下载日志已记录，仅供内部参考

分红险转型重塑险资配置框架

行业研究 | 深度报告
非银行金融
行业评级：看好（维持）
国家/地区：中国

保险行业投资端系列研究（二）



日期：2026年7月10日

姓	名	张凯烽（证券分析师）	姓	名	何佳航（联系人）
邮	箱	zhangkaifeng@orientsec.com.cn	邮	箱	hejiahang@orientsec.com.cn
电	话	13419601003	电	话	17702796825
执业证书编号		S0860526020002	执业证书编号		S0860126040025

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

- **负债端变化是险资配置重构的起点，预定利率下调和分红险转型共同降低刚性成本。**2023年以来，普通型、分红型和万能型产品利率上限先后下调，当前普通型产品预定利率上限降至2.0%，分红型产品预定利率上限降至1.75%，万能型产品最低保证利率上限降至1.0%。负债端刚性成本回落缓释新增业务利差压力，分红险“保证+浮动”的产品机制提升险企经营弹性，推动资产配置目标从单纯覆盖高保证成本，转向“稳定净投资收益+增强可分配收益”。

- **分红险转型重塑账户属性，资产配置从单一债券主导走向资负联动下的多目标平衡。**分红险账户在保证利益基础上通过投资收益形成可分配红利，对票息收益、权益分红和会计分类管理的要求同步提升。普通险更强调现金流匹配和负债成本覆盖，分红险则更强调保证收益、浮动红利和利润稳定性的综合平衡。不同账户对利润表、净资产、CSM吸收能力和偿付能力资本占用的要求不同，决定FVTPL、FVOCI和AC资产的配置边界。

- **保险资金规模持续扩张，债券仍为压舱石，权益和长期股权投资承担收益增强功能。**截至1Q26，保险公司资金运用余额达39.4万亿元，同比+12.9%、环比+2.5%；债券占比约50.5%，仍为第一大类资产，股票、证券投资基金和长期股权投资合计占比约23.3%。低利率与分红险转型背景下，险资配置从“债券稳底”进一步延伸至“债券稳底+权益增强+多资产补充”，会计分类、税后收益、资本占用和久期匹配共同决定配置空间。

风险提示

长端利率超预期下行；权益市场大幅波动；分红险销售及结算不及预期；资产负债久期错配风险；监管政策变化风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

负债端变化是资产配置重构的起点

刚性成本下行，分红险重塑账户属性

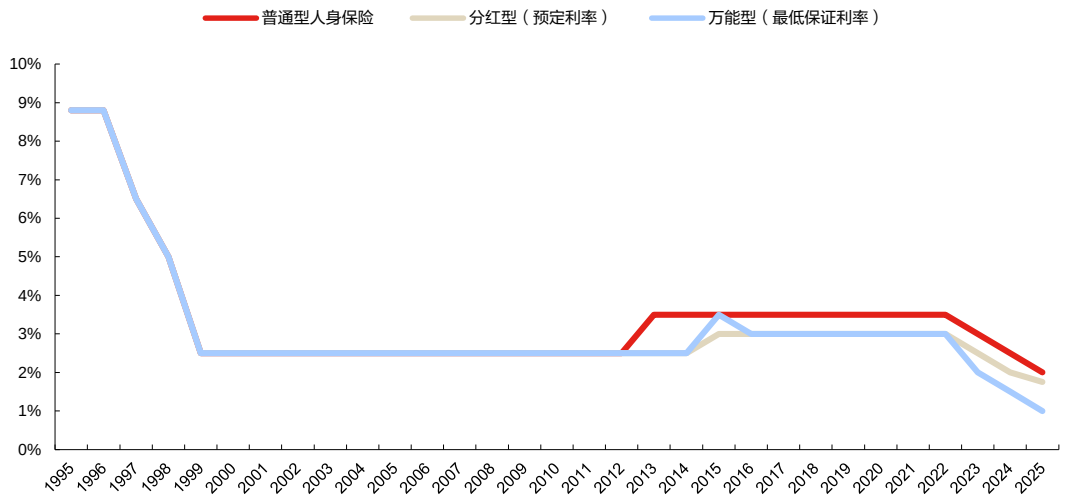
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

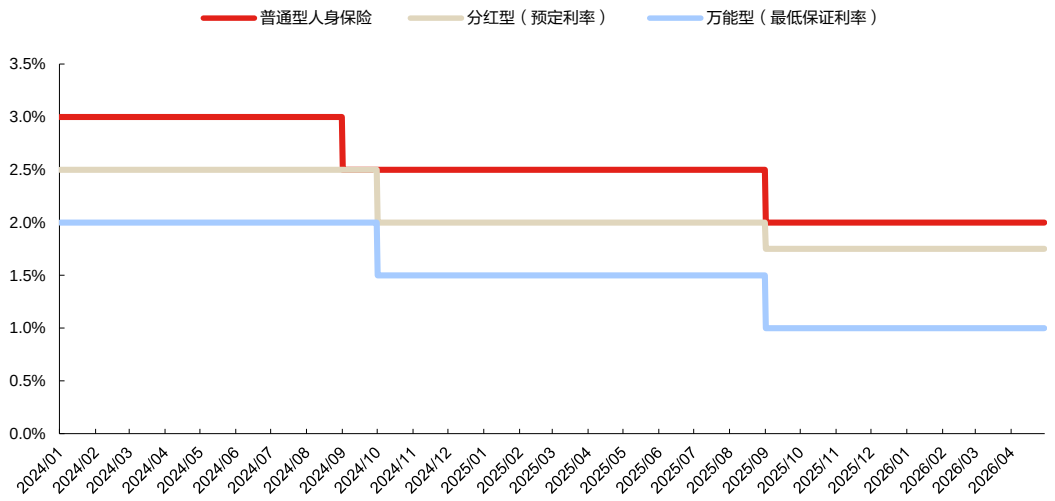
预定利率下调降低刚性负债成本

- **低利率环境下，预定利率上限连续下调推动新增业务刚性负债成本回落。**保险产品定价利率由资产端长期收益预期、负债端保证利益和监管约束共同决定。2023年以来，普通型、分红型和万能型产品利率上限先后下调，当前普通型产品预定利率上限降至2.0%，分红型产品预定利率上限降至1.75%，万能型产品最低保证利率上限降至1.0%，新增业务负债成本进入系统性下行通道。
- **负债成本下行缓释利差损压力，资产端配置目标从覆盖高保证成本转向“稳定净投资收益+增强可分配收益”。**预定利率下调降低新单刚性收益承诺，有助于改善新业务利差空间；但存量负债成本调整慢于市场利率下行，险企仍需通过长久期固收锁定底仓收益、分红险账户收益增强和会计分类管理，共同维持资产负债匹配稳定。

图：人身险产品定价利率约束持续下行



图：2024年以来人身险产品利率上限逐步下行



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：中国人民银行，原中国保监会，原中国银保监会，国家金融监督管理总局，中国保险行业协会，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

分红险成为产品转型核心方向

- **2026年头部保险公司的“开门红”产品体系呈现出高度一致的战略转向：**分红型保险已占据主导地位，产品设计核心是“保证利率+浮动分红”的组合模式，旨在平衡低利率环境下的客户收益预期与保险公司利差损风险。
- **行业全面转向分红型产品，主力产品为分红型增额寿：**包括中国人寿、平安人寿、新华保险、泰康人寿、太保寿险、太平人寿在内的头部公司，其主推产品均已切换为分红型，主要是为应对市场利率下行带来的利差损压力，通过“利益共享、风险共担”的机制增强经营的稳健性。

表：2026年寿险开门红头部险企产品体系

保险公司	主力产品名称	产品类型	关键特点/差异化策略
中国人寿	鑫鸿福养老年金险（分红型）	养老年金	投保年龄宽松（男最高70岁/女最高75岁），整合三甲医院绿通等服务资源
平安人寿	御享金越（2026）终身寿险（分红型）	增额终身寿	支持设立“双被保险人”，便于两代人共同投保，实现财富更长期的传承规划
新华保险	盛世荣耀庆典版终身寿险（分红型）	增额终身寿	演示收益在同类产品中具有竞争力，关注度较高
泰康人寿	鑫享世家2026终身寿险（分红型）	增额终身寿	创新“交清增额”红利分配模式，将红利直接转化为保额；可对接其知名的养老社区资源
太平洋人寿	鸿福添年年金险（分红型）	养老年金	产品设计上侧重快速返还，搭配的万能账户保底利率为2.0%，在当前市场中相对较高
中邮人寿	悦享盈佳（福享版）终身寿险（分红型）	增额终身寿	演示分红利率上限达4.0%，预期收益表现突出；依托邮政网络渠道优势

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

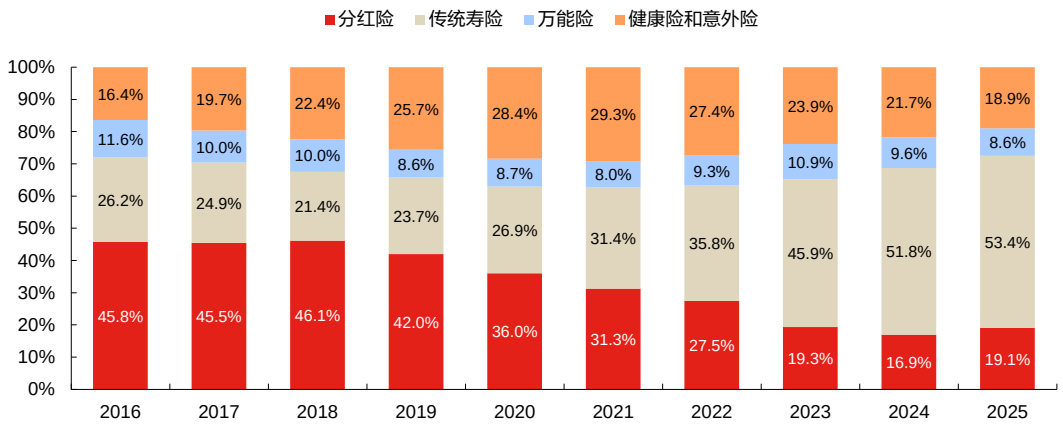
资料来源：各公司公告，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

上市险企对分红险转型较为积极

- **上市寿险公司普遍加快分红险转型，银保渠道成为主要突破口。**2025年中国人寿分红险新单占比同比提升约15 pct，太保寿险新保期缴中分红险占比升至50.0%，太平人寿分红险在长险首年期缴保费中占比达到86.1%。
- **上市险企分红险保费占比结束多年下行，2025年回升至19.1%。**同期传统寿险占比进一步提升至53.4%，仍是保费收入的主要来源；健康险和意外险、万能险占比分别降至18.9%和8.6%。
- **分红险通过“较低保证利益+浮动红利”降低险企刚性负债成本。**

图：上市险企保费收入结构



表：上市险企对分红险的表述

	2025年对分红险的表述
中国人寿	2025年银保渠道新单保费585.06亿元，同比增长95.7%，其中分红险新单保费占比同比提升约15个百分点。
平安人寿	持续丰富分红险产品和分红账户体系，推出新分红险产品。
太保寿险	2025年分红型保险新保期缴规模保费221.56亿元，新保期缴中分红险占比提升至50.0%。
新华保险	2025年分红型保险保费376.04亿元，分红型保险长期险首年保费收入同比大幅增加。
太平人寿	2025年太平人寿分红险在长险首年期缴保费中占比86.1%。
阳光人寿	银保新单期缴保费中浮动收益型产品占比32.2%。

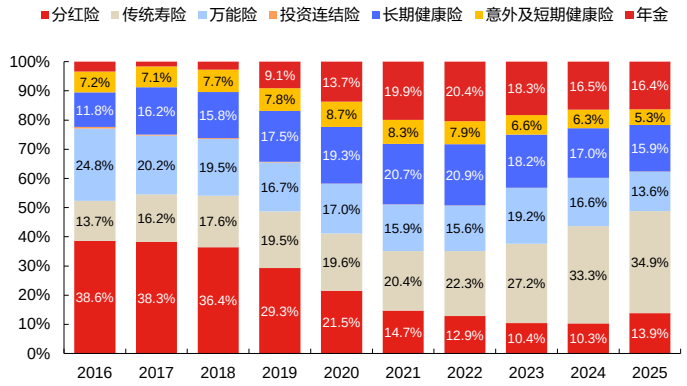
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：各公司公告，东方证券研究；注：上市险企保费收入结构包括中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平、阳光保险的人身险业务

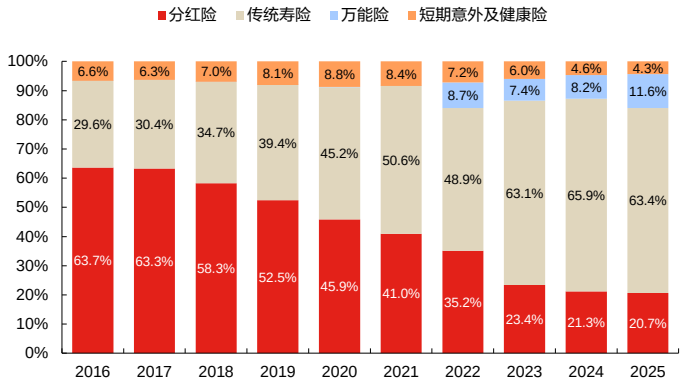
下载日志已记录，仅供内部参考

主要险企产品结构分化，分红险占比提升趋势明确

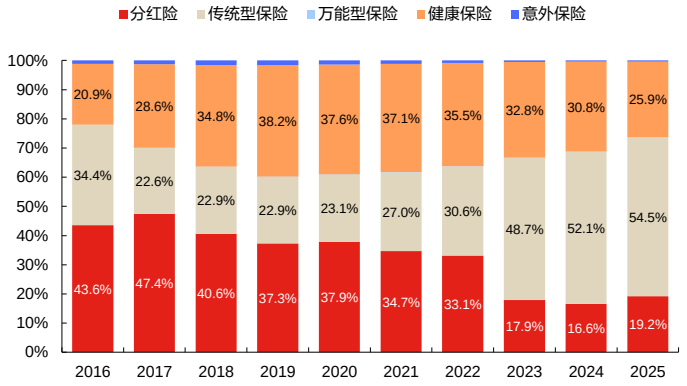
图：平安寿险与健康险保费收入结构



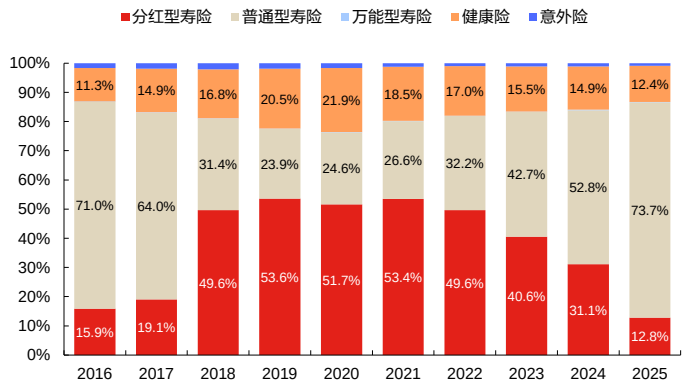
图：太保寿险保费收入结构



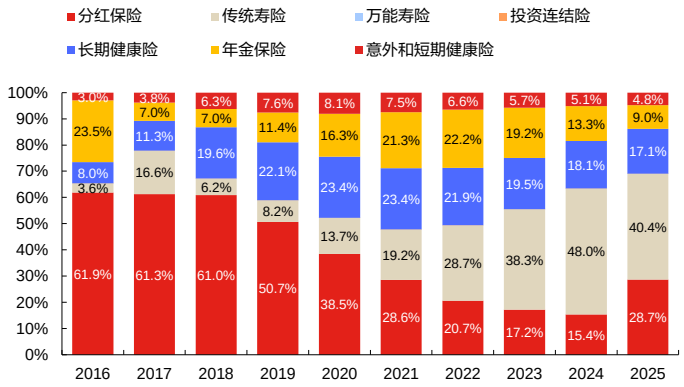
图：新华保险保费收入结构



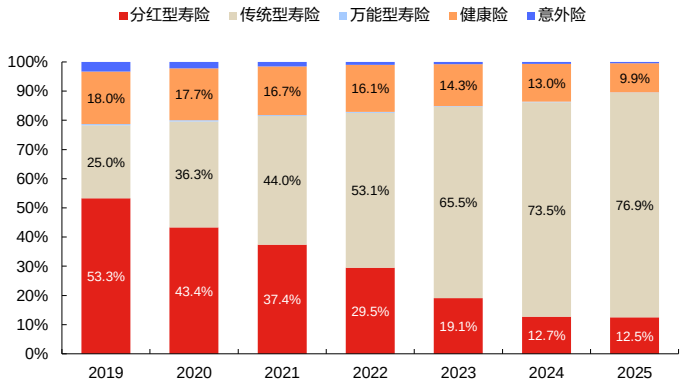
图：人保寿险保费收入结构



图：太平人寿保费收入结构



图：阳光人寿保费收入结构



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：各公司公告，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

寿险产品特征

表：寿险险种的特征

	传统寿险	分红寿险	万能寿险	投资连结寿险
保单利率	预定利率固定，保险双方存在利率风险	较低预定利率，减少保险利率风险	较低的保证利率，能有效规避利率风险	无保证预定利率，保险公司不承担利率风险
利益来源	固定	固定部分+三差	最低保证+投资运作	投资运作
资金运作	统筹帐户	专门账户	专门账户	专门账户
投资风险	保险公司承担	客户与保险公司承担	客户与保险公司承担	客户自己承担
投资收益	按固定的预定利率计算保单利益	按公司产生的盈余进行红利分配	大多有保证的回报率，收益与专门账户收益相关	无最低保障，实际收益由专门账户的投资收益决定

表：各险种客户与保险公司利益分配对比

	传统寿险	分红寿险	万能寿险	投资连结寿险
保单持有人利益	锁定固定利率	70%超额收益分红	超额收益归客户	超额收益归客户
保险公司利益	全部超额收益	30%超额收益分红	资产管理费	资产管理费
投资组合决定权	保险公司	保险公司	保险公司	客户
盈利能力对比	100%	70%	60%	50%
保户权益稳定性	高	中	中	低

资料来源：东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

分红险与普通险账户配置目标存在差异

- **分红险与普通险在投资目标与风险偏好上存在根本的不同。**
- **分红险账户：追求“保证+浮动”收益。**分红险的核心是在提供保证利益（保底收益）的基础上，通过投资为保单持有人带来可分的浮动红利。因此，其投资策略需要在稳健与增长之间找到平衡，即“攻守兼备”。这决定了它在债券配置上既需要“压舱石”来确保底线安全，也需要通过其他资产来博取超额收益。——“券种”+“择时”重要性提升。
- **普通险账户：纯粹保障，风险厌恶。**传统保障型保险（如纯寿险）的功能相对单一，主要提供风险保障，保险金额固定。保险公司为其承担全部投资风险并独享收益。这类账户的投资策略极度风险厌恶，首要目标是绝对的安全性和现金流匹配，以确保任何时候都能履行赔付义务，投资收益的优先级相对靠后。
- **过去3年债券配置占比趋势性的增长可能发生变化，更加追求“动态平衡”，但配置中枢有望保持稳健。**

表：分红险和普通险账户的配置逻辑存在差异

配置维度	分红险账户	普通险账户
风险收益目标	平衡型：在安全垫上寻求收益增强	保守型：绝对安全，现金流匹配
债券品种偏好	更为多元：在利率债基础上，会增配高等级信用债（如AAA级企业债、商业银行债）以提升收益	极度稳健：高度集中于国债、地方政府债等高信用等级的利率债。
期限久期结构	灵活调整：可能配置部分中短期债券以保持灵活性，支持权益等资产的再平衡操作	长久期主导：为匹配长期保障责任，强烈偏好配置15-30年等超长期限债券，以锁定收益、缩小久期缺口

资料来源：东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

普通险账户：GMM模型下更重视利润稳定与风险吸收

- **传统险主要采用GMM计量模型。**传统险账户风险承受能力最强，厘清管理目标是该类账户管理的首要要求，可适当增加高波动资产比例。
- **从净资产管理角度来看，**资产端应尽可能采用公允价值进行计量，以更有效地对冲负债端的利率变动；
- **从净利润管理角度来看，**资产端和负债端宜同时选用或同时不选用OCI科目，以达到净利润的最大化稳定；
- **从投资收益管理角度来看，**传统险账户负债端成本固定、久期长，且2023年以来定价利率从3.5%下降至3.0%，其风险承受能力是各类人身险账户中最高的，应增加FVTPL权益，以提升公司的盈利水平。

表：固定收益类资产的分类影响

模型分类	计量方法	净利润	净资产	总资产	投资收益率
GMM（不计入OCI）	AC	波动	波动	稳定	稳定
	FVTPL	稳定	稳定	波动	波动
	FVOCI	波动	稳定	波动	稳定可控
GMM（计入OCI）	AC	部分稳定	波动	稳定	稳定
	FVTPL	波动	稳定	波动	波动
	FVOCI	稳定可控	稳定	波动	稳定可控

表：权益类资产的分类影响

模型分类	计量方法	净利润	净资产	总资产	投资收益率
GMM（不计入OCI）	FVTPL	波动	波动	波动	波动
	FVOCI	稳定	波动	波动	稳定

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：财政部，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

分红险账户：CSM厚度有望成为配置TPL债券和股票的重要标准

- **VFA模型下负债端利息成本可以镜像反应资产端投资收益，财务稳定性有望提升。**VFA模型下，投资端的公允价值变动可被CSM（合同服务边际）吸收。分红险VFA账户相对可以更加积极主动，从而适当增加FVTPL股票的比例。实操中，各大险企可以围绕最低预定利率为目标去适当配置高分红股票弥补收益缺口。CSM的厚度在此过程中有望成为FVTPL股票配置的重要限制，以此为约束并将剩余股票计入FVOCI。

表：VFA计量模型（全部记入损益）下财务指标变动分析

模型分类	计量方法	净利润	净资产	总资产	投资收益率
固定收益类	AC	波动	波动	稳定	稳定
	FVTPL	波动/稳定	波动/稳定	波动	波动
	FVOCI	波动	波动/稳定	波动	稳定可控
权益类	FVTPL	波动	波动	波动	波动
	FVOCI	不适用	不适用	不适用	不适用
	权益法	波动	波动	稳定	稳定

表：VFA计量模型（部分记入损益）下财务指标变动分析

模型分类	计量方法	净利润	净资产	总资产	投资收益率
固定收益类	AC	稳定	波动	稳定	稳定
	FVTPL	稳定	波动/稳定	波动	波动
	FVOCI	稳定	波动/稳定	波动	稳定可控
权益类	FVTPL	稳定	波动	波动	波动
	FVOCI	不适用	不适用	不适用	不适用
	权益法	稳定	波动	稳定	稳定

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

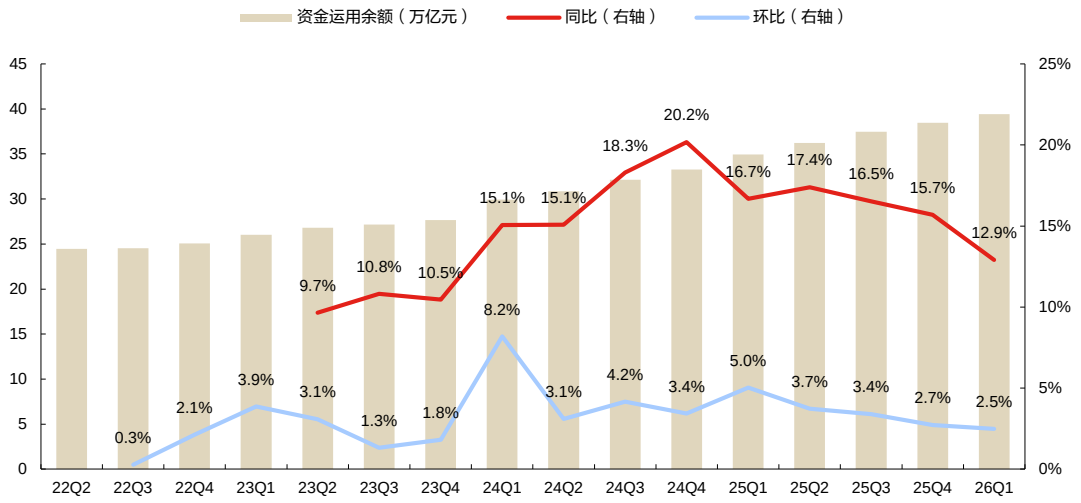
资料来源：财政部，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

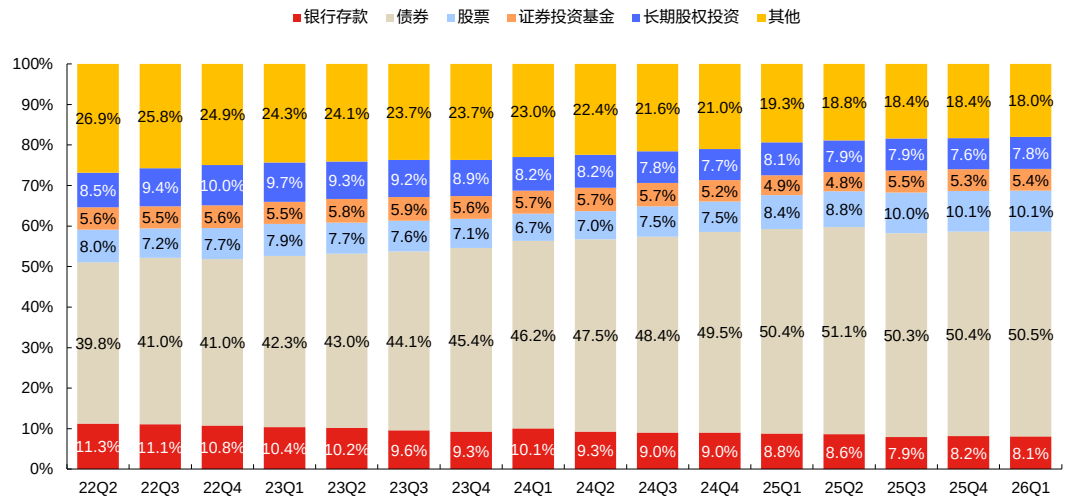
资金运用规模接近40万亿元，债券仍为配置压舱石

- **保险资金运用余额持续扩张，资产端配置影响力同步提升。**截至1Q26，保险公司资金运用余额达39.4万亿元，同比+12.9%、环比+2.5%，较22Q2的24.5万亿元明显提升。负债端保费流入、产品结构切换和账户属性变化，会通过资金运用规模放大至债券、权益及多资产市场。
- **债券仍是保险资金配置的压舱石，权益及长期股权投资承担收益增强功能。**1Q26保险资金运用结构中，债券占比约50.5%，仍为第一大类资产；股票、证券投资基金和长期股权投资合计占比约23.3%。在低利率与分红险转型背景下，险资配置从“债券单一主导”走向“债券稳底+权益增强+多资产补充”。

图：截至1Q26保险公司整体资金运用余额



图：截至1Q26保险公司整体资金运用结构



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

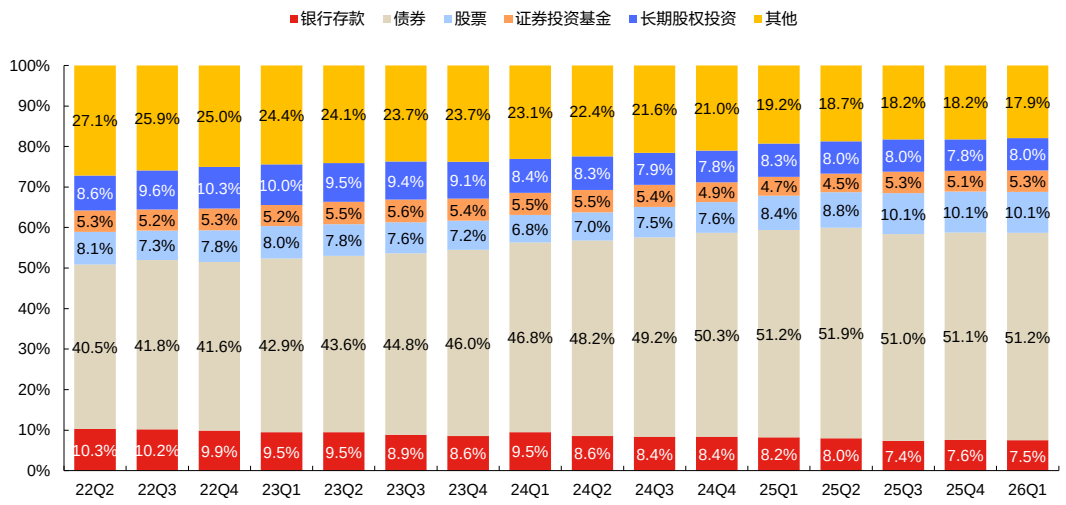
资料来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

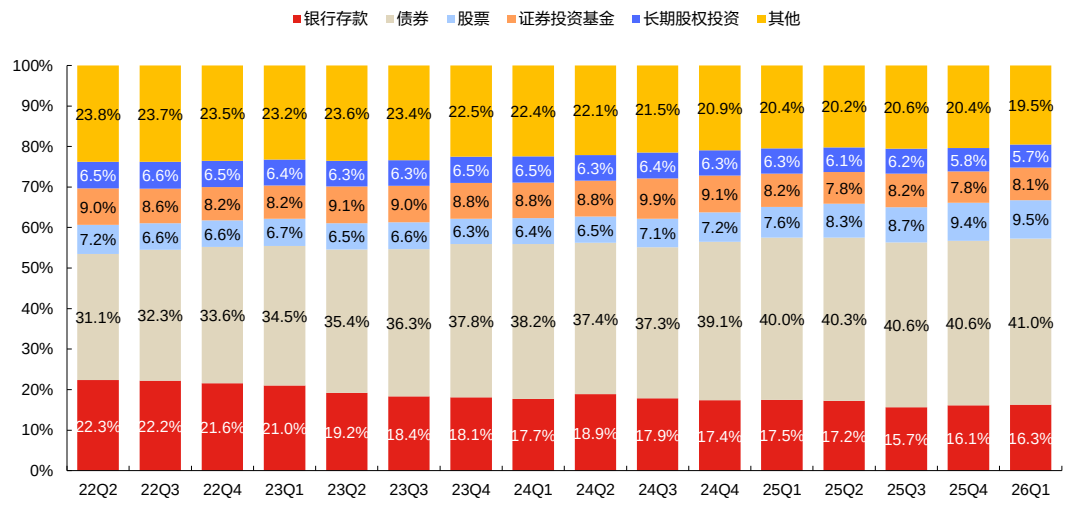
人身险久期匹配需求更强，财险配置稳中有升

- **人身险资金运用更受长期储蓄型负债驱动，债券占比持续提升。**1Q26人身险公司债券配置占比约51.2%，较22Q2提升约10.7 pct；同期银行存款和其他资产占比下降。长久期负债、预定利率下调和分红险转型共同强化人身险对稳定票息、久期匹配和净投资收益韧性的需求。
- **财险负债久期较短，配置结构更强调安全性、流动性和承保现金流匹配。**1Q26财产险公司债券占比约41.0%，较22Q2提升约9.9 pct，但银行存款占比仍维持在16.3%，高于人身险公司。相比人身险，财险配置对流动性和短久期资产的要求更高，债券配置提升更多体现为稳健增值和现金流管理。

图：人身险公司债券配置整体呈现逐季上升趋势



图：财产险公司债券配置整体保持稳中有升



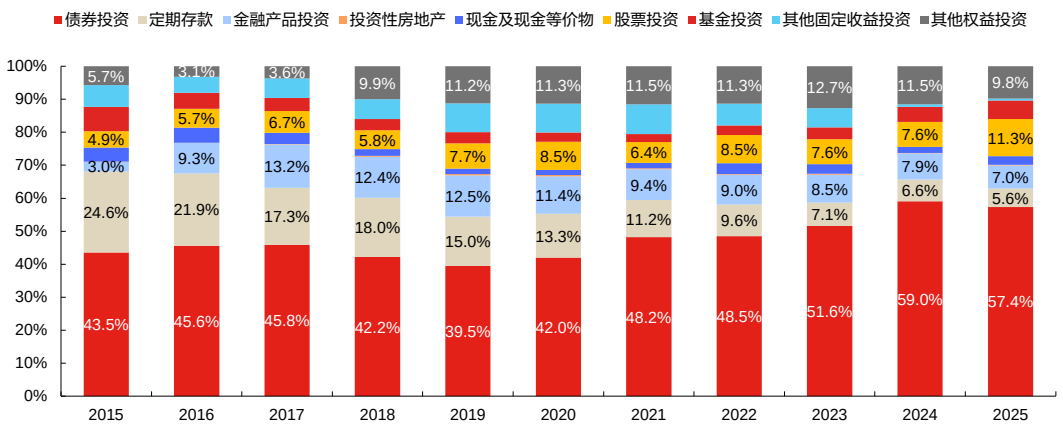
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究

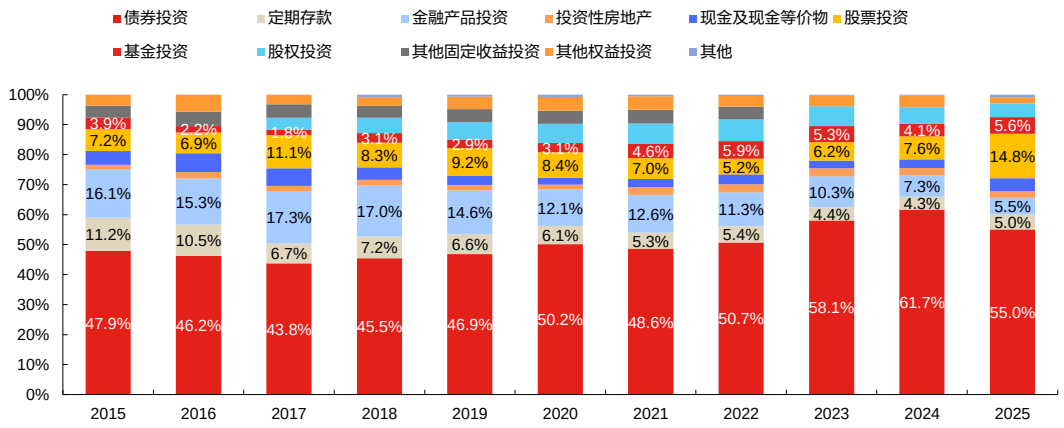
下载日志已记录，仅供内部参考

上市保险公司投资组合结构

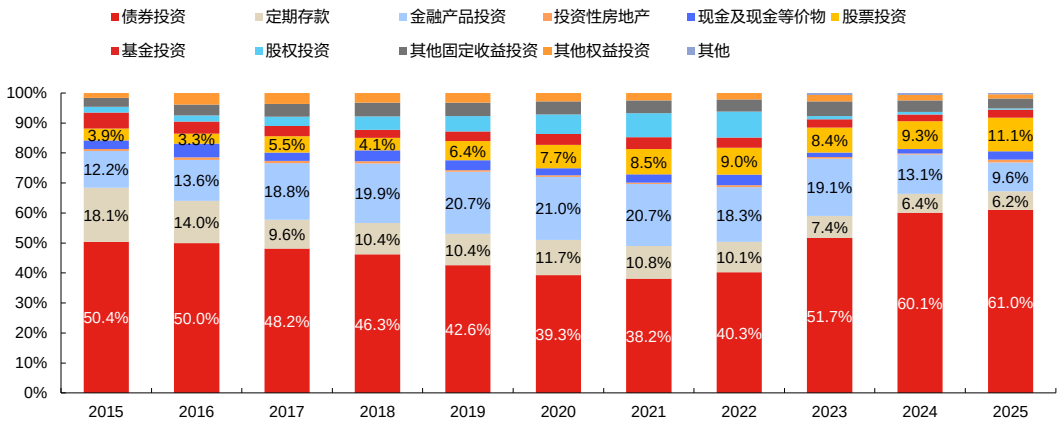
图：中国人寿投资组合结构



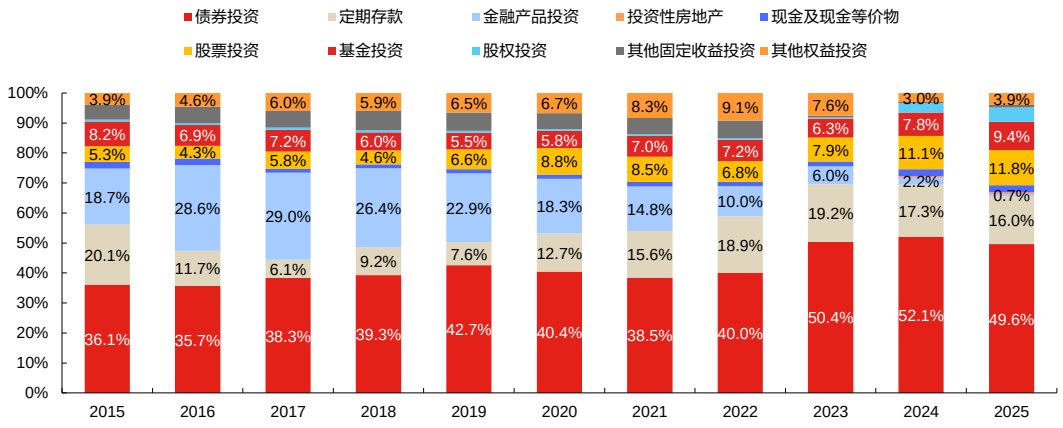
图：中国平安投资组合结构



图：中国太保投资组合结构



图：新华保险投资组合结构



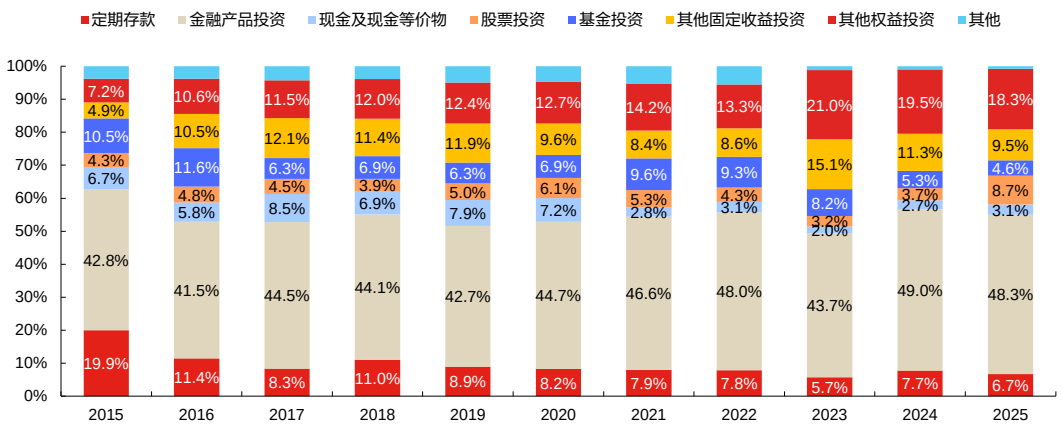
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：iFinD，东方证券研究

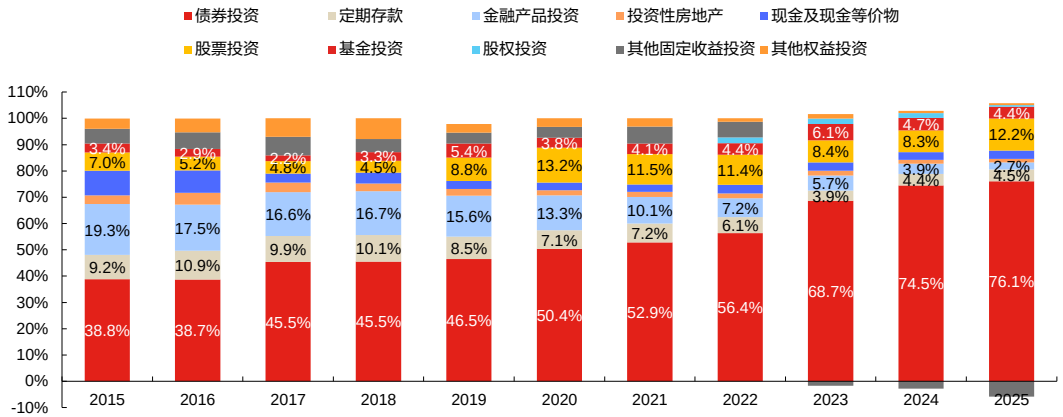
下载日志已记录，仅供内部参考

上市保险公司投资组合结构

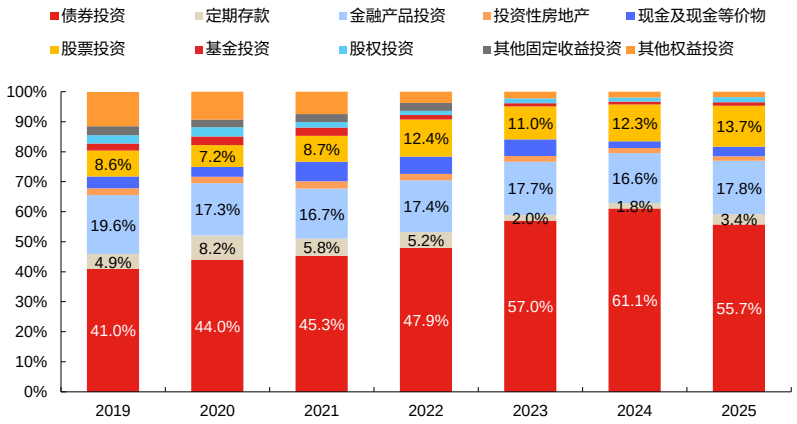
图：中国人保投资组合结构



图：中国太平投资组合结构



图：阳光保险投资组合结构



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：iFinD，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

建立“以产品为原点”的资产负债管理体制

负债端 ⟷ 充分沟通 / 协调决策 ⟷ **资产端**

资产端：根据负债特征，制定大类资产配置方案

产品开发阶段	销售阶段	停售及后续阶段
产品预定利率 结算政策 资产配置 资本占用	业务规模与结构 结算方案 资产配置 资本占用	结算方案 资产配置 资本占用

负债端：根据投资预期，优化业务规划及策略

当前实际投资收益水平

未来投资收益合理预计

?

- 负债结构
- 定价利率假设
- 价值评估假设
- 实际结算水平

资产端 **负债端**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：中国太保公开资料，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

资负联动决定配置框架

监管边界、资本约束、税后收益与会计分类共同决定配置空间

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

保险投资的特殊性：资产配置必须服从长期负债

- 保险投资的首要目标不是单纯追求最高收益，而是在保障赔付与给付能力的基础上，实现安全性、流动性、收益性与资产负债匹配的平衡。

负债特征	对投资端的要求
合同期限较长 需要配置长期资产，降低再投资风险	**1 配置长期、稳定的资产** 拉长久期，锁定长期收益
2 现金流相对可预测 需要匹配赔付、年金和满期给付	**2 构建现金流匹配的组合** 匹配赔付节奏，降低缺口风险
3 存在保证利益 投资收益需要覆盖负债成本	**3 获取稳健收益覆盖负债成本** 控制风险，确保覆盖保证成本
4 退保与赔付存在波动 需要保留流动性缓冲	**4 保持充足的流动性缓冲** 应对退保与赔付不确定性
5 受到偿付能力监管 风险资产配置受资本约束	**5 优化风险与资本占用** 在资本约束下提升配置效率

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

资产配置的功能分工：固收稳定收益，权益提供弹性

- 不同资产的差异不只体现在收益率高低，更体现在现金流、期限、流动性和资本占用不同；保险资金通常以固收资产构建底仓，以权益和其他资产增强长期收益弹性。

主要资产类别

1. **债券及存款**
   提供稳定票息和现金流，
   是长期负债匹配的底仓
2. **股票及基金**
   提升长期收益
   提供利润和净资产弹性
3. **长期股权投资**
   获取持续分红和长期回报
   兼具战略配置属性
4. **非标及另类资产**
   提升组合收益
   匹配长期资金的配置需求
5. **现金及短期资产**
   满足赔付、退保和再配置需求
   承担流动性缓冲功能

保险投资组合

在组合中的功能

1. **稳定收益底仓**
   以债券、存款等资产提供经常性收益
2. **收益弹性来源**
   以股票、基金等资产增强长期回报
3. **长期配置补充**
   以长期股权投资、非标和另类资产
   拉长久期并提升收益
4. **流动性缓冲工具**
   以现金和短期资产应对赔付、退保与配置调整

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债匹配：期限、现金流和收益率需要同时匹配

- 保险投资的关键不在单期收益率最高，而在于资产久期、现金流与收益率能够持续覆盖负债需求，并留有充足的流动性缓冲。

负债侧：长期、刚性、不确定性并存

赔付 / 给付节奏
分散且多期，具有规律性。

保证利益成本
最低保证利率、责任准备金等形成刚性成本。

退保不确定性
退保规模与时点存在波动，带来现金流压力。



资产侧：匹配导向、稳健配置、分层管理

久期配置
拉长资产久期，匹配负债久期。

流动性储备
保有充足流动性资产应对突发现金流需求。

收益来源结构
多元化收益来源，分散风险并提升收益稳定性。

利差≈投资收益率-负债成本

利差收益≈平均投资资产×利差

⚠ 久期错配　⚠ 现金流错配　⚠ 收益错配

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

监管边界决定险资可投范围与配置上限

表：保险资金大类资产配置监管约束

资产类别	方面	监管规定
权益类资产	权益投资上限挂钩偿付能力充足率	根据保险公司综合偿付能力充足率，权益类资产（含股票、基金、未上市股权）投资上限分为八档：
		• 偿付能力充足率≥350%：≤45%
		• 偿付能力充足率300%-350%：≤40%
		• 偿付能力充足率250%-300%：≤35%
		• 偿付能力充足率200%-250%：≤30%
		• 偿付能力充足率150%-200%：≤25%
		• 偿付能力充足率100%-150%：≤20%
		• 偿付能力充足率100%以下：≤10%
		• 综合偿付能力充足率不足100%时，需立即停止新增权益投资
	集中度限制	单一上市公司股票投资比例≤10%，避免过度集中风险
固收类资产	基础配置要求	固定收益类资产（含债券、银行存款）是险资配置的“压舱石”，无明确上限，但需满足流动性管理要求：流动性资产占比≥5%
		长期债券配置久期匹配负债端（寿险公司平均负债久期约13年）
	风险因子约束	债券类资产风险因子为0.05-0.2，显著低于股权投资（0.35-0.48），引导险资优先配置低风险固收资产
另类投资	股权投资（PE/VC）	实际配置比例不足1%，受偿付能力风险因子（0.35-0.48）限制，中小险企配置意愿较低
		2024年政策放宽财务性股权投资行业限制，但需通过“负面清单+正面引导”机制
	不动产与基建	不动产投资比例≤30%，基建类项目因期限长、收益稳定更受青睐
黄金与其他创新品种	黄金投资试点	2025年试点允许10家险企投资上海金交所黄金合约，上限为总资产的1%（约2000亿元）
		暂不开放黄金ETF配置，未来或逐步放宽
	境外投资	总体比例≤15%，实际配置占比约1%，受汇率风险和跨境监管限制

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：国家金融监督管理总局，原银保监会，原保监会，中国保险行业协会，上海黄金交易所，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

核心监管文件持续完善，险资配置边界逐步清晰

- **保险资金运用监管从“明确可投范围”逐步延伸至“投资能力、偿付能力、穿透管理和资产分类”。**近年来监管文件对债券评级、银行资本补充债券、金融产品投资、偿付能力规则和保险资管公司自有资金投资等领域持续细化，险资配置空间扩展与风险约束同步强化。

表：2018年以来保险资金运用核心监管文件梳理

监管文件	发布/执行日期	涉及对象	相关内容
《保险资金运用管理办法》	2018年4月1日	保险集团(控股)公司+保险公司	险资运用限于下列形式： (一)银行存款；(二)买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券；(三)投资不动产；(四)投资股权；(五)国务院规定的其他资金运用形式。
《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》	2020年5月20日	保险集团(控股)公司+保险公司+保险资管公司	1、险资投资的银行二永债按照发行人对其权益工具或者债务工具的分类，相应确认为权益类资产或者固定收益类资产，纳入相应监管比例管理； 2、投资二永债的保险机构的信用风险管理能力应当达到银保监会规定的标准 ，且上季度末偿付能力充足率不得低于120%。
《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》	2021年11月2日	保险集团(控股)公司+保险公司+保险资管公司	1、保险公司上季末综合偿付能力充足率为200%(含)以上+具备(或受托人具备)信用风险管理能力，取消对所投资非金融企业(公司)债券的外部信用评级要求；上季末综合偿付能力充足率为120%(含)以上+具备(或受托人具备)信用风险管理能力，投资的非金融企业(公司)债券的主体和债项应具有BBB级(含)或相当于BBB级以上的信用级别。 2、保险公司投资的企业债券按照发行人对其债务工具或权益工具的分类，相应确认为固定收益类资产或权益类资产，纳入相应监管比例管理。
《保险公司偿付能力监管规则(II)》	2021年12月30日	保险集团(控股)公司+保险公司+保险资管公司	1、完善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； 2、针对保险资金运用存在的多层嵌套等问题，要求按照“全面穿透、穿透到底”的原则，识别资金最终投向。
《关于保险资金投资有关金融产品的通知》	2022年4月24日	保险集团(控股)公司+保险公司+保险资管公司	1、保险公司可以根据投资管理能力和风险管理能力，自行投资或者委托保险资产管理公司投资金融产品，但不得委托保险资产管理公司投资单资产管理计划和面向单一投资者发行的私募理财产品； 2、保险公司投资金融产品的，应当符合上季度末综合偿付能力充足率不得低于120%。
《保险资产管理公司管理规定》	2022年9月1日	保险资管公司	1、保险资管公司的自有资金可以开展金融资产投资以及与资产管理业务相关的股权投资，其中，持有现金、银行存款、政府债券、准政府债券、政策性金融债券等具有较高流动性资产的比例不得低于50%； 2、保险资管公司的净资产低于4000万元人民币，或者现金、银行存款、政府债券、准政府债券等可运用的流动资产低于2000万元人民币且低于公司上 会计年度营业支出的，银保监会可以要求其限期整改。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：国家金融监督管理总局，原银保监会，原保监会，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

债券投资受评级、集中度和偿付能力共同约束

- **债券是险资配置压舱石，但投资行为受评级、集中度、偿付能力和信用风险管理能力共同约束。**监管规则对单一品种、单一发行人、银行资本补充债券、低评级债券等均设有明确限制，险资配债需要在票息收益、资本占用、久期匹配和合规边界之间综合权衡。

表：保险资金投资债券相关监管要求

发文编号	文件名称	相关内容
保监发[2012]58号	《保险资金投资债券暂行办法》	①保险公司投资中央政府债券、准政府债券、有担保的企业(公司)债券，可以按照资产配置要求，自主确定投资总额；投资无担保非金融企业(公司)债券的余额，不超过该保险公司上季末总资产的50%。 ②保险公司投资同一期单品种中央政府债券和准政府债券，可以自主确定投资比例：投资同一期单品种金融企业(公司)债券和有担保非金融企业(公司)债券的份额，不超过该期单品种发行额的40%；投资同一期单品种无担保非金融企业(公司)债券的份额，不超过该期单品种发行额的20%。 ③保险公司投资同一发行人发行的企业(公司)债券的余额，不超过该发行人上一会计年度净资产的20%:投资关联方发行的企业(公司)债券的余额，不超过该保险公司上季末净资产的20%。
保监发[2014]13号	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	①投资单一固定收益类资产的账面余额不高于本公司上季末总资产的5%；投资境内的中央政府债券、准政府债券、银行存款等除外。 ②投资单一法人主体的余额，合计不高于本公司上季末总资产的20%；投资境内的中央政府债券、准政府债券等除外。
保监发[2015]3号	《关于保险公司发行资本补充债券有关事宜的公告》	①保险公司持有其他保险公司的资本补充债券和符合中国保监会要求的次级定期债务的余额不得超过本公司净资产的20%。 ②保险集团(控股)公司与其子公司之间不得相互认购资本补充债券；同一保险集团(控股)公司的子公司之间不得相互认购资本补充债券。 ③保险公司持有其他保险公司的资本补充债券和符合中国保监会要求的次级定期债务的余额不得超过本公司净资产的20%。
银保监发[2020]17号	《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》	保险机构投资银行二级资本债券和无固定期限资本债券的，其信用风险管理能力应当达到银保监会规定的标准，且上季度末偿付能力充足率不得低于120%。
银保监办发[2021]118号	《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》	①保险公司上季末综合偿付能力充足率为200%(含)以上且具备(或受托人具备)信用风险管理能力的，取消对所投资非金融企业(公司)债券的外部信用评级要求。 ②保险公司上季末综合偿付能力充足率为120%(含)以上且具备(或受托人具备)信用风险管理能力的，投资的非金融企业(公司)债券的主体和债项，应具有国内信用评级机构评定的BBB级(含)或相当于BBB级以上的信用级别。 ③保险公司投资单一国内信用评级机构评定的BBB级(含)信用评级以下的企业(公司)债券账面余额，不得超过该债券当期发行规模的10%;保险公司投资同一发行人发行的国内信用评级机构评定的BBB级(含)信用评级以下的企业(公司)债券账面余额，合计不得超过该发行人上一会计年度经审计净资产的20%。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：国家金融监督管理总局，原银保监会，原保监会，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

保险资金债券投资不同于银行、理财、公募和券商

- 由于保险公司负债久期、现金流特征的独特性，同时资产端的非净值化，因此对保险债券投资人员的考核相较公募债券基金等更为困难，较难对标。作为市场对标的一个方法，将保险债券投资长期收益与公募纯债基金业绩做比较，总体上保险投资可以跑赢公募纯债基金，但两者存在久期、杠杆率、负债稳定性上的差异，这种比较仍不够科学。与其他保险同业相比而言，由于彼此之间存在负债期限、负债成本、规模体量、风险偏好、会计方法等诸多差异，事实上也无法直接比较。

表：各机构类型债券投资差异汇总

	保险	银行表内	银行理财	公募基金	证券公司
是否为做市商/债券承分销商	否	是	否	否	是
是否贡献信贷授信额度	否	是	是	否	否
负债端久期	长	短	短	中短	中短
大类资产配置特征	含股票、股权、基金、债券、债券等资产	以贷款为主，债券为辅	过去以固收为主，正在向大类资产转型	股债均有，但以各类资产的相对收益为主	股债均有
估值方法	成本法估值比例仍较高	成本法估值比例仍较高	转向净值化	绝大部分都为净值化	大部分为市值估价
信用风险偏好	低	债券风险偏好低	较高	低	较高
考核方式	绝对收益为主	FTP定价	规模导向，绝对收益为主	相对收益为主	绝对收益为主

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：国家金融监督管理总局，原银保监会，原保监会，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

税后收益影响债券品种相对性价比

表：主要债券品种税收与配置属性对比

机构	券种	利息收入		转让差价	
		增值税	所得税	增值税	所得税
公募基金	国债、地方债	免	免	免	免
	金融债	免	20%（政金债免税）	免	免
	买入返售	质押式不适用；买断式看押品	免	免	免
	同业存单	免	20%	免	免
	铁道债	3%	10%	免	免
	信用债	3%	20%	免	免
其他资管产品	国债、地方债	免	免	3%	25%
	金融债	免	25%	3%	25%
	存单	免	25%	3%	25%
	铁道债	3%	12.50%	3%	25%
	信用债	3%	25%	3%	25%
银行自营等	国债、地方债	免	免	6%	25%
	金融债	免	25%	6%	25%
	存单	免	25%	6%	25%
	铁道债	6%	12.50%	6%	25%
	信用债	6%	25%	6%	25%
	国债、地方债	免	免	免	免
	金融债	免	20%（政金债免税）	免	免

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：财政部，税务总局，国家金融监督管理总局，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

会计分类决定利润、净资产和投资收益率波动路径

- **会计分类决定资产波动进入利润表、净资产还是OCI，进而影响险企投资收益率口径和业绩稳定性。**AC资产有利于稳定净投资收益率，FVOCI有利于构建净资产底仓，FVTPL提升利润弹性但放大当期波动，权益法资产兼具长期收益和战略协同属性。
- **资负联动框架下，资产配置不是单纯选择资产类别，也包括选择会计分类。**不同账户对利润稳定性、净资产波动和CSM吸收能力的要求不同，决定FVTPL、FVOCI和AC资产的配置边界。

表：不同会计分类对利润、净资产和投资收益率的影响

资产分类	计量方式	收益进入路径	对净利润影响	对净资产影响	配置含义
AC	摊余成本	利息收入	稳定	稳定	适合现金流匹配和长期持有
FVOCI	公允价值计量	利息/分红进利润，公允价值进OCI	相对稳定	波动	适合构建OCI底仓
FVTPL	公允价值计量	全部进入利润表	波动较大	随利润波动	提升利润弹性，适合交易性和部分权益资产
权益法	按权益法核算	投资收益	相对稳定	随被投企业权益变化	适合长期股权和战略投资

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：财政部，IFRS Foundation，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

会计分类决定市场波动进入利润表还是净资产

- 会计分类决定投资波动进入当期损益、其他综合收益还是主要体现为票息收入，是理解险企利润差异的关键。

AC

利息 / 股息
计入利润表

估值变动
通常不直接体现

主要影响
净投资收益与利息收入稳定性

FVOCI

利息 / 股息
计入利润表

估值变动
计入其他综合收益（OCI）

主要影响
净投资收与综合收益波动

FVTPL

利息 / 股息
计入利润表

估值变动
直接计入当期损益

主要影响
净利润弹性最大

同一项资产价格上涨

AC	通常不反映估值收益
FVOCI	主要增加OCI与净资产
FVTPL	直接增加当期利润

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

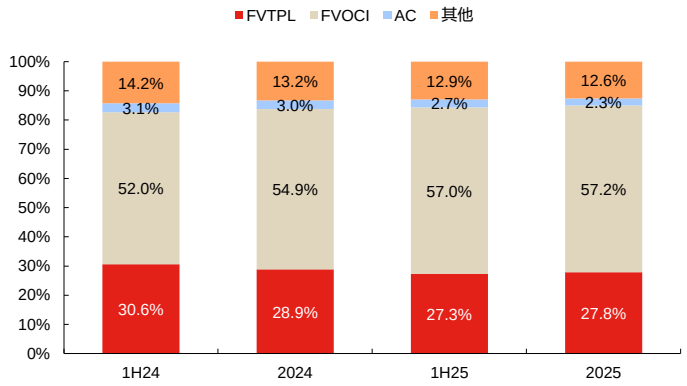
资料来源：东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

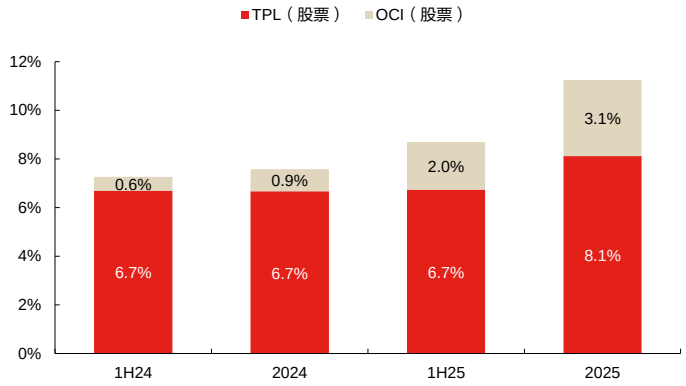
权益配置稳步提升，FVOCI股票占比普遍提升

- **上市险企权益配置边际抬升，股票资产承担收益增强和分红补充功能。**低利率环境下，净投资收益率下行推动保险公司从“债券票息稳底”转向“债券稳底+权益增厚”。2025年，中国人寿FVTPL股票和OCI股票合计占总投资组合比例提升至11.2%，较1H24提升约3.9 pct；其中FVTPL股票占比8.1%，OCI股票占比3.1%，权益配置对投资收益的补充作用提升。
- **会计分类成为权益配置的核心管理工具，OCI股票占比提升有助于降低利润表波动。**中国人寿2025年FVOCI资产占投资组合比例提升至57.2%，FVTPL占比为27.8%，资产分类更偏向净资产底仓管理。股票投资内部结构中，OCI股票占股票投资比例由1H24的7.7%提升至2025年的27.8%，FVTPL股票占比由92.3%降至72.2%，体现权益配置从单纯利润弹性逐步转向“利润弹性+净资产底仓”并重。

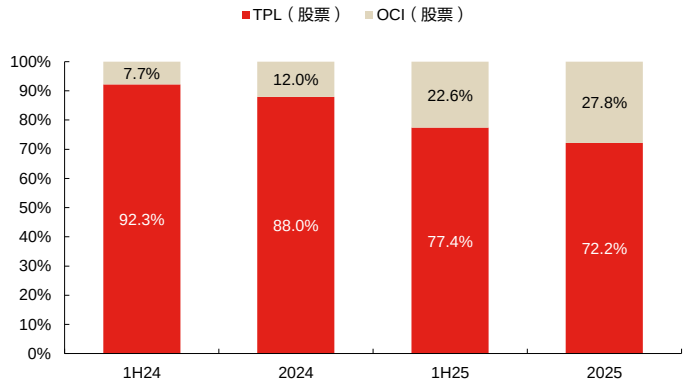
图：中国人寿IFRS9下投资组合



图：中国人寿TPL股票和OCI股票占比总投资组合比例



图：中国人寿TPL股票和OCI股票占比股票投资比例



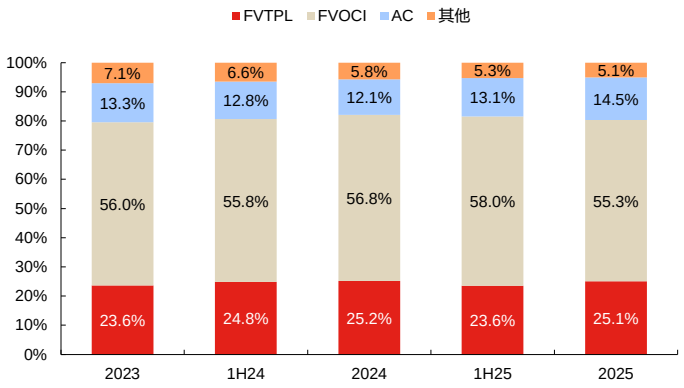
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：各公司公告，东方证券研究

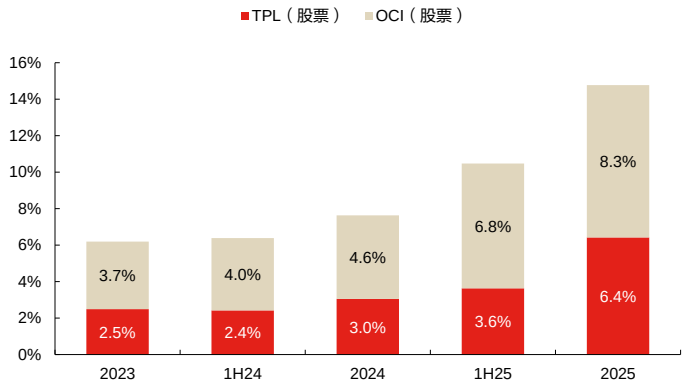
下载日志已记录，仅供内部参考

权益配置稳步提升，FVOCI股票占比普遍提升

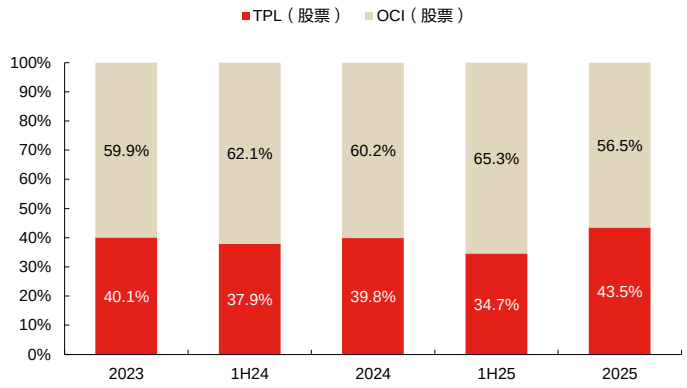
图：中国平安IFRS9下投资组合



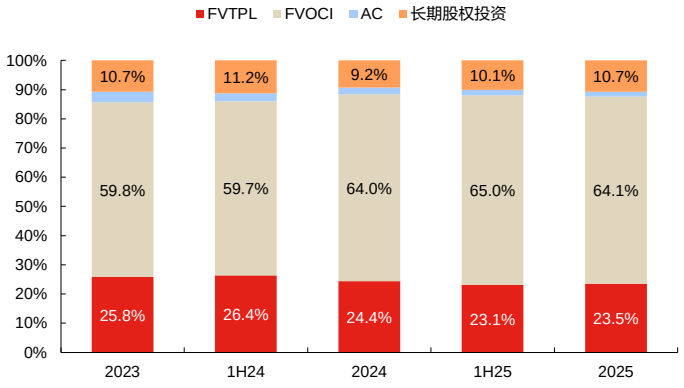
图：中国平安TPL股票和OCI股票占比总投资组合比例



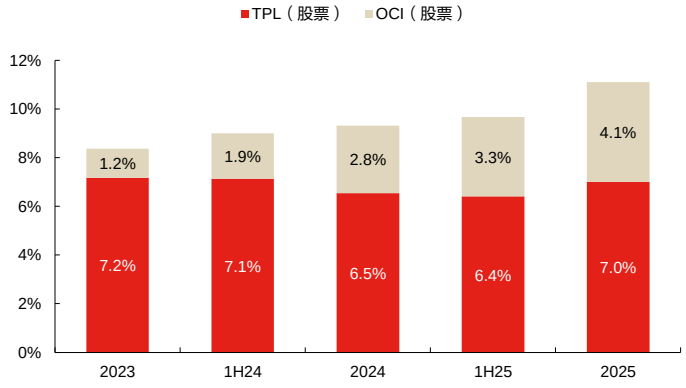
图：中国平安TPL股票和OCI股票占比股票投资比例



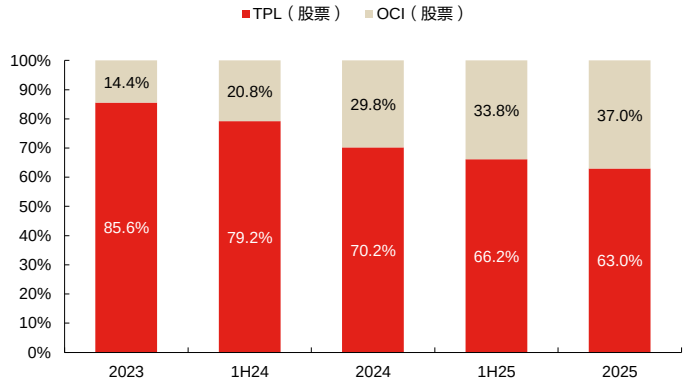
图：中国太保IFRS9下投资组合



图：中国太保TPL股票和OCI股票占比总投资组合比例



图：中国太保TPL股票和OCI股票占比股票投资比例



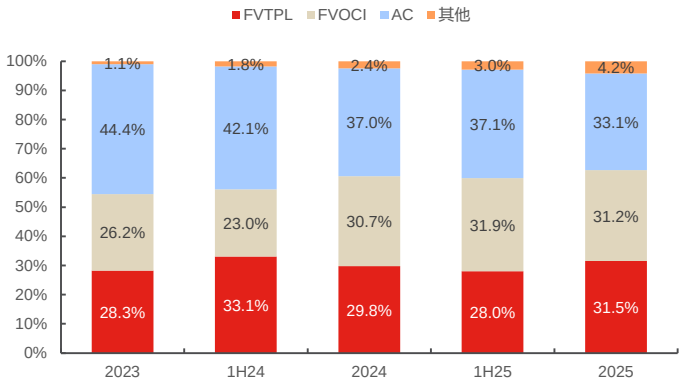
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：各公司公告，东方证券研究

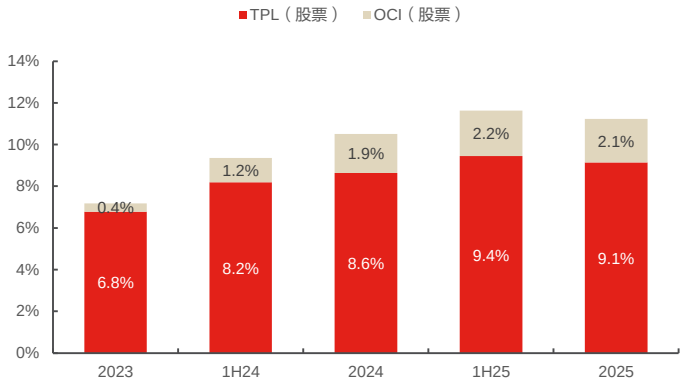
下载日志已记录，仅供内部参考

权益配置稳步提升，FVOCI股票占比普遍提升

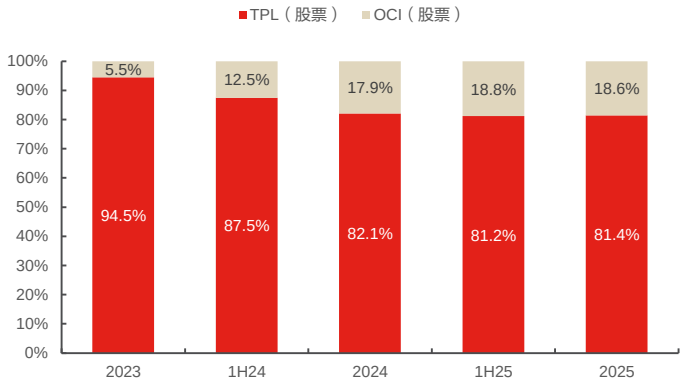
图：新华保险IFRS9下投资组合



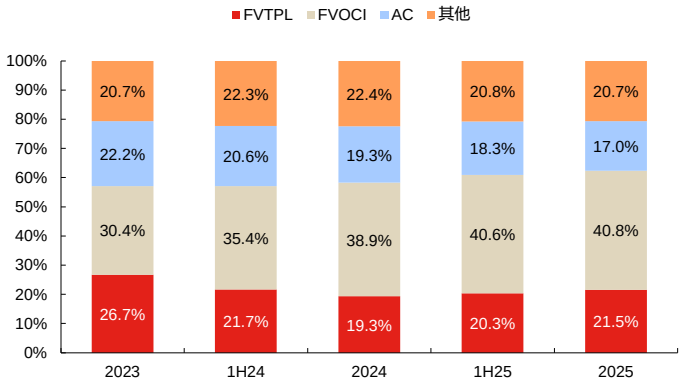
图：新华保险TPL股票和OCI股票占比总投资组合比例



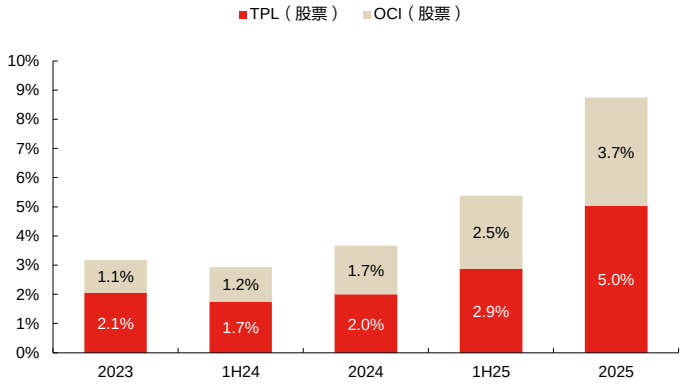
图：新华保险TPL股票和OCI股票占比股票投资比例



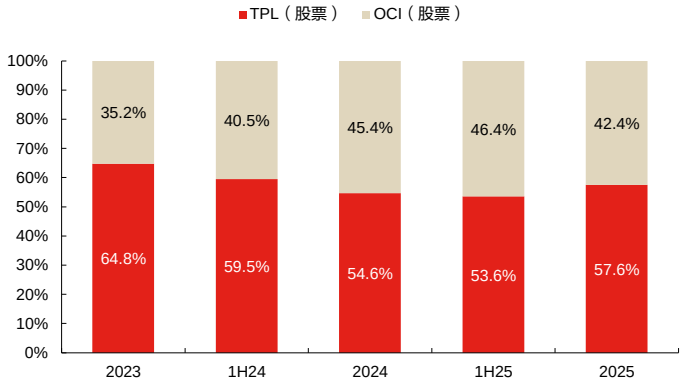
图：中国人保IFRS9下投资组合



图：中国人保TPL股票和OCI股票占比总投资组合比例



图：中国人保TPL股票和OCI股票占比股票投资比例



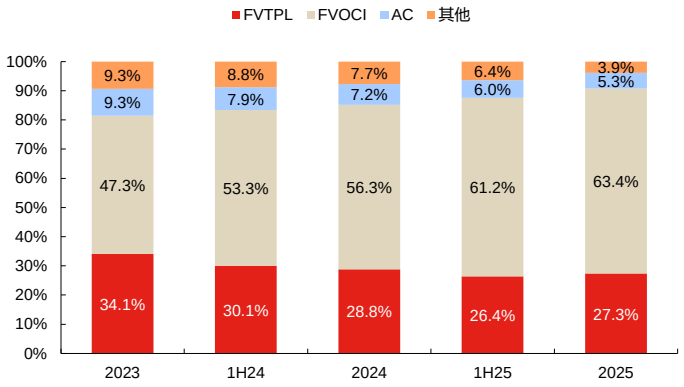
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：各公司公告，东方证券研究

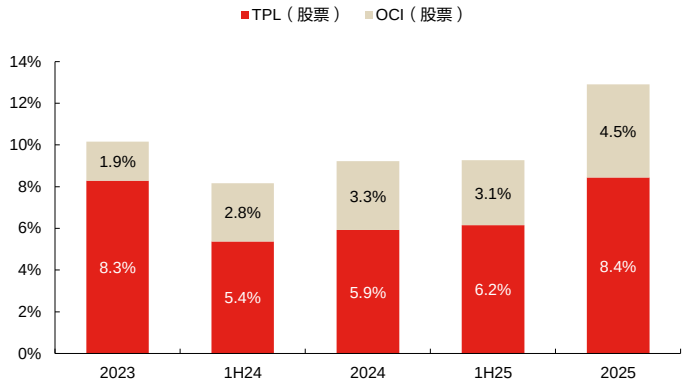
下载日志已记录，仅供内部参考

权益配置稳步提升，FVOCI股票占比普遍提升

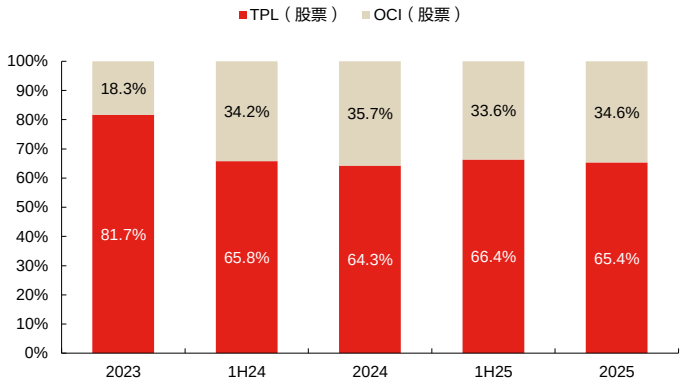
图：中国太平IFRS9下投资组合



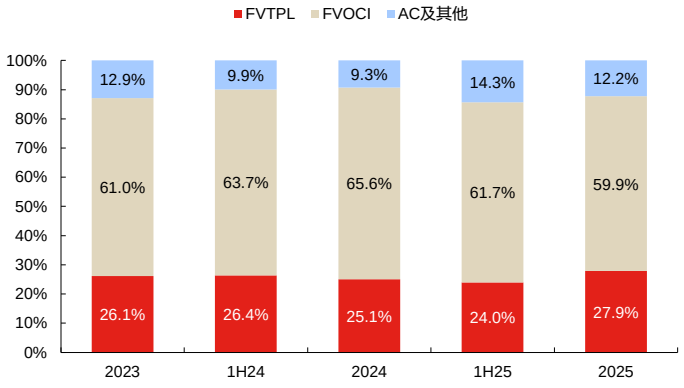
图：中国太平TPL股票和OCI股票占比总投资组合比例



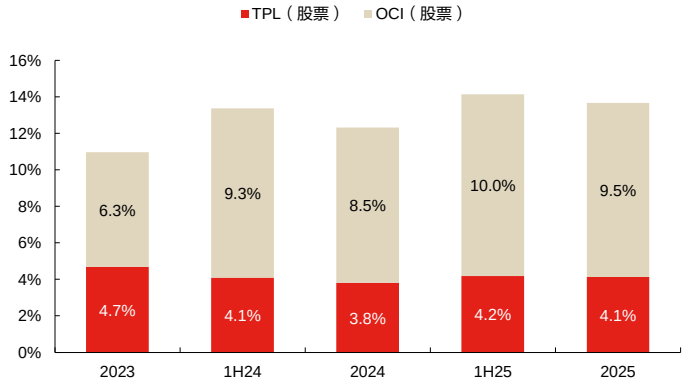
图：中国太平TPL股票和OCI股票占比股票投资比例



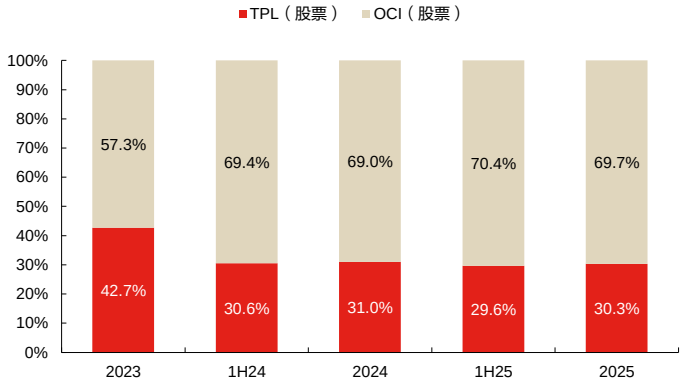
图：阳光保险IFRS9下投资组合



图：阳光保险TPL股票和OCI股票占比总投资组合比例



图：阳光保险TPL股票和OCI股票占比股票投资比例



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：各公司公告，东方证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

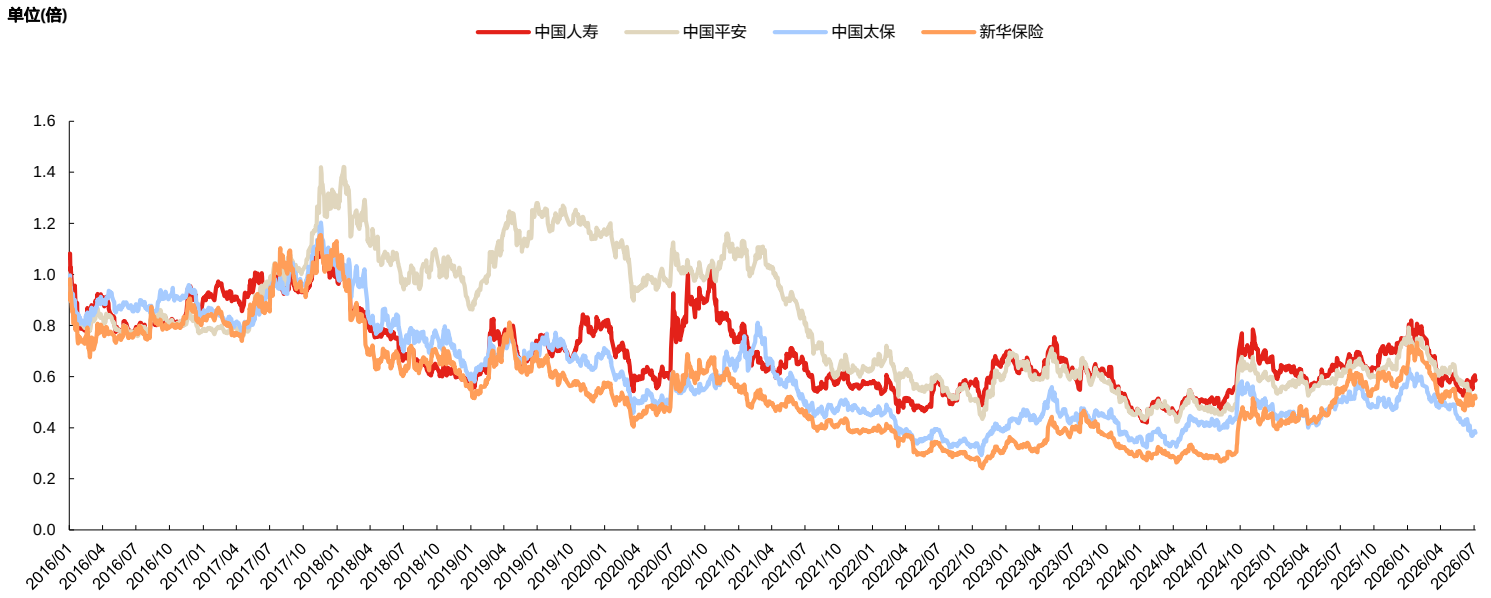
- **低利率环境下，保险负债端刚性成本下行和产品结构转型同步推进，分红险成为人身险产品转型的核心方向。**分红险“保证利率+浮动分红”的机制有助于降低新单利差损压力，并通过利益共享机制增强负债端弹性。资产端来看，保险资金仍将以债券构建稳定收益底仓，通过长久期利率债、高等级信用债和税后收益更优的固收品种维持净投资收益韧性；同时，权益、基金和长期股权投资在分红险账户中的收益增强作用提升，FVOCI股票配置占比提升有助于平滑利润表波动、增强净资产底仓稳定性。
- **行业配置层面，低利率与分红险转型共同强化头部险企的资产负债管理能力、会计分类管理能力和跨资产配置能力。**具备较厚CSM基础、较强权益配置能力、较高分红险转型效率和稳健投资收益表现的头部险企，有望在新产品定价下行周期中维持价值创造能力。
- **推荐两条主线：**
  - **1）寿险主业规模和价值（NBV）齐增，投资端有望受益于2026Q2权益市场回暖的险企：**中国人寿(601628，买入)、新华保险(601336，买入)；
  - **2）资负两端经营稳健，保险服务业绩和投资业绩贡献稳定，兼具盈利稳定性、股息回报和估值吸引力的险企：**中国人保(601319，买入)、中国平安(601318，买入)、中国太保(601601，买入)。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

图：A股保险公司滚动P/EV估值



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

资料来源：iFinD，东方证券研究所；注：数据截至2026年7月8日

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **长端利率超预期下行。**若长端利率进一步快速下行，新增资产配置收益率和存量固收资产再投资收益率承压，保险公司净投资收益率和利差空间面临压力。
- **权益市场大幅波动。**保险公司权益、基金和FVTPL资产配置比例提升后，权益市场波动将通过利润表、净资产或其他综合收益影响投资业绩和偿付能力表现。
- **分红险销售及结算不及预期。**若客户对分红险接受度低于预期，或分红实现率、结算水平与客户收益预期存在偏差，可能影响新业务增长、保单续期和负债端稳定性。
- **资产负债久期错配风险。**若负债端久期延长而资产端长久期资产供给不足，或保险公司配置节奏与利率周期不匹配，可能加大再投资风险和现金流错配压力。
- **监管政策变化风险。**偿付能力监管、权益投资比例、金融产品投资、资本补充债投资、会计分类和分红险结算规则等政策变化，可能影响保险资金配置空间和利润释放节奏。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的12个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率5%～15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。
暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。
未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。
暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路318 号东方国际金融广场26 楼
电话： 021-63325888
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn