

利差损风险有多大？

华泰研究

2023 年 6 月 20 日 | 中国内地

专题研究

保险

增持（维持）

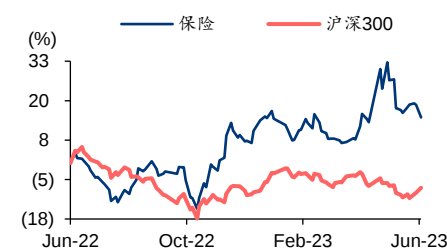
研究员

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

李健, PhD

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

行业走势图



资料来源：华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
中国平安	2318 HK	90.00	买入
中国平安	601318 CH	75.00	买入
友邦保险	1299 HK	110.00	买入
中国财险	2328 HK	12.00	买入
中国太保	601601 CH	45.00	买入
中国太保	2601 HK	35.00	买入
中国人寿	601628 CH	49.00	买入

资料来源：华泰研究预测

利差损是长期风险

年初以来市场利率不断走低。由于储蓄型寿险具有保证收益的特征，投资者一方面认为利率下行有助于寿险产品的销售，但也担心低利率对保险投资造成压力。我们认为利率短期波动影响不大，但长期下行可能导致利差损风险，使投资收益无法覆盖保单负债成本。但保险公司具备时间优势，如果能在利率下行的时候逐步降低负债成本，可以在很大程度上推迟甚至避免利差损风险。世界其他经济体的经验也表明，利率下行并不会在长周期内始终冲击保险股估值。我们认为当前保险估值对利率下行风险反映较为充分，我们仍然看好新单销售好转对寿险估值的推动作用，建议关注中国平安等寿险标的。

保险公司能承受多低的投资收益率？

我们估计中资保险公司 2022 年“打平投资收益率”在 1.5%-2.9% 左右。打平投资收益率越低，代表盈利对投资的依赖越小。如果剔除非保证部分，仅支付给客户保证收益，打平投资收益率进一步降低至 0.8%-2.6%。这是在低利率压力下，保险公司能承受的最低投资收益率。我们注意到打平投资收益率在过去十年间有较大波动并略有改善，可能来源于承保（死病差）和管理（费差）的损益贡献有所改善。此外，上市保险公司打平收益率正逐渐产生分化。中国平安的打平投资收益率维持在较低位置，可能与较好的利源结构有关。

估值对利率风险反映较为充分

我们的利率敏感性分析表明，当投资收益率/折现率下降 100bps，寿险 EV 会下降 13%-17%。敏感性的差异反映了保险公司在利源结构、负债保证收益成本、以及 EV 结构之间的差异。从集团层面看，利率下调 100bps 对集团 EV 的影响在 4%-15% 之间。各公司新业务价值（NBV）对利率的敏感性则分化较大，从 24%（中国平安）到 85%（阳光保险）不等。以调整后集团 EV 为基础，我们预测的中资保险公司 2023E PEV 上升了 0.1x 左右达到 0.47-0.84x（A 股）和 0.15-0.62x（H 股），依然未能超过一倍的 PEV，我们认为当前估值对于利率下行风险反映较为充分。

“以时间换空间”应对利差损风险

如果利率长期下行，保险公司并非束手无策。保险公司最大的优势是时间，长久期的资产和负债为保险公司提供了较为充裕的时间来调整资产和负债结构。我们的情景分析显示，即便新资金投资收益率以每年下降 25bps 的速度至 2% 的水平，保险公司的总投资收益率从 5% 下降到利差损平衡点需要 11 年的时间；但如果新单的定价利率从目前的 3.5% 下降到 3%，上述时间会延长到 13 年；如果新单的定价利率在未来持续下调，投资收益率将在相当长时间内始终高于利差损平衡点。穿越利率周期要求保险公司加强资产负债匹配管理，在利率下行周期中不断降低负债成本。

从别国经验看利率对保险估值的影响

过去 40 年世界主要经济体均经历了长期持续的利率下行。在利率快速下滑阶段，利率和保险估值的相关性较为明显，一般持续 4-5 年左右，如日本（1997-2002），美国（2005-2009）和欧洲（2008-2012）。但从更长的周期看，相关性就会趋弱。在日本（2006-2016）和欧洲（2013-2019）走向负利率时期，保险估值并未同步受压。2020 年后欧美日本利率反弹明显，保险估值则受到显著支撑。如今这些国家利率尚未回到二十年前的位置，但保险估值已经接近或超越当年水平。

风险提示：新业务价值仍旧持续负增长；权益市场大幅下跌；利率大幅下跌。

正文目录

保险公司估值表	3
长期利率下行对保险公司弊大于利	4
打平投资收益率略有改善	6
不调整负债成本的打平投资收益率	6
调整负债成本的打平投资收益率	7
利率下行对 EV 的冲击有限	8
EV 对利率的敏感性逐渐上升	8
利差损对净资产的冲击程度各异	10
NBV 对利率的敏感性逐步上升	12
保险投资“以时间换空间”	13
保险投资收益跟随市场表现	13
负债成本或已超越无风险利率	14
保险投资拥有时间优势	14
利率下降的别国经验	16
利率对保险估值的影响并非长期存在	17
估值：寿险仍被低估，NBV 增长有望提振 PEV	20
风险提示	22

保险公司估值表

图表1：港股保险公司估值表

公司 名称	股票 代码	股价 (港币)	目标价 (港币)	投资 评级	PEV (倍)			PB (倍)			股息率 (%)		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
友邦保险	1299 HK	82.10	110	买入	1.7	1.5	1.4	2.7	2.5	2.2	2.0	2.2	2.5
中国平安	2318 HK	52.05	90	买入	0.6	0.5	0.5	0.9	0.8	0.7	5.7	6.4	6.9
中国人寿	2628 HK	13.66	23	买入	0.3	0.2	0.2	0.7	0.7	0.6	6.3	7.3	8.0
中国太保	2601 HK	20.15	35	买入	0.3	0.3	0.3	0.7	0.6	0.6	7.2	7.7	8.4
新华保险	1336 HK	20.95	27	买入	0.2	0.2	0.2	0.5	0.4	0.4	11.5	12.2	13.6
中国太平	966 HK	8.34	12	买入	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	5.7	6.6	7.4
中国人保	1339 HK	3.05	4.0	买入	0.4	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4	9.2	9.9	11.3
阳光保险	6963 HK	4.33	6.6	买入	0.4	0.4	0.3	0.7	0.6	0.6	5.7	6.6	7.3
中国财险	2328 HK	9.48	12	买入	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	0.7	0.6	6.8	7.6	8.6
中再集团	1508 HK	0.560	0.8	买入	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	0.2	0.2	7.9	9.3	11.0
众安在线	6060 HK	22.70	25	持有	n.a.	n.a.	n.a.	1.9	1.8	1.7	n.a.	n.a.	n.a.

注：价格截至 2023 年 6 月 19 日

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表2：A 股保险公司估值表

公司 名称	股票 代码	股价 (人民币)	目标价 (人民币)	投资 评级	PEV (倍)			PB (倍)			股息率 (%)		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中国平安	601318 CH	47.50	75	买入	0.6	0.5	0.5	0.9	0.8	0.7	5.7	6.4	7.0
中国人寿	601628 CH	36.48	49	买入	0.7	0.7	0.6	2.1	2.0	1.8	2.2	2.5	2.8
中国太保	601601 CH	27.84	45	买入	0.5	0.4	0.4	1.0	0.9	0.8	4.7	5.1	5.6
新华保险	601336 CH	37.27	47	买入	0.4	0.4	0.4	0.9	0.8	0.7	5.9	6.3	7.0
中国人保	601319 CH	5.97	6.2	持有	0.9	0.8	0.7	1.1	1.0	0.9	4.3	4.7	5.3

注：价格截至 2023 年 6 月 19 日

资料来源：公司公告、华泰研究预测

长期利率下行对保险公司弊大于利

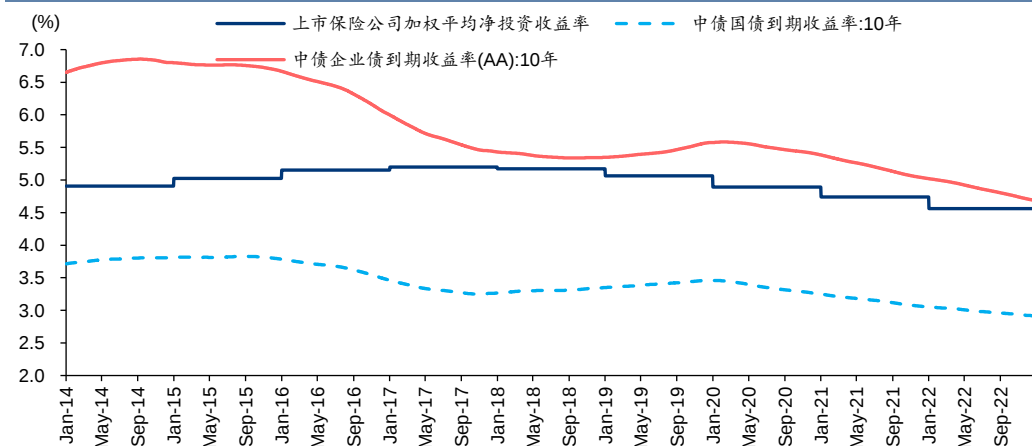
长期利率下行压低投资收益。虽然保险产品有收益保底的特点，在利率下行周期中，对客户吸引力相对提升，有助于促进销售；但低利率压低了保险资金的投资收益和保险公司的盈利空间，严重时会产生利差损，即投资收益无法覆盖保单负债的成本。对保险行业而言，长期低利率带来的盈利风险显然大于对销售的正面促进作用。投资者不应期望保险投资长期可持续地获得超越市场平均水平的投资收益率，保险投资的特点是获得长期可持续的绝对收益，而不是一味追求高收益。

图表3：2022年以来的国债利率走势



资料来源： 、华泰研究

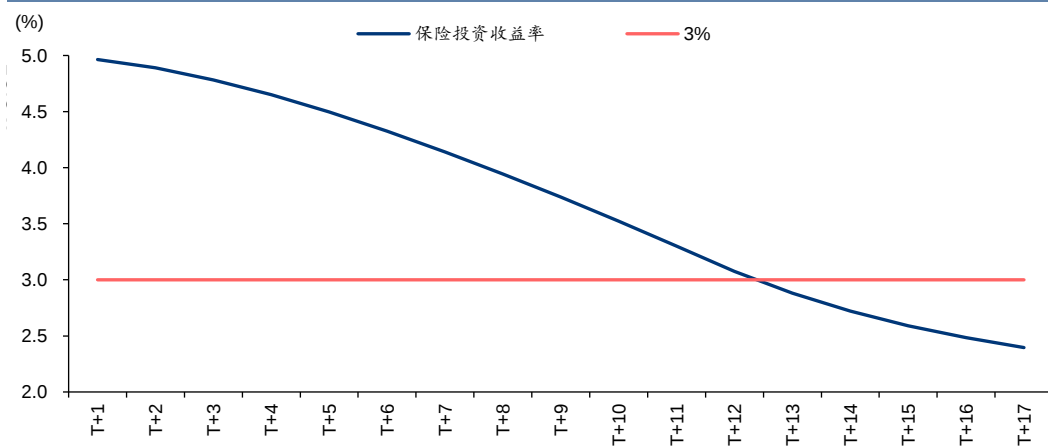
图表4：无风险利率、AA级企业债收益率和上市保险公司净投资收益率（3年移动平均）



注：上市保险公司包括中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平、中国财险、中再集团、阳光保险
资料来源： 、华泰研究

但保险投资拥有时间优势。利率环境对保险业的影响应放在长期视角中观察，短期利率波动对保险业并无立竿见影的冲击，因为保险投资长久期的特点能够平滑掉短期波动的影响。我们估计保险投资的久期大概在8-10年，考虑到新流入的资金，保险投资每年大致有15%左右的比例会再投资或者新投资。只有这些资金面临最新的投资收益率，其余大部分投资的收益率被锁定在过往较高的水平。我们的分析显示，即便市场利率以每年25bps的速度快速下滑，保险公司整体资产的收益率从5%（各公司披露的内含价值投资回报假设）下降到3%也要经过将近13年时间。换句话说，保险投资的优势在于有充分的时间来吸收消化利率下行的冲击。

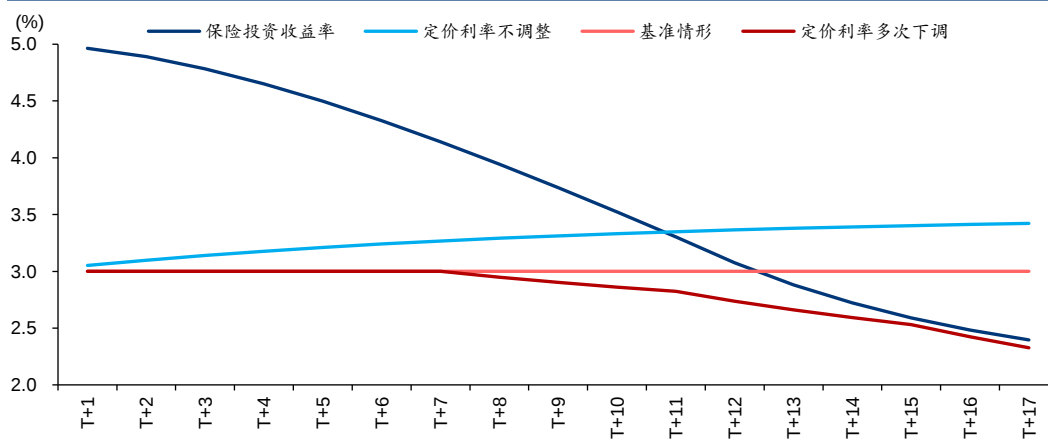
图表5：投资收益率下降示意图



资料来源：华泰研究预测

降低负债成本以应对利率长期下行。面对利率长期下行，保险公司并非束手无策，保险公司应充分利用自己的时间优势，积极主动压低新保单的负债成本，提升来自于承保（死病差）和管理（费差）的收益，以维持合理的盈利空间。如果这期间产品定价利率多次下调，就能够不断拉低保险公司的保证负债成本，推迟甚至避免出现利差损。但如果定价利率不做调整，出现利差损的时间就会提前。一个最糟糕的策略，莫过于在长期利率下行周期中，不断以高投资回报（高负债成本）吸引客户注意力。看似推动了短期销售，但给资产负债管理带来了较大压力。行业目前正在热议寿险定价利率可能面临的下调，我们认为这对提升寿险业务盈利能力，降低利差损风险具有重大意义。即便短期内可能对销售造成一定扰动，但有利于行业的长期健康发展。

图表6：投资收益率下降示意图



注：基准情形为新单定价利率从目前的 3.5% 下调到 3.0%，未来的准备金保证收益率将维持在 3.0% 的水平

资料来源：华泰研究预测

最近十年，在 2013 年开始的产品定价利率改革的推动下，定价 3.5% 的传统险销售成为市场主流。中资保险公司的负债成本逐级提升，我们估计上市保险公司平均保证收益率已经从十年以前的 2.5% 缓慢上升到了接近 3.0% 的水平。但我们认为死病差益的扩张和费差损的改善在一定程度上抵消了保证利率上升的负面影响，对整体财务盈利起到支撑作用。

打平投资收益率略有改善

我们引入“打平投资收益率”的概念，以显示保险公司对投资收益的最低容忍度。我们将其定义为使得税前综合收益为零的**综合投资收益率**。这里我们没有选择税前利润和总投资收益率，因为保险资金的真实投资表现既包含体现于损益表（P&L）的投资业绩，也包含体现于其他综合收益（OCI）的投资业绩，因此综合投资收益率才是对投资表现的准确体现。与之相对应，盈利指标选择了包含会计利润和其他综合收益在内的综合收益。

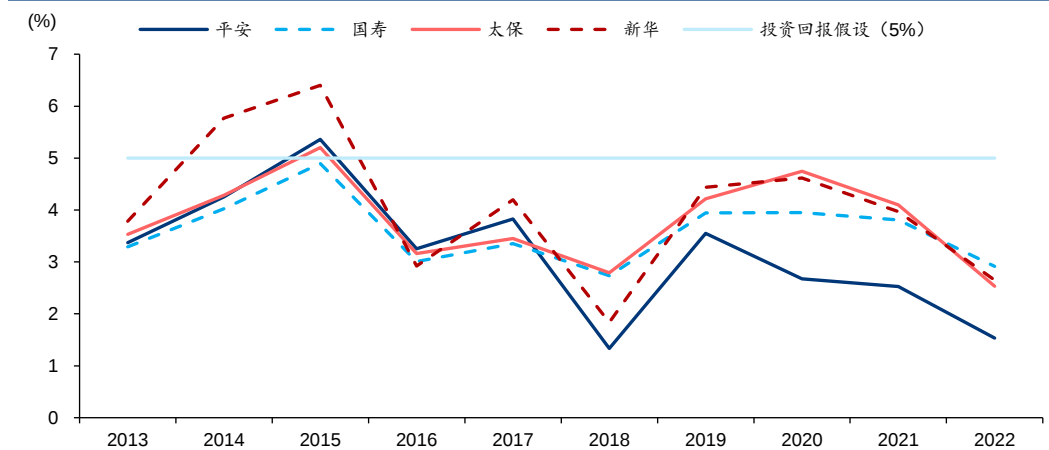
“打平”包含了两层含义，第一层是不调整准备金的每年负债成本（包含保证收益率和额外的分红），计算把综合收益压缩至零，综合投资收益率需要下降到什么位置，这个位置就是打平投资收益率；第二层是考虑到准备金负债成本降低的影响。因为随着投资表现的降低，分红万能保险能够给客户的回报也在降低。把保证收益之上的投资回报扣除掉，仅维持保证回报，打平投资收益率会更低一些。

这里的打平投资收益率，隐含的假设是净资产的投资收益已经被用于弥补负债成本，如果不考虑净资产投资收益的补贴，打平投资收益率可能会高一些。之所以没有剔除净资产投资收益的补贴，是因为无法在准备金投资收益和净资产投资收益之间准确地分摊管理成本和费用。此外，保险投资和盈利之间属于长期动态的因果关系，而我们的测算是基于现有信息对这种关系的简单静态评估，和真实之间必然会出现差距，尤其是具体年份的测算数据。但我们认为评估结果的长期走势依然能为投资者提供有用的参考信息。

不调整负债成本的打平投资收益率

不调整准备金负债成本的情况下，我们估算打平综合投资收益率在过去十年间呈现整体震荡略下行的趋势。打平收益率的下行，或许意味着承保利润（死病差益）和管理利润（费差益）在改善，降低了对投资端的压力，也意味着整体财务盈利性在好转。

图表7：打平综合投资收益率（不调整负债成本）



资料来源：公司公告、华泰研究预测

- 1) 2013-2015 年，打平收益率上行。2013 年传统险定价利率改革，从 2.5% 上升至 3.5%，系统性抬升了保险负债成本；重疾险刚刚开始热销，死病差益贡献可能不明显；保险公司销售管理体系或许还没来得及改变，费差损可能依然较大。显现出来的结果就是打平收益率上升，整体财务盈利性恶化。2015 年各家公司打平收益率均接近或超过 5%，这一年保险公司的长期投资收益假设为 5.5%。

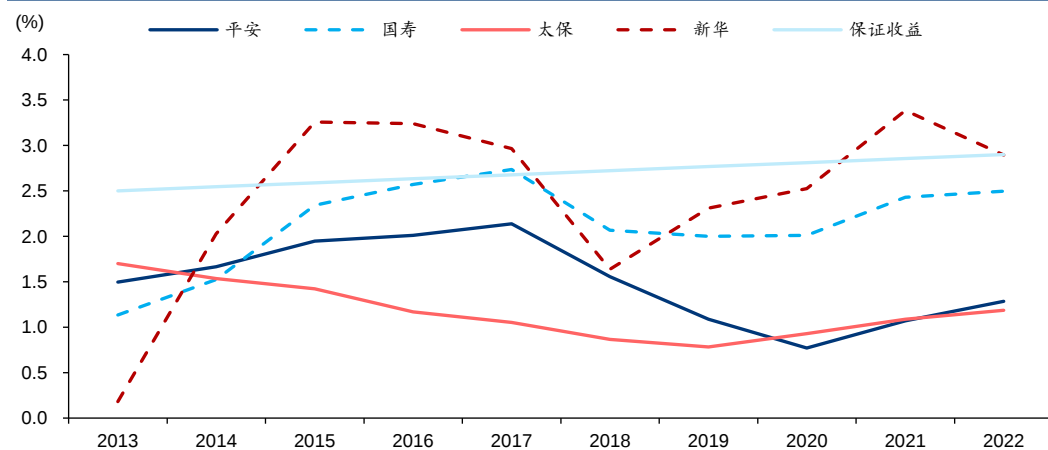
- 2) 2015-2018 年，打平收益率迅速下行。2015 年分红万能定价利率上限由 2.5% 上调到 3.0%，但由于此类产品的分红特性，保险公司并未大范围提升最低保证利率。2015 年监管机构还取消了代理人资格考试的要求，代理人数量快速增长。这期间重疾险持续热销，可能开始贡献较好的死病差益。随着保费规模的迅速增大，摊薄效应可能导致费差损改善。最终结果显现打平收益率下行，整体财务盈利性好转。值得注意的是，2016 年第二代偿付能力监管体系（CROSS）开始实施，保险公司发现重疾险在新的监管框架下有节省偿付能力的作用。保险公司在这一年也把长期投资收益率的假设从 5.5% 下调到了 5%，客观上也要求保险公司从死病差和费差中赚取更多的利益。
- 3) 2018-2020 年，打平收益率迅速上行。2018 年开始 5 年期以内短期理财类保险被禁止销售，对新单保费造成冲击，2020 年疫情爆发对销售进一步造成冲击，费用摊薄效应消失可能导致费差损恶化。这期间重疾险仍然热销，但死病差益可能无法抵消费差损恶化的压力，导致打平收益率上升，整体财务盈利性恶化。在 2020 年，部分公司打平收益率接近 5% 的投资假设，表明死病差和费差并未贡献有意义的盈利。
- 4) 2020-2022 年，打平收益率下行。在盈利受到严重挤压的情况下，这期间保险公司纷纷大幅度清理代理人队伍，上市保险公司压缩了 54% 的代理人规模，以降低无效的费用投入。我们认为费差有可能出现一定程度的改善。此外，给客户支付的保证回报之外利益可能也有所下降，我们注意到保险公司从 2020 年开始调降万能险结算利率，这些也降低了对投资的压力。

调整负债成本的打平投资收益率

如果调整准备金负债成本至保证投资收益，打平综合投资收益率还会略低一些。不同寿险产品的保证投资收益有差别，传统险的保证投资收益率 2013 年以前是 2.5%，之后是 3.5%。而分红险和万能险的保证投资收益率在 2015 年以前是 2.5%，2015 年之后虽然上限放宽至 3%，实际仍然是以 2.5% 为主。受近十年定价利率 3.5% 的传统险热销的影响，我们估计主要上市保险公司的准备金整体保证收益成本从 2013 年之前的 2.5% 逐渐上升到 2022 年的接近 3% 的水平。

下图显示，将给客户的投资回报压低至保证回报时的打平投资收益率。由于波动较大，我们采用了三年移动平均值。打平投资收益率在过去十年中亦经历了上下波动，并且分化加剧。中国人寿和新华保险的打平投资收益率过去十年有震荡上升趋势，而中国平安和中国太保的打平投资收益率在同期有震荡下行的趋势。打平投资收益率和保证收益之间的差距反映了死病差/费差的贡献，以及净资产投资收益的补贴。

图表8：3 年移动平均打平综合投资收益率（调整负债成本至保证投资收益）



资料来源：公司公告、华泰研究预测

利率下行对 EV 的冲击有限

保险股不到一倍的内含价值 (EV) 估值倍数, 隐含着投资者对内含价值的不信任, 其中最大的担忧是保险公司的长期投资收益假设 (5%) 可能无法维持。内含价值中的有效业务价值 (VIF) 是未来利润的贴现值, 对长期投资收益假设高度敏感。我们的分析表明, 利率下降 100bps (投资收益率和贴现率假设均下降 100bps), A/H 股上市保险公司的 2022 年寿险 EV 会下降 13%-17%, 集团 EV 会下降 4%-15%。若股价维持不变, PEV 估值相应提升 0.1x 左右, 改善并不明显, 我们认为较充分地反映了利率下行压力。

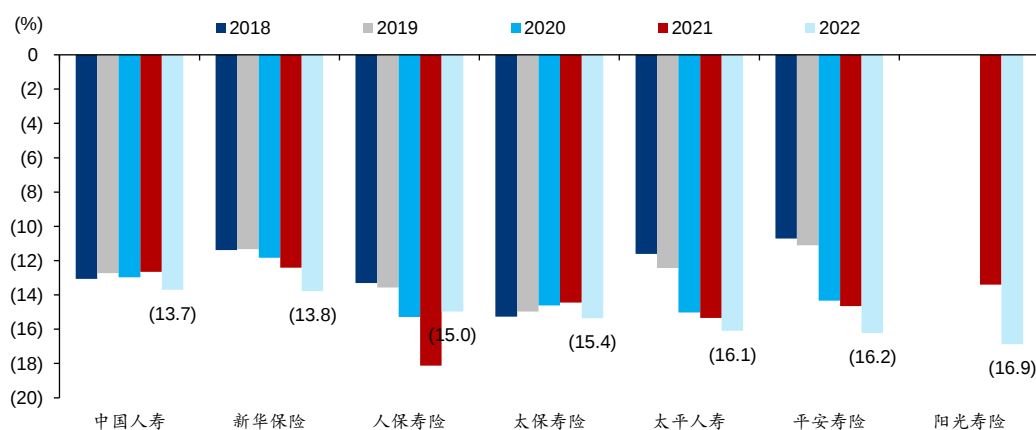
EV 对利率的敏感性逐渐上升

寿险 EV 对利率敏感性越高, 意味着 100bps 代表的投资收益在利润中的占比越高。这里有三种可能, 第一是来自死病差和费差的收益较低, 第二是准备金负债的保证收益水平较高, 第三则是 EV 结构中有效业务价值 (VIF) 占比较高。前两种情况代表较差的利润结构, 第三种情况则代表保险公司业务规模大但净资产相对较小, 杠杆水平较高。我们的敏感性测试对投资收益假设和折现率均进行调整, 对于分别公布投资收益和折现率敏感性的公司, 我们对两个结果进行加总。

近几年, 随着净资产的逐渐累积以及新业务价值增长放缓, EV 中 VIF 的占比有逐渐降低的趋势。但与此同时, 寿险 EV 对利率的敏感性却在逐渐上升, 可能是因为高定价利率 (3.5%) 的储蓄险销售逐渐增多, 推升了保证收益率水平; 重疾险销售转弱的背景下, 投资收益对整体收益的贡献也逐渐上升。

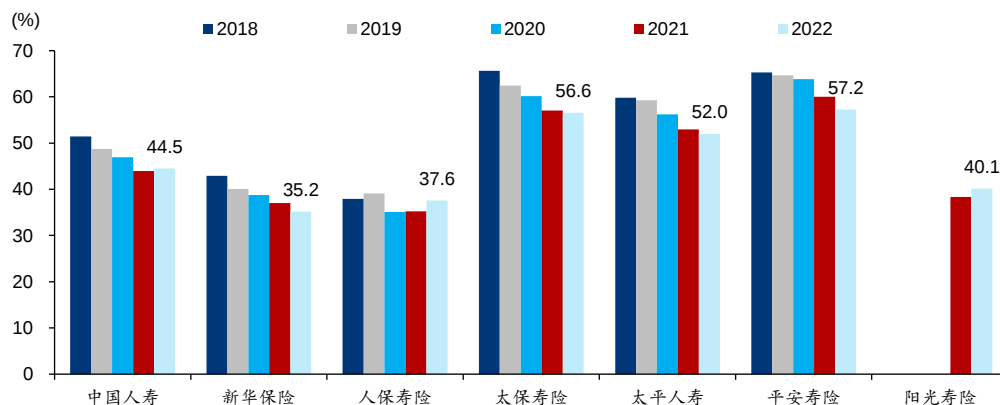
投资收益率和折现率下降 100bps 会导致上市保险公司 2022 年末寿险 EV 下降 13%-17%。VIF 占比低的公司寿险利率敏感性也低。中国人寿、新华保险、人保寿险的利率敏感性较低 (13%-15%), 太保寿险、太平人寿、平安人寿、阳光人寿的利率敏感性较高 (15%-17%)。大致看来, VIF/EV 比例高的公司, EV 对利率的敏感性也较高。阳光人寿可能是个例外, VIF/EV 比例不高, 但 EV 对利率敏感性在上市保险公司中最高。

图表9: 寿险 EV 对利率的敏感性 (投资收益率和折现率同时下调 100bp)



资料来源: 公司公告、华泰研究

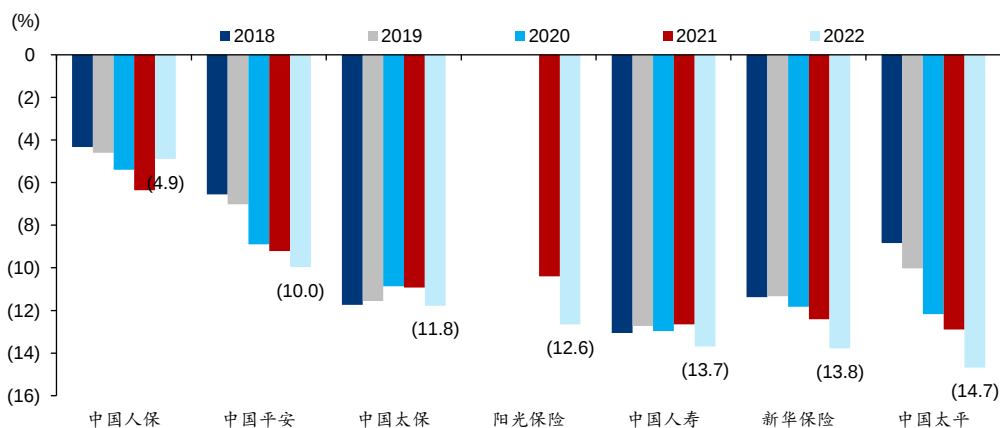
图表10：公司 VIF 占寿险 EV 的比重



资料来源：公司公告、华泰研究

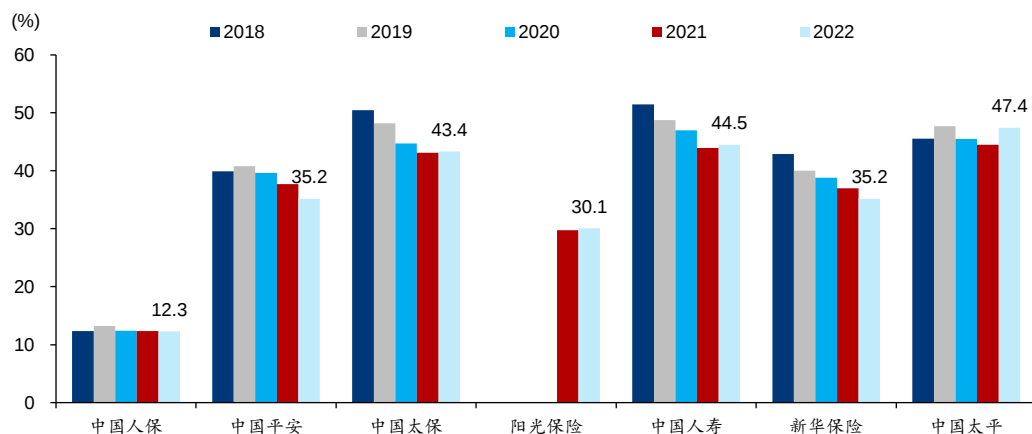
集团 EV 对利率的敏感性要低于寿险 EV。下图展示出投资收益率/折现率假设下降 100bps 对集团 EV 的影响。中国人保和中国平安集团由于非寿险业务较多，集团 EV 的利率敏感性较低，2022 年末分别为-4.9%和-10.0%。中国人保集团 EV 中超过八成来自净资产，中国平安也有接近六成的集团 EV 来自净资产。尽管中国太平的集团 EV 将非寿险净资产纳入，但是敏感程度为上市保险公司中最高，2022 年末达到 14.7%。整体来看，综合保险公司的集团 EV 敏感性略低于寿险 EV。

图表11：集团 EV 对利率的敏感性（投资收益率和折现率同时下调 100bp）



资料来源：公司公告、华泰研究

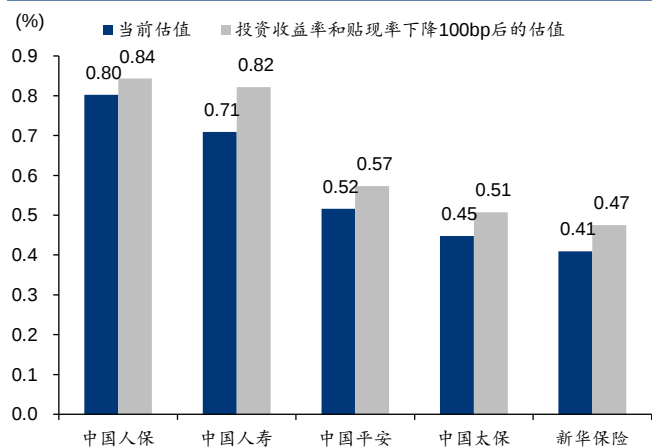
图表12：VIF 占集团 EV 的比重



资料来源：公司公告、华泰研究

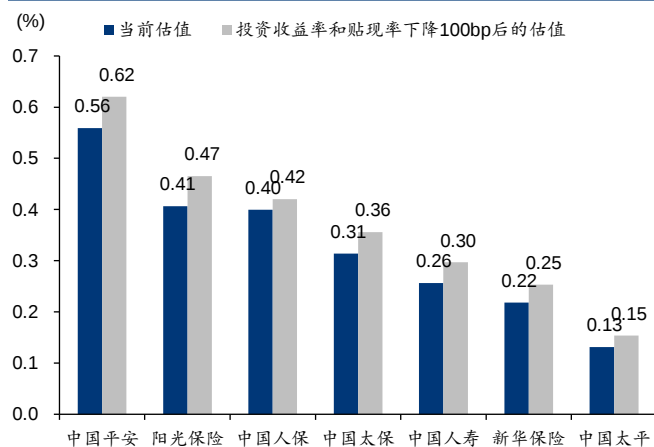
估值隐含较大幅度的利率下调。上面的分析表明投资收益率和折现率假设同时下调 100bps，集团口径的 EV 下降 4%-15%。如果以调整后的 EV 为基础，PEV 估值会上升 0.1x 左右，仍然没有公司估值能超过一倍，显现出市场可能担忧更大幅度的利率长期下行。

图表13：当前估值 vs. 利率下调 100bps 估值（A 股）



注：估值截止 2023 年 6 月 19 日，基于 2023 年 PEV
 资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表14：当前估值 vs. 利率下调 100bps 估值（H 股）



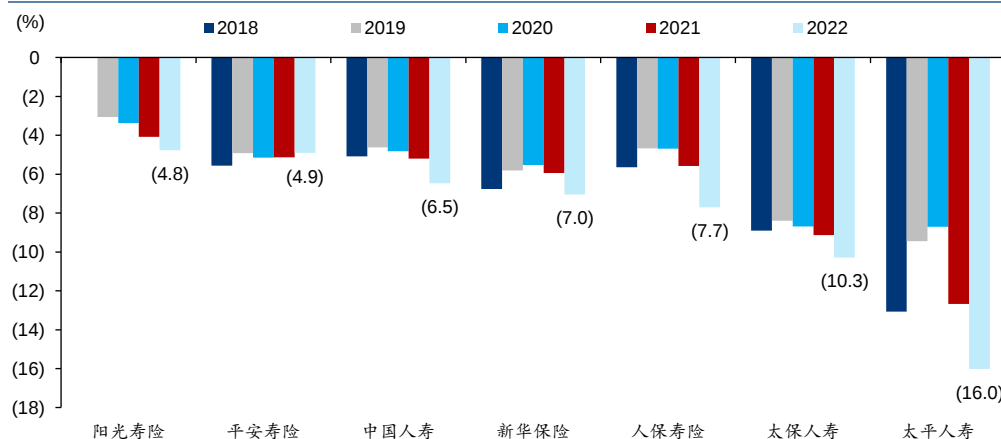
注：估值截止 2023 年 6 月 19 日，基于 2023 年 PEV
 资料来源：公司公告、华泰研究预测

利差损对净资产的冲击程度各异

观察利率下降对保险公司资产负债表的冲击，另一个角度是看 100bps 利差损对净资产的冲击，这主要反映的是保险公司的杠杆水平。杠杆水平越高，同样程度的投资损失对净资产的冲击就越大。我们的分析表明保险合同准备金遭受 100bps 的投资损失，对寿险净资产的影响为 4%-16%，对集团净资产影响为 1%-8%。

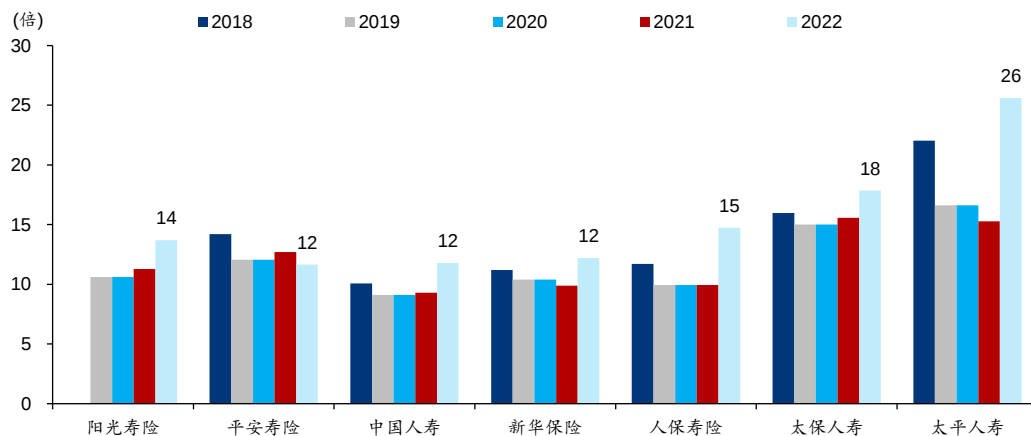
阳光寿险和平安寿险的净资产利差损敏感性较低。2022 年末，阳光寿险和平安寿险的寿险净资产对 100bps 利差损敏感性较低，分别为 4.8%-4.9% 的下降。阳光寿险的 2022 年敏感性低于平安寿险，其杠杆高于平安寿险，可能与准备金占负债的比例较小有关。杠杆较高的太平人寿 2022 年末的敏感程度较高，100bps 利差损会导致寿险净资产缩小 16.0%

图表15：100bps 准备金投资损失对寿险净资产的冲击



注：太保寿险的估算使用的净资产基于太保寿险年报，而非合并报表层面的分部数据
 资料来源：公司公告、华泰研究

图表16: 寿险总资产/净资产杠杆倍数

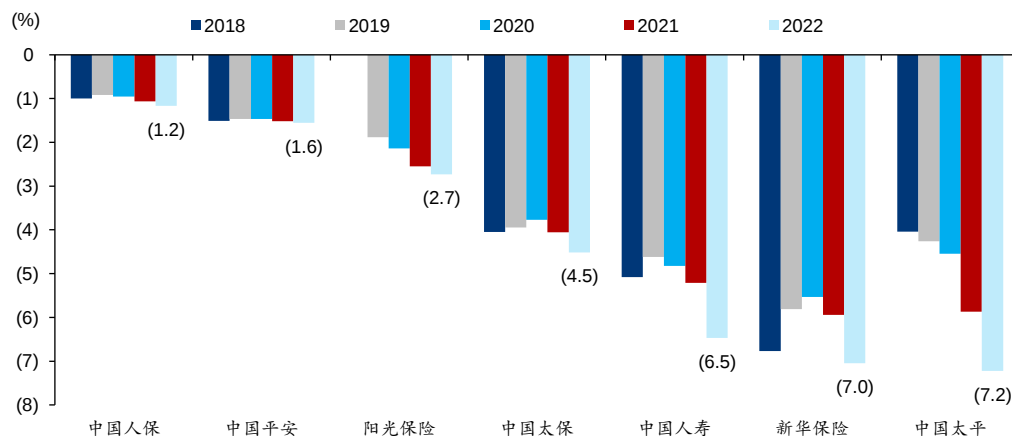


注: 太保寿险的估算使用的净资产基于太保寿险年报, 而非合并报表层面的分部数据

资料来源: 公司公告、华泰研究

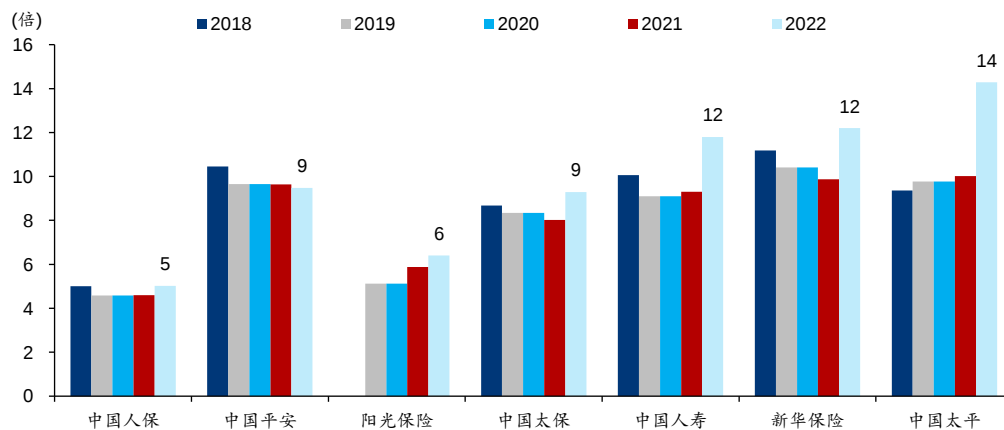
从集团层面看, 利差损对净资产的冲击较小。2022 年末准备金 100bps 利差损带来的净资产收缩幅度在 1%-8%。纳入非寿险资产后, 综合保险公司的杠杆低于旗下寿险公司。非寿险资产占比大的公司, 敏感性均较低。中国人寿、中国平安和阳光保险 2022 年末的敏感性为-1.2%、-1.6%和-2.7%。中国太平 2022 年末的杠杆较大, 所以集团净资产对 100bps 利率下降的反应为-7.2%, 是上市保险公司中最大的。

图表17: 100bps 准备金投资损失对集团净资产的冲击



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表18: 集团总资产/净资产杠杆倍数

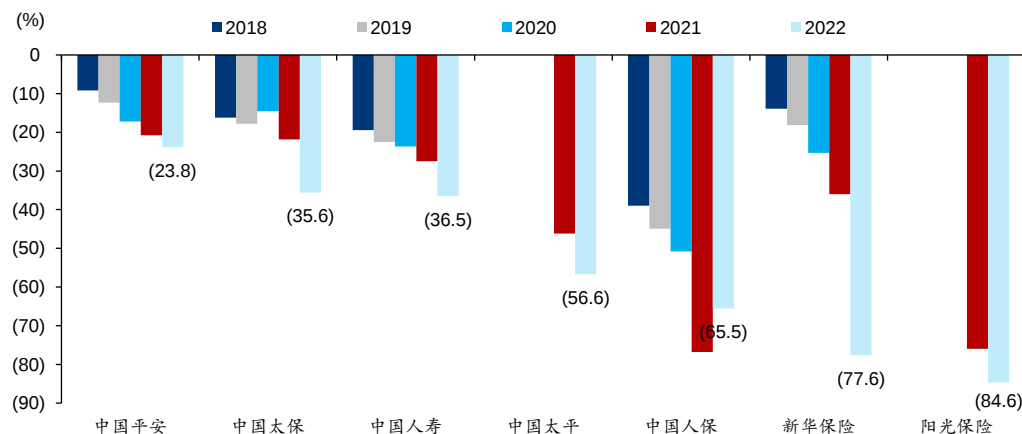


资料来源: 公司公告、华泰研究

NBV 对利率的敏感性逐步上升

上市保险公司 2019 年以来 NBV 对利率的敏感性普遍上升，正是新业务的利率敏感性上升拉高了 EV 的利率敏感性。我们认为主要是业务结构近几年向传统型储蓄险倾斜的结果。重疾险销售近几年转弱，虽然重疾险的保证利率也是 3.5%，但可以贡献较高的死病差益。所以重疾险占比下降也降低了 NBV 中死病差益的贡献，提升了利差益的占比，从而提高了对利率的敏感性。各家上市保险公司 NBV 对利率的敏感性在过去几年有明显上升，其中平安上升幅度最小，新华保险上升幅度最大。我们认为这当中的差异反映了各家公司寿险新单业务结构和利润来源的差异。

图表19：100bps 利率和折现率下降对 NBV 的影响



资料来源：公司公告、华泰研究

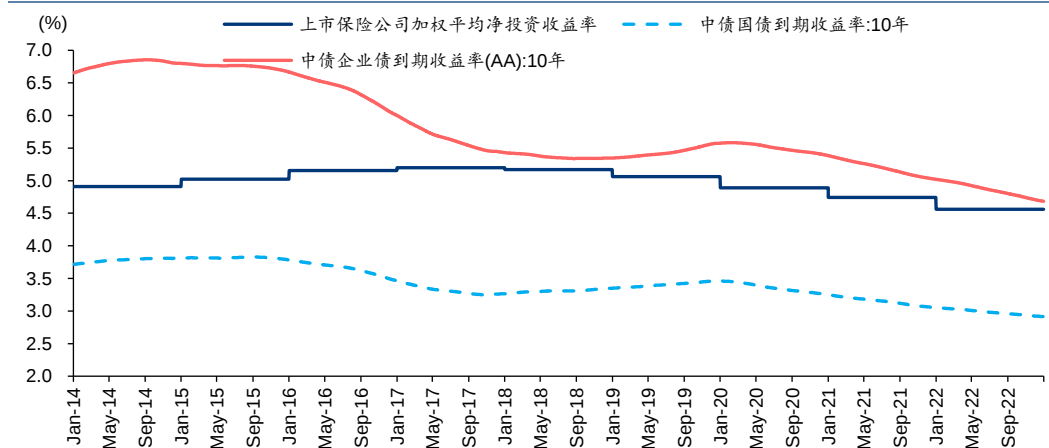
保险投资“以时间换空间”

长期看，保险投资收益跟随市场表现但相对稳健，这与保险长期投资的特性有关。保险投资遵循“固收+”的投资思路，尽量拉长资产久期，追求长期绝对回报以覆盖负债成本。长久期的资产配置导致资产的周转速度较慢，我们估计每年新资金和再投资大约占保险公司总投资的 15% 左右（对应 8-10 年的资产久期）。因此即便利率长期下行，对保险资金的影响也是渐进的，保险公司拥有时间来解决问题带来的挑战。保险公司的应对方法是在时间窗之内不断降低负债成本，提升死病差和费差的利润贡献，以抵御低利率对保险投资带来的压力。

保险投资收益跟随市场表现

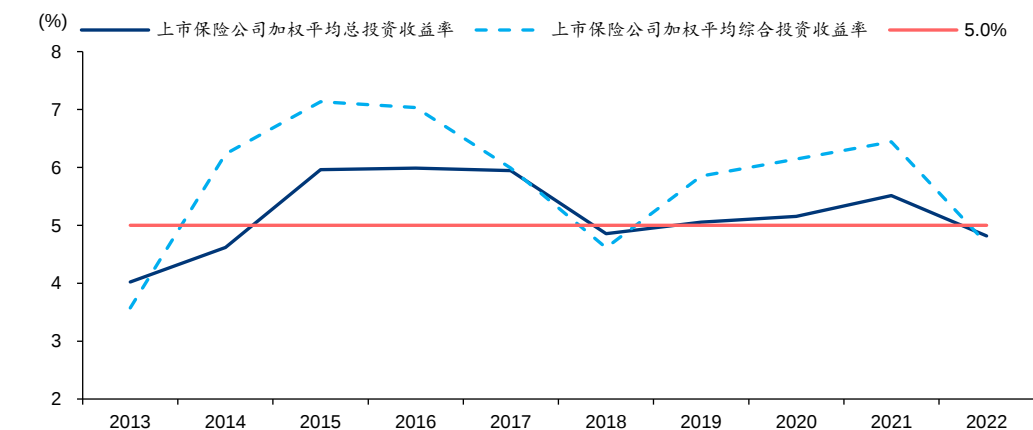
过去十年中，保险资产配置逐渐趋于稳定。上市保险公司平均的净投资收益率（仅包含利息和股息）作为保险投资收益的压舱石，逐渐向 AA 级企业债的收益率靠拢，于 2017 年超过 5% 到达顶峰。这一阶段的收益率提升可以归结为保险公司通过改进资产配置如加大非标资产投资提升收益率。但 2018 年之后，保险公司的资产配置已经基本稳定，我们认为通过改进大类资产配置提升收益率的空间已经较小。加之市场利率开始下滑，保险公司的净投资收益率也开始逐渐下滑。总体而言，考虑到资产的价差收益，保险公司过去十年绝大部分时间达到了 5% 的总投资收益目标。

图表20：无风险收益率、AA 级企业债收益率和上市保险公司净投资收益率（3 年移动平均）



注：上市保险公司包括中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平、中国财险、中再集团、阳光保险
资料来源：、华泰研究

图表21：总投资收益率、综合投资收益率及内含价值投资回报假设（3 年移动平均）

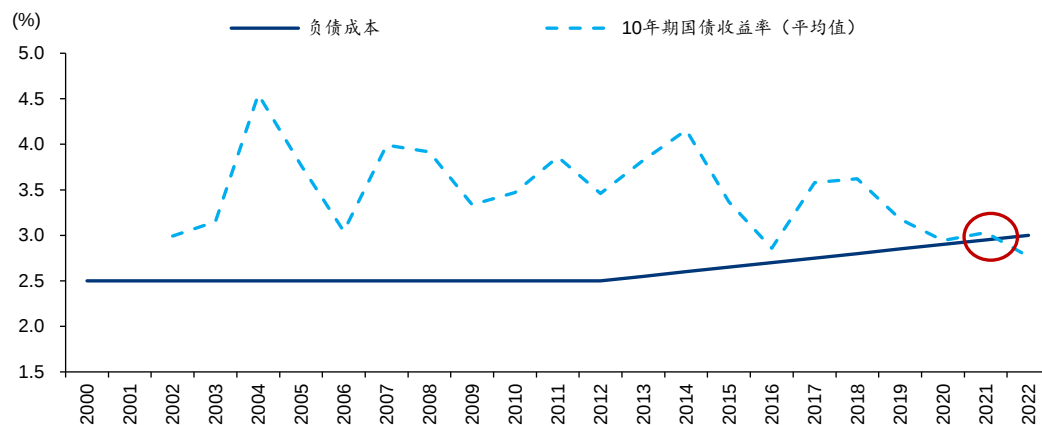


注：上市保险公司包括中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平、中国财险、中再集团、阳光保险
资料来源：、公司公告、华泰研究

负债成本或已超越无风险利率

2013 年是上一轮寿险定价利率改革的起点。2000 到 2013 年，寿险业执行统一 2.5% 的保证利率（定价利率）水平，负债成本较低。2013 年传统险定价利率被放宽到 3.5%，开启了近十年传统险的快速发展。我们预计当前上市保险公司的平均负债成本（仅保证部分，不含分红）已经快接近 3%，有可能已经超越当前的 10 年期无风险利率水平。

图表22： 保证负债成本或已超过无风险利率



资料来源： 、华泰研究预测

如果保险公司继续销售 3.5% 定价的传统险，平均的保证收益成本将继续上升，对保险公司的压力会继续累积。如果未来利率长期下行，保险公司需要仔细审视产品策略，降低新产品的保证回报水平，引导平均保证收益成本下行。逐渐降低的保证收益成本将给保险公司争取更多的时间来适应低利率的环境。

保险投资拥有时间优势

我们对利率下行环境中保险投资收益率进行了模拟测算，以评估保险投资收益下滑速度。情景测试显示，当投资收益率以每年 25bps 的速率下滑的时候，保险公司的总投资收益率需要经历 13 年才会从 5% 下降到 3%。当前上市保险公司的平均保证收益成本或接近 3%，如果新业务的定价利率也下降到 3%，未来上市保险公司的保证收益成本将有可能维持在 3% 左右。我们将这种情形定义为情景测试的基准情形。

基准情形（定价利率调整一次）：我们假设新单定价利率从目前的 3.5% 下调到 3.0%，未来的准备金保证收益率将维持在 3.0% 的水平。在上述投资收益假设下，保险资金投资收益率将在 13 年内从 5% 降至 3%，触及利差损临界点。

定价利率不调整情形：如果新单定价利率不做调整，继续维持当前 3.5% 的水平，未来准备金的保证收益率将逐渐上升，投资收益率触及保证回报的时点将提前至第 11 年。

定价利率多次调整情形：如果新单定价利率连续调整，第 1 年调整至 3.0%，第 8 年调整至 2.5%，第 12 年调整至 2.0%，第 16 年调整至 1.5%，会很大程度上推迟投资收益率和保证回报相遇的时点。

图表23：投资收益假设

无风险利率	起点 3.0%，每年下降 25bps
当前准备金保证收益率	3.0%
投资收益利差	200 bps
每年到期资产比例	15%
每年新增保险资金	4%
每年的负债到期	7%
整体负债每年增长	11%

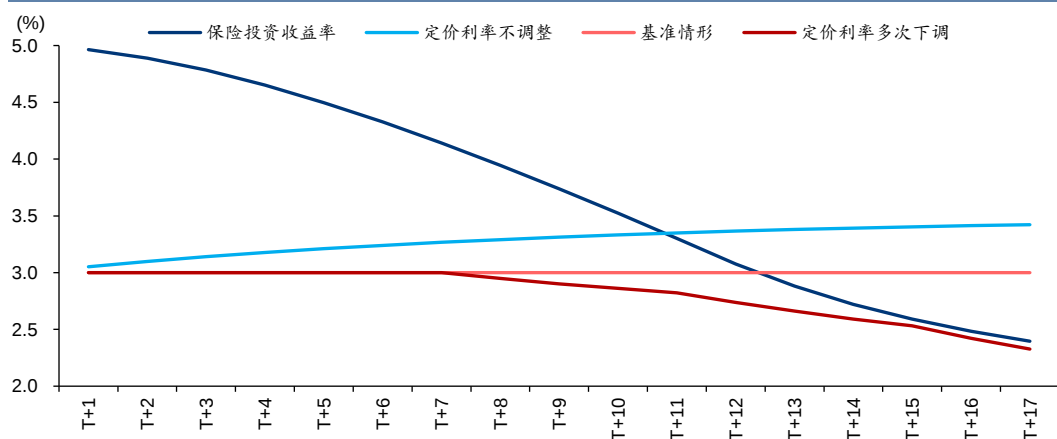
资料来源：华泰研究预测

图表24：新单定价利率情景假设

基准情形	新单定价利率从目前的 3.5% 下调到 3.0%，未来的准备金保证收益率将维持在 3.0% 的水平；
不调整情形	新单定价利率维持 3.5% 的水平，未来的准备金保证收益率将逐渐上升到贴近 3.5% 的水平；
多次调整情形	新单定价利率第 1 年调整至 3.0%，第 8 年调整至 2.5%，第 12 年调整至 2.0%，第 16 年调整至 1.5%。

资料来源：华泰研究预测

图表25：投资收益率与准备金保证收益成本测算

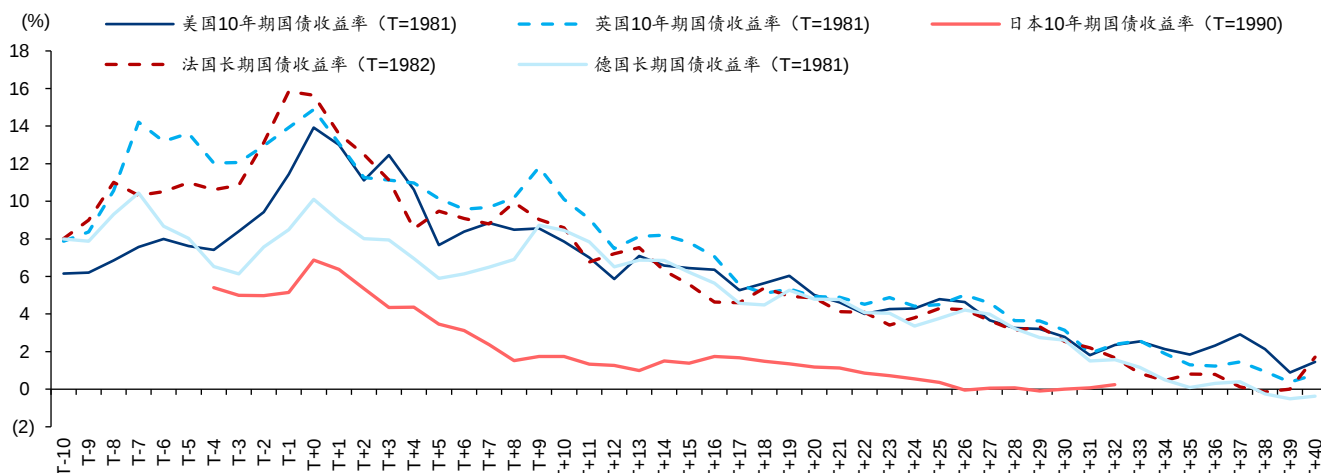


资料来源：华泰研究预测

利率下降的别国经验

欧美日等主要经济体在近 40 年都经历了利率的大幅下行。美国 10 年期国债利率在 1981 年曾高达 13.9%，但在随后的 40 年中逐渐降低到 1% 以下的水平，直至 2020 年开始反弹。其他经济体，如日本、英国、德国、法国均出现利率从高位下滑至接近零利率甚至负利率的水平。这 5 个经济体利率从高点走到最低点，分别持续了 25-40 年的时间。

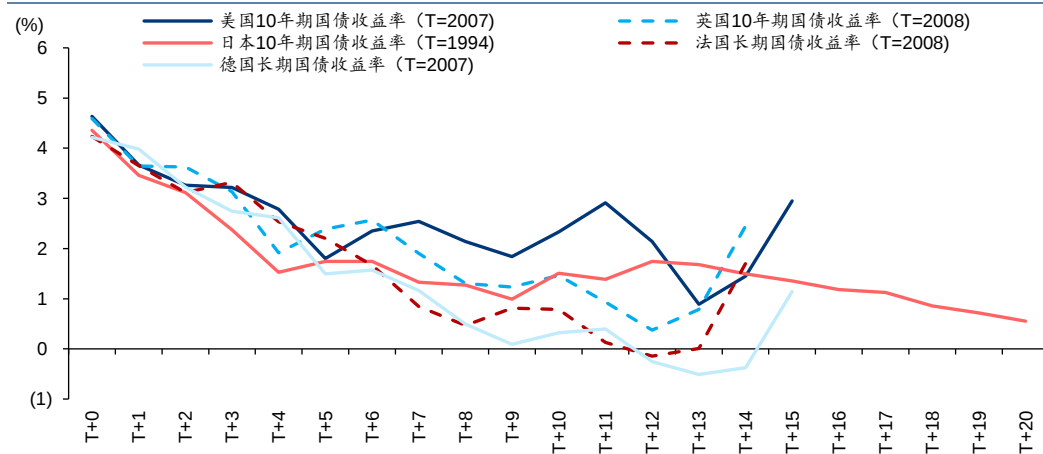
图表26：主要国家长周期利率下降的情况



注：T 为长周期下滑的起点
 资料来源： 、华泰研究

早期过高的利率借鉴意义有限，我们把观察重点集中在无风险利率在 5% 以下的时期。下图显示这些经济体分别在世纪之交的十年左右时间进入 5% 以下的利率环境，并在随后的十多年里下降到了 1% 以下。欧美经济体利率在 2020 年以后反弹；日本的利率下降时间更早也更长，反弹也更弱。这 5 个经济体利率在 2% 以下的时间短则 4 年（美国），长则二十多年（日本），显现出低利率是可能长期存在的。

图表27：主要经济体长周期利率降至 4% 以下的走势



注：T 为利率最接近 4.0% 的年份
 资料来源： 、华泰研究

图表28：主要经济体利率降至4%左右时的情况

	利率高点及时间	利率低点及时间	2%以下持续时间
美国	4.6% / 2007 年	0.9% / 2020 年	4 年
英国	4.6% / 2008 年	0.4% / 2020 年	8 年
日本	4.3% / 1994 年	-0.1% / 2019 年	25 年
法国	4.2% / 2008 年	-0.1% / 2020 年	9 年
德国	4.2% / 2007 年	-0.5% / 2020 年	11 年

资料来源： 、华泰研究

利率对保险估值的影响并非长期存在

我们选取了 Bloomberg 提供的美国、日本及欧洲的保险指数，分析利率下行周期的利率和保险估值的关系。结果显示，利率和保险估值的相关关系并非始终存在。在利率快速下行时期相关性较为明显，但拉长周期相关性就会趋弱。我们认为在长周期内，保险公司可以通过改善资产配置（如日本保险公司增大海外投资），或者进行业务转型（如欧洲保险公司转向资产管理业务）来抵御低利率的压力。此外，在利率下行时期降低负债成本也至关重要。

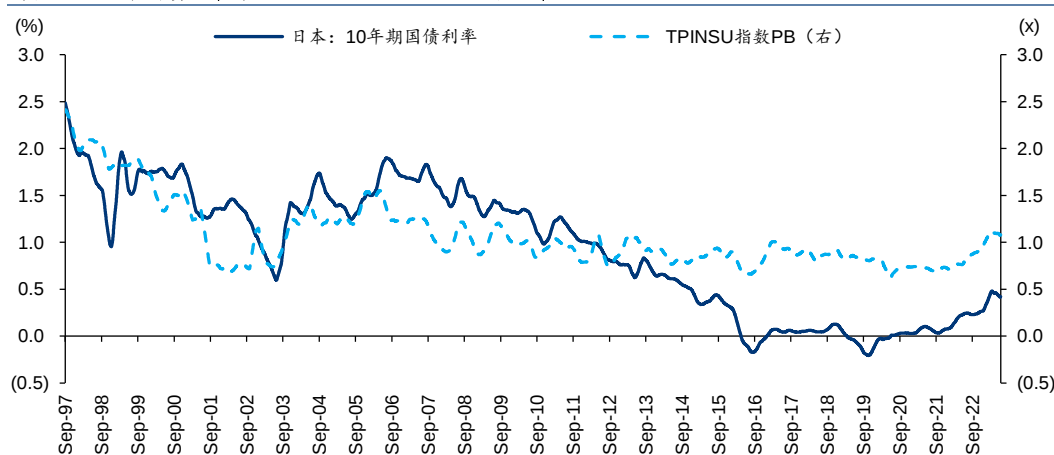
日本 TPINSU 指数估值过去二十年保持稳定

日本 TPINSU 包括八家日本上市保险公司，分别为 Japan Post Insurance、SOMPO Holdings、Anicom Holdings、MS&AD、Dai-ichi Life、Tokio Marine Holdings、T&D Insurance 及 Advance Create。这些公司主要以寿险及综合保险集团为主，同时还有一家保险代理公司（Advance Create）。

日本 TPINSU 指数最早可以追溯到 1997 年，当时日本 10 年期国债利率已经下降到了 2.5%。在国债利率从 2.5% 下降到 0.5% 的阶段，保险股估值从 2.49x PB 快速下降到 0.76x PB，这一过程持续了 5 年左右（1997-2002），这期间利率变化和保险股估值之间的相关性较高。此后国债利率反弹和下降也对保险股估值产生影响，但相关性较前一阶段弱。在 2016-2020 年的负利率阶段，保险股估值并未受明显冲击。但在最近两年国债利率上行过程中，保险股有明显估值修复。

从长周期来看，目前日本国债利率仍未回到二十年前的位置，但保险估值已经超越了 2002 年前后的低点。

图表29：日本国债利率与 TPINSU 指数 PB（90 天移动平均）



资料来源： 、Bloomberg、华泰研究

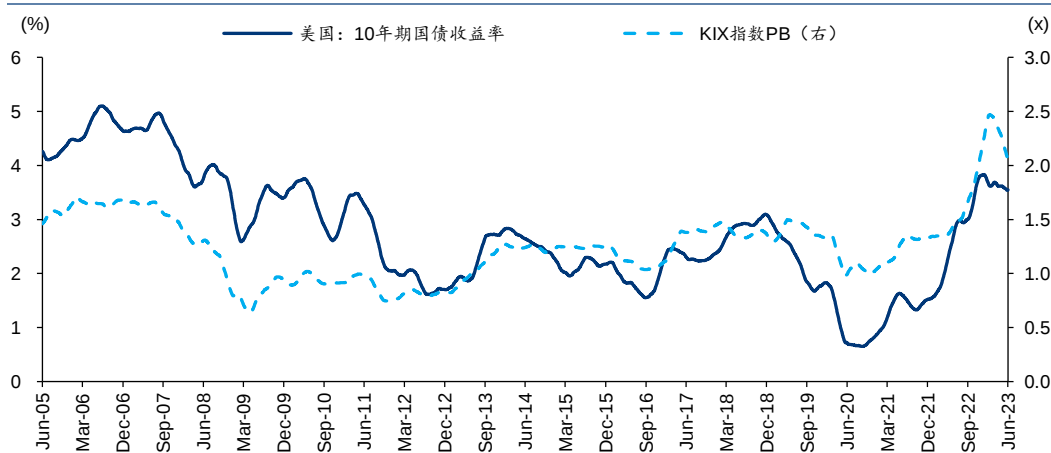
美国 KIX 指数估值创新高

美国 KIX 指数包括 23 家美国上市保险公司，其中包括著名的大都会人寿（MetLife），美国国际保险（AIG）以及前进保险（Progressive）。标的公司构成也相对多元化，既有寿险公司，也有财险公司，还有再保险及经纪公司。

KIX 指数与美国利率的走势也并非线性。该指数数据从 2005 年开始提供，伴随美国利率从 4.1% 降至 2009 年的 2.6%，KIX 指数 PB 从 1.4x 下降到 2009 年的 0.7x，这个过程持续了 4 年左右。在随后的 9 年时间里（2009-2018 年），二者相关性减弱，这些年利率上下波动，但 KIX 指数估值却逐渐提升。2019 年后随着美国利率大幅下挫及反弹，指数估值与利率的相关性又逐步显现。

长期来看，当前 10 年期国债利率还没有回到 2005 年的水平，但保险估值已经显著超过当年的位置。

图表30：美国国债收益率与 KIX 指数 PB（90 天移动平均）



资料来源：Bloomberg、华泰研究

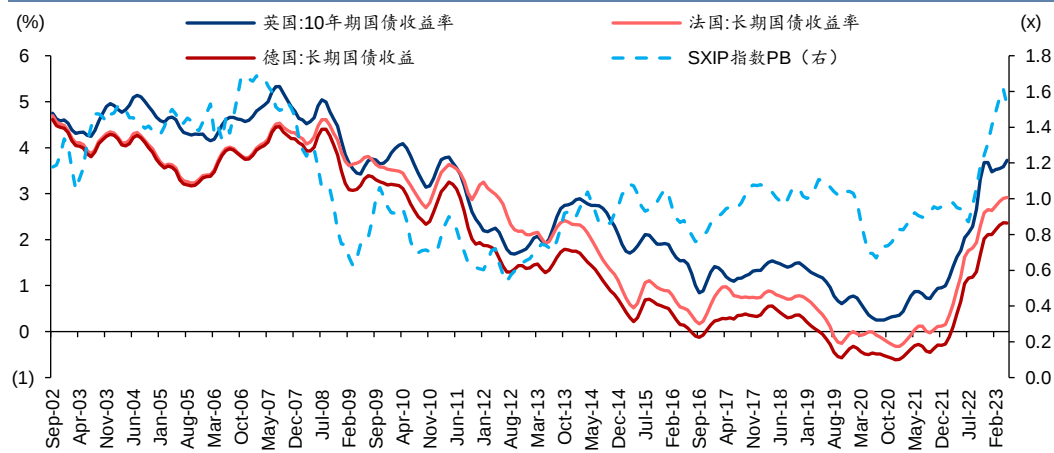
欧洲 SXIP 指数回到历史高点

欧洲 SXIP 指数包括 31 家欧洲上市保险公司，其中包括著名的英国公司英杰华（Aviva），意大利公司忠利（Generali）以及法国公司安盛（AXA）。由于欧洲各国相关保险指数不多，所以我们选取欧洲市场的保险指数作为分析指标。我们选取了英国、德国和法国的利率作为对比指标。

这三个国家的利率走势在过去二十年间高度类似，在大部分时间里，英国利率高于法国，法国又高于德国。SXIP 指数从 2002 年开始提供。2002 到 2007 年国际金融危机之前，利率相对稳定而保险估值震荡抬升；2008 年金融危机到 2012 年间，利率迅速下滑，保险估值也大幅下挫，而且估值下滑的时点更早，反应也更剧烈；2013-2019 年，欧洲利率继续下滑，甚至进入负利率区间，但保险估值并未继续收缩，反而稳中有升，与利率走势背离；在 2021 年之后的利率上升过程中，保险估值则得到了显著修复。

长期看，目前欧洲利率水平仍较二十年前有一定差距，但保险估值已经超越当年水平。

图表31：欧洲主要经济体利率与 SXIP 指数 PB（3 个月移动平均）

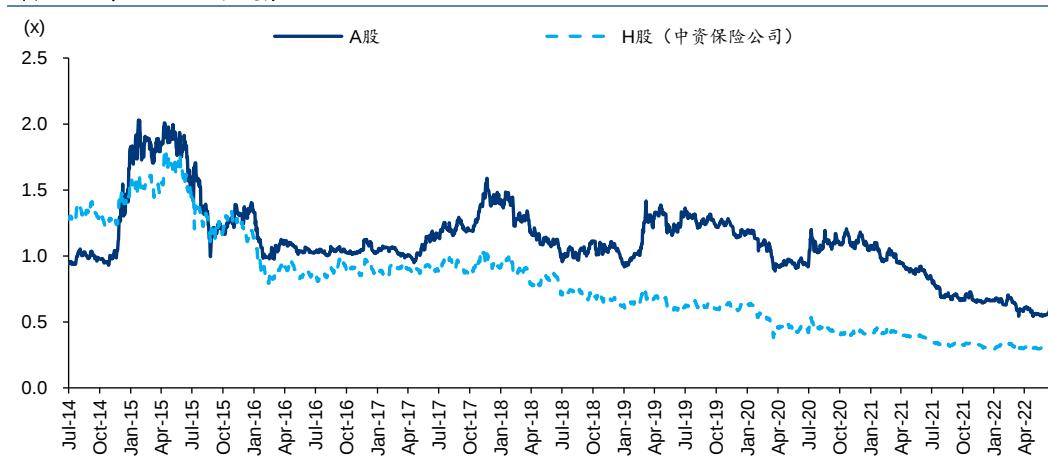


资料来源： 、Bloomberg、华泰研究

估值：寿险仍被低估，NBV 增长有望提振 PEV

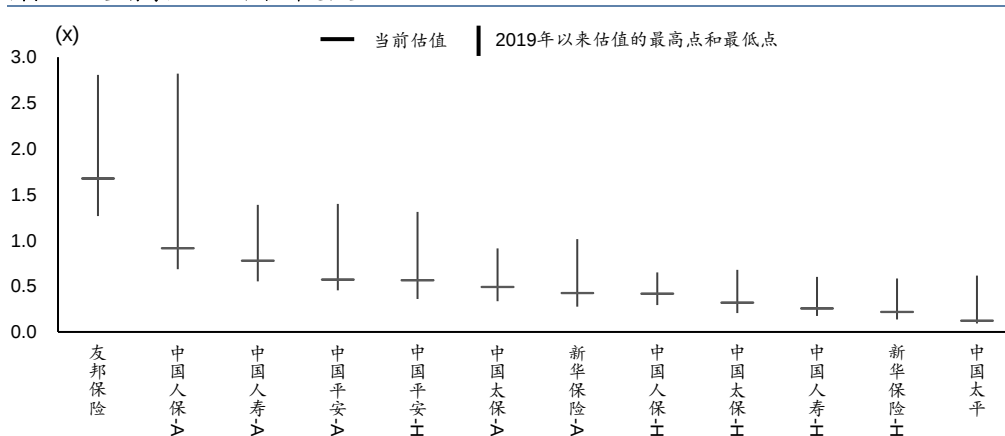
寿险公司过去十年的估值在震荡下行，2021 年后下行趋势尤为明显，反映了投资者的悲观预期。背后的因素包括了利率的长期下行、新业务的增长乏力、资产端的信用风险上升、以及权益市场的动荡等。但是我们看到，资产端信用风险有所缓和，寿险改革驱动下部分公司 NBV 已在 2023 年一季度恢复增长。尽管利率仍有下行压力，但是利率与保险估值的关系并非线性，此外保险行业也有能力通过降低负债资金成本避免利差损风险。我们认为代理人产能提升将继续推动 NBV 增长恢复，负债端修复有望驱动被低估的寿险估值修复。

图表32：寿险 PEV 估值走势



资料来源：公司公告、华泰研究

图表33：当前寿险 PEV 估值所处位置



资料来源：公司公告、华泰研究

图表34：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	收盘价	目标价	市值(百万)	EPS(元)				PE(倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安	2318 HK	买入	50.70	90.00	923,259	4.80	9.48	10.96	12.31	9.68	4.90	4.24	3.77
中国平安	601318 CH	买入	46.89	75.00	853,878	4.80	9.48	10.96	12.31	9.77	4.95	4.28	3.81
友邦保险	1299 HK	买入	81.35	110.00	942,458	0.02	0.62	0.68	0.77	520.45	16.79	15.31	13.52
中国财险	2328 HK	买入	9.38	12.00	208,637	1.20	1.47	1.65	1.86	7.16	5.85	5.21	4.62
中国太保	601601 CH	买入	27.23	45.00	261,962	2.56	4.12	4.48	5.16	10.64	6.61	6.08	5.28
中国太保	2601 HK	买入	19.66	35.00	189,136	2.56	4.12	4.48	5.16	7.04	4.37	4.02	3.49
中国人寿	601628 CH	买入	35.97	49.00	1,016,681	1.14	1.99	2.28	2.52	31.55	18.08	15.78	14.27

注：数据截至 2023 年 06 月 20 日

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表35：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
中国平安 (2318 HK)	5月寿险/产险保费同比增长 9.1/4.6% 中国平安的 2023 年 1-5 月寿险/产险原保费同比增长 6.4/5.6%，其中 5 月寿险/产险同比增速为 9.1/4.6%。寿险保费增长在 5 月进一步加快，我们认为客户对储蓄型产品的强劲需求是主要因素。尽管储蓄型产品的利润率较薄，但新单保费大幅增长支撑下，储蓄型产品仍可为新业务价值（NBV）增长做出贡献。车险二次综改首批试点地区已于 4 月底开始试行新费率，余下地区也在 6 月 1 日开始实施。此次改革将车险自主定价系数浮动范围从 [0.65-1.35] 调整至 [0.5-1.5]，可能会导致行业平均车险价格下降，但我们认为这对头部产险公司影响可控。我们预计 2023/2024/2025 年 EPS 为 RMB9.48/10.96/12.31。我们维持基于 SOTP 估值法的 A/H 目标价 RMB75/HKD90 以及“买入”评级。 风险提示：寿险 NBV 和产险承保表现大幅恶化，投资大幅亏损。 报告发布日期：2023 年 06 月 14 日 点击下载全文：中国平安(2318 HK,买入;601318 CH,买入): 5月寿险保费同比增长 9.1%
友邦保险 (1299 HK)	1Q23 NBV 同比增速达 28% 友邦保险今早公布了 2023 年一季度新业务摘要。剔除汇率影响的新业务价值（NBV）同比增长 28%，考虑汇率变动的增速仍达 23%。增长主要由保费驱动，年化新保费同比增长 34%，但 NBV 利润率同比下降 2.3pct。中国内地和中国香港市场长期储蓄产品占比增加是利润率下降的主要原因。所有市场均在一季度实现 NBV 同比增长。截止 2022 年末，股东承担风险的额外一级债务工具（AT1）直接敞口为 USD4,000 万，占同期净资产的 0.1%。我们认为香港市场内地客户业务恢复将支撑 NBV 增长，上调 2023 年 NBV 增速假设至 24%。我们预计 2023/2024/2025 年 EPS 为 USD0.62/0.68/0.77。维持 DCF 估值法得出的目标价 HKD110 和“买入”评级。 风险提示：NBV 增速不及预期、严重的投资损失。 报告发布日期：2023 年 04 月 27 日 点击下载全文：友邦保险(1299 HK,买入): 一季度 NBV 强劲增长
中国财险 (2328 HK)	5月保费同比增长 3.0% 中国财险 2023 年 1-5 月保费同比增长 8.5%，5 月同比增速为 3.0%。车险/非车险保费在 5 月同比增长 3.9/1.8%，增速均较 4 月回落。车险二次综改将商车险自主定价系数浮动范围从过去 [0.65-1.35] 调整至 [0.5-1.5]，首批地区已于 4 月底开始试点，剩余地区也已于 6 月 1 日开始实施。自主定价系数浮动范围扩大让保险公司具备了调降车险定价系数的能力，不排除中小险企可能会通过低价获取优质车险客户，但同时保险公司可能会提升高风险业务的价格。非车险保费增速放缓的主要原因是意健险保费在 5 月同比下滑 22.3%。我们预计车险赔付将在 2Q23 同比增加，但综合成本率（COR）有望保持健康。我们预计 2023/2024/2025 EPS 为 RMB1.47/1.65/1.86。我们维持基于 DCF 估值法的目标价 HKD12 以及“买入”评级。 风险提示：保费增速大幅放缓、COR 大幅恶化、投资出现严重亏损。 报告发布日期：2023 年 06 月 14 日 点击下载全文：中国财险(2328 HK,买入): 5月保费同比增长 3.0%
中国太保 (601601 CH) 中国太保 (2601 HK)	5月寿险/产险保费同比增长 4.9%/11.5% 中国太保 2023 年 1-5 月寿险保费同比下降 1.9%，产险保费同比增长 15.3%。相当于 5 月寿险/产险 4.9%/11.5% 的同比保费增速。目前市场对储蓄型保险产品的需求较强，我们认为二季度以来保费结构中的储蓄型产品占比较大。尽管利润率低于保障型产品，但新单保费大幅增长支撑下，储蓄型产品仍能对新业务价值（NBV）增长做出贡献。目前车险二次综改已在全国铺开，此次改革将车险自主定价系数浮动范围从原来 [0.65-1.35] 调整至 [0.5-1.5]。我们认为行业车险价格可能会下降，但头部产险公司受到的影响预计可控。我们预计 2023/2024/2025 年 EPS 为 RMB4.12/4.48/5.16。我们维持基于 SOTP 估值法的目标价 RMB45/HKD35 以及“买入”评级。 风险提示：NBV 大幅负增长、COR 大幅恶化、投资出现严重亏损。 报告发布日期：2023 年 06 月 14 日 点击下载全文：中国太保(2601 HK,买入;601601 CH,买入): 5月寿险保费同比增长 4.9%

股票名称

最新观点

中国人寿

5月保费同比增长15.7%

(601628 CH)

中国人寿 2023 年 1-5 月保费同比增长 5.1%，相当于单月保费同比增长 15.7%。公司 5 月保费同比增速大幅好于 1-2 月（+1.9%）、3 月（+10.2%）和 4 月（+5.6%），我们认为储蓄型产品的强劲需求是支撑保费增长的主要因素，另外季节性因素可能也是推动增长的因素之一。尽管储蓄型产品的新业务价值（NBV）利润率低于保障型产品，但新单销售大幅增加仍可抵消低利润率的影响，对 NBV 增长形成贡献。我们认为 NBV 增速有望在 1Q23 7.7%增长的基础上继续加快，全年增速预计为 9.4%。1Q23 净利润在股市上涨支撑下大幅增长，但是 2Q23 以来股市主要指数均出现下滑，可能会挤压 2Q23 净利润。我们预计 2023/2024/2025 年 EPS 为 RMB1.99/2.28/2.52。我们基于 DCF 估值法的 A/H 股目标价为 RMB49/HKD23，评级为“买入”。

风险提示：寿险 NBV 增速大幅恶化，投资大幅亏损。

报告发布日期：2023 年 06 月 11 日

[点击下载全文：中国人寿\(2628 HK,买入;601628 CH,买入\): 5月保费同比增长15.7%](#)

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

新业务价值仍旧持续负增长：寿险销售可能受经济恢复不及预期影响，出现新单保费负增长。产品利润率可能会结构变化影响继续下降，可能与新单保费负增长共同导致 NBV 持续负增长。

权益市场大幅下跌：权益市场大幅下跌可能导致保险公司净利润大幅下降。

利率大幅下跌：由于保险公司的固收投资占比较大，利率大幅下跌会使投资表现恶化，导致净利润承压。另外，利率大幅下跌还可能会导致保险公司的估值下降。

免责声明

分析师声明

本人，李健，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国太保（601601 CH）、中国太保（2601 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国太保（601601 CH）、中国太保（2601 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司