中国太保(601601.SH/02601.HK)

投资推动业绩大增，CSM 逆势增长

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	31.76 元/24.20 港元
合理价值	42.61 元/25.01 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-03-27

核心观点：

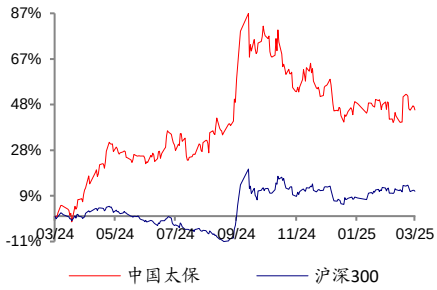
- **公司发布 24 年报，归母净利润同比+64.9%，NBV 同比+20.9%。**
- **价值率大幅提升推动 NBV 大增 20.9%（同比口径+57.7%）。**公司虽然下调投资收率假设至 4%，但受银保渠道手续费及佣金率下降（银保占比 35.6%）、负债成本下降等综合影响，NBVM 同比+3.5pct 至 16.8%，FYP 受银保报行合一影响同比-4.8%。**投资偏差正贡献推动 EV 在假设下调背景下仍+6.2%。**虽然假设调整拖累 EV-12.1%，拖累幅度较上年同期的-4.2%扩大了 7.9pct，但投资偏差贡献 EV+4.9%，较上年同期的-4.1%提升 9pct，另外债券资产价值重估推动市场价值调整贡献 EV +2.9%，较上年同期提升 1.9 个 pct，共同推动全年 EV 同比增速扩张。
- **归母净利润同比+64.9%，**主要是权益市场上涨，并且红利资产表现较优推动公司总投资收益率同比+3pct 至 5.6%，但净利润增速略低于部分通过也的原因是公司股票资产计入 OCI 的比例为 30%。Q1、Q2、Q3、Q4 单季度利润增速为 1.1%、99.4%、173.6%、61.9%，保持相对稳定。**归母 OPAT 同比+2.5%保持相对稳定，主要是寿险 OPAT 受 CSM 摊销的增长而同比+6.1%。**太保全年 CSM 同比+5.6%超出市场预期，其中新保单 CSM 同比大增 56.8%，另外预计以 VFA 计量的保单对应的资产价格受权益市场的上行而提升也贡献了 CSM 的增长。
- **寿险代理人环比提升，财险受大灾影响而 COR 有所提升。**寿险代理人规模 18.4 万，环比中报+0.5%；财险 COR 同比+0.9pct 至 98.6%，其中车险/非车险 COR 同比+0.6pct/1.4pct，主要是大灾影响赔付率。
- **盈利预测与投资建议：**预计 25-27 EPS 为 5.98/6.4/8.63 元/股，EV 法给予 25 年 A 股合理估值为 0.65XPEV（H 股 0.4X），对应合理价值为 42.61 元/股（H 股为 25.01 港币/股），维持 A/H 股“买入”评级。
- **风险提示：**新单保费不达预期，队伍规模下滑，投资收益率不达预期。

盈利预测：

CNY	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
内含价值（百万元）	529,493	562,066	630,567	701,674	778,561
增长率（%）	1.9%	6.2%	12.2%	11.3%	11.0%
新业务价值（百万元）	10,962	13,258	13,340	14,961	16,641
归母净利润（百万元）	27,257	44,960	57,552	61,539	83,032
增长率（%）	-27.1%	64.9%	28.0%	6.9%	34.9%
EPS（元/股）	2.83	4.67	5.98	6.40	8.63
PEV	0.41	0.54	0.48	0.43	0.39
ROE	10.92%	15.43%	17.27%	16.28%	18.96%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师：刘淇
SAC 执证号：S0260520060001
0755-82564292
liuqi@gf.com.cn
分析师：陈福
SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE No. BOB667
0755-82535901
chenfu@gf.com.cn

请注意，刘淇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

中国太保(601601.SH/02601.HK):业绩高速增长，价值稳定提升	2025-01-22
中国太保(601601.SH/02601.HK):投资推动利润大增，价值增速持续扩大	2024-10-30
中国太保(601601.SH/02601.HK):权益市场上涨，投资助推利润大增	2024-10-15

目录索引

一、利润：投资收益上行推动业绩大增，CSM 逆势增长超预期.....4
（一）投资收益率大幅提升推动业绩+64.9%.....4
（二）CSM 同比正增超预期.....5
二、价值：业务强劲增长对冲假设下调的影响.....5
（一）NBV：费差和利差改善推动 NBV 持续高增.....5
（二）EV：投资偏差正贡献缓解假设调整的影响，EV 稳定增长 6.2%.....6
三、保险：寿险维持景气度上行，财险盈利受大灾影响.....7
（一）寿险业务：队伍质量继续改善.....7
（二）财险：承保盈利能力受大灾影响.....8
四、投资建议.....9
五、风险提示.....10

图表索引

图 1：2024 年太保归母净利润同比+64.9%（百万元）.....4
图 2：中国太保单季度归母净利润增速（百万元）.....4
图 3：2024 年中国太保净投资收益率和总投资收益率.....5
图 4：中国太保净值增长率.....5
图 5：2024 年中国太保营运利润同比+2.5%.....5
图 6：中国太保 CSM 同比+5.6%.....5
图 7：2024 太保新业务价值同比+20.9%（百万元）.....6
图 8：2024 年太保 NBVM 同比+3.5pct.....6
图 9：太保新单保费同比-4.8%.....7
图 10：寿险新单保费渠道结构.....7
图 11：2024 年公司月均代理人 18.4 万人，同比-12.4%.....8
图 12：公司举绩率持续上行.....8
图 13：财险原保险保费收入及同比增速（百万元）.....8
图 14：财险业务结构占比（保费口径）.....8
图 15：2024 年太保财险 COR 为 98.6%，同比+0.9pct.....9
图 16：2024 年车险 COR 为 98.2%，同比+2.7pct.....9

表 1：中国太保内含价值变动表.....7
表 2：可比公司估值表（截至 2025 年 3 月 27）.....10

一、利润：投资收益上行推动业绩大增，CSM 逆势增长超预期

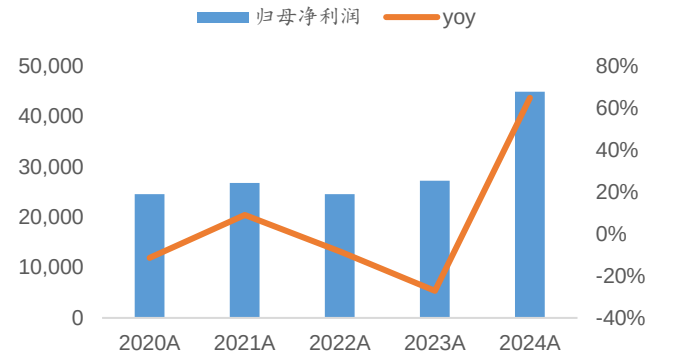
（一）投资收益率大幅提升推动业绩+64.9%

太保2024年归母净利润449.6亿元，同比增长64.9%，主要是投资端表现较优，一方面权益市场上行推动股票和基金投资的公允价值上行，另外利率的下降也导致部分计入FVTPL的固收类资产公允价值较上年明显提升，2024全年太保公允价值变动金额为377.1亿元，上年同期为-117.1亿元，2024全年总投资收益率为5.6%，同比提升3个百分点。

太保Q1、Q2、Q3、Q4单季度增速分别为1.1%、99.4%、173.6%、61.9%，相较于其他同业上市保险公司，公司单季度的利润增速已经相对稳定，主要是股票和基金的配置比例11.6%（包括债券型基金），略微低于同业，并且股票资产计入OCI的比例为30%，略高于同业，因此有利于略微降低利润表的波动。

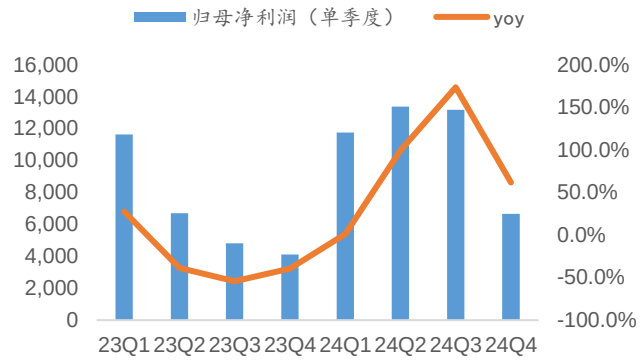
从业务口径来看，寿险业务净利润358.2亿元，同比+83.4%，主要是保险服务业绩稳定增长8.2%，但投资收益大幅增长。而财险业务净利润73.8亿元，同比+12.2%，主要是综合成本率提升推动承保利润同比-35.5%。

图1：2024年太保归母净利润同比+64.9%（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

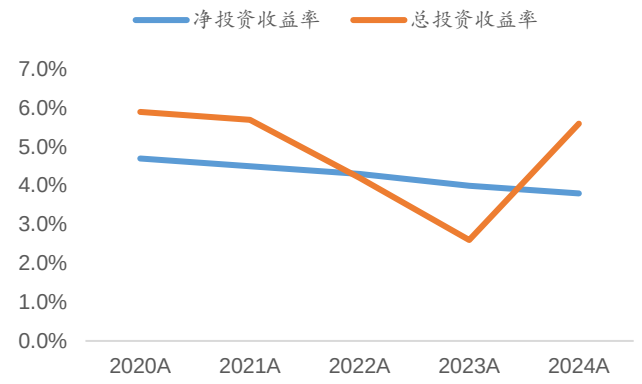
图 2：中国太保单季度归母净利润增速（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

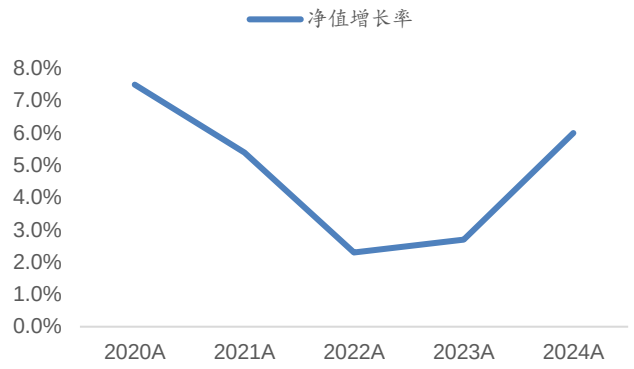
太保2024年净投资收益率3.8%，同比-0.2pct，主要是利率下行导致利息收入同比-3.9%，但股息收入同比大增39.2%在一定程度上缓解了利率的下行，推动公司全年净投资收益率降幅低于同业。另外总投资收益率大幅提升，一方面是权益资产公允价值提升，2024全年股票投资公允价值230.9亿元，较上年同期的-139.4亿元大幅提升，主要是公司持续增加对高股息标得配置，在上半年实现了较好的资本利得；另一方面，债券的公允价值103.8亿元，较上年同期的35.9亿元大幅提升，主要是利率下移导致FVTPL中固收类资产公允价值提升；最后基金的公允价值也有明显提升，在基金指数弱于宽基指数的背景下公允价值提升体现出公司资产配置的能力。

图3：2024年中国太保净投资收益率和总投资收益率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：中国太保净值增长率

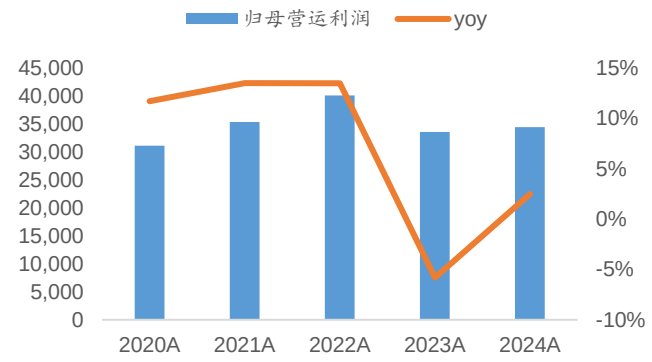


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）CSM 同比正增超预期

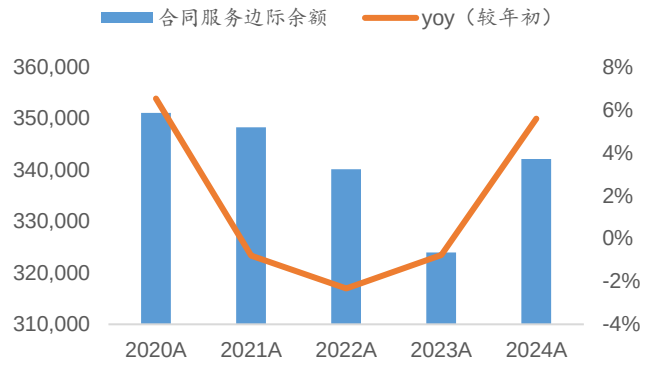
公司2024年营运利润为344.3亿元，同比+2.5%，保持稳定增长，为公司稳定的分红奠定了基础，其中寿险营运利润同比增长6.1%，主要是合同服务边际的稳定增长，推动摊销增加，受益于近年来新业务价值的强劲增长以及营运经验的持续优化所致。2024年CSM规模为3421.1亿元，同比+5.6%，在同业CSM纷纷下降的背景下逆势增长表现亮眼，其中新保单的CSM规模为183.9亿元，同比+56.8%，是CSM逆势增长的主要原因。

图5：2024年中国太保营运利润同比+2.5%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6：中国太保 CSM 同比+5.6%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

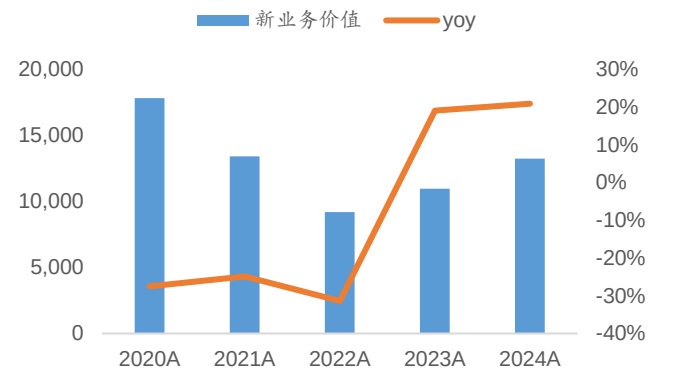
二、价值：业务强劲增长对冲假设下调的影响

（一）NBV：费差和利差改善推动 NBV 持续高增

2024年公司新业务价值为13.26亿元，同比+20.9%（可比口径同比+29.5%），在2023年较高的基数以及投资收益率假设下调的背景下仍实现两位数增长主要是价值率的改善。从量的角度，2024年新单保费同比-4.8%，个险渠道和银保渠道新单保费增速分别为+14%、-15.6%，其中个险渠道两位数增长主因公司长航转型的效果开始释放，叠加3%预定利率产品的退市等，而银保渠道受报行合一及高基数的影响。从价的角

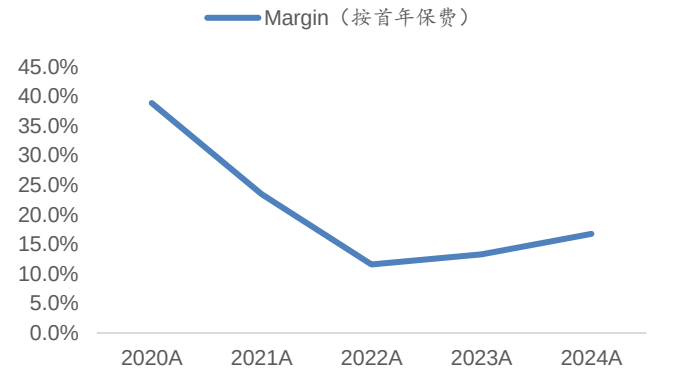
度，2024年NBVM为16.8%，同比+3.5个百分点，预计银保渠道价值率受报行合一导致受手续费及佣金率的改善而明显提升。

图7：2024太保新业务价值同比+20.9%（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：2024 年太保 NBVM 同比+3.5pct



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

展望2025年，受2024年个险渠道新单基数相对较高，以及3.0%产品退市导致的客户需求被前置，再是行业产品结构从传统险逐渐转向分红险，因此预计2025年个险渠道新单保费降承压，但银保渠道受益于居民较高的储蓄意愿，以及2024年受报行合一的影响造成的新单低基数，预计有望快速增长弥补个险渠道的负增长。**但从价值率的维度看，负债成本的下降推动利差的再次改善有望助推价值率继续优化，综合新单保费和价值率，预计2025年新业务价值小幅增长。**

（二）EV：投资偏差正贡献缓解假设调整的影响，EV 稳定增长 6.2%

2024年集团内含价值为5620.7亿元（寿险内含价值4218.4亿元），同比增长+6.2%（寿险同比+4.9%），较上年同期的1.9%（寿险+1%）大幅提升，虽然投资收益率假设下调负面影响EV增速，但投资偏差及新业务价值的稳定增长推动EV稳定增长，略微优于似乎长预期。

受长端利率的下降，公司调整投资收益率假设由4.5%降至4%，虽然同步下调了风险贴现率50个BP至8.5%，但仍影响了EV -12.5%，较上年同期的-4.1%扩大了9个百分点；另外预计回报贡献5.4%的价值增长，较上年同期-0.9pct，主要是贴现率下调所致，但稳定的增长是内含价值穿越周期稳定增长的核心；新业务价值的快速增长贡献了EV 2.5%的正向价值，相较于2023年同期扩大了0.4个百分点；另外净值增长率6%，明显超越投资收益率假设4%，因此拉动EV增长4.9%，较上年同期+9pct，是今年EV稳定增长的核心因素；市场价值调整贡献EV增长营运偏差贡献EV增长2.9%，较上年同期+1.9pct，主要是利率下行导致部分固收类资产的价值重估。

表1：中国太保内含价值变动表

	2022	2023	2024	同比
年初内含价值预计回报	6.5%	6.3%	5.4%	-0.9%
新业务价值	1.85%	2.1%	2.5%	0.4%
分散效应	0.2%	0.4%	0.4%	0.0%
投资收益差异	-3.7%	-4.2%	4.9%	9.0%
营运经验差异	0.0%	0.5%	1.0%	0.5%
假设及模型变动	0.2%	-4.2%	-12.1%	-7.9%
市场价值调整	0.4%	1.0%	2.9%	1.9%
股东股息	-1.4%	-1.1%	-1.3%	-0.2%
其他	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
利润分配前净资产变化	1.8%	3.0%	4.3%	1.3%
利润分配	-1.9%	-1.9%	-1.9%	0.0%
少数股东权益调整	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
合计增速	**4.3%**	**1.9%**	6.2%	4.3%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

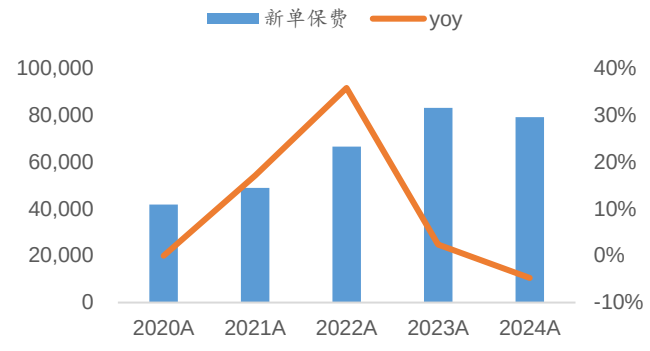
三、保险：寿险维持景气度上行，财险盈利受大灾影响

（一）寿险业务：队伍质量继续改善

2024年公司寿险业务总保费规模为2610.8亿元，同比+3.3%，新单保费同比-4.8%，主要是银保渠道受报行合一影响导致新单有所下滑。

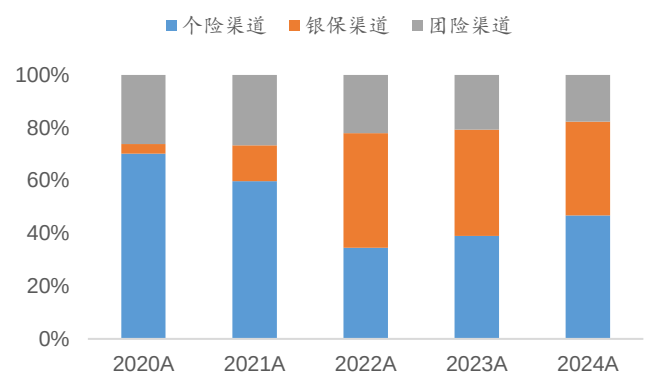
从新单保费的角度看，公司2024年新单保费规模为789.3亿元，同比-4.8%，其中个险渠道代理人改革成效逐渐释放，叠加3.%产品退市的影响，内外因素的交织推动个险新单保费+14%，但银保受报行合一的影响同比-15.6%。而从新单结构来看，个险、银保渠道占比分别为46.7%、35.6%，较上年同期+7.7pct、-4.6pct。

图9：太保新单保费同比-4.8%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：寿险新单保费渠道结构

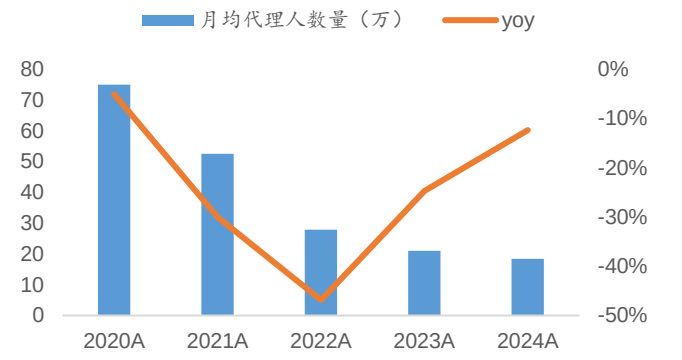


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

个险渠道因主动和被动因素交织，新单保费同比+14%，队伍的质量指标持续改善，

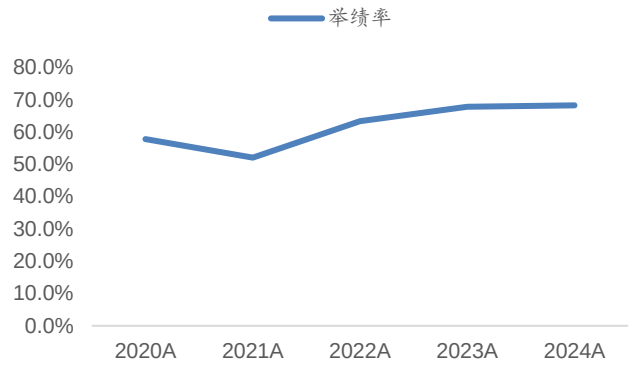
长期主义逐渐体现在业绩上。主动因素包括公司持续深化职业化转型，2024年人力同比-12.4%至18.4万人，但环比中报已经企稳，并且队伍的质量明显提升，包括核心人力月人均首年规模保费同比提升，核心人力的人均首年规模保费同比+17.9%，且核心人力的月人均首年佣金收入+7.1%至6868元，收入的提高将吸引更多的优秀人才加入到代理人队伍中，且有利于队伍的企稳。2024年队伍举绩率达到68.3%，同比+0.4个百分点。

图11：2024年公司月均代理人18.4万人，同比-12.4%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 12：公司举绩率持续上行



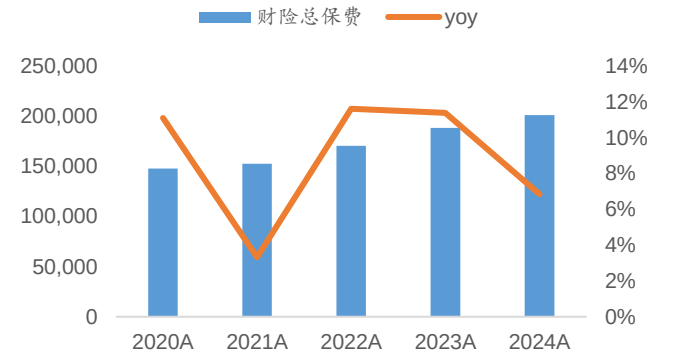
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）财险：承保盈利能力受大灾影响

2024年公司财险总保费为2012.4亿元，同比增长6.8%，较上年同期的11.4%有所放缓，但高于主要上市同业公司，其中车险、非车险增速分别为3.7%、10.7%。

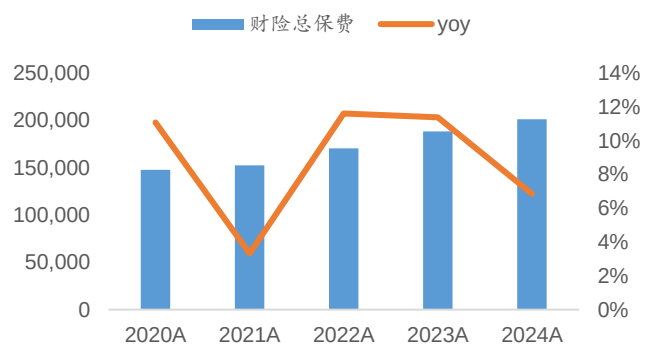
从业务结构来看，车险及非车险占比分别为53.3%和46.7%，其中非车险占比呈现上行的趋势，同比+1.7pct。

图13：财险原保险保费收入及同比增速（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 14：财险业务结构占比（百万元，保费口径）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

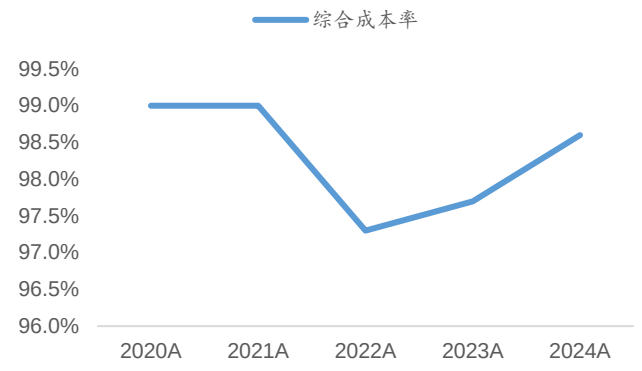
从承保盈利的角度看，公司2024年财险综合成本为98.6%，同比+0.9pct，车险和非车险综合成本率均有上升，提升幅度分别为0.6pct和1.4pct。2024年综合成本率的提升主要是大灾影响了赔付率，其中赔付率同比+1.6pct，预计是大灾影响了赔付率，

另外费用率-0.7pct。

车险综合成本率为98.2%，同比+0.6pct，其中赔付率+2.7pct，费用率-2.1pct，赔付率的提升主要是自然灾害的影响，但费用率受报行合一的影响明显优化。公司在持续优化新能源车的管理模式，有望逐渐反映至车险盈利能力水平上。

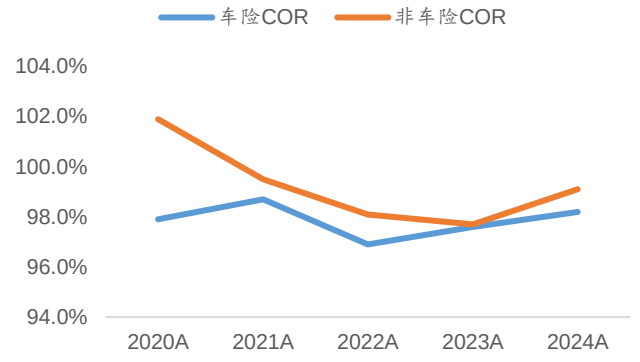
公司不断夯实非车险承保盈利基础，但2024年自然灾害导致非车险综合成本率为99.1%，同比+1.4pct，分险种来看，企财险、责任险、健康险等综合成本率分别为变化+6.6pct、3.1pct、5.1pct。**展望未来，随着非车险占比的逐渐提升，以及承保盈利的不断改善，有望推动财险整体综合成本率逐步优化。**

图15：2024年太保财险COR为98.6%，同比+0.9pct



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 16：2024 年车险 COR 为 98.2%，同比+2.7pct



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、投资建议

价值率大幅提升推动NBV大增20.9%（同比口径+57.7%）。公司虽然下调投资收率假设至4%，但受银保渠道手续费及佣金率下降（银保占比35.6%）、负债成本下降等综合影响，NBVM同比+3.5pct至16.8%，FYP受银保报行合一影响同比-4.8%。投资偏差正贡献推动EV在假设下调背景下仍+6.2%。虽然假设调整拖累EV-12.1%，拖累幅度较上年同期的-4.2%扩大了7.9pct，但投资偏差贡献EV+4.9%，较上年同期的-4.1%提升9pct，另外债券资产价值重估推动市场价值调整贡献EV+2.9%，较上年同期提升1.9个pct，共同推动全年EV同比增速扩张。

归母净利润同比+64.9%，主要是权益市场上涨，并且红利资产表现较优推动公司总投资收益率同比+3pct至5.6%，但净利润增速略低于部分通过也的原因是公司股票资产计入OCI的比例为30%。Q1、Q2、Q3、Q4单季度利润增速为1.1%、99.4%、173.6%、61.9%，保持相对稳定。归母OPAT同比+2.5%保持相对稳定，主要是寿险OPAT受CSM摊销的增长而同比+6.1%。太保全年CSM同比+5.6%超出市场预期，其中新保单CSM同比大增56.8%，另外预计以VFA计量的保单对应的资产价格受权益市场的上行而提升也贡献了CSM的增长。

寿险代理人环比提升，财险受大灾影响而COR有所提升。寿险代理人规模18.4万，环比中报+0.5%；财险COR同比+0.9pct至98.6%，其中车险/非车险COR同比+0.6pct/1.4pct，主要是大灾影响赔付率。

盈利预测与投资建议：预计25-27 EPS为5.98/6.4/8.63元/股，EV法给予25年A股合理估值为0.65XPEV（H股0.4X），对应合理价值为42.61元/股（H股为25.01港币/股），

维持A/H股“买入”评级。

表2：可比公司估值表（截至2025年3月27）

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)	
			（元）	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
中国平安	601318.SH	CNY	51.72	7.14	7.89	7.24	6.56	0.61	0.56
新华保险	601336.SH	CNY	50.72	5.24	6.82	9.68	7.44	0.56	0.52
中国人寿	601628.SH	CNY	37.79	3.96	4.08	9.54	9.26	0.74	0.69
中国平安	02318.HK	HKD	6.93	0.63	0.72	11.00	9.63	1.26	1.14
新华保险	01336.HK	HKD	47.15	7.14	7.89	6.17	5.58	0.52	0.48
中国人寿	02628.HK	HKD	27.90	5.24	6.82	4.97	3.82	0.29	0.26

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：盈利预测与广发非银最新外发报告一致，其中中国平安是2025-2026年，其余均为。

五、风险提示

居民收入预期下降，而预定利率下降后储蓄类产品的新单销售不达预期。

公司持续深化改革，导致队伍下降幅度超出预期，而产能提升幅度低于预期。

宏观经济修复力度不如预期，导致市场担忧长端利率下降，不利于保险公司投资收益率的回暖。

资产负债表 单位：亿元人民币

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	315	294	299	305	312
衍生金融资产	0	0	0	0	0
买入返售金融资产	28	109	120	132	145
定期存款	1,655	1,738	1,655	1,997	2,118
金融投资	0	0	0	0	0
交易性金融资产	5,816	6,672	7,523	8,088	8,897
债权投资	823	648	911	909	1,061
其他债权投资	12,474	16,080	16,852	18,872	20,574
其他权益工具投资	980	1,420	1,655	2,022	2,410
保险合同资产	3	0	0	0	0
分出再保险合同资产	398	461	507	558	613
长期股权投资	232	225	423	865	829
存储资本保险金	71	69	203	228	251
投资性房地产	107	90	150	101	111
固定资产	189	203	213	223	234
在建工程	25	25	25	26	26
使用权资产	34	29	25	22	19
无形资产	71	73	76	78	81
商誉	14	14	14	14	14
其他资产	206	200	260	338	439
资产总计	23,440	28,349	30,912	34,778	38,133
衍生金融负债	0.2	1.0	1.1	1.2	1.3
保险合同负债	18,726	22,295	24,200	26,901	28,920
其他负债	878	1,051	1,105	1,566	2,042
负债合计	20,763	25,164	27,304	30,667	33,381
股本	96.2	96.2	96.2	96.2	96.2
资本公积	800	799	799	799	799
其他综合损益	80	149	164	180	199
盈余公积	51	51	51	51	51
一般风险准备	255	299	357	418	501
未分配利润	1,214	1,519	1,864	2,233	2,732
归属于母公司股东权	2,496	2,914	3,332	3,779	4,378
少数股东权益	181	271	275	332	373
股东权益	2,677	3,185	3,607	4,111	4,751
负债和股东权益总计	23,440	28,349	30,912	34,778	38,133

利润表 单位：亿元人民币

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,239	4,041	4,274	4,684	5,088
保险服务收入	2,662	2,795	3,013	3,298	3,553
利息收入	583	560	699	852	947
投资收益	71	269	304	329	365
其他收益	3	3	3	3	3
公允价值变动损失	-117	377	213	156	170
汇兑收益	2	-1	-1	-1	-1
其他业务收入	37	38	42	46	51
营业总支出	-2,919	-3,484	-3,573	-3,959	-4,111
保险服务费用	-2,310	-2,431	-2,599	-2,808	-2,847
分出保费的分摊	-158	-159	-175	-192	-212
减：弹回保险服务费用	144	145	159	175	193
承保财务损失	-467	-925	-833	-999	-1,099
减：分出再保险财务收	12	21	23	25	28
提取保费准备金	0	1	1	1	2
利息支出	-26	-27	-30	-33	-36
手续费及佣金支出	-0	-1	-1	-1	-1
税金及附加	-4	-4	-5	-5	-6
业务及管理费	-74	-82	-92	-98	-107
信用减值损失	-20	-5	-6	-6	-7
其他资产减值损失	-3	-4	-4	-5	-5
其他业务成本	-11	-11	-12	-13	-14
营业利润	321	557	701	724	977
利润总额	320	556	699	722	975
净利润	279	464	594	636	858
归母净利润	273	450	576	615	830

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	-2.47%	24.74%	5.76%	9.59%	8.64%
归母净利润增长	-27.28%	64.95%	28.01%	6.93%	34.93%
归母净资产增长	27.03%	16.76%	14.34%	13.42%	15.86%
获利能力					
ROE	10.92%	15.43%	17.27%	16.28%	18.96%
ROA	1.16%	1.59%	1.86%	1.77%	2.18%
每股指标					
EPS	2.83	4.67	5.98	6.40	8.63
BPS	25.94	30.29	34.64	39.28	45.51
估值比率					
P/E	11.22	6.80	5.31	4.96	3.68
P/B	1.22	1.05	0.92	0.81	0.70

广发非银金融行业研究小组

陈　　福：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。
刘　　淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
严 潇 澜：高级分析师，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。
李 怡 华：高级研究员，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。