

Ping An Insurance (Group) of China (601318)

With firm resolution in the critical time, Ping An Insurance expects meaningful recovery

Buy (Maintain)

6 February 2023

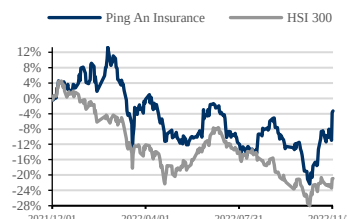
 Research Analyst
Ruibin Chen
 (852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit (RMB mn)	147,961	152,923	157,523	170,432
Growth (YoY %)	6.1%	3.4%	3.0%	8.2%
Value of new business (RMB mn)	37,898	31,346	32,422	36,407
Growth (YoY %)	-23.6%	-17.3%	3.4%	12.3%
EVPS (RMB)	76.34	80.14	86.87	94.52
P/EV (X)	0.59	0.56	0.52	0.48

Key words: # reversal effect**Investment Thesis**

- **Ping An Insurance enjoys an attribute of positive option value from pandemic control optimization and economic recovery. Its low valuation provides downside protection, and marginally recovering environment leads to valuation elasticity.** We believe that recovery of the life insurance industry depends on pandemic control situation in the short-term, team building in the medium-term and products in the long-term. With continuous optimization of pandemic control measures, we expect life insurance sector to experience improvements in both valuation and earnings. While elasticity from the asset side is stronger in the short term, elasticity from the liability side in the long term should test leading insurance firms on reform efficiency. We believe that Ping An Insurance, a pioneer in life insurance reform, has the potential to lead the industry to step out of difficulties.
- **External environment: Ping An expects meaningful growth due to the upcoming economic recovery.** With the implementation of real estate policies, we believe that the policy orientation is completely changed towards keeping market players. We see upside potential for both long-term interest rate and equity market, as optimization of pandemic control measures brings higher expectation for economic recovery and the effect of loose credit manifests. Despite no obvious inflection signal for liability side of life insurance, we see accumulated opportunities. Supply side: though the number of teams for listed insurance firms is still declining, the magnitude is significantly narrowed, and the capacity is continuously recovering. Demand side: thanks to low-interest environment, sales of savings insurance recover due to its comprehensive advantages of safety, profitability, and liquidity. Given the declining returns of competing products and the increasing willingness of residents to save, we expect high-single-digit growth of new orders and values for listed insurance firms in 1Q23, and Ping An Insurance to outperform its peers.
- **Life insurance reform advances in an orderly manner while renewed logo keeps original aspiration.** Ping An upgraded the slogan "Fintech" in the brand identification to "Professional Value", reflecting its pursuit of creating long-term benefits and value for shareholders, clients, employees, and the public. Ping An's talent recruitment plan has achieved initial results. Based on digital tools, its evaluation system focuses on three dimensions of "performance, quality and behavior", with the internal logic of "good behavior supports good quality, which in turn drives good performance", and guides teams to form a positive feedback mechanism of "retention improvement, quality improvement, revenue increase, attract better talents". Ping An's new bank & insurance team plays an important strategic role in increasing banking revenue, meeting customers' diversified asset allocation needs, and optimizing life insurance channel structure.
- **Earnings Forecast & Rating:** We maintain our original earnings forecast and expect the growth rate of Ping An's operating profit to be 3.4%/3.0%/8.2% in 2022-2024, NBV growth to be -17.3%/3.4%/12.3%, and benefits of life insurance reform to gradually release from 2023. Using SOTP method, we assign P/EV of 0.76x to the company and maintain the "Buy" rating.
- **Risks:** Lower-than-expected life insurance reform progress, pandemic control optimization, or product side reform effects.

Price Performance**Market Data**

Closing price (RMB)	44.95
52-week Range (RMB)	35.90/56.23
P/B (X)	0.98
Market Cap (RMB mn)	821,696.85

Basic Data

BVPS (RMB)	45.89
Liabilities/assets (%)	89.67
Total Issued Shares (mn)	18,280.24
Shares outstanding (mn)	10,832.66

Related reports

《中国平安(601318): 2022 年三季报点评: 疫情散发拖累资产负债两端, 关注开门红预期催化》

2022-10-27

《中国平安(601318): 2022 年中报点评: 队伍质效现拐点 分红增长显韧性》

2022-08-23

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Xiang Hu (胡翔)**, **Yuxiang Ge (葛玉翔)**, and **Jieyu Zhu (朱浩羽)**.

棋至中盘心未改，曙光初现待时飞

买入 (维持)

2023 年 2 月 6 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
归母营运利润 (百万元)	147,961	152,923	157,523	170,432
同比	6.1%	3.4%	3.0%	8.2%
新业务价值 (百万元)	37,898	31,346	32,422	36,407
同比	-23.6%	-17.3%	3.4%	12.3%
每股内含价值 (元/股)	76.34	80.14	86.87	94.52
P/EV (现价&最新股本摊薄)	0.59	0.56	0.52	0.48

关键词：#困境反转

投资要点

■ 中国平安隐含疫情防控和经济复苏的正向期权属性，较低的估值水平给予安全垫，边际向好的内外部环境赋予估值弹性。我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品。随着疫情防控情势不断修复向好，寿险板块有望迎来戴维斯双击，而短期资产端的逻辑弹性更强，长期负债端弹性则考验头部险企寿险转型成效。我们相信平安作为寿险改革先行者，有望引领行业摸索着走出困境。

■ 外部环境：曙光初现待时飞。地产纾困政策渐次落地，政策导向彻底扭转，保市场主体的思路彻底明确。随着防疫政策优化对于经济修复的预期升温，叠加宽信用效果逐步显现，长端利率与权益市场有望迎来共振向上催化。虽然寿险负债端拐点未出现实质性信号，但机遇正在酝酿。从供给侧来看，随着近年来清虚力度的加大，虽然上市险企队伍数量仍在探底，但降幅明显逐季收窄且队伍产能持续复苏，“老人”成为新单和价值的主要贡献。从需求侧来看，储蓄型业务销售回暖得益于低利率环境下，安全性、收益性和流动性的综合优势逐步显现。竞品收益率逐步下滑叠加居民存款意愿不断提升，我们预计 1Q23 上市险企新单和价值有望迎来大个位数正增长的修复，平安表现优于同业平均水平。

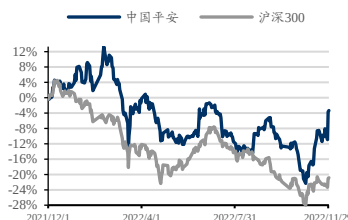
■ 标识焕新不改初心，寿险改革有序推进。公司将现有品牌标识中的标语“金融科技”升级为“专业价值”，体现初心不改和为股东、客户、员工及社会大众创造长期的利益及价值的追求。公司招“才”季人才招聘计划收获初步成效，“三好五星”评价体系依托数字化工具，围绕“业绩好、质量好、行为好”三大维度，以“行为好支撑质量好，质量好驱动业绩好”为内在逻辑，引导队伍形成“留存提升→质态改善→收入增加→吸引优增”的正反馈机制。平安新银保团队在提升银行中收、满足客户多元化资产配置需求、优化寿险渠道结构具有重要战略意义。

■ 以医疗健康打造价值增长新引擎。公司以医疗健康打造价值增长新引擎，创新推出中国版“管理式医疗模式”，为个人及团体客户提供“省心、省时、又省钱”的一站式医疗健康服务，赋能金融主业。截至 2022 年 9 月末，在平安近 2.28 亿个人客户中，有超 64% 的客户同时使用了医疗健康生态圈提供的服务。

■ 盈利预测与投资评级：棋至中盘心未改，曙光初现待时飞。我们维持盈利预测，预计公司 2022 年至 2024 年归母营运利润增速为 3.4%、3.0% 和 8.2%，NBV 增速分别为 -17.3%、3.4% 和 12.3%，2023 年起寿险改革红利有望逐步释放。采用分部估值法对中国平安进行估值，给予 0.76 倍集团 P/EV 目标估值，维持“买入”评级。

■ 风险提示：寿险改革进程推进低于预期、疫情防控优化进程低于预期、产品端改革成效低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.95
一年最低/最高价	35.90/56.23
市净率(倍)	0.98
流通 A 股市值(百万元)	486,928.27
总市值(百万元)	821,696.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	45.89
资产负债率(% ,LF)	89.67
总股本(百万股)	18,280.24
流通 A 股(百万股)	10,832.66

相关研究

《中国平安(601318): 2022 年三季报点评: 疫情散发拖累资产负债两端，关注开门红预期催化》

2022-10-27

《中国平安(601318): 2022 年中报点评: 队伍质态现拐点，分红增长显韧性》

2022-08-23

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢胡翔、葛玉翔和朱浩羽的指导。

1. 对公司本轮股价大幅下跌的几点思考

1.1. 中国平安本轮股价下跌复盘

公司股价受新冠肺炎疫情持续散发、地产行业基本面下行、长端利率迭创年内新低以及权益市场大幅波动等交织因素影响，股价自高点下跌逾 50%。中国平安股价高点于 2020 年 7 月达逾 90 元/股，此后受华夏幸福地产违约、疫情持续散发拖累新单及价值增长、长端利率和权益市场震荡下行以及公司寿险改革成效持续低于预期等内外部因素交织影响，当前公司股价在 40 元/股左右低位徘徊，最大跌幅逾五成。从公司基本面来看，前三季度公司实现 NBV 同比下降 26.6%（可比口径同比降幅 18.9%，系 2021 年末调整更为谨慎的精算假设），归因来看 NBV-FYP 同比下降 11.9%，NBV Margin 同比下降 4.9 个 pct. 至 25.80%，3Q22 单季扩大系受疫情散发冲击，新单降幅扩大所致。

1.2. 短期看疫情，中期看队伍，长期看产品

我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品。随着疫情防控形势不断修复向好，寿险板块有望迎来戴维斯双击，而短期资产端的逻辑弹性更强，长期负债端弹性则考验头部险企寿险转型成效，主要是系寿险业可选消费属性较强，需要经历“需求复苏、人力回暖、产品升级”进程。当前处于负债端“L 型底部”，增速恢复需要经历“存量产能改善——营销队伍企稳——新单保费筑底——价值增速向上”，当前处于第二阶段向第三阶段过渡调整期。中国平安隐含疫情防控和经济复苏的正向期权属性，较低的估值水平给予安全垫，边际向好的内外部环境赋予估值弹性。

2. 外部环境：曙光初现待时飞

2.1. 地产风险边际变动分析

地产政策风险是悬在公司股价至上的达摩克利斯之剑，公司所持地产风险敞口和地产行业政策风向成为投资者关注要点。虽然从集团到各子公司层面，均高度重视房地产行业风险防范和质量管控，强化风险排查及管控化解工作，但公司所持地产风险敞口和地产行业政策风向成为投资者关注要点。

当前地产政策的边际放松对中国平安估值提振将显著高于同业。一方面，从险资涉房投资余额占比来看，平安涉房投资占比高于主要同业，经估计，截至 1H22 平安、太保、新华、国寿四家涉房投资占比分别为 5.2%、5.1%、4.3%及 2.0%。较高的涉房投资比例意味着平安受地产政策风险因素影响的显著度更高。另一方面从平安所持地产敞口来看主要以头部民营企业为主，包括碧桂园、华夏幸福、旭辉控股（集团）等，此类地产公司在持续两三年的行业下行大背景下，有望在本次支持政策推出后实现经营的显著改善。近期碧桂园、华夏幸福等个股均呈现了强有力的触底反弹。

2.2. 疫情防控形势边际变动分析

疫情防控形势向好迹象利好寿险行业资产负债两端逐步回暖。11月11日国务院对当前疫情防控措施进行了部分优化调整，提出“疫情防控二十条”举措，这次优化调整是在“动态清零可持续”总方针下针对密接管控、风险区管理以及核酸检测要求等方面适当放松，例如：密切接触者“7+3管理”调整为“5+3管理”、风险区划分由“高、中、低”三等减少为“高、低”两等级等。疫情防控形势的向好将有力支撑寿险行业复苏，资产端体现在权益市场复苏、经济复苏预期向好所引致的投资表现回暖，而负债端则体现在规模人力的复苏和新单价值数据的恢复。中国平安作为寿险龙头则有望在行业复苏的大背景下实现率先突破。

2.3. 外部因素助推开门红预期催化

外部环境因素利好开门红产品销售，中国平安开门红或有超预期表现。外部环境利好因素有二：1) 竞品收益率逐步下滑；2) 居民存款意愿不断提升。

内外部环境因素利好，期待开门红超预期表现，预计1Q23上市险企新单和价值有望迎来大个位数正增长的修复。根据当前的开门红产品销售反馈情况，在内外环境因素双向利好、产品供给表现稳定的情况下，平安2023年开门红预估将实现超两位数的增长。横向对比各头部险企的开门红产品，产品形态同质化现象依然显现，差异化主要体现在保单背后的配套服务，平安2023年开门红产品凭借形态多样、收益率尚佳等优势在同业众多开门红产品中具备一定竞争力。

3. 标识焕新：初心不改得始终

2022年8月末，中国平安集团宣布正式焕新、升级公司品牌标识，主要将现有品牌标识中的标语“金融科技”升级为“专业价值”，品牌标识主体的中文和拼音“PINGAN”保持原版设计。

铸就长青基业、构筑百年品牌。此次品牌标识变化，既是一次回归、传承，更是一种升级、焕新；既是中国平安“综合金融+医疗健康”战略转型的必然选择，更是品牌文化历程的一座重要里程碑。公司创始人兼董事长马明哲认为，百年品牌承载着企业始终如一的文化内核，更回应着时代脉搏发展与企业战略革新。此次品牌标识变化标志着平安作为一家优秀民族企业，将深深扎根于中华大地、坚定保持战略定力、殷切响应时代呼声，同时放眼未来，着眼于公司的百年基业，彰显着平安构筑国际领先的一流品牌的信心与决心。

4. 寿险改革：“四渠道三产品”框架日臻完善

2021年以来，平安寿险“4渠道+3产品”的改革战略框架日臻完善。在寿险改革的渠道方面，平安寿险深化代理人渠道改革转型，加强与平安银行的合作，同时积极探索社区网格化、下沉渠道等创新渠道，持续推动多渠道高质量发展。在寿险改革的产品方面，平安寿险依托集团医疗健康生态圈，通过“保险+健康管理”、“保险+高端养老”、“保

险+居家养老”三大核心服务构建差异化竞争优势。

4.1. 寿险渠道：夯实优才，探索多元

代理人渠道仍为寿险转型基本盘，多元化渠道贡献逐步提升。自改革以来，平安持续推动单一代理人渠道向多渠道转型，以四大渠道并重推动渠道结构调整，为寿险业务的高质量发展奠基。

4.2. 寿险产品：“三经”聚健养，“四维”区定位

平安寿险以“打造有温度的保险”为理念，从客户需求出发，加大有竞争力的产品供给，并依托集团医疗健康生态圈，通过“保险+健康管理”、“保险+居家养老”、“保险+高端养老”三大核心服务构建差异化竞争优势。

5. 以医疗健康打造价值增长新引擎

医疗生态加速落地。2021年以来，平安创新探索“HMO+家庭医生+O2O”集团管理模式医疗模式，打通供给、需求与支付闭环，为客户提供“省心、省时又省钱”的医疗健康服务，我们将重点以HMO切入点，探析公司“保险+医疗健康服务”新模式。

5.1. 创新推出中国版“管理式医疗模式”

平安汲取多年深耕保险和医疗行业运营管理经验，创新推出中国版“管理式医疗模式”。平安将差异化的医疗健康服务与作为支付方的金融业务无缝结合，为个人及团体客户提供“省心、省时、又省钱”的一站式医疗健康服务，赋能金融主业。截至2022年9月末，在平安近2.28亿个人客户中，有超64%的客户同时使用了医疗健康生态圈提供的服务。

5.2. 医疗生态赋能金融主业

平安医疗健康生态圈与金融主业实现了有效结合，增强集团整体盈利能力。医疗生态圈对于平安健康的赋能作用可从寿险、健康险和产险三个方面体现：对寿险而言，推出“臻享RUN”产品，将基础性的健康检查等产品内化进保单，提升客户价值；添加问诊插件，为寿险用户提供线上问诊服务，从而提升了便利性，改善了客户体验。对健康险而言，推出“E生保门诊附加包”，提供一定次数和时长的线上问诊服务，从而为客户打造了就医保障闭环；对于产险而言，为客户提供用药和问诊两方面的权益，通过一站式服务简化就医流程，真正让客户省心。

6. 寿险营运利润：业务品质优良，摊销稳健增长

6.1. 剩余边际摊销稳健增长

平安寿险剩余边际占责任准备金比例高于上市同业。我们计算了上市同业中寿险剩

余边际占责任准备金比例，截至 2021 年末，平安寿、国寿、太保寿和新华保险剩余边际占期末寿险及长期健康险责任准备金比例达 46.2%、24.7%、33.8%和 26.3%，平安寿显著高于上市同业平均，彰显了较好业务品质及质地。

6.2. 2023 年寿险 OPAT 有望重拾较快升势

我们预计 2023 年寿险 OPAT 有望重拾较快升势。2018-2021 年，虽然面临行业下行期叠加新冠肺炎疫情的交织影响，NBV 增持持续承压，净利润受权益市场影响大幅波动，但寿险及健康险业务 OPAT 保持稳健增长，2018 年至 2021 年逐年增速分别为 35.1%、24.7%、5.3%和 3.6%，虽然增速逐年下行，但受益于存量高品质业务的利润释放，

OPAT 持续增长为集团分红持续提供动能，我们预计公司 2022 年至 2024 年寿险 OPAT 增速分别为 10.7%、-6.4%和 5.1%，保持相对韧性。我们预计 2022 年至 2024 年公司剩余边际的增速分别为 -3.1%、-0.4%和 0.8%。

6.3. 寿险业务估值分析

股债市场的大幅波动往往会对寿险公司估值产生较大扰动。我们对利率（投资收益率假设）和股市波动假设的不同情况进行了情景分析。根据 2021 年末平安寿险及健康险业务 EV 和 NBV 的敏感性，利率下降 50 个基点将导致 NBV 和 EV 分别下降约 10.4%和 7.3%；股票价格下跌 10%，将导致 EV 下降约 1.64%，两者都可能降低我们的 P/EV 估值倍数。结合当前股债市场外部环境，我们给予投资收益率假设 100bps 下行和权益市场修复至持平的保守假设，我们给出 0.85 的 P/EV 的目标估值。

7. 盈利预测与投资建议

我们采用分部估值法对中国平安进行估值。平安寿险及健康险业务按照前文的估值水平给予 0.85 倍 P/EV，财险业务给予 1 倍 PB，平安银行根据其市值给予参考估值，平安证券参考券商（申万 II）2022 年 11 月 30 日的平均 PB 估值给予 1.15 倍 PB 估值，平安信托根据 A 股主要上市信托公司（经纬纺机、爱建集团、中航资本和五矿资本）2022 年 11 月 30 日的平均 PE 估值给予 13.09 倍 PE，金融科技板块根据子公司（平安好医生、金融壹账通、汽车之家等）在境内外上市市值给予参考估值。同时，由于公司践行“科技赋能金融，科技赋能生态，生态赋能金融”的战略，并构建五大智慧生态圈，集团内协同效应可期，我们不考虑集团估值折扣。我们给予目标价 61.1 元/股，对应 2022 年 P/EV 为 0.76X，截至 2022 年 11 月 30 日，股价对应 2022 年至 2024 年 P/EV 分别为 0.56、0.52 和 0.48 倍，维持“买入”评级。

8. 风险提示

寿险改革进程推进低于预期；疫情防控优化进程低于预期；产品端改革成效低于预期。

中国平安预测利润表

人民币：百万	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	1,168,867	1,218,315	1,180,444	1,112,965	1,194,938	1,258,875
保险业务收入	795,064	797,880	760,843	758,508	776,130	805,031
减：分出保费	-21,370	-23,077	-30,208	-27,843	-28,953	-30,365
提取未到期责任准备金	-24,915	-17,204	9,298	-5,977	-9,196	-11,079
已赚保费	748,779	757,599	739,933	724,688	737,981	763,588
银行业务利息净收入	90,187	100,404	121,368	137,568	150,795	162,436
非保险业务手续费及佣金净收入	44,230	51,762	41,584	48,138	54,537	60,612
投资收益	177,488	243,515	231,850	181,579	197,038	210,463
公允价值变动收益	44,091	-4,770	-22,613	-30,757	3,312	7,517
汇兑损失	779	2,219	1,267	6,800	7,901	8,556
其他业务收入	63,313	64,181	67,055	32,425	32,870	33,333
二、营业支出合计	-983,839	-1,030,011	-1,040,759	-921,209	-951,039	-987,042
退保金	-26,661	-36,914	-52,931	-33,818	-36,145	-37,771
赔付净支出	-213,767	-225,633	-252,606	-303,846	-320,404	-336,808
提取保险责任准备金净额	-286,921	-302,553	-262,859	-138,426	-128,166	-125,609
保单红利支出	-19,329	-19,001	-19,405	-12,676	-17,053	-18,594
分保费用	-13	-18	-24	-1,412	-1,412	-1,412
保险业务手续费及佣金支出	-114,753	-102,003	-80,687	-117,224	-117,812	-120,709
营业税金及附加	-4,272	-4,615	-4,570	-4,049	-4,346	-4,628
业务及管理费	-172,892	-176,551	-172,597	-180,228	-190,556	-197,404
减：摊回分保费用	7,572	6,356	5,908	10,374	9,980	9,525
财务费用	-20,098	-26,436	-28,082	-16,876	-17,973	-19,190
其他业务成本	-65,439	-63,185	-67,970	-68,898	-70,343	-71,831
资产减值损失	-67,266	-79,458	-14,548	-97,348	-107,180	-116,215
三、营业利润	185,028	188,304	139,685	191,755	243,900	271,833
四、利润总额	184,739	187,764	139,580	191,755	243,900	271,833
减：所得税费用	-20,374	-28,405	69	-34,690	-46,623	-52,938
五、净利润	164,365	159,359	121,802	157,065	197,277	218,894
归属于母公司股东的净利润	149,407	143,099	101,618	116,153	150,593	167,621
少数股东损益	14,958	16,260	20,184	40,911	46,684	51,273
六、每股收益（元/股）	8.41	8.10	5.77	6.60	8.55	9.52
每股股息（元/股）	2.05	2.20	2.38	2.47	2.54	2.75

数据来源：Wind，东吴证券（香港）

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

