

中国太保 (601601.SH) 跟踪深度报告

坚定转型，乘帆长航

证券分析师：许旖珊 A0230520080002

联系人：许旖珊 A0230520080002

2023年4月19日

核心逻辑：转型成效显著，NBV增速行业领先，队伍质态改善明显

一、当前强烈看好中国太保的原因：NBV表现行业领先，长航转型成效卓越。

- 1) **长航转型成效显著，NBV增速行业领先。** 3Q22A股首家NBV转正公司，4Q22NBV延续正增长，同比+30%，23年NBV在同比低基数下有望超预期。
- 2) **队伍质态改善明显，核心人力逐步成为保费贡献主力。** 公司2022年代理人规模触底回暖，核心人力月均首年保费和佣金收入持续提升，根据测算，预计20%+的核心人力的新单保费贡献达90%，同比提升约20pct。预计在核心人力规模和产比持续提升下，太保保费和NBV将保持稳定增长。
- 3) **康养生态加速落地，产品创新收获客户信任。** 完成全国11城13园布局，行业速度最快。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。未来有望在产品及服务方面形成更多的协同和赋能，成为公司重要竞争优势。

二、业务线分析：产险贡献稳定业绩，投资保持弹性。

综改基数压力消减，产险业务有望迈入稳健增长期。 太保产险2022年COR改善行业最优，yoy-1.7pct。车险保费市占率逐年提升，其中新能源车贡献占比大幅提升3.5pct，预计未来有望保费利润双升。非车险新兴领域业务维持高增，保费市占率不断提升，预计未来有望成为第二增长曲线。

投资收益表现稳健。 公司总投资收益率2015-2022年均值为5.5%，高于精算假设（5%），贡献稳定的利差益。公司EV投资回报偏差和报表总投资收益波动幅度均显著低于上市同业，在夯实报表基础的同时助力业绩和现金分红稳健增长。

投资分析意见：维持买入评级。 考虑到23年居民出行和车辆活动率提升，财险赔付率有上升压力，从而下调公司23-24E净利润预测，新增25E预测。但考虑到长航转型下寿险队伍质态和NBV改善同业最优，财险经营持续向好，我们依然坚定看好公司未来发展，维持买入评级。预计23-25E归母净利润为286亿、324亿、362亿（原预测304亿、359亿），同比分别+16.2%、+13.4%、+11.8%；23-25E新业务价值为100亿、111亿、123亿，同比分别+9.1%、+10.7%、+10.7%、现收盘价对应23E动态PEV估值为0.51倍，**提升公司2023年目标PEV至0.65x，目标价38.85元，空间28%。**

风险提示： 权益市场波动使权益敞口浮动盈亏增加；市场需求走弱影响新单销售；代理人质态改善不及预期。

投资案件

■ 投资评级与估值

- **投资分析意见：维持买入评级。** 考虑到23年居民出行和车辆活动率提升，财险赔付率有上升压力，从而下调公司23-24E净利润预测，新增25E预测。但考虑到长航转型下寿险队伍质态和NBV改善同业最优，财险经营持续向好，我们依然坚定看好公司未来发展，维持买入评级。预计23-25E归母净利润为286亿、324亿、362亿（原预测304亿、359亿），同比分别+16.2%、+13.4%、+11.8%；23-25E新业务价值为100亿、111亿、123亿，同比分别+9.1%、+10.7%、+10.7%、现收盘价对应23E动态PEV估值为0.51倍，**提升公司 2023 年 PEV 至 0.65x，目标价 38.85 元，空间28%。**

■ 关键假设点

- **业务核心假设：1) 寿险业务：**预计2023-2025年寿险新业务价值为 100/111/123亿元，同比+9.1%/+10.7%/+10.7%。**2) 财险业务：**我们预计 2023-2025年财险保费收入 yoy+7.7%/+7.3%/+8.2%，COR98.3%/98.5%/98.5%。**3) 投资业务：**预计23-25年总投资收益率为4.6%/ 4.7%/ 4.8%。

■ 有别于大众的认识

- 市场认为公司的核心优势主要在于寿险业务，担心市场修复不及预期以及公司2H22高基数可能导致新单销售不及预期，NBV增长承压。而我们认为：①中国太保转型思路坚定，代理人质态改善明显，高质量核心代理人占比不断提升，收入及产能均有所提升，队伍质态改善行业最优；②公司在多元化的产品体系构建上保持保持行业领先，护理、收入损失险等创新险种频出；③养老社区布局迅猛，有望充分把握养老机遇，有效支撑主业发展。

■ 股价表现的催化剂

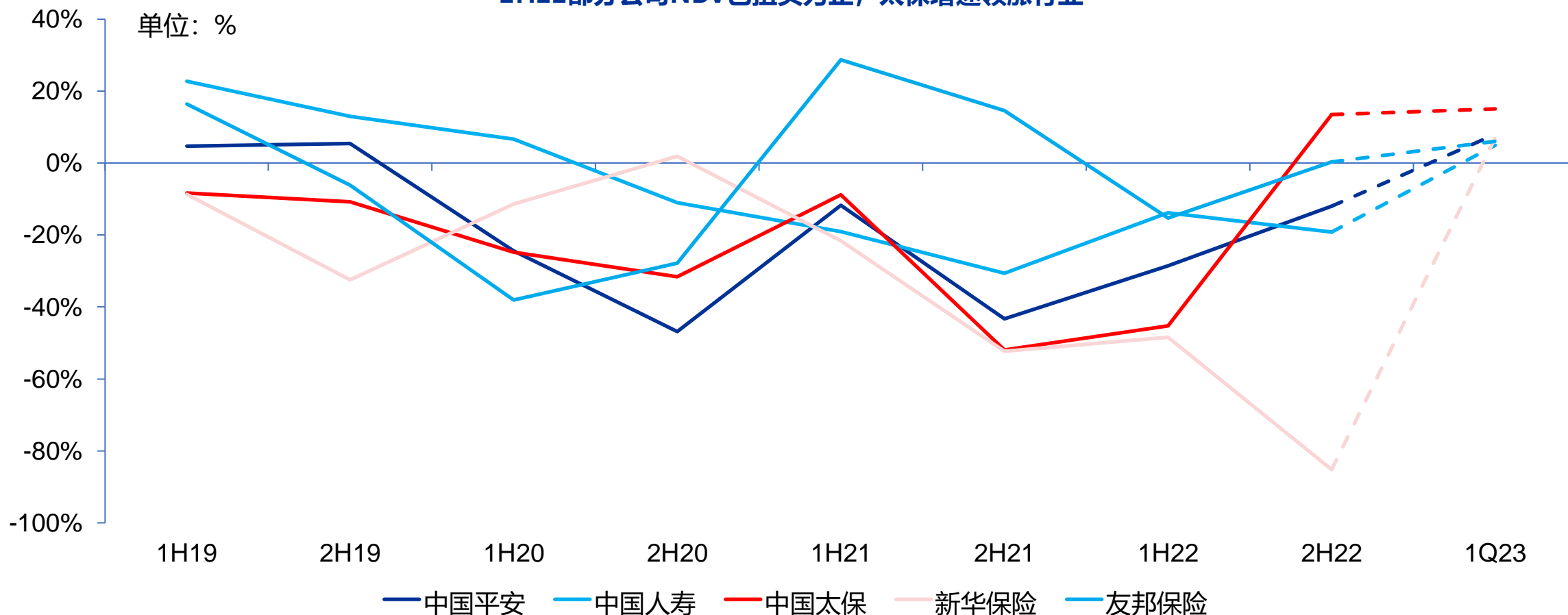
- 23E 业绩同比高增预期强；NBV增速行业领先；队伍质态改善明显；上端利率上行。

- **核心假设风险：**权益市场波动使权益敞口浮动盈亏增加；市场需求走弱影响新单销售；代理人质态改善不及预期。

0.1 行业复苏显现：负债端NBV出现转正拐点

- **NBV拐点已现。** 储蓄产品销售火热，队伍质态改善，NBV结束3年下降趋势，出现正增拐点。**2H22太保NBV增速领跑行业，预计23年将延续。**

2H22部分公司NBV已扭负为正，太保增速领涨行业

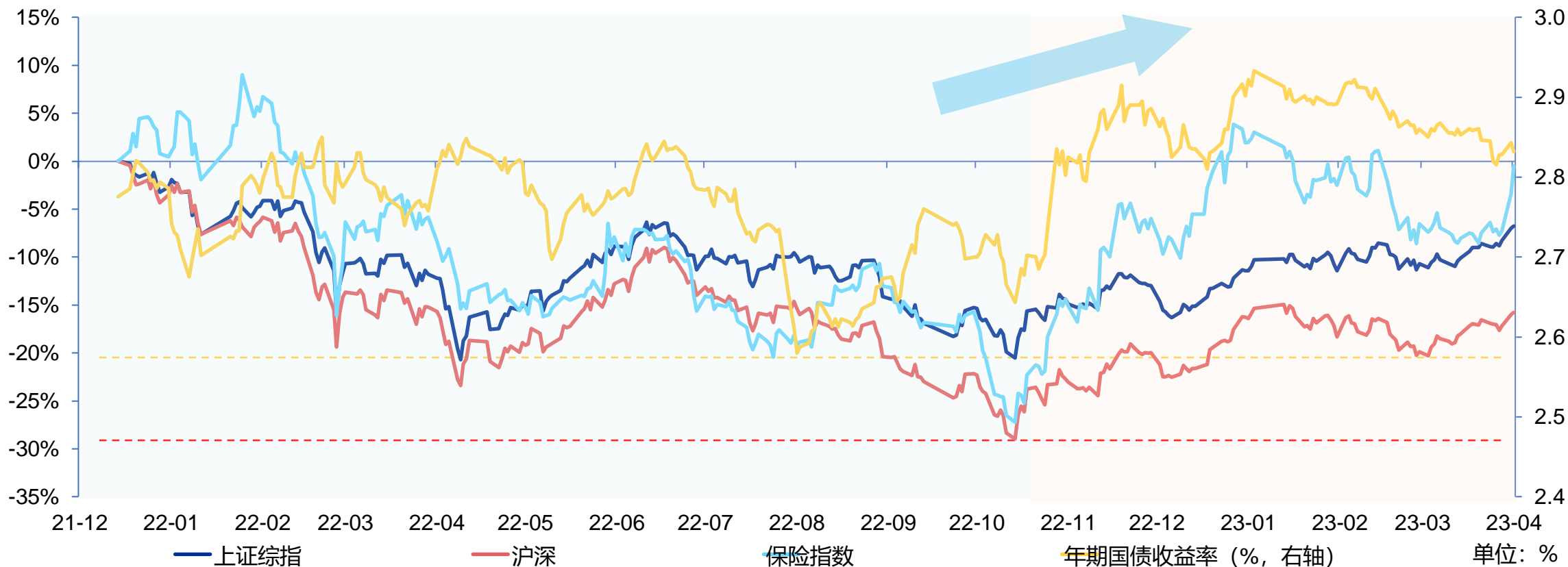


注：1Q23 NBV数据为预测值

0.2 行业复苏显现：投资端利率上行及权益市场回暖

- 宏观经济转好，市场回暖，资产端修复驱动保险股上涨。
- ✓ 长端利率企稳：长端利率从22年8月的2.6%回升至2.8%~2.9%平台，经济利好政策落地+消费回暖，利率基本企稳；
- ✓ 权益市场回暖：市场回暖提振投资收益，切换IFRS9有望贡献增长弹性，太保22年末权益投资占比22%，行业领先，弹性最大。

权益市场回暖，长端利率上行，保险板块资产端持续改善



0.3 资产端驱动板块上涨驱动力，负债端体现公司经营差异性

- 复盘2017年至今保险上涨周期，长端利率上行是板块上涨的主要动力；NBV表现差异性将决定个股走势。
长端利率驱动板块上涨，10年期国债收益率敏感性约1.2%，NBV增速差异反应个股差异

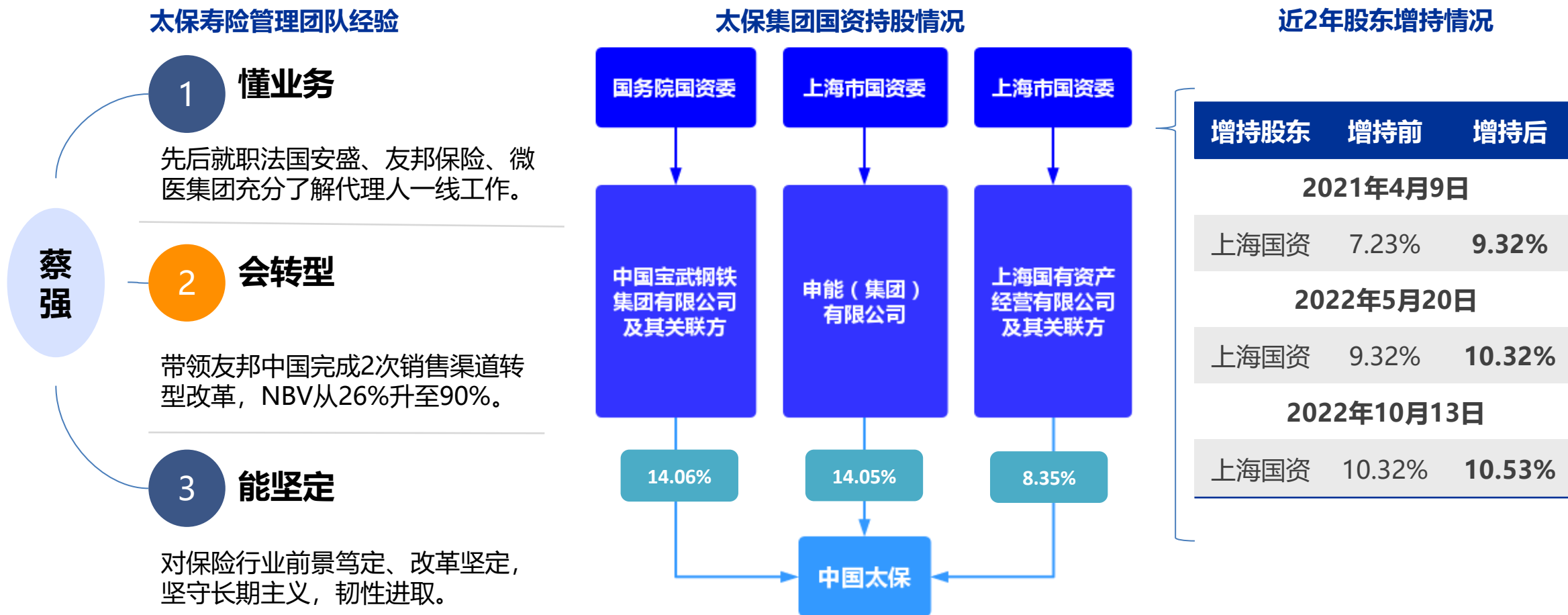
行情区间	第1轮	第2轮	第3轮	第4轮	第5轮
涨幅起始日	2017/4/19	2018/7/2	2019/1/2	2020/3/19	2022/11/1
涨幅结束日	2017/11/21	2018/9/28	2019/4/19	2020/7/9	2023/4/18
区间交易天数	216	88	107	112	169
交易日均涨幅	0.5%	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%
保险指数涨幅	106.5%	15.2%	53.2%	26.1%	36.8%
券商指数涨幅	2.3%	-4.1%	51.8%	43.6%	20.3%
沪深300涨幅	21.8%	-2.1%	36.9%	33.1%	18.6%
vs沪深300超额收益	84.7%	17.3%	16.3%	-7.1%	18.2%
NBV: 上半年增速	41.4%	-12.4%	7.0%	-12.5%	-25.9%
NBV: 下半年增速	28.3%	11.9%	2.2%	-30.3%	-25.7%
队伍: 上半年增速	30.0%	-0.9%	-0.7%	2.1%	-38.8%
队伍: 全年增速	16.7%	-2.7%	0.1%	-7.9%	-39.1%
10年国债收益率变动 (bp)	54.4	14.8	20.1	35.1	25.0
保险指数对利率敏感性	2.0%	1.0%	2.6%	0.7%	1.5%
保险标的	区间涨幅				
中国平安	124.1%	18.1%	55.1%	25.2%	34.5%
中国人寿	45.6%	0.7%	53.9%	70.5%	39.1%
中国太保	89.8%	14.2%	38.6%	26.9%	59.2%
新华保险	74.9%	19.1%	52.5%	46.9%	42.7%
区间前或区间NBV涨跌幅	1H17	1H18	1H19	1H20	2H22
中国平安	46.6%	1.4%	4.7%	-24.4%	-12.0%
中国人寿	31.7%	-23.7%	22.7%	6.7%	-19.2%
中国太保	.%	-.%	-.%	-.%	%.%
新华保险	27.5%	-8.9%	-8.7%	-11.4%	-85.2%

主要内容

1. 持续看好太保业务发展原因：转型推动NBV、队伍质态领先
2. 财险业务盈利能力持续向好，贡献稳定业绩增量
3. 投资收益表现稳健，新准则切换将贡献正向弹性
4. 盈利预测及投资分析意见

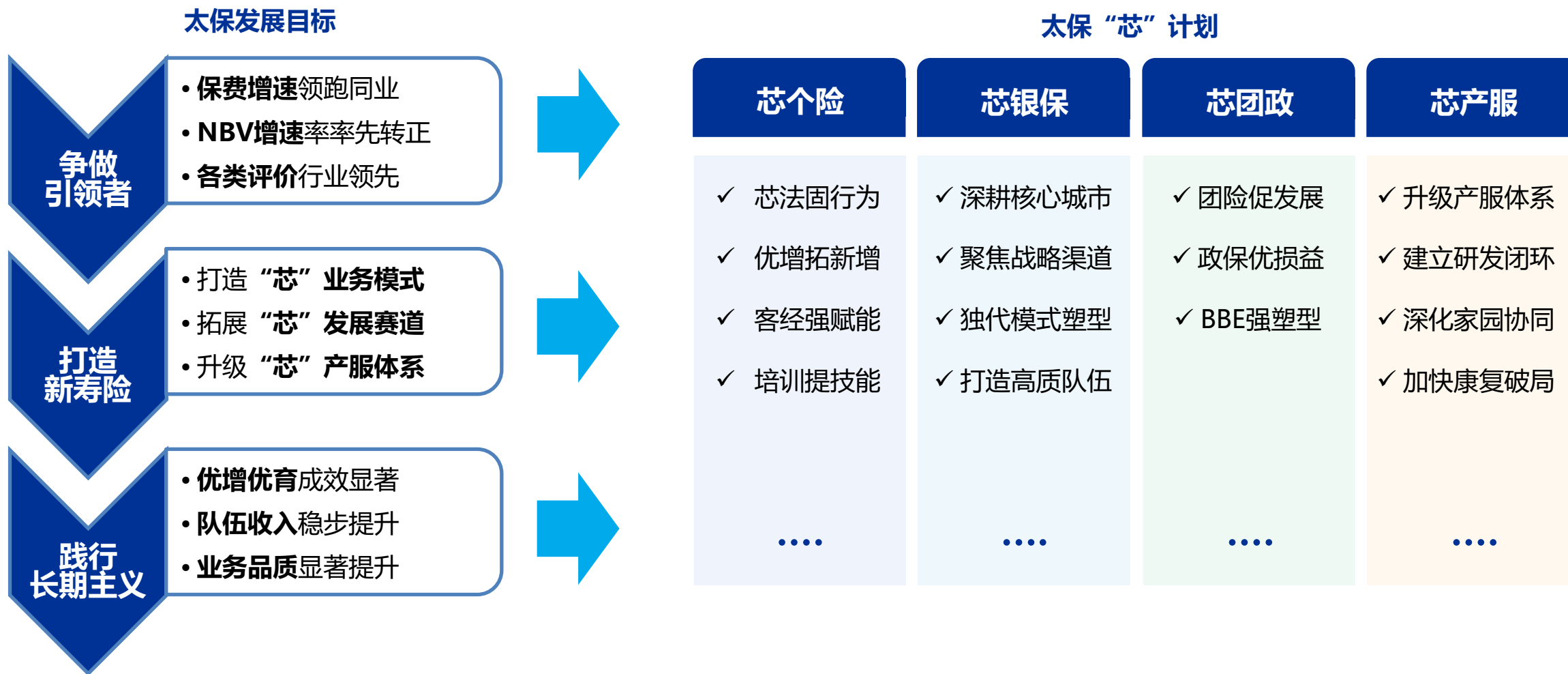
1.1 长航转型：专业管理团队+股东强力支持

- **专业管理团队助力公司转型发展：**2021年初，蔡强先生加盟中国太保寿险公司，具备三大优势。
- **股东看好转型发展，坚定增持太保：**2021年4月至今，多次增持太保股票，坚定看好公司转型发展。



1.2 长航转型：战略转型思路清晰，各业务齐头并进

- **“芯”引领，打造长期发展新寿险**：在个险、银保、团证、产服等方面同步推进战略转型，实现高质量发展



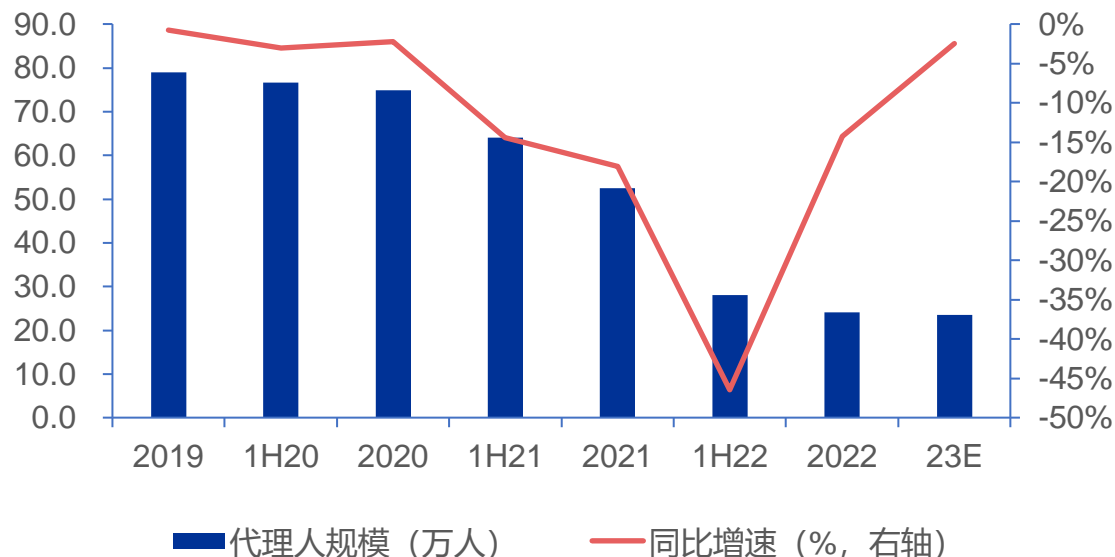
1.3 长航转型：压实队伍规模，提升队伍产能

- **代理人规模企稳，质量改善。**长航转型聚焦“高质量”代理人发展，主动清虚压实队伍，配合“芯”基本法促进队伍展业，2022年产能同比提升48%。

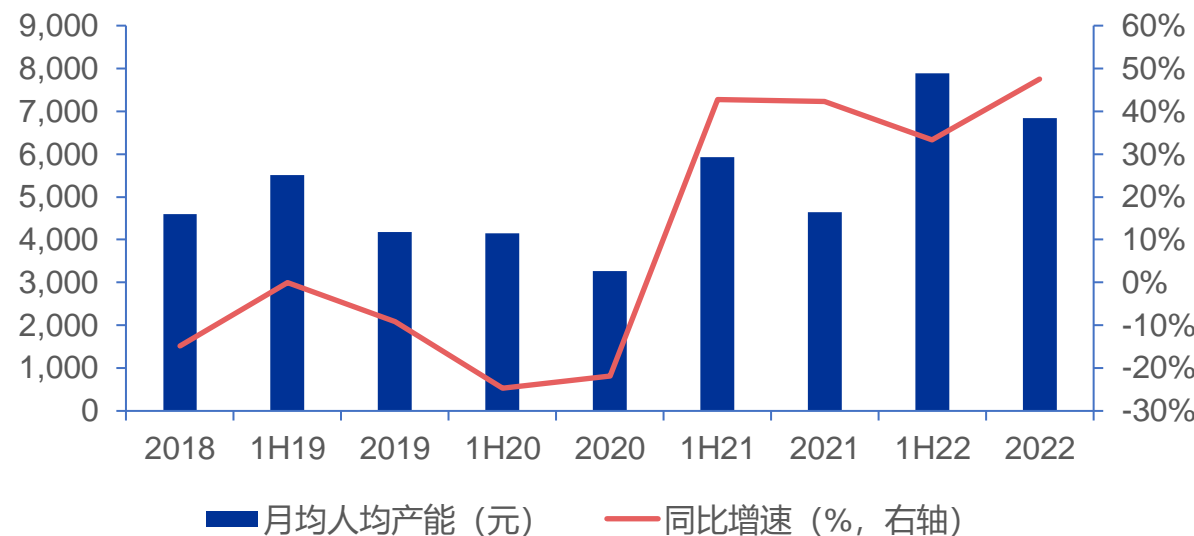
中国太保“三化”转型思路



太保代理人规模在2022年基本企稳



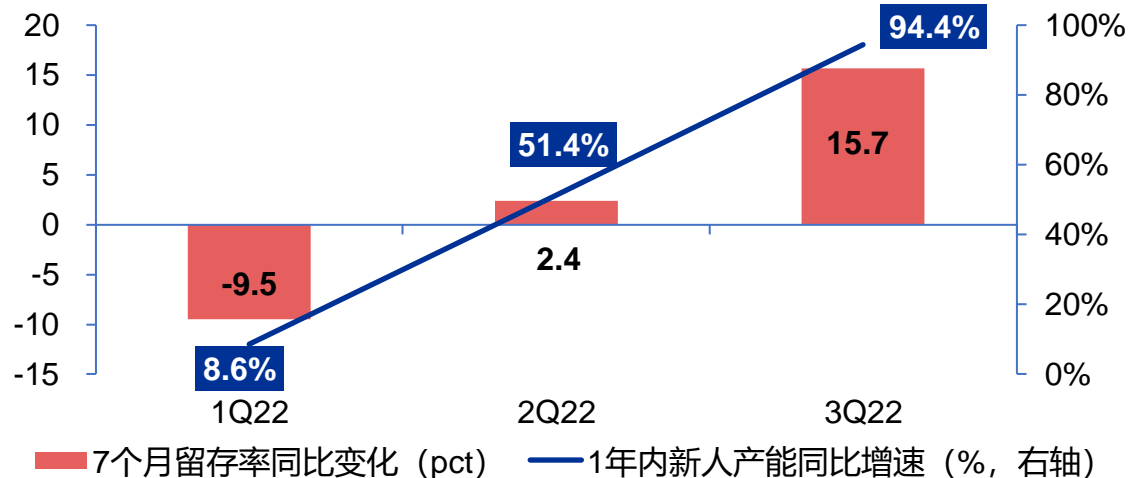
太保代理人产能持续提升



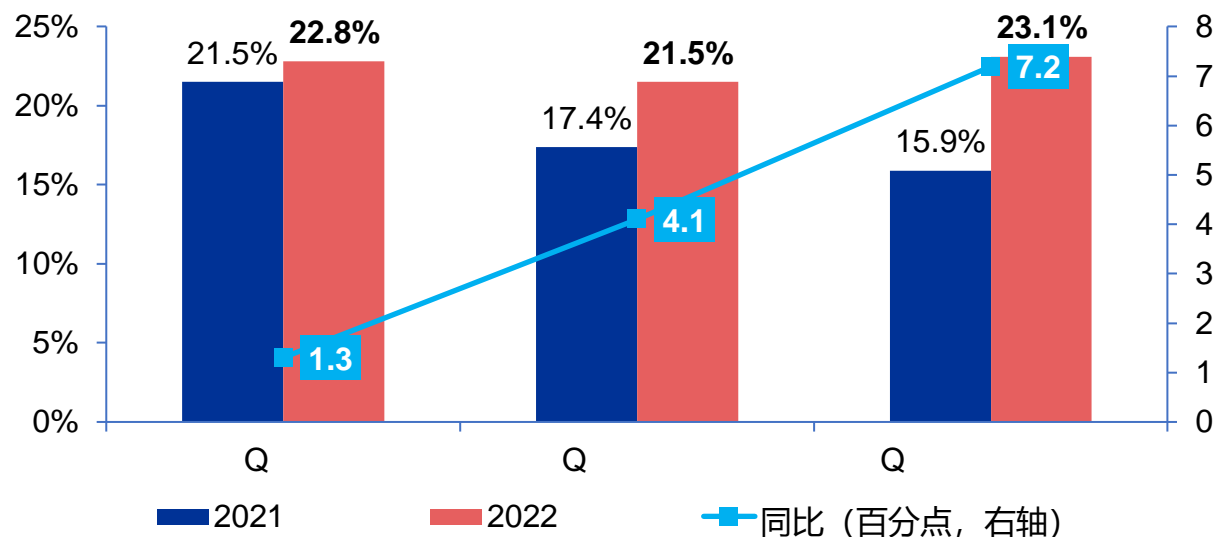
1.4 长航转型：核心人力占比提升，新代理人质态改善

- **核心人力逐步成为保费贡献主力。根据测算，预计20%+的核心人力的新单保费贡献达90%，同比提升约20pct。**预计在核心人力规模和产比持续提升下，太保保费和NBV将保持稳定增长。
- **新代理人质态持续提升。**7个月代理人留存率持续改善，3Q22同比提升15.7pct，新人产能提升94%。为公司高质量队伍建设提供新鲜血液。

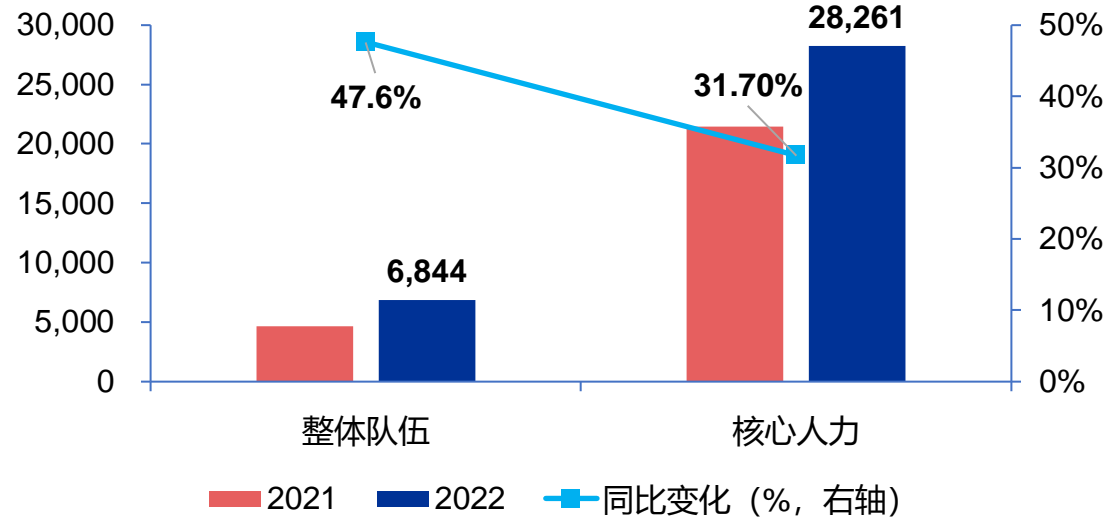
加强高质量新人培养，新人脱落率和产能显著提高



太保核心人力占比快速提升



太保核心人力产能是普通代理人的4倍 (单位: 元)



1.5 长航转型：产品行业创新，客户吸引力度强

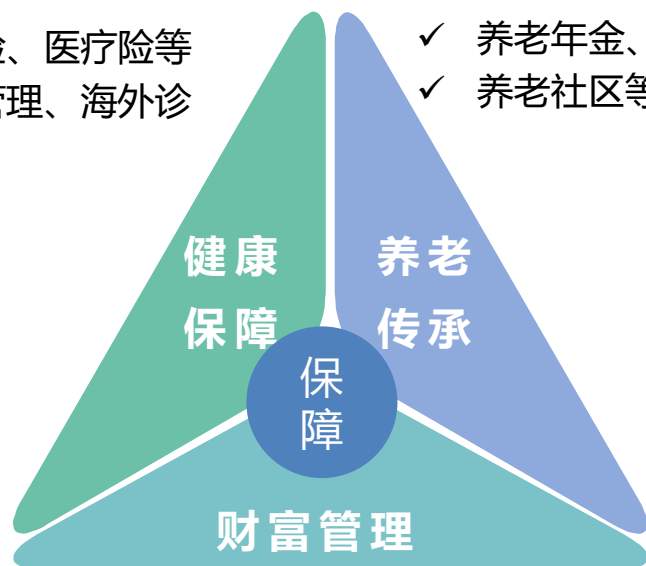
- **坚持“金三角”产品组合，满足客户多元化需求。**2022年至今创新收入损失险、返还型医疗险，同时结合太医管家、太保蓝本等推出长期护理等服务，客户吸引力度强。

太保持续创新收入损失险、返还型医疗险等

2023年一季度主打产品		
寿险业务	主销产品	产品类型
中国太保	长相伴(臻享版)	增额终寿
	鑫享事诚	两全险+万能
	金福·合家欢	重疾险
	顶梁柱	收入损失险
	爱享金生	返还型医疗
行业普遍销售	两全险+万能	
	年金+万能	
	增额终寿	

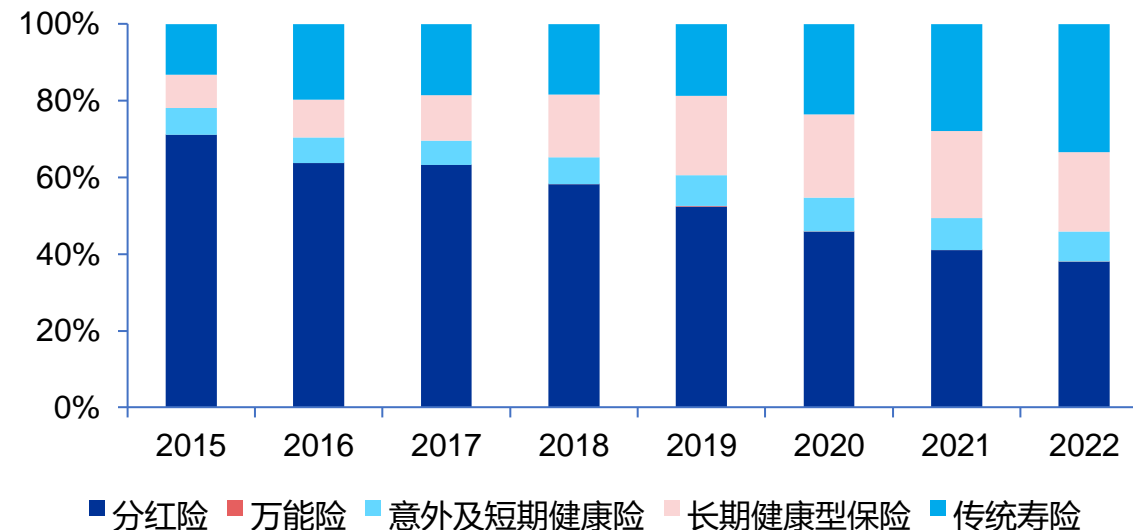
太保金三角产品组合

- ✓ 重疾险、医疗险等
- ✓ 健康管理、海外诊疗等
- ✓ 养老年金、终身寿
- ✓ 养老社区等



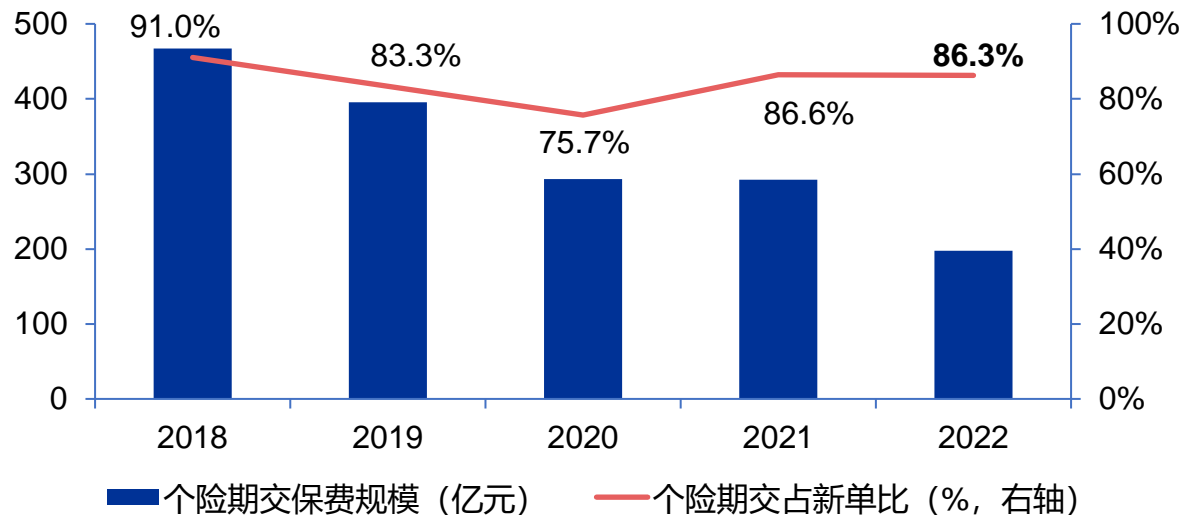
- ✓ 理财型年金等
- ✓ 资产配置、理财建议等

产品结构更加均衡，利源结构更加多元

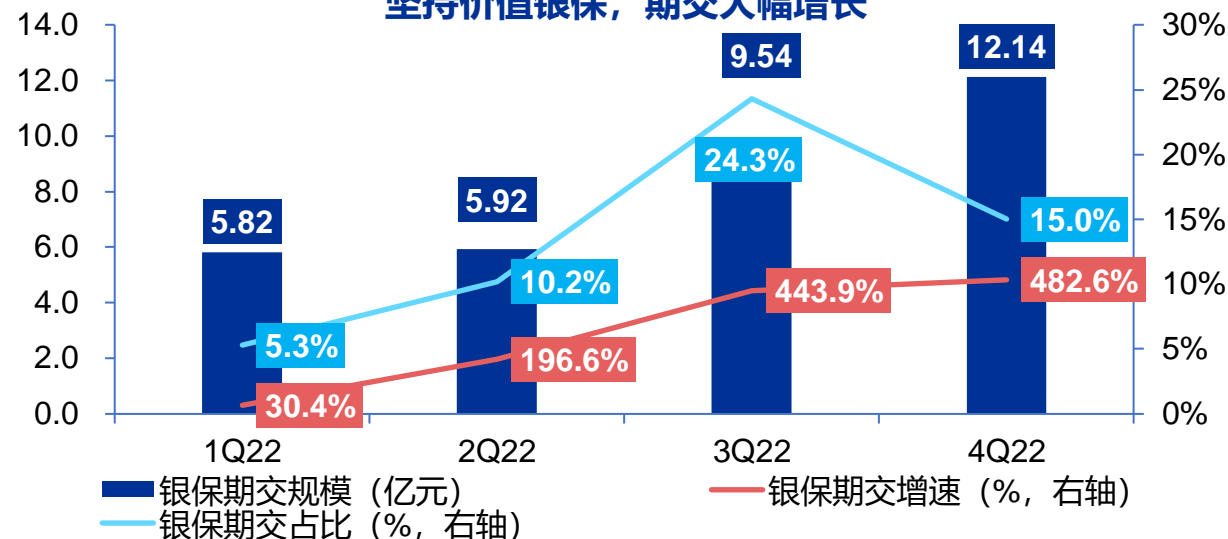


1.6 长航转型：个银同步发力，2H22 NBV率先转正

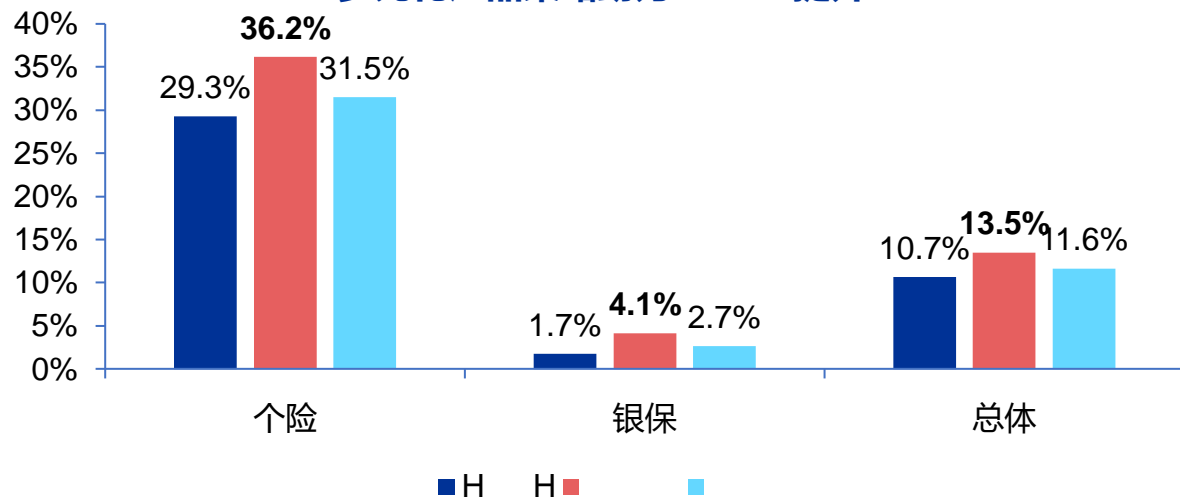
个险渠道坚持高质量发展，期交占比回升



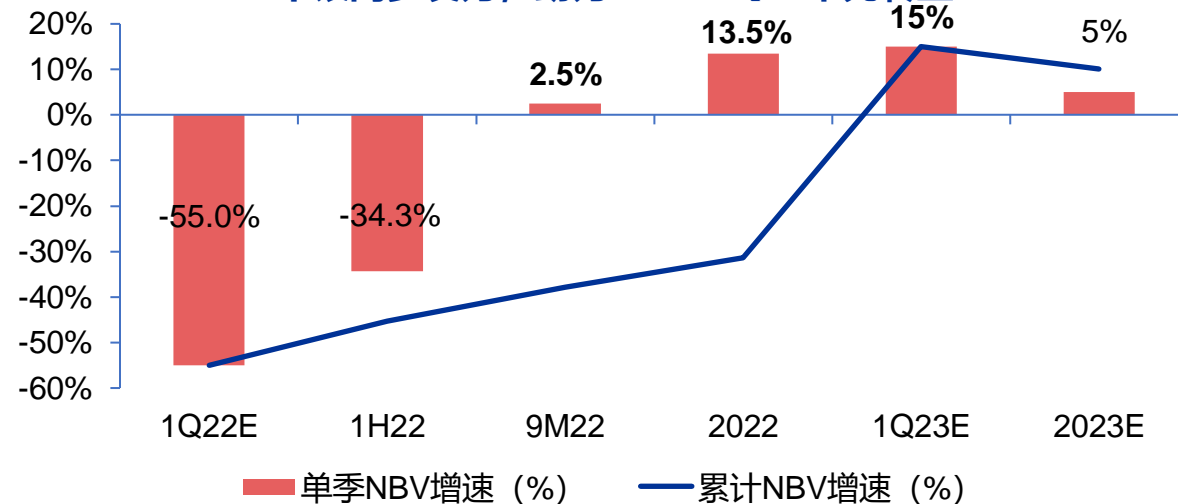
坚持价值银保，期交大幅增长



多元化产品策略助力NBVM提升

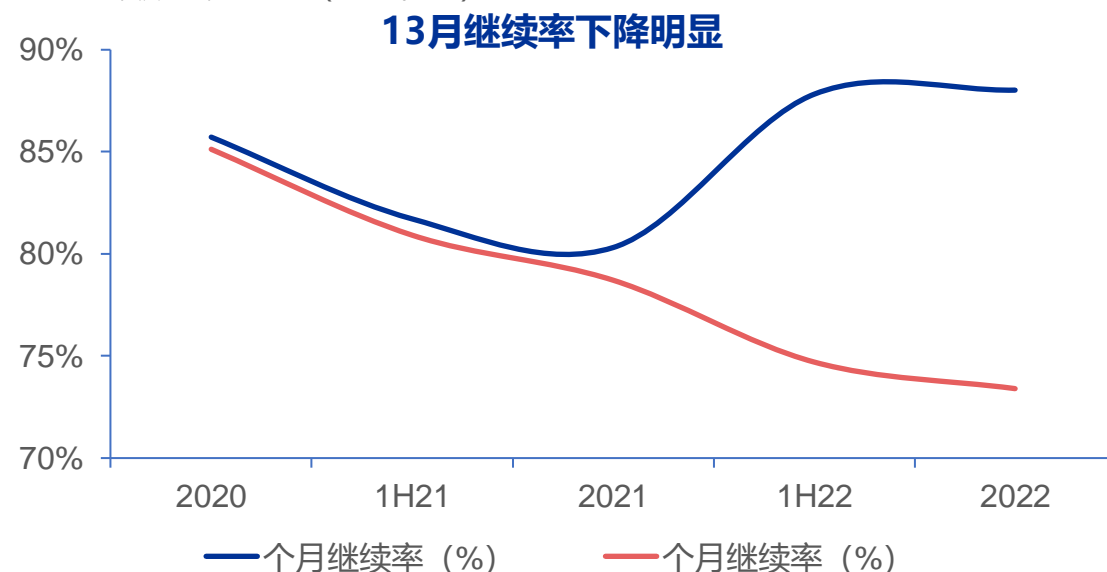
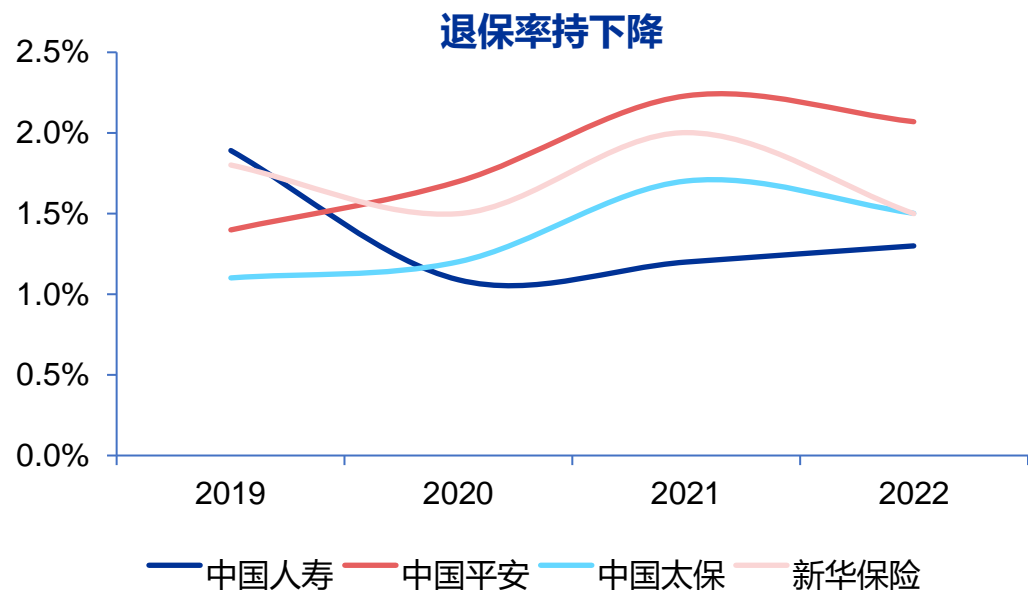
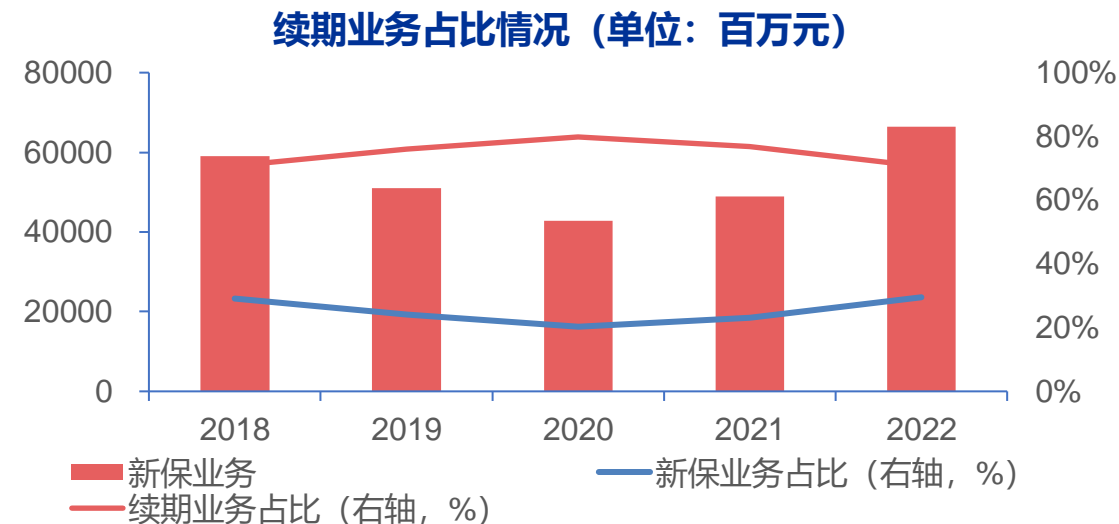


个银同步发力，助力NBV 3Q22率先转正



1.6 长航转型：强化业务品质，寿险未来经营稳定性高

■ **续期业务占比高，继续率提高，退保率降低，公司未来经营稳定性有望提升。**长航转型下，公司确定了代理人队伍“职业化、专业化、数字化”的转型方向，引导代理人队伍提升业务品质和服务质量。2022年退保率同比下降0.2pct，13月继续率提升7.7pct。25月继续率下降主因代理人脱落，预计23年将开始转好。



1.7 长航转型：康养产业加速布局，主业协同效果增强

- 快速布局养老社区，目前已投入运营和筹备社区达**13个**。公司以客户需求为导向，通过‘产品+服务’一体化，同时对接‘太保蓝本’医疗就诊、‘太保家园’养老社区等诸多特色服务，有望与主业形成良好协同。

太保养老社区投入发展迅猛

太保家园	进度	养老类型	投资规模 (亿元)	户数
成都	正式开业	颐养	40	787
杭州	正式开业	颐养	30	827
大理	正式开业	乐养	2.4	119
南京	22年12月开放	颐养	5	300
上海崇明	22年11月正式	颐养	15	800
上海普陀	22年7月正式开放	康养	-	300
青岛	预计2023年投入运营	康养	-	-
厦门		颐养	-	-
三亚		乐养	-	-
上海静安	项目推进中	康养	-	-
武汉、郑州、北京		颐养	-	-

太保养老社区布局情况



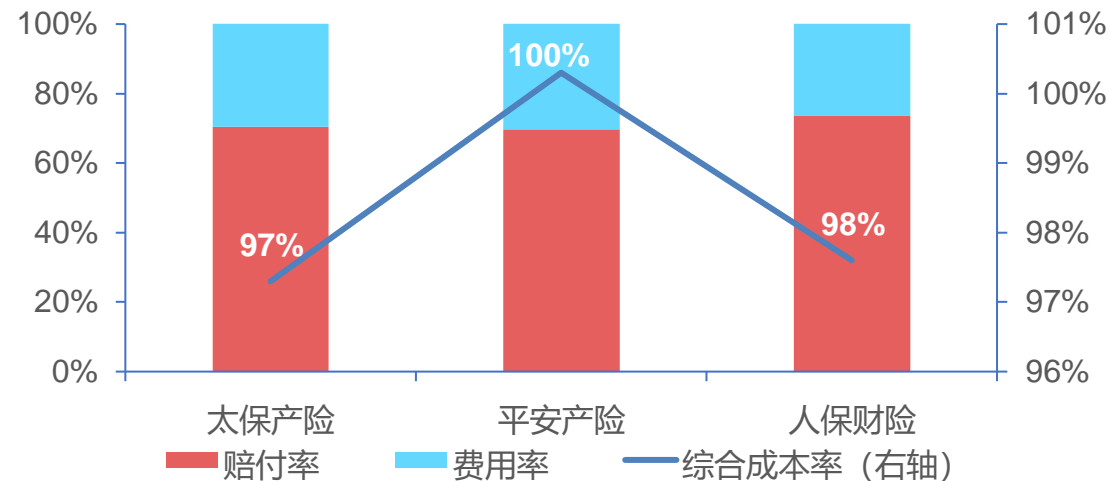
主要内容

1. 持续看好太保业务发展原因：转型推动NBV、队伍质态领先
2. 财险业务盈利能力持续向好，贡献稳定业绩增量
3. 投资收益表现稳健，新准则切换将贡献正向弹性
4. 盈利预测及投资分析意见

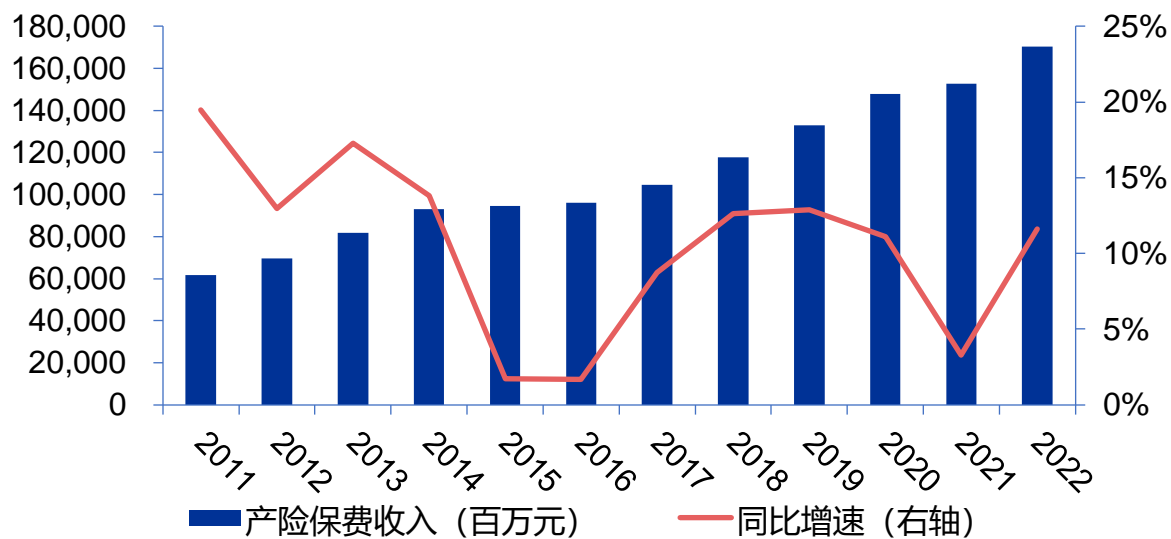
2.1 保费增速提升，COR行业最低

- **太保产险业务结构持续优化，保费收入实现较快增长。**
- ✓ **太保产险保费收入稳健增长。** 22年产险保费收入1704亿元，yoy+11.6%，其中车险业务收入980亿元，yoy+6.7%；非车险业务收入724亿元，yoy+19%。
- ✓ **COR改善行业最优。** 太保产险22年COR 97.3%，yoy-1.7pct，优于平安产险(100.3%)以及人保财险(97.6%)。

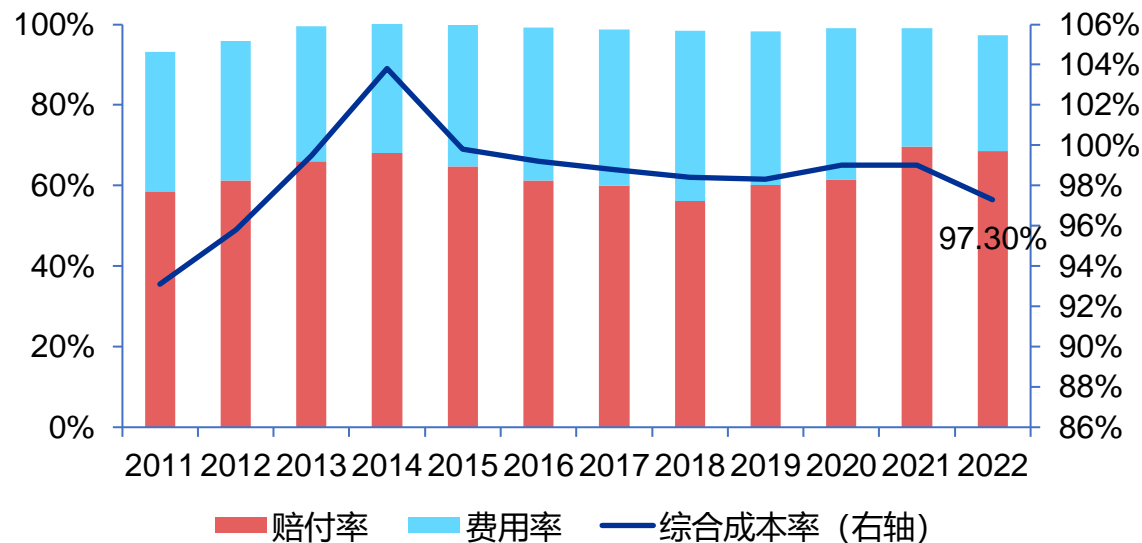
综合成本率同业最优



太保产险业务收入及同比增速 (单位: 百万元)



综合成本率改善明显

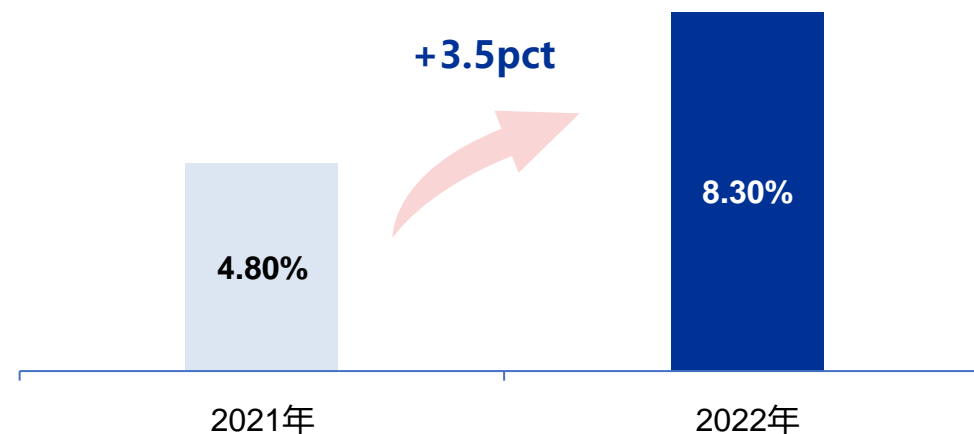
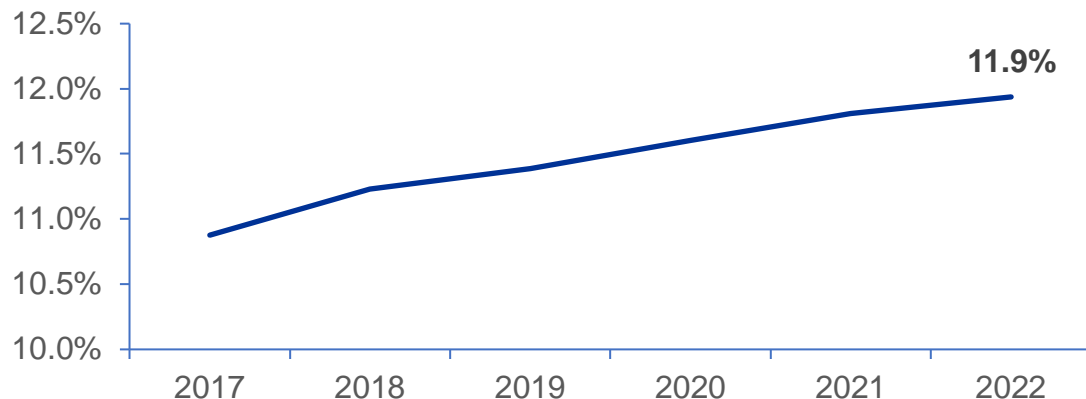


2.2 车险：盈利能力持续向好

■ 车险业务：步入稳健增长阶段。基数压力消减+马太效应凸显，预计 2023 年公司车险业务有望迎来稳健增长。

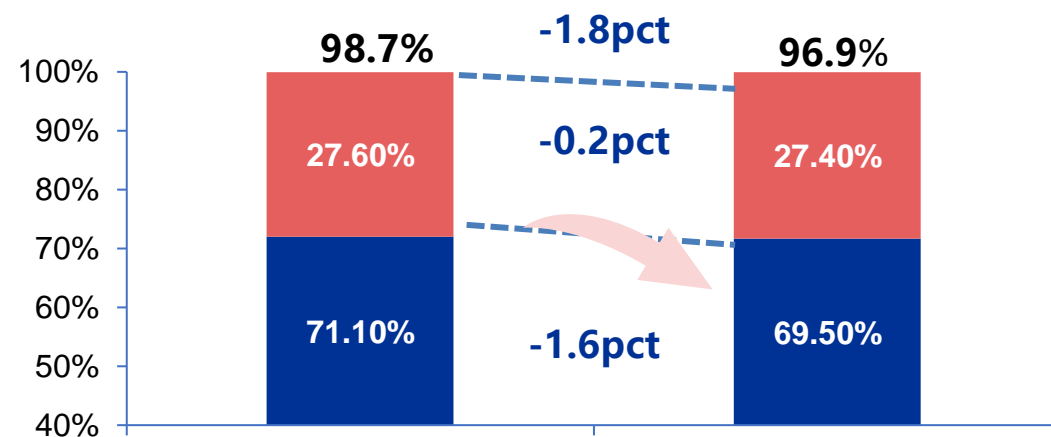
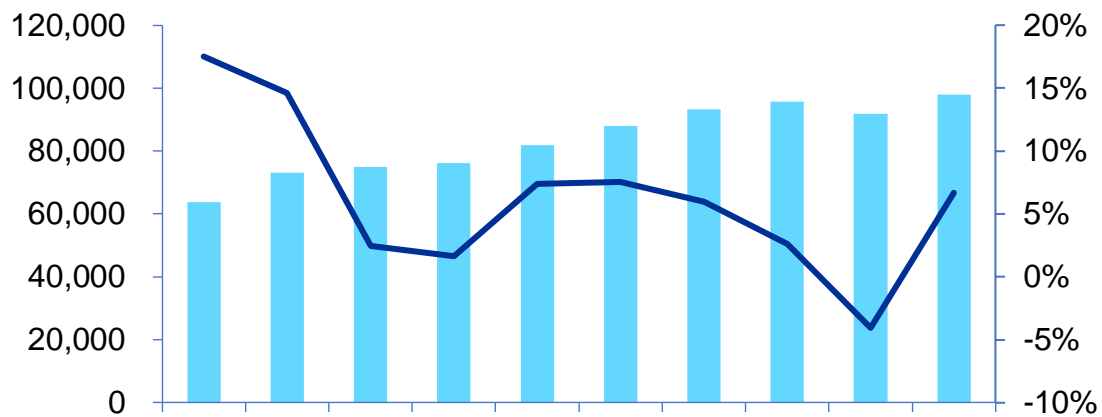
太保车险市占率逐年提升

新能源车保费占比同比提升



太保车险保费收入及同比增速 (单位: 百万元)

车险盈利能力持续向好

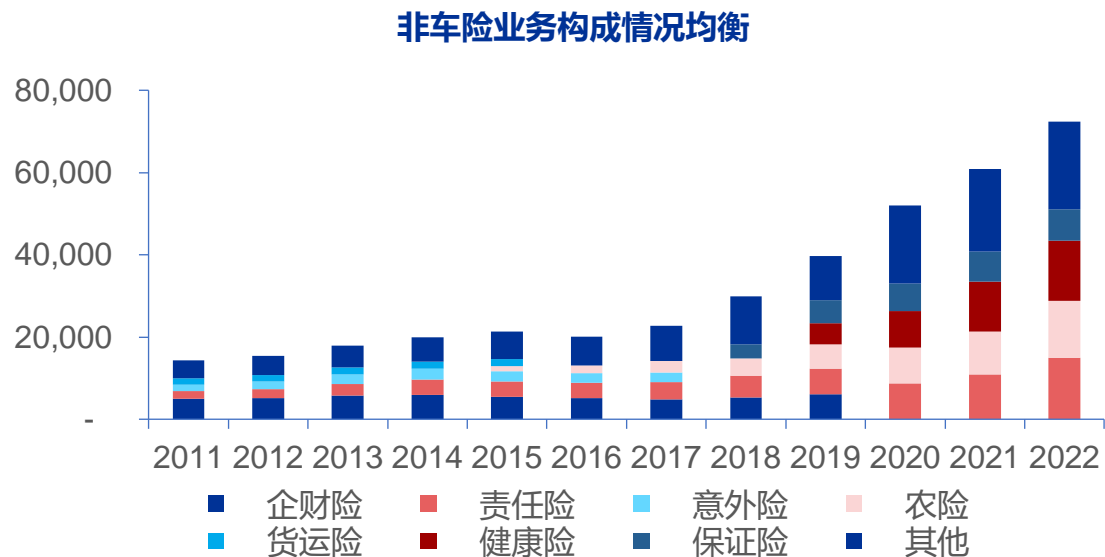
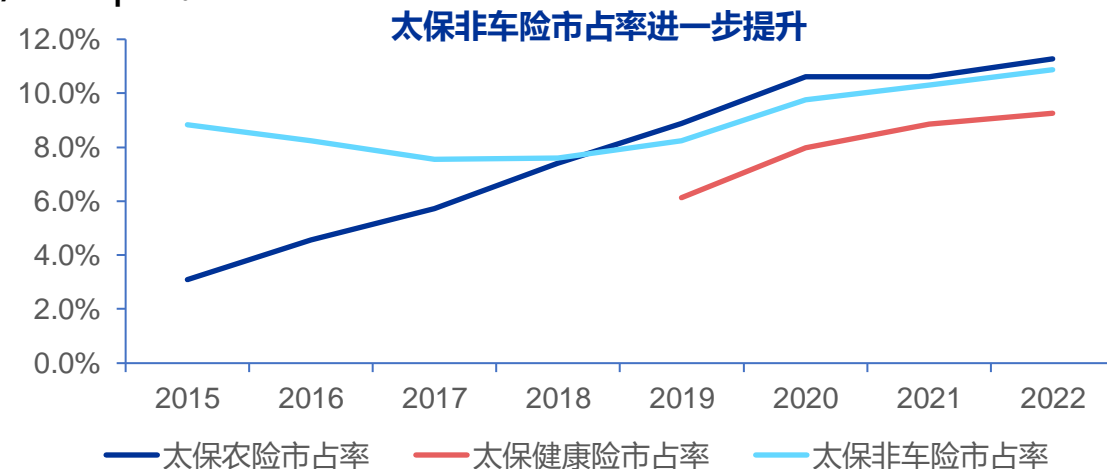
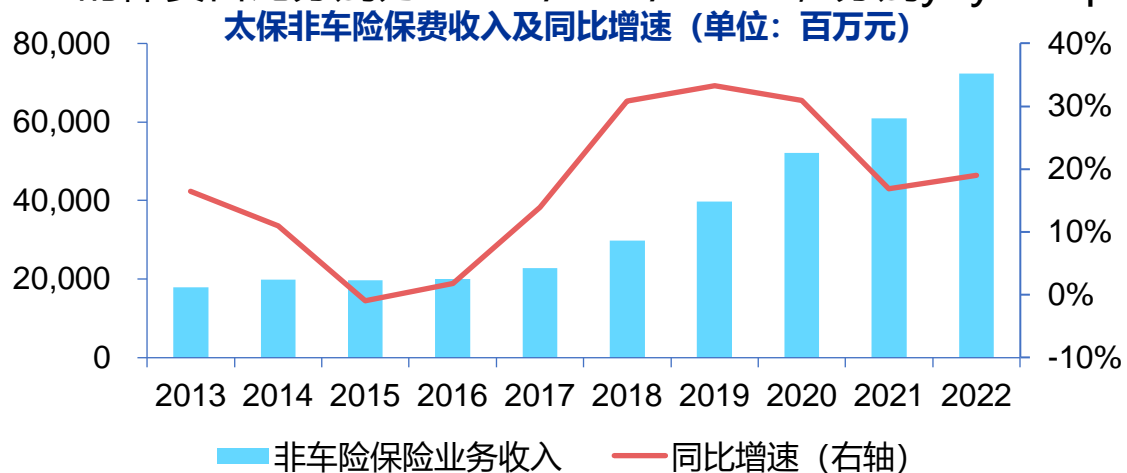


■ 车险保费收入 (单位: 百万元) ■ yoy(右轴)

■ 综合赔付率 ■ 综合费用率

2.3 非车险：保费快增，成本率有望改善

■ **非车险新兴领域业务实现较快增长。健康险、农险、责任险保费收入显著上升。**2022健康险、农业险、责任险在非车险中的保费占比分别为20.2%/19%/20.7%，分别yoy+0.2pct/+2pct/+2.7pct。



主要内容

1. 持续看好太保业务发展原因：转型推动NBV、队伍质态领先
2. 财险业务盈利能力持续向好，贡献稳定业绩增量
3. 投资收益表现稳健，新准则切换将贡献正向弹性
4. 盈利预测及投资分析意见

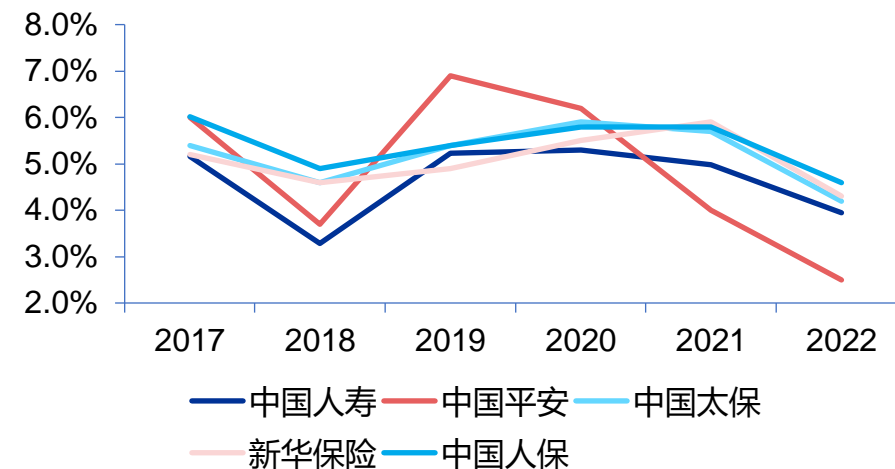
3.1 投资能力卓越，投资收益较为平稳

- **投资收益率稳定，投资偏差小。**
- ✓ 公司总投资收益率2015-2022年均值为5.5%，高于精算假设（5%），贡献稳定的利差益。
- ✓ 公司EV投资回报偏差和报表总投资收益波动幅度均显著低于上市同业，在夯实报表基础的同时助力业绩和现金分红稳健增长。

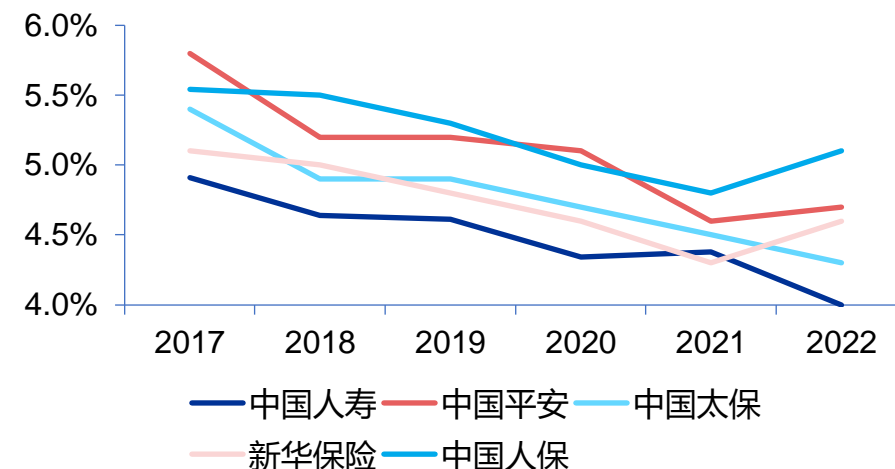
上市险企EV增速驱动力分析

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	18-22年平均
营运偏差							
中国人寿	0.0%	0.0%	0.1%	-0.6%	0.0%	-0.2%	-0.1%
中国平安	2.8%	0.6%	-1.5%	-2.0%	-0.2%	-0.5%	-0.1%
中国太保	-0.1%	1.5%	-0.2%	-1.4%	-0.1%	-1.2%	-0.1%
新华保险	2.0%	0.9%	1.9%	0.0%	1.1%	1.8%	1.2%
均值	1.2%	0.8%	0.1%	-1.0%	0.2%	-0.03%	0.2%
投资偏差							
中国人寿	-6.1%	4.0%	2.6%	-0.3%	-8.1%	-0.9%	-1.6%
中国平安	-2.5%	5.2%	-0.8%	-3.0%	-4.6%	-3.5%	-1.1%
中国太保	0.1%	2.0%	2.1%	-0.4%	-4.9%	0.0%	-0.2%
新华保险	-3.8%	4.8%	4.3%	-0.6%	-6.9%	0.7%	-0.4%
均值	-.%	.%	.%	-.%	-.%	-.%	-.%

总投资收益率



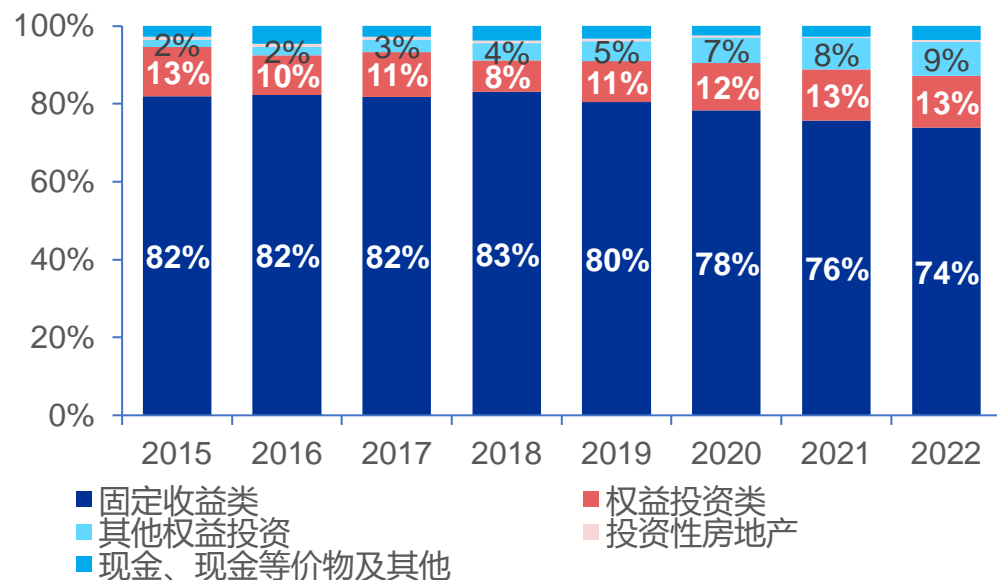
净投资收益率



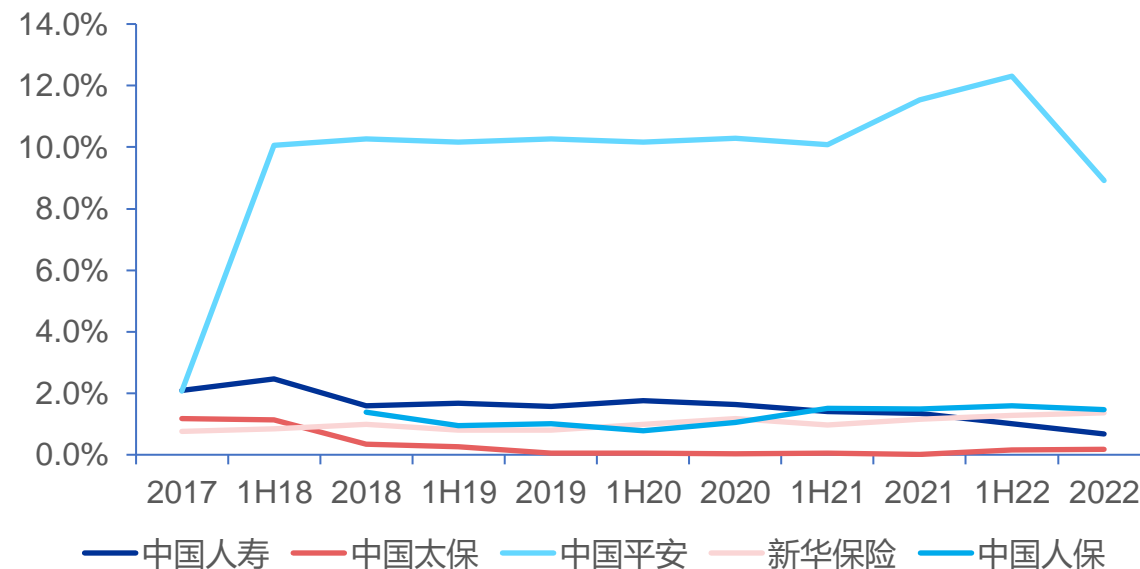
3.2 大类资产配置稳定，IFRS9上线将贡献正向弹性

- **固收类资产占据主导，呈稳中有降态势，股票及权益基金占比稳中略升。**
 - ✓ 固收类资产方面，近年来公司减配债券，加配债权投资计划等非标类资产。
 - ✓ 权益类资产方面，公司近年来减配基金，加配其他权益投资。
- **IFRS9贡献正向利润弹性。**
 - ✓ IFRS9切换后，公司可以重新调整部分科目分类，权益类资产占比将大幅上升，权益市场回暖下，公司利润弹性将极大提升。

太保大类资产配置结构



上市险企交易性金融资产占投资资产比重



主要内容

1. 持续看好太保业务发展原因：转型推动NBV、队伍质态领先
2. 财险业务盈利能力持续向好，贡献稳定业绩增量
3. 投资收益表现稳健
4. 盈利预测及投资分析意见

4.1 盈利预测

- 根据以上分析，我们预估 23-25 年公司 NBV 增速分别为：+9%、+11%、+11%，对应的 EVPS 分别为 2.97、3.37、3.77元，具体如下：
- 1) **寿险方面**，目前业务处于转型期，长航转型下太保寿险队伍质态和NBV改善同业最优，预计2023-2025年寿险保费收入 yoy+2%/+4%/+5%。
- 2) **财险方面**，我们预计 2023-2025年财险保费收入 yoy+7.7%/+7.3%/+8.2%：
 - ✓ a) **车险方面**，车险综改已于2021年9月满一年，保费基数压力消减，同时部分中小险企退出市场，预计后续头部险企的市占率仍有提升空间，车均保费有望稳中有升，预计 2023-2025年公司车险业务保费收入 yoy+4.2%/+3.5%/+5%。
 - ✓ b) **非车险方面**，新兴领域业务实现较快增长，市占率稳中有升，预计非车业务 2023-2025年保费收入 yoy+12.3%/+12%/+12%。
- 我们预计公司 2023年-2025年营业收入分别达4748/5090/5446亿元，同比分别+4.3%/+7.2%/+7.0%；公司 2023年-2025年归母净利润分别达 286/324/362 亿元，同比 +16.2%/+13.4%/+11.8%；**测算集团新业务价值为 100/111/123亿元，同比+9.1%/+10.7%/+10.7%。**

4.2 投资分析意见

■ 看好长航行动转型所带来的成效，估值低位，维持“买入”评级：

- ✓ 我们认为，随着公司“长航行动”推进人身险板块深化转型，代理人质态的逐步改善，财产险板块聚焦体系化能力建设，资产板块坚持“价值投资、长期投资、稳健投资”，公司有望于激烈的行业竞争中突围。目前 A 股股价对应 2023E PEV 仅0.51x，估值较低。因“长航行动”助力人身险业务转型已初见成效，代理人渠道清虚已经看到曙光，银保渠道增长超出预期，对标平安、国寿当前0.53x和0.7x的P/EV，提升公司 2023 年目标 PEV 至 0.65x，目标价 38.85 元，空间28%。

中国太保核心指标预测

主要价值指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
集团内含价值	498,309	519,621	574,326	623,171	675,652
太保寿险一年新业务价值	13,412	9,205	10,047	11,127	12,323
太保寿险ROEV	11.2%	6.0%	8.3%	8.4%	8.7%
集团每股内含价值 (元)	51.8	54.0	59.7	64.8	70.2
太保产险综合成本率	99.0%	97.3%	98.3%	98.5%	98.5%
主要业务指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
保险业务收入	366,782	398,818	416,266	440,166	468,017
太保寿险	211,685	225,343	230,337	240,552	251,759
太保产险	152,643	170,377	183,417	196,725	212,936
总投资收益率	6%	4%	5%	5%	5%
净投资收益率	5%	4%	4%	4%	4%
主要财务指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
归属于母公司股东净利润	26,834	24,609	28,594	32,420	36,236
太保寿险	18,584	16,199	11,367	11,588	11,555
太保产险	6,257	8,161	14,528	17,835	21,321
ROE	12%	11%	12%	12%	13%
估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PEV
NBV增速	-24.8%	-31.4%	9.1%	10.7%	10.7%

4.3 风险提示

- 1、权益市场波动使权益敞口浮动盈亏增加，信用风险暴露，险企计提信用减值损失上升，影响险企整体利润；
- 2、市场需求走弱影响新单销售，险企保费收入下滑；
- 3、代理人质态改善不及预期，队伍规模人力加速脱落，影响公司寿险展业。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华东B组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swyhsc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

许旖珊
xuys@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号