



中信证券研究部

核心观点



童成墩
非银行金融业联席
首席分析师
S1010513110006



张文峰
非银行金融业
分析师
S1010522030001



邵子钦
非银行金融业
首席分析师
S1010513110004



田良
金融产业首席
分析师
S1010513110005



薛蛟
非银行金融业
分析师
S1010518110002

2023 年上半年市场表明，保险市场需求亮点在两端，分别是高客需求和刚需消费。从高客需求角度看，大额储蓄保单驱动景气向上，对利率和价值率的担忧已在估值中得到体现，弹性行情有望持续演绎，建议均衡配置保险指数或者低估值个股。从保险刚需角度看，以车险为主的头部财险公司正处于降本增效的右侧周期，有望延续估值上升趋势，建议重点关注中国财险/中国人保。

■ 长期看，寿险估值已反映两大挑战，降低预定利率有望逐步化解担忧。

(1) 两大长期挑战：低利率和低价值率。在高客需求带动下，寿险保单销售持续改善，新一轮长周期增长确立，但目前寿险股估值仍然普遍处于历史较低位置，主要反映长期压制寿险板块估值的两大挑战：低利率环境带来长期投资压力，我们预计未来长期投资收益率或低于 5%，利差存在收窄趋势；高客储蓄需求为主带来保单低价值率，目前储蓄型保险和银保渠道为主要增长动能，预计新业务价值率维持低位波动。

(2) 参考台湾经验，目前估值已经反映两大挑战。目前 A 股寿险公司估值除国寿外均在 1x PB 左右，意味着投资者预期保险公司存量保单的价值为 0，这一估值水平已经较为充分地反映了两大悲观预期。受益于此前重疾险销售积累的庞大盈余，目前上市寿险公司存量保单的保本点普遍为 2%~4% 区间。存量资产和未来新增资产即便按 4% 左右的长期投资收益率计算，预期仍然有盈利能力。

(3) 降低预定利率，从传统险转向分红险，有望化解两大担忧。面对长期挑战，寿险公司资产端调整难度较大，破局在于境外配置，需要政策和额度支持。负债端具有较大调整空间，市场环境成熟、监管推动预定利率下降，将驱使行业负债成本下降；同时行业有望逐步转向分红险，提高盈利稳定性。

■ 中短期看，经济弱复苏驱动寿险景气向上，具有可持续性。

(1) 从负债端来看，2023 年以来，寿险的需求从周期低点起步，无论经济弱复苏或强复苏，预计寿险景气周期大方向向上。如果经济弱复苏，风险资产回报率或持续走低，居民的储蓄型保险需求将持续释放；如果经济强复苏，则在居民的就业状况和收入预期明显改善后，保障需求将明显复苏，利率企稳也会缓解投资端的压力。现阶段经济数据表明经济仍然处于相对疲弱的阶段，客户偏好低风险资产，资管新规让保险公司相对受益，储蓄型保险需求持续释放。

(2) 从投资端来看，寿险公司净投资收益率受益于存量资产，即使出现下行也会相对缓慢，总投资收益率受益于无风险利率下行。头部险企在过去几年已经明显加大了长久期利率债的配置，收窄资产负债久期缺口，预计资产久期在 8-10 年。今年以来部分头部险企的新增固收类资产的平均投资回报在 3.5% 左右，考虑到税优效果预计投资回报可以做到税前 4.3% 左右。头部险企凭借长期资金优势积极配置高股息资产、收租类地产、基建等资产，来满足长期投资回报率要求。

(3) 在 M2 增速大于名义 GDP 增速、存款利率等资产回报率下降的背景下，寿险公司正在成为打通储蓄存款到资本市场、实体经济价值链的关键环节。从高客和银保储蓄需求释放，到形成长期资金，配置高息蓝筹股、长期债券、基础设施等资产，寿险公司正在成为储蓄存款到资本市场、服务实体经济的重要力量，也将受益于这一逻辑闭环的持续正反馈。在分红险等浮动收益产品成



陆昊
非银行金融业
分析师
S1010519070001

为主流之后，这一价值链条有望实现客户、实体、公司利益共赢。

■ **风险因素：**利率超预期下行、股市大幅下跌、寿险保单销售不及预期、巨灾超预期、财险保费增长低于预期。

■ **投资策略：**

（1）预计寿险股有持续的弹性行情。由于长期担忧已经在估值上得到反映，中短期高景气有望维持，我们认为寿险股在下半年仍然具有持续的弹性行情，值得重视和参与，维持保险行业“强于大市”评级。寿险股的弹性具有稀缺性和安全性，目前上市保险公司 ROE 普遍在 10%-15% 区间，考虑 3-5 年净资产积累，1x-1.5x PB 都具有估值安全性。鉴于对弹性行情的理解，以及对弹性行情反复演绎的判断，我们建议均衡配置保险板块（配置保险指数）；个股方面，从安全性角度看，建议选择低 PB 公司，如中国平安（A+H）、中国人寿 H、中国太保 AH 等。择时方面，建议继续关注今年后续财报窗口、高频数据同比、预定利率调整等事件性影响。此外，友邦保险具有价值率优势，量价均处于良好状态，但市场估值比较充分，超额回报主要来自市场波动带来的左侧机会。

（2）积极把握财产险的阿尔法机会。财险行业需求刚性，盈利能力变化主要来自监管周期和供给侧行为变化。从监管周期看，我们预计车险继续保持严监管不变，头部公司有望持续推动精细化管理、降本增效；非车险市场仍然存在一些粗放经营行为，预计在监管约束下会迎来效益改善。从供给侧角度看，财险市场高度集中，降本增效形成共识，行业市场秩序有望显著改善。非车险方面，我们预计实现承保盈利将成为市场共同追求，老三家（中国财险、中国平安、中国太保）凭借规模优势则有更大的效益提升空间。中国财险（02328.HK）受益监管周期和管理改善，承保利润率正迎来拐点，有望带动公司估值重估，建议重点关注中国财险、中国人保（A+H）。

保险行业

评级 **强于大市（维持）**

目录

投资聚焦	5
长期看，寿险估值反映了两大挑战	5
两大长期挑战：低利率和低价值率	5
估值已反映了两大长期挑战	7
长期解决方案在于降低负债成本，化解担忧	9
中短期看，经济弱复苏驱动寿险景气向上	11
负债端：经济弱复苏驱动储蓄需求持续释放	11
资产端：投资收益率相对平稳，受益于无风险利率下行	12
逻辑闭环：打通储蓄存款到资本市场、实体经济的价值链条	12
寿险投资逻辑：预计有持续的弹性行情	13
长期担忧有望逐步缓解，中短期景气周期带来弹性行情	13
预计寿险股有持续的弹性行情，建议均衡配置或关注低 PB 公司	13
财产险：把握头部公司的阿尔法机会	15
风险因素	17
重点公司推荐	17
中国平安	17
中国财险	19

插图目录

图 1: 贷款利率和 10 年期国债收益率已经较过去十年平均水平明显下台阶.....	6
图 2: 今年以来新发地方债规模 (按发行期限年)	6
图 3: 今年以来新发地方债票面利率 (按发行期限年)	6
图 4: 国泰人寿 2022 年 VIF 和 NBV 投资收益率假设	8
图 5: 国泰人寿 2022 年 VIF 投资收益率假设	8
图 6: 国泰人寿 2012-2022 有效业务价值变动 (十亿新台币)	8
图 7: 国泰金控 PEV 估值	8
图 8: 国泰、富邦 PB (Fwd) 估值.....	8
图 9: 美国寿险公司资产配置结构 (2021)	10
图 10: ICE BofA BBB US Corporate Index 实际收益率	10
图 11: 美国寿险公司配置长期债券结构 (2021)	10
图 12: 美国寿险公司配置债券期限结构 (2021)	10
图 13: 居民定期存款净增额	11
图 14: 居民定期存款滚动 12 个月净增额同比增速	11
图 15: 中国汽车保有量 (万辆)	15
图 16: 中国车险保费收入 (亿元)	15
图 17: 中国车险行业综合成本率	16
图 18: 车险市场份额 (Top3)	16

表格目录

表 1: 中国平安寿险及健康险首年保费及新业务价值	6
表 2: A 股上市险企净投资收益率.....	12
表 3: 人身险公司资金运用情况表 (1Q23)	13
表 4: A 股保险公司 PEV 估值	14
表 5: A 股保险公司 PB 估值.....	14
表 6: H 股保险公司 PEV 估值	15
表 7: H 股保险公司 PB 估值	15
表 8: 全球巨灾损失及保险赔付	15
表 9: 车险综合成本率比较	17
表 10: 中国平安 (601318.SH/02318.HK) 盈利预测及估值	18
表 11: 中国财险 (02328.HK) 盈利预测及估值.....	19

■ 投资聚焦

从宏观数据比较看，虽然保险市场仍然存在长期挑战，但仍是为数不多仍然可以看到长期空间和短期机会的行业，年初以来板块涨幅为 3.6%。当前我们维持保险行业“强于大市”评级。

2023 年上半年市场表明，保险市场需求亮点在两端，分别是高客需求和刚需消费。高客需求体现在大额储蓄型保单快速增长；刚需消费体现在车险等消费型品种稳定增长；而和中产相关的可选消费品种，比如重疾险等保障型产品需求仍然增长乏力。从高客需求角度看，主要上市寿险公司正步入向上的景气周期，弹性行情有望持续演绎，建议均衡配置保险指数或者低估值个股。从保险刚需角度看，以车险为主的头部财险公司正处于降本增效的右侧周期，有望延续估值上升周期，建议重点关注中国财险/中国人保。

本篇报告我们重点回应了长期压制寿险板块估值的两大挑战，即低利率和低价值率。我们认为，长期看，目前估值已经反映了两大挑战，同时未来主要出路在于降低负债成本，预计市场环境成熟、监管推动带来预定利率下降的空间较大，有望逐步缓解两大担忧。

从中短期看，我们也对寿险景气周期给出了判断，预计寿险向上周期有望延续，寿险公司正在成为储蓄存款到资本市场、实体经济价值链的关键环节，寿险公司将受益于这一反馈回路，弹性逻辑具有市场稀缺性，也具有盈利底线和估值安全性。

■ 长期看，寿险估值反映了两大挑战

两大长期挑战：低利率和低价值率

低利率和低价值率是目前寿险股面临的两大长期挑战。在高客需求带动下，寿险保单销售持续改善，新一轮长周期增长确立，但目前寿险股估值仍然普遍处于历史较低位置，主要反映两大担忧：低利率环境带来长期投资压力、高客储蓄需求为主带来保单低价值率。

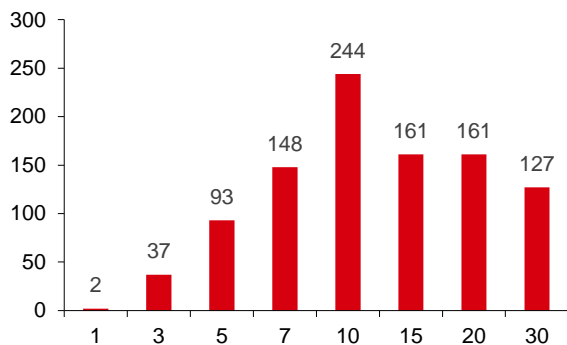
低利率挑战：预计未来长期投资收益率或低于 5%，利差存在收窄趋势。过去十年 10 年期国债利率平均为 3.3%，贷款利率平均为 5.8%，主要保险公司投资收益率平均值在 5%以上，超过 5%的内含价值假设。保险公司资产配置结构和各大类资产回报决定了长期投资收益水平。未来十年看，预计中国主要类别资产收益率将明显低于过去十年水平，目前十年期国债利率和银行贷款利率分别约为 2.7%和 4.0%左右。考虑到通过增配 20 年期以上国债和地方债税前回报率仍然可以达到 4%以上，我们预计中短期内保险公司长期投资回报率合理水平在 4%以上。即便今年市场上主打 3.5%预定利率的增额终身寿险，保险公司仍有望维持一定的盈利能力，在不存在费用超支等问题的情况下利差损风险比较低，但利差未来可能面临收窄压力。

图 1：贷款利率和 10 年期国债收益率已经较过去十年平均水平明显下台阶（%）



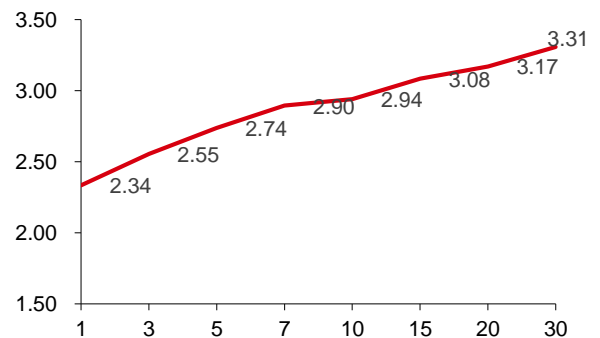
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：今年以来新发地方债规模（按发行期限年）（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 备注：截至 2023/6/18

图 3：今年以来新发地方债票面利率（按发行期限年）（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 备注：截至 2023/6/18

低价值率挑战：储蓄型保险和银保渠道为主要增长动能，预计新业务价值率将维持低位波动。 保单价值率的提升有赖于代理人渠道和保障型产品的发展。由于当前中产等大众收入预期改善相对比较慢，保障型需求增长乏力，代理人队伍生存困难，高价值率保单占比维持低位。虽然我们认为保障型需求仍然有发展空间，随着经济复苏也有望在低基数基础上逐步缓慢修复，但预计短期内占比难以得到实质大幅提升，储蓄和银保业务可能较长时间维持重要地位。低价值率业务的发展，也可以带来公司新业务价值和盈利的改善，但内含价值可靠性下降，长期看会拉低公司的资本回报率和派息能力，成为压制估值的另一重要因素。

表 1：中国平安寿险及健康险首年保费及新业务价值

(人民币百万元)	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
用来计算新业务价值的首年保费	规模				占比			
个人业务	126,352	102,808	97,202	88,913	79%	69%	71%	75%
代理人渠道	105,043	78,230	72,131	63,100	65%	53%	53%	53%
长期人寿健康保障型	47,662	26,815	14,429	7,212	30%	18%	11%	6%
长期两全年金保障型	11,845	12,941	15,926	13,483	7%	9%	12%	11%

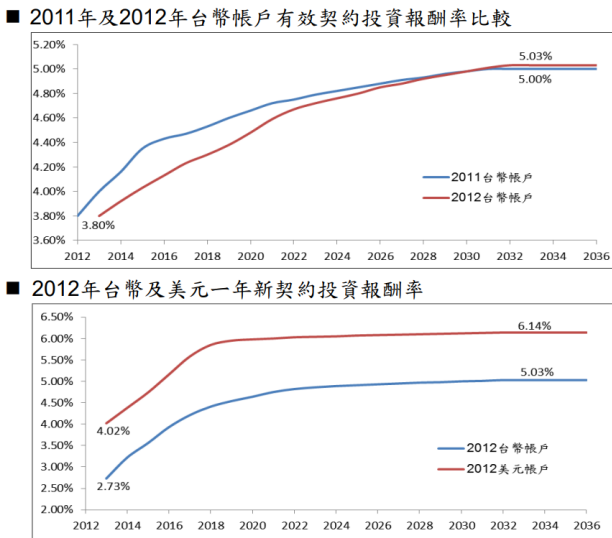
(人民币百万元)	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
短交两全年金保障型	39,125	32,860	36,715	37,733	24%	22%	27%	32%
短期险	6,411	5,614	5,062	4,672	4%	4%	4%	4%
电销、互联网及其他渠道	15,477	15,477	15,919	15,116	10%	10%	12%	13%
银保渠道	5,832	9,100	9,152	10,696	4%	6%	7%	9%
团险业务	34,126	46,108	39,088	30,423	21%	31%	29%	25%
寿险及健康险业务合计	160,478	148,915	136,290	119,336	100%	100%	100%	100%
新业务价值	规模				占比			
个人业务	75,486	48,756	37,330	28,439	99%	98%	99%	99%
代理人渠道	68,209	42,913	31,076	22,932	90%	87%	82%	80%
长期人寿健康保障型	49,998	25,756	12,512	6,235	66%	52%	33%	22%
长期两全年金保障型	6,661	7,195	7,560	6,029	9%	15%	20%	21%
短交两全年金保障型	8,640	6,187	7,178	7,079	11%	12%	19%	25%
短期险	2,909	3,775	3,827	3,589	4%	8%	10%	12%
电销、互联网及其他渠道	6,087	4,234	4,485	3,457	8%	9%	12%	12%
银保渠道	1,191	1,609	1,769	2,050	2%	3%	5%	7%
团险业务	459	820	568	380	1%	2%	1%	1%
寿险及健康险业务合计	75,945	49,575	37,898	28,820	100%	100%	100%	100%
新业务价值率	价值率				同比变化（绝对值）			
个人业务	59.7%	47.4%	38.4%	32.0%	5.8%	-12.3%	-9.0%	-6.4%
代理人渠道	64.9%	54.9%	43.1%	36.3%	7.8%	-10.0%	-11.8%	-6.8%
长期人寿健康保障型	104.9%	96.0%	86.7%	86.4%	10.2%	-8.9%	-9.3%	-0.3%
长期两全年金保障型	56.2%	55.6%	47.5%	44.7%	0.8%	-0.6%	-8.1%	-2.8%
短交两全年金保障型	22.1%	18.8%	19.5%	18.8%	5.2%	-3.3%	0.7%	-0.7%
短期险	45.4%	67.2%	75.6%	76.8%	7.1%	21.8%	8.4%	1.2%
电销、互联网及其他渠道	39.3%	27.4%	28.2%	22.9%	-1.8%	-11.9%	0.8%	-5.3%
银保渠道	20.4%	17.7%	19.3%	19.2%	1.7%	-2.7%	1.6%	-0.1%
团险业务	1.3%	1.8%	1.5%	1.2%	0.0%	0.5%	-0.3%	-0.3%
寿险及健康险业务合计	47.3%	33.3%	27.8%	24.1%	3.6%	-14.0%	-5.5%	-3.7%

资料来源：中国平安财报，中信证券研究部

估值已反映了两大长期挑战

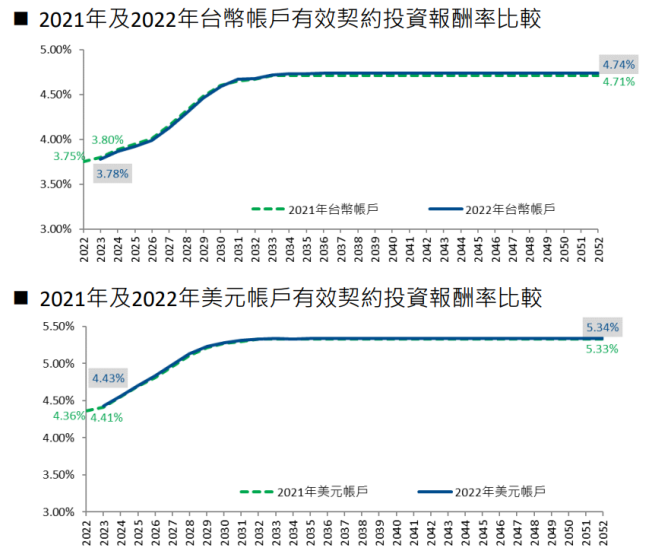
台湾寿险公司以储蓄为主，过去十年面临同样的挑战。以台湾最大的寿险公司国泰人寿为例，公司以储蓄型保险为主且负债成本较高，过去十年投资收益率假设下行明显侵蚀内含价值。2012 年国泰人寿 VIF 投资收益率假设台币账户为 3.8%~5.03%，美元账户为 4.3%~6.14%，到 2022 年投资收益率假设已经调整为台币账户 3.8%~4.74%，美元账户 4.43%~5.34%；十年间台币和美元账户的远端收益率假设分别下降 29bps 和 80bps。这十年间国泰人寿创造的新业务价值合计为 6050 亿新台币，但同期投资收益率假设下调带来的 VIF 变动达到了-4300 亿新台币，“抵消”了约 70%的新业务价值。

图 4：国泰人寿 2022 年 VIF 和 NBV 投资收益率假设



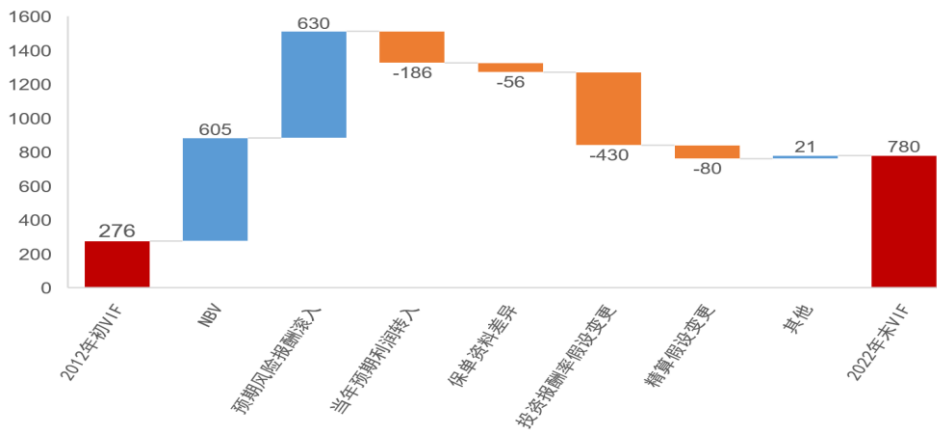
资料来源：国泰金控年报

图 5：国泰人寿 2022 年 VIF 投资收益率假设



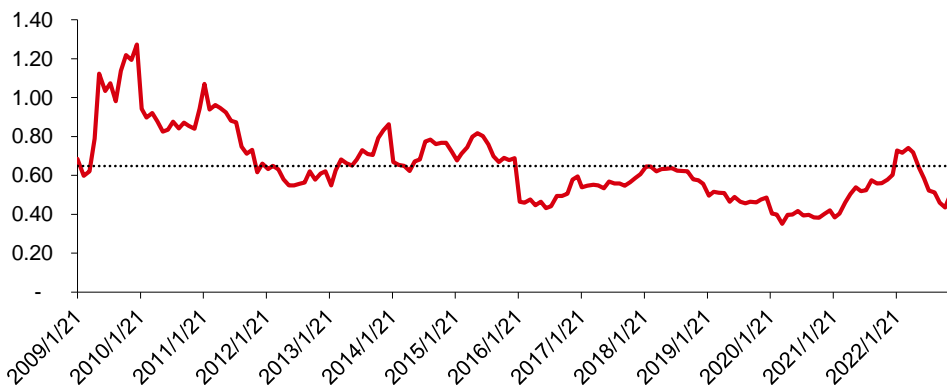
资料来源：国泰金控年报

图 6：国泰人寿 2012-2022 有效业务价值变动（十亿新台币）



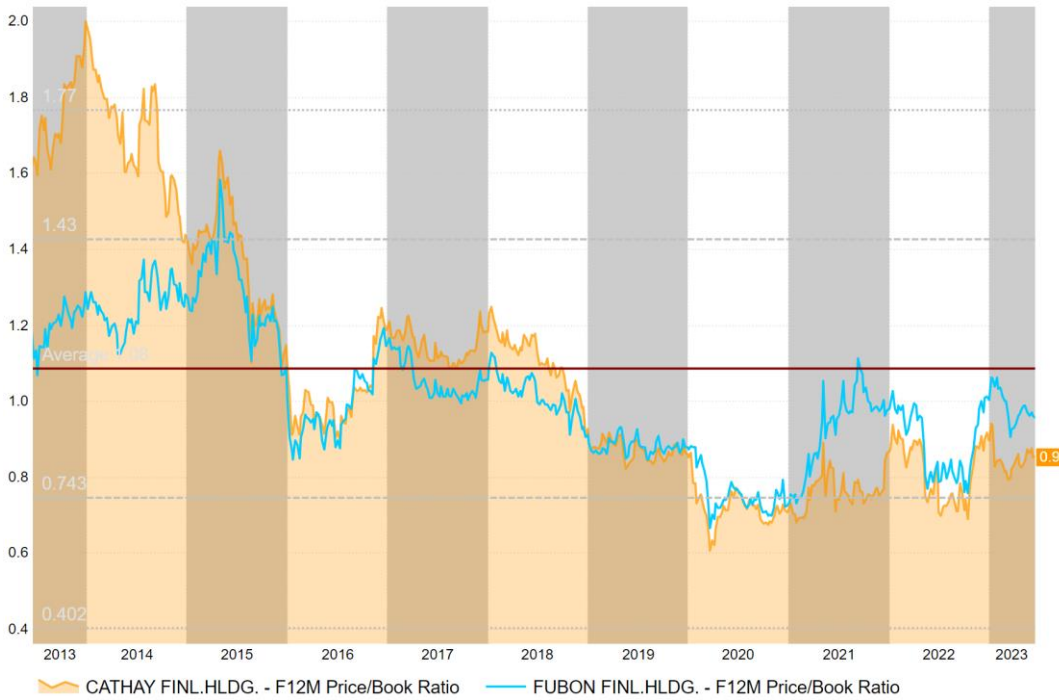
资料来源：国泰金控年报，中信证券研究部

图 7：国泰金控 PEV 估值



资料来源：国泰金控财报，Bloomberg，中信证券研究部 备注：按未来一年 EV 计，EV=寿险 EV+其余分部净资产

图 8：国泰、富邦 PB (Fwd) 估值



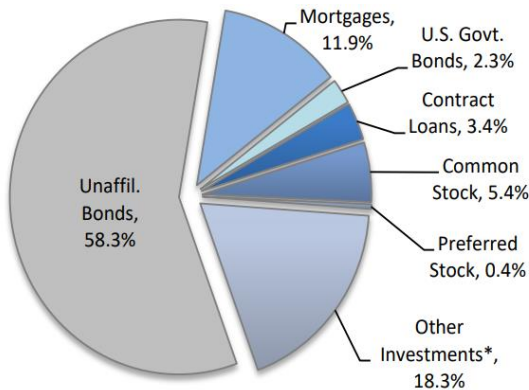
资料来源：Refinitiv，中信证券研究部

参照台湾寿险公司估值水平和盈利能力，目前 A 股寿险公司估值除国寿外均在 1x PB 左右，这一估值水平已经较为充分地反映了两大悲观预期。1x PB 估值意味着投资者预期保险公司存量保单的价值为 0，低于 1x PB 则意味着投资者预期存量保单未来实际发生亏损。我们认为目前来看存量保单价值为 0 这一假设对于上市险企而言过于悲观。受益于此前重疾险销售积累的庞大盈余，我们测算目前上市寿险公司存量保单的保本点普遍为 2%~4% 区间。存量资产和未来新增资产即便按 4% 左右的长期投资收益率计算，预期仍然有望带来一定的盈利能力。从台湾富邦和国泰的估值情况来看，即使是在利差损持续释放的年份，估值在大多数时间也高于 1x PB，只有在资本压力明显提升后估值才跌破 1x PB。

长期解决方案在于降低负债成本，化解担忧

资产端存在调结构空间，但难度比较大，长期突破口在境外配置。从全球范围来看，寿险公司可以通过资产结构调整来应对投资压力，包括股债平衡、增配另类资产、跨区域投资等。比如，美国债券市场有庞大的长期公司债供给，收益率处于相对高位，长期险品种丰富，能够满足本土甚至海外保险公司的资产配置需要。中国台湾的本土收益率较低，且本土资本市场发展较弱，台湾寿险公司通过大量配置海外发达市场信用债来提升投资回报。当前中国大陆主要类别资产整体步入低收益阶段，境外投资受外汇额度限制，资产配置结构调整难度较大，期待监管给予险资海外投资提供必要的政策和额度支持。

图 9：美国寿险公司资产配置结构（2021）



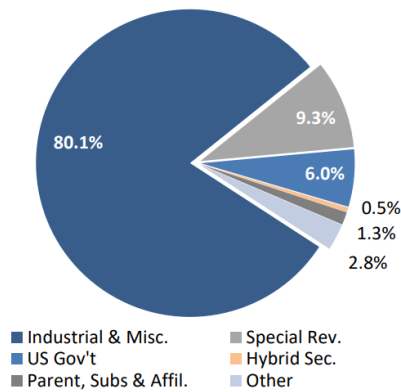
资料来源：NAIC

图 10：ICE BofA BBB US Corporate Index 实际收益率



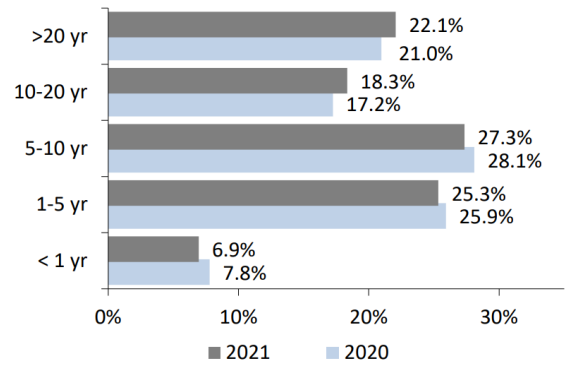
资料来源：FRED，中信证券研究部

图 11：美国寿险公司配置长期债券结构（2021）



资料来源：NAIC

图 12：美国寿险公司配置债券期限结构（2021）



资料来源：NAIC

长期解决方案在于继续降低负债成本，负债成本存在较大调整空间，有望逐步化解估值压力和长期挑战担忧。随着市场利率的持续下调，预计监管或将逐步下调预定利率。2013 年随着市场利率上行，监管将寿险保单预定利率从不到 2.5%上调到 3.5%-4.025%，市场上主流的储蓄和保障型产品均在 3.5%及以上，同时行业主流险种也从分红险转向了传统险，负债成本维持高位且刚性化。面向未来十年，我们预计预定利率具有较大的下行空间，主流险种也有望逐步从传统险回归分红险。

从商业模式可持续性来看，传统险固定利率，在利率上升期有利于公司，利率下降期有利于客户，适合市场利率较长时间比较稳定的环境；而分红险、万能险提供较低的保底利率，同时根据实际投资水平给出浮动的收益率，客户和公司利益更加一致。传统险为主的商业模式从长期来看存在再投资风险，且对投资收益敏感性高，新业务价值可靠性较低；分红险、万能险为主的商业模式，可以比较好地实现资负联动，新业务价值可靠性相对更高。因此，一旦行业回到以分红险为主的状态，保险公司经营可持续性将显著增加，内含价值和新业务价值指标的可靠性会提高。此外在新的会计准则下，分红险采用浮动收费法计量，其投资资产中的权益类资产的公允价值波动可以被 CSM 吸收并逐期摊销，能够帮助保险公司有效降低权益类资产波动对利润表的影响。

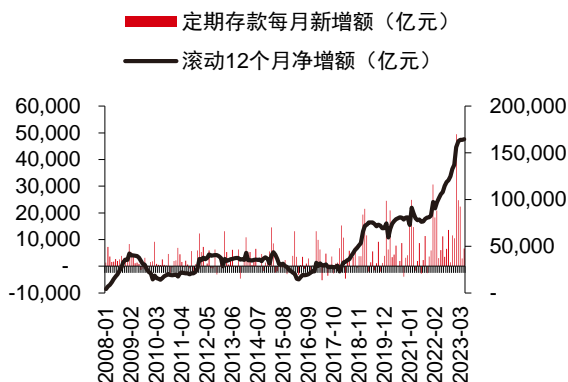
■ 中短期看，经济弱复苏驱动寿险景气向上

负债端：经济弱复苏驱动储蓄需求持续释放

2023 年以来，寿险的需求从周期低点起步，经济无论弱复苏或强复苏，预计寿险景气周期都将大方向向上。如果经济弱复苏，风险资产回报率或持续走低，居民的储蓄型保险需求将持续释放；如果经济强复苏，则在居民的就业状况和收入预期明显改善后，保障需求将明显复苏，利率企稳也会降低投资端的压力。现阶段经济数据表明经济仍然处于相对疲弱的阶段，风险资产回报率低，客户偏好低风险资产，资管新规让保险公司相对受益，储蓄型保险需求持续释放，具体来看：

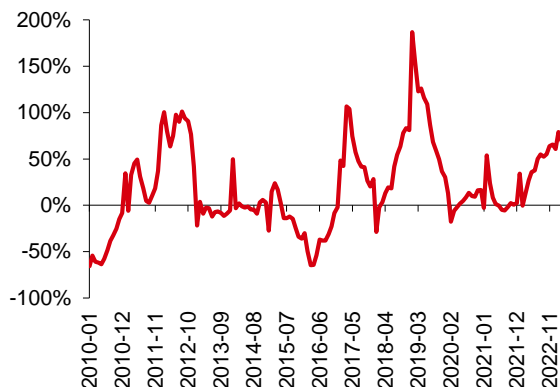
1. **经济增长和资产回报中枢预期较低，居民提升对保单等低风险资产的配置。**目前经济增速和各大类别资产回报预期相对较低，客户理财的收益率预期和风险偏好显著下降，定期存款明显增加。截至 2023 年 5 月末，居民定期存款余额为 92.6 万亿元，同比+21.6%；2023 年 1-5 月居民新增定期存款 10.6 万亿元，在去年高基数的基础上仍同比多增 2.7 万亿。对于居民储蓄偏长期的部分，或者有明显使用目标的部分（比如养老储蓄），保险产品是更好的上位替代（更高的承诺收益、额外的服务）。我们预计存款向储蓄型保险的迁移仍将继续。

图 13：居民定期存款净增额



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：居民定期存款滚动 12 个月净增额同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

2. **资管新规让寿险公司成为低风险资金再配置的重要受益者。**在资管新规之前，银行资金有比较多的通道流向资本市场和实体经济，并且通过资金池的滚动发行来实现现金流的稳定。资管新规之后，包括资管、私募、银行理财、信托等牌照全面打破刚兑，取消资金池，产品净值化，通道业务规模总体被大幅压缩。公募基金在资管新规之后规模有很大突破，但如果股市没有持续赚钱效应后，资金流入也较为波动。相反，寿险牌照正在凸显优势，体现为：（1）继续保本保底吸引中高客户储蓄资金；（2）期缴模式和保单长期合同属性锁定长期现金流；（3）投资端成为地方债等中长期债券、高息价值股等长期稳定经营股票、基础设施等另类资产的主要投资者。

基于上述两点判断，我们认为储蓄型保险的需求将是可持续的，“炒停售”带来的只是短期扰动。短期看，预定利率下调预期带来的“炒停售”对销售节奏造成了比较大的

扰动，部分保险公司有望在上半年基本完成年度目标。“炒停售”本质上是客户需求的提前释放，市场大概率会在产品切换后的几个月内趋于回落。未来几个月，我们判断在经历短期的低迷后储蓄型需求将继续释放。具体原因有以下三点：

1. **储蓄型保险的需求不会被一次性满足。**此次储蓄型产品的“炒停售”和此前 2021 年重疾险的停售存在本质区别。重疾险的空间在于看中产人口数的覆盖率，而储蓄险的空间在于看对居民财富规模的覆盖率。重疾险需求是“一次性”的，客户在满足基本的保障后再次购买新单的意愿并不强烈。但是储蓄险本质上是客户资产配置的一部分，其规模也会随着客户财富的积累而增加。
2. **预定利率下调后，保险的比较优势并没有明显趋弱。**储蓄型保险的竞品是银行存款、大额存单等刚兑金融产品。此次利率下调并不仅仅是保险预定利率的下调，6 月 8 日六大行也下调了定期存款利率，其中三年期定期利率下调 15bps 至 2.45%，五年期定期存款利率下调 15bps 至 2.5%。尤其是在利率走低成为居民的普遍预期之后，保险凭借更加长期的收益率锁定预计将吸引到更多的长期资金。
3. **分红险和万能险有望成为新的增长动能。**如果未来各项资产回报率继续下行，预计会有越来越多的客户接受预定利率 3.0%或更低的产品。分红险和万能险的吸引力会有所提升，目前头部公司的分红险普遍可以做到 2.5%的保底回报和接近 4%的中档演示回报；今年 5 月份市场上万能险账户的平均结算利率为 3.65%，中位数为 3.75%。大力发展分红和万能型产品也能够帮助保险公司降低刚性负债成本，并平滑利润表的波动。

资产端：投资收益率相对平稳，受益于无风险利率下行

中短期看，寿险公司净投资收益率即使下行，也将是一个缓慢的过程，总投资收益率受益于无风险利率下行。头部险企在过去几年明显加大了长久期利率债的配置，收窄资产负债久期缺口，我们预计资产久期在 8-10 年。上市寿险每年新增固收类投资资产占存量固收资产的比重较低，新增资产的回报率下降并不会明显拖累投资收益率。今年以来部分头部险企的新增固收类资产的平均投资回报在 3.5%左右，考虑到税优效果我们判断投资回报可以做到税前 4.3%左右。头部险企也在凭借长期资金优势积极配置高股息资产、收租类地产、基建等资产，来满足长期投资回报率要求。因此，我们预计主要上市寿险公司未来 1-3 年净投资收益率即使下行，速度也将非常缓慢；在利率下行阶段，保险公司各类金融资产均有可能实现一定程度公允价值上涨，也有利于总投资收益率的相对稳定。

表 2：A 股上市险企净投资收益率

	2018	2019	2020	2021	2022
中国人寿	4.6%	4.6%	4.3%	4.4%	4.0%
中国平安	5.2%	5.2%	5.1%	4.6%	4.7%
新华保险	5.0%	4.8%	4.6%	4.3%	4.6%
中国太保	4.9%	4.9%	4.7%	4.5%	4.3%
中国人保	5.5%	5.3%	5.0%	4.8%	5.1%

资料来源：Wind，中信证券研究部

逻辑闭环：打通储蓄存款到资本市场、实体经济的价值链条

中短期看，本轮寿险公司景气向上的根本来源：在 M2 增速大于名义 GDP 增速、存

款利率等资产回报率下降的背景下，寿险公司正在成为打通储蓄存款到资本市场、实体经济价值链的关键环节。在经济回升速度比较慢的情况下，M2 增速总体快于名义 GDP 增速，形成比较多的资金沉淀在银行；同时在实体回报率偏低的情况，银行整体上倾向于选择逐步降低存款利率。这就形成了过多的资金找合理回报资产的动力，储蓄型保险成为居民增配的对象，负债端景气周期延续。资产端看，保险公司存量资产久期较长，增量资金增配长期债券、高息蓝筹股、基础设施等资产，净投资收益率相对稳定，无风险利率下行总体上也有利于总投资收益率稳定。从高客和银保储蓄需求，到形成长期资金，配置高息蓝筹股、长期债券、基础设施等资产，寿险公司正在成为储蓄存款到资本市场、服务实体经济的重要力量，预计也将受益于这一逻辑闭环的持续正反馈。

在分红险等浮动收益产品成为主流之后，这一价值链有望实现客户、实体、公司利益共赢。从客户的角度看，分红险形态为主可以较大比例分享资产端的收益；从实体角度看，源源不断流入资本市场和实体的长期资金，有助于实体补充长期资本、降低流动性压力、注重长期经营效益；从保险公司角度看，既受益于业务量的增长，也受益于投资端长期投资效益的体现。

表 3：人身险公司资金运用情况表（1Q23）

项目	截至当期（1Q23）		
	账面余额（亿元）	规模占比	同比增长
资金运用余额	234,640	100.00%	10.68%
其中：银行存款	22,199	9.46%	-2.26%
债券	100,731	42.93%	18.37%
股票	18,677	7.96%	19.52%
证券投资基金	12,309	5.25%	13.91%
长期股权投资	23,450	9.99%	9.05%
年化财务收益率		3.40%	
年化综合收益率		5.24%	

资料来源：国家金管局，中信证券研究部

■ 寿险投资逻辑：预计有持续的弹性行情

长期担忧有望逐步缓解，中短期景气周期带来弹性行情

从长期看，寿险公司估值已经反映低利率和低价值率两大挑战，化解挑战的出路主要在降低负债成本。目前市场环境比较成熟，监管推动有望带来较大的预定利率下降空间，并促使行业逐步转向分红险为主的产品形态，利差损担忧将逐步得到缓解。我们维持保险行业“强于大市”投资评级。

从中短期看，寿险需求从周期低点起步，在弱复苏环境下储蓄需求带动行业步入向上周期；投资端有望维持平稳、主要金融资产公允价值一定程度上受益于无风险利率下降。从高客和银保储蓄需求，到形成长期资金，配置高息蓝筹股、长期债券、基础设施等资产，寿险公司正在成为储蓄存款到资本市场、服务实体经济的重要力量，也将受益于这一逻辑闭环的持续正反馈。从下半年角度看，我们认为寿险股仍然具有持续的弹性行情，值得市场重视和参与。

预计寿险股有持续的弹性行情，建议均衡配置或关注低 PB 公司

寿险股是市场上稀缺的弹性标的。我们认为寿险行情会反复演绎，上半年市场注重保单销售高频数据的波动只是负债端景气的部分体现，背后的本源是 M2 增速快于名义 GDP 增速、同时各类利率指标总体下行趋势下的保单销售改善。而资管新规的坚定执行，让寿险这种具有多重功能属性的牌照价值得到放大。寿险股作为弹性品种看，将具有独特稀缺性，体现在：（1）储蓄型需求具有长期可持续性，短期兼具波动性，波动性主要来自利率和预定利率变化；（2）寿险公司集中度比较高，中小公司资本压力大，上市标的少，头部公司成为确定性较高的需求释放受益方；（3）上市寿险公司核心资本水平比较充足，内生盈利能力比较强，再融资压力较轻。

寿险股弹性具有盈利安全性。从盈利性角度看，上市寿险公司弹性向下风险比较小。第一，存量资产中创造利息收益的资产久期比较长，短中期内具有稳定的收益贡献。第二，寿险公司具有可持续的续期现金流，可以持续再投资，平滑周期波动。第三，头部公司保单负债成本相对较低，历史上沉淀的重疾险仍然在释放死差收益，同时未来逐步转向分红险后保本点会进一步下降。因此，寿险公司即便遭遇短期业绩向下的弹性，盈利往往都能均值回归。

寿险股弹性具有估值底线。作为资本消耗型业务，主要关注 PB 估值。目前上市保险公司 ROE 普遍在 10%-15% 区间，考虑 3-5 年净资产积累，预计 1x-1.5x PB 都具有估值安全性。因此，从估值下限角度看，由于再融资压力较小，我们认为 1x PB 是参与弹性行情的起点；从估值上限的角度看，在利率和价值率比较低的情况下，尚难支持 1x PEV 估值，对应约 2x 以上 PB。

建议均衡配置保险指数或者关注低 PB 公司。鉴于对弹性行情的理解，以及对弹性行情反复演绎的判断，我们建议均衡配置保险板块（配置保险指数）；个股方面，从安全性角度看，建议选择低 PB 公司，比如中国平安 AH、中国人寿 H、中国太保 AH、中国人保 AH 等。择时方面，建议继续关注今年后续财报窗口、高频数据同比、预定利率调整等事件性影响。此外，友邦保险具有价值率优势，量价均处于良好状态，但市场估值比较充分，超额回报主要来自市场波动带来的左侧机会。

表 4：A 股保险公司 PEV 估值

A 股 PEV	评级	股价	EVPS (元)					PEV (x)				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安	买入	46.6	76.34	77.89	83.47	89.49	96.00	0.61	0.60	0.56	0.52	0.49
中国人寿	持有	35.5	42.56	43.54	47.77	52.33	57.26	0.83	0.81	0.74	0.68	0.62
中国太保	增持	26.6	51.80	54.01	58.36	63.01	68.06	0.51	0.49	0.46	0.42	0.39
新华保险	增持	36.2	82.96	81.92	87.65	94.00	100.85	0.44	0.44	0.41	0.39	0.36

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2023/6/21 收盘价，股价单位为元。

表 5：A 股保险公司 PB 估值

A 股 PB	评级	股价	BVPS (元)					PB (x)				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安	买入	46.6	44.44	46.97	52.49	58.65	65.05	1.05	0.99	0.89	0.80	0.72
中国人寿	持有	35.5	16.93	15.43	16.75	17.92	19.17	2.09	2.30	2.12	1.98	1.85
中国太保	增持	26.6	23.57	23.75	25.86	27.99	30.22	1.13	1.12	1.03	0.95	0.88
新华保险	增持	36.2	34.77	32.98	36.14	39.29	42.68	1.04	1.10	1.00	0.92	0.85

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2023/6/21 收盘价，股价单位为元。

表 6: H 股保险公司 PEV 估值

H 股 PEV	评级	股价	EVPS (元)					PEV (x)				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安	买入	50.0	76.34	77.89	83.47	89.49	96.00	0.60	0.59	0.55	0.51	0.48
中国人寿	增持	13.2	42.56	43.54	47.77	52.33	57.26	0.28	0.28	0.25	0.23	0.21
中国太保	增持	19.6	51.80	54.01	58.36	63.01	68.06	0.35	0.33	0.31	0.29	0.26
新华保险	买入	20.5	82.96	81.92	87.65	94.00	100.85	0.23	0.23	0.21	0.20	0.19
中国太平	增持	8.1	60.54	55.11	59.50	64.02	68.99	0.13	0.15	0.14	0.13	0.12
友邦保险	买入	80.3	6.03	5.87	6.18	6.55	7.14	1.70	1.75	1.66	1.56	1.44

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 2023/6/21 收盘价, 股价单位为港元; 中国太平 EVPS 为港元, 友邦保险 EVPS 为美元, 其余为人民币; 港元/人民币汇率为 0.92, 美元/港元汇率为 7.83

表 7: H 股保险公司 PB 估值

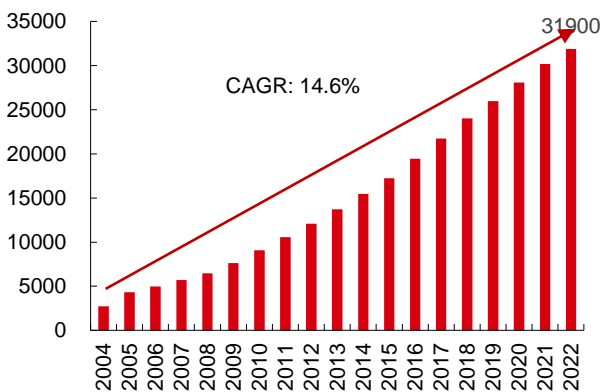
H 股 PB	评级	股价	BVPS (元)					PB (x)				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安	买入	50.0	44.44	46.97	52.49	58.65	65.05	1.03	0.98	0.87	0.78	0.71
中国人寿	增持	13.2	16.93	15.43	16.75	17.92	19.17	0.72	0.78	0.72	0.68	0.63
中国太保	增持	19.6	23.57	23.75	25.86	27.99	30.22	0.76	0.76	0.69	0.64	0.59
新华保险	买入	20.5	34.77	32.98	36.14	39.29	42.68	0.54	0.57	0.52	0.48	0.44
中国太平	增持	8.1	24.50	21.01	22.52	23.91	25.43	0.33	0.39	0.36	0.34	0.32
友邦保险	买入	80.3	5.00	3.25	4.02	4.76	5.49	2.05	3.16	2.55	2.15	1.87

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 2023/6/21 收盘价, 股价单位为港元; 中国太平 EVPS 为港元, 友邦保险 EVPS 为美元, 其余为人民币; 港元/人民币汇率为 0.92, 美元/港元汇率为 7.83

■ 财产险: 把握头部公司的阿尔法机会

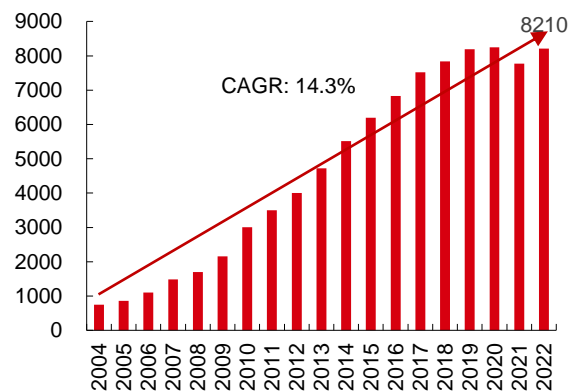
围绕实体经济风险管理需求, 财险降本增效是监管和行业共识, 我们预计车险和非车险均处于右侧窗口期。财险行业需求十分刚性, 我们预计车险有望继续保持个位数增长, 非车险在政府助力下有望保持两位数增长; 盈利能力变化主要来自监管周期和供给侧行为的变化。

图 15: 中国汽车保有量 (万辆)



资料来源: 公安部, 中信证券研究部

图 16: 中国车险保费收入 (亿元)



资料来源: 银保监会, 中信证券研究部

表 8: 全球巨灾损失及保险赔付

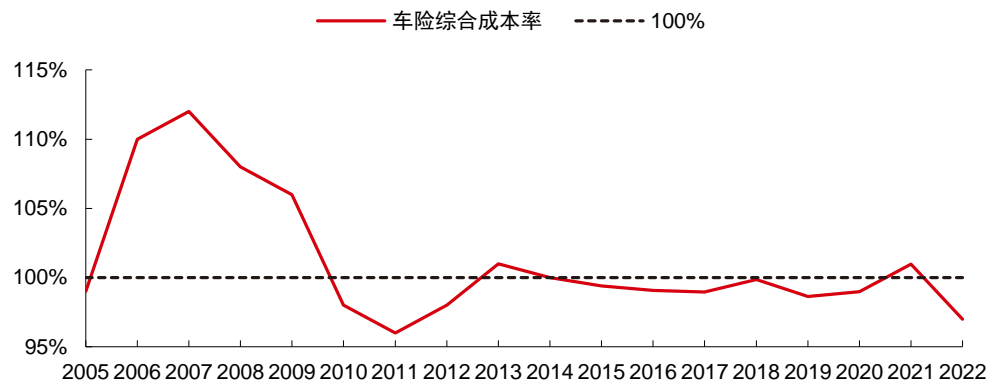
国家	事件	年份	单位	经济损失	保险赔付	保险赔付占比
澳大利亚	堪培拉冰雹	2020	百万美元	1,543	1,279	83%
日本	台风海贝思	2019	百万美元	13,000	8,000	62%
美国	飓风厄玛	2017	百万美元	67,000	30,000	45%
德国	雹灾	2013	百万美元	4,823	3,838	80%

国家	事件	年份	单位	经济损失	保险赔付	保险赔付占比
中国	长江洪水	2020	百万美元	27,418	2,145	8%
中国	河南水灾	2021	人民币亿元	1,200	124	10%

资料来源：瑞士再保险、银保监会，中信证券研究部

从监管周期看，车险严监管已经初见效益，我们预计继续保持严监管不会改变。头部公司有望在稳定的监管环境下持续推动精细化管理、降本增效、提升客户价值；非车险市场仍然存在一些粗放经营行为，在偿二代二期工程等资本约束下，叠加监管更加注重防风险要求，我们预计非车险正迎来效益改善的阶段。

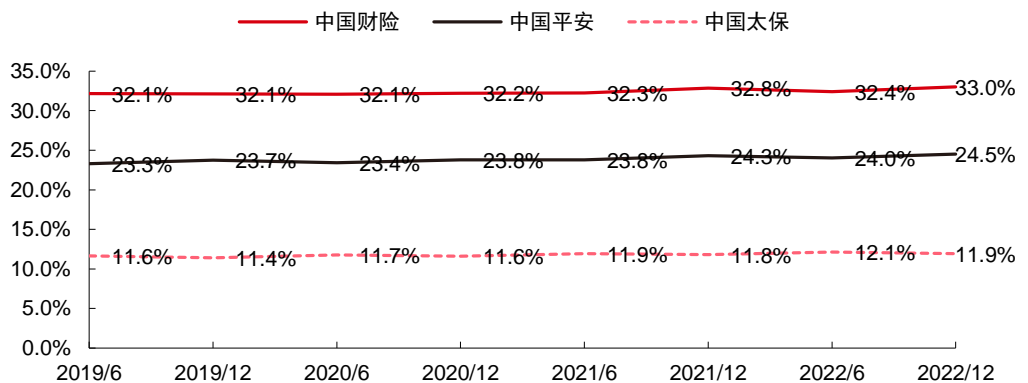
图 17：中国车险行业综合成本率



资料来源：银保监会，中信证券研究部

从供给侧角度看，财险市场高度集中，降本增效已经形成共识。财险市场高度集中，竞争格局十分稳定，老三家（中国财险、中国平安、中国太保）保费份额超过三分之二，利润份额超过 80%。一旦降本增效形成共识，将彻底改变供给侧环境。在监管助力下，我们预计目前老三家和前十主要经营主体将纷纷从规模和份额导向转向效益导向。尤其是非车险方面，我们预计实现承保盈利将成为市场共同追求，人保等老三家非车险凭借规模优势则有更大的效益提升空间。

图 18：车险市场份额 (Top3)



资料来源：各公司财报、银保监会，中信证券研究部

表 9：车险综合成本率比较

车险综合成本率	2018	2019	2020	2021	2022	2021-2022 平均
中国财险	98.4%	96.7%	96.5%	97.3%	95.6%	96.5%
中国平安	97.4%	97.2%	98.2%	98.9%	95.8%	97.4%
中国太保	98.3%	97.9%	97.9%	98.7%	96.9%	97.8%
行业	99.9%	98.6%	99.0%	101.0%	97.0%	99.0%
人保 vs 平安太保均值	0.6%	-0.9%	-1.6%	-1.5%	-0.8%	-1.1%
人保 vs 行业	-1.5%	-1.9%	-2.5%	-3.7%	-1.4%	-2.5%

资料来源：各公司财报、银保监会，中信证券研究部 注：最后两行为人保（中国财险）综合成本率与后项之差

■ 风险因素

利率超预期下行：长期利率下行影响保险公司的长期收益率中枢，带来利差损压力。

股市大幅下跌：在切换至新金融工具准则 19 后，股市下跌对净利润的影响可能进一步加大。

寿险保单销售不及预期：储蓄型保单可能会受到其他财富管理工具的销售影响，表现出一定的“跷跷板”效应；保障型保单的销售如果长期低迷则会影响价值率的回暖。

巨灾超预期：如果发生超预期的巨灾，将会给财险公司的承保利润率带来重大负面影响。

财险保费增长低于预期：车险保费增速在一定程度上受新车销量影响，非车险保费增速则受监管环境、市场竞争、社会经济活动等多方面影响。保费增长低于预期也会导致净利润低于预期。

■ 重点公司推荐

中国平安

我们预计平安已经跨过最困难时期，正在开启新的增长周期。一方面，增长源自行业周期和市场条件改变，体现为行业经历三年困难时期代理人队伍已经显著出清，基数足够低；同时我们预计中高端客户需求将开启行业长周期增长。另一方面，增长源自外部宏观环境改变，尤其是来自政策调整后地产逐步企稳、刚需和生活服务业修复、代理人线下社交和场景回归正常。从财务视角看，公司资产负债表和利润表正在修复，我们预计未来 3 年公司营运 ROE 中枢为 15%-17% 左右，2023 年净利润有望实现显著修复。

平安寿险改革最重要的是渠道改革，存量做精，增量做优，向上的拐点渐近。中国平安 2019 年年底开启的寿险改革最重要的方面是渠道改革，而产品和服务方面的创新总体上仍然是微创新。具体看，公司在渠道上采取存量做精，增量做优，是正确的战略选择；拐点渐近，仍需长期坚持。传统代理人队伍很难实质大幅吸引外部优秀人才，改革重点是淘汰、做精。目前已经做精，疫情三年考验留存下来的代理人具有顽强的生存能力，受益于老客户加保和老客户资产配置需求，人均收入和产能显著提高。新银保队伍对社会精英、社区网格化队伍对大学毕业生都有极强的吸引力，2022 年分别为 1600 人、8000 人，已经处于快速发展的起点上。

平安版联合健康的本质是面向高客提供增值服务，核心竞争力仍然看高素质的保险代理人，未来平安有望成为平台方。医疗养老服务是中国保险行业未来十年最重要的发展机遇之一，商业模式闭环总体上是建立在中高端客户，尤其是高端客户需求基础上。和转向以医疗险+健康管理双轮驱动联合健康不同，中国独特国情下的养老医疗服务难以产生实质盈利贡献。高端客户的保险等金融需求具有足够长的赛道和盈利空间，医疗养老服务本质上是为高客提供增值服务。面对高客，保险公司第一竞争力仍然是高素质的保险代理人。从增值服务的角度来看，在养老医疗资源十分稀缺的情况下，自建养老社区等服务资源是必要选项；而未来随着第三方服务供给增加，并购或者合作都是可行选项。长期看，如果能够集合足够多的高端客户和足够丰富的品质服务资源，那么中国平安作为高端客户支付方有可能成为养老医疗垂直领域的平台公司。

风险因素：股市大幅下跌；长期利率下行；信用风险暴露；中国内地保险市场复苏低于预期；公司寿险业务改革进展低于预期。

盈利预测与投资评级：平安已经跨过最困难时期，正在开启新的增长周期，维持“买入”评级。我们认为，平安寿险改革最重要的是渠道改革，传统渠道做精，新渠道增优，拐点渐进孕育中。平安版联合健康模式本质是抓高客需求，最重要竞争要素仍是优质代理人，医疗养老是增值服务，长期看平安有望成为平台方。目前公司资产负债表和利润表正在修复，我们预计公司 2023 年净利润同比大幅增长，未来三年营运 ROE 在 15%-17% 左右。参考公司过去三年估值区间中位数，我们给予公司 2023 年 1.15x PB，对应未来一年 A 股目标价 60 元，维持“买入”评级；对应未来一年 H 股目标价 69 港元，维持“买入”评级。

表 10：中国平安（601318.SH/02318.HK）盈利预测及估值（财务数据为百万元，每股数据为元）

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	101,618	83,774	145,760	158,994	164,971
归母净利润增长率 YoY	-29.0%	-17.6%	74.0%	9.1%	3.8%
归母营运利润	147,961	148,365	153,680	158,994	164,971
归母营运利润增长率 YoY	6.1%	0.3%	3.6%	3.5%	3.8%
归母净资产	812,405	858,675	959,595	1,072,165	1,189,051
归母净资产增长率 YoY	6.5%	5.7%	11.8%	11.7%	10.9%
内含价值	1,395,509	1,423,763	1,525,758	1,635,883	1,754,863
内含价值增长率 YoY	5.1%	2.0%	7.2%	7.2%	7.3%
A 股估值					
NBM	-14.33	-19.82	-22.25	-24.65	-27.04
P/EV	0.61	0.60	0.56	0.52	0.49
P/B	1.05	0.99	0.89	0.80	0.72
P/E	8.39	10.18	5.85	5.36	5.17
DPS/P	5.1%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%
H 股估值					
NBM	-14.69	-20.30	-22.71	-25.09	-27.46
P/EV	0.60	0.59	0.55	0.51	0.48
P/B	1.03	0.98	0.87	0.78	0.71
P/E	8.25	10.01	5.75	5.27	5.08
DPS/P	5.2%	5.3%	5.5%	5.7%	5.9%
每股数据					

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
NBVPS	2.07	1.58	1.66	1.74	1.83
EVPS	76.34	77.89	83.47	89.49	96.00
BPS	44.44	46.97	52.49	58.65	65.05
EPS	5.56	4.58	7.97	8.70	9.02
DPS	2.38	2.42	2.51	2.59	2.69

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2023 年 6 月 21 日收盘价

中国财险

中国财险 (02328.HK) 受益监管周期和管理改善, 承保利润率正迎来拐点, 有望带动公司估值重估。从全球上市财险公司比较看, 市场总体上给高承保利润率公司更高估值, 背后隐含的假设是具有持续超额承保利润率的公司更具有创造阿尔法的能力, 资本市场也更愿意给予更高的估值倍数。从中国财险角度看, 公司承保利润 2015-2021 年较为波动, 但车险综合改革之后正在成为利润增长的主要来源, 2022 年占到税前利润的三分之一左右, 我们预计未来仍将是公司盈利增长的重要推动力。我们认为从 DCF 估值逻辑角度看, 除了承保利润率这个关键要素, 公司积极降本增效提升 ROE 水平、发挥央企特色提升盈利能力的可持续性方面同样是影响估值的关键因素, 这个角度看公司的央企特色和价值投资的估值逻辑是完全一致的。

估值方法: 短期看, 建议 PB 和 PE 结合; 长期看, 建议采用股息贴现模型进行绝对估值。短期看, 公司作为资本消耗型业务, 适合采用 PB 估值, 缺点是我们预计未来三年公司 ROE 将持续快于保费增速, 并且存量资本有较大比例闲置; 同时, 公司业务具有较强的消费属性, 也适合采用 PE 估值, 缺点是公司仍然受到投资端波动的影响, 尤其是季度数据仍然可能存在较大波动性。长期看, 我们预计公司内生盈利能力持续高于保费增速, 不需要显著增加资本投入, 发行附属资本和提高派息比例存在较大空间; 同时, 在较低的财务杠杆、拉长看的平均投资收益率、占比逐步提高的承保利润等因素共同作用下, 预计公司盈利增长和股息金额将更加稳定增加, 中长期有望趋向 5%-10%的保费增速。因此, 长期看我们建议公司采用股息贴现模型。

风险因素: 巨灾风险超预期; 股市大幅下跌; 市场竞争高于预期。

盈利预测和投资评级: 短期从相对估值角度考虑, 我们认为 PB 仍然是市场主要的估值参考, 我们预计公司 2023 年有望实现 2.6%左右的承保利润率, 带动 ROE 达到 15%左右, 因此给予公司 2023 年 1x PB 估值, 对应未来一年目标价 12 港元, 目标价对应 2023 年 7x PE 和 6%的预期股息率, 维持“买入”评级。长期从绝对估值角度考虑, 采用 DDM 模型, 对应 2023 年合理 PB 水平为 1.14x~1.75x, 具有较大的空间。我们假设 2026 年-2030 年股息年复合增速为 8%, 然后进入永续增长阶段。在永续增长率为 2%-3%、折现率为 8%-10%的情况下, 我们预计公司的 2023E PB 估值区间为 1.14x~1.75x, 较当前位置仍有较大空间。

表 11: 中国财险 (02328.HK) 盈利预测及估值

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总保费收入	449,533	487,533	529,172	573,559	622,253
总保费收入 YoY	3.8%	8.5%	8.5%	8.4%	8.5%
归母净利润	22,360	26,708	33,463	38,441	42,662

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润增长率 YoY	7.1%	19.4%	25.3%	14.9%	11.0%
归母净资产	202,887	209,856	235,185	262,901	293,025
归母净资产增长率 YoY	8.2%	3.4%	12.1%	11.8%	11.5%
H 股估值					
P/B	0.96	0.93	0.83	0.74	0.66
P/E	8.69	7.27	5.81	5.05	4.55
DPS/P	4.7%	5.5%	6.9%	7.9%	8.8%
每股数据					
BPS	9.12	9.44	10.57	11.82	13.17
EPS	1.01	1.20	1.50	1.73	1.92
DPS	0.41	0.48	0.60	0.69	0.77

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 财务数据为百万元, 每股数据为元, 股价为 2023 年 6 月 21 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法》（2001）第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。