

28 February 2023

**Research Analyst****Ruabin Chen**

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

# Pioneer of insurer transformation leads the recovery of earnings

**Buy (Maintain)**

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit (RMB mn)	26,834	23,807	30,632	34,902
Growth (YoY %)	9%	-11%	29%	14%
Value of new business (RMB mn)	13,412	9,043	9,795	10,749
Growth (YoY %)	-25%	-33%	8%	10%
EVPS (RMB)	51.80	55.25	60.49	65.12
P/EV (X)	0.53	0.50	0.46	0.42

**Key words: # high dividend yield # cheaper than replacement cost****Investment Thesis**

- **Why are we bullish on China Pacific Insurance Group (CPIG) now?**  $\beta$  attribute of call option during the economic recovery stage and  $\alpha$  feature of liability recovery implied in life insurance industry. Since 2022, CPIG's transformation effect begins to manifest: growth of new business value (NBV) for life insurance is expected to turn into positive for three consecutive quarters since 3Q22, and the core index of property insurance hit a record high in recent years. After the first wave of stock price rise driven by Covid control measures liberalization, the main logic turns from macro expectations to earnings realization, with investors' focus switching from asset to liability. 2023 is a key year to test the effectiveness of transformation, and to observe the reshape of oligopoly industry structure into a divergent valuation.
- **The first 18-month transformation phase of Changchang Action Programme is expected to finish by the end of June 2023.** After the "shock therapy", CPIG's core business and financials in 2023 show positive signs. Its new orders and market value are likely to first reach the turning point thanks to 1) Steady increase in human capacity of individual insurance team; 2) Bottoming-out effect of the bancassurance channel; 3) New "product + service" system built around 3 core needs (health, wealth, and retirement). We believe that CPIG's growth in 2023 may come from: 1) Rising ratio of core talents and income level; 2) NBV Margin reverting to its historical pivot (2023: 21%), driven by increases in installment payment plans and hybrid business; 3) Growing capacity and retention of new customers to enhance the growth. We expect NBV growth of listed insurance companies in 1Q23 to rank as: CPIG (+5%) > China Life (+2%) > PingAn (-5%) > NCI (-6%). We estimate CPIG's NBV growth rates to be 8.3%/9.7%/7.3% in 2023-2025.
- **Thanks to its Transformation Programme, CPIG's ROE of the property insurance segment in 2022 may outperform its peers, achieving the best operating performance in recent years.** We believe that in 2023, the comprehensive cost ratio (COR) of auto insurance is likely to be under pressure, and the non-vehicle claim rate may be quite high due to frequent natural disasters in recent years, even though the Covid control measures have been relaxed. However, we believe CPIG's ROE should remain at ~12% and improve its contribution to group's profitability thanks to continuous improvement of quality and efficiency (e.g., auto insurance renewal, agricultural insurance development, non-vehicle development efficiency, per capita productivity, etc.).
- **Earnings Forecast & Rating:** We expect CPIG's net income to be Rmb30.6/34.9/38.3bn in 2023-2025 (original forecast of Rmb32.1/34bn for 2023/2024; newly-added forecast for 2025), with respective YoY growth rates of 28.7%/13.9%/9.7% and corresponding target price of Rmb39.72/share in 2023 with upside potential of 44%. We maintain the Buy rating.
- **Risks:** 1) Unsustainable effectiveness of new management program; 2) Impact of chairman retirement on transformation effectiveness; 3) Pandemic resurgence.

**Price Performance****Market Data**

Closing price (RMB)	27.52
52-week Range (RMB)	17.92/28.31
P/B (X)	1.19
Market Cap (RMB mn)	264,751.80

**Basic Data**

BVPS (RMB)	23.06
Liabilities/assets (%)	89.29
Total Issued Shares (mn)	9,620.34
Shares outstanding (mn)	6,845.04

**Related reports**

《中国太保(601601): 2022年三季报点评: 寿险长航转型初显成效, 财险利润夯实集团业绩》

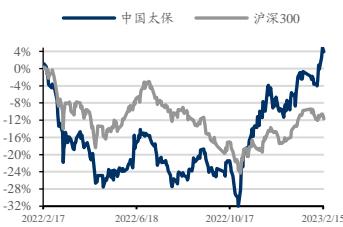
2022-10-30

《中国太保(601601): 上海国资持续底部增持彰显充足信心》

2022-10-18

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 (朱洁羽)**.

2023年2月28日

**分析师**  
**陈睿彬**
**(852) 3982 3212**  
**chenrobin@dwzq.com.hk**
**股价走势****市场数据**

收盘价(元)	27.52
一年最低/最高价	17.92/28.31
市净率(倍)	1.19
流通A股市值(百万元)	188,375.54
总市值(百万元)	264,751.80

**基础数据**

每股净资产(元,LF)	23.06
资产负债率(% ,LF)	89.29
总股本(百万股)	9,620.34
流通A股(百万股)	6,845.04

**相关研究**

《中国太保(601601): 2022年三季报点评: 寿险长航转型初显成效, 财险利润夯实集团业绩》

2022-10-30

《中国太保(601601): 上海国资持续底部增持彰显充足信心》

2022-10-18

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和支持,  
尤其感谢胡翔、葛玉翔和朱洁羽的指导。

# 保险行业转型标杆, 领奏价值复苏号角

## 买入(维持)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
归属于母公司的净利润(百万元)	26,834	23,807	30,632	34,902
同比增长率(%)	9%	-11%	29%	14%
新业务价值	13,412	9,043	9,795	10,749
新业务价值增长率(%)	-25%	-33%	8%	10%
EVPS	51.80	55.25	60.49	65.12
P/EV	0.53	0.50	0.46	0.42

**关键词:** #股息率高 #低于重置成本

**投资要点**

- **当下时点为什么我们看好中国太保?** 保险板块隐含经济复苏看涨期权的 $\beta$ 属性和寿险业负债端复苏的 $\alpha$ 特征。疾风知劲草, 复苏检成效, 2022年以来中国太保转型成效初显: 寿险新业务价值(NBV)自3Q22以来有望连续3个季度实现增速转正, 产险核心指标迭创近年来新高。历经疫后放开第一波上涨后, 保险板块上涨逻辑从宏观预期到业绩兑现, 市场逐步或将重心从资产端过渡至负债端, 2023年既是检验险企转型成效关键年, 亦是重塑行业寡头格局迎接估值分化的观察年。
- **寿险长航预计于2023年6月底完成首期18个月转型一期工程。** 集团和寿险领导对于转型的决心和信心跃然纸上, 公司业绩历经“休克疗法”后, 核心业务和财务指标于2023年轻装上阵。公司新单和价值率先迎来拐点主要得益于: 1) 个险队伍核心人力产能稳步提升; 2) 价值银保渠道托底作用显现; 3) 公司围绕健康、财富和养老三大核心需求, 构建全新的“产品+服务”金三角体系。我们认为公司2023年价值增长动能来自: 1) 芯基本法牵引下, 核心人力占比及其收入水平持续提升。2) 随着期缴业务占比和保障储蓄混合类业务贡献提升, NBV Margin有望重回历史中枢(2023: 21%)。3) 新人产能和留存提升增长源动力。我们预计1Q23上市险企NBV增速排序为: 太保(+5%)>国寿(+2%)>平安(-5%)>新华(-6%), 太保2023年至2025年NBV同比增速分别为8.3%、9.7%和7.3%。
- **太保产险“续航”转型计划引领下, 2022年财险板块ROE有望领跑老三家, 取得近年来最好的经营业绩。** 我们预计, 2023年虽然随着疫情防控放松, 车险综合成本率(COR)面临抬升压力, 同时近年自然灾害频发使非车赔付凸显, 但得益于持续提质增效(例如车险续保能力、农险发展能力、非车发展效益, 人均产能指标等), 公司ROE将保持在12%左右, 提升对集团盈利能力的贡献。
- **盈利预测与投资评级: 深度价值, 成色依旧, 保险行业转型标杆, 领奏价值复苏号角。** 我们复盘了自集团转型2.0提出以来, 2017年至2022年核心财务数据, 我们发现太保绝对增速仅次于平安, 高于国寿和新华, 且整体增速稳定性更强。上市以来公司平均现金分红率超过40%, 领跑金融板块, 受新会计准则影响相对较小。上海国资及公司高管持续底部增持彰显充足信心。我们预计公司2023年至2025年归母净利润分别为306、349和383亿元(原2023-2024年预测为321和340亿元, 并新增2025年预测), 同比增速分别为28.7%、13.9%和9.7%。我们给予对应2023年目标价为39.72元/股, 上行空间44%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 芯基本法实施成效不持续; 2) 集团和寿险公司董事长年近退休对集团“五航”转型成效影响; 3) 新冠肺炎疫情变异毒株反复

## 1. 保险行业：历经疫后放开第一波上涨后，板块上涨逻辑从宏观预期到业绩兑现

### 1.1. 从宏观预期到业绩验证

历经疫后放开第一波上涨后，板块估值略有回调，下一阶段关注负债端复苏。我们预计 2022 年 A 股保险板块归母净利润同比下滑 18%，整体表现差强人意。2023 年春节主要在 1 月下半月，相比往年略有提前，受到春节错期影响，叠加去年 12 月疫情完全放开后队伍展业明显受阻，2023 年 1 月新单数据同比增速前高后低，我们建议关注 1Q23 整体预期。我们预计 1Q23 上市险企 NBV 增速基本持平，我们预计 1Q23 上市险企 NBV 增速排序为：太保 (+5%) > 国寿 (+2%) > 平安 (-5%) > 新华 (-6%)，全年上市险企维持 5% 左右正增长判断不变，2023 年仍是复苏拐点年。

### 1.2. 市场逐步或将重心从资产端过渡至负债端

市场逐步或将重心从资产端过渡至负债端，2023 年既是检验寿险公司转型成效关键年，亦是重塑行业寡头格局迎接估值分化的观察年。历经疫情磨难，寿险公司或主动或被动走上转型变革的道路，我们预计 2023 年作为行业拐点过渡年，一方面将验证此前转型成效，另一方面行业竞争格局或也将重塑，行业寡头格局也将发生悄然变化。

## 2. 太保寿险：长航行动转型初显成效

### 2.1. 长航行动引领新一轮转型升级

2022 年寿险公司深化落地长航行动，预计于 2023 年 6 月底完成首期 18 个月转型一期工程。2021 年 7 月，寿险公司启动长航转型一期工程的整体设计，确定 8 个项目集，对渠道、产品+服务、存量业务优化、组织文化体系及宣导等进行全方位转型设计。公司坚定实施长航行动转型，主要工作包括：1. 设计 18 个月规划路线图；2. 加强考核夯实人力，尤其是以核心人力为重点的芯版基本法落地考核；3. 开展内外勤转型宣导，公司上下同心协力，直面挑战与机遇。

### 2.2. 转型决心跃然纸上，坚定回归以客户为中心

不要低估集团和寿险领导对于转型的决心，在长航行动转型指引下，公司业绩历经的“休克疗法”后，核心业务和财务指标轻装上阵。在队伍三化转型中，蔡强反复强调职业化，他强调“职业化，即要建立专职、全职的营销员队伍，清除虚假人力”，我们认为核心人力才是检验公司转型成效的重要参考指标。

### 2.3. 新单和价值拐点似现，领奏行业负债端复苏号角

2023 年增长动能值得期待。芯基本法对于牵引队伍的改善起到积极作用，公司鼓励绩优和连续绩优，核心人力占比及其收入水平持续提升。我们认为公司 2023 年价值增

长动能包括：1) 队伍产能的提升，自 2Q22 以来公司队伍产能持续出现优化势头，随着转型的推进，成效或将加速显现。2) 价值率的提升，随着期缴业务占比和保障储蓄混合类业务贡献提升，公司 NBV Margin 有望重回历史中枢。3) 新招募代理人，公司的招募体系正转向高质量增员导向，随着新人的产能和留存的持续提升，也将为 2023 年业务增长助力。

#### 2.4. 产品侧坚持以客户需求为导向，践行“全家全险全保障”的销售理念

在长航转型指引下，太保寿险围绕健康、财富和养老三大核心需求，构建全新的“**产品 + 服务**”金三角体系。在传统重疾险产品因居民可支配收入预期下降叠加人海战术日渐式微的背景下，公司主动深度挖掘市场潜力，坚持以客户需求为导向，践行“**全家全险全保障**”的销售理念，不断完善自身保险产品体系以应对客户不断增长和丰富的保险保障需求。

#### 2.5. 芯版基本法引领个险转型初现成效

3Q22 公司转型初获成效，核心人力占比提升既是阶段性成果，也是下阶段牵引队伍与价值增长的核心动能。我们认为核心人力收入的增长是持续专业化、职业化和数字化的保障。3Q22 公司核心人力收入基本达到社平工资的 1.5 倍，长期目标是未来五年内达到社平工资的 3 倍。

#### 2.6. 价值“芯”银保积极探索

银保渠道今非昔比，专属合作网点试水，探索银保渠道高质量发展。在新冠对个险渠道持续冲击之下，银保渠道新单实现逆势增长，成为各寿险公司达成保费规模的重要补充，主要系受疫情持续蔓延的影响，长端利率迭创新低，理财产品预期收益率下滑，新发基金产品持续遇冷，权益市场大幅波动等因素交织影响，提供中长期保底收益的银保渠道理财型业务相对优势显现，客户青睐度提升。

#### 2.7. 万亿蓝海，加速布局康养市场

太保寿险持续发力，打造保险+健康管理、养老服务的第二增长曲线，深入“保险产品+养老社区+养老服务”综合解决方案。结合公司和行业基本面，我们认为通过养老社区的高品质服务吸引中高净值客群，构建财富、健康、养老的产品+服务“金三角”不失为一种在行业低迷期有益尝试。高品质的服务供给和全国连锁的规模效应是持续发展的护城河，看好公司打造保险+健康管理、养老服务的第二增长曲线。

### 3. 太保产险：持续巩固续航能力，ROE 领跑老三家

#### 3.1. 财险转型成效显著

**2022 年太保产险提出“续航”转型计划。**在集团转型 2.0 的引领下，太保产险秉承“四个坚持、三最一引领”。“四个坚持”为坚持高质量发展根本目标、坚持客户经营

核心诉求、坚持合规经营基本理念、坚持转型创新主要路径。“三最一引领”为客户体验最佳、业务质量最优、风控能力最强，以及成为行业健康稳定发展的引领者。2022年产险持续巩固续航能力，提质增效，取得近年来最好的经营业绩。

### 3.2. 2023 年展望：保费增速回暖，承保端 COR 承压

2023 年随着疫情管控放松，车险 COR 将有所抬升，同时近年自然灾害频发使风险压力凸显。我们预计，2023 年随着疫情管控放松，车险 COR 将有所抬升，同时近年自然灾害频发使风险压力凸显。

## 4. 深度价值，成色依旧

### 4.1. 转型 2.0 以来，核心指标彰显底蕴

我们复盘了自 2017 年转型 2.0 提出以来，2017 年至 2022 (E) 年主要上市险企核心财务数据，我们发现太保绝对增速仅次于平安，高于国寿和新华，且整体增速具备优势。2017-2022 年，中国太保内含价值 (EV) 和归母净利润复合增速分别为 13.2% 和 10.2%，均领跑上市同业（平均值分别为 12.2% 和 5.1%）。

### 4.2. 寿险价值底蕴韧性较强

为了更好分析存量保单长期盈利能力，我们使用二期工程下逐季披露的“保单未来盈余/保险合同负债”以表征存量保单盈利能力。需要指出的是，由于披露完整性限制，我们分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债），该指标内涵是每单位的人身险合同负债创造的保单未来盈余，该比值越高表明人身险公司保单盈利能力越强，长期负债经营效率更高。3Q22 末计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/保险合同负债由高至低为泰康人寿(11.8%)、友邦人寿(9.5%)、平安寿险(8.3%)、太保人寿(7.4%)、中国人寿(6.7%)、太平人寿(5.6%)、新华人寿(5.3%)、人民人寿(4.1%)。

为了更好分析资本经营的效率，我们计算了二期工程下逐季披露的“保单未来盈余/最低资本”指标。需要指出的是，由于披露完整性限制，我们分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债），该指标内涵是每消耗 1 单位要求资本所能创造的长期保单未来盈利，该比值越高表明人身险公司单位资本消耗越低，资本经营效率更高。3Q22 末计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/最低资本由高至低为泰康人寿(86.9%)、友邦人寿(79.8%)、太保人寿(73.3%)、中国人寿(56.7%)、平安寿险(54.2%)、太平人寿(51.6%)、新华人寿(49.6%)、人民人寿(37.5%)。

### 4.3. 分红韧性较强，受新会计准则影响相对较小

集团历年均有分红留存，夯实应对会计准则变化的韧性。我们计算了公司历年“从子公司收取现金股利-向子公司增资-分派给外部股东”金额发现，即使在如此高的分红率下，2016 年以来集团仍有正向现金流累积，且正向现金流绝对值有增大趋势。这一方

面说明两家子公司对资本金消耗较低，另一方面集团有实力稳定未来分红水平。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

我们预计公司 2023 年至 2025 年归母净利润分别为 306.32、349.02 和 382.83 亿元，同比增速分别为 28.7%、13.9% 和 9.7%，集团 EV 分别为 5824.24、6272.73 和 6689.19 亿元，同比增速分别为 9.5%、7.7% 和 6.6%，NBV 分别为 100.29、109.99 和 118.04 亿元，同比增速分别为 8.3%、9.7% 和 7.3%，太保寿险 ROEV 分别为 9.9%、9.6% 和 9.5%，ROE 分别为 12.07%、12.58% 和 12.66%，当前股价对应 2023 年至 2025 年 PEV 分别为 0.46、0.42 和 0.4 倍，对应 2023 年至 2025 年股息率分别高达 4.6%、5.3% 和 5.8%。

### 5.2. 上海国资及公司高管持续底部增持彰显充足信心

**上海国资底部持续增持。**2022 年 10 月，公司公告收到股东上海国有资产经营有限公司通知，其自 2022 年 5 月 21 日至 2022 年 10 月 13 日期间通过二级市场合计增持公司 A 股 20,446,517 股；截至 2022 年 10 月 13 日，上海国资及其一致行动人持股比例达到 10.53%，较 2022 年 5 月 20 日的持股比例增加 0.21%。股价低位产业资本增持彰显大股东信心，本次增持斥资金额根据交易均价测算约为 5.4 亿元。本次增持后，上海国有资产经营有限公司（及其一致行动人）持有中国太保比例增加至 10.53%，其中持有 A 股 8.30%，H 股 2.23%，本次增持为 A 股增持。

## 6. 风险提示

公司长航行动转型持续低于预期。公司以核心人力为考核重心，芯版基本法实施初显成效，但若出现存量队伍质态优化不及预期，新增优增队伍入口迟迟无法打开局面，进而使得寿险业务新单和价值增长持续低迷，则将大幅拖累业绩与估值表现。

中国太保集团董事长孔庆伟和寿险公司董事长潘艳红均年近退休，虽然集团“五航”转型依托公司上下同心协力，但新一届领导班子调整是否对公司转型产生影响仍需时间的检验。

同时新冠肺炎疫情变异毒株反复也将拖累资产端权益市场表现和长端利率水平，进而拖累寿险公司估值水平和投资收益。同时若宏观经济持续无法恢复至疫情前，甚至是放开前的平均水平，则对长端利率和权益市场产生较大压制，拖累寿险板块估值。

## 中国太保合并利润表预测

人民币：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>一、营业收入</b>	422,182	440,643	432,698	454,760	470,298	490,520
已赚保费	331,639	339,535	351,177	359,671	369,786	382,465
保险业务收入	362,064	366,782	381,999	391,955	404,030	419,086
其中：分保费收入	4,890	3,398	0	0	0	0
减：分出保费	-24,741	-24,934	-26,861	-28,380	-30,050	-31,928
提取未到期责任准备金	-5,684	-2,313	-3,960	-3,903	-4,193	-4,694
非保险业务净收入	3,049	4,488	-816	-1,412	-1,370	-1,411
投资收益	87,494	96,620	82,337	96,501	101,882	109,466
<b>二、营业支出</b>	-392,805	-409,849	-403,903	-416,807	-426,668	-442,433
退保金	-14,421	-22,330	-16,690	-18,363	-19,966	-21,517
赔付支出	-130,319	-134,789	-148,373	-157,299	-169,078	-178,661
提取保险责任准备金	-137,019	-152,359	-144,568	-142,365	-133,343	-130,491
保单红利支出	-11,512	-12,376	-14,047	-16,463	-17,381	-18,675
分保费用	-1,336	-239	-400	-400	-400	-400
保险业务手续费及佣金支出	-39,495	-30,304	-38,727	-39,996	-41,836	-44,092
营业税金及附加	-1,044	-1,025	-1,068	-1,095	-1,129	-1,171
业务及管理费	-44,540	-42,099	-39,168	-39,982	-40,845	-42,687
财务费用	-3,405	-3,441	-3,195	-3,425	-3,576	-3,675
其他业务成本	-5,320	-6,446	-8,205	-8,734	-9,001	-9,282
资产减值损失	-4,394	-4,441	-5,028	-5,443	-5,869	-6,282
<b>三、营业(亏损)/利润</b>	29,377	30,794	28,795	37,954	43,630	48,087
加：营业外收入	108	248	0	0	0	0
减：营业外支出	-247	-246	0	0	0	0
<b>四、(亏损)/利润总额</b>	29,238	30,796	28,795	37,954	43,630	48,087
减：所得税费用	-3,886	-3,178	-4,446	-6,667	-8,007	-9,031
<b>五、净利润</b>	25,352	27,618	24,349	31,286	35,623	39,056
归属于母公司股东的净利润	24,584	26,834	23,807	30,632	34,902	38,283
少数股东损益	768	784	541	654	721	773
<b>六、每股收益</b>	2.63	2.79	2.47	3.18	3.63	3.98

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

## 免责及评级说明部分

### 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及的任何证券、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/>