

非银金融

不畏浮云遮望眼——保险行业 2023 年中期策略报告

投资建议:

强于大势(维持评级)

上次建议:

强于大势

短期调整不改长期向好，当前位置静待基本面超预期的催化

2023年以来保险股先后在经济复苏推动资产端的利率向上随后回落、供需两端同步改善推动负债端的新单销售超预期随后预期转弱的催化下，整体走势呈现“M”型，5月市场情绪回落使得保险股的股价出现回调，当前时点我们认为随着后续资产端环境迎来改善、负债端持续超预期的业绩得以验证，保险股估值有望再次得到修复，当前位置静待基本面超预期的催化。

复盘：资产和负债两端先后对保险股股价构成催化

2023年以来保险股两个阶段的股价上涨分别受益于资产端和负债端带来的催化。一月国内经济修复预期强烈，PMI等高频数据验证了我国经济步入复苏阶段，保险股也受益于此取得较好收益；四月初至五月初，在多重因素推动下负债端的销售数据持续高增，叠加一季报的超预期业绩对股价构成了有力支撑，进而推动保险股大幅上涨。但随着经济数据边际回落以及市场对行业Q3负债端过于悲观使得保险股的股价在两次上涨后均出现回调。

展望：行业发展呈现七大新特点，长周期下的复苏态势明朗

经过近年来的外部冲击和内部调整后，当前保险行业已经迈入了新的发展周期，寿险及财险业务的增长动能均已迎来切换。寿险的渠道结构趋于多元，产品结构中储蓄型险种的重要性提升，在供需同步改善下寿险的复苏趋势愈发明朗；财险的精细化管理能力有望成为承保盈利的关键。同时，在行业严监管以及新会计准则实施后，头部险企的竞争优势有望得到进一步巩固，我们预计行业格局将重新向头部集中。

投资建议

短期视角下，负债端基本面超预期和资产端环境好转的逻辑不变，前期估值回落给投资者提供了较好的布局机会；中长期视角下，经历近年来的外部冲击和内部调整后，保险板块已经进入了新一轮的发展周期，后续在资产负债两端持续共振下，保险公司的估值有望进一步修复。个股方面重点推荐基本面将超预期的中国平安，以及基本面向好、业绩稳健且是央企龙头的中国人寿、中国人保。

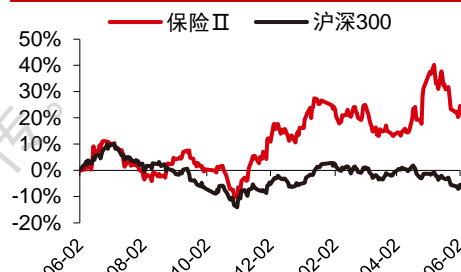
风险提示：经济复苏不及预期，资本市场大幅波动，监管趋严。

重点推荐标的

简称	EVPS			PEV			CAGR-3	评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
中国平安	85.44	93.99	105.26	0.57	0.52	0.46	10.6%	买入
中国太保	58.50	63.18	69.50	0.50	0.46	0.42	8.8%	买入
新华保险	90.27	101.11	114.25	0.41	0.37	0.33	11.7%	买入
中国人寿	47.63	51.91	57.62	0.79	0.72	0.65	9.8%	买入

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取2023年6月6日收盘价；EVPS单位：元

相对大盘走势



分析师：曾广荣

执业证书编号：S0590522100003

邮箱：zenggr@glsc.com.cn

分析师：刘雨辰

执业证书编号：S0590522100001

邮箱：liuyuch@glsc.com.cn

联系人：朱丽芳

邮箱：zhulf@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《市场预期回落，非银迎来较好配置机会非银金融》2023.05.28
- 2、《养老服务市场前景广阔，保险公司大有可为非银金融》2023.05.24
- 3、《寿险复苏态势明朗--上市险企4月保费点评非银金融》2023.05.22

正文目录

1	复盘：M型走势，资产负债两端先后构成催化.....	4
1.1	股价复盘：年初至今保险指数跑赢大盘，个股走势趋同.....	4
1.2	驱动因素：资产端经济复苏预期及负债端销售是主因.....	4
1.3	一季报回顾：寿险NBV转正、财险COR低位维持、利润高增.....	6
2	2023年中期投资策略：行业发展呈现七大新特征.....	8
2.1	寿险长周期下的复苏趋势已现端倪.....	8
2.2	个险渠道已由“人头驱动”转向“绩优驱动”.....	9
2.3	银保渠道重要性提升且前景可期.....	10
2.4	寿险产品正式步入储蓄险大时代.....	12
2.5	财险进入精细化管理红利释放期.....	13
2.6	行业格局后续将重新向头部集中.....	14
2.7	新保险合同准则和新金融工具准则将重塑险企财务结果.....	16
3	投资建议：低位布局，蓄势待发.....	18
3.1	Q3展望：预定利率调整后，储蓄险产品依旧具备吸引力.....	18
3.2	蓄势待发：休养生息之后更好的备战2024开门“红”.....	18
3.3	个股建议：中国平安、中国人寿、中国人保.....	19
4	风险提示.....	19

图表目录

图 1：2023 年初至今保险指数整体跑赢沪深 300 指数.....	4
图 2：2023 年初至今保险板块个股表现情况.....	4
图 3：2023 年 1-3 月我国 PMI 数据显著修复.....	5
图 4：2023 年以来 10 年期国债收益率先升后降（%）.....	5
图 5：人保寿险的单月长险首年期交保费增速持续提升.....	5
图 6：2023Q1 各寿险公司的 NBV 增速均同比回正.....	6
图 7：2023Q1 各财险公司 COR 低位维持（新准则口径）.....	6
图 8：2023Q1 各公司的归母净利润表现（百万元）.....	7
图 9：2023 年以来寿险累计保费增速同比改善.....	8
图 10：各公司的 NBV 增速均已呈现“底部反转”趋势.....	8
图 11：代理人数量已出清至 2010 年左右的水平（万人）.....	9
图 12：各公司的代理人数量降幅持续收窄.....	9
图 13：2023Q1 中国平安的 NBV 增速与代理人数量增速出现剪刀差.....	10
图 14：2022 年中国平安代理人的人均产能和收入均同比提升.....	10
图 15：2022 年中国太保核心人力的人均产能和收入均同比提升.....	10
图 16：2022 年各公司银保渠道的新单保费表现（百万）.....	10
图 17：2022 年中国太保银保渠道的 NBV 占比显著提升.....	11
图 18：2022 年新华保险银保渠道的贡献显著提升.....	11
图 19：我国居民存款持续增长.....	12
图 20：我国消费者信心尚未完全修复.....	12

图 21: 中国平安 NBV 中的长期保障型业务占比持续下滑	13
图 22: 新华保险长险首年保费中的传统险占比有所下滑	13
图 23: 严监管下财险行业的车均保费趋于稳定	13
图 24: 2023Q1 各财险公司的 COR 维持较低水平	13
图 25: 行业格局预计将向头部集中	15
图 26: 风险综合评级为 C、D 的险企占比持续提升	15
图 27: 2022 年中国人保财险在新准则下保险服务收入占旧准则下保费收入比重约为 88%	16
图 28: 中国人保寿险在新准则下保险服务收入占旧准则下保费收入比重约为 33%	16
图 29: 2022.12.31 各公司的净资产情况 (百万元)	17
图 30: 2022Q1 各公司的归母净利润情况 (百万元)	17
表 1: 权益市场和会计准则切换对净利润增速的影响拆分 (百万元)	7
表 2: 资管新规的核心内容及主要影响	11
表 3: 2022 年各银行的中收业务收入增速变化 (亿元)	11
表 4: 增额终身寿险及主要竞品的对比情况	12
表 5: 2021 年以来关于规范行业发展的主要政策及发文	14
表 6: 重点推荐指标估值表	19

1 复盘：M型走势，资产负债两端先后构成催化

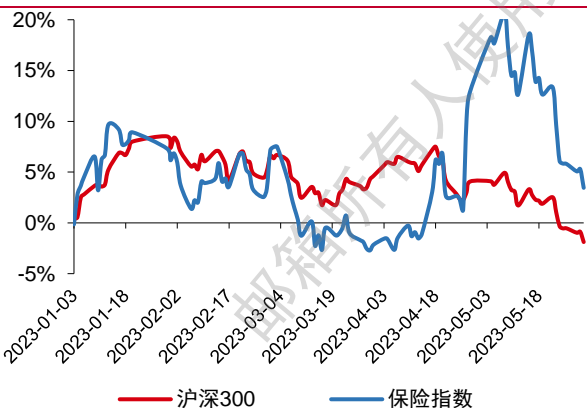
2023 年初至今，在经济复苏推动资产端的利率向上、供需两端同步改善推动负债端的新单销售超预期的催化下，保险股整体走势呈现“M”型，且取得超额收益。

1.1 股价复盘：年初至今保险指数跑赢大盘，个股走势趋同

2023 年以来，A 股整体呈现震荡走势、股价波动较大，截至 5 月 31 日，沪深 300 小幅下跌 1.9%，而保险指数上涨 3.5%，跑赢沪深 300 指数。整体来看，年初至今沪深 300 指数和保险指数均呈现“M”型走势，但保险股凭借行业自身的 alpha 属性，取得好于沪深 300 指数的超额收益。

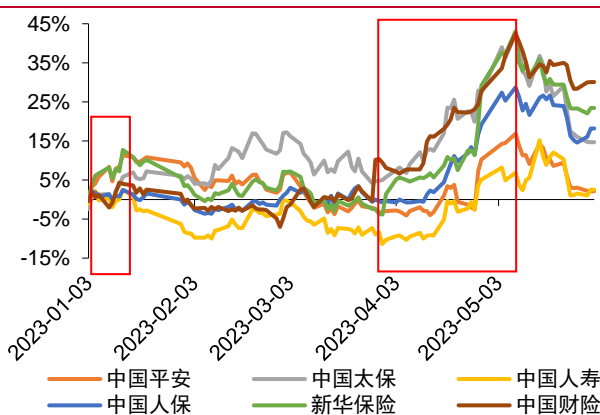
分个股来看，2023 年至今（截至 5 月 31 日）5 家 A 股上市保险公司均获得正收益，新华保险、中国人保、中国太保、中国人寿、中国平安分别上涨 22.3%、17.2%、13.6%、0.6%、0.0%，均跑赢沪深 300 指数。不同个股的股价涨跌趋势基本一致，但基数以及基本面差异是股价波动幅度不一致的核心原因，其中新华保险由于 2022 年基数和估值均更低使得 2023 年弹性更大而取得更好的股价表现，中国人保凭借优异的基本面和超预期的业绩表现而持续跑赢指数，中国太保凭借好于同业的负债端表现而一路领涨，中国人寿和中国平安的股价表现并未完全反映基本面的变化。

图 1：2023 年初至今保险指数整体跑赢沪深 300 指数



资料来源：wind、国联证券研究所

图 2：2023 年初至今保险板块个股表现情况



资料来源：wind、国联证券研究所

综上，通过对 2023 年至今保险股的股价复盘，我们总结为“资产负债两端先后对板块股价构成催化”，保险板块的两阶段上涨分别受益于资产端的推动和负债端的催化，而个股涨跌幅度的差异主要体现在资产端的弹性大小以及负债端的改善程度不同。

1.2 驱动因素：资产端经济复苏预期及负债端销售是主因

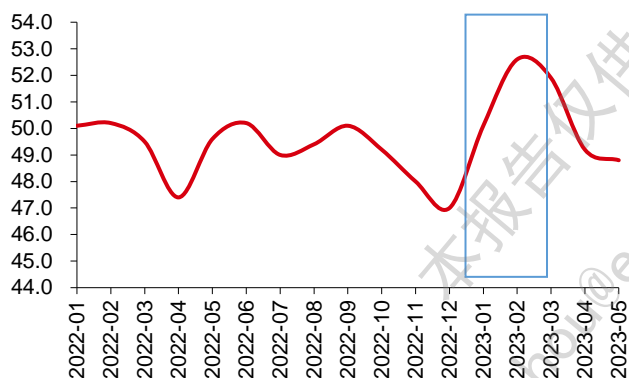
2023 年以来保险股主要经历了两个阶段的股价上涨：第一阶段为一月，第二阶段为四月初至五月初。

一月，资产端的经济修复预期推动保险股取得较好收益。2022 年底以来受地产政策和利率驱动下保险股取得超额收益表现，2023 年初经济复苏的预期依旧强烈，

出行、消费等高频数据也显示国内经济步入复苏阶段；1月国内 PMI 指数录得 50.1%，重回荣枯线上，进一步印证了经济复苏的逻辑。在国内经济复苏下，10 年期国债收益率也呈现上升趋势，有效促进了保险股的股价上涨和估值修复。

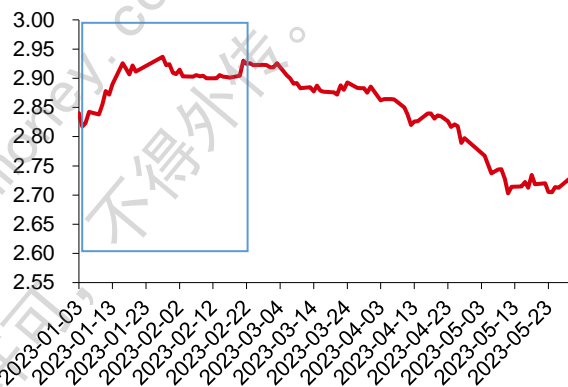
随后 2 月在市场风格切换、3 月在外部风险事件（瑞信银行暴雷及硅谷银行破产等）以及内部经济修复预期转弱等因素的影响下，保险股的股价整体出现震荡回调。

图 3：2023 年 1-3 月我国 PMI 数据显著修复



资料来源：wind、国联证券研究所

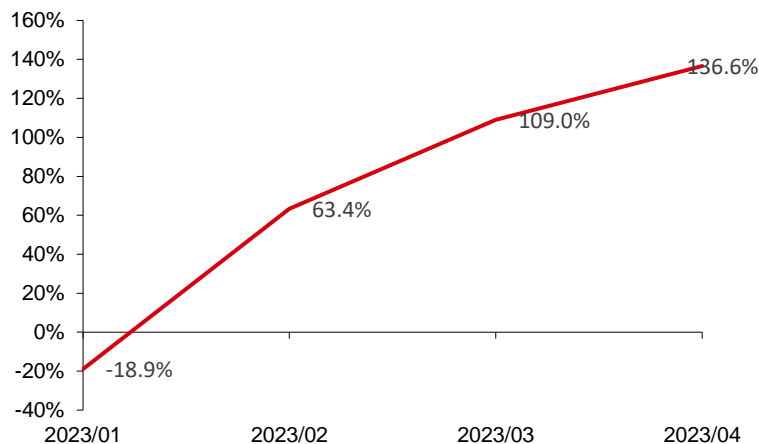
图 4：2023 年以来 10 年期国债收益率先升后降（%）



资料来源：wind、国联证券研究所

四月初至五月初，负债端的销售数据持续高增且超市场预期推动保险股大幅上涨。从中国人保披露的月度寿险新单保费来看，2023 年 2 月至 4 月，人保寿险单月的长期险首年期交保费同比增速分别为+63.4%、+109.0%、+136.6%，新单销售数据持续向好且增速超出市场此前预期，主要是由于客户的资产配置需求旺盛但竞品收益率波动、以及政策刺激（监管要求寿险公司调整新开发产品的预定利率）等因素的作用下，使得增额终身寿险等储蓄险的产品吸引力凸显所致。同时一季报的超预期业绩以及可持续的负债端复苏对股价构成了有力支撑。

图 5：人保寿险的单月长险首年期交保费增速持续提升



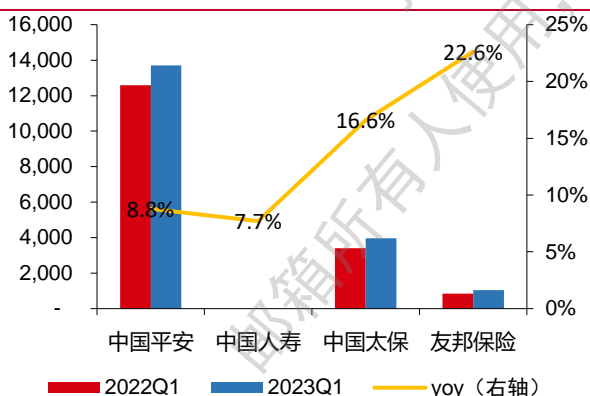
资料来源：公司公告、国联证券研究所

1.3 一季报回顾：寿险 NBV 转正、财险 COR 低位维持、利润高增

2023Q1 寿险及财险的负债端均取得超预期的亮眼表现，叠加权益市场回暖以及新旧会计准则切换，各上市险企的利润同比高增且整体超市场预期。

从负债端来看，2023 年一季度各寿险公司的 NBV 增速均超预期回正，财险公司保持了较好的承保盈利水平。对于寿险公司而言，2023Q1 各保险公司的 NBV 增速分别为：友邦保险（+22.6%）、中国太保（+16.6%）、中国平安（+8.8%）、中国人寿（+7.7%），其中友邦保险、中国平安和中国人寿主要得益于新单销售增长所致，中国太保主要得益于公司积极推动长缴储蓄险的销售进而带动新业务价值率回升所致。整体来看 2023Q1 寿险板块的 NBV 表现超预期，寿险负债端迎来了“明显拐点”。对于财险公司而言，2023Q1 中国财险、太保财险、平安财险的 COR（新准则下）分别为 95.7%、98.4%、98.7%，同比分别-0.9pt、-1.2pt、+2.0pt，其中中国财险表现最优，主要是由于公司车险和非车险业务的承保利润均同比改善所致；太保财险改善幅度最大，主要是由于公司持续优化业务品质所致；而平安财险同比恶化，主要是由于保证险的赔款支出同比大幅上升所致。整体来看 2023Q1 财险公司 COR 维持低位、保持了较好的承保盈利水平，精细化管理及经营能力的提升是后疫情时代下财险公司维持承保盈利的关键。

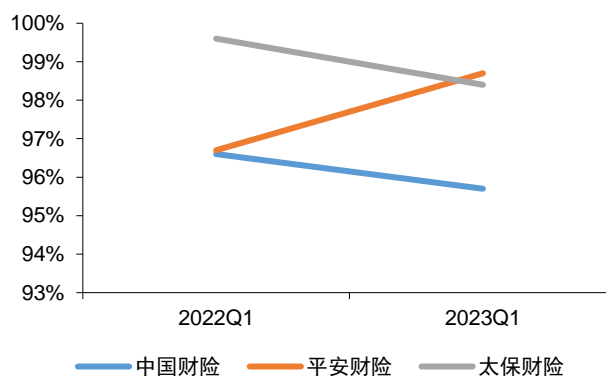
图 6：2023Q1 各寿险公司的 NBV 增速均同比回正



资料来源：公司公告、国联证券研究所

备注：友邦保险的单位为百万美元，其余为百万人民币。

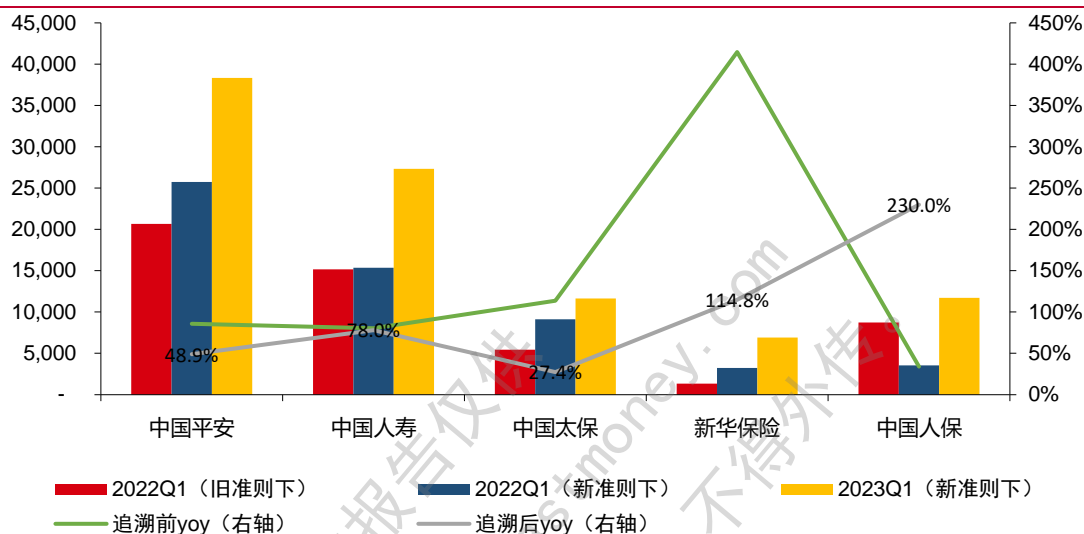
图 7：2023Q1 各财险公司 COR 低位维持（新准则口径）



资料来源：公司公告、国联证券研究所

2023 年一季度权益市场回暖带动保险公司的总投资收益率同比改善，叠加新会计准则的切换对上市险企的净利润影响整体偏正面，2023Q1 新准则下各公司的归母净利润增速分别为：中国人保（+230.0%）、新华保险（+114.8%）、中国人寿（+78.0%）、中国平安（+48.9%）、中国太保（+27.4%），同比均大幅增长。

图 8：2023Q1 各公司的归母净利润表现（百万元）



资料来源：公司公告、国联证券研究所

备注：（1）追溯前 yoy=2023Q1（新准则下）/2022Q1（旧准则下）-1，追溯后 yoy=2023Q1（新准则下）/2022Q1（新准则下）-1。

（2）2022Q1（新准则下）的口径为新保险合同会计准则以及旧金融资产准则（除中国平安为新金融资产准则），2023Q1（新准则下）的口径为新保险合同会计准则及新金融资产准则。

权益市场和新旧会计准则切换是推动上市险企利润高增的主要原因，以中国人寿为例，在旧准则下，2023Q1 公司实现归母净利润为 178.85 亿元，同比增长 18.0%；在新准则下，2023Q1 公司实现归母净利润为 273.48 亿元，同比增长 78.0%。从权益市场和新旧会计准则切换对上市险企利润增速的影响程度来看，准则切换、权益市场对中国人寿净利润增速的贡献程度分别为 77.6%、22.4%，其余公司受上述两个因素的影响程度预计有所差异，主要取决于各保险公司的投资能力、新准则下计入 FVTPL 和 FVOCI 的投资资产比重以及传统险及分红险的比重。

表 1：权益市场和会计准则切换对净利润增速的影响拆分（百万元）

	2022Q1 (旧准则)	2022Q1 (新准则)	2023Q1 (旧准则)	2023Q1 (新准则)	权益市场及准则 切换的合并影响 (2023Q1 新 -2022Q1 旧)	准则切换 的影响 (2023Q1 新 -2023Q1 旧)	权益市场的影响 (2023Q1 旧 -2022Q1 旧)
中国人寿	15,152	15,365	17,885	27,348	12,196	9,463	2,733
影响程度拆分					100.0%	77.6%	22.4%

资料来源：公司公告、国联证券研究所

备注：以上影响程度的拆分暂时忽略负债端的影响。

综上，2023 年年初至今资产端的同比修复以及负债端的超预期表现是支撑保险股取得阶段性超额收益的核心因素，但我们仍需认识到在市场预期较为悲观下，一旦资产端和负债端出现不利因素的干扰，保险股的股价也会随之出现回调。但我们认为当前保险公司负债端仍处于向上的修复通道中，市场对本轮修复的持续性和幅度仍存在预期差；以及保险公司持续注重压降资产端的风险，整体风险敞口不断缩小且可控，市场担忧明显过度。后续在支持经济发展的政策推出、以及销售数据持续超预期的验证下，有望对保险股股价再次形成有利催化。

2 2023 年中期投资策略：行业发展呈现七大新特征

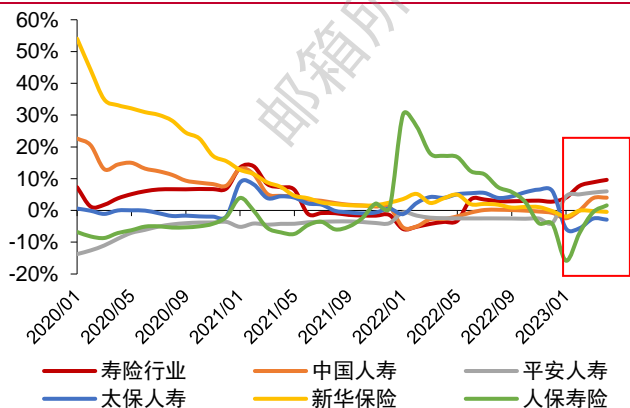
当前保险行业迈入了新的发展周期，寿险及财险业务的增长动能已迎来切换。其中对于寿险负债端而言，渠道结构由单一的个险渠道转向多渠道并重，且个险渠道由原先的靠人海战术拉动业绩增长转向靠人均产能提升支撑业绩增长；产品结构中储蓄型险种已替代保障型险种成为主要的 NBV 贡献来源，且在内外环境同步改善下寿险的复苏趋势逐渐明朗。对于财险负债端而言，公司自身的精细化管理能力有望成为承保盈利的关键。同时，在行业严监管的大背景下，头部险企凭借更规范的流程管理和更强的经营管理能力，有望进一步巩固竞争优势，长期来看行业格局预计将向头部优化。

2.1 寿险长周期下的复苏趋势已现端倪

2019 年以来在个险渠道改革、外部疫情冲击、经济下行等多重不利因素的冲击下，寿险行业的发展持续承压。但 2023 年以来寿险行业的新单销售和新业务价值表现都呈现显著“拐点”，一改过去行业的低迷表现。

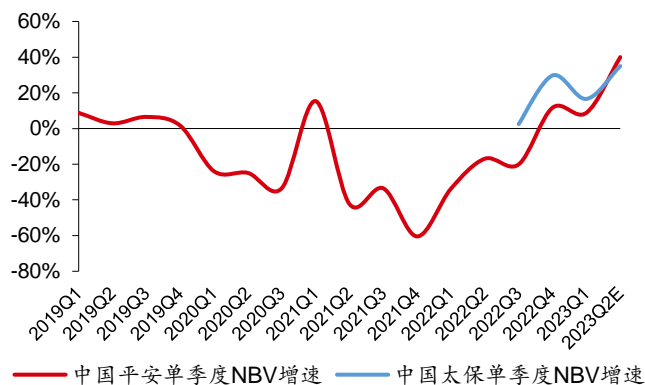
从寿险行业和上市险企披露的月度保费数据来看，2023 年 1-4 月寿险行业的累计保费增速分别为+4.0%、+7.7%、+8.9%、+9.6%，增速显著改善且呈现逐月提升趋势，其余各寿险公司的保费增速趋势和行业基本趋同。从 NBV 角度来看，中国太保的单季度 NBV 增速已于 2022Q3 实现由负转正，中国平安的单季度 NBV 增速也于 2022Q4 实现转正，各上市险企的 NBV 也均在 2023Q1 实现同比正增长，寿险行业的负债端呈现出明显的复苏态势。

图 9：2023 年以来寿险累计保费增速同比改善



资料来源：wind、公司公告、国联证券研究所

图 10：各公司的 NBV 增速均已呈现“底部反转”趋势



资料来源：公司公告、国联证券研究所

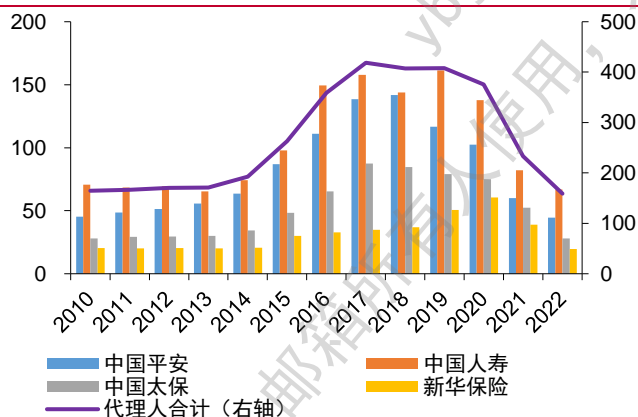
整体来看，2023Q1 在供需同步改善下，各保险公司的 NBV 表现取得超预期增长，寿险行业负债端在经历过 3 年的调整后迎来了“明显拐点”。在客户资产配置需求旺盛、政策刺激（监管要求寿险公司调整新开发产品的预定利率）、竞品收益率未见明显改善等多重推动下，预计 2023Q2 各公司的储蓄险销售持续快速增长，进而带动新单保费和 NBV 同比高增，支撑寿险行业长周期下负债端的复苏。

2.2 个险渠道已由“人头驱动”转向“绩优驱动”

在我国人口红利以及政策推动的大背景下，保险行业的代理人数量自 2014 年以来实现快速增长，且庞大的代理人队伍通过“地推”方式对保险产品进行推广和销售，带动了 NBV 同步实现快速增长，因此过往年份中保险公司的 NBV 增速与代理人增速高度相关。但随着人口红利消退、监管趋严以及外部疫情等因素共同对保险销售产生冲击时，代理人的人海战术已经不再奏效，这也导致 2019 年以来各公司的 NBV 显著回落。

经过三年多的渠道改革，当前各保险公司和行业的代理人数量已经出清至 2010 年左右的规模，截至 2022 年末，中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险的合计代理人数量为 159 万人，低于 2010 年的 164 万人；从代理人数的降幅来看，2022 年下半年以来，各公司的代理人数量降幅显著收窄。同时 2023 年以来各公司均提出要加大对新人的招募力度，且外部经营环境改善以及客户需求高增也将推动代理人收入增长、有助于代理人的招募和留存，当前节点我们基本可以判断代理人队伍的出清动作已经基本到位，后续代理人规模或仍有下降空间但幅度会收窄，同时“以新人力换旧人头”将带来产能的“以价补量”，人头的下滑也并不会对整体业绩造成冲击。

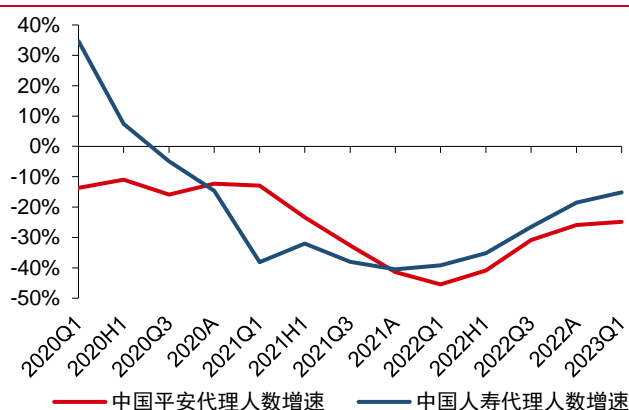
图 11：代理人数量已出清至 2010 年左右的水平（万人）



资料来源：公司公告、国联证券研究所

备注：代理人合计选取中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险四家合计值。

图 12：各公司的代理人数量降幅持续收窄

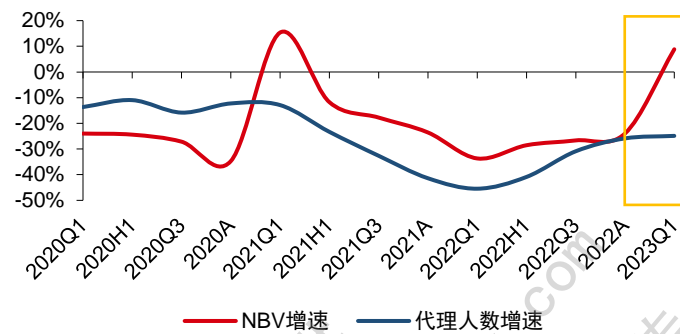


资料来源：公司公告、国联证券研究所

从上市险企的 NBV 和代理人数的相关性来看，以中国平安为例，2023Q1 中国平安的 NBV 同比增长 8.8%，而代理人数量同比下滑 24.9%，NBV 的增长已不再是靠代理人数量拉动，而是靠代理人的人均产能提升来带动。当前各公司的代理人人均产能同比均显著提升，2023Q1 中国平安代理人的人均 NBV 同比增长 37%、中国人寿个险板块的月人均首年期交保费同比提升 28.8%、中国太保核心人力的月人均 FYC 及月人均税前收入均同比大幅提升，因此在人均产能提升的拉动下有效地对冲了代理人数量下滑对 NBV 的不利影响。

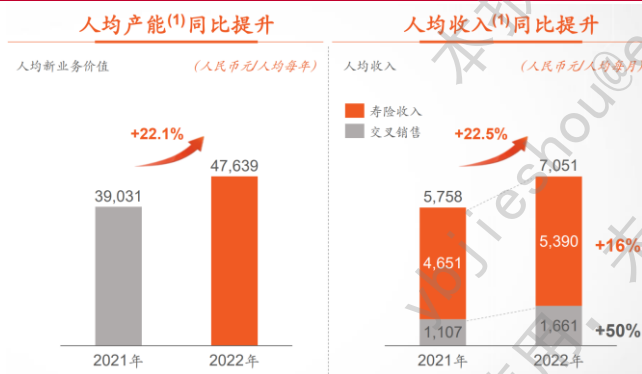
展望后续，在线下社会活动恢复、客户需求旺盛下，整体新单销售将继续向好，代理人的人均收入和人均产能也将再上台阶，有助于代理人的留存和新人的招募。整体来看，代理人渠道已进入“量稳质升”的阶段，但人均产能的提升已然代替规模人力的增长，成为后续 NBV 增长的关键。

图 13: 2023Q1 中国平安的 NBV 增速与代理人人数增速出现剪刀差



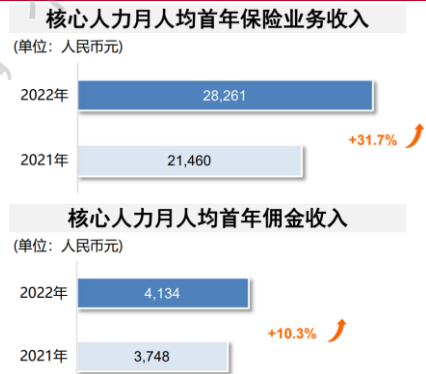
资料来源: 公司公告、国联证券研究所

图 14: 2022 年中国平安代理人的人均产能和收入均同比提升



资料来源: 公司公告、国联证券研究所

图 15: 2022 年中国太保核心人力的人均产能和收入均同比提升

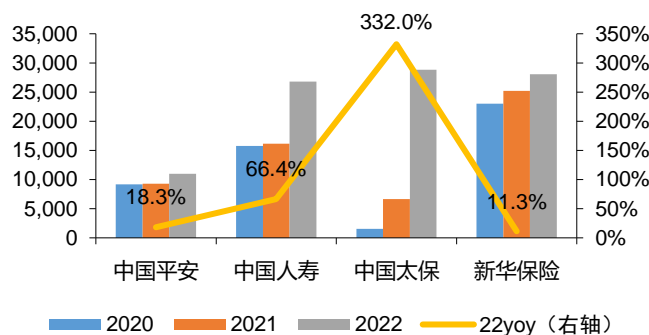


资料来源: 公司公告、国联证券研究所

2.3 银保渠道重要性提升且前景可期

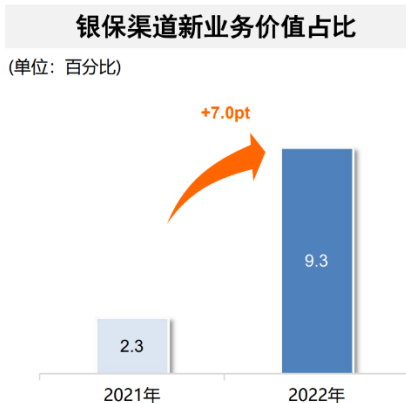
近年来, 我们可以发现银保渠道在上市险企的保费和 NBV 中的占比持续提升。从各公司的银保渠道新单保费来看, 2022 年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的银保渠道新单保费增速分别为+18.3%、+66.4%、+332.0%、+11.3%, 银保渠道贡献的新单规模显著提升。从 NBV 贡献来看, 2022 年中国太保银保渠道的 NBV 占比同比提升 7.0Pct 至 9.3%, 新华保险银保渠道的 NBV 同比提升 6.0Pct, 银保渠道逐渐成为保险公司重要的新单和价值贡献来源。

图 16: 2022 年各公司银保渠道的新单保费表现 (百万)



资料来源: 公司公告、国联证券研究所

图 17: 2022 年中国太保银保渠道的 NBV 占比显著提升



资料来源: 公司公告、国联证券研究所

图 18: 2022 年新华保险银保渠道的贡献显著提升



资料来源: 公司公告、国联证券研究所

对于银保渠道“逆势”发展的原因，客观上看是由于权益市场大幅波动以及资管新规过渡期结束等因素导致基金、银行理财等产品的收益率下滑，进而使得银行的基金代销、理财代销等业务的销售难度增加、代销收入减少。主观上看是由于银行的客户基础广、销售场景多元，在疫情期间具备显著的销售优势，且其他竞品吸引力减弱、客户储蓄需求旺盛、保险产品佣金率较高等因素也使得银行销售保险产品的意愿大幅提升所致，以招商银行、平安银行为例，2022 年代销保险收入呈现增长趋势且上升幅度较大，而代销基金收入出现显著下滑、代销理财产品收入增速不及保险。

表 2: 资管新规的核心内容及主要影响

核心变化	核心内容	对银行中收的影响
打破刚性兑付	金融机构应向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念，打破刚性兑付。	银行中收业务中的理财代销、基金代销等吸引力下降。
净值化转型	1、金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。 2、金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量。	理财产品净值波动将成为常态，客户接受难度提升使得理财规模拓展难度提升以及银行理财产品销售难度提升。
规范资金池业务	金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。	保险资金运用不受资金池规范约束，而银行、券商等资管产品已明确不可使用资金池业务。
降低期限错配	金融机构应当强化资产管理产品的久期管理，封闭式资产管理产品最短期限不得低于 90 天。	开放式银行理财将无缘非标。
减少多层嵌套、通道业务	金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。	商业银行理财产品不得投资本行或者他行发行的理财产品，理财产品所投资的资管产品不得再“嵌套投资”其他资管产品。

资料来源: 原银保监会、国联证券研究所

表 3: 2022 年各银行的中收业务收入增速变化 (亿元)

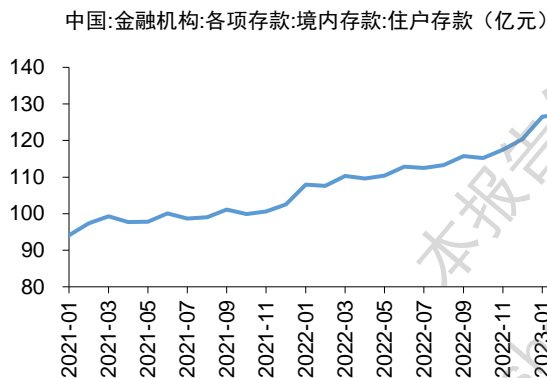
银行	代销保险收入		代销基金收入		代销理财收入		中收收入合计	
	规模	YOY	规模	YOY	规模	YOY	规模	YOY
招商银行	124.26	+51.3%	65.99	-46.4%	66.45	+5.6%	309.03	-14.3%
平安银行	19.84	+30.9%	26.71	-33.8%	-	-	-	-

资料来源: 公司公告、国联证券研究所

2.4 寿险产品正式步入储蓄险大时代

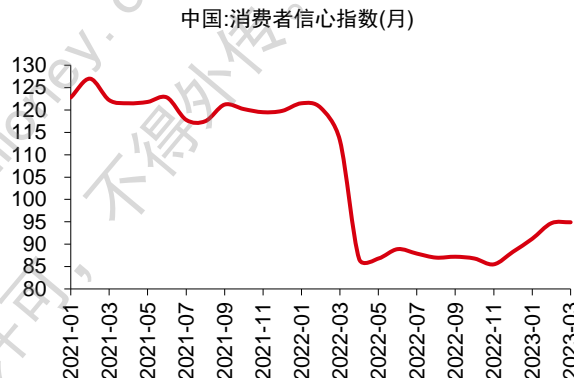
过去三年在外部疫情冲击、地缘政治风险等不确定性，以及股债收益率大幅波动、银行理财破净等因素的冲击下，我国居民的风险偏好显著降低。2023 年 4 月我国居民存款达 129 万亿元，同比增长 18%；其中活期存款为 37 万亿元，同比+9%，定期及其他存款为 92 万亿元，同比+22%，居民的防御性资产配置持续增长。

图 19：我国居民存款持续增长



资料来源：wind、国联证券研究所

图 20：我国消费者信心尚未完全修复



资料来源：wind、国联证券研究所

备注：100 为临界值，低于 100 表示信心不足。

在利率长期下行背景下，和银行定期存款、银行理财、股基以及房地产等主要竞品相比，增额终身寿险等储蓄型险种凭借其具备刚兑属性、相对较高收益率水平等优势脱颖而出，自 2023 年开门红以来持续受到客户和代理人追捧，有效补充了寿险行业的保费和价值缺口。同时在人口老龄化背景下，增额终身寿险等保险产品凭借其长期性、安全性、具备财富传承等特性有望分羹广阔的养老市场。

表 4：增额终身寿险及主要竞品的对比情况

产品名称	产品类别	产品收益率	产品特征
平安人寿-盛世金越尊享	增额终身寿险 (预定利率 3.5%)	30 年 IRR=3.1% (30 岁男, 3 年交)	收益确定、灵活性高 (支持 减保取现和保单贷款)
	增额终身寿险 (假设预定利率降至 3.0%)	30 年 IRR≈2.8% (30 岁男, 3 年交)	
宁波银行-5 年期定期存款	定期存款	2.65% (复利, 单利为 2.8%)	安全性高、收益确定
招商银行-理财招赢日日盈 B	银行理财	2.2% (1 年平均收益率)	锁定时间短、收益波动较大
偏股基金-930950. CSI	主动型基金	-4.2% (近 1 年收益率)	专业人士管理、买卖灵活、 收益不确定
沪深 300 指数	股票	-3.3% (近 1 年收益率)	买卖灵活、收益波动较大
商品房	不动产	70 个大中城市新建商品住宅 价格指数连续 13 个月下滑	增值属性减弱

资料来源：wind、公司官网、国联证券研究所

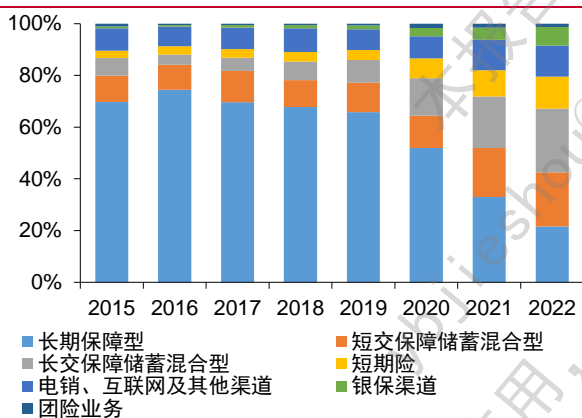
备注：以上收益率的计算选取的数据均截止到 2023 年 5 月 31 日。

回顾过去保险公司 NBV 的下滑，除了代理人渠道持续出清以外，更本质的拖累因素是以重疾险为代表的保障型险种的销售出现跨塌式下滑，从而导致了公司整体

NBV 的持续下滑，过去一个周期中保障型业务的发展基本上决定了公司整体 NBV 的表现。但目前来看，保障型险种在新单保费和 NBV 中的占比已经降至历史低位，当前储蓄型险种已经取代保障型险种成为寿险行业保费和价值的主要贡献来源，中长期来看储蓄型险种将成为保险公司新的主力产品。

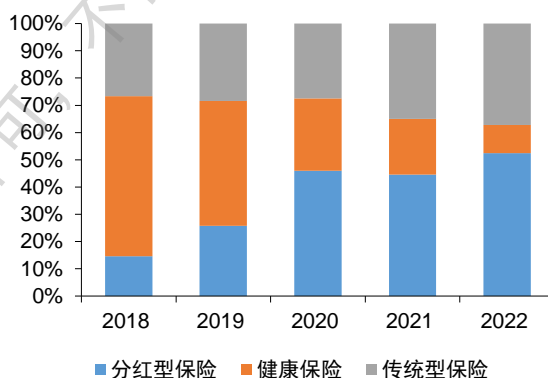
同时保险的负债属性决定了保险公司的投资理念偏长期和价值，在长期利率下行的背景下，保险产品在居民的财富管理中可以起到“压舱石”作用，能帮助其实现财富的保值增值。当前热销的增额终身寿险等储蓄型险种能够满足家庭提供财富增值和传承等综合性财富管理需求，保险行业的产品属性也由“消费品属性”转向“理财属性”，保险产品已经进入储蓄大时代。

图 21：中国平安 NBV 中的长期保障型业务占比持续下滑



资料来源：公司公告、国联证券研究所

图 22：新华保险长险首年保费中的传统险占比有所下滑



资料来源：公司公告、国联证券研究所

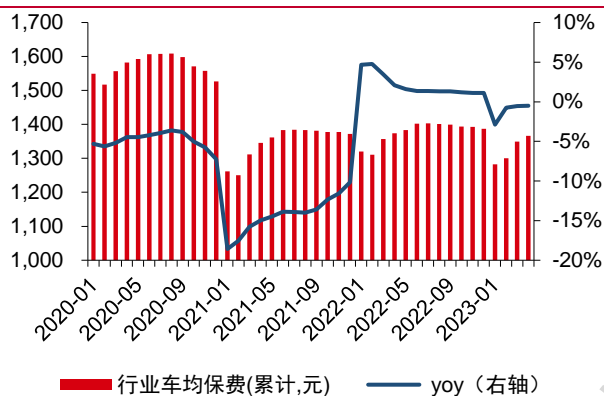
2.5 财险进入精细化管理红利释放期

2023 年一季度，在整体汽车出行恢复的背景下，各财险公司的车险赔付率及整体综合成本率未见明显抬升，2023Q1 中国财险、太保财险、平安财险的综合成本率（新准则下）分别为 95.7%、98.4%、98.7%，同比分别-0.9pt、-1.2pt、+2.0pt，除了平安财险因保证险的赔款支出同比大幅上升导致 COR 同比恶化外，中国财险和太保财险的 COR 均同比改善，且整体来看财险行业保持了较好的承保盈利水平。当前财险公司的 COR 维持低位的主要推动因素已不再是外部因素，更多的是得益于各公司加强了风险管控以及精细化管理水平，进而使得整体赔付率在社会活动恢复正常后未有显著增长，而龙头险企凭借更强的经营能力、实现了好于行业的盈利水平。

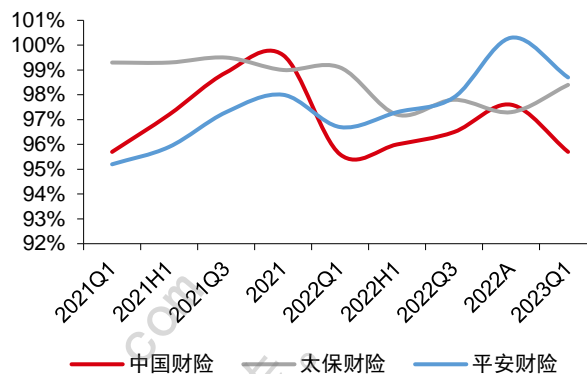
同时，根据原银保监会发布的《关于进一步扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》，2023 年 6 月 1 日起，全国范围内商业车险自主定价系数浮动范围将正式从[0.65-1.35]扩大为[0.5-1.5]，标志着车险“二次综改”全面启动，本次商业车险自主定价系数的调整将推动车险定价更加精细化，整体财险行业也将进入精细化管理时代，头部公司的竞争力预计将更加凸显。

图 23：严监管下财险行业的车均保费趋于稳定

图 24：2023Q1 各财险公司的 COR 维持较低水平



资料来源：wind、国联证券研究所



资料来源：公司公告、国联证券研究所

2.6 行业格局后续将重新向头部集中

近年来监管多次发文要求规范行业及公司发展，对于信息披露、销售行为管理等过程中存在的激进、不合规行为进行持续严厉打压，当前保险行业处于改革深化阶段，相关监管政策发文接连颁布也表明了监管改革到底的决心，从中长期发展视角来看，监管在积极加速推动保险行业转型、助力保险行业实现高质量发展。

表 5：2021 年以来关于规范行业发展的主要政策及发文

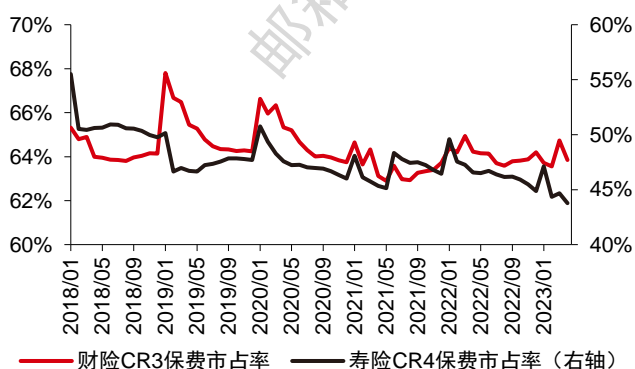
发文时间	发文名称	发文内容
2020.11.05	《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（2020 年修订版）》	新重疾定义进一步扩展了重疾险的保障范围、对赔付条件的设定更为合理、引用的标准更加客观权威、对于疾病的描述更加规范统一。
2021.01.11	《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》	《通知》以问题为导向，明确要求规范短期健康险产品续保、加大短期健康险的信息披露力度、规范销售行为和核保理赔等，向行业明确传达了短期健康保险业务规范经营的信号。
2021.01.19	《关于印发人身保险产品“负面清单”（2021 版）的通知》	《通知》要求各保险公司认真对照新版“负面清单”，对在售保险产品进行梳理自查，对存在的问题及时进行整改。同时监管对通报次数多、问题屡查屡犯的公司，采取包括监管约谈、监管问责并公开披露处理结果等一系列监管措施。
2021.04.07	《关于深入开展人身保险市场乱象治理专项工作的通知》	围绕销售行为、人员管理、数据真实性、内部控制等方面，对人身保险市场存在的典型问题和重点风险进行专项治理。
2021.09.01	《关于规范人身险销售人员自保件和互保件管理的通知》	要求各公司不得允许自保件参与任何形式的业绩考核，严格管控自保件核保流程，对自保件的业务比例进行必要的风险监测。
2021.10.12	《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》	加强互联网渠道经营行为监管，重点解决互联网人身保险产品定价不科学、宣传销售不适当、管理服务不到位等问题，将抑制互联网保险的粗放发展。
2021.12.30	《关于实施保险公司偿付能力监管规则（II）有关事项的通知》	偿二代二期规则完善了利率风险的计量方法，优化了对冲利率风险的资产范围和评估曲线，引导保险公司加强资产负债匹配管理，扩展了保险公司偿付能力信息披露的内容，增加了对重大事项、管理层分析与讨论等披露要求等。
2022.02.15	《人身保险产品“负面清单”（2022 版）》	对产品条款表述、产品责任设计、产品费率厘定及精算假设中、产品报送管理等提出了更细的要求。
2022.04.15	《人身保险销售行为管理办法（征求意见稿）》	1) 对销售人员与产品进行分级及匹配管理；2) 对佣金比例进行了限制：要求佣金占总保费的比例不能超过产品定价的附加费用率；3) 严格管控自保件：不得允许自保件和互保件参与任何形式的业绩考核和业务竞赛。

2022.07.19	《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》	1) 对产品及销售人员实施分级和匹配管理；2) 防范虚假宣传、严谨炒作停售及价格变动；3) 禁止强制搭售和默认勾选，严禁不当代理退保。
2022.07.19	《保险销售行为可回溯管理办法（征求意见稿）》	对面对面销售等模式做出可回溯监管规定，预示后续“双录”试点地区将不断扩大。
2022.10.31	《保险销售从业人员销售能力资质分级体系建设规划》	1) 明确以行业自律的形式实施代理人销售产品授权与销售能力等级相匹配的销售分级管理；2) 明确实施对象为入职上岗后的代理人；3) 根据保险产品的复杂程度，将代理人的销售能力资质由低到高划分为四个等级。
2022.11.11	《人身保险产品信息披露管理办法》	《办法》对信息披露内容、信息披露对象进行了明确，同时要求保险公司完善内部产品信息披露管理机制，明确了保险机构相关管理人员在产品信息披露管理、材料制定、使用等方面的责任。
2022.11.18	《关于近期人身保险产品问题的通报》	要求各公司立即开展增额终身寿险产品专项风险排查工作，发现问题应立即停售。
2022.12.30	《关于进一步扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》	将商业车险自主定价系数浮动范围扩大为[0.5-1.5]，要求执行时间原则上不得晚于 2023 年 6 月 1 日。
2023.03.21	寿险公司总精算师座谈会	了解普通险预定利率分布、分红险预定利率和分红水平、万能险最低保证利率和结算利率情况、历史投资收益水平、负债与资产期限匹配、降低责任准备金评估利率对行业和公司的影响等。

资料来源：国务院、原银保监会、保险行业协会、财联社、国联证券研究所整理

从保险行业竞争格局来看，头部保险公司在产品定价及销售、信息披露等方面普遍更加规范、完善，因此在严监管背景下受到的冲击较小。从保险公司的风险综合评级结果来看，2023 年一季度末 185 家保险公司中有 16 家风险综合评级为 C 类、11 家为 D 类，偿付能力充足率不达标比重达 14.6%，而 2022 年一季度末偿付能力充足率不达标比重为 12.8%，因此可以看出行业整体的偿付能力充足率降幅明显收窄，中小险企的经营压力不断加大。

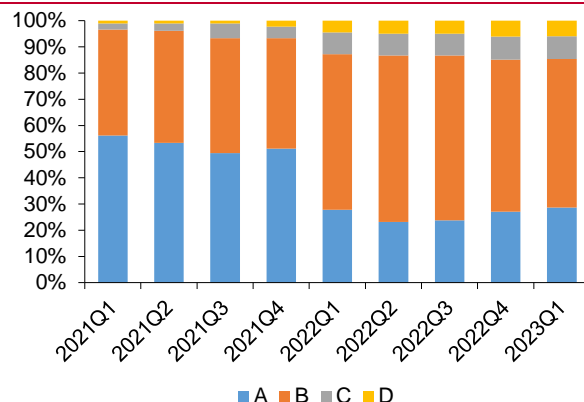
图 25：行业格局预计将向头部集中



资料来源：国家金融监管总局、公司公告、国联证券研究所

备注：财险 CR3 为人保财险、平安财险和太保财险；寿险 CR4 为中国人寿、平安人寿、太保人寿、新华保险。

图 26：风险综合评级为 C、D 的险企占比持续提升



资料来源：国家金融监管总局、国联证券研究所

备注：A 类、B 类指偿付能力充足率达标，C 类、D 类为偿付能力不达标。

此前经历过行业粗放发展之后，中小险企凭借相对更激进的产品和渠道策略实现了对头部公司市占率的侵蚀，但近年来中小险企被监管、被接管、破产等事件频发，如幸福人寿、浙商财险、安心财险等公司因偿付能力不足而被监管采取限制增设分支机构、限制开展新业务等监管措施，如新华人寿、中华联合、安邦集团、天安财险等公司因经营不善而被原银保监会接管，如信达财险、民安财险、易安财险等公司因资

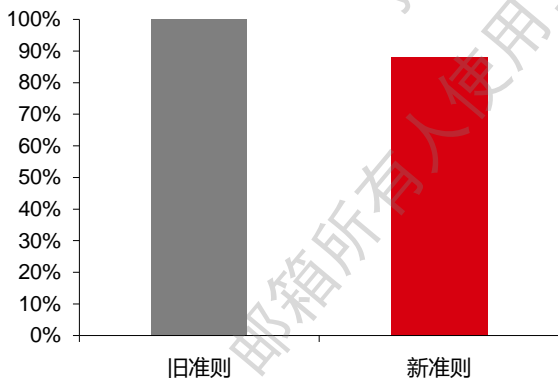
不抵债而被破产或改制重组。因此整体而言，在长期利率中枢下行和监管趋严的大背景下，中小险企的生存难度持续提升，而头部险企凭借更强的经营管理能力和更规范的经营管理举措将更为受益，长期来看保险行业的格局预计将向头部优化。

2.7 新保险合同准则和新金融工具准则将重塑险企财务结果

2023 年起，我国境内保险公司迎来新旧会计准则切换，新保险合同准则（IFRS17）和新金融工具准则（IFRS9）实施后对我国上市保险公司的收入、净资产和净利润等财务指标的规模和变动幅度会带来一定的影响。从 2023 年一季报披露的结果上来看，新保险合同准则（中国版 IFRS17）对财务结果的影响既有积极的、也有不利的。

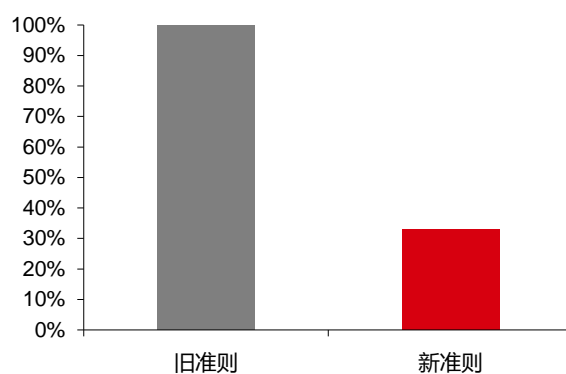
从收入来看，在新保险合同准则（中国版 IFRS17）下，保险服务收入的确认原则发生变化，因此新准则下的保险服务收入规模小于旧准则下的保费收入。2022 年中国人保财险在新准则下的保险服务收入为旧准则下保费收入的 88%，而中国人保寿险在新准则下的保险服务收入仅为旧准则下保费收入的 33%，因此人身险业务的收入规模在新准则下的下降幅度更大。

图 27：2022 年中国人保财险在新准则下保险服务收入占旧准则下保费收入比重约为 88%



来源：公司公告、国联证券研究所

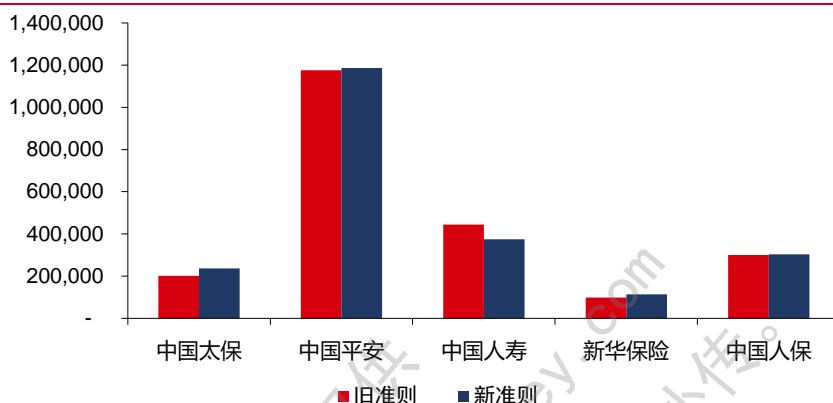
图 28：2022 年中国人保寿险在新准则下保险服务收入占旧准则下保费收入比重约为 33%



来源：公司公告、国联证券研究所

从净资产来看，在新保险合同准则（中国版 IFRS17）下，由于折现率、计量模型及方法等发生变化，导致负债的账面价值发生变化；而新金融工具准则（IFRS9）下债权投资资产和股权投资资产的计量方式发生变化，会使得资产的账面价值发生变化，进而导致净资产的波动加大，因此新准则对保险公司加强资产负债联动提出了更高的要求。截至 2022 年末，各保险公司在旧准则下的净资产变动方向有所分化，其中中国太保、中国平安、新华保险、中国人保的净资产较旧准则下有所上升，而中国人寿的净资产较旧准则下有所下降，存在差异的原因主要是由于各公司传统险及分红险的结构和比重不同所致。

图 29：2022.12.31 各公司的净资产情况（百万元）

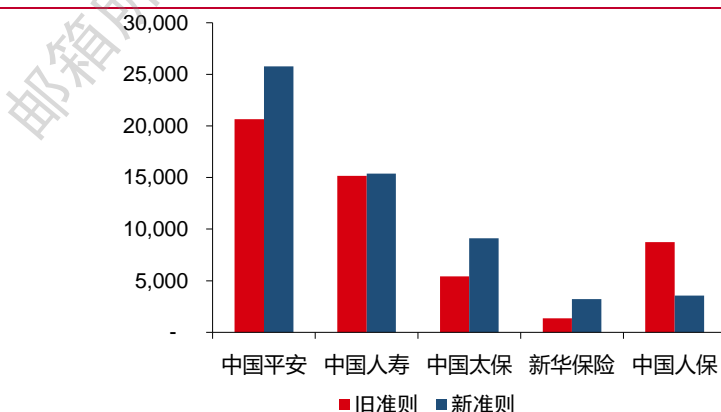


资料来源：公司公告、国联证券研究所

备注：新准则下的口径为新保险合同准则+旧金融工具准则（除平安为新金融工具准则），旧准则下的口径为旧保险合同准则+旧金融工具准则。

从净利润来看，新保险合同准则（中国版 IFRS17）下，保险服务收入和保险服务费用、总投资收益和承保财务损益的内涵和计算方式均发生了变化，净利润的波动性也有所加大。而新金融工具准则（IFRS9）下，更多的股权投资资产和债权投资资产可能将被分类至 FVTPL，会导致利润的波动性增加，因此在新保险合同准则（中国版 IFRS17）给保险公司提供了 OCI 选择权，保险公司通过加强新保险合同准则（中国版 IFRS17）和新金融工具准则（IFRS9）的联动能有效减缓利润的波动性。2022Q1 各公司在新准则下的净利润的变动方向有所分化，其中中国人保的净利润较旧准则下有所下滑，其余公司的净利润较旧准则下均有所增长，存在差异的原因预计主要是由于各公司计入 FVTPL 和 FVOCI 的投资资产比重不同，以及传统险及分红险的结构和比重不同所致。

图 30：2022Q1 各公司的归母净利润情况（百万元）



资料来源：公司公告、国联证券研究所

备注：新准则下的口径为新保险合同准则+旧金融工具准则（除平安为新金融工具准则），旧准则下的口径为旧保险合同准则+旧金融工具准则。

整体而言，实施新准则后我国保险行业的会计计量方法将与国际保险行业、以及其他行业保持一致，能够更真实地反映保险公司的经营成果，有助于提升不同国家和地区之间、保险行业与其他行业之间的财务信息的可比性，达到保险公司利润列示更清晰的目的。但我们仍需认识到新保险合同准则的实施不会改变保险公司的经营实质，我们认为保险行业真实的景气度、行业竞争格局、公司长期战略、价值创造能力等仍是投资者在评价保险行业和保险公司时要核心关注的内容。

3 投资建议：低位布局，蓄势待发

2023 年 5 月以来保险指数短期回调幅度超过 5%，跑输沪深 300 指数，我们认为背后主要的原因是由于 5 月市场整体情绪低迷，叠加资产端经济复苏走弱等不利因素扰动使得保险股的股价出现超调、估值重回历史低位。但不论从负债端的销售数据还是资产端的预期角度，我们认为保险股的股价和估值有望迎来修复，当前位置建议低位布局。

3.1 Q3 展望：预定利率调整后，储蓄险产品依旧具备吸引力

4 月 20 日据财联社报道，监管部门召集保险公司开会进行窗口指导，要求寿险公司将新开发产品的定价利率从 3.5% 降到 3.0%，防范利差损风险。此前财联社就有报道称监管召集多家寿险公司调研降低责任准备金评估利率对行业影响。在长期利率中枢下行的背景下，监管此举是为了推动行业长期健康发展，短期来看会刺激新单销售实现高增，从人保寿险披露的 4 月新单保费数据（长险首年期交保费同比高增 136.6%）可知，在政策的刺激下，代理人在积极运作和销售定价利率为 3.5% 的保险产品，叠加客户旺盛的财富管理需求和产品自身吸引力提升，2023Q2 新单保费增速持续走高，带动行业负债端复苏超预期。

由于队伍经营节奏和客户消耗问题，定价利率切换后产品的销售短期出现边际回落无法避免，但未必短期会出现较大的负增，背后的原因在于队伍经营的常态化以及客户需求的持续旺盛；但从中长期的角度来看，储蓄型险种已然成为了保险公司的主力产品，在竞品收益率波动、居民风险偏好低的背景下，定价利率为 3.0% 的保险产品仍具备吸引力。同时储蓄型险种的产品属性更偏“理财属性”，而保障型险种的产品属性是“消费品属性”，因此 2021 年初重疾险快速增长对客户的消耗是持续性的，绝大多数消费者拥有一张重疾险保单后便可满足其保障需求；但此轮预定利率下调对客户的消耗是一次性的，从居民存款持续增长可以看出客户的财富管理需求并未得到完全满足，在客户财富积累之后其需求有望再次恢复。我们认为储蓄型险种的生命周期才刚刚起步，当前即是长周期下寿险行业负债端复苏的起点。

3.2 蓄势待发：休养生息之后更好的备战 2024 开门红"红"

从保险公司的经营节奏来看，每年 10 月起各公司会陆续启动开门红工作、制定开门红业务的发展计划等内容，而开门红期间一般与大部分企业发放年终奖的时间一致，该阶段居民的资产配置需求和购买意愿都达到了较高水平，因此 Q3 开始保险公司会聚焦队伍建设，开展代理人增员、产品集中培训等一系列活动，同时代理人也进入了储客、获客的关键阶段。

从 2023 年的情况来看，在外部经济复苏预期转弱、居民风险偏好未修复下，居民的资产配置需求持续处于高位，叠加竞品收益率波动和政策催化的双重推动下，客户对增额终身寿险等储蓄型险种的需求在短期内迎来了集中释放，因此在预定利率下调后客户的需求将边际回落。但我们认为这给保险公司提供了新产品开发和队伍建设、给代理人提供了储备客户的绝佳窗口期，在经过阶段性的调整和休养生息后，保险公

司和代理人均将积极准备 2024 年开门红工作,考虑到客户的资产配置需求依旧旺盛、预定利率为 3.0%的产品吸引力仍存,我们预计有望实现 2024 开门“红”。

3.3 个股建议：中国平安、中国人寿、中国人保

短期视角下,对于负债端,寿险新单销售在政策催化下延续了高速增长态势,财险 COR 在公司提升精细化管理能力下保持低位,寿险和财险的基本面预计均有所改善;对于资产端,随着金融监管总局正式挂牌运行以及相关人事落地后,预计相关的监管动作和储备政策有望加速推出,进而助力我国经济实现较好增长,带动利率水平企稳回升,因此我们认为当前估值回落给投资者提供了较好的布局机会。

中长期视角下,经历近年来的疫情冲击、渠道改革深度调整后,寿险行业已经迎来了代理人量稳质升、产品进入储蓄大时代等变化,在政策的催化下寿险负债端的复苏态势日渐明朗,我们认为当前将是长周期下寿险行业负债端复苏的起点;财险行业经历了多次车险改革、风险暴雷后,我们认为当前决定财险实现承保盈利的胜负手在于公司的精细化管理能力,预计后续财险行业将延续“强者恒强”局面。而对于资产端,我国经济长期向好的方向不会改变,以及当前保险行业涉及到的地产等风险也相对可控,保险股的 beta 属性也有望持续显现。

整体而言,我们认为保险板块已经进入了新一轮的发展周期,在资负两端持续共振下,保险公司的估值有望进一步修复。个股方面重点推荐基本面超预期的中国平安,以及基本面向好、业绩稳健且是央企龙头的中国人寿、中国人保。

表 6: 重点推荐指标估值表

股票 代码	证券 简称	股价 (元)	EVPS(元)			PEV(X)			CAGR-3 (%)	评级	变动
			23E	24E	25E	23E	24E	25E			
601318.SH	中国平安	49.10	85.44	93.99	105.26	0.57	0.52	0.46	10.6%	买入	无
601601.SH	中国太保	28.55	58.50	63.18	69.50	0.50	0.46	0.42	8.8%	买入	无
601336.SH	新华保险	37.37	90.27	101.11	114.25	0.41	0.37	0.33	11.7%	买入	无
601628.SH	中国人寿	38.40	47.63	51.91	57.62	0.79	0.72	0.65	9.8%	买入	无

资料来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 6 月 6 日收盘价; EVPS 单位: 元

4 风险提示

经济复苏不及预期:若后续经济增长不及预期可能会影响保险负债端的新单销售和资产端的投资收益,从而对公司业绩产生负面影响。

资本市场大幅波动:地缘政治、美联储加息等事件给市场带来更多不确定性,而市场情绪的降温对保险行业的盈利带来不确定性影响;

监管趋严:行业当前仍处于复苏期,如果监管政策的进一步趋严或将对行业复苏造成一定的拖累。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

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；韩国市场以柯斯达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指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。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、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街 208 号中粮置地广场 4 层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场 1 座 37 层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 29 层

电话：0755-82775695