



证券研究报告  
(优于大市, 维持)

# 《大象起舞，乘风破浪》

## ——中国人寿投资价值分析

孙婷（非银行金融行业 首席分析师）

SAC号码: S0850515040002

2020年7月14日

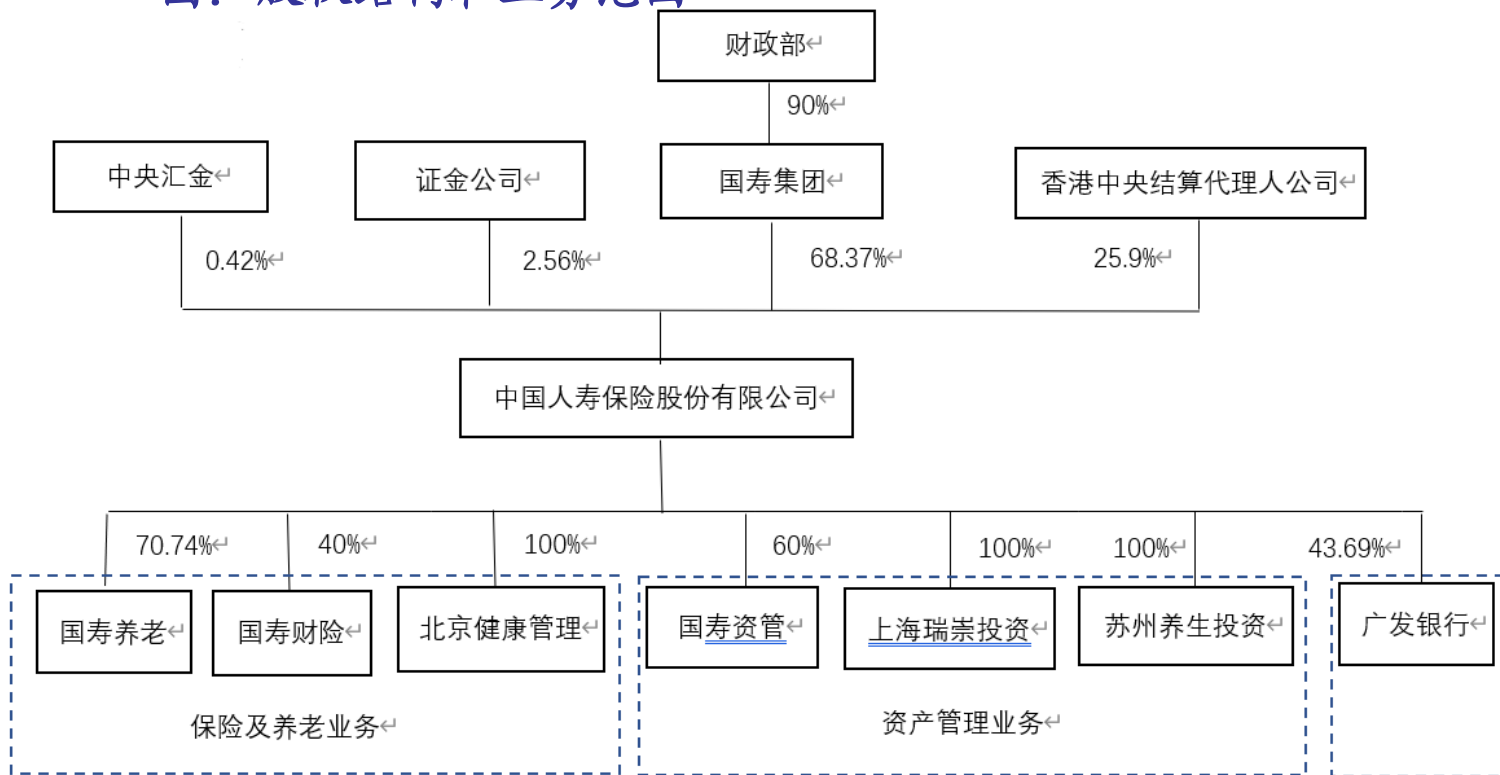
1. 综合实力雄厚，老牌险企焕发生机
2. 新单、盈利和价值增速拐点已至
3. 寿险：加速转型，代理人质态全面向好，保障型占比快速提升
4. 投资：风格稳健，资产质量高
5. 投资建议：业绩确定性高，估值低位，坚定推荐！

风险提示：1) 长端利率趋势性下行，2) 股市大跌，3) 保障型保费增长不达预期。

# 1.1 国有大型金融保险企业：保险、养老、资管

■ 国内最大的专业寿险公司，广发银行最大股东。公司股权较为集中，集团作为第一大股东，持股比例高达**68%**，实际控制人为财政部。中国人寿业务板块涵盖寿险、财险、企业和职业年金、银行、基金、资产管理、财富管理、实业投资、海外业务等多个领域。

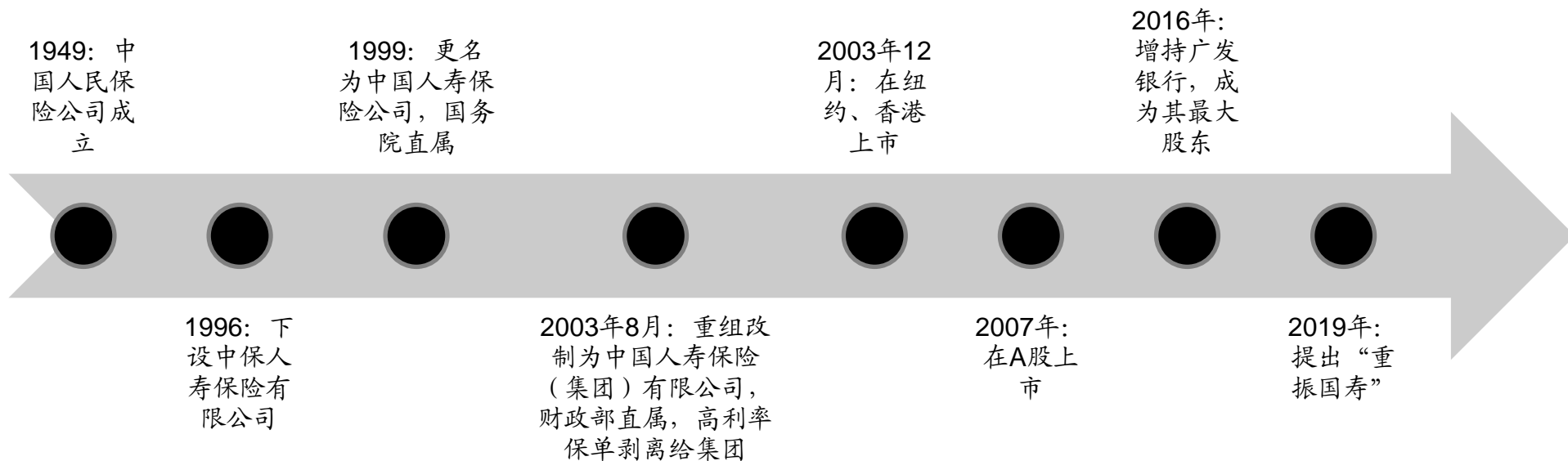
图：股权结构和业务范围



## 1.2 新管理层上任为老牌险企注入新活力

- **2018年11月**，王滨接任中国人寿集团董事长。新董事长拥有丰富的银行保险经验，总裁熟悉内地市场，两人珠联璧合。公司坚定“建设国际一流金融保险集团”的战略目标，自**2019年**提出“重振国寿”后，相关战略部署快速到位，新领导班子、新战略为老牌央企注入新活力。

图：中国人寿历史沿革



# 1.3 重振国寿由“开局起势”转向“攻坚突破”



- 重振国寿线路图明确，以“三大转型”、“双心双聚”、资负联动为主要战略内核，走国寿特色寿险发展道路。
- 2019年“重振国寿”首年完成成绩单披露，合并总资产**3.7万亿元**，同比增长**14.51%**；净利润超**500亿元**，均创历史新高。子公司在重振国寿战略引领下，通过实施“鼎新工程”初步完成与战略相匹配的组织架构和市场布局，涵盖销售、投资、产品、运营、科技和人力资源等领域的变革转型。
- 2020年新冠考验下，再次逆势取得亮眼成绩。寿险子公司新近披露的**2020年前5月**保费数据已经达到**3698亿元**，在新冠疫情严重冲击下仍实现了高达两位数的同比增速，达到**14.99%**，同期主要同业平安寿险同比增速为**-7.05%**，太保寿险为**0.04%**。

## 三大转型

从销售主导向销售与服务并重转型

从人力驱动向人力与科技双轮驱动转型

从规模取向向价值与规模有机统一转型

## “双心双聚”

以客户为中心，以生产单元为重心

聚焦价值，聚焦大个险

## 资负联动

加强大类资产配置统筹管理

优化多元化委托管理

强化业绩考核

建立市场化用人机制

## 1.4 自由流通市值小

- 相较于其他金融股，中国人寿A股属于小市值股票。中国人寿A股自由流通市值仅604亿元左右，自由流通股本15亿股，仅占总股本的5.3%。

表：中国人寿流通市值及占比最低

	总股本（亿股）	自由流通股本 （亿股）	股价（元） （7月13日）	自由流通市值 （亿元） （7月13日）	自由流通股本占 总股本
中国人寿	282.65	15.00	40.28	604.20	5.31%
中国平安	182.80	98.70	82.36	8128.89	53.99%
中国太保	96.20	31.28	32.06	1002.74	32.51%
新华保险	31.20	7.02	55.94	392.98	22.52%

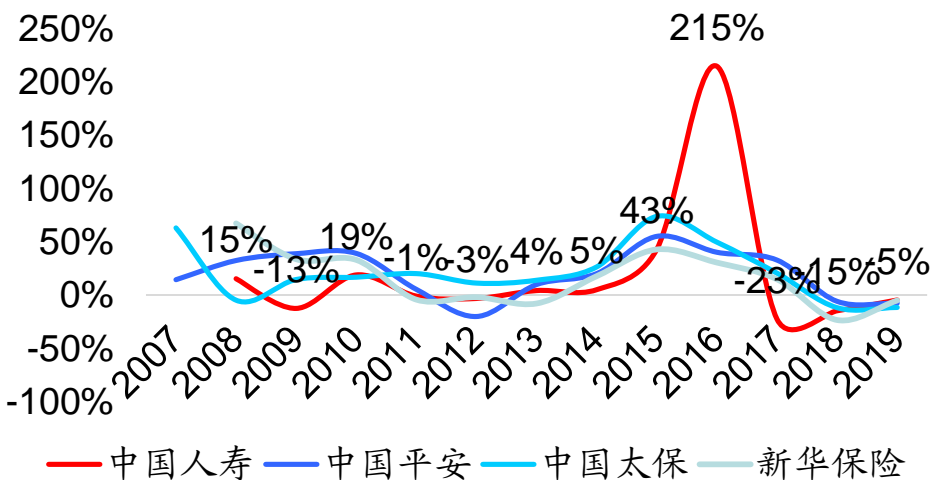
1. 综合实力雄厚，老牌险企焕发生机
2. 新单、盈利和价值增速拐点已至
3. 寿险：加速转型，代理人质态全面向好，保障型占比快速提升
4. 投资：风格稳健，资产质量高
5. 投资建议：业绩确定性高，估值低位，坚定推荐！

风险提示：1) 长端利率趋势性下行，2) 股市大跌，3) 保障型保费增长不达预期。

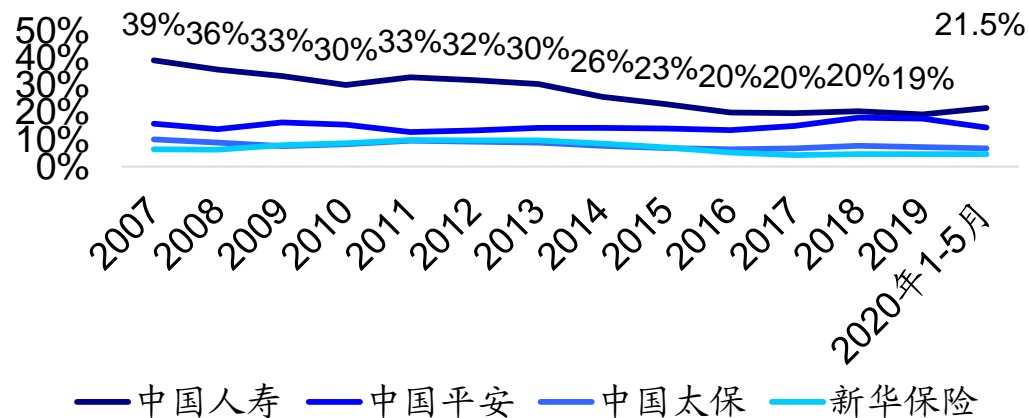
## 2.1 2020年新单增速逆势稳增长，市占率出现拐点

- 中国人寿2007-2019年新单复合增速为11%，低于平安的18%、太保的16%和新华的14%。2019年以来全行业新单增速承压，中国人寿2019年新单同比-4.6%，受行业影响增速承压但已开始优于同业。我们预计2020年上半年公司个险新单实现两位数增长，增速远远领先平安、太保。
- 中国人寿市占率从2007年的39%下降至2019年的19%。主要由于2013年-2016年公司银保渠道依赖较强，受银保新规等监管影响，银保收入大幅收缩。但2020年前五个月，公司市占率由年初的19.1%攀升至21.5%，预计未来新单领先优势持续、市占仍有上行空间。

图：中国人寿过往新单增速较低



图：保费市占率第一但近年有所下滑，2020向上拐点已现

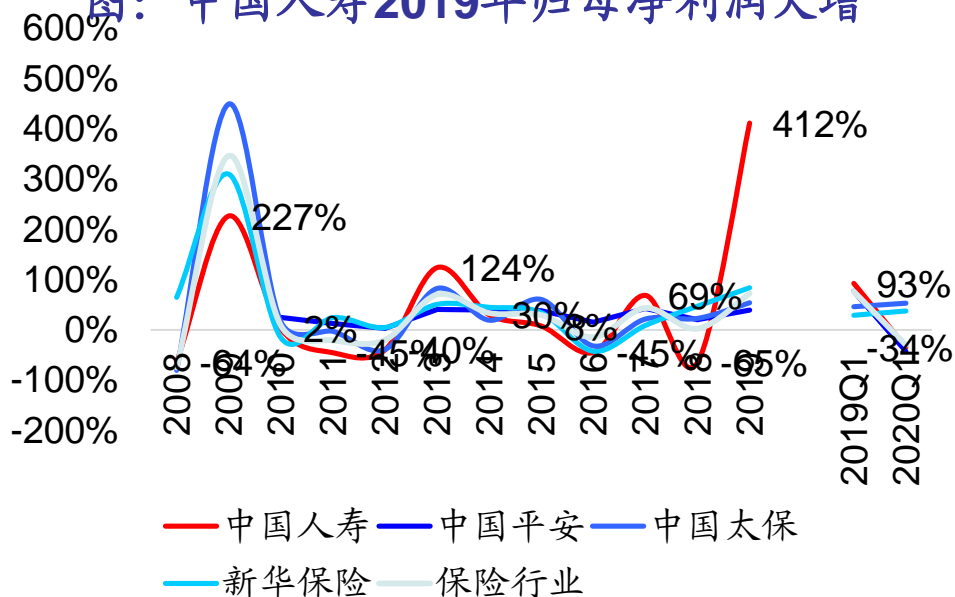




## 2.2 2019年归母净利润大增

- 中国人寿2007-2019年归母净利润从281亿元增加到583亿元，净利润复合增速为6%，低于平安、太保、新华的21%、12%和35%。2018利润基数较低，2019受益于投资收益大增及2018税收调减转回，净利润大幅增长412%。
- 2020年一季度，归母净利润同比-34%，我们预计主要是由于750天移动平均国债收益率下行使得准备金多提，我们认为险企2020利润承压是行业普遍现象，无需过度担忧。

图：中国人寿2019年归母净利润大增



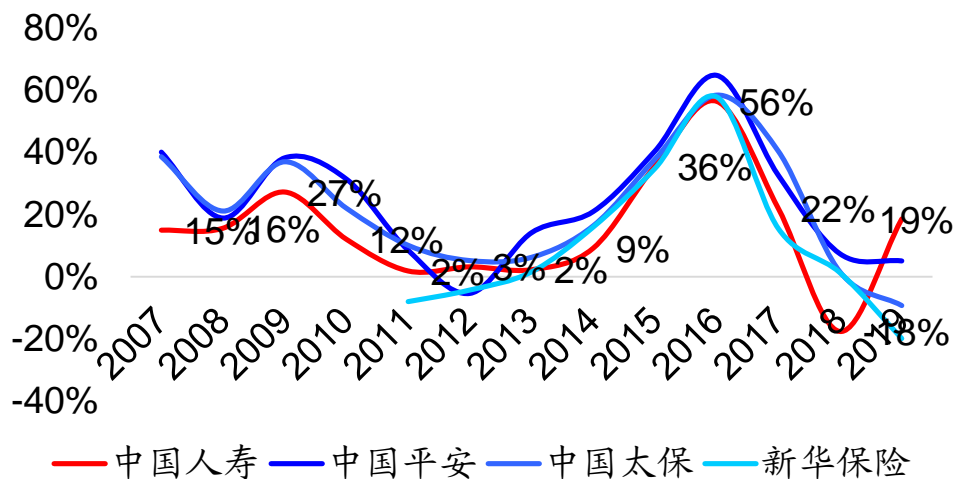
图：上市险企累计净利润（百万元）



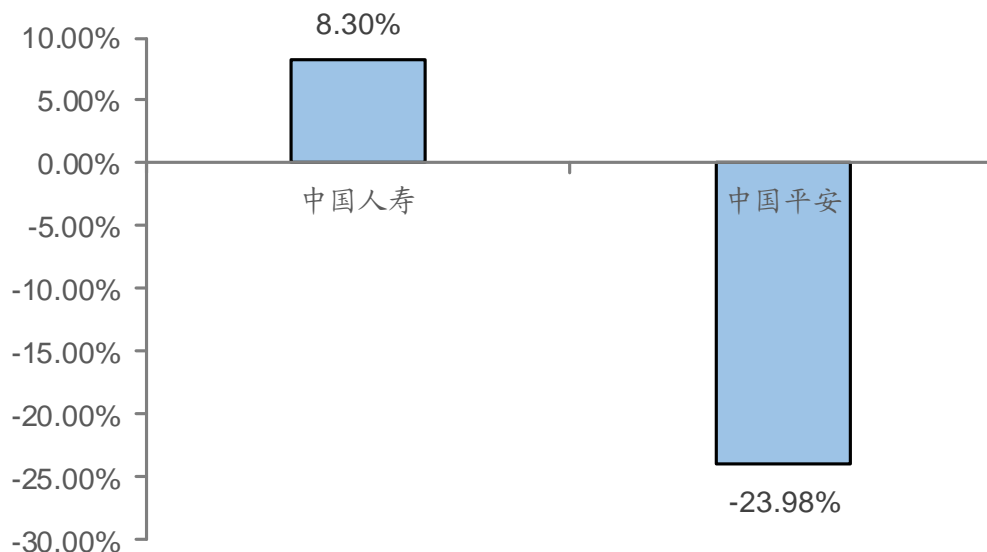
## 2.3 2020一季度NBV增速领先平安32pct

- 2007-2019年，中国人寿NBV从120亿元增加至587亿元，复合增速14%，低于平安和太保的22%和19%。
- 2020年一季度NBV同比+8.3%，远高于平安的-24%，我们预计亦高于其他险企。

图：中国人寿NBV增速偏低



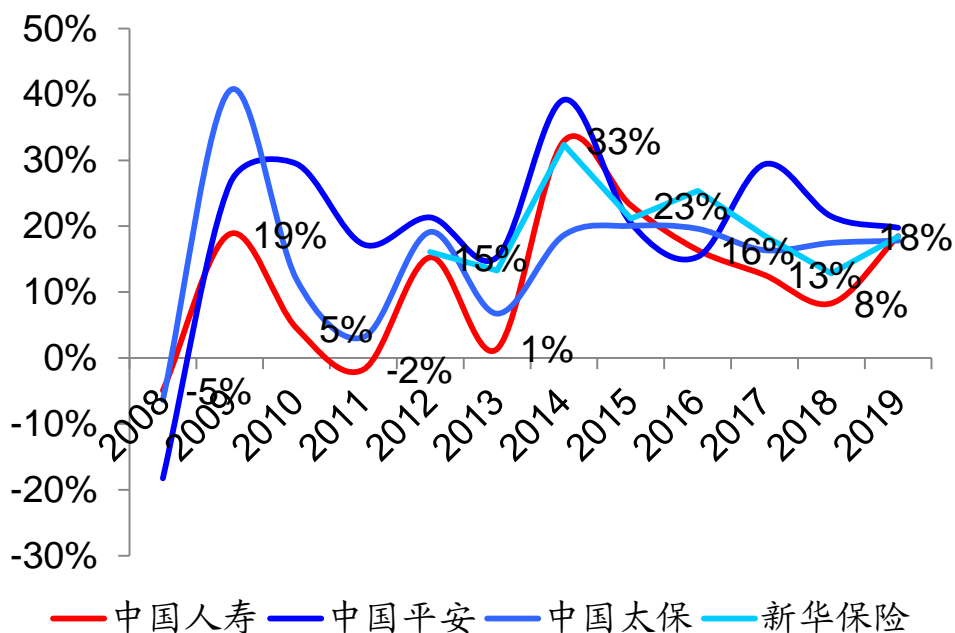
图：2020Q1公司NBV增速大幅领先



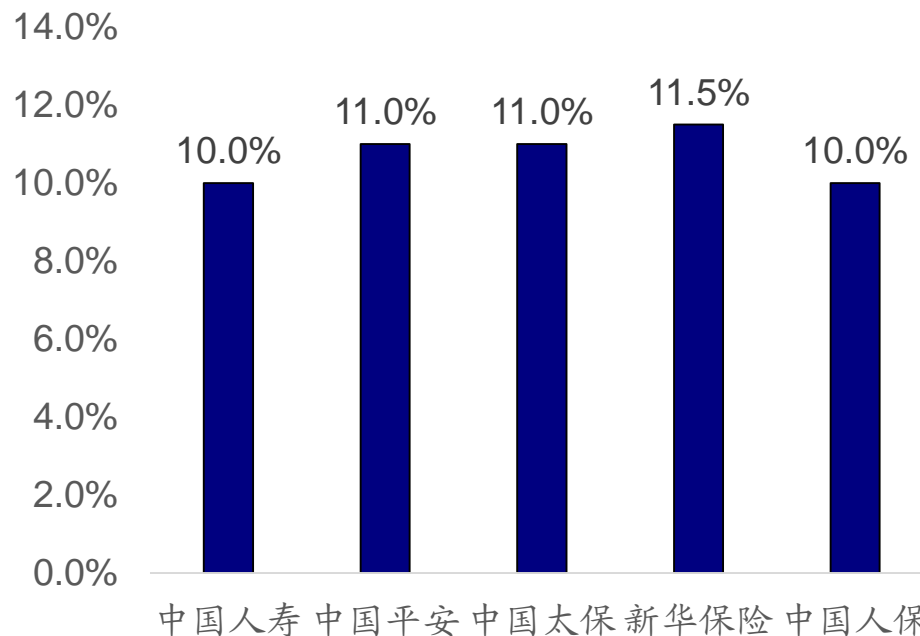
## 2.4 EV增速偏低

- 2009-2019年中国人寿EV从2852亿元增加到9421亿元，复合增速12.7%，低于平安的22.7%、太保的14.9%和新华的24.7%。
- 公司2016年以来多数年份风险贴现率假设为10%，低于同业的11%或11.5%，因而计算出的当年末EV或相对偏高，EV增速则可能偏低。2019年公司EV增速18%，与同业相近。

图：国寿EV增速低



图：2019年上市险企风险贴现率假设



中国人寿 中国平安 中国太保 新华保险 中国人保

## 2.5 NBV对EV贡献度已有所提升

- 中国人寿EV预期回报、NBV对EV贡献度在2018年分别为8.2%、6.7%，2019年分别+0.2pct、+0.6pct至8.4%、7.4%，NBV对EV贡献度高于新华，但仍略低于其他上市险企。

表7：2019年上市保险公司的EV变动贡献表

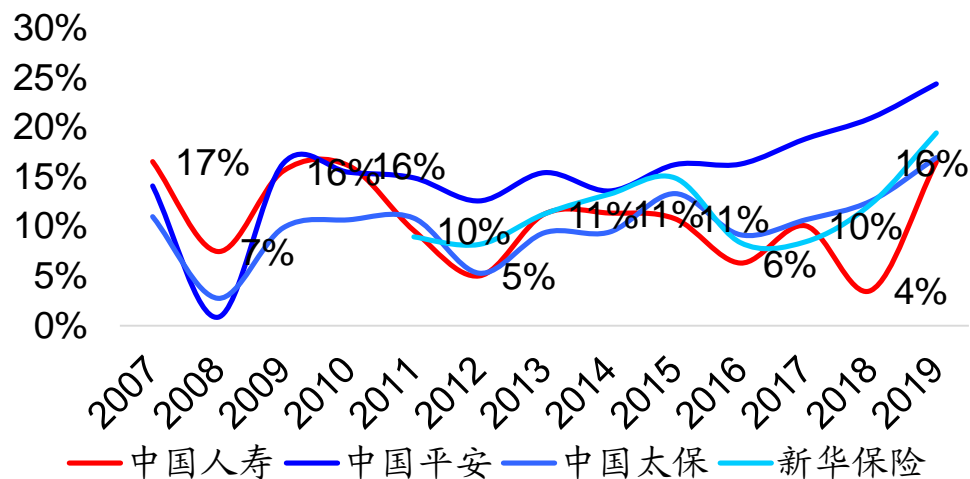
	中国平安（集团）	中国人寿	中国太保（集团）	新华保险	平安寿险	太保寿险
1、EV预期回报	5.8%	8.4%	7.0%	9.2%	9.4%	9.3%
2、NBV	9.0%	7.4%	7.9%	5.6%	14.7%	10.5%
3、投资偏差	3.2%	4.0%	1.5%	4.8%	5.2%	2.0%
4、市场价值调整	0.0%	0.4%	0.1%	-	0.0%	0.1%
5、营运偏差	0.4%	0.0%	1.1%	0.9%	0.6%	1.5%
6、假设、模型与估计变更	0.2%	-0.9%	-0.1%	-2.6%	0.3%	-0.2%
7、资本注入及股东红利分配	-4.3%	-0.6%	-6.3%	-1.4%	-8.2%	-4.9%
8、非寿险业务及其他	5.5%	-0.2%	6.5%	1.8%	1.4%	0.0%
<b>EV增速</b>	<b>19.8%</b>	<b>18.5%</b>	<b>17.8%</b>	<b>18.4%</b>	<b>23.5%</b>	<b>18.2%</b>

## 2.6 ROE和ROEV过往低于同业，近年奋起直追

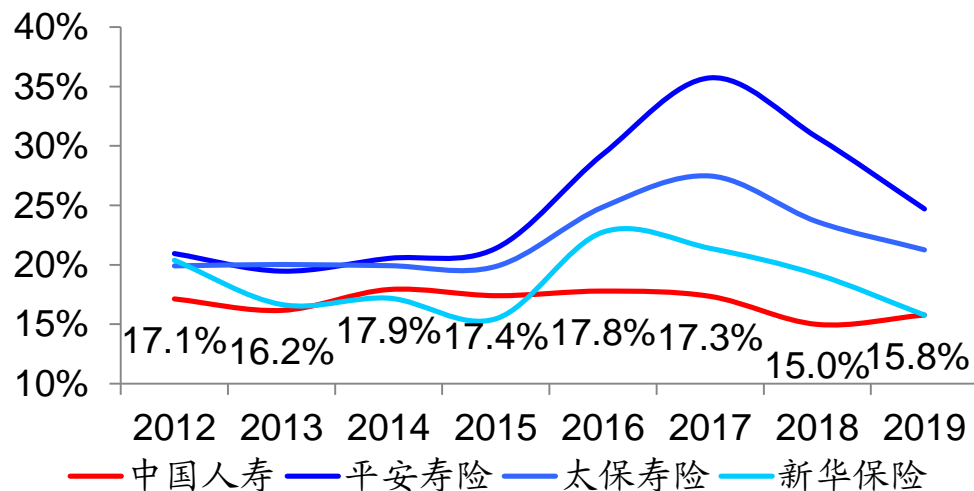


- 2007年-2019年，中国人寿ROE平均为10.3%，仅高于太保的10.1%，低于平安、新华的15.4%和11.7%。其中2019年，受益于利润大增，ROE大幅跃升至16%。
- 寿险内含价值营运回报率（ROEV）是剔除短期波动影响后、能够反映公司可相对稳定获得的内含价值增长的指标。受前些年NBV承压影响，公司ROEV低于同业，2019年ROEV为15.8%、较2018年已有所提升，预计2020年仍有望向上。

图：中国人寿ROE偏低，2019年大幅提升



图：中国人寿ROEV偏低



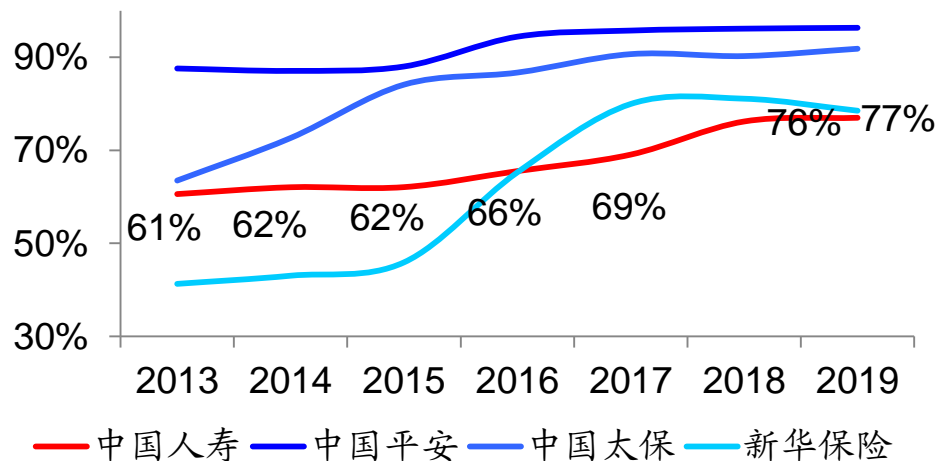
1. 综合实力雄厚，老牌险企焕发生机
2. 新单、盈利和价值增速拐点已至
3. 寿险：加速转型，代理人质态全面向好，保障型占比快速提升
4. 投资：风格稳健，资产质量高
5. 投资建议：业绩确定性高，估值低位，坚定推荐！

风险提示：1) 长端利率趋势性下行，2) 股市大跌，3) 保障型保费增长不达预期。

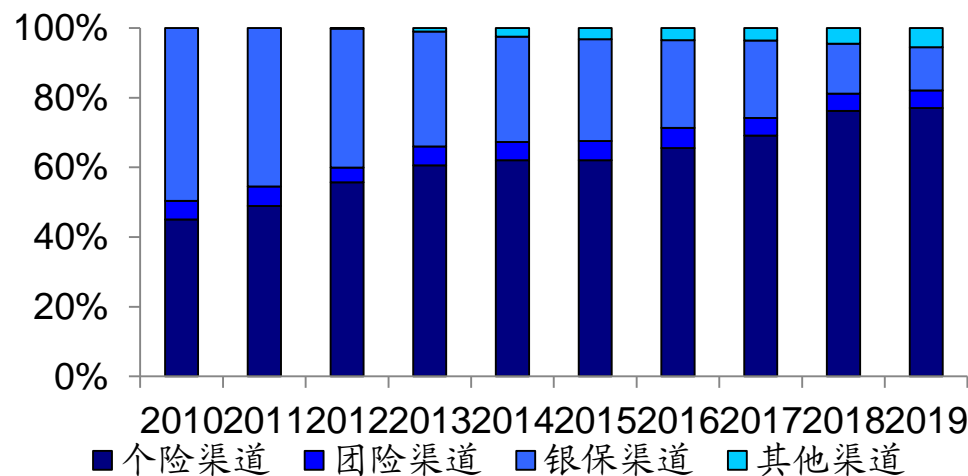
# 3.1 个险渠道占比持续增加

- 个险渠道贡献保费从2010年的1433.56亿元增加至2019年的4366亿元，占比也从45%增加到77%；银保占比降低至12%，发展模式积极创新。
- 公司积极构建大个险发展体系，强化价值创造中心作用，全面整合个人业务销售资源，将现有保险规划师队伍、电话销售队伍与收展队伍融合，传统营销与新型收展部门分设管理，两支队伍实行独立运作，并积极发挥个险企划、个险运营、培训与综合金融共享支持平台作用，深化个险业务转型升级。

图：公司个险保费收入占比



图：公司保费收入渠道结构

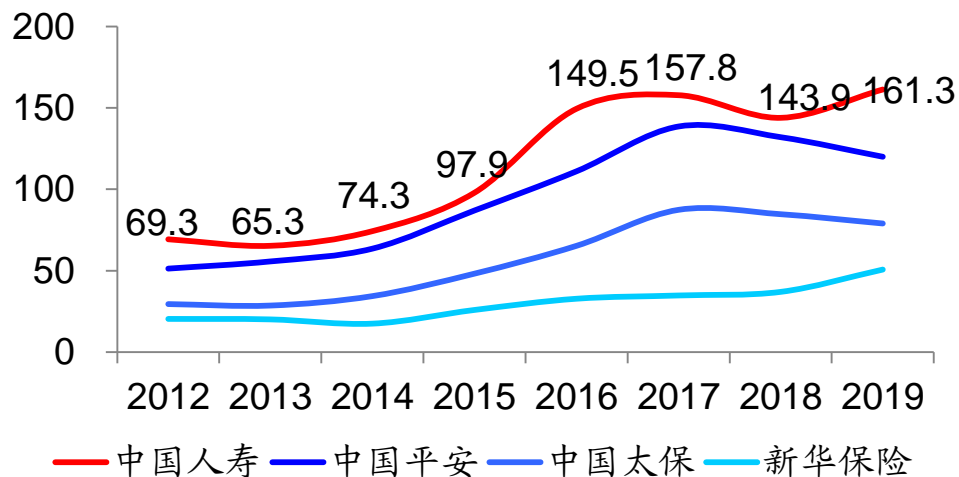


资料来源：上市险企历年年报，海通证券研究所

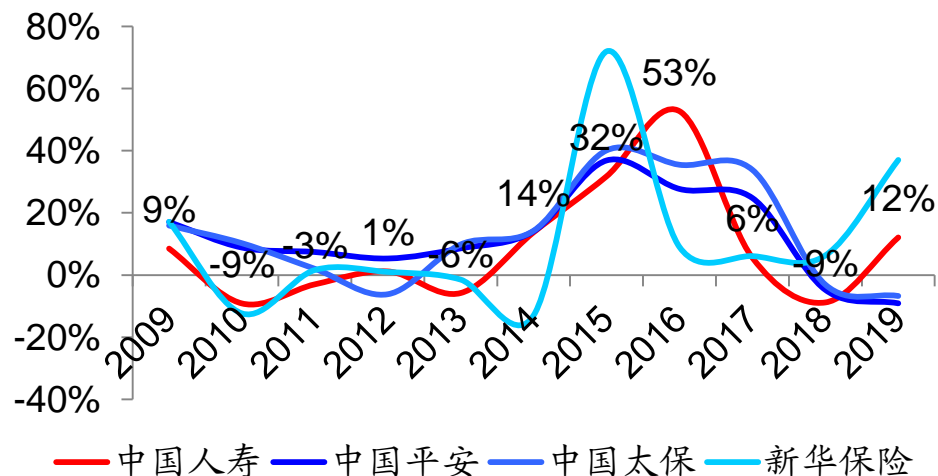
## 3.2 代理队伍基数庞大，2019年增员情况领先同业

■ 公司代理人总数从2012年的69万人增加到2019年的161万人，数量始终领先同业，2019年代理人数量逆市增长，增幅高达12%，增速仅次于新华，我们预计增速高主要由于下半年由于考核机制调整而大规模主动增员。

图：个险代理人人数（万人）



图：个险代理人增速

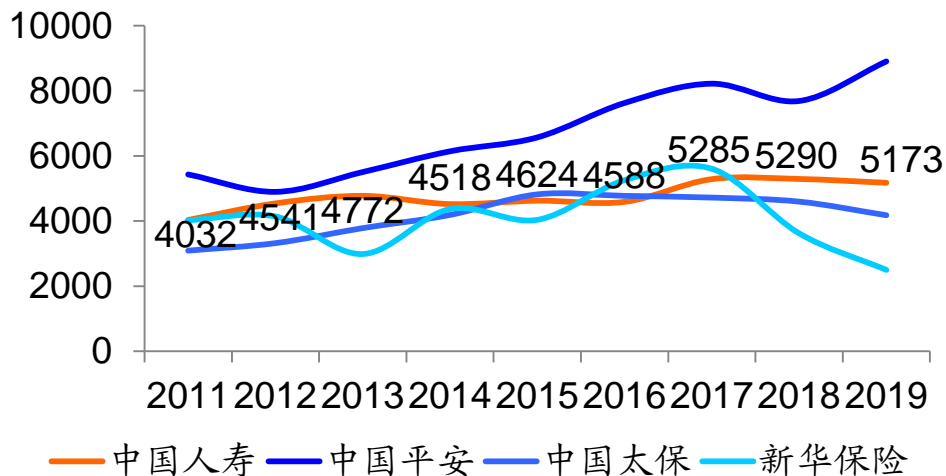




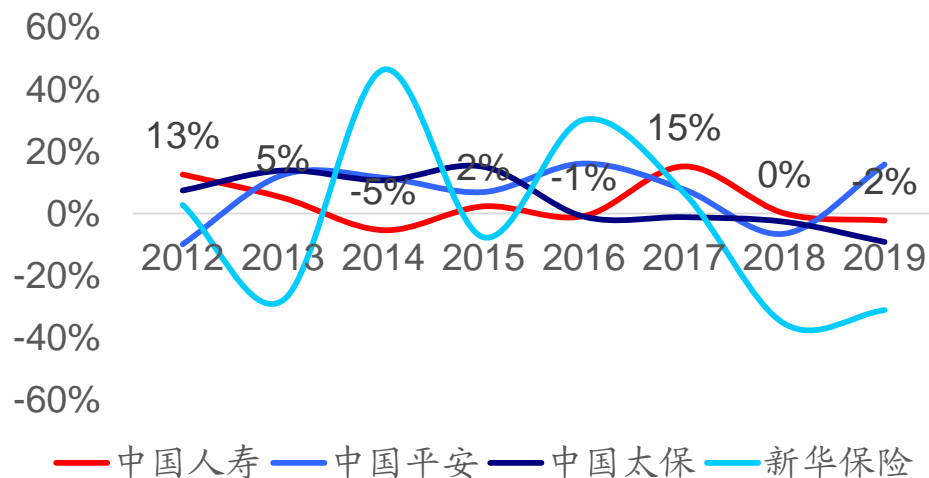
### 3.3 代理人质态亦有较好表现

- 公司月人均首年保费从2011年的4032元增加到2019年的5173元，年化增速3.16%，当前水平于上市险企中居前，仅次于平安。
- 此外，2019年月均有效人力+34.9%；2020年一季度大个险月均有效人力+18%，我们预计增幅连续于行业领先。

图：每月人均首年保费（元）



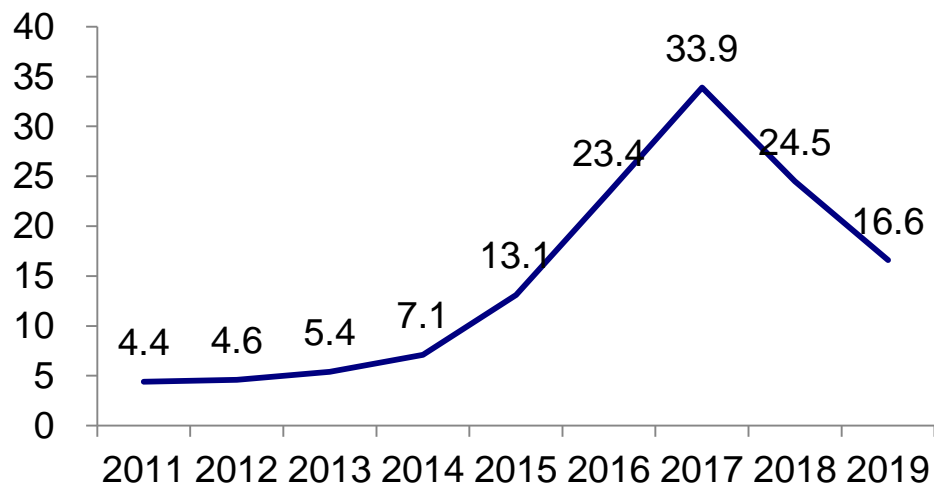
图：每月人均首年保费增速



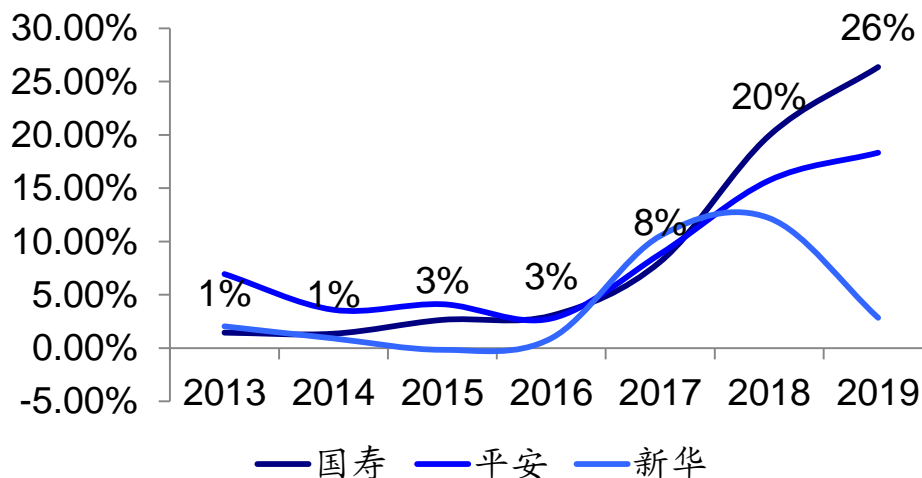
## 3.4 银保新模式有望引领同业

- 银保新模式有望引领行业。与其他主要险企大力推行“去银保，发展个险”策略不同，中国人寿积极推动银保渠道业务转型，建立并发展起一支保险规划师队伍，如今已初见成效。采用保险规划师模式，使得银保渠道销售的产品与个险销售产品趋同。
- 2019年保险规划师月均长险举绩人力同比增长**36.1%**。2018年以来，中国人寿银保渠道新业务价值率远高于同业，2019年中国人寿银保渠道新业务价值率为**26%**，高于平安的**18%**和新华的**2.8%**。

图：银保渠道营销员（万人）



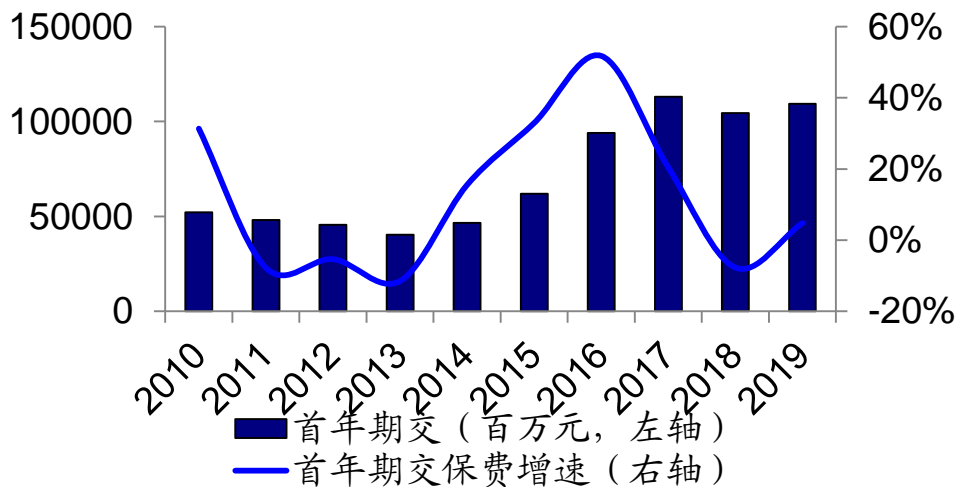
图：银保渠道新业务价值率



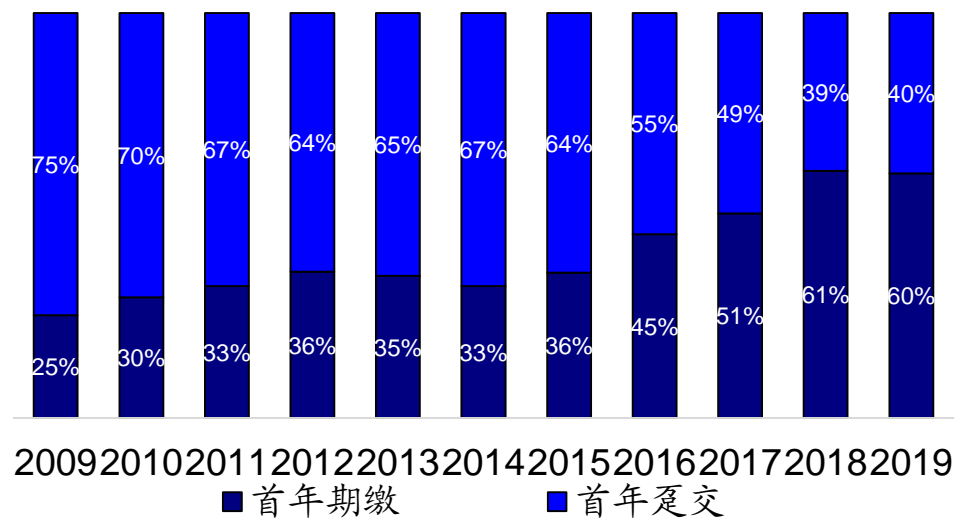
## 3.5 产品期限结构持续改善

■ 首年期交占比逐年提升，从2009年的25%提升至2019年的60%。2019年，十年以上期交占首年期交比已经达到54%、较2018大幅提升14pct。

图：国寿首年期交保费收入及其增速



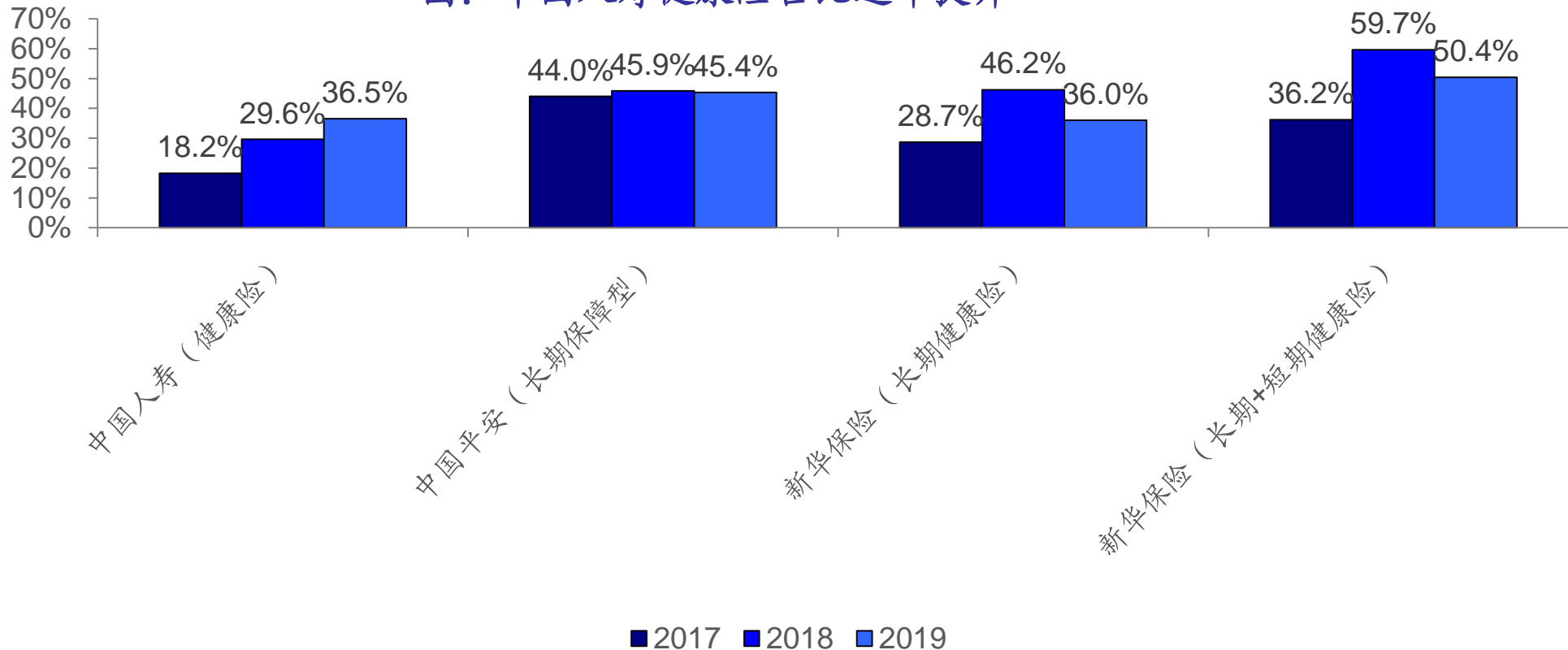
图：国寿首年期交、趸交保费占比



## 3.6 健康险占比逐年提升

- 公司坚持“重价值”的方针，强化大个险价值创造，中国人寿健康险占比2017年以来逐年提升，2017年占比仅为18.2%，2019年较2017年占比提升将近一倍，为36.5%。同时，2019月均销售特定保障型产品人力大幅+43.8%。

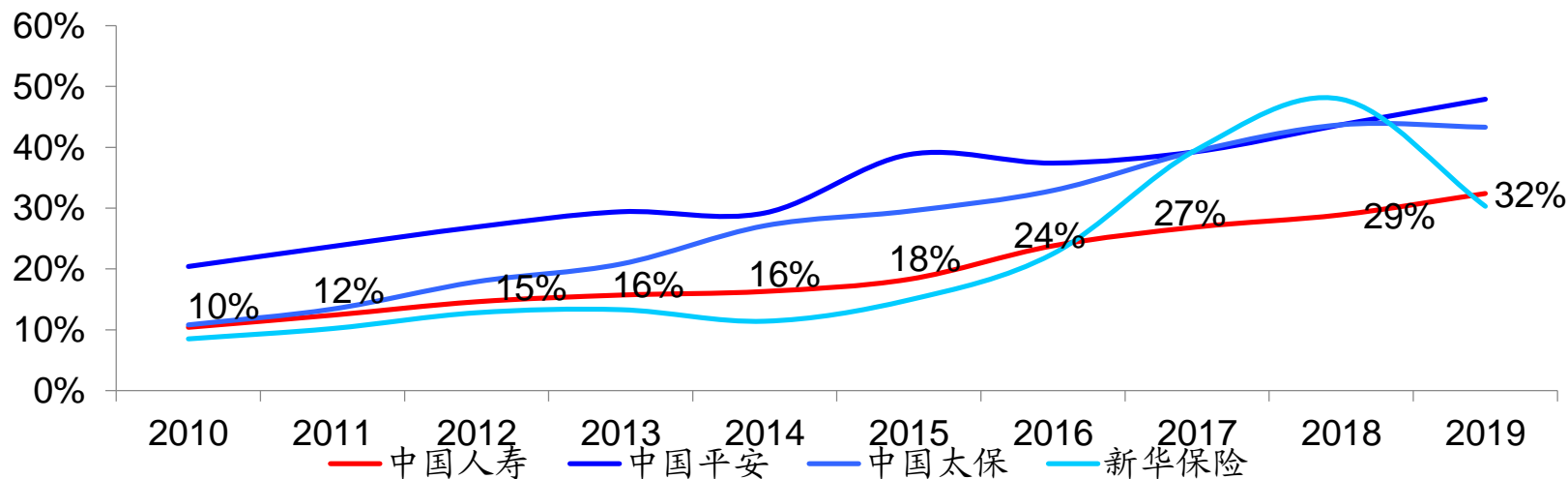
图：中国人寿健康险占比逐年提升



## 3.7 新业务价值率有赶超部分同业的趋势

- 中国人寿新业务价值率稳步提升，但与同业相比仍有差距，我们预计主要因为公司过往年份储蓄型产品占比仍然较高。
- 2019年新领导班子上任以来，加大对价值的考核力度，因此公司整体业务方面也更为注重高价值率保障型的发展，2019年NBV margin提升3.5pct至32.4%，超过新华。
- 2020年一季度，我们预计公司价值率同比仍稳中有升；而平安NBV margin同比-3.4pct至33.4%，我们预计与疫情下保障型销售难度较大，因而短期险占比提高、拉低价值率有关；预计新华受银保高增速影响、价值率下滑幅度亦较大。

图：新业务价值率



## 3.8 积极推进“大健康+大养老”战略



- 公司通过整合健康医疗服务资源，打造覆盖全生命周期的健康生态圈，推进线上线下平台建设，创新特色医保合作模式，加快“基本医保+大病保险+商业保险”政商一体化结算模式推广应用。
- 公司持续推进“大养老”建设及运营，苏州阳澄湖“国寿嘉园·雅境”养老社区，三亚海棠湾“国寿嘉园·逸境”养老社区开业运营，全面助力中国人寿“金融保险+健康+养老”综合金融生态圈建设。
- 公司出资设立国寿大养老基金、国寿惠泉投资基金（大健康基金二期）、重点聚焦医疗、养老疗养、健康信息化管理、医药生产与服务及医疗器械生产等大健康产业相关企业或基金，继续推动养老健康产业战略布局。

### 大养老

苏州阳澄湖“国寿嘉园·雅境”养老社区

三亚海棠湾“国寿嘉园·逸境”养老社区

### 大健康

打造覆盖全生命周期的健康生态圈

“基本医保+大病保险+商业保险”  
政商一体化结算模式推广应用

国寿惠泉投资基金（大健康基金二期）

1. 综合实力雄厚，老牌险企焕发生机
2. 新单、盈利和价值增速拐点已至
3. 寿险：加速转型，代理人质态全面向好，保障型占比快速提升
4. 投资：风格稳健，资产质量高
5. 投资建议：业绩确定性高，估值低位，坚定推荐！

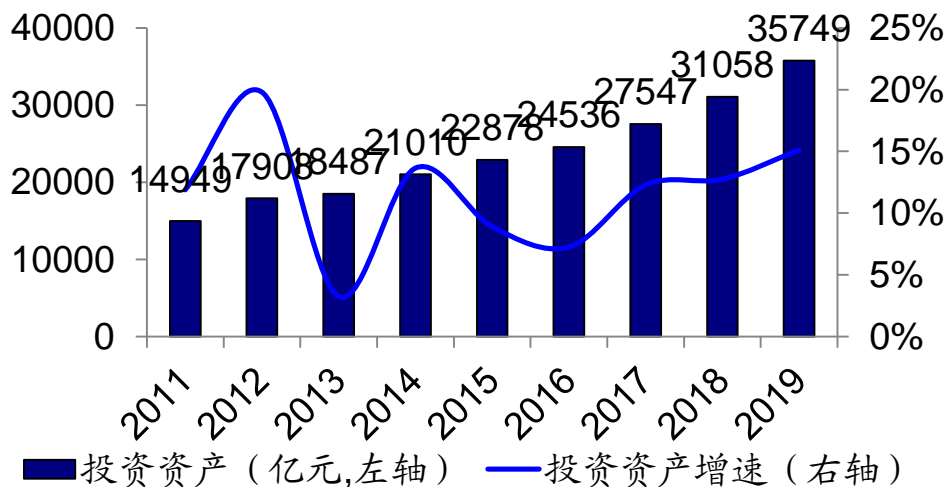
风险提示：1) 长端利率趋势性下行，2) 股市大跌，3) 保障型保费增长不达预期。

# 4.1 投资资产快速累积，固收占比高

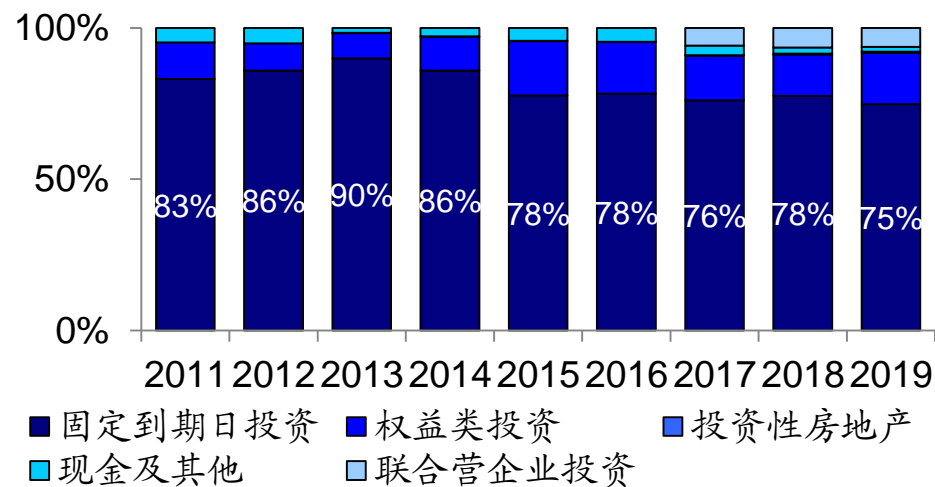


■ 投资资产规模持续增长，2011-2019年投资资产规模年化增速为11.5%，2019年末，固定到期日投资/权益类投资/投资性房地产/现金及其他/联合营企业投资占比分别为74.8%/17.0%/0.3%/1.7%/6.2%。

图：中国人寿投资资产快速累积



图：中国人寿2019年固收类投资资产占比75%



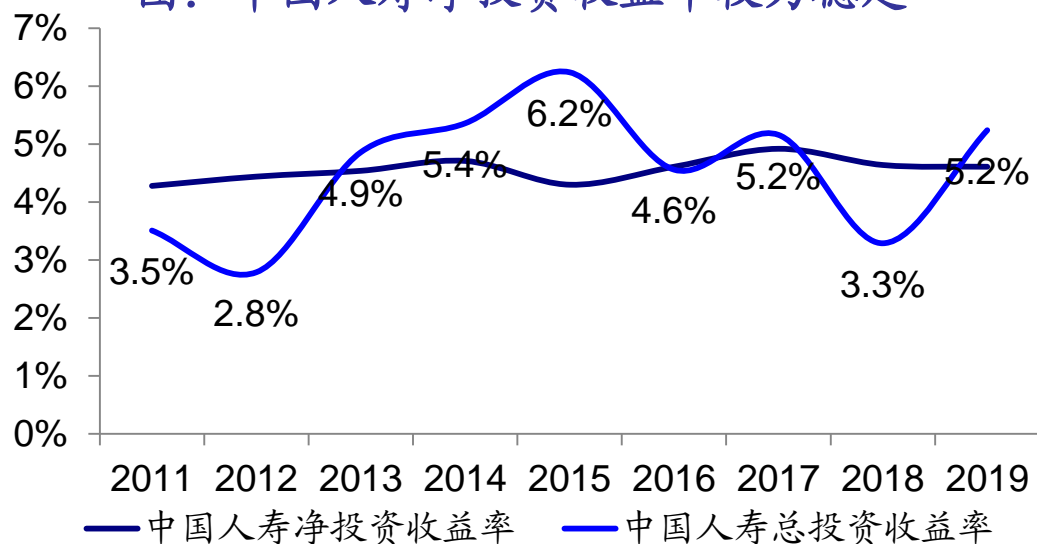
资料来源：中国人寿历年年报，海通证券研究所



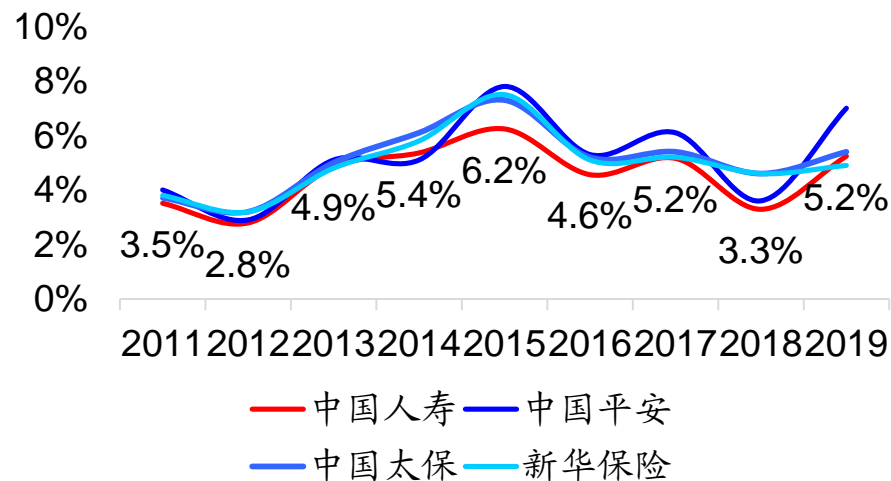
## 4.2 积极增配非标，投资资产质量较高

- 公司债权型金融产品投向主要为交通运输、公共事业、能源等领域，融资主体以大型央企、国企为主。
- 截至2019年末，公司持仓债权型金融产品中外评AAA级以上占比超过99%。总体上看，公司投资债权型金融产品资产质量良好，风险可控，受固收类资产整体稳健发展的影响，公司净投资收益率稳定在4.3%-4.9%。
- 2011-2019年公司平均总投资收益率4.56%，低于同业。主要是由于公司固收占比高，过往管理和激励机制不够完善。

图：中国人寿净投资收益率较为稳定



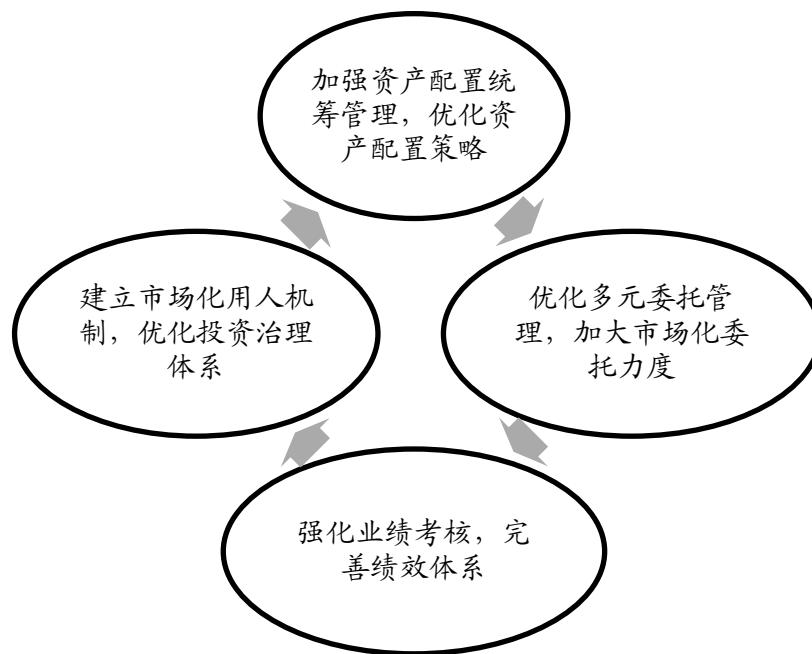
图：总投资收益率较同业无明显优势



## 4.3 强化资产负债联动，对投资部门进行市场化改革

- 公司“鼎新工程”中一项重要内容就是对投资管理中心进行市场化改革，相关组织架构调整已于2019年基本完成。我们预计，市场化改革有利于建立专业的投资管理架构体系、提高投资收益和投资能力。

图：中国人寿“资负联动”战略



1. 综合实力雄厚，老牌险企焕发生机
2. 新单、盈利和价值增速拐点已至
3. 寿险：加速转型，代理人质态全面向好，保障型占比快速提升
4. 投资：风格稳健，资产质量高
5. 投资建议：业绩确定性高，估值低位，坚定推荐！

## 5 投资建议：业绩确定性高，估值低位，坚定推荐！



**2020年一季度公司NBV逆市同比+8.3%；疫情下仍实现总人力增幅6%以上、大个险月均有效人力同比+18%。我们预计2020年全年公司保费结构、代理人质态改善的趋势将持续。**

**专业的管理层+业务厚积薄发，业绩确定性高。预计中国人寿2020年新单、NBV均可实现两位数增长，而同业或将多为负增长。**

**自由流通市值小，估值低位，“优于大市”评级。截至2020年7月13日，A股对应2020E PEV仅1.05倍，给予1.0-1.1倍2020年PEV，合理价值区间38.33-42.16元，“优于大市”评级。**

# 中国人寿主要财务数据及预测



主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.06	2.03	2.56	3.11
每股净资产	14.29	16.02	18.03	20.41
每股内含价值	33.33	38.33	44.11	50.81
每股新业务价值	2.08	2.28	2.54	2.81
<b>价值评估 (倍)</b>				
P/E	19.53	19.86	15.71	12.93
P/B	2.82	2.51	2.23	1.97
P/EV	1.21	1.05	0.91	0.79
VNBX	3.35	0.85	-1.51	-3.74
<b>盈利能力指标 (%)</b>				
净投资收益率	4.61%	4.59%	4.50%	4.50%
总投资收益率	5.24%	5.17%	5.14%	5.10%
净资产收益率	14.44%	12.66%	14.22%	15.26%
总资产收益率	1.56%	1.55%	1.77%	1.94%
<b>盈利增长 (%)</b>				
净利润增长率	411.51%	-1.66%	26.46%	21.46%
内含价值增长率	<b>18.49%</b>	<b>15.00%</b>	<b>15.07%</b>	<b>15.18%</b>
新业务价值增长率	18.56%	10.00%	11.00%	11.00%

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>偿付能力充足率 (%)</b>				
偿付能力充足率 (集团)	276.53%	270.00%	270.00%	270.00%
偿付能力充足率 (寿险)	276.53%	270.00%	270.00%	270.00%
偿付能力充足率 (产险)	-	-	-	-
<b>内含价值 (百万元)</b>				
调整后净资产	482793	545556	616478	696621
有效业务价值	459294	537863	630248	739384
内含价值	942087	1083419	1246726	1436005
一年新业务价值	58698	64568	71670	79554
核心内含价值回报率 (%)	13.25%	12.96%	12.79%	12.83%
<b>寿险新业务保费 (百万元)</b>				
趸缴新单保费				
期缴新单保费				
新业务合计	181289	186728	196064	208220
新业务保费增长率 (%)	5.93%	3.00%	5.00%	6.20%

资料来源：中国人寿2018-2019年年报、Wind，海通证券研究所

注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月13日。

# 中国人寿主要财务数据及预测



利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
寿险保费	567086	623795	708340	829513	现金及存款投资	594809	711791	791926	884325
非寿险保费	0	0	0	0	债权投资	1410551	1601529	1781833	1989731
总保费及管理费收入	567086	623795	708340	829513	股权投资	395065	373690	415761	464271
减: 分出保费	5238	4500	4500	4500	其他投资	950701	871944	970109	1083298
净保费收入	561848	619295	703840	825013	<b>总投资资产</b>	<b>3351126</b>	<b>3558954</b>	<b>3959629</b>	<b>4421625</b>
减: 净提取未到期责任准备金	1570	5339	3477	4893	分保资产	5161	1080	1080	1080
已赚净保费	560278	613956	700362	820119	其他资产	370447	130017	126184	122350
投资收益	162480	173926	190194	208686	<b>资产总计</b>	<b>3726734</b>	<b>3690051</b>	<b>4086893</b>	<b>4545055</b>
<b>营业收入</b>	<b>745165</b>	<b>822302</b>	<b>920914</b>	<b>1053997</b>	保险合同负债	2552736	2862489	3201647	3591687
赔付及保户利益	178770	272079	307682	355057	投资合同负债	267794	200000	200000	200000
保险业务综合费用	506405	474800	519090	586055	次级债	34990	34990	34990	34990
<b>营业费用</b>	<b>685175</b>	<b>746879</b>	<b>826772</b>	<b>941112</b>	其他负债	461872	133400	133400	133400
<b>营业利润</b>	<b>59990</b>	<b>75423</b>	<b>94143</b>	<b>112884</b>	<b>负债总计</b>	<b>3317392</b>	<b>3230879</b>	<b>3570037</b>	<b>3960077</b>
税前利润	59795	75373	94093	112834	实收资本	28265	28265	28265	28265
所得税	781	17336	20700	23695	归属于母公司股东权益	403764	452892	509717	576787
归属于母公司股东的净利润	58287	57322	72488	88041	少数股东权益	5578	6280	7138	8191
少数股东损益	727	715	904	1098	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3726734</b>	<b>3690051</b>	<b>4086893</b>	<b>4545055</b>

# 中国人寿主要财务数据及预测



	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	643101	745165	822302	920914	1053997
(+/-)YoY(%)	-1.55%	15.87%	10.35%	11.99%	14.45%
净利润 (百万元)	11395	58287	57322	72488	88041
(+/-)YoY(%)	-64.67%	411.51%	-1.66%	26.46%	21.46%
EPS (元)	0.40	2.06	2.03	2.56	3.11
BVPS (元)	11.26	14.29	16.02	18.03	20.41
EV (元)	28.13	33.33	38.33	44.11	50.81
1YrVNB (元)	1.75	2.08	2.28	2.54	2.81

# 可比公司估值表



证券简称 A股	价格 人民币元	EV (元)			1YrVNB (元)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国平安-A	82.36	65.67	78.17	92.80	4.15	4.28	4.71
中国人寿-A	40.28	33.33	38.33	44.11	2.08	2.28	2.54
新华保险-A	55.94	65.72	75.96	87.38	3.13	3.29	3.65
中国太保-A	32.06	43.70	50.34	58.67	2.71	2.71	2.99
中国人保-A	7.68	5.24	5.98	6.78	0.16	0.18	0.20

证券简称 A股	价格 人民币元	P/EV (倍)			VNBX (倍)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国平安-A	82.36	1.25	1.05	0.89	4.02	0.98	-2.22
中国人寿-A	40.28	1.21	1.05	0.91	3.35	0.85	-1.51
新华保险-A	55.94	0.85	0.74	0.64	-3.12	-6.08	-8.61
中国太保-A	32.06	0.73	0.64	0.55	-4.29	-6.74	-8.91
中国人保-A	7.68	1.47	1.28	1.13	15.20	9.52	4.54

证券简称 A股	价格 人民币元	EPS (元)			BVPS (元)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国平安-A	82.36	8.17	7.92	9.11	36.83	41.74	47.81
中国人寿-A	40.28	2.06	2.03	2.56	14.29	16.02	18.03
新华保险-A	55.94	4.67	4.48	5.43	27.07	29.04	30.37
中国太保-A	32.06	3.06	3.28	3.80	19.69	21.07	23.42
中国人保-A	7.68	0.51	0.46	0.55	4.14	4.61	5.10

证券简称 A股	价格 人民币元	P/E (倍)			P/B (倍)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国平安-A	82.36	10.08	10.40	9.04	2.24	1.97	1.72
中国人寿-A	40.28	19.53	19.86	15.71	2.82	2.51	2.23
新华保险-A	55.94	11.99	12.47	10.31	2.07	1.93	1.84
中国太保-A	32.06	10.47	9.77	8.43	1.63	1.52	1.37
中国人保-A	7.68	15.16	16.59	13.95	1.85	1.67	1.51

资料来源: Wind, 海通证券研究所,  
盈利预测为海通证券预测。数据截至2020年7月13日



风险提示：1) 长端利率持续趋势性下行，2) 股市大跌，3) 保障型保费增长不达预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 分析师声明

**孙 婷**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**非银金融研究团队：**

**非银金融行业首席分析师**

**孙 婷**

**SAC执业证书编号： S0850515040002**

**电 话： 010-50949926**

**Email: st9998@htsec.com**

**非银金融行业分析师**

**李芳洲**

**SAC执业证书编号： S0850519060002**

**电 话： 021-23154127**

**Email: lfz11585@htsec.com**

**非银金融行业分析师**

**何 婷**

**SAC执业证书编号： S0850516060001**

**电 话： 021-23219634**

**Email: ht10515@htsec.com**

**联系人：任广博**

**电 话： 021-23154388**

**Email: rgb12695@htsec.com**

## 投资评级说明

### 1. 投资评级的比较和评级标准:

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;

### 2. 市场基准指数的比较标准:

A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类别	评级	说明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
	无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。