

行业研究/深度研究

2018年07月25日

行业评级:

非银行金融 增持 (维持)
保险 II 增持 (维持)

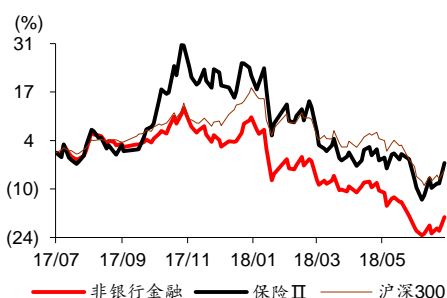
沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1 《银行/非银行金融: 行业周报 (第二十九周)》 2018.07
- 2 《非银行金融: 私募业务新规发布, 边际改善迹象明显》 2018.07
- 3 《非银行金融: 边际改善持续, 重视价值底部机会》 2018.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

行业归本源, 发展遇良机

保险资产管理业务深度研究

群雄逐鹿: 大资管时代下的头角崭露

大资管新规落地, 统一监管大幕拉开, 行业回归代客理财本源, 打破刚性兑付、推动净值化转型背景下, 我们预计理财产品收益率下行, 保险产品更具吸引力。保险资管早已从多维度进行了政策上的规范, 风险控制到位, 行业已步入良性发展周期。我们对板块维持“增持”评级, 推荐新华、平安、太保。

鉴古观今: 风险收益均衡下的全能发展

2003年我国首家保险资管公司成立, 开启保险资管市场化进程。保费收入、委托资金和保险资管计划共同驱动资产规模持续扩张, 2018年5月末保险资金运用余额已达15.5万亿元, 市场主体多样, 业务能力稳步增强。投资范围不断拓宽下, 资金配置结构稳健, 运用效率有所提升, 同时通过资管计划服务实体经济。长久期配置有利于收益的稳定, 通过不同资产的多元布局实现对利率波动的平稳过渡。聚焦上市险企, 平安资管着力拓展第三方业务, 太保通过太保资产和长江养老助力我国养老保障体系建设, 发展模式各具特色。

对标海外: 从美国经验看先进发展模式

美国保险业起步较早, 发展成熟, 资金运用经验丰富。美国寿险资产分为一般、独立两类账户, 根据风险承担主体的不同差异化配置资产。总体而言资产中债券占比最多, 长期债券拉长资产端久期, 并且顺应市场变化, 保持合理权益投资, 积极布局海外资产, 有效分散风险。个股方面, 保德信实施多元管理高效投资, PIMCO 聚焦债券市场提升收益。对比美国先进发展模式, 我国保险资管仍有长足进步空间。

发展前景: 转型探索拓展市场空间

大资管行业格局重塑下, 资管子领域将打通跨部门数据交换, 实现监管统一协调, 行业间将不断转型以适应新的监管要求, 保险资管有望通过稳定风险与收益的保险产品打开业务空间。保险资管行业内竞争亦有所加剧, 从多空间积极转型探索。相较于国外较高的渗透率, 我国保险市场仍有重组的潜力; 包括委托、险系基金、年金等第三方业务的持续优化, 积极探索新的增长点; 同时发挥传统投资领域的先发优势, 布局多元品种, 增强市场竞争力。

甄选个股

保险资金来源稳定期限较长, 具有先发优势, 大型险企善于长期资金运用, 专于资产负债管理。未来保险资管机构有望不断提升投资配置能力, 优化产品开发, 完善风控机制, 拓展市场份额, 我们认为保险资管业务未来发展前景可期, 对板块维持“增持”评级, 推荐新华、平安、太保。

风险提示: 市场波动风险、利率风险、政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
601336	新华保险	45.44	买入	1.73	2.47	3.05	3.68	26	18	15	12
601318	中国平安	58.71	买入	4.87	6.27	7.58	9.20	12	9	8	6
601601	中国太保	32.49	买入	1.62	2.52	3.07	3.71	20	13	11	9

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

群雄逐鹿：大资管时代下的头角崭露	5
大资管新规落地，统一监管大幕拉开	5
资管新规影响有限，保险产品优势凸显	5
多维度政策规范，步入良性规范发展周期	6
鉴古观今：风险收益均衡下的全能发展	8
规模稳步增长，发展稳中向好	8
资产管理规模持续扩张，业务能力稳步提升	8
保险资金运用松绑，多类资产并行投资	9
长久期配置稳定收益，多元布局应对利率调整	10
聚焦典型案例，探寻发展路径	11
中国人寿：规模庞大，各资管平台协同效应明显	11
中国平安：全方位布局，稳健收益，持续创造价值	13
中国太保：第三方业务运行稳健，助力养老体系建设	14
新华保险：资产配置稳健，资管产品出新	15
对标海外：从美国经验看先进发展模式	17
行业：分账户运作、收益稳健的成熟市场	17
公司：投资高效精准，具体风格略有不同	20
保德信：全球业务布局，多元管理提升投资能力	20
PIMCO：专注债券市场，铸成行业典范	22
发展前景：转型探索拓展市场空间	23
资金端：内生增长添动力	23
保费深度较低，内生动力十足	23
保费密度不足，蓝海空间广阔	23
资金端：渠道来源再优化	24
第三方业务拓展收入来源，规模快速发展	24
保险系基金增添市场活力，多元布局实力雄厚	25
年金风格契合，资管利润丰厚	25
资产端：多元投资强优势	27
债券投资为主力，积累丰富经验	27
优选非标产品，风控优势明显	27
养老地产顺势而为，前景广阔	28
管理端：模式创新提效率	30
甄选个股	31
风险提示	32

图表目录

图表 1: 资管新规政策四大原则梳理.....	5
图表 2: 2017 年末我国金融机构资管业务规模情况	5
图表 3: 保险资金运用比例监管	6
图表 4: 保险资管专项投资监管政策.....	7
图表 5: 2017 年末我国保险资管资金分类及规模	8
图表 6: 2014-2017 年保费收入及保险资金运用余额年增速	8
图表 7: 2013-2018 年 3 月保险资金运用余额及增长率	8
图表 8: 保险资管公司覆盖业务能力	9
图表 9: 保险资管公司覆盖业务能力	9
图表 10: 2018 年 5 月保险资金占比情况	9
图表 11: 2013-2018 年 5 月保险资金流向	9
图表 12: 2013-2018Q1 保险资管投资计划总规模	10
图表 13: 2016Q1-2018H1 保险资管各类投资计划规模	10
图表 14: 2016Q1-2018H1 保险资管各类投资计划数量	10
图表 15: 2009-2017 年保险资金平均收益率.....	11
图表 16: 中国人寿资产管理规模	11
图表 17: 中国人寿总投资收益率	11
图表 18: 国寿投资控股投资案例摘选.....	12
图表 19: 国寿投资控股收入结构图	12
图表 20: 2018H1 国寿安保投资类型占比	13
图表 21: 国寿养老企业年金投资管理规模.....	13
图表 22: 平安资管投资管理资产及第三方管理资产规模	14
图表 23: 平安资管净利润及第三方业务收入	14
图表 24: 平安资管主要资产管理产品	14
图表 25: 2013-2017 年太保资产第三方管理资产情况	15
图表 26: 2013-2017 年太保资产第三方业务管理费收入情况	15
图表 27: 2013-2017 年长江养老投资管理资产与受托管理资产情况.....	15
图表 28: 2013-2017 年长江养老参与企业年金情况	15
图表 29: 新华人寿资产管理规模	16
图表 30: 新华人寿投资收益率表现	16
图表 31: 2017 年末新华人寿金融产品评级情况.....	16
图表 32: 1976-2016 年美国寿险资产投向分布	17
图表 33: 2016 年美国寿险公司保费收入分布	17
图表 34: 2008-2016 年美国寿险资金收益率	17
图表 35: 2016 年美国寿险一般账户资产分布	18
图表 36: 2016 年美国寿险独立账户资产分布	18
图表 37: 2010 至今美国利率及十年期国债收益率变动	18
图表 38: 2016 年美国寿险一般账户债券期限分布	19
图表 39: 2016 年美国寿险一般账户债券等级分布	19

图表 40: 1990 年至今标普 500 变动情况	19
图表 41: 2005 年及 2016 年美国寿险独立账户资产	19
图表 42: 2016 年美国寿险海外资产分布	20
图表 43: 2017 年保德信集团收入构成	20
图表 44: 2008-2017 年保德信 AUM 规模	21
图表 45: 2008-2017 年保德信资产管理收入	21
图表 46: 2017 年末保德信资产管理分类	21
图表 47: 保德信资产管理分类趋势	21
图表 48: PIMCO 管理资产规模	22
图表 49: 我国 GDP 增速较快	23
图表 50: 我国保险深度处在较低水平	23
图表 51: 发达经济体的保险密度较高	24
图表 52: 我国的保险密度正在加速增长	24
图表 53: 保险资管第三方业务规模	24
图表 54: 保险资管第三方业务收入	24
图表 55: 主要保险系基金（截至 2018 年 7 月 12 日）	25
图表 56: 截至 2017 年末保险资管公募基金事业部情况梳理	25
图表 57: 基本养老保险参保人数	26
图表 58: 城镇职工基本养老保险征缴收入低于基金支出	26
图表 59: 企业年金覆盖职工数及同比增速	26
图表 60: 企业年金基金累计结存及同比增速	26
图表 61: 保险资金中债券投资情况	27
图表 62: 资产证券化法规汇总	27
图表 63: 保险资金其他资产投资情况	28
图表 64: 每千人拥有养老床位数	29
图表 65: 泰康之家发展历程	29

群雄逐鹿：大资管时代下的头角崭露

大资管新规落地，统一监管大幕拉开

4月27日，央行、银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，自此包括保险资管在内的百万亿元资管业务的监管靴子终于落地，资管新规较17年11月的征求意见稿相比，拉长了过渡期一年半至2020年末。总的来看，我们认为将从打破刚性兑付、规范资金池、净值化转型等角度产生直接影响。

图表1：资管新规政策四大原则梳理

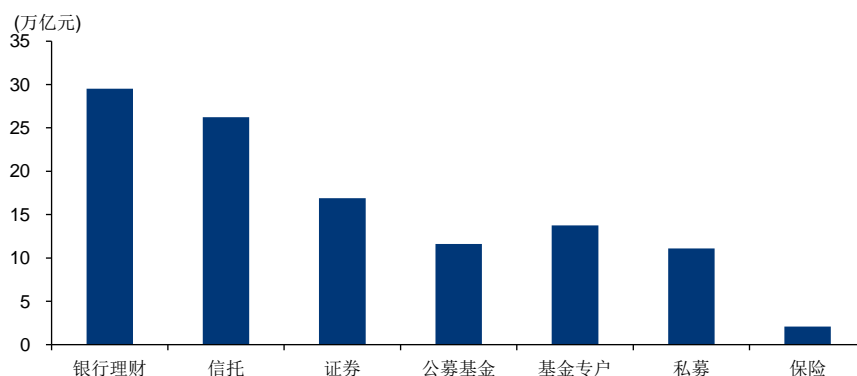
四大原则	主要内容
打破刚性兑付	新规明确刚性兑付行为：违反真实公允确定净值原则的保本保收益产品，滚动发行使本金、收益、风险在不同投资者间转移，自筹资金偿付或委托其他机构代偿。监管在处置资管风险问题时的角色也从传统观念中的“求稳”改为加强责任认定，首次提出对刚性兑付行为进行处罚，包括自行筹集资金偿付或者委托其他金融机构代为偿付均被认定为刚性兑付行为。而且对刚性兑付行为采取投诉举报奖励制度，本质上是引导市场对资管产品认知的转变，使其回归代客理财本源。
消除多层嵌套	金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。当前资管行业存在通过多层嵌套、通道、分级产品加杠杆的方式投向底层资产的运作模式，新规对底层资产分散度提出更高要求，现行模式可行性大打折扣。
规范资金池运作	禁止资金池业务，要求资管产品资金和底层项目期限匹配。过去资管产品通过借短贷长的操作，实现在表外滚动融入短期资金，投资到长期项目。新规要求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，不得开展资金池运作。
降低期限错配风险	投资非标资产其终止日不能晚于封闭产品到期日和开放产品最近一次开放日，继续要求强化久期管理。

资料来源：银保监会，证监会，财政部，华泰证券研究所

资管新规影响有限，保险产品优势凸显

统一监管标准，抓住大资管发展新机遇。目前我国金融机构资管规模已达百万亿元，相较于银行、信托、基金等金融机构，保险资管产品整体规模较小，据保险资产管理业协会数据披露，截至2017年底我国保险资管计划余额为2.08万亿元。新规将保险资管正式纳入大资管监管范畴，确立主体地位。保险资管计划属私募类产品，发行范围限合格投资者，主要包括债权投资计划、股权投资计划和组合类产品等，目前整体规模有限，我们认为新规影响不大。此外新规中特意提到养老金产品不适用，投资范围相较普通资管产品将更为灵活。

图表2：2017年末我国金融机构资管业务规模情况



资料来源：Wind，银保监会，保险资产管理业协会，华泰证券研究所

注：银行指理财产品资金余额，信托指信托公司受托管理的资金信托余额，保险指保险资管计划余额

打破刚性兑付，凸显保险产品优势。资管新规要求产品实行净值化转型，去通道去杠杆背景下，结合打破刚性兑付的监管要求，我们预计理财产品收益率下行，保险产品提供稳定的预定利率兼顾保障功能，竞争力提升。我们认为随着保险产品竞争力的增强，保险需求有望进一步释放，部分理财资金流向稳定收益与风险的保险产品，优势凸显将为保险资管提供更多可能。

长久期资产配置，更受高净值客户青睐。保险产品缴费期通常为20年左右，在资产负债管理的大框架下，较长的负债久期需要有较长期限的资产相匹配。在当前的经济环境下，

长端利率正在高位下行阶段，长久期资产将成为重要的底仓品种，以此降低短期波动对预测的影响。保险资金稳健配置的特点将实现风险与收益的均衡，长久期配置收益较为可观，对高净值客户的吸引力有望进一步提高。

多维度政策规范，步入良性规范发展周期

大资管新规发布之前，已有多项政策对保险资管业务发展进行了全面的规范，涉及产品设计、资金运用、委托投资、资产负债管理等方面，行业已步入良性规范的发展周期。2018 年 1 月保监会发布《保险资金运用管理办法》，为行业发展的纲领性文件，进一步明确保险资金投资的主要形式，拓宽投资范围，规定保险资金运用的管理模式，加强风险控制。

明确合格投资人门槛。2013 年保监会发布《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》，对合格投资人进行资金门槛的明确，要求向单一投资人发行的定向产品，投资人初始认购资金不得低于 3000 万元人民币；向多个投资人发行的集合产品，投资人总数不得超过 200 人，单一投资人初始认购资金不得低于 100 万。

限定资产配置比例上限，动态检测风险指标。2014 年 1 月保监会发布《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，系统梳理了现有的比例监管政策，并在整合和资产分类的基础上，形成了多层次比例监管框架，涵盖大类资管监管比例和集中度风险监测比例。

图表3： 保险资金运用比例监管

类别	比例限制	备注
大类资管监管比例		
投资权益类资产的账面余额	合计不高于上季末总资产的 30%	账面余额不包括保险公司以自有资金投资的保险类企业股权
重大股权投资的账面余额	不高于上季末净资产	账面余额不包括保险公司以自有资金投资的保险类企业股权
投资不动产类资产的账面余额	合计不高于上季末总资产的 30%	账面余额不包括保险公司购置的自用性不动产
购置自用性不动产的账面余额	不高于上季末净资产的 50%	
投资其他金融资产的账面余额	合计不高于上季末总资产的 25%	
境外投资余额	合计不高于上季末总资产的 15%	
集中度风险监测比例		
投资单一固定收益类资产、权益类资产、均不高于上季末总资产的 5%		投资境内的中央政府债券、准政府债券、银行存款，重大股权投资和以自有资金投资保险类企业股权，购置自用性不动产，以及集团内购买保险资产管理产品等除外
不动产类资产、其他金融资产的账面余额		
投资单一法人主体的余额	合计不高于上季末总资产的 20%	投资境内的中央政府债券、准政府债券和以自有资金投资保险类企业股权等除外

资料来源：保监会，华泰证券研究所

专项投资细则完善，全方位多角度规范业务发展。证监会、保监会及相关部门先后出台一系列监管文件，从委托投资、资管计划、参与 PPP 项目、股票投资、沪深港通业务等方面进行政策规范，同时对风险资本、业务规模及投资品种等做严格把控，引导稳健的价值投资，行业监管日渐规范，推动保险资管走向大资管平台。

图表4：保险资管专项投资监管政策

时间	政策规范	主要内容
2012.2	保监会《保险资金委托投资管理暂行办法》	允许证券公司及基金公司受托保险资金展开投资，推动保险资金更加专业化、市场化运作，保险资金带给保险资管机构的天然红利逐步被稀释。
2012.10	保监会《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》	从资质条件、投资规范、风险控制等方面进行具体细则规范。
2013.2	保监会《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》	对保险资管公司开展产品业务的资质条件、可以发行的产品类型、产品投资人范围、产品发行审核程序及产品募集资金的投资领域和方向做明确规定。
2013.2	保监会《关于加强和改进保险机构投资管理能力建设有关事项的通知》	对保险机构投资业务实施牌照化管理，按其投资能力发放股票、股权、不动产等七类牌照。
2016.6	保监会《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》	规范组合类保险资管产品试点业务，产品在对接保险资金时仅限险资投资范围；对于定向产品且产品投资人为非保险机构的，产品的投资品种可以按照与投资人约定的产品契约及相关法律文件执行。
2016.9	保监会《关于保险资金参与沪港通试点的监管口径》	明确保险机构应当将投资港股通股票的账面余额纳入权益类资产计算，并明确了组合类保险资管产品投资沪港通股票时，在账户开立、投资交易、清算核算等环节的要求。
2017.5	保监会《关于保险资金投资政府和社会资本合作项目有关事项的通知》	针对PPP项目公司融资特点，给予了充分的政策创新支持。拓宽投资渠道，创新投资方式，完善监管标准，建立绿色通道，同时加强风险管控，防范投资风险。
2017.6	保监会《保险资金参与深港通业务试点监管口径》	明确了保险机构可以投资深港通下的港股通股票，参照沪港通业务相关要求执行；保险资金可以通过证券投资基金投资港股通股票，其基金管理人资质需符合相关监管规定。

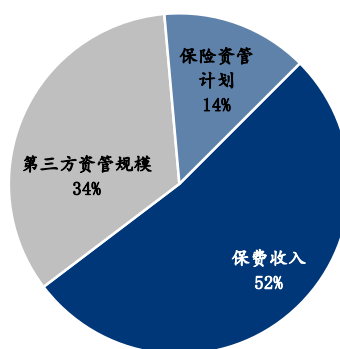
资料来源：银保监会，证监会，财政部，华泰证券研究所

鉴古观今：风险收益均衡下的全能发展

市场化进程逐步推进，保险资管大幕拉开。2003年之前保险资金依靠保险公司内部投资部门或者财会部门进行投资运作，缺乏市场化环境和专业化团队。2003年7月，我国首家保险资产管理公司人保资产成立，开启保险资管市场化进程。2005年底，保监会批准设立第一批五家保险资产管理公司，保险资金逐步形成了保险公司自主投资和资管公司受托投资的管理模式。

保险资管资金三类来源，保费收入占主导。目前保险资产管理公司的资金来源主要有三类，第一类是管理母公司的保费收入，这也是保险资管机构的主要资金来源；第二类是承接以银行等第三方金融机构的委托管理资金，据保险资产管理业协会数据显示，截至2017年底保险资管机构第三方资管规模总计5.06万亿元；第三类则是主动发起设立保险资管计划，截至2017年末我国保险资管计划余额为2.08万亿元。

图表5：2017年末我国保险资管资金分类及规模



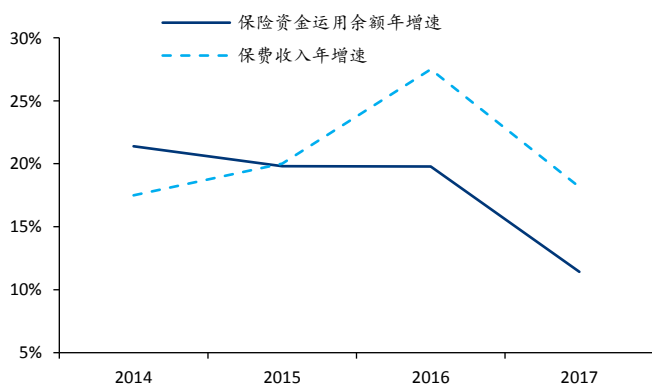
资料来源：银保监会，中国保险资产管理业协会，华泰证券研究所

规模稳步增长，发展稳中向好

资产管理规模持续扩张，业务能力稳步提升

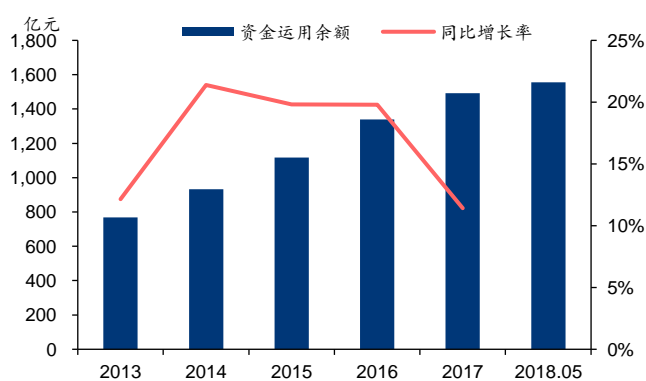
保费收入驱动资产规模持续扩张。保费收入是保险资产及保险运用资金增长的原动力，2014-17年均原保费收入增速达20.8%，而同期资金运用余额复合增速达18%。截至2018年5月保险资金运用余额达15.5万亿元，保费收入增长推动资产规模持续扩张，为保险资管带来发展机遇。

图表6：2014-2017年保费收入及保险资金运用余额年增速



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表7：2013-2018年3月保险资金运用余额及增长率



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

市场主体多样，业务能力稳步增强。目前保险资产管理业市场主体包括 25 家综合性保险资产管理公司、8 家养老保险公司及其他专业性保险资产管理机构，还有多家保险公司设立了保险资产管理中心或部门。目前保险资管机构不仅局限于受托管理母公司保险资金的传统范畴，已逐步拓展到公募基金业务、企业年金管理等非母公司资金投资领域。2016 年 12 月，人保资产、长江养老、国寿养老、平安养老、华泰资产、泰康资产入选首批基本养老保险基金投资管理机构。保险资管进军公募业务方式各异，泰康资产和人保资产设立事业部获批公募资格，平安大华基金和华泰保兴基金则由险资发起新设，太平资产和太保资产通过收购方式获得公募牌照。保险资产管理机构业务能力不断增强，着力打造完整资产管理链条，部分综合性保险资产管理机构已实现资管业务全牌照经营。

图表8： 保险资管公司覆盖业务能力

领域	业务能力
传统领域	受托管理保险资金资格，信用风险管理能力，股票投资能力
创新领域	股指期货衍生品，股权投资能力，不动产投资能力，境外投资能力
产品领域	资管产品创新业务能力，基础设施投资计划产品创新能力，不动产投资计划产品创新能力，资产支持计划资质，股权投资计划资质
跨市场领域	年金管理资格，设立公募基金，设立私募基金，基本养老金投资管理资格

资料来源：中国保险资产管理业协会，华泰证券研究所

保险资金运用松绑，多类资产并行投资

保险资金运用逐步放开，激发市场活力。2014 年 2 月中国保监会发布《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，该通知整合了以往的保险资金运用的比例监管政策。2017 年 12 月中国保监会发布《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》，对保险资产管理机构设立股权投资计划进行规范，更好发挥保险资金服务实体经济的作用。2018 年 1 月，《保险资金运用管理办法》发布，进一步明确保险资金投资的主要形式，拓宽投资范围，规定资金运用的管理模式，加强风险控制。目前保险资金在运用上风控技术完善，投资范围较广，具备一定的优势，但由于多元化发展起步晚，目前成熟度较低。

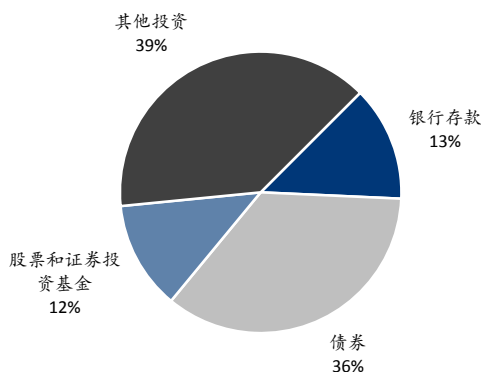
图表9： 保险资管公司覆盖业务能力

行业	券商、信托、基金	银行	保险
优势	通道业务，不承担风险	渠道多样，客户丰富	风控技术，终端优势
劣势	门槛高，客户忠诚度低	期限短，风控能力较差	多元化起步晚，成熟度低

资料来源：华泰证券研究所

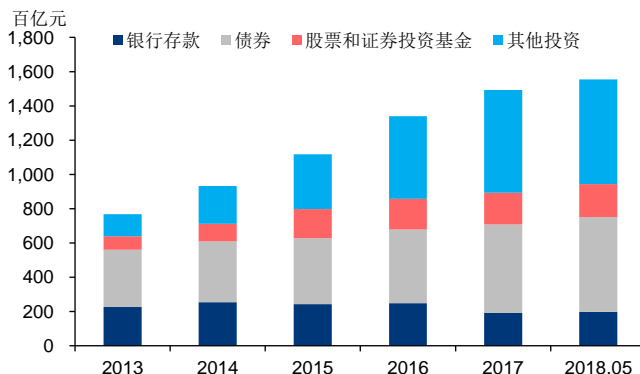
资产配置结构稳健，运用效率日益提升。截至 2018 年 5 月底保险资金运用余额中，银行存款 1.98 万亿元，占比 13%，债券 5.53 万亿元，占比 36.2%，股票和证券投资基金 1.92 万亿元，占比 12.4%。其中银行存款占比逐渐下降，股权投资、不动产等其他类投资占比显著提升，保险资金主动管理能力及运用效率日益提高。截至 2017 年末我国保险资金境外投资余额已接近 700 亿美元，可分享境外市场收益，发挥境外投资分散风险的作用。

图表10： 2018年5月保险资金占比情况



资料来源：银保监会，证券研究所

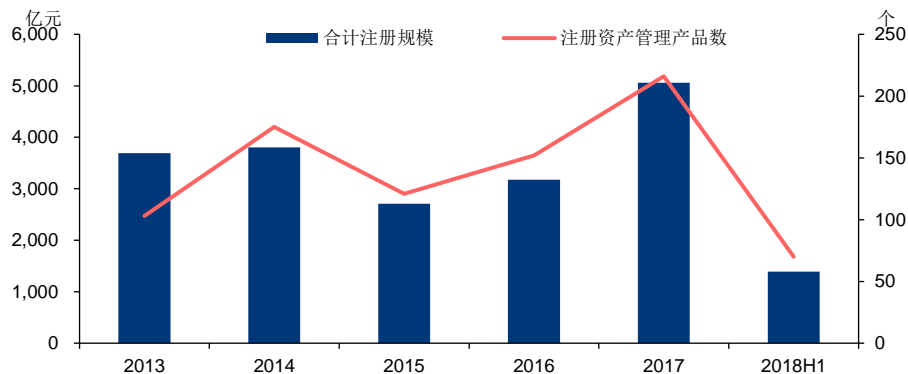
图表11： 2013-2018年5月保险资金流向



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

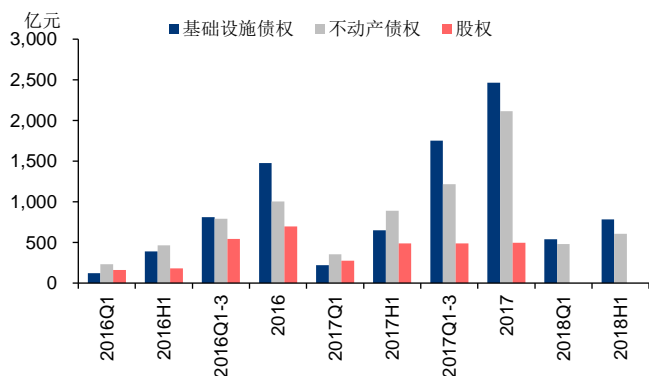
资管计划规模扩大，服务实体经济发展。发行资管计划是保险资金对接实体经济的主要路径，包括债权、股权和项目资产支持计划等形式。据保险资管业协会数据统计，截至2018年6月我国保险资管机构累计发起设立债权投资计划和股权投资计划913项，合计备案规模2.21万亿元，其中债权型投资计划占保险资管计划的主流。2018上半年已发起设立70个保险资管注册债权投资计划，包括33个基础设施债权投资计划和37个不动产债权投资计划，资金总规模达1390亿元。

图表12: 2013-2018Q1 保险资管投资计划总规模



资料来源: 中国保险资产管理业协会, 华泰证券研究所

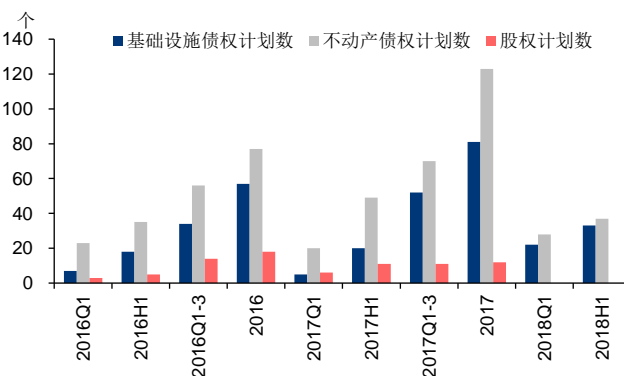
图表13: 2016Q1-2018H1 保险资管各类投资计划规模



注: 2018年起未披露股权计划相关数据

资料来源: 中国保险资产管理业协会, 华泰证券研究所

图表14: 2016Q1-2018H1 保险资管各类投资计划数量



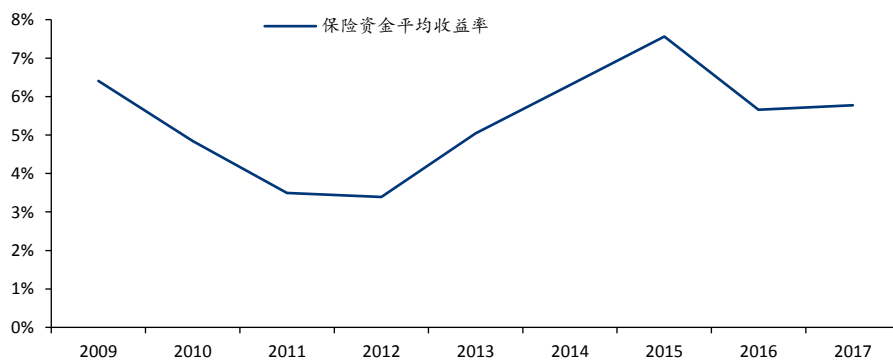
注: 2018年起未披露股权计划相关数据

资料来源: 中国保险资产管理业协会, 华泰证券研究所

长久期配置稳定收益，多元布局应对利率调整

投资收益维持平稳区间，资金运用能力提高。银保监会统计数据显示，2017年保险资金运用收益8352亿元，平均收益率达5.77%，较上年同期增加0.11pct。得益于资金在股票市场的良好运用，投资收益在合理区间内稳步提升，2017年共实现股票收益1184亿元，YoY+355.46%。2017年债券市场收益率上行，各险企把握利率高位窗口机会，实现债券收益2086.98亿元，YoY+11.07%。保险资金运用同时具备安全性、收益性、流动性特征，目前我国保险资金运行稳健，收益良好，不断推动着保险公司增厚利润水平、改善偿付能力、扩充资本实力，行业发展值得期待。

图表15: 2009-2017年保险资金平均收益率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

抓住利率机遇增配长久期债券，多元布局稳定收益。2018年前5月保险资金年化收益率4.75%，同比-1.02pct，收益下滑主要受股市低迷影响。2018上半年在债券市场收益率高点位置增配固定收益类产品，年化收益率约为4.42%，对总收益起到一定的稳定和保障作用。股票和基金在市场下跌环境下进行了主动的仓位压缩，年化收益率分别为1.6%和5.4%，仓位降低一定程度上减少损失的扩大。另类投资中长期股权投资较年初增配10.43%，年化收益率达7.37%，在风险管控到位的基础上，有望平滑资本市场不景气的负面影响。

聚焦典型案例，探寻发展路径

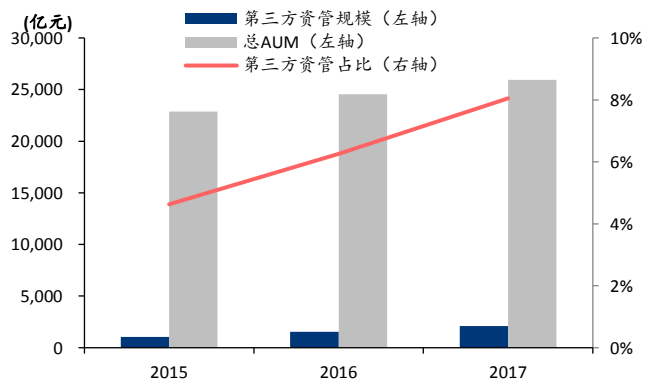
四大上市险企在资金运作上通过设立资管子公司、另类投资子公司、养老险子公司等方式，满足资金不同的投资需求，我们通过对四家的横向分析，阐述不同业务板块的模式与价值，以此探寻未来的转型发展路径。

中国人寿：规模庞大，各资管平台协同效应明显

多平台布局，投资范围广泛。中国人寿集团下属资产管理平台主要包括中国人寿资管、国寿安保基金、国寿投资控股和人寿养老等，分别负责集团保费资产管理、公募基金业务、另类资产投资业务和企业年金管理业务等业务。

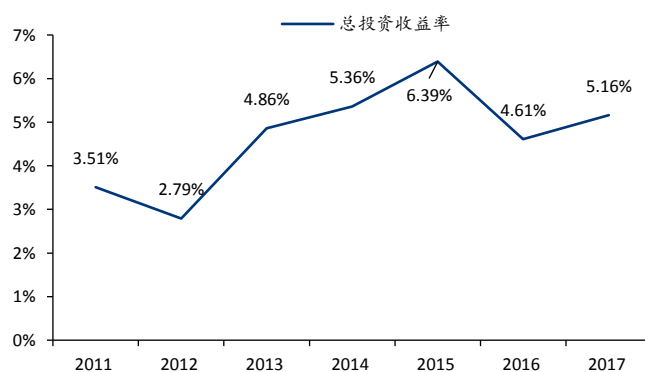
国寿资管规模庞大，国内领先。国寿资管作为人寿集团下设资产管理子公司，管理资产规模庞大，2017年AUM达2.59万亿元，同比增长5.7%。第三方资管规模从2015年的1060亿元增长到2017年底的2087亿元，年化复合增长率为40.32%，业务发展迅速，占比不断上升。总投资收益率自2013年以来一直在处于较高位置，2017年为5.16%，高于长期投资收益率精算假设，维持较为稳定的收益水平。

图表16: 中国人寿资产管理规模



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

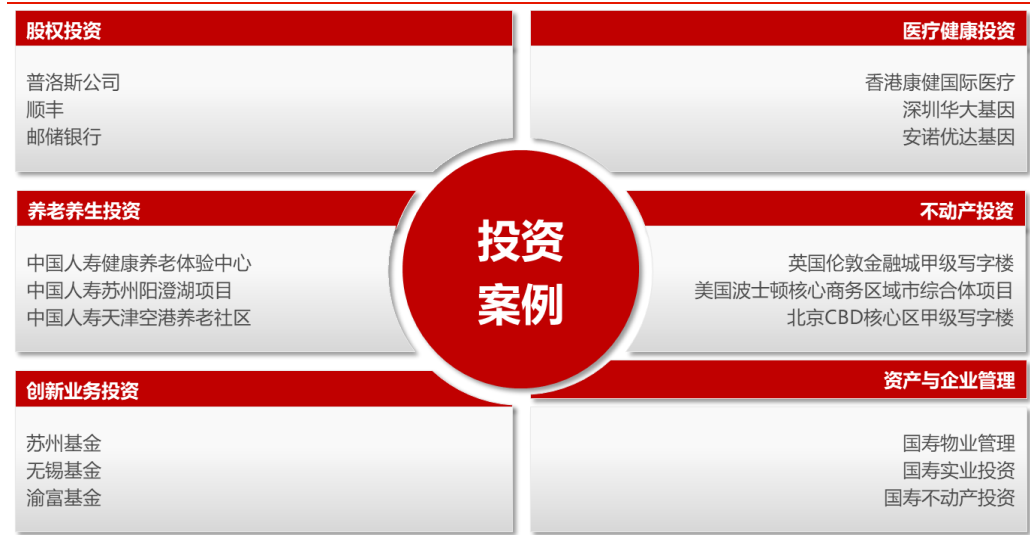
图表17: 中国人寿总投资收益率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

另类资产投资覆盖全面，协同效应明显。国寿投资控股为中国人寿集团全资子公司，主要从事另类资产投资，业务领域覆盖股权投资、创新业务投资、资产与企业管理、股权投资、医疗健康投资和养老养生投资等领域。国寿投资控股依托中国人寿的资源和业务版图，另类资产投资业务资金额度充足，可以与现有产业形成协同效应，促进投资增值。

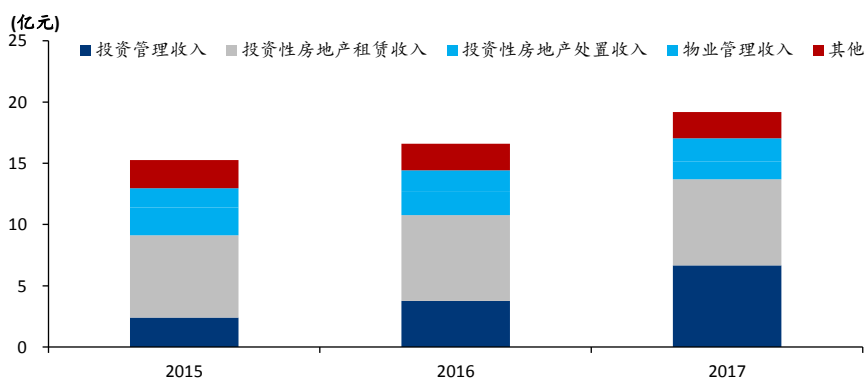
图表18：国寿投资控股投资案例摘要



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

收入结构优化，投资收入占比显著提升。国寿投资控股收入规模逐年上升，从2015年的15.15亿上升到2017年的19.19亿，年化复合增长率为12.18%。在收入结构中，投资管理收入显著提升，2017年占比为34.77%，占比同比提升12.1pct。不动产收入下降，其中投资性房地产租赁收入占比为36.55%，相比于2016年下降5.67pct，投资性房地产处置收入占比为7.62%，相比于2016年下降4.24pct。另类资产投资结构不断优化，服务实体经济力度加大，收入增长的可持续性增强。

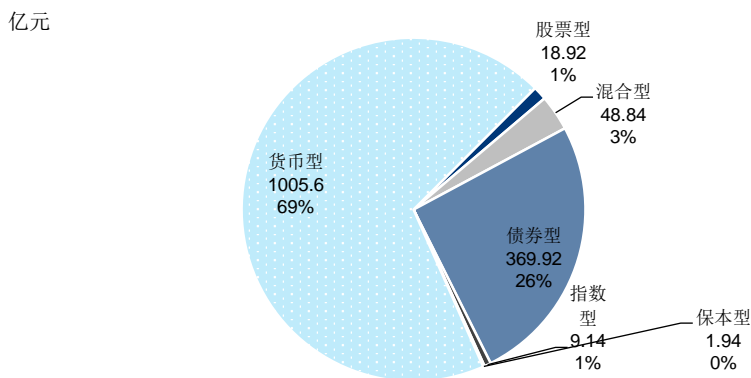
图表19：国寿投资控股收入结构图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

险系基金公司，货币基金类产品表现突出。国寿安保基金2018H1管理规模为1445.15亿元，同比增加43.88%，旗下拥有14名基金经理，管理66只基金。依托公募牌照与中国人寿的集团资源，稳健收益的固定收益业务发展迅速，2018H1债券型基金规模为369.92亿，占比25.4%；相较之下混合型基金规模为4.84亿元，仅占3.4%。公司货币基金业绩突出，2018H1规模达1005.6亿，国寿安保薪金宝2017年荣获货币市场基金金牛奖。

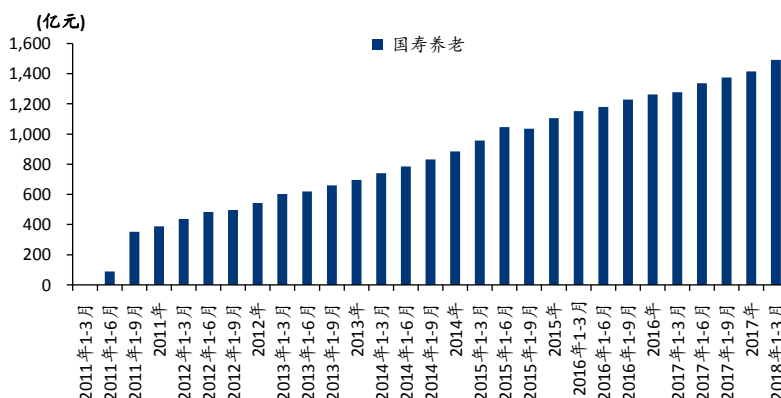
图表20： 2018H1 国寿安保投资类型占比



资料来源：天天基金网，华泰证券研究所

专业养老保险公司，企业年金规模庞大。人寿养老主要从事企业年金、职业年金、基本养老保险和团体、个人养老财富管理业务，企业年金管理规模庞大。截至2017年底，国寿养老企业年金基金管理业务受托管理客户11383家，累计受托管理资产规模267亿元，服务对象454万人；账户管理客户8986家，累计管理个人账户172万户；累计投资管理资产规模1416亿元。养老保障委托管理业务累计管理资产规模1150亿元。

图表21： 国寿养老企业年金投资管理规模

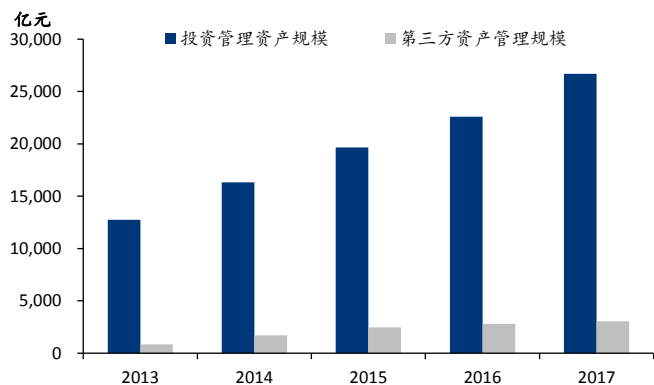


资料来源：银保监会，华泰证券研究所

中国平安：全方位布局，稳健收益，持续创造价值

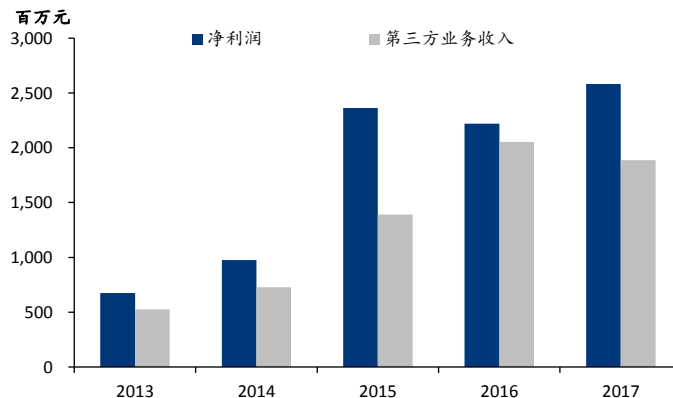
资管规模稳中有进，着力拓展第三方业务。平安资管于2005年成立，前身为1997年设立的平安集团投资管理中心。受市场推动及内部发展催化，平安资管在接受公司保险资金及其他子公司的投资资产委托的同时，通过多种渠道为其他投资者提供投资产品和第三方资产管理服务，成为独立的第三方资管公司，参与资管行业竞争。截至2017年底，平安资管管理资产总规模达2.7万亿元，保持高增长态势，增速达18.1%，同时大力拓展第三方资产管理业务，管理规模达3059亿元，实现18.9亿元第三方业务收入。

图表22: 平安资管投资管理资产及第三方管理资产规模



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表23: 平安资管净利润及第三方业务收入



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

业务形式多元, 产品线全市场覆盖。平安资管主要业务包括传统委托、专户管理、资管产品和投资顾问服务等, 资管产品中货币类、固收类、权益类和境外配置全面覆盖, 满足市场多元需求。投资范围包含股票、债券、基金、货币市场、外汇市场以及基建投资、股权投资等资本市场与非资本市场的各个领域, 具备跨市场资产配置和全品种投资管理能力。

图表24: 平安资管主要资产管理产品



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

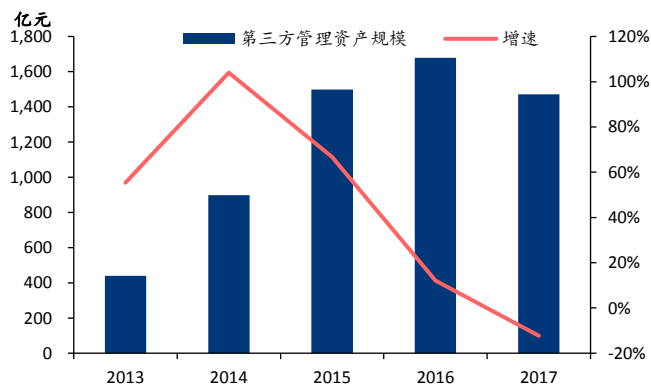
支持实体经济建设, 基础设施投资领域经验丰富。目前平安资管基础设施建设类项目存量规模超过 2500 亿元, 包括市政、交通、电力、环保和新能源领域。2016 年平安资管发起设立平安创赢资本管理有限公司, 作为首批获得批复的保险私募股权基金公司之一, 平安创赢为保险资金开展 PPP 业务和投资基础设施领域打开通路, 丰富了保险资金的收益来源。

中国太保: 第三方业务运行稳健, 助力养老体系建设

中国太保资产管理业务在服务保险主业的同时, 积极通过太保资产和长江养老拓展第三方资产管理业务, 截至 2017 年底第三方管理资产规模达 3372 亿元, 较上年末增加 14.8%, 第三方资产管理收入达 9.6 亿元, YoY+19.8%。

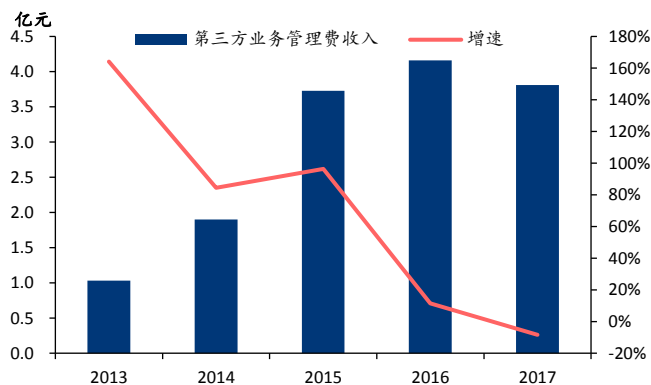
太保资产服务实体经济, 积极应对资管行业变化。太保资产截至 2017 年底第三方管理资产规模达 1472 亿元, 较上年末下降 12.3%, 第三方业务管理费收入 3.81 亿元, 同比下降 8.4%, 在金融市场从严监管的大环境下积极应对资管行业变化, 努力实现平稳运行。太保资产积极关注交通、旧区改造和科技新区建设等市场机会, 拓展业务范围, 响应国家服务实体经济要求。

图表25: 2013-2017年太保资产第三方管理资产情况



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

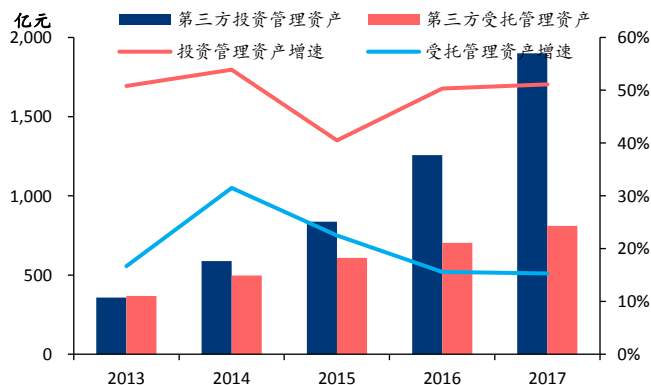
图表26: 2013-2017年太保资产第三方业务管理费收入情况



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

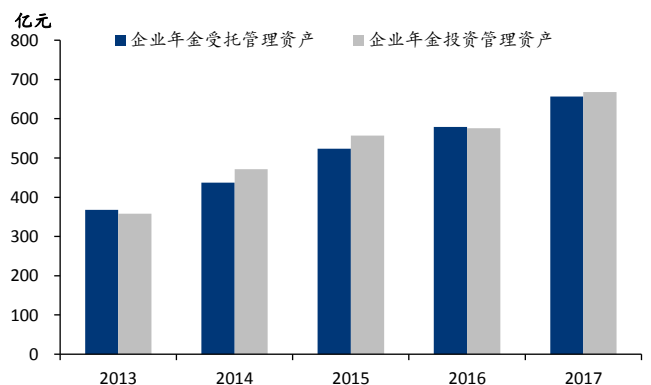
长江养老参与养老三支柱建设, 专注养老金管理。长江养老截至2017年底投资管理资产规模达1900亿元, 较上年末增长51.1%, 第三方受托管理资产达811亿元, 较上年末增长15.3%。长江养老主动把握我国养老市场发展机遇, 依托基本养老保险基金、企业年金、职业年金、养老保障委托管理、养老资产管理等养老金管理全牌照, 积极参与我国养老保障体系三支柱建设, 成为首家累积盈利的信托型养老保险公司。第一支柱方面, 长江养老成功入选首批基本养老保险基金证券投资管理机构; 同时担任企业年金与职业年金的重要管理者, 取得大批国有大中型企业客户, 截至2017年底企业年金受托管理资产达656亿元, 企业年金投资管理资产达668亿元; 对于第三支柱商业养老保险, 长江养老不断优化个人养老产品, 深化与互联网平台合作, 截至2017年底为超过8,000家政府与机构客户及200万职工与个人客户提供专业服务。

图表27: 2013-2017年长江养老投资管理资产与受托管理资产情况



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表28: 2013-2017年长江养老参与企业年金情况

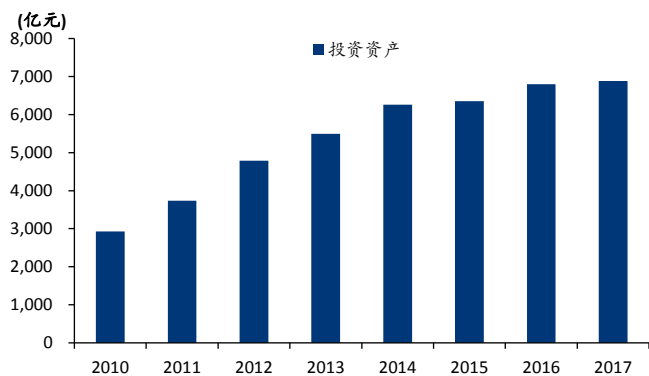


资料来源: 银保监会, 华泰证券研究所

新华保险: 资产配置稳健, 资管产品出新

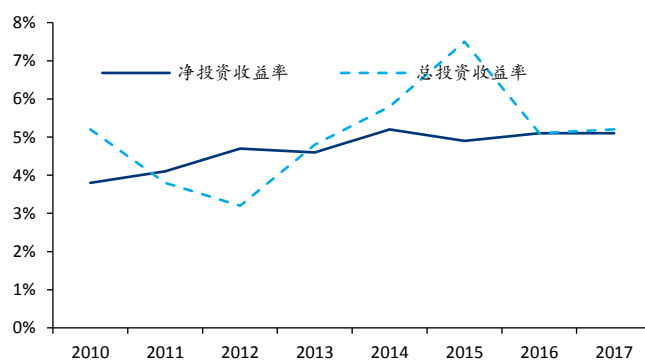
管理规模增长趋稳, 业务管理水平较高。新华人寿的资产管理规模在2010年至2014年迅猛发展, 四年间资产管理规模增长了3328亿元, 年化复合增长率为20.9%。之后保费规模平稳上升, 2017年底达6883亿元。新华人寿的净投资收益率近年来稳定在5%左右, 显示出保险资管较强的绝对收益投资能力。

图表29：新华人寿资产管理规模



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表30：新华人寿投资收益率表现



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

非标资产占比较高，整体风险可控。截至2017年末非标资产投资金额2410亿元，占总投资资产35%，同比增加1.8pct。非标投资基础资产主要分布在非银机构融资、房地产项目融资和基础设施建设项目融资等方面，资产配置中增加了风险收益符合要求的较长期限商业银行理财产品、不动产投资计划和集合资金信托计划，较大幅度地提升了持仓资产的整体收益率。公司增信措施严格，绝大多数非标资产都采取了抵质押担保、连带责任保证、一般保证、回购协议、差额支付承诺、共管资产等措施进行增信安排，非标资产的整体信用风险处于可控状态。

图表31：2017年末新华人寿金融产品评级情况

信用评级	占比
AAA	95.40%
AA+	3.00%
AA	1.60%
合计	100.00%

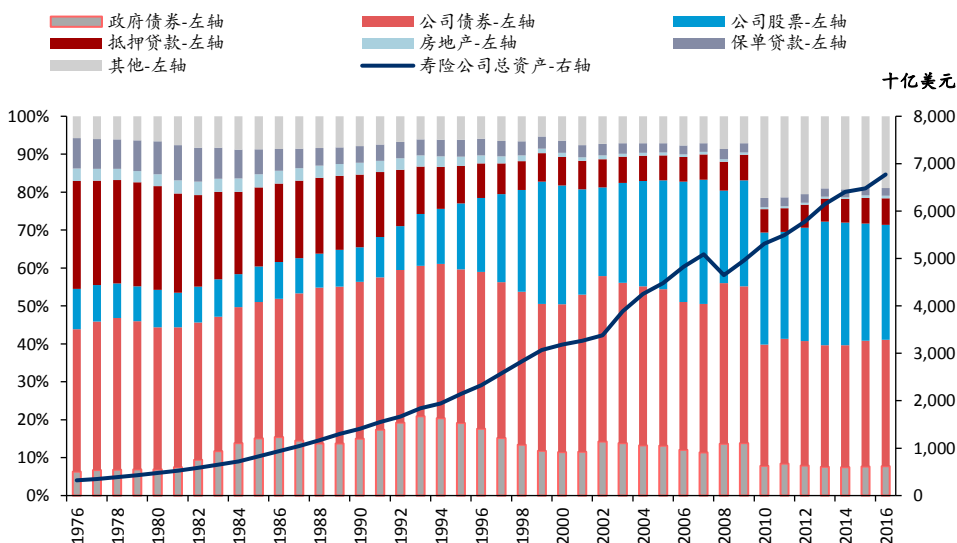
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

对标海外：从美国经验看先进发展模式

行业：分账户运作、收益稳健的成熟市场

保险资产配置稳健，运用渠道广泛。美国保险业起步早，发展成熟，据 Sigma 披露，2017 年保险密度达 4216 美元，保险深度达 7.1%，相较于我国 384 美元的保险密度和 4.57% 的保险深度，处于领先地位。由于产寿险经营差异，寿险多为长险含储蓄成分，寿险资金保值增值需求更大，2016 年美国寿险公司总资产规模达 6.8 万亿美元，投资资产达 6.4 万亿美元，规模稳步提升。2016 年寿险公司实现净保费收入 6101 亿美元，其中年金保费占比 54%，成为最主要的资金来源。美国保险资金投向主要包括债权、股票、房地产、抵押贷款及保单贷款等，与中国不同的是，美国的保险资金可直接对接抵押贷款市场。

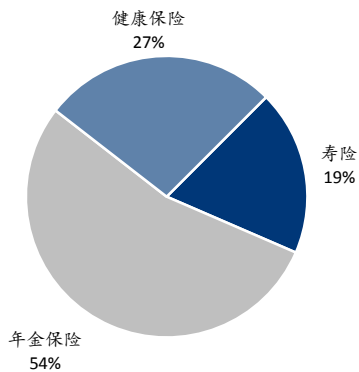
图表32： 1976-2016 年美国寿险资产投向分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

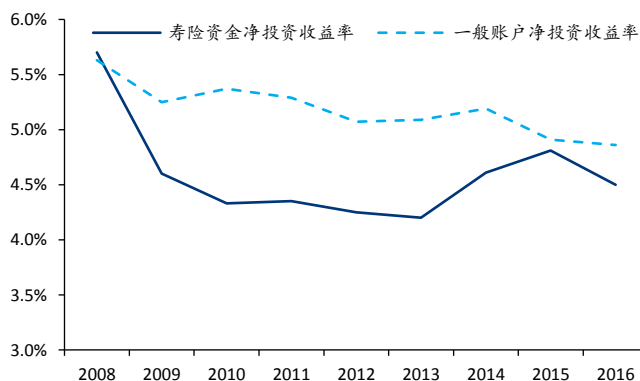
投资收益率波动较小，整体保持在 5.0%-5.5% 区间范围。基于高度稳健和稳定的资产配置，美国保险公司一般账户投资收益率较为稳定，虽然利率和经济环境呈现出周期性波动，但整体保持在 5.0%-5.5% 的区间范围。长期趋势看，由于次债危机后全球均进入持续的低利率环境，联邦基金利率更是长期在接近零利率的水平徘徊，收益率有一定幅度下滑。

图表33： 2016 年美国寿险公司保费收入分布



资料来源：ACLI，华泰证券研究所

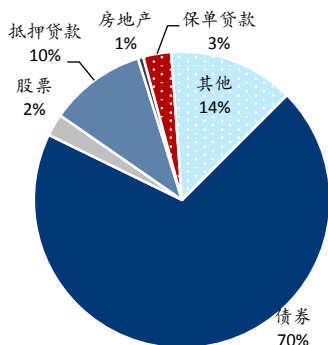
图表34： 2008-2016 年美国寿险资金收益率



资料来源：ACLI，华泰证券研究所

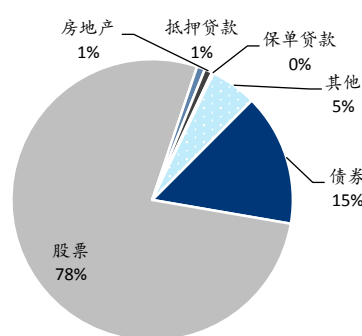
两类账户分别管理，风格迥异匹配风险。美国寿险资产分为两类账户：一般账户和独立账户。一般账户管理传统寿险，盈利方式主要依靠利差，投资风险由保险公司承担，资产配置受到相关部门的监管，美国各州保险监管部门对寿险一般账户配置权益资产的比例限制在20%左右。据 ACLI 数据显示，2016年美国寿险一般账户4.3万亿资产中近70%配置债券，仅2%配置股票，远小于监管要求，降低保险资金运用风险。独立账户与可变年金、万能险相关，保险公司赚取管理费用。独立账户资产配置受保单持有人影响，风险由客户自担，所受监管要求限制较少。2016年美国寿险独立账户2.5万亿资产中股票占比达78%，债券占比15%，与一般账户配置风格迥异。针对不同风险特征，保险公司选择差异策略，有效控制风险，避免资本市场波动对公司经营产生过大影响。

图表35： 2016年美国寿险一般账户资产分布



资料来源：ACLI，华泰证券研究所

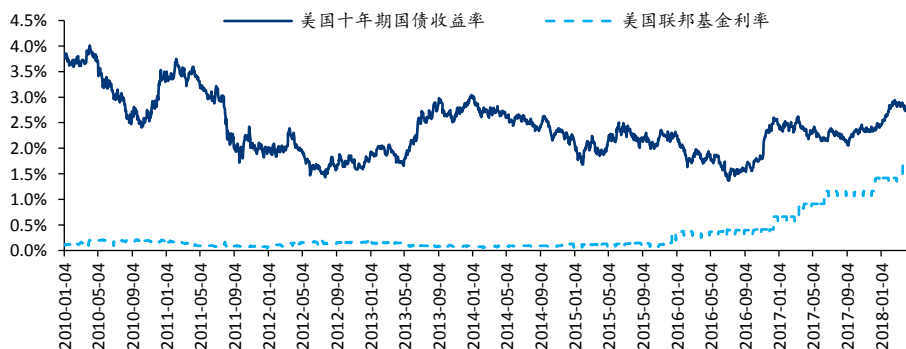
图表36： 2016年美国寿险独立账户资产分布



资料来源：ACLI，华泰证券研究所

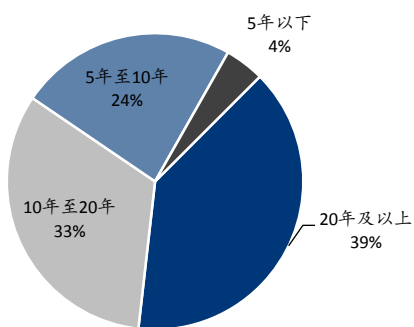
注重资产负债管理，拉长资产端久期。债券收益的长期性和安全性与保险资金运用要求天然匹配，美国寿险总资产中仍以债券为主。受美国国债收益率下探影响，2016年寿险资产配置中债券占比达49.4%，较2005年占比51.0%小幅下降。长期保单为主的保费收入结构使险企负债端具有长久期，借助美国发达的资本市场，险企注重将投资组合和长期负债相匹配，大量配置长久期固收类资产。反观我国长期债券供应有限，且交易不活跃，部分险企借助短期投资收益覆盖长期负债，或将带来经营风险。2016年美国寿险资产一般账户中20年及以上债券占比达29%，10年及以上债券占比达62%，有效拉长资产端久期，实现保险资金的长期配置和稳定收益。同时注重风险管理，险企将资金集中投放于质量良好信用评级高的政府债和公司债，2016年一般账户债券资产中等级为一二级（NAIC分类方法）占比超过94%。险企投资债券并不局限于零风险，适配少量高收益债券有助于提升收益水平。

图表37： 2010至今美国利率及十年期国债收益率变动



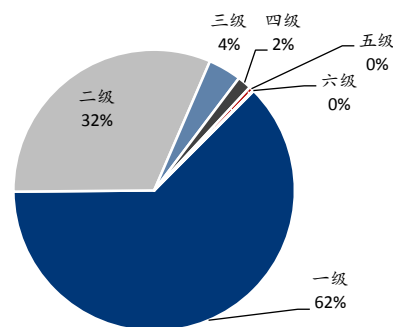
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38: 2016年美国寿险一般账户债券期限分布



资料来源: ACLI, 华泰证券研究所

图表39: 2016年美国寿险一般账户债券等级分布

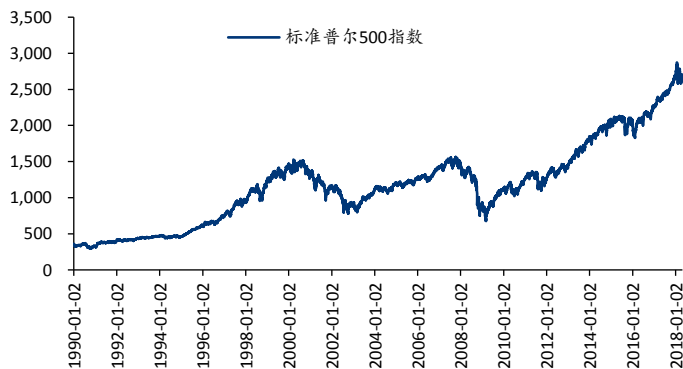


资料来源: ACLI, 华泰证券研究所

注: 一级、二级为高质量, 三级为中等质量, 四级、五级、六级为低质量

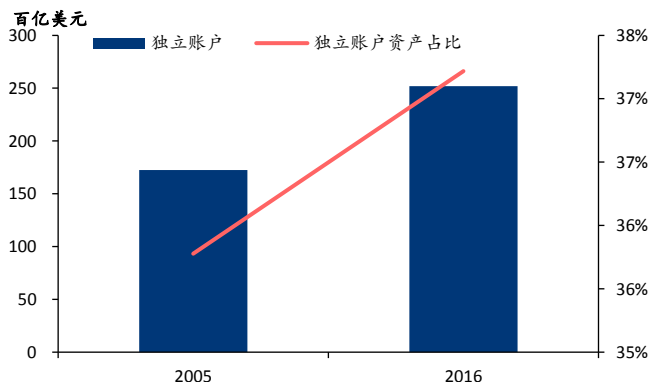
顺应市场风格变化, 保持合理股票投资。上世纪90年代末, 险企把握美国股市大牛市机遇, 增加权益类资产投资, 占比逐渐提升, 超越抵押贷款成为寿险资金第二大投向。同时伴随美国保险市场变额寿险和可变年金的增长, 独立账户资产规模不断扩大, 导致相应总寿险资产股票配置比例提升。2005年独立账户资产达1.7万亿, 2015年为2.5万亿, 总寿险资产占比由35.8%提升至37.6%。但配置并非盲目, 2008年利率下行, 美国寿险资金未选择激进投向股市, 而是相应注重负债端管理, 在低利率环境下实现了平稳运行。

图表40: 1990年至今标普500变动情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 2005年及2016年美国寿险独立账户资产



资料来源: ACLI, 华泰证券研究所

投资方式灵活, 合理分散风险。美国寿险资金其他投资方式包括抵押贷款和不动产等, 2016年美国寿险资产包含抵押贷款4721亿美元, 房地产469亿美元, 依靠质量较优的抵押资产和较低的贷款抵押比实现良好的风险控制。同时积极布局海外资产, 有效分散风险, 2016年海外资产达1.44万亿美元, 占全部资产的21.3%。

图表42： 2016年美国寿险海外资产分布

国家	2012	2013	2014	2015	2016
Bermuda	1.46%	6.66%	7.69%	8.63%	8.39%
Canada	29.23%	25.76%	29.78%	27.10%	24.73%
Cayman Islands	0.16%	0.14%	0.17%	0.57%	1.86%
France	12.56%	12.43%	14.03%	13.25%	12.55%
Germany	8.47%	8.97%	10.58%	10.46%	10.62%
Japan	0.48%	0.53%	0.69%	5.14%	8.91%
Netherlands	29.03%	29.40%	16.95%	16.08%	14.82%
Switzerland	2.95%	2.96%	3.29%	2.99%	2.85%
United Kingdom	15.48%	13.06%	16.69%	15.69%	15.28%
海外资产合计（百万美元）	1,282,158	1,337,085	1,233,605	1,292,241	1,442,612
海外资产占总资产比例	22.20%	21.70%	19.30%	19.90%	21.30%

资料来源：ACLI，华泰证券研究所

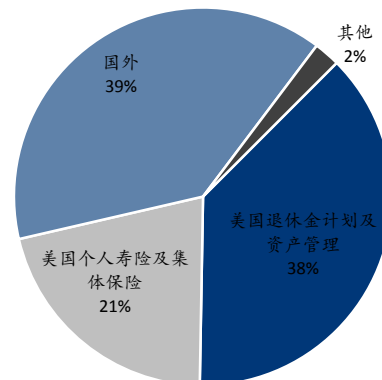
公司：投资高效精准，具体风格略有不同

海外保险资管机构发展特色各异，有依靠规模效应地位日益稳固的全能型机构，顺应时代浪潮布局丰富的产品线，实现产品全覆盖的跨越发展；也有依托专业特色占据细分市场的精品型机构，依赖于特定投资策略和定价能力，实现主动管理能力的提升。下文将以多元化的保德信和以债券投资为优势的PIMCO为例深入剖析。

保德信：全球业务布局，多元管理提升投资能力

历史积淀深厚，机构和个人客户全面布局。作为保德信金融集团的资产管理平台，保德信投资的发展与集团息息相关。保德信集团作为全球9家“大而不能倒”的保险公司之一，至今已拥有超过140年的历史，为全球超过5000万机构和个人客户提供包括人寿保险、共同基金、企业年金、资产管理、退休金管理及相关服务等一整套的金融产品和服务，其中最为著名的是保德信个人寿险产品。伴随着保德信金融集团的发展，保德信投资管理平台规模也不断扩大。在机构客户领域，凭借着公司优秀的投资能力以及良好的品牌效应，保德信投资的客户逐步囊括了全美23家最大的企业养老金计划，全美20家最大的公共养老金计划，136家全球300强养老基金，以及7家世界500强排名前10的公司等一系列优质机构客户。除此之外，在零售客户领域，凭借保德信集团在个人寿险产品方面的业务布局和业务积累，保德信投资也囊括了诸多零售客户，零售客户管理资产规模不断扩大，形成机构及个人客户全面并且相对平衡的发展格局。

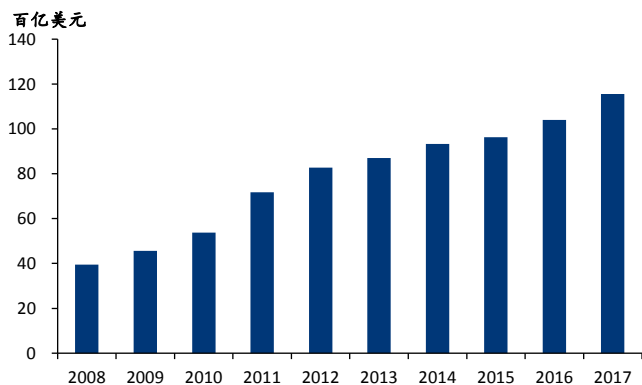
图表43： 2017年保德信集团收入构成



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

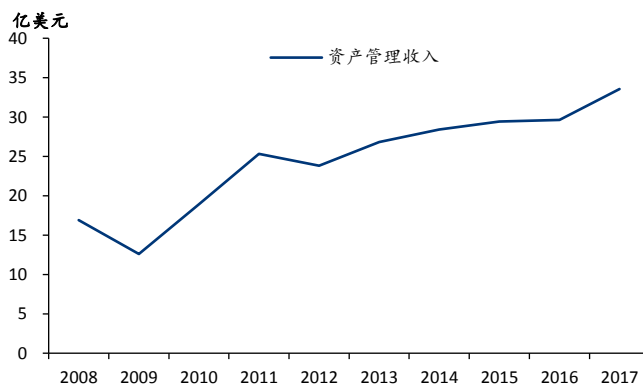
资产管理业务贡献逐年上升。截至2017年底集团管理资产超过1.3万亿美元，保德信投资资产管理规模达1.2万亿。作为保德信集团的重要业务之一，保德信投资收入对于集团总收入贡献逐年增大。保德信集团将公司业务分外国内及国外，国内业务分为美国退休金解决方案及投资管理部分、美国个人寿险及集体保险部分，资管平台即为国内业务的前者。2017年全年，美国退休金解决方案及投资管理部分收入占公司总收入的36%，是收入贡献的重要来源，资管部门对于公司收入的贡献也呈逐年上升的态势。

图表44： 2008-2017年保德信AUM规模



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表45： 2008-2017年保德信资产管理收入

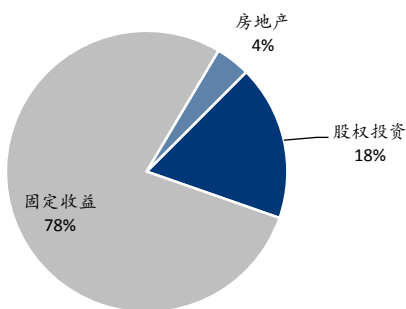


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

多元管理制度激发投资潜能，助力公司实现高效投资。保德信投资实行独特的多元管理制度，将投资分为八个板块，分别为股权、固收、房地产、量化股权、抵押贷款、私人固收、基金以及其他投资。每一板块拥有自己领导团队，在符合公司一系列规章制度的条件下完全进行自主投资，创建各自投资文化，相互独立互不影响。这样的投资结构能够帮助每一板块的投资团队完全专注在特定领域的研究与投资，深入研究行业投资机会，为投资者创造最高收益。在八个独立投资板块的框架下，公司搭设 GIRG 部门以及 MACS 部门，GIRG 部门负责统筹宏观投资目标以及应对投资挑战，MACS 部门负责提供资产配置建议、进行风险控制等。在专业且合理的部门配置下，保德信实现了较为高效的投资。

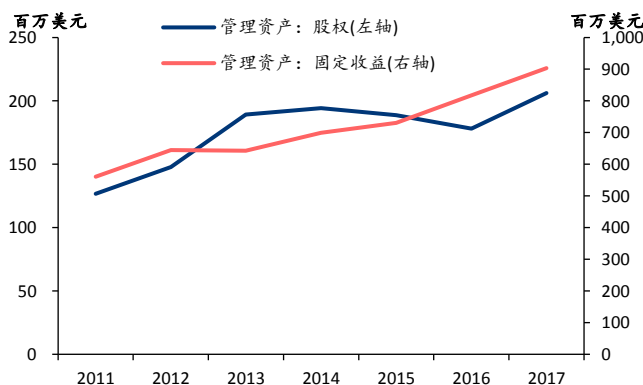
坚持进行全资产布局，此外看重新兴市场机会，大力布局扩大投资规模。随着资产管理业务市场的不断扩展，客户不断对于资产管理提出新的要求，首先就是客户对于资产配置组合灵活多样产生一定诉求。保德信投资长期坚持通过多样灵活的资产布局，以及对于各领域专业深入的研究，不断提高投资收益，扩大投资规模，满足客户需求。在过去的 10 年中，保德信投资在固定收益资产配置的基础上，不断增加多种投资资产配置，如房地产、股权、商业贷款等。截至 2017 年底，保德信固定收益类投资占比 78%，股权投资类占比提高到 18%，除固定收益以外的资产规模显著提高。

图表46： 2017年末保德信资产管理分类



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表47： 保德信资产管理分类趋势

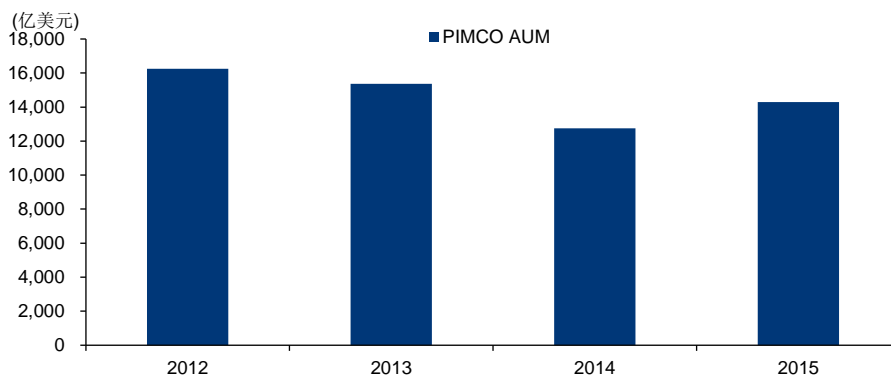


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

PIMCO：专注债券市场，铸成行业典范

规模逆势增长，管理资产保持高位。太平洋投资管理公司（PIMCO）是全球规模最大的债券型基金公司之一。截至2018年3月底，公司资产管理规模达1.77万亿美元，其中，公司主力基金-总回报基金-在金融危机期间表现近乎神话。太平洋投资的管理资产增速可以形容为长期积累，并喷扩张，尤其在经济危机时期获得了较快的发展。“太平洋总回报基金”为太平洋投资的主力基金，在太平洋投资的前期发展历程中占据非常重要的地位。从2001年到2012年，“总回报基金”的资产管理规模从410亿美元迅速扩张至2929亿美元，平均年增长率达51%。自2012年德国安联保险将太平洋投资分拆成为独立子公司运营后，公司资产管理也继续保持了资产管理规模的高位水平。

图表48：PIMCO管理资产规模



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

聚焦债券市场，洞悉行业发展规律。自1971年公司成立始，公司一直把债券投资作为公司投资的基石。凭借公司对于债券投资的专业性，领导人格罗斯的市场判断以及公司严谨的投资分析框架、公司文化，太平洋投资逐步成长为债券型资产管理公司的行业标杆。相比于其他全球顶尖资产管理公司，太平洋的突出特点就是对于债券市场的专注。1987年格罗斯设立的主力基金总回报基金中的投资组合全部为债券类资产，其中美国政府债券投资比例高达41%，抵押贷款债券占20%，信用产品、非美国发达国家政府债券、新兴市场债券以及其他债券类产品占比将近40%。从1990到2017年，美国10年债券收益率从9%降至2.5%，美国债券市场迎来大牛市，受益于此，太平洋投资获得了较快的发展。通过格罗斯以及团队对于债券市场深入的研究，太平洋几乎踩准了每一段债券市场的重大变化。在金融危机爆发后，市场对于避险产品的推崇，进一步助推了太平洋投资的快速发展。

自上而下和自下而上的研究方法相配合，确保投资逻辑精准性。太平洋投资坚持从三个层面确定投资逻辑，包括经济论坛、投资委员会以及投资组合经理。在经济论坛方面，公司已有40年的举办历史。太平洋投资坚持认为宏观方面的短期以及长期展望是发现机遇的必要因素，公司每年举办4次经济论坛，邀请超过735位来自世界各分公司的投资专家一起探讨未来经济发展走向，确定投资逻辑。在投资委员会层面，公司通过邀请最具资历的投资专家，负责将太平洋的投资逻辑贯彻落实到具体的投资领域，统一每一阶段的投资基调。依靠以上自上而下的投资逻辑，各投资组合经理再研究各自领域独特的投资机会，凭借独到的投资观点，保证为客户获得最大的收益。

发展前景：转型探索拓展市场空间

大资管行业格局重塑下，资管子领域将打通跨部门数据交换，实现监管统一协调。理财产品由于净值化转型，竞争力将受到一定影响；券商、信托资管计划在去通道、去杠杆的推进下空间也受到压缩，行业间将不断转型以适应新的监管要求，保险资管有望通过稳定风险与收益的保险产品打开业务空间。保险资管行业内竞争亦有所加剧，如何发挥先发优势，在委外、多元投资等方面占据跑道，积极探索拓展市场空间值得思考。

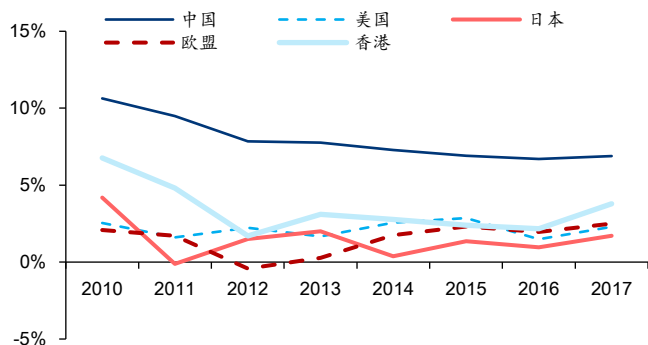
资金端：内生增长添动力

保费深度较低，内生动力十足

相较于全球平均水平，我国保险渗透程度较低。保险深度取决于一国经济发展的总体水平和保险业的发展速度，反映该地保险业在整个国民经济中的地位。放眼全球，我国的保险深度仍处在较低水平，未来发展空间广阔。根据瑞士再保险 Sigma 公布的数据，2017 年全球平均保险深度为 6.1%，欧盟及日本等一些发达国家和地区的保险深度基本保持在 8% 以上，而我国的保险深度仅为 4.6%，保险渗透程度明显不足。

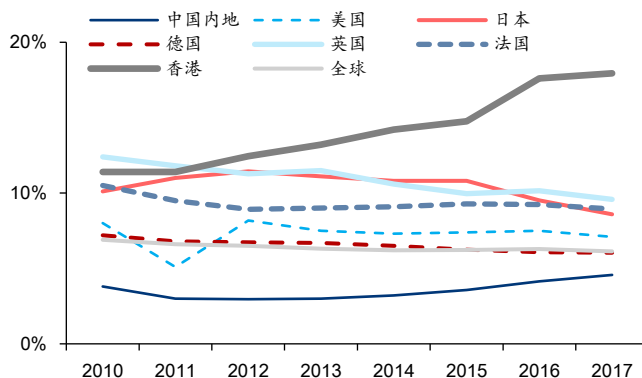
我国的保险深度加速提高，内生动力十足。我国保险业正处在加速成长的阶段，从近几年的发展趋势来看，我国的保险深度不仅逐年增加，且增速也在不断加快。2011 年保险深度仅为 3.0%，2017 年则增长至 4.6%，年均增幅 27bp。值得注意的是，中国是全球 GDP 增速最快的国家之一，我国保险深度的显著提高是建立在 GDP 保持较高增速的背景之下，说明我国的保险业发展迅速且内生动力十足。

图表49： 我国 GDP 增速较快



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表50： 我国保险深度处在较低水平

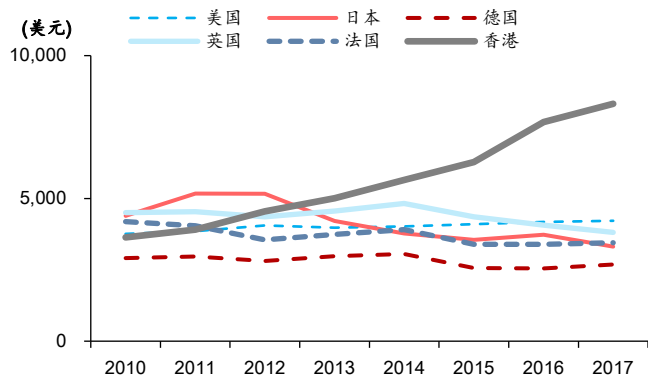


资料来源：Sigma，华泰证券研究所

保费密度不足，蓝海空间广阔

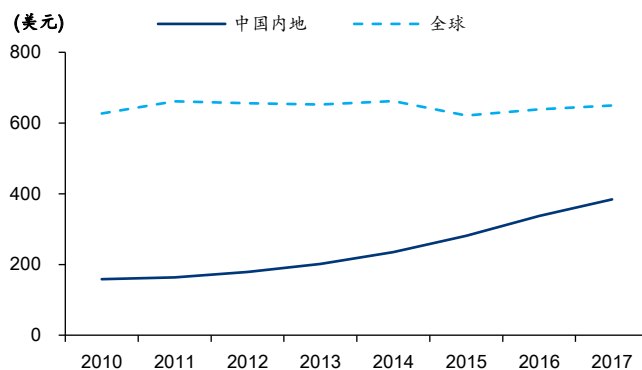
我国保险密度尚处低位，未来发展前景广阔。保险密度反映的是国民的保险参与程度以及国民经济和保险业的发展水平，由该地人口数量和保费收入共同决定。与保险深度的发展情况类似，我国的保险密度也在加速提高。在近十年的时间里，我国的人均保费从不足 500 元/年增加至 2017 年的 2560 元/年（折算为约 384 美元/年），近五年平均增速 16.5%。这表明我国国民参加保险的程度不断提高，不断增长的保险需求将会成为未来保费继续保持高增长的有力保障。与此同时，2017 年全球人均保费为 650 美元/年，而欧美等发达国家的人均保费已高达 2500-4000 美元/年。相较而言，我国的保险密度尚不充分，发展空间依旧广阔，国内保险市场仍有大片蓝海尚待探索。

图表51: 发达经济体的保险密度较高



资料来源: Sigma, 华泰证券研究所

图表52: 我国的保险密度正在加速增长



资料来源: Sigma, 华泰证券研究所

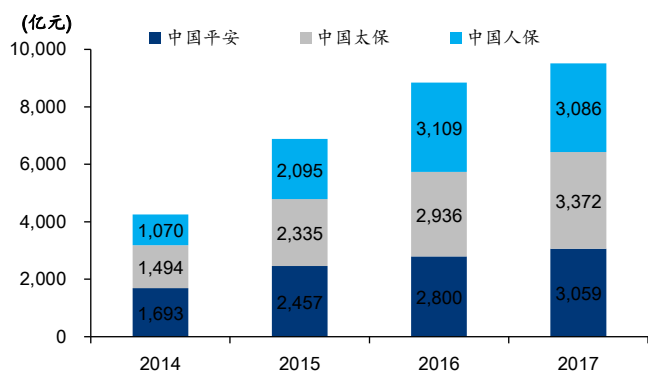
香港保费密度世界第二、亚洲第一，侧面印证内地保险旺盛需求。2017年香港人均保费高达8313美元/年，保险密度远高于其他发达经济体，我们认为这与内地居民赴港购买保险产品有关。根据香港保监局公布的数据，2017年内地访客新造保单保费508亿港元，占个人业务总新造保单的32.6%。香港保险市场发展成熟，产品众多，为部分内地居民尤其是中高净值客户提供了更多消费及投资选择，也从另一个方面印证了内地居民对保险产品的旺盛需求。随着内地保险市场日渐完善，内地险企更加丰富的产品种类和更为便捷高效的服务将使得内地的保险产品更具吸引力。我们预计部分中高净值客户的回流将为内地险企带来可观的保费收入，如何争取这部分客户，将成为内地险企未来努力的方向之一。

资金端：渠道来源再优化

第三方业务拓展收入来源，规模快速发展

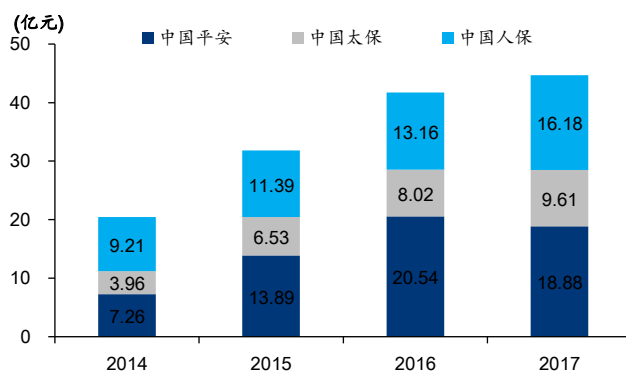
第三方业务充分利用资源，创新营收途径。大型保险集团旗下的资产管理公司除管理本集团保费外，还承接以银行、保险等第三方金融机构的委托，为其提供资产管理服务。第三方业务能够帮助保险集团扩大盈利来源，提高旗下资管平台业务能力，增加投资水平，为集团获取更多利润。

图表53: 保险资管第三方业务规模



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表54: 保险资管第三方业务收入



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

保险集团发力第三方资管，规模收入稳步上升。保险集团旗下资产管理公司第三方资管业务规模近年来不断增长。以中国平安为例，保险资管第三方业务规模从2014年的1693亿元上升到2017年的3059亿元，年化复合增长率为21.8%；第三方管理费收入从2014年的7.26亿上升到2017年的18.88亿元，年化复合增长率为37.52%。

保险系基金增添市场活力，多元布局实力雄厚

政策放开，基金迎来保险系。公募基金行业通常会被分成银行系、券商系、保险系和信托系几大派别，自2013年监管部门发布《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》后，政策明确了保险资产管理公司可以开展公募业务，此后保险系基金公司相继成立。

图表55：主要保险系基金（截至2018年7月12日）

成立时间	公司名称	保险公司背景	基金数量	基金规模（亿元）
2003/04/03	国联安基金管理有限公司	太平洋保险/安联集团	51	168.91
2011/01/07	平安大华基金管理有限公司	平安集团（信托）	82	2434.5
2013/01/23	太平基金管理有限公司	太平保险	7	147.4
2013/10/29	国寿安保基金管理有限公司	中国人寿/安资本	66	1445.17
2015/03/03	泓德基金管理有限公司	阳光保险	32	194.98
2016/07/26	华泰保兴基金管理有限公司	华泰保险	15	83.73

资料来源：企查查，天天基金网，华泰证券研究所

三大方式催生保险系基金。保险系基金成立方式分为三类：1) 新设立公募基金公司，例如华泰保兴基金、国寿安保基金等；2) 收购现有公募基金，如太平基金前身就是中原英石基金，太平资管收购其70%股权后更名为太平基金；3) 在保险资管公司下设公募基金事业部，如泰康资管基金事业部，人保集团基金事业部等。

实力雄厚，节约成本。保险资管以事业部的形式开展公募业务，可以利用已有的平台资源，包括人力、财务、研究部门等，成本优势明显。以泰康资管公募事业部为例，依托泰康资管运营体系，旗下管理产品多次获得基金业“明星基金奖”。2017年度泰康宏泰累计收益率达12.44%，在同类基金中排名第3，业绩比较基准收益率为3.30%，大幅超越业绩比较基准。

图表56：截至2017年末保险资管公募基金事业部情况梳理

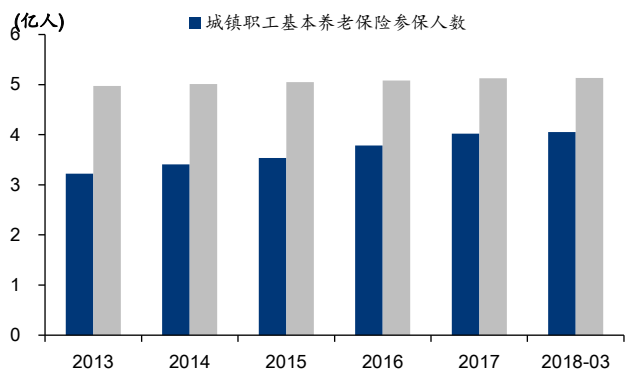
成立时间	公司名称	基金数量	基金规模（亿元）
2015年4月	泰康资产管理有限责任公司公募事业部	40	311.22
2017年1月	中国人保资产管理有限责任公司公募事业部	12	125.81

资料来源：天天基金网，华泰证券研究所

年金风格契合，资管利润丰厚

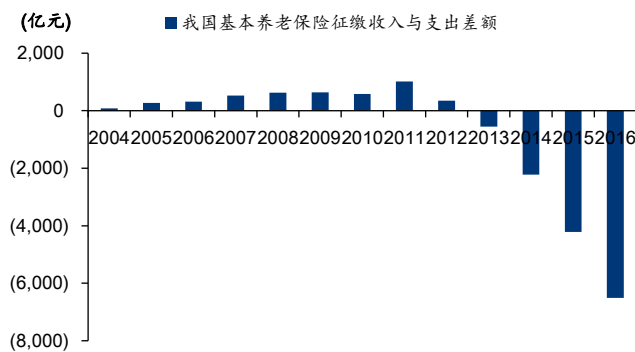
养老金覆盖广泛，但亏空趋势延续。截至2018Q1中国城镇职工基本养老保险参保人数为4.05亿人，城乡居民基本养老保险参保人数为5.13亿人，覆盖范围广。基本养老保险收入从2013年底的2.25万亿上涨到2017年底的4.28万亿，年化复合增长率为17.46%。根据世界卫生组织的预测，到2050年，中国将有35%的人口超过60岁，成为世界上老龄化最严重的国家。自2012年起我国基本养老保险基金支出的增长率就已高于其收入的增长率，同时从2014年开始城镇职工基本养老保险基金的征缴收入已经不及当年的基金支出，如不考虑财政补助，城镇职工基本养老保险基金从2014年已出现亏空现象，且这一缺口呈现逐年扩大的趋势。基本养老保险难以覆盖住当期的养老金支出，企业年金和商业养老保险将成为社会养老金的重要补充力量。

图表57: 基本养老保险参保人数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

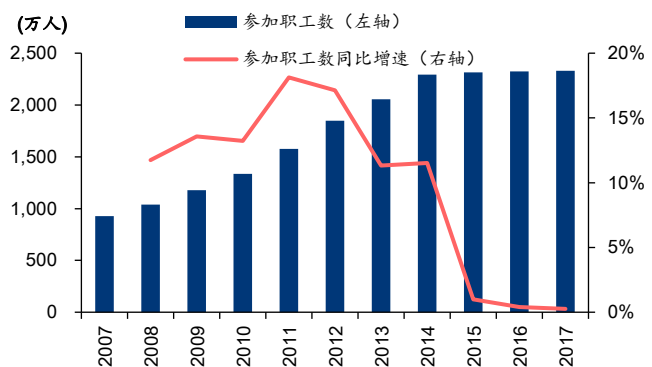
图表58: 城镇职工基本养老保险征缴收入低于基金支出



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

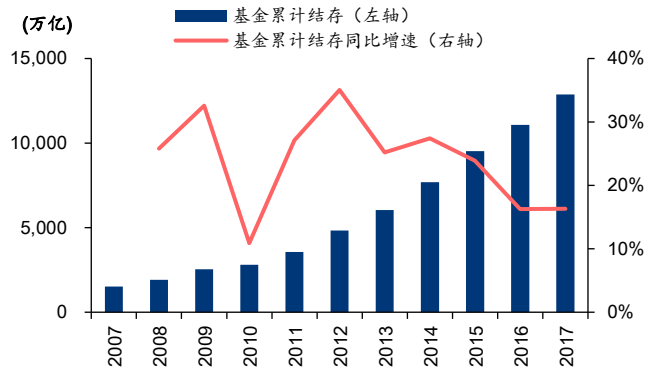
企业年金参与度较低, 主要为存量增长驱动。企业年金 2016 年底仅覆盖了超过 2300 万个职工, 意味着只有 5.76% 的职工参与了企业年金制度。在现有企业年金参与程度下, 全国企业年金从 2013 年底的 0.6 万亿元上涨到 2017 年底的 1.29 万亿元, 年化复合增长率为 20.87%。在新参保企业数和职工数并未发生太大变动的情况下, 我们认为我国企业年金资产现有增长主要源于原有参与企业年金的企业和职工的积累, 即为存量增长, 企业年金发展动力不足。

图表59: 企业年金覆盖职工数及同比增速



资料来源: 人力资源和社会保障部, 华泰证券研究所

图表60: 企业年金基金累计结存及同比增速



资料来源: 人力资源和社会保障部, 华泰证券研究所

托管业务开路, 布局年金市场。目前商业保险机构主要在企业年金运行过程中扮演“受托人”或“托管人”的角色, 即接受企业年金建立者的委托选择账户管理人、托管人和投资管理人, 或接收企业年金受托人委托对企业年金基金投资管理。保监会数据显示, 2007 年有太平养老、平安养老等五家养老保险公司参与企业年金运行, 到 2017Q3 增长为八家商业保险机构, 同时受托管理资产占企业年金总资产的 52%, 商业保险机构参与程度不断增加, 在企业年金发展过程中发挥重要作用。

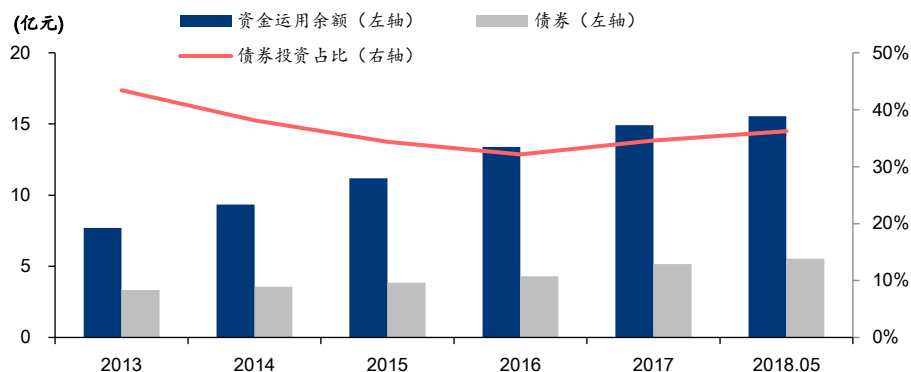
投资风格相近, 资产管理大有可为。保险资产管理公司对保险资金、养老金等资金的长期性、安全性属性有着更为深入的理解, 长期稳健的投资理念和投资风格更加符合企业年金和养老基金的特征。随着养老金和企业年金规模不断增加, 对资金管理需求也会日益增强。保险资管要加强投资能力建设, 提高投资组合收益率, 以吸引更多的委托管理企业年金。

资产端：多元投资强优势

债券投资为主力，积累丰富经验

保险资管债券投资比重高，经验丰富。保险资金投向债券金额从2013年底的3.34万亿元，提升到2017年底的5.16万亿元，年化复合增长率为11.52%。债券投资在保险资金运用中的比例在30%-40%区间内波动，近三年略有上升。债券的波动性较低，收益稳定，是保险投资重要投资方向，保险资管债券投资经验丰富。随着保险资金运用余额的增加，保险资管债券投资金额仍将维持上升趋势，未来投资空间广阔。

图表61： 保险资金中债券投资情况



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

配置长久期债券，实现久期适度匹配。为避免受到利率波动影响，保险资管需要对资产端和负债端的久期进行匹配。寿险公司保单到期日较长，长久期稳健资产需求旺盛。长久期债券相比于股票波动性较小，便于公司实现久期适度匹配，降低利率变动风险。

优选非标产品，风控优势明显

资金来源稳定期限长，优选非标资产。保险资金主要来自保费收入，在回归“保险姓保”的大环境下，保障能力强的长期保障型保险占比提升，险种结构日益优化，拉长负债端久期。资管新规针对非标资产明确禁止期限错配，相较于其他金融机构，保险资金的天然优势使保险资管期限错配压力较小。保险资管可优选长周期的非标资产，回报较稳定、抗周期性良好，其符合保险资金运用长期性、安全性的要求，同时有利于加强资产负债匹配，提升资产端投资久期。

底层资产标的多元，满足多样化需求。资产证券化产品底层资产多元，覆盖金融资产、不动产资产和公共事业类资产等各个方面。保险资管可以通过资产证券化投资不同底层资产，实现多元化配置，分享资产带来的红利。

图表62： 资产证券化法规汇总

时间	政策法规	主要内容	影响
2012年	《关于保险资金投资有关金融产品的通知》	1. 提出项目资产支持计划，以满足保险资金配置需求。2. 允许保险资金投资信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划。	初步放开关于保险资金投资的监管。
2014年	《项目资产支持计划试点业务监管口径》	1. 保险资产支持计划引入试点阶段。2. 规定限定了基础资产范围为信贷资产、金融租赁应收款、股权资产。3. 禁止简易结构两层或多层嵌套，确立了逐单审批制度。	进一步放开关于保险资金投资的监管，确立了逐单审批制度。
2015年	《资产管理计划业务管理暂行办法》	1. 规定对基础资产动态负面清单制度。2. 执行基础资产穿透原则。3. 确定了保险资管SPV具有信托的性质。	拓宽基础资产范围，标志着保险资管公司的资产支持计划步入常态发展阶段

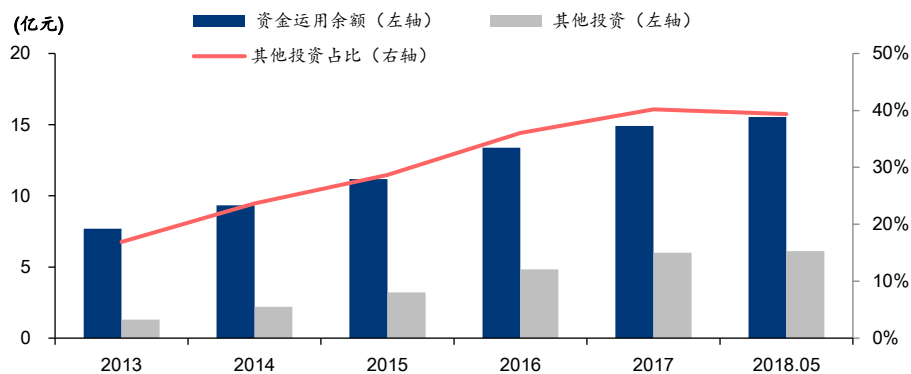
资料来源：银保监会，证监会，财政部，华泰证券研究所

布局另类投资，服务实体经济。传统投资领域难以获得超额收益，保险资金可关注基础设施建设、房地产、私募股权为代表的另类投资方式，运用期限优势获得流动性溢价，进一步提振收益。基础设施建设项目多融资规模大、期限较长，与保险资金运用特点天然契合，支持国家和地方大型基础设施建设有助于拓宽资金运用渠道，促进保险资金与其他社会资源有效结合，合理分散资本市场投资风险。未来随行业政策优化，注册审核效率提升，我国保险资金通过债权投资计划和股权投资计划可有力支持我国“一带一路”、京津冀协同发展、绿色金融、民生工程等重点领域的建设。

风控体系严格，非标风险可控。保险资金具有长期配置稳健投资的特点，对风险的容忍度较低，保险资管应建立完善风控体系，严格把控风险。比如平安资管贯彻稳健审慎的投资流程，针对各类受托资金性质，在不同投资阶段和差异市场环境下制定相应风险预算，确立投资方案。目前上市险企持仓非标资产均保持良好信用，2017年新华保险存量非标资产AAA级占比达95.4%，中国太保AAA级占比为91%，AA+级占比为99.7%，在各类资管机构中，保险资管风险管理能力凸显。

其他资产投资占比逐年增加，非标投资前景广阔。在现有严格风控体系下，其他投资占比从2013年底的1.3万亿上升到2017年底的6万亿，年化复合增长率高达46.57%。截至2018年5月，保险资金运用余额中其他投资为6.12万亿，占比接近40%，超越了银行投资、股票基金投资占比。作为其他投资的重要组成部分，保险资管非标投资迎来广阔空间。

图表63： 保险资金其他资产投资情况

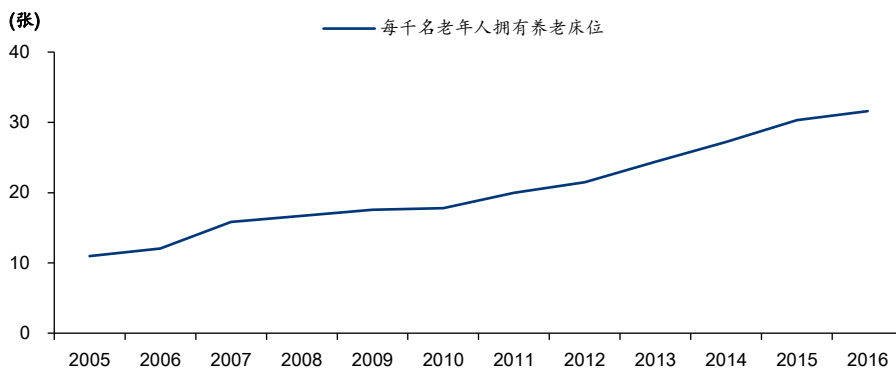


资料来源：银保监会，华泰证券研究所

养老地产顺势而为，前景广阔

养老床位有限，养老产业缺口较大。国内保险机构在养老产业中探索出比较成熟的模式当属养老地产，我国目前养老产业缺口较大也间接加速了养老地产的发展。据国家统计局数据，社会机构2016年提供养老床位数达378.8万张，每千老年人口养老床位有31.62张，该数据虽然保持稳定增长，但仍然远远无法满足养老需求。据中国社会科学院老年科学研究中心测算，中国老年经济的潜力较大，到2030年，我国整个养老市场的经济产值将达到13万亿元。我国养老产业缺口较大，老年人口消费能力潜力释放，商业保险公司发展养老产业空间广阔。

图表64： 每千人拥有养老床位数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

泰康人寿率先布局养老地产，成立首家养老社区。泰康人寿于2009年成为首家获得养老社区投资试点资格的保险企业。目前泰康之家已经发展成为国内领先的高品质连锁养老机构，在北京、上海、广州、三亚、苏州、成都、武汉、杭州、南昌、厦门、沈阳等十一个全国重点城市投资建设大规模、全功能、国际标准的医养社区，全面覆盖华北、华东、华中、华南、西南、东北等各区域，持续领跑国内高品质养老市场。社区以医养结合、持续照护、文化养老为核心，据泰康之家官网介绍，目前北京泰康之家燕园、上海泰康之家申园、广州泰康之家粤园养老社区已正式投入运营，标志着泰康高品质医养社区全国候鸟连锁模式落地北、上、广一线城市，覆盖京津冀、长三角、珠三角三大中国更具活力的经济圈。

图表65： 泰康之家发展历程

时间	事件
2009年11月	泰康人寿提出的养老社区股权投资计划正式获批
2010年3月	泰康之家投资有限公司正式成立
2011年8月	泰康之家养老社区示范空间正式开放
2012年4月	与实体养老社区相衔接的“幸福有约”养老计划保险产品被推出
2012年12月	泰康养老社区顺利开启长三角地区的战略布局
2013年6月	泰康之家·燕园生活体验馆在北京昌平揭幕
2014年3月	泰康之家与美国绿色建筑委员会（USGBC）举行战略合作签约仪式
2015年6月	“泰康之家·燕园”在北京市昌平盛大开园并投入试运营，开启了中国“医养融合”、“保险与养老实体跨界融合”的养老新模式。
2016年1月	泰康成功竞得杭州龙坞大清谷地块，标志着泰康第八个候鸟式连锁医养社区落户杭州
2017年1月	泰康保险集团在珠三角地区投资打造的首个高品质养老社区——泰康之家·粤园正式运营
2017年6月	泰康保险集团旗下首家大型三级综合医院——泰康仙林鼓楼医院更名揭牌仪式在江苏南京成功举行

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

合众人寿紧随其后，养老地产布局前景广阔。合众优年生活社区集居家养老、社区生活和机构服务三位一体。社区借鉴国际先进的CCRC养老新模式，为中国首个全国布局的连锁养老品牌。AAC和CCRC两大社区丰富的社区休闲、娱乐、餐饮、医疗配套等能“一站式”满足不同的养老需求。活跃长者社区（Active Adult Community）是专为有活力的长者所设计的社区，适合退休或已经退休，各项身体机能健康，暂时无需他人护理且愿意参加同龄人的各种娱乐活动的老年人居住。CCRC社区是提供私人管家式服务、康复疗养、专业医护照料为一体的居住设施和服务的养老社区，适合需要居家协助护理和中长期照料的老年人居住。随着越来越多的险企涉足养老地产，资产配置有望逐步实现多元化，发展前景可期。

管理端：模式创新提效率

资管公司独立运作，专业化规模化提升效率。随着金融市场的创新发展，金融工具层出不穷，投资更加注重专业化和规模化。保险公司通过下设资管子公司，增强对保险资金的经营管理能力和投资实力。资管公司在投资协议框架内，根据其专业判断对保险资产进行自主投资，具有一定的投资灵活性。保险公司对自身资产的投向与资金应用掌控力加强，资金控制更为灵活。保险公司可以根据自身业务需要，向资管公司提出调整资金的投资方向和金额的要求，大大降低了资金风险。独立的保险资管公司明确集团内部分工，加强管理的专业性和工作效率，推动公司发展。

委外发挥独特优势，投资方式灵活。对于规模较小的保险公司而言，成立专业化的保险资产管理公司的成本较高，将可投资资产委托给第三方不失为更好的选择。委外模式可以在公司投资团队配置不到位，缺少投资经验的情况下以相对低廉的成本，实现资产的配置。第三方公司可在不同的市场环境下选择对应的投资团队，突破路径依赖发挥在独特投资方向上的先发优势。当然在委外模式下，保险公司还需密切关注保险资金运用的风险，以防业绩不及预期而影响到集团的利差表现。

内设投资部专注资产配置，控制能力较强。作为最为传统的投资管理模式，内设投资部适合发展比较成熟且具有一定投资经验的保险公司。相比于股票筛选需要大量分析师挖掘市场信息，大类资产配置需要人员投入较少，收益较高。保险公司可以采用内设大类资产配置投资部门的方式，以便对保险资金进行分类投资与管理。保险公司的资金期限较长，可以发挥自身优势，关注大类资产配置，有的放矢地建立投资部门，实现收益。此外，内设部门还可以增加保险公司对于资金的控制能力，降低操作风险。

多投资平台并举，资本实力雄厚。目前我国有多家保险公司采用了除资产管理公司以外的其他投资平台投资的模式，最具代表性的是中国平安集团。中国平安旗下公司涉及信托、证券、不动产、基金、创新资本等多个领域，覆盖保费资金运用、养老金/年金管理、另类投资等资产管理业务。2017年度集团来自保险的业务收入约占67.91%，保险仍是集团的主营业务，为集团发展与扩张提供了稳定的资金来源。

甄选个股

2012年以来，市场流动性宽松及行业市场化改革下，资管业务不断外延，行业主体日渐丰富，目前资管市场规模已超百万亿，保险资管站在大资管的竞争舞台。随保费收入持续增长，资金来源趋于多元，资金投向范围逐渐拓展，保险资管发展空间值得期待。资产负债管理办法出台，有效防范错配风险；资管新规落地，行业地位得到认可，且体量较小风控完善，总体影响有限。保险资金来源稳定期限较长，具先发优势，大型险企善于长期资金运用，专于资产负债管理。未来保险资管机构有望不断提升投资配置能力，优化产品开发，完善风控机制，拓展市场份额，我们认为保险资管业务未来发展前景可期，对板块维持“增持”评级，推荐新华、平安、太保。

新华保险：公司加速推进价值转型，已由转型期买入发展期，期交、续期占比稳步提升，期交推动+续期拉动模式成效显著，健康险增速与占比持续优化，新业务价值与内含价值相应提升，看好公司价值转型的发展前景。预计2018-2020年EVPS分别为58.4、70.1和84.2元，对应P/EV分别为0.85x、0.71x和0.59x，维持“买入”评级。

中国平安：综合金融稳健运行凸显协同效应，科技金融赋能提升业务质效。寿险业务价值持续增长，2018Q1归母营运净利润同比增长12.8%，新业务价值率逆势提升3pct至30.2%；产险综合成本率较年初下降0.3pct，三次费改下大型产险有望受益政策红利。预计2018-20年EVPS分别为53.6、64.1和76.7元，对应P/EV为1.15x、0.96x和0.80x，维持“买入”评级。

中国太保：公司第一步战略转型已落地，已开启“转型2.0”模式，2018Q1归母净利润增速达87.6%，寿险保费收入增速达20.5%，大个险格局进一步巩固，4月新单改善显著，单月增速大幅提升至30%；产险增速亮眼，大平台控费优势将持续凸显。未来公司将逐步深化优势，优化渠道结构，提升业务价值的多元化发展。预计2018-20年EVPS分别为36.4、42.2和49.0元，对应P/EV为0.95x、0.82x和0.70x，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差来源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，本公司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。

本公司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，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“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力。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。

本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。

全资子公司华泰金融控股（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：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

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

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

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