

NBV 二季度回暖，续期保费拉动效应增强

核心观点：

- 准备金评估利率曲线上行推动准备金释放，提振利润。截至2018年6月末，10年期国债收益率3.48%，较2016年10月下旬低点上涨83个BP，750天移动平均线平稳上行，推动险企准备金释放，利润上行但影响逐渐出清。2018H1，中国人寿/中国平安/中国太保会计估计变更减少税前利润26.16亿元/0.02亿元/5.37亿元；新华保险会计估计变更增加税前利润1.47亿元。
- 新单保费下滑，续期业务的拉动效应凸显。134号文冲击、年初理财产品收益率上行和去年同期高基数等多重因素的影响，导致2018年上半年寿险新单保费下滑。2018H1，中国人寿/中国平安¹/中国太保/新华保险新单保费收入同比下降24.26%/8.74%/19.74%/26.14%。续期保费快速增长，拉动效应增强。2018H1，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险续期保费收入同比增长30.29%/44.15%/43.73%/27.55%。
- 新业务价值负增长，二季度出现回暖迹象。受累新单表现不佳，上市险企新业务价值整体下滑。2018H1，四家上市险企共实现新业务价值869.63亿元，同比减少12.43%。新业务价值二季度转暖。其中，中国平安寿险及健康险新业务价值二季度同比增长9.9%，扭转了一季度负增长的局面；太保寿险新业务价值单季增速由一季度的-32.5%转为二季度的35.2%。新业务价值改善主要来源于产品结构的优化。尽管新单保费下滑，上市险企长期保障型业务实现正增长，占比稳步提升，促使新业务价值率提升。2018H1，中国平安代理人渠道、太保寿险和新华保险的新业务价值率同比分别提升了6.5个百分点、0.8个百分点和11.2个百分点。
- 受市场震荡和权益类投资分红收入减少影响，险企投资收益率下滑。2018H1，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险净投资收益率4.64%/4.2%/4.5%/5.0%，同比变化-0.07/-0.8/-0.6/0.1个百分点；总投资收益率3.7%/4%/4.5%/4.8%，同比下滑0.92/0.9/0.2/0.1个百分点。保险业资产配置比例较2017年末小幅调整，固收类投资占比继续回升，权益类投资和其他投资受市场震荡调整和从严监管影响冲击小幅回落。
- 政策层面，银保监会发布19号文对人身险产品开展专项整治工作，规范产品开发设计，落实134号文精神。核查整改下，四家上市险企均有产品停售或整改，但积极对已有产品进行升级替换，致力于实现无缝对接。因此，19号文对上市险企影响有限。重疾险来看，明确定义原位癌责任和禁止对恶性肿瘤责任中的甲状腺恶性肿瘤进行单独处理等相关要求会导致部分重疾险停售。
- 行业保费收入持续改善。1-7月保险业实现原保费2.47万亿元，同比下降2.36%，相较2018H1降幅持续收窄。上市险企1-7月实现保费收入1.13万亿元，同比增长12.40%。强监管环境下，行业回归保障本源转型效果显现。尽管保费负增长，1-7月保险业风险保险金额4606.76万亿元，实现快速增长。考虑到去年前高后低的销售情况，下半年销售压力缓解，保单销售回暖趋势或将延续。同时，险企调整产品销售策略，保障类产品发力，有助价值增长。投资端，长债收益率自8月初以来上行19个BP，推动投资收益边际改善。产品端和投资端均有改善，前期压制板块上行因素有所缓解。当前四大上市险企2018年P/EV均值0.87倍左右，估值不贵，性价比较高，建议关注板块长期配置价值。个股方面，推荐顺序为：中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿。
- 风险提示：监管力度持续收紧；保费增长低于预期。

非银行金融行业

推荐 维持评级

分析师

武平平

☎：010-66568224

✉：wupingping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516020001

特此鸣谢

张一纬

☎：010-66568668

✉：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

杨策

☎：010-66568643

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

¹ 中国平安保费为规模保费口径，下同

投资概要

驱动因素、关键假设及主要预测：

准备金评估利率曲线上行推动准备金释放，提振利润。截至 2018 年 6 月末，10 年期国债收益率 3.48%，较 2016 年 10 月下旬低点上涨 83 个 BP，750 天移动平均线平稳上行，推动险企准备金释放，利润上行但影响逐渐出清。2018H1，中国人寿/中国平安/中国太保会计估计变更减少税前利润 26.16 亿元/0.02 亿元/5.37 亿元；新华保险会计估计变更增加税前利润 1.47 亿元。

产品结构持续优化促进新业务价值改善。上市险企二季度出现转暖迹象主要来源于产品结构优化所带来的新业务价值率的提升。其中，中国平安代理人渠道新业务价值率 48.1%，同比提升 6.5 个百分点；太保寿险新业务价值率 41.4%，同比提升 0.8 个百分点；新华保险新业务价值率 50.5%，同比提升 11.2 个百分点。

长债收益率短期上行推动投资端收益边际改善。十年期国债收益率自 8 月初呈现短期上行趋势。截至目前，十年期国债收益率为 3.66%，较 8 月初上行 19 个 BP，有望推动险企投资端边际收益改善。

我们与市场不同的观点：

在 134 号文和 19 号文整改的共同冲击下，行业保费增长乏力，新单保费和新业务价值下滑。我们认为上市险企已经在积极调整产品策略，发力长期保障型产品。就目前 19 号文结束整改之后的情况来看，上市险企均已实现产品的有效衔接，预计未来受到冲击有限。二季度单季新单已经出现明显降幅收窄甚至增长迹象。新业务价值层面，中国平安上半年已经转正，中国太保也在二季度单季实现扭转。预计受益于产品结构的优化和保单销售的持续回暖，上市险企全年新单保费和新业务价值有望实现稳健增长。

行业估值与投资建议：

行业保费收入持续改善。1-7 月保险业实现原保费 2.47 万亿元，同比下降 2.36%，相较 2018H1 降幅持续收窄。强监管环境下，行业回归保障本源转型效果显现。尽管保费负增长，1-7 月保险业风险保险金额 4606.76 万亿元，实现快速增长。四大上市险企保费收入持续改善。上市险企 1-7 月累计实现保费收入 1.13 万亿元，同比增长 12.40%。考虑到去年前高后低的销售情况，下半年销售压力缓解，保单销售回暖趋势或将延续。同时，险企调整产品销售策略，保障类产品发力，有助价值增长。投资端，长债收益率自 8 月初以来上行 19 个 BP，推动投资收益边际改善。当前四大上市险企 2018 年 P/EV 均值 0.87 倍左右，估值不贵，性价比较高，建议关注板块长期配置价值。个股方面，推荐顺序为：中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿。

行业表现的催化剂：

保单销售持续回暖；长债利率短期上行。

主要风险因素：

监管力度持续收紧；保费增长低于预期。

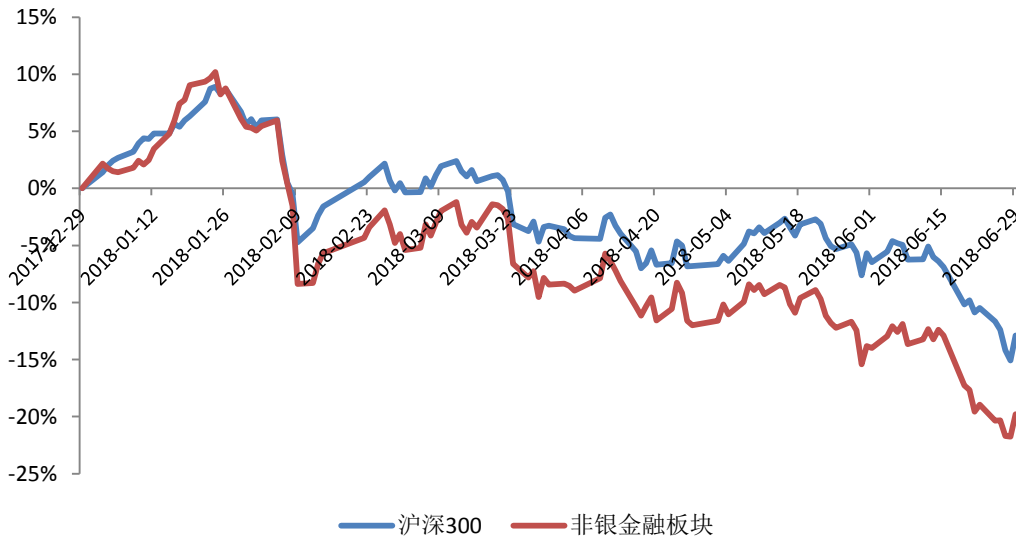
目 录

一、A股市场震荡调整，板块估值有所回调.....	3
二、业绩持续增长，折现率调整对利润影响逐步出清.....	5
(一) 产品端：寿险新业务价值二季度转暖，产险盈利能力提升.....	7
1. 行业保费受累人身险保费收入下滑，产险保费维持稳健增长.....	7
2. 上市险企新单保费和新业务价值下滑，产品结构优化推动新业务价值二季度转暖.....	9
3. 上市险企产险保费增速优于行业，承保端盈利能力提升.....	17
4. 行业健康险快速增长，上市险企积极布局健康险业务.....	19
5. 老龄化进程加快，养老险发展空间巨大.....	20
(二) 投资端：投资收益率下滑，配置结构持续调整.....	22
三、监管重点规范人身险产品开发设计，引导行业回归本源.....	24
四、国内外上市险企估值比较.....	25
五、投资建议.....	27
六、风险提示.....	27
附录：2018年政策事件简评.....	28

一、A股市场震荡调整，板块估值有所回调

受贸易战升级和国内宏观经济疲软影响，2018年A股市场震荡调整，板块估值有所回调。截至2018年6月末，板块下跌19.80%，跑输沪深300指数6.90个百分点。中信一级行业数据显示，2018H1，29个行业中仅有3个行业实现上涨，其余板块均不同程度下跌，其中非银行金融板块回调较大，位列第22。

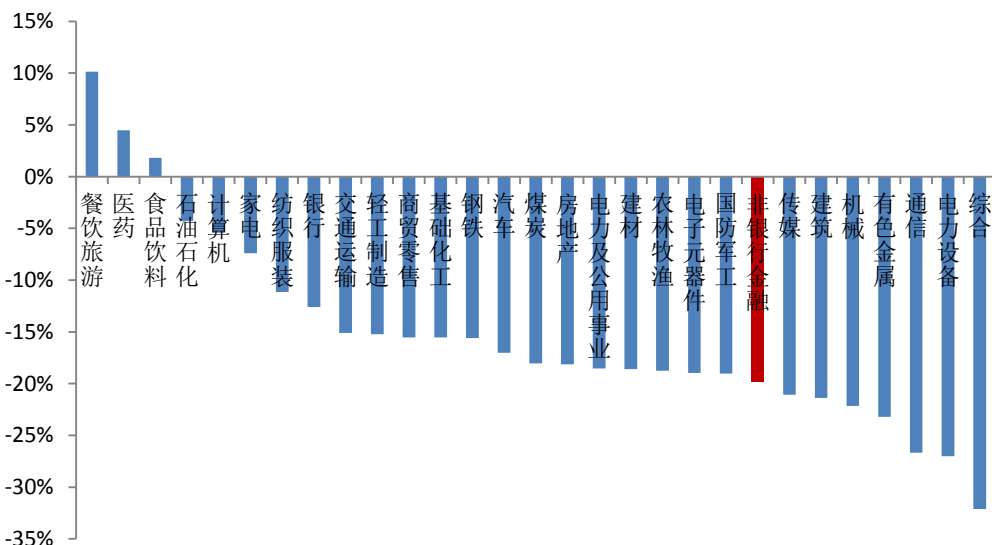
图1：非银行金融板块涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

备注：涨跌幅计算以2017年12月29日为基点

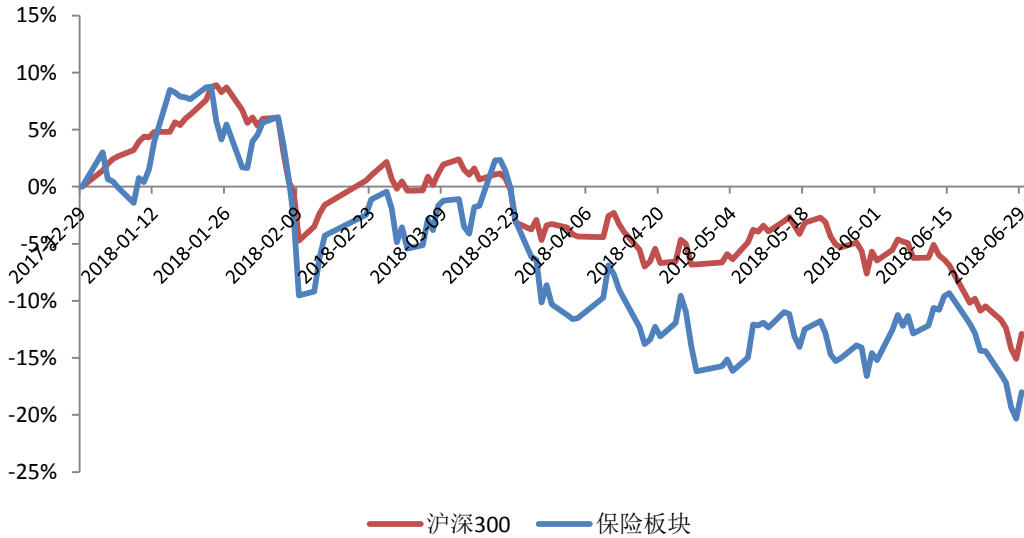
图2：中信一级行业涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2018H1，沪深 300 指数下跌 12.90%；保险板块下跌 17.99%，相对收益为-5.09%。在所有上市险企中，中国平安下跌 14.69%；中国人寿下跌 24.81%；中国太保下跌 23.10%；新华保险下跌 38.92%。

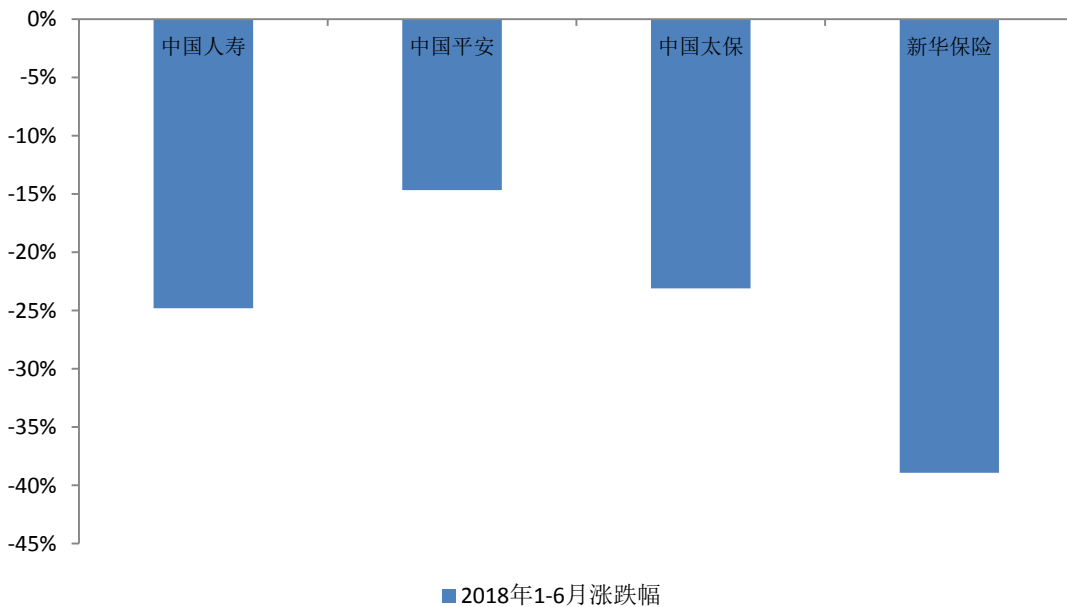
图 3：沪深 300 及保险板块涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

备注：涨跌幅以 2017 年 12 月 29 日收盘价为基数

图 4：四大上市险企涨跌幅

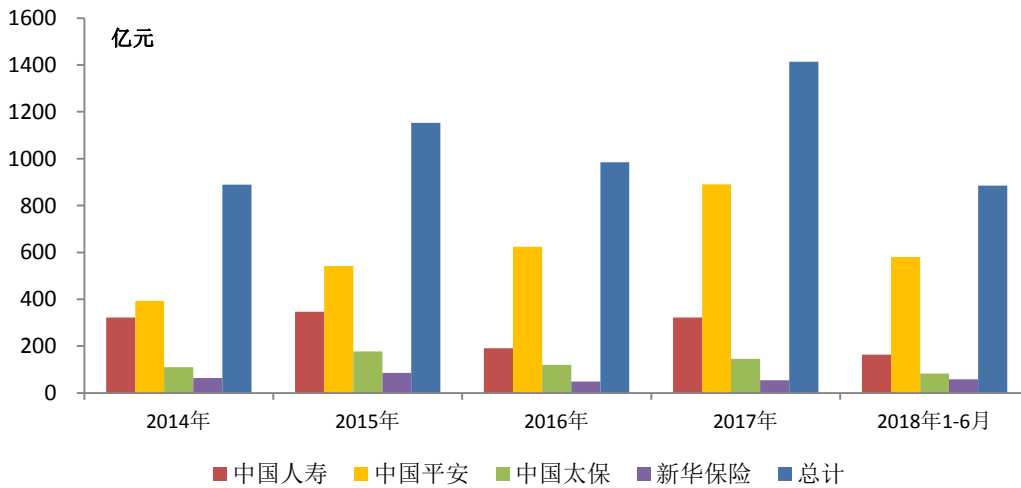


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、业绩持续增长，折现率调整对利润影响逐步出清

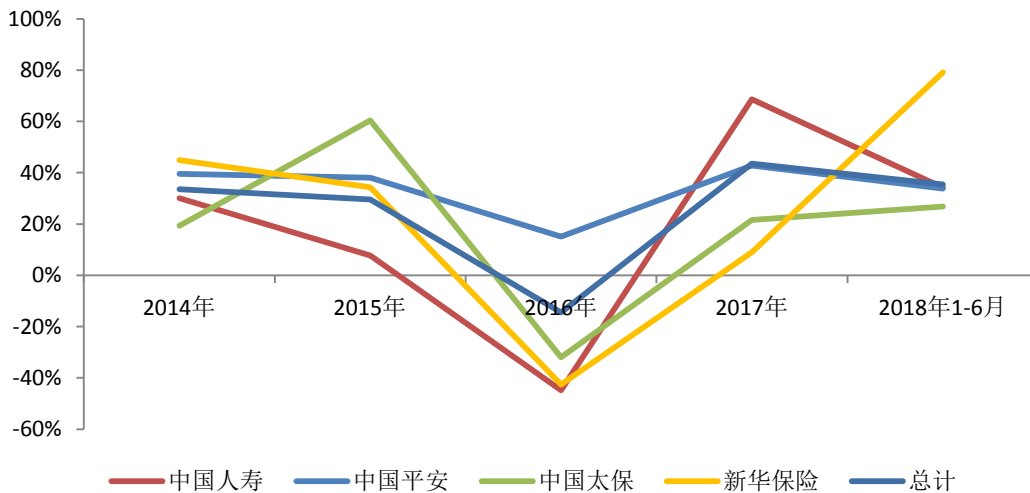
上市险企业绩持续增长，盈利能力持续提升。2018H1，四家上市险企共计实现归母净利润 885.71 亿元，同比增长 35.40%。单个险企来看，除了新华保险受益于去年同期低基数效应实现高速增长外，其余 3 家上市险企实现净利稳健增长。2018H1，中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险分别实现净利润 580.95 亿元/164.23 亿元/82.54 亿元/57.99 亿元，同比分别增长 33.78%/34.15%/26.81%/79.15%。剩余边际余额稳健增长。截至 2018 年 6 月末，四家上市险企的剩余边际余额累计 1.81 万亿元，较年初增长 11.58%；中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险剩余边际余额分别为 7100.32 亿元/6533.31 亿元/2634.70 亿元/1841.68 亿元，较年初分别增长 15.21%/7.47%/15.37%/8.06%。

图 5：四大上市险企净利润



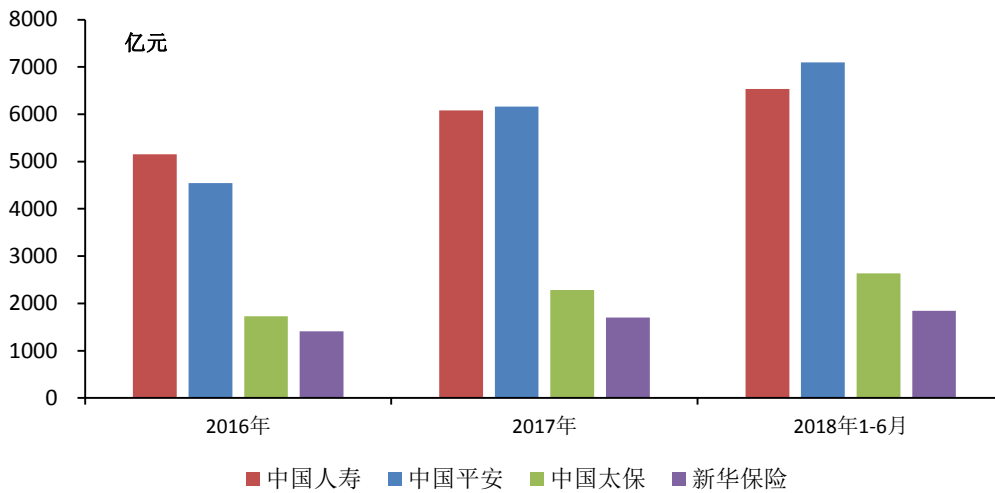
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 6：四大上市险企净利润增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

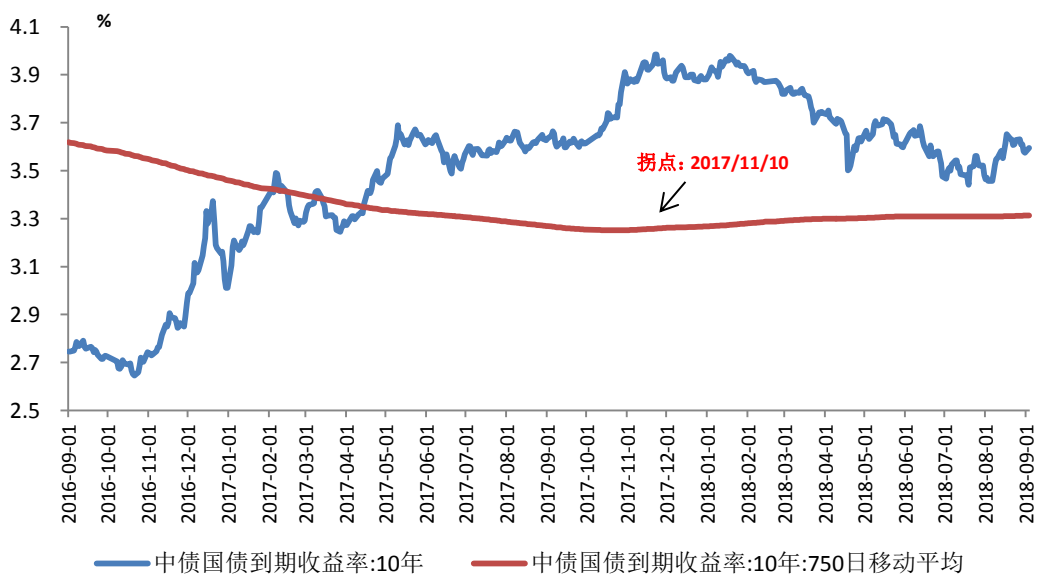
图 7：四大上市险企剩余边际余额



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

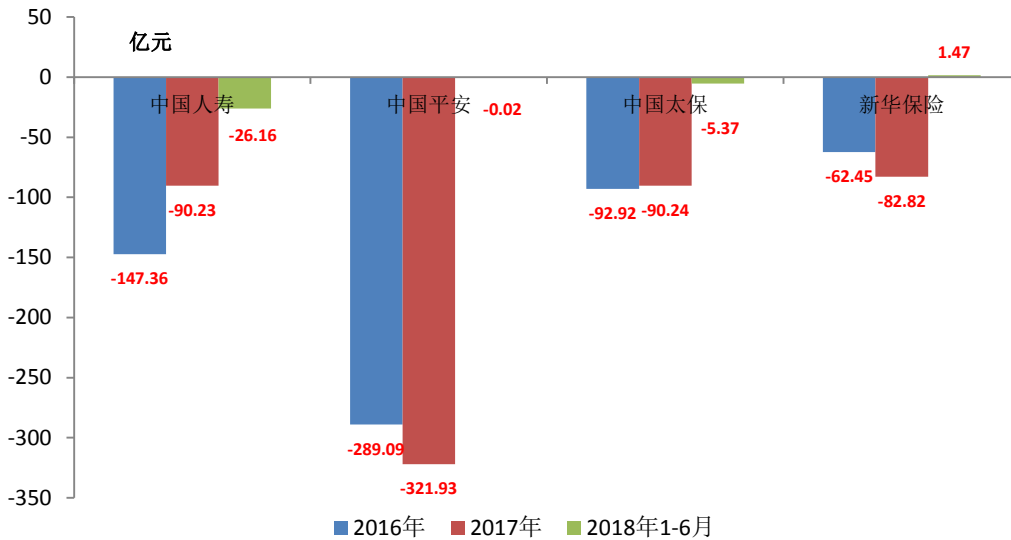
准备金评估利率曲线上行推动准备金释放，提振利润。截至 2018 年 6 月末，10 年期国债收益率为 3.48%，较 2016 年 10 月下旬低点的 2.65% 上涨 83 个 BP，750 天移动平均线平稳上行，推动险企准备金释放，利润上行，但影响逐渐出清。2018H1，中国人寿/中国平安/中国太保会计估计变更合计减少税前利润 26.16 亿元/0.02 亿元/5.37 亿元；新华保险会计估计变更合计增加税前利润 1.47 亿元。

图 8：10 年期国债到期收益率及 750 天移动平均线



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：会计估计变更影响税前利润金额



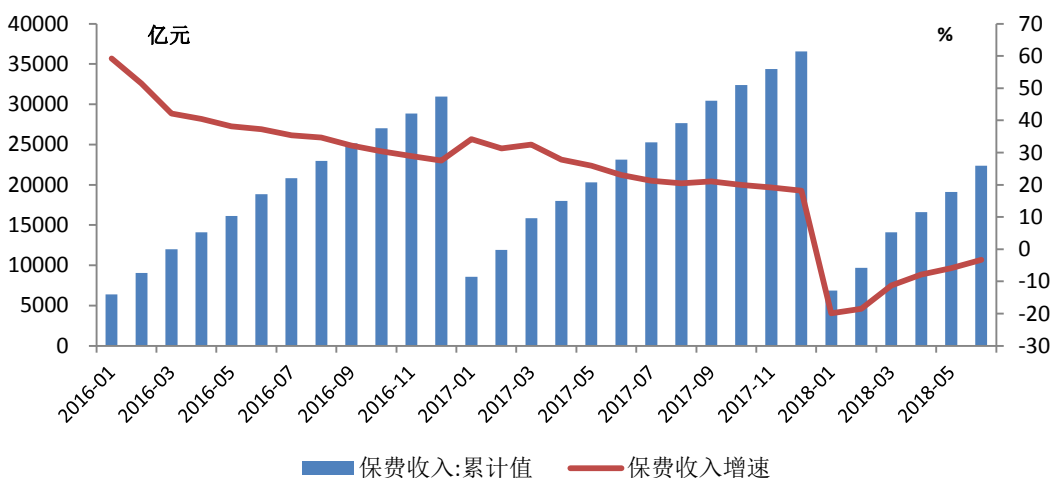
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（一）产品端：寿险新业务价值二季度转暖，产险盈利能力提升

1. 行业保费受累人身险保费收入下滑，产险保费维持稳健增长

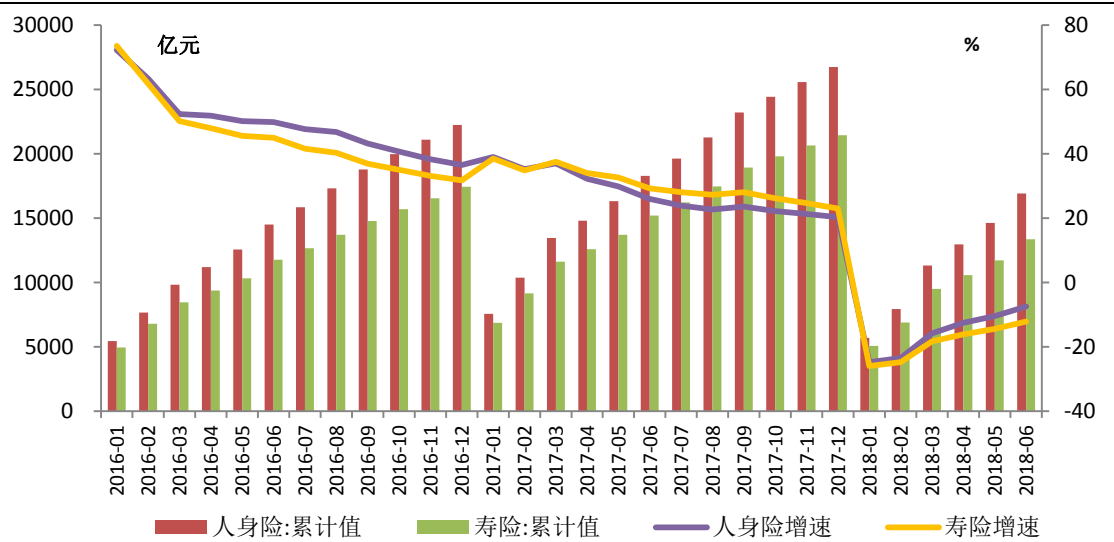
2018H1，保险行业原保费收入达 22369.40 亿元，同比减少 3.33%，行业保费负增长主要由于人身险保费收入的减少。2018H1，行业人身险原保费收入 16927.58 亿元，同比减少 7.44%。其中，寿险原保费收入 13361.44 亿元，同比减少 12.15%。2018H1，行业财产险原保险保费收入 5441.82 亿元，同比增长 12.15%。

图 10：行业月度保费收入及增速



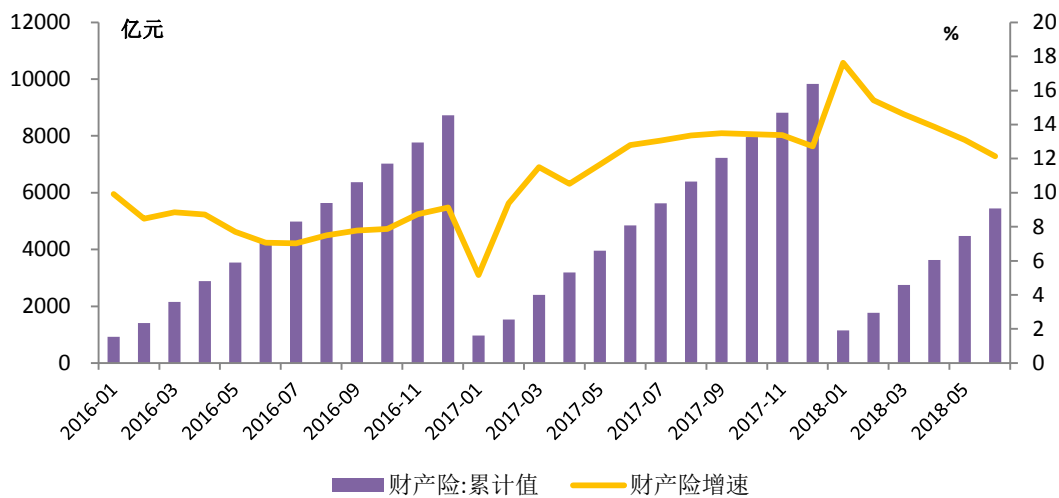
资料来源：中国银保监，中国银河证券研究院

图 11: 人身险业务保费收入



资料来源: 中国银保监会, 中国银河证券研究院

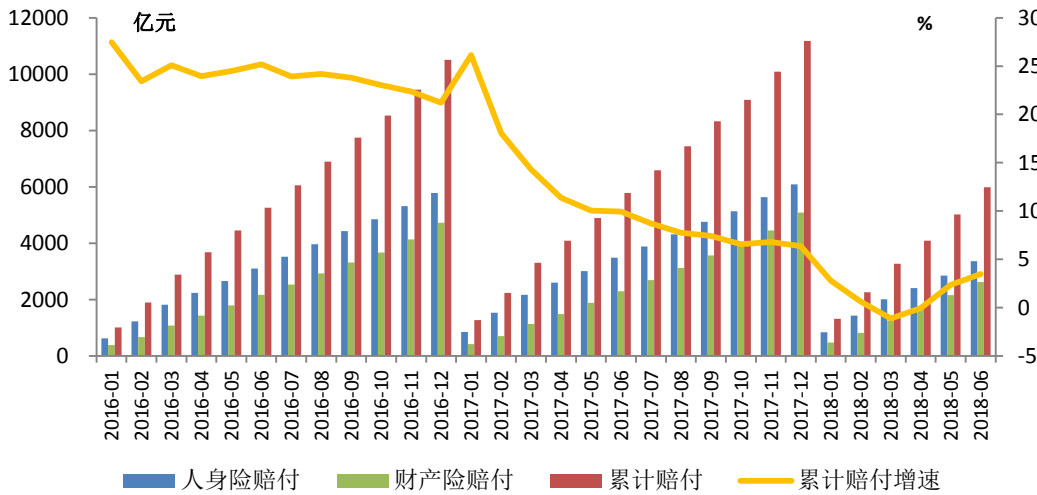
图 12: 行业财产险保费收入及增速



资料来源: 中国银保监会, 中国银河证券研究院

2018H1, 行业赔付支出为 5987.78 亿元, 同比上升 3.50%。其中, 人身险赔付支出 3359.20 亿元, 财产险赔付支出 2628.58 亿元。

图 13: 行业原保费赔付支出

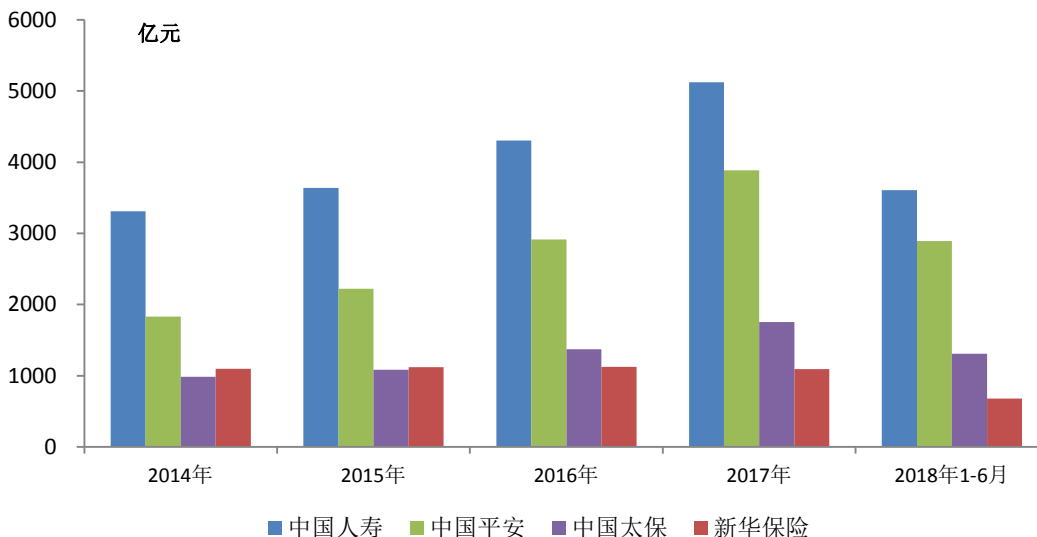


资料来源: 中国银保监, 中国银河证券研究院

2. 上市险企新单保费和新业务价值下滑, 产品结构优化推动新业务价值二季度转暖

受累 134 号文和银行理财产品收益率上行影响, 开门红销售受挫, 上市险企新单保费收入减少, 导致寿险保费增速有所放缓。2018H1, 中国人寿/中国平安²/中国太保/新华保险寿险业务保费收入分别为 3604.82 亿元/2891.20 亿元/1310.37 亿元/678.70 亿元, 同比增长 4.2%/21.63%/18.53%/10.83%。就增速而言, 除了新华保险由于去年同期业绩低基数效应导致保费增速大幅改善外, 3 家上市险企寿险保费增速较 2017 年均呈现下降趋势。

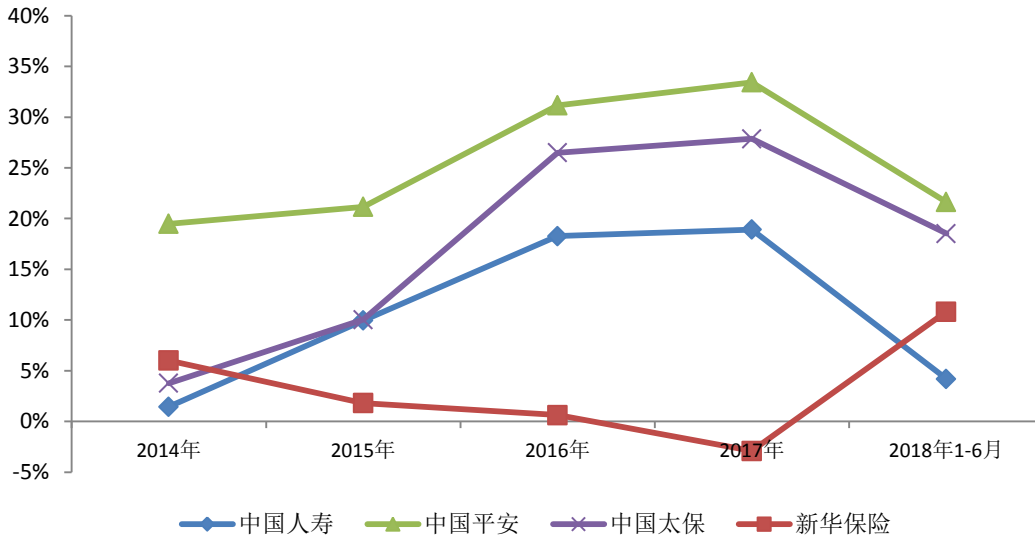
图 14: 上市险企寿险保费收入



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

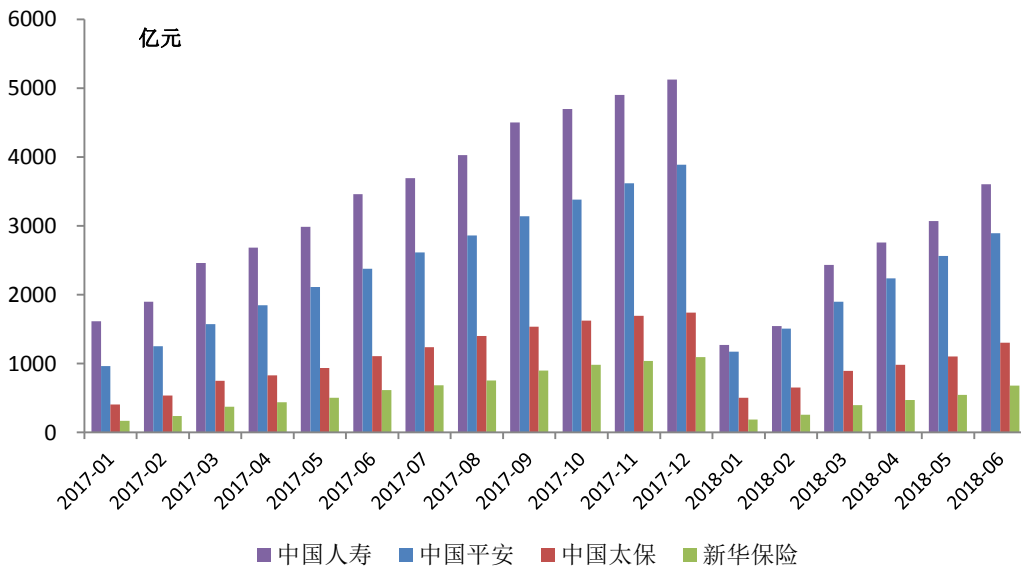
² 中国平安为寿险和健康险累计

图 15: 上市险企寿险保费收入同比变化



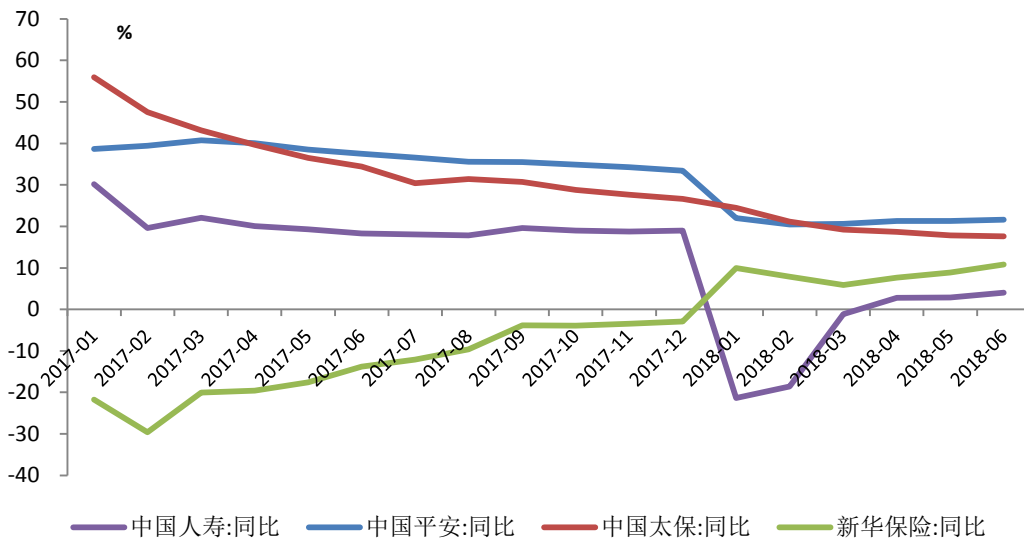
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 16: 上市险企寿险月度累计保费收入



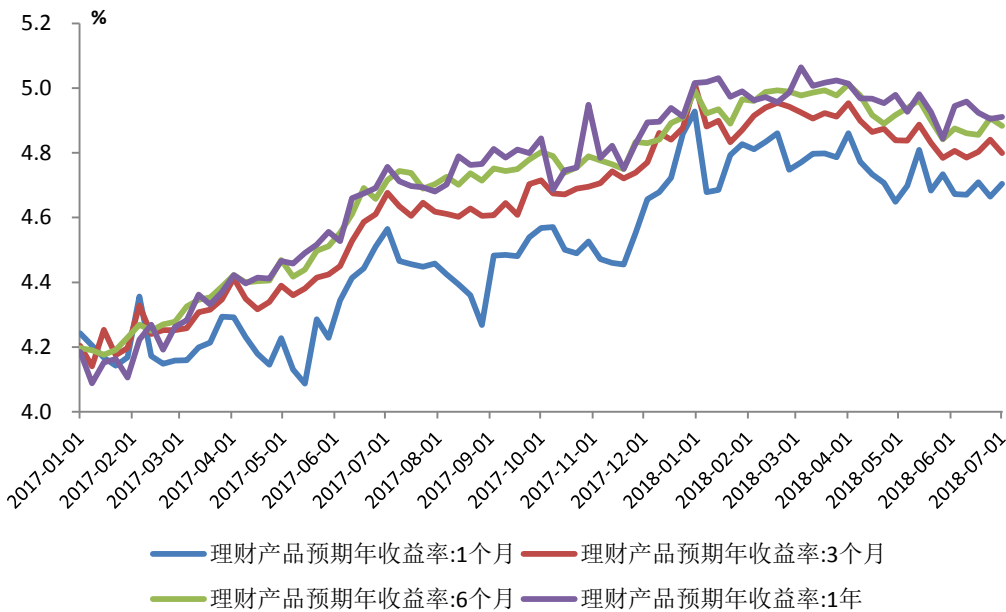
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 17: 上市险企寿险月度累计保费收入增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

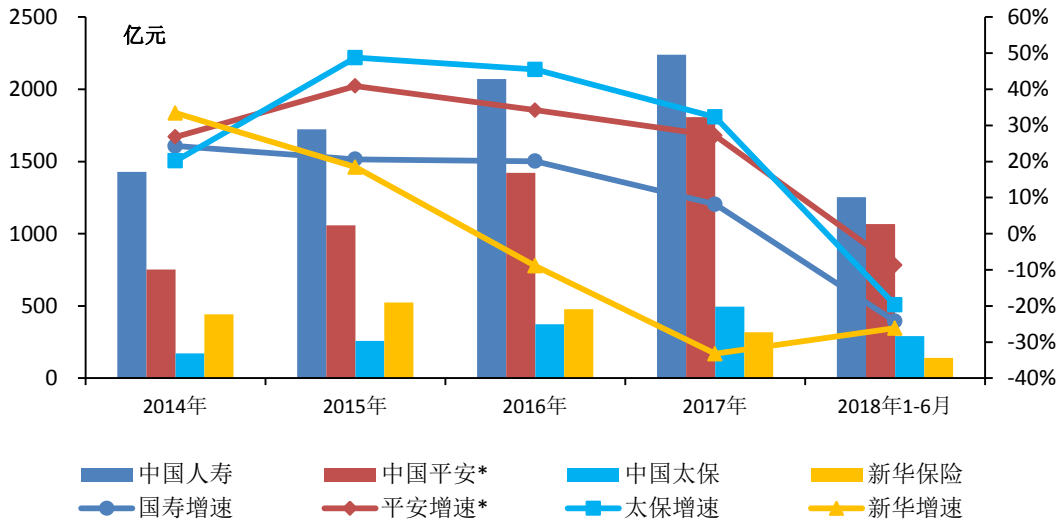
图 18: 全市场银行理财产品预期收益率



资料来源: 中国银保监, 中国银河证券研究院

新单保费来看, 2018H1, 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险新单保费收入分别为 1253.21 亿元/1067.62 亿元/292.47 亿元/141.22 亿元, 同比下降 24.26%/8.74%/19.74%/26.14%。

图 19：上市险企新单保费收入情况

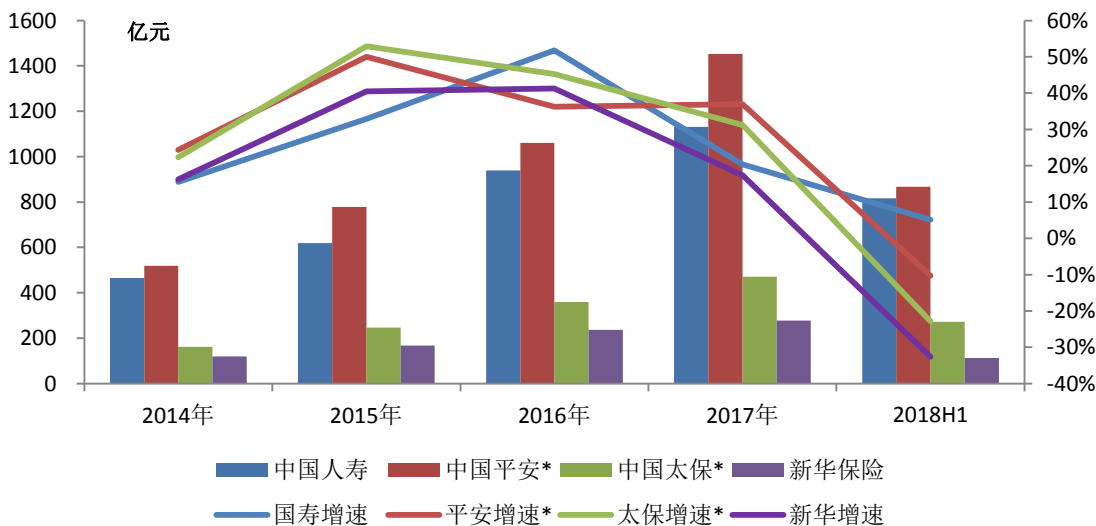


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

*中国平安为规模保费口径

期缴业务来看，2018H1，中国人寿/中国平安³/中国太保⁴/新华保险新单期交保费收入分别为 817.12 亿元/867.62 亿元/271.91 亿元/112.17 亿元，同比变化 5.15%/-10.30%/-22.84%/-32.65%。中国人寿期缴保费收入增速放缓，其余三家上市险企期缴保费均显著下滑。

图 20：新单期缴保费收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

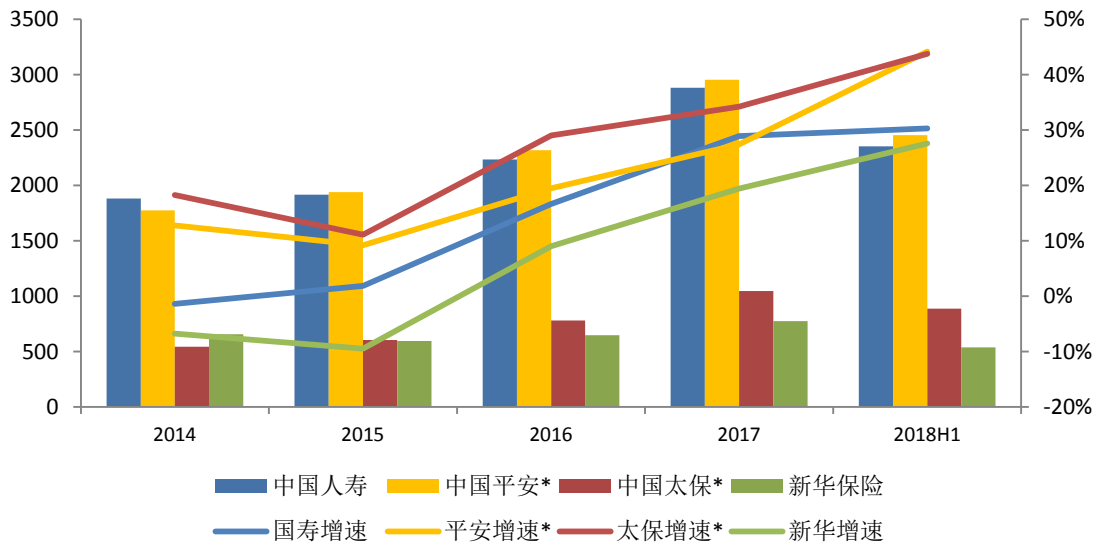
*中国平安为规模保费下的个险新单口径，中国太保为个险代理人新单口径

³ 中国平安为规模保费下的个险新单口径

⁴ 中国太保为个险代理人新单口径

在新保业务下滑的环境中，上市险企续期业务对保费的拉动效应凸显。2018H1，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险的续期保费收入分别为 2351.61 亿元/2452.37 亿元/887.30 亿元/537.48 亿元，同比分别增长 30.29%/44.15%/43.73%/27.55%，占寿险保费比重 65.24%/69.67%/67.71%/79.19%。续期保费收入贡献度逐年提升，对保费的拉动效应增强。

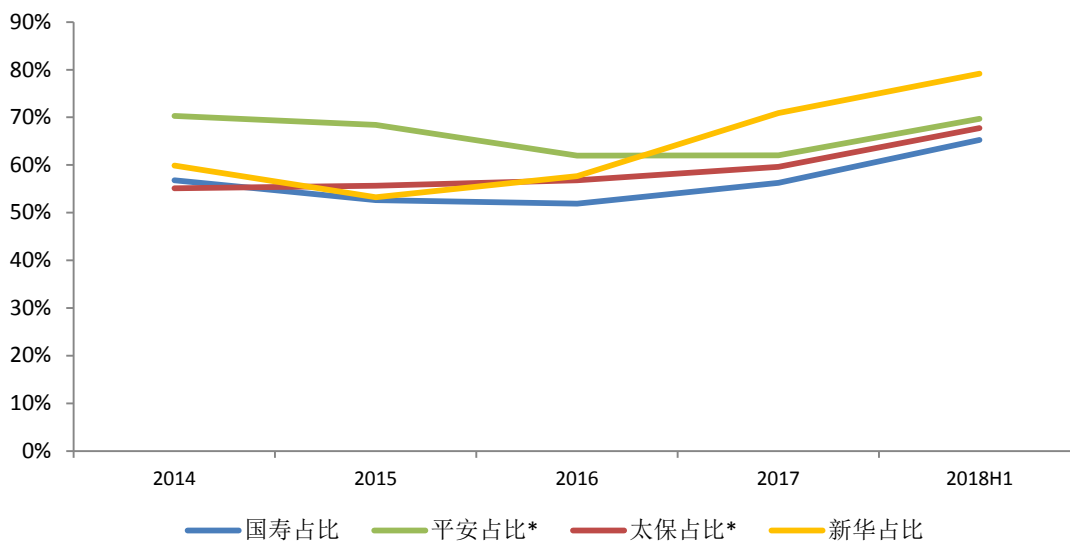
图 21：续期保费收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

*中国平安为规模保费口径，中国太保为个险代理人新单口径

图 22：续期保费占寿险保费比重

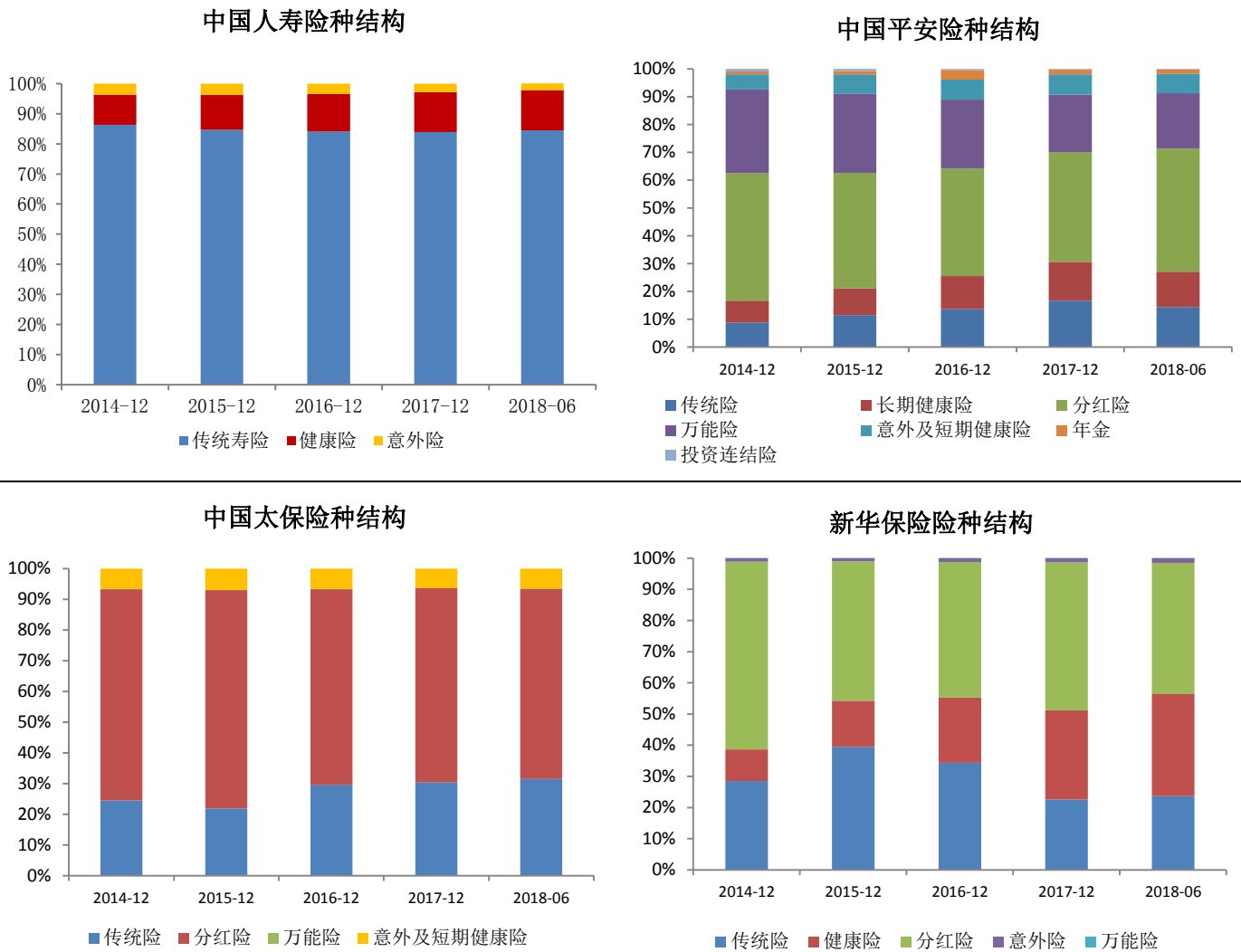


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

*中国平安为规模保费口径，中国太保为个险代理人新单口径

从险种结构来看，分红险依旧是上市险企寿险业务的最主要的险种。2018H1，中国平安/中国太保/新华保险分红险保费收入占比分别为 44.29%/62.05%/42.06%。

图 23：四大上市险企险种结构

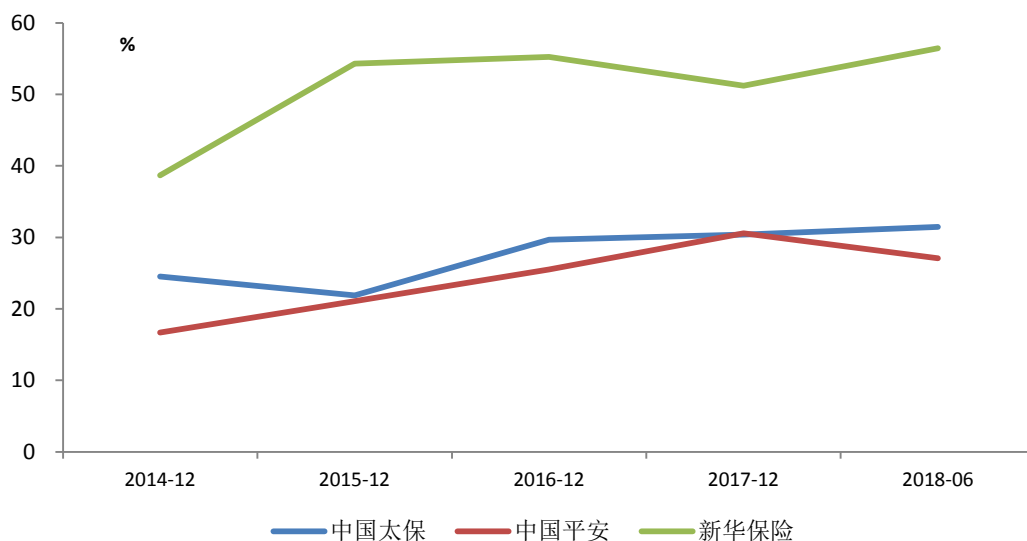


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：中国平安按规模保费口径测算

从长期发展趋势来看，上市险企产品结构持续优化，长期保障型产品收入占比稳步提升。2018H1，中国平安、中国太保和新华保险传统寿险和长期健康险收入累计占比分别为 27.07%、31.46%和 56.44%，较 2017 年末分别变化 1.07、-3.49 和 5.22 个百分点。

图 24：上市险企保障型产品收入占比

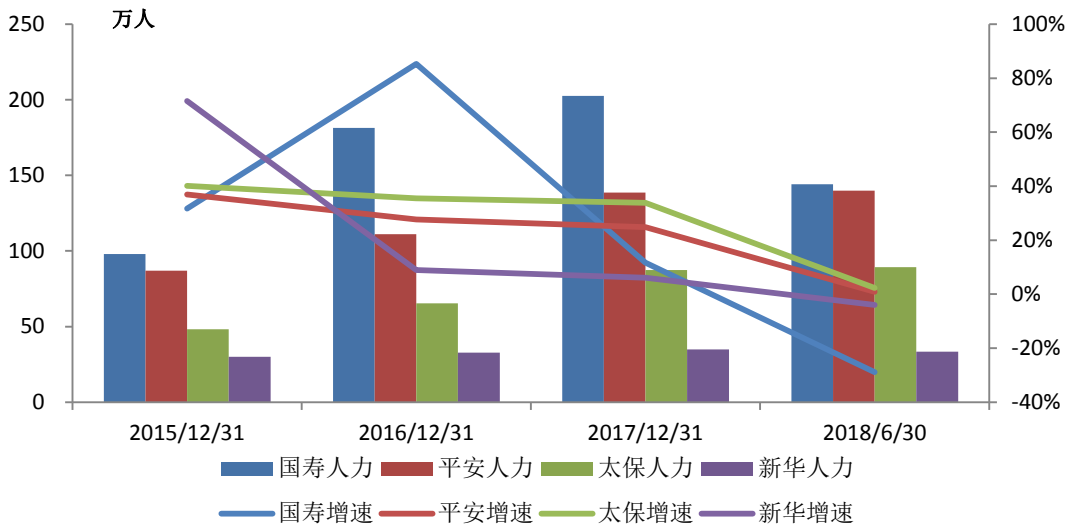


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

目前行业在强监管引导下处于回归保障、回归价值的转型过程中，上市险企持续开展长期保障型产品业务，有助于推动价值持续增长，增强险企市场竞争力。2018H1，中国平安长期保障型业务新业务价值 259.94 亿元，同比上升 2.2%，在代理人渠道中占比 75.02%，同比提升 2.78 个百分点；太保寿险坚持发展风险保障型和长期储蓄型业务，实现传统型保险业务收入 412.18 亿元，同比增长 26.0%，其中长期健康型保险 177.66 亿元，同比增长 43.2%，长期保障型新业务首年年化保费占比提升 7.8 个百分点达到 50.2%；新华保险全面聚焦以长期期交为主的保障型业务，十年期及以上期交保费在首年期交保费中的占比为 63.1%，健康险首年保费在首年保费中的占比为 55.5%，较去年同期提升 19.1 个百分点。

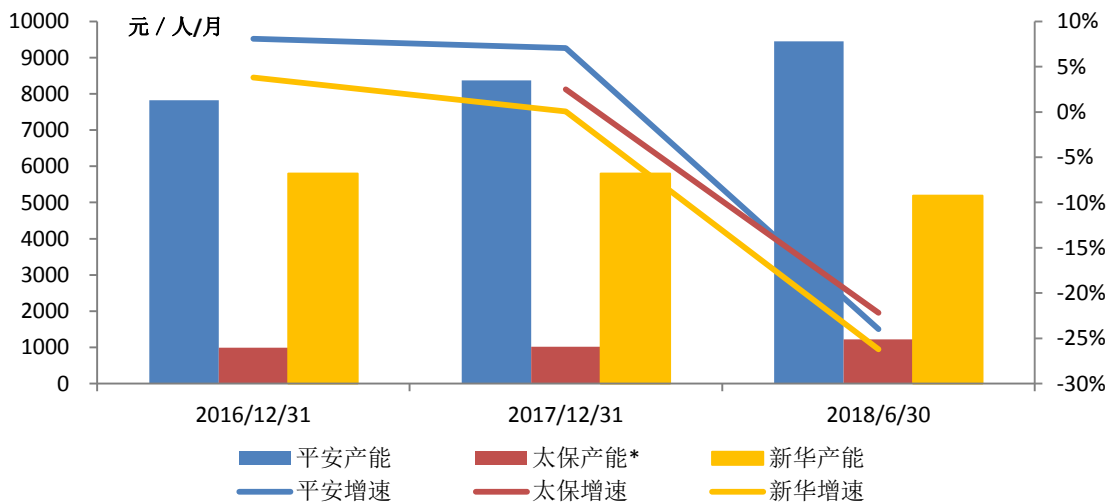
年初在 134 号文和银行理财产品收益率上行冲击下，保单销售不佳，上市险企人力和产能增长也面临挑战，增速降低甚至出现下滑。人力规模来看，中国平安和中国太保代理人队伍维持稳定，中国人寿和新华保险代理人规模减少。2018H1，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险代理人数量分别为 144.1/139.9/89.4/33.4 万人，较年初分别变化 -28.84%/0.94%/2.29%/-4.02%。产能来看，上市险企产能均显著下滑。中国平安和新华保险月均首年保费分别为 9453 元/人和 5187 元/人，同比分别下滑 24%和 26.24%；中国太保月均首年佣金 1217 元/人，同比下滑 22.19%。

图 25: 上市险企人力规模及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 26: 上市险企产能及增速



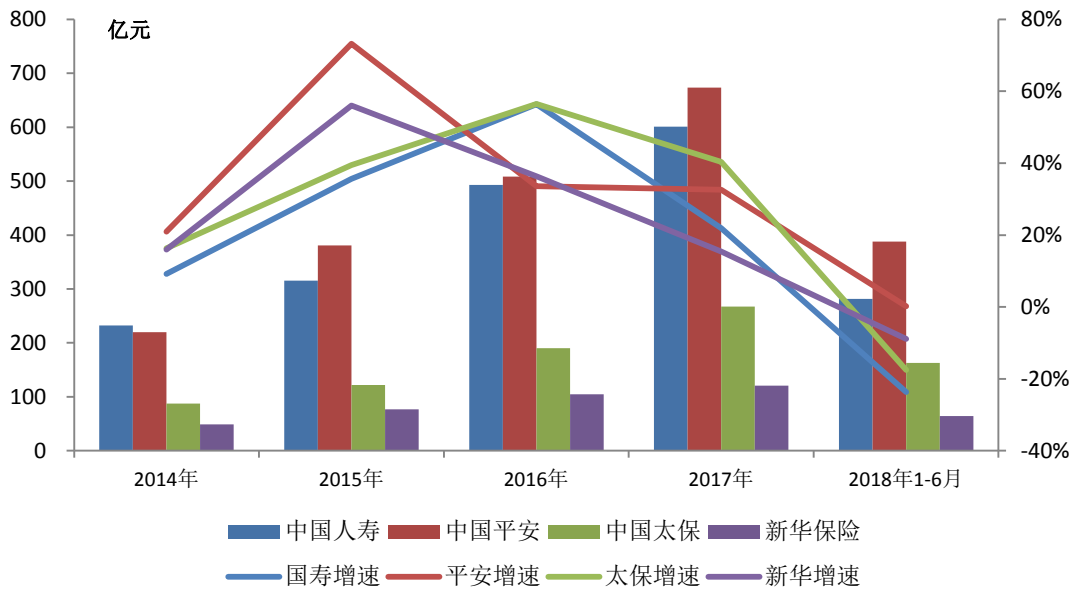
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

*太保产能指保险营销员每月人均首年佣金收入, 其余险企产能指人均月均首年保费

寿险新单表现不佳拖累上市险企新业务价值短期下滑, 但得益于产品结构的优化, 二季度出现转暖迹象。2018H1, 四大上市险企共实现新业务价值 869.63 亿元, 同比减少 12.43%。单个险企来看, 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险新业务价值分别为 281.66 亿元/387.57 亿元/162.89 亿元/64.51 亿元, 同比分别变化-23.66%/0.22%/-17.51%/-8.88%。新业务价值二季度转暖。其中, 中国平安寿险及健康险新业务价值二季度同比增长 9.9%, 扭转了一季度负增长的局面; 太保寿险新业务价值单季增速由一季度的-32.5%转为二季度的 35.2%。新业务价值改善主要来源于产品结构优化所带来的新业务价值率的提升。其中, 中国平安代理人渠道新业务

价值率 48.1%，同比提升 6.5 个百分点；太保寿险新业务价值率 41.4%，同比提升 0.8 个百分点；新华保险新业务价值率 50.5%，同比提升 11.2 个百分点。

图 27：上市险企新业务价值

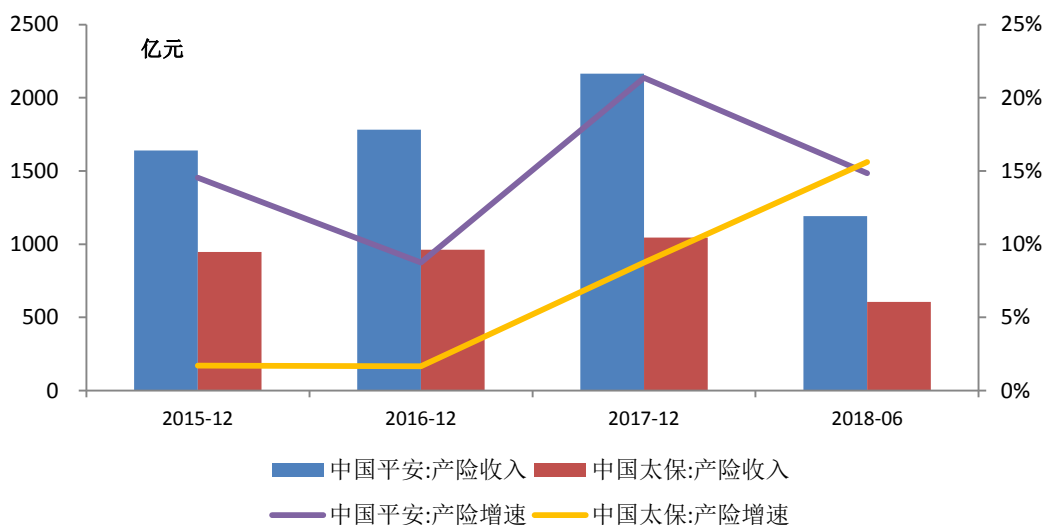


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3. 上市险企产险保费增速优于行业，承保端盈利能力提升

2018H1，中国平安/中国太保实现产险保费收入 1190.74 亿元/606.85 亿元，同比增长 14.84%/15.62%，增速均优于行业。

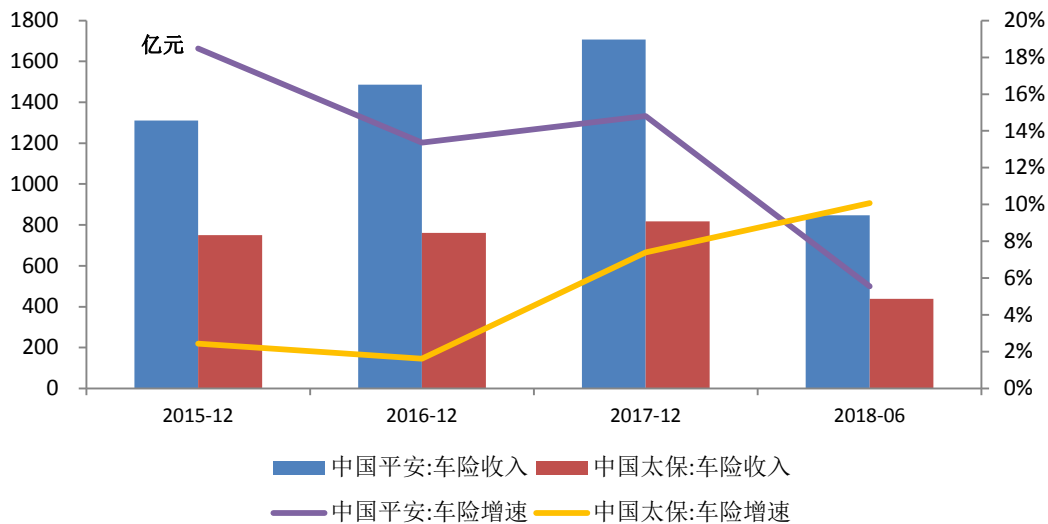
图 28：中国平安/中国太保产险收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

中国平安和中国太保车险保费收入 847.94 亿元/438.55 亿元，同比增长 5.54%/10.07%。

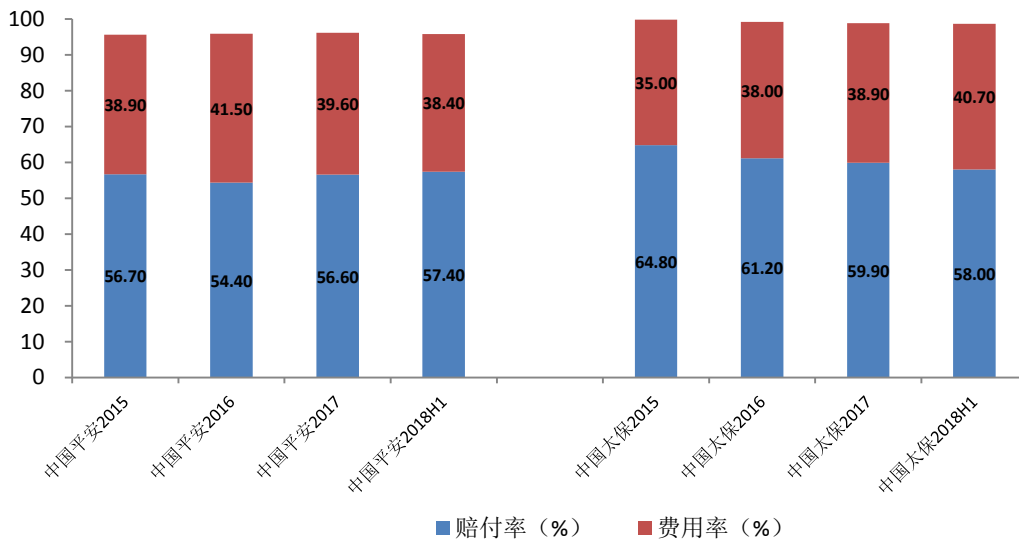
图 29：中国平安/中国太保车险收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

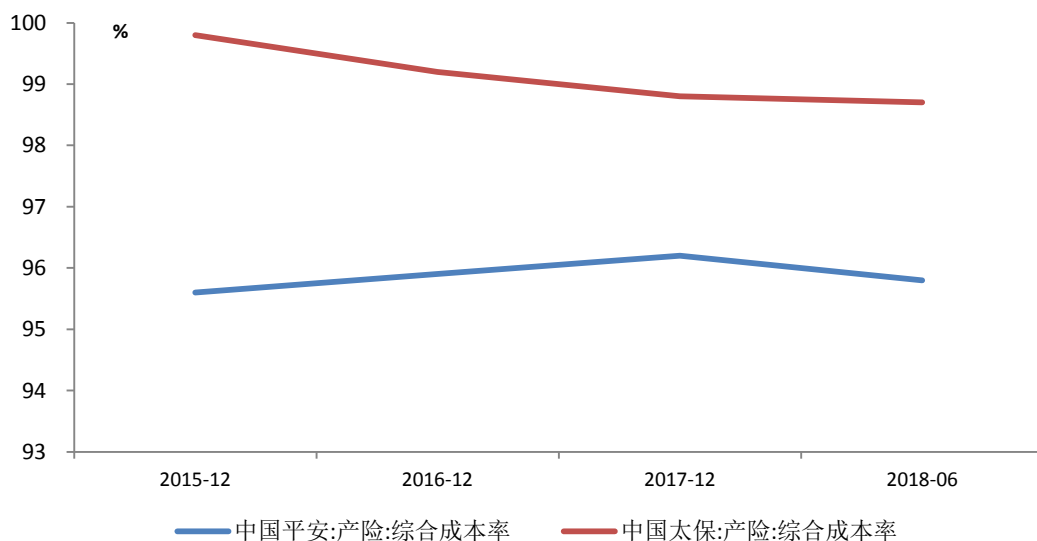
中国平安/中国太保产险承保端盈利能力提升。2018H1，中国平安/中国太保产险综合成本率分别为 95.8%/98.70%，较 2017 年分别减少 0.4 个百分点/0.1 个百分点。

图 30：中国平安/中国太保产险综合成本率构成



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 31: 中国平安/中国太保产险综合成本率变化

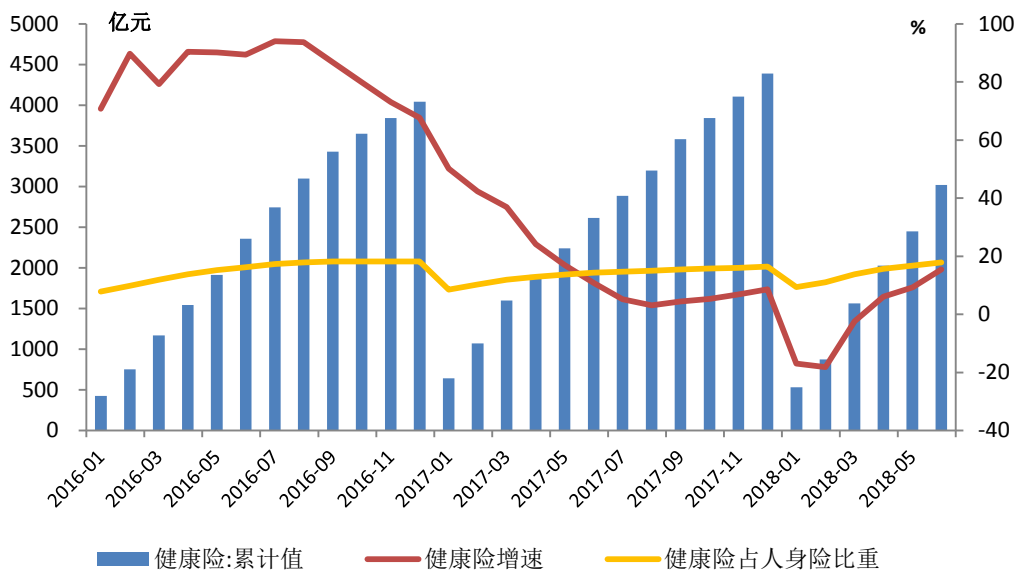


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

4. 行业健康险快速增长, 上市险企积极布局健康险业务

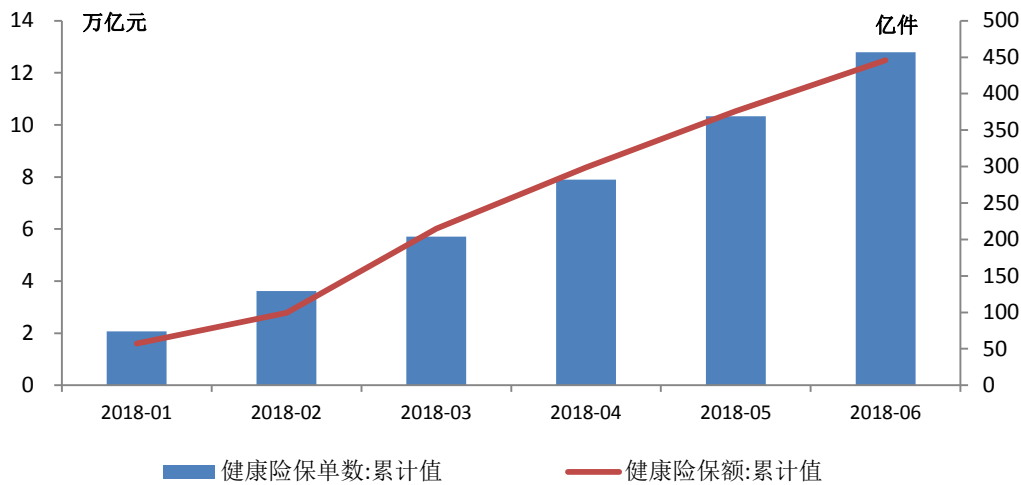
2018 年以来, 行业健康险增速回升, 并实现加速增长。2018H1, 行业健康险实现保费收入 3019.45 亿元, 同比增长 15.44%, 占人身险保费比重 17.84, 较年初提升 1.43 个百分点。截至 2018 年 6 月末, 行业累计销售健康险保单 445.88 亿件, 提供风险保障金额 12.79 万亿元。健康险保费增速回升主要在于 2018 年以来险企加大了健康险产品的销售力度。

图 32: 行业健康险月度累计保费、增速及占比



资料来源: 中国银保监, 中国银河证券研究院

图 33: 健康险保单数和保额



资料来源: 中国银保监, 中国银河证券研究院

上市险企纷纷布局健康险, 健康险新单保费贡献度提升。2018H1, 中国人寿和新华保险健康险分别实现保费收入 480.90 亿元和 222.29 亿元, 同比分别增长 28.8%和 33.9%, 其中健康险新单保费 304.79 亿元和 78.44 亿元, 同比分别增长 29.5%和 12.8%, 占总新单保费比重分别为 63.4%和 55.5%, 同比分别提升 0.3 个百分点和 19.1 个百分点。中国平安⁵和中国太保长期健康险保费收入分别为 446.91 亿元和 177.66 亿元, 同比分别增长 40%和 43.2%。

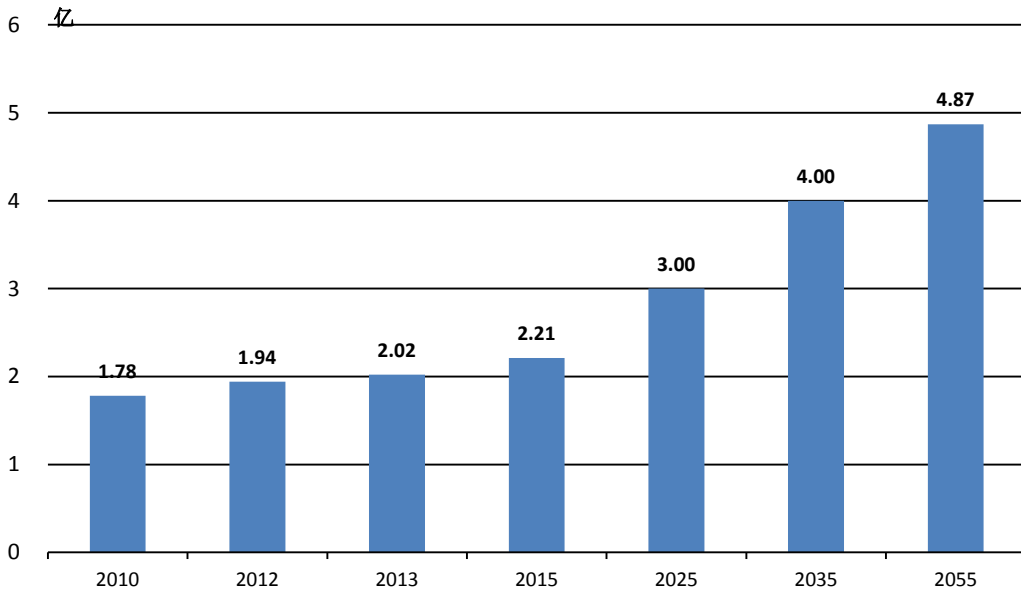
5. 老龄化进程加快, 养老金发展空间巨大

2018 年一季度最新数据显示, 太平养老/平安养老/国寿养老的企业年金缴费分别为 55.36 亿元/233.95 亿元/254.11 亿元, 企业年金受托管理资产分别达 628.84 亿元/2096.23 亿元/2785.30 亿元, 企业年金投资管理资产分别达 775.55 亿元/1890.14 亿元/1491.90 亿元。

2000 年中国已进入老龄化社会, 而近年来中国的老龄化进程仍在不断加快, 且从老龄化过渡期来看, 法国用了 115 年, 美国用了 69 年, 英国用了 45 年, 而中国只用了短短 25 年, 速度惊人。中国面临严重的未富先老问题, 养老需求不断上升, 养老保险拥有巨大的发展机遇。

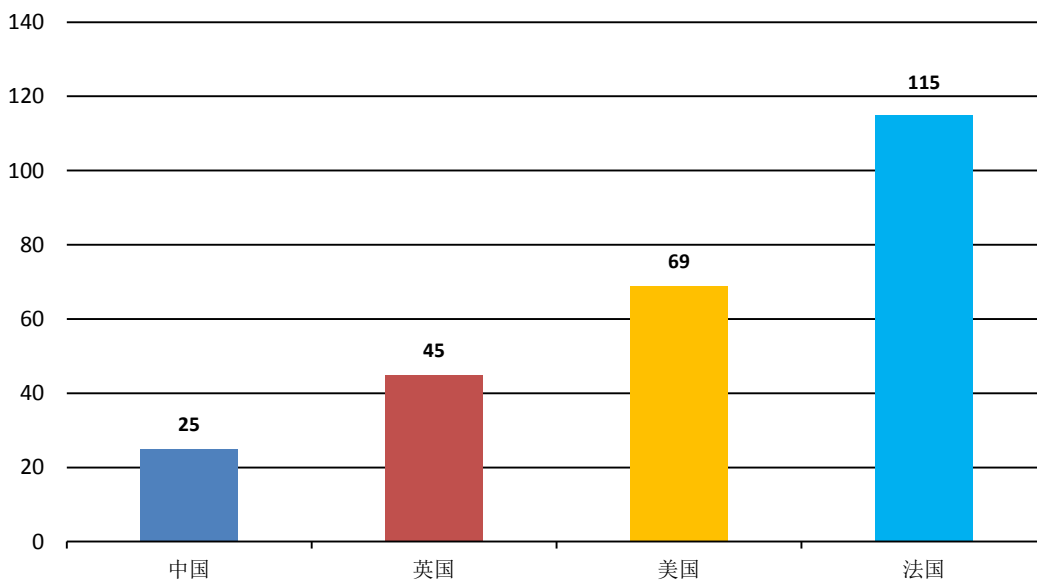
⁵ 中国平安健康险保费收入为规模保费口径

图 34：中国老龄人口数量及预测



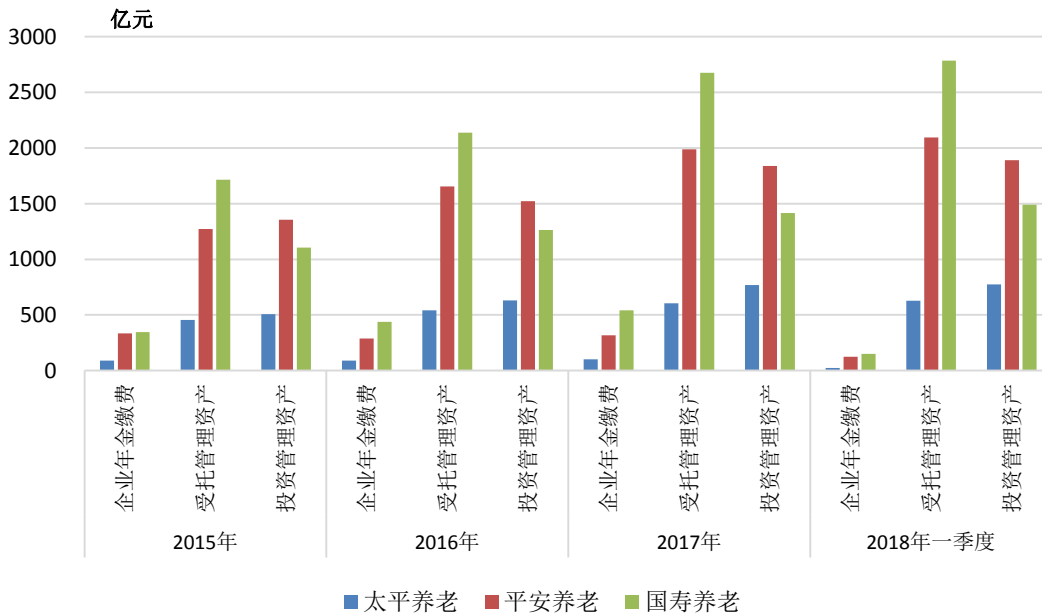
资料来源：搜狐财经：2016 年中国人口老龄化现状分析及发展趋势预测，中国银河证券研究院

图 35：世界各国老龄化过渡期（年）



资料来源：IMF，第一财经研究院：中国老龄化现状及趋势（2015 特别版）/ 图解世界，中国银河证券研究院

图 36: 养老保险公司企业年金业务情况

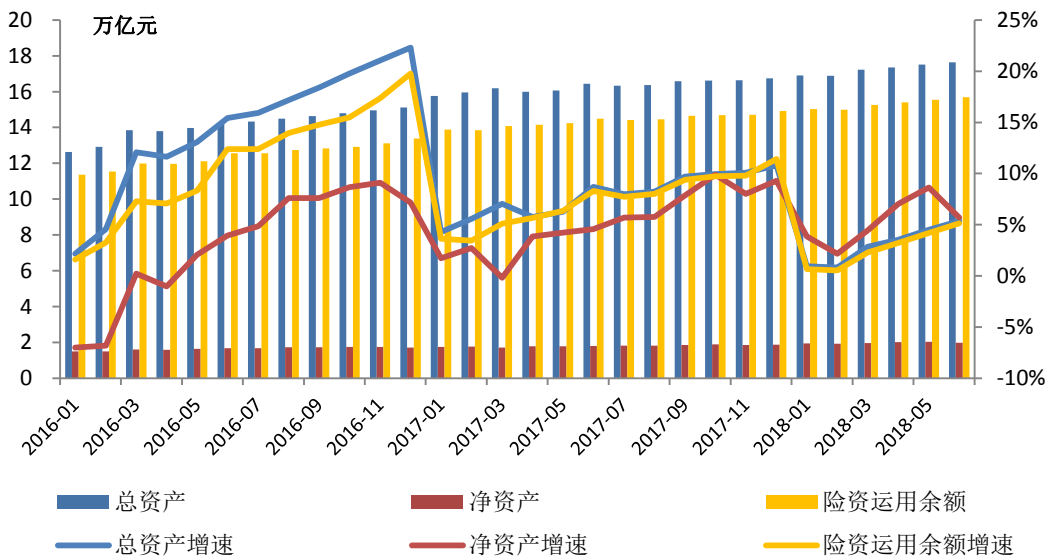


资料来源: 中国银保监, 中国银河证券研究院

(二) 投资端: 投资收益率下滑, 配置结构持续调整

2018H1, 保险行业资产规模稳健增长。截至 2018 年 6 月末, 保险业总资产已达 17.64 万亿元, 较年初增长 5.35%; 净资产达 1.99 万亿元, 较年初增长 5.69%; 保险资金运用余额 15.69 万亿元, 较年初增长 5.14%。

图 37: 保险资产规模及增速

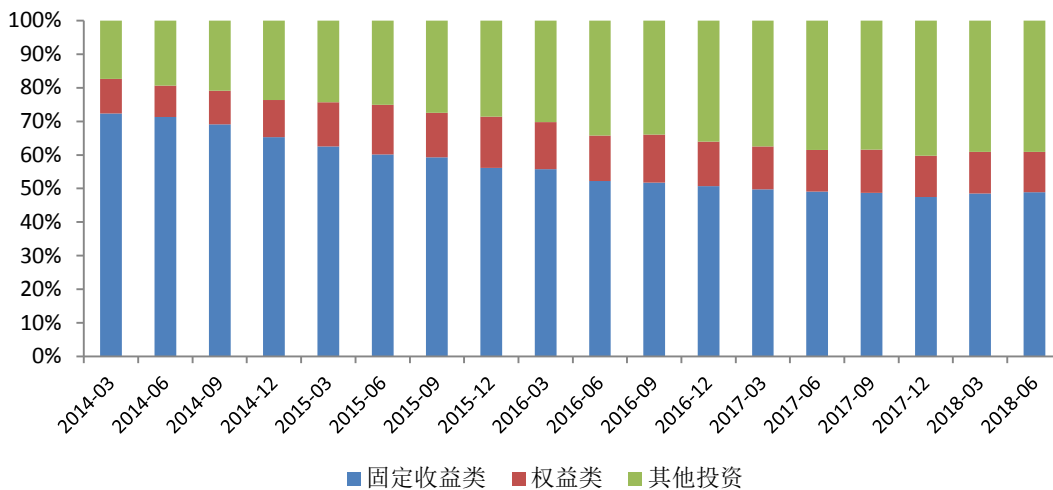


资料来源: 中国银保监, 中国银河证券研究院

随着市场行情与政策环境变化,保险行业资产配置结构不断调整。2014-2018 年上半年间,以银行存款和债券为代表的固定收益类投资占比下滑,股票基金等权益类投资占比持续波动,非标等其他类投资占比提升。截至 2018 年 6 月 30 日,固定收益类投资占比 48.95%,较 2014 年一季末下降 23.35 个百分点;权益类投资占比 11.99%,较 2014 年一季末上升 1.70 个百分点;其他投资占比 39.06%,较 2014 年一季末上升 21.64 个百分点。

截至 2018 年 6 月末,保险业资产配置比例较 2017 年末小幅调整,固收类投资占比继续回升,权益类投资和其他投资受市场震荡调整和从严监管影响小幅回落。截至 2018 年 6 月 30 日,固定收益类资产配置比例较 2017 年末增加 1.44 个百分点;权益类资产配置比例较 2017 年末下降 0.31 个百分点;其他类投资比例较 2017 年末下降 1.13 个百分点。

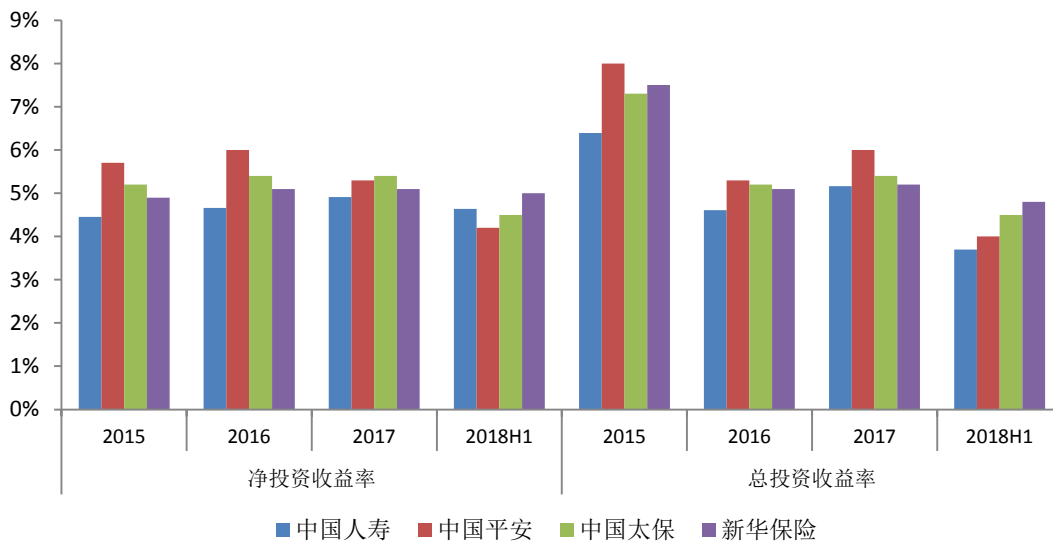
图 38: 保险资金运用结构



资料来源: 中国保险监督管理委员会, 中国银河证券研究院

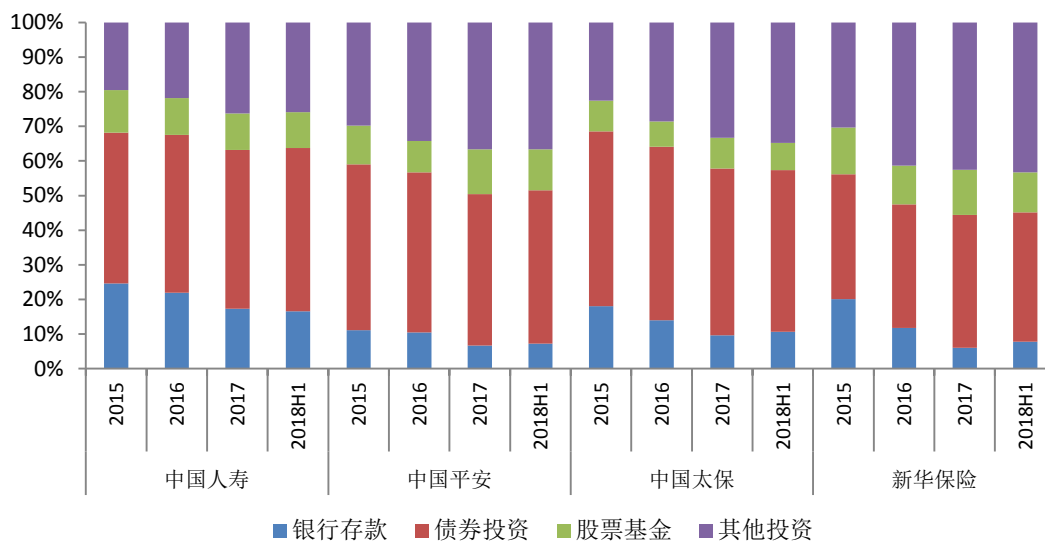
受市场震荡和权益类投资分红收入减少影响,险企投资收益率下滑。2018H1,中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险净投资收益率分别为 4.2%/4.5%/5.0%/4.64%,同比变化-0.07/-0.8/-0.6/0.1 个百分点;中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险总投资收益率分别为 3.7%/4%/4.5%/4.8%,同比下滑 0.92/0.9/0.2/0.1 个百分点。其中,新华保险的净投资收益实现逆势增长,主要是权益类投资分红收入增加所致。

图 39：上市险企总投资收益率和净投资收益率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 40：上市险企资产配置状况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三、监管重点规范人身险产品开发设计，引导行业回归本源

2018 年保险业监管继续坚持“回归价值”和“回归本源”的政策导向，同时银监会和保监会正式合并成立中国银行保险监督管理委员会，着力解决分业监管下的监管空白、监管套利问题，强化功能监管和行为监管。

监管政策进一步强调回归保障和风险防控，除了出台人身险保单贴现试点办法、资产负债

管理监管规则、险企信息披露管理办法和个税递延养老险试点外，重点通过 19 号文开展人身险产品专项整治工作，落实 134 号文精神，全面规范人身保险产品开发设计行为，优化人身保险负债结构，提高行业产品供给质量，切实防控负债风险。政策层面，银保监会发布 19 号文对人身险产品开展专项整治工作，规范产品开发设计，落实 134 号文精神。核查整改下，四家上市险企均有产品停售或整改，但积极对已有产品进行升级替换，致力于实现无缝对接。因此，19 号文对上市险企影响有限。重疾险来看，明确定义原位癌责任和禁止对恶性肿瘤责任中的甲状腺恶性肿瘤进行单独处理等相关要求会导致部分重疾险停售。

此外，监管政策还着力规范保险资金运用，包括规范险资设立股权投资计划、严禁违法违规参与地方债务融资和发布《保险资金运用管理办法》，同时放宽险资运用范围至资产证券化产品、私募基金和风险投资。

图 41：保险行业重要政策一览表

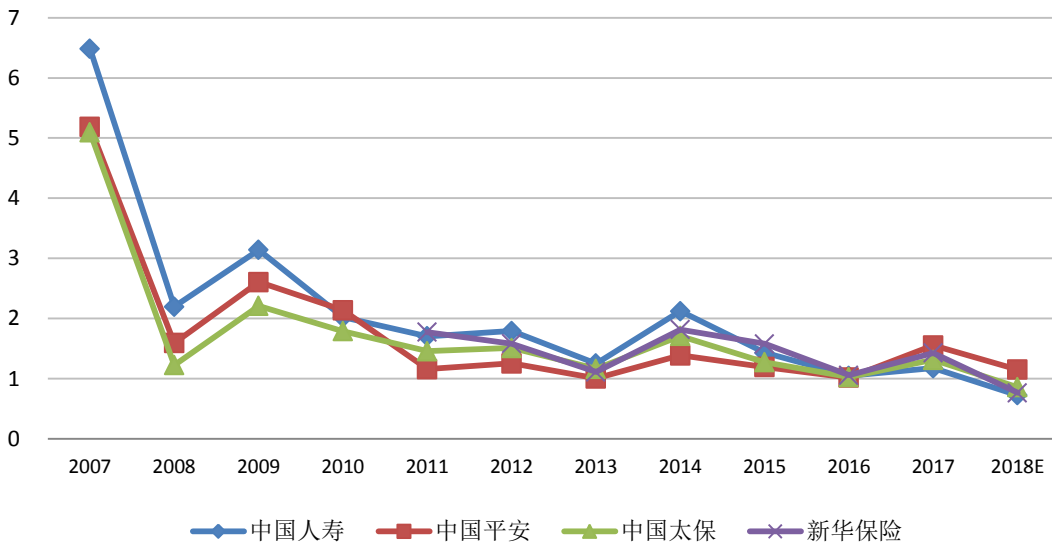


资料来源：中国保险监督管理委员会，中国银河证券研究院

四、国内外上市险企估值比较

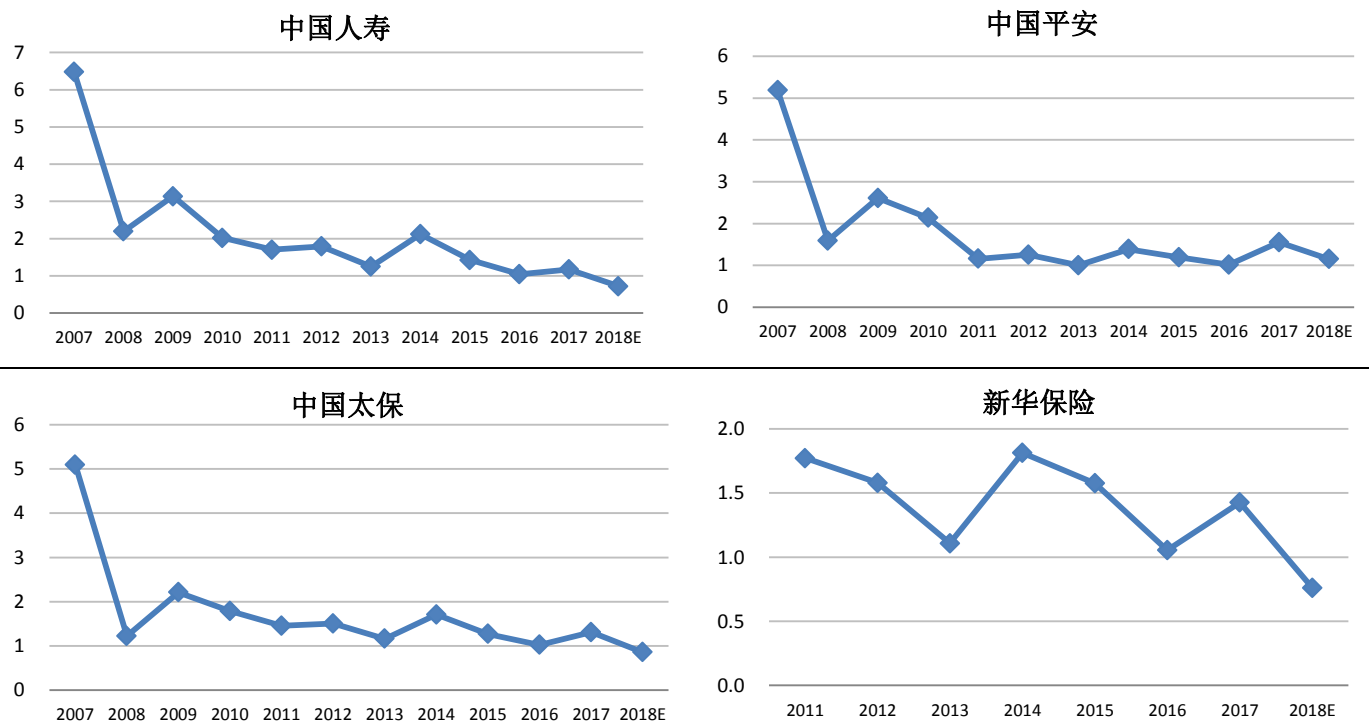
从历史估值来看，国内四大上市险企 P/EV 均处于历史较低位置。截至目前，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险 2018 年 P/EV 分别为 0.72/1.15/0.86/0.76。

图 42：四大上市险企历史估值情况



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

图 43：四大上市险企 P/EV 估值表

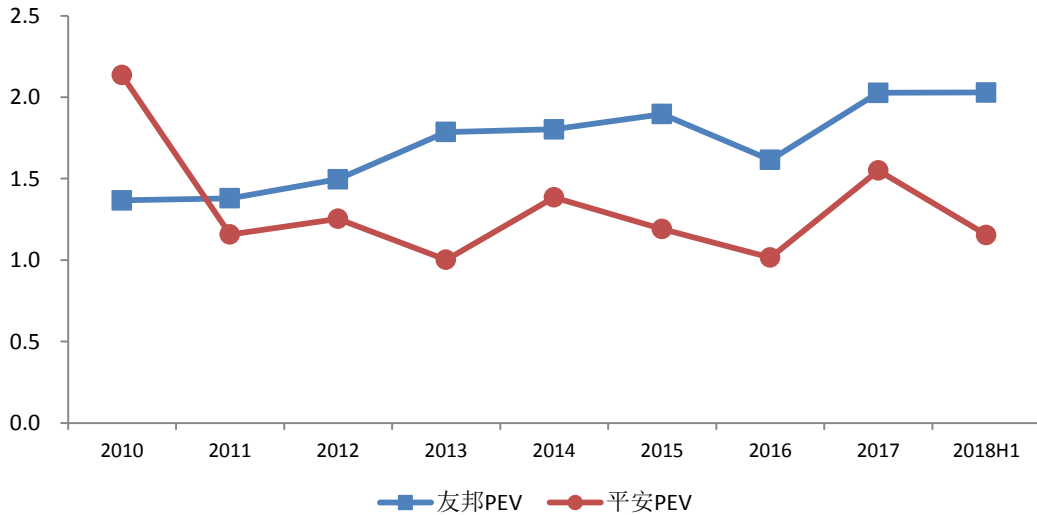


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从国内外上市险企估值对比来看，我国上市险企估值相对较低且波动性大。以中国平安和友邦保险为例，截至 2018 年 6 月末，友邦保险 P/EV 2.03，2010 年以来平均 P/EV 1.71；中国平安 2018 年 6 月末和 2010 年以来平均 P/EV 分别为 1.15 和 1.32，为友邦保险 P/EV 的 56.90%

和 76.92%。此外，友邦保险 P/EV 呈现稳步上升的态势，而中国平安 P/EV 波动幅度则相对较大。

图 44：国内外上市险企估值比较



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

五、投资建议

保险行业保费收入持续改善。1-7月保险行业实现原保险保费 2.47 万亿元，同比下降 2.36%，相较 2018H1 3.33% 的下滑水平，降幅持续收窄。从保费收入结构来看，原保险保费收入下滑主要受寿险保费收入下滑拖累。强监管环境下，行业回归保障本源转型效果显现。1-7 月行业保费负增长情况下，保险业提供风险保险金额 4606.76 万亿元，实现快速增长。分险企来看，四大上市险企保费收入持续改善。上市险企 1-7 月累计实现保费收入 1.13 万亿元，较去年同期增长 12.40%。考虑到去年前高后低的销售情况，下半年销售压力缓解，保单销售回暖趋势或将延续。同时，险企调整产品销售策略，保障类产品发力，有助价值增长。投资端，长债收益率自 8 月初以来上行 19 个 BP，推动投资收益边际改善。产品端和投资端均有改善，前期压制板块上行因素有所缓解。当前四大上市险企 2018 年 P/EV 均值 0.87 倍左右，估值不贵，性价比比较高，建议关注板块长期配置价值。个股方面，推荐顺序为：中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿。

六、风险提示

监管力度超预期，行业保费收入增速放缓

附录：2018 年政策事件简评

1. 2018 年 1 月 5 日，中国银保监会发布《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》

《通知》对保险资产管理机构设立股权投资计划业务进行规范。要求股权投资计划的投资收益应当与投资标的经营业绩或收益挂钩，严防以“名股实债”方式，变相抬高实体经济融资成本；要求保险资产管理机构设立投资计划应当承担主动管理职责，不得直接或变相开展通道业务，不得开展嵌套投资；对切实服务国家重大发展战略、重大改革举措、重点领域、重大建设工程，以及投资于实体经济项目的股权投资计划，予以优先注册。

《通知》旨在防范保险资金以通道、嵌套、名股实债等方式开展股权投资计划业务，遏制地方政府隐性债务增量，更好发挥保险资金服务实体经济的作用，引导保险资金发挥自身特色，更好服务实体经济发展。

2. 2018 年 1 月 8 日，中国银保监会发布《人身险保单贴现业务试点管理办法(征求意见稿)》

征求意见稿明确保单贴现定义和类别，拟对普通型终身寿险、普通型两全保险和普通型年金保险三类产品开展保单贴现业务试点，同时对保单贴现业务经营进行规范：保单投资人仅限使用自有资金开展业务，其中机构投资人自有资金以净资产为限；保单贴现机构实缴注册资本金不低于人民币 5 亿元；贴现保单合同生效时间超过 2 年，已经贴现的保单不可办理转贴现或再贴现。

我们认为保单贴现提供了一种新的保单变现渠道，有利于提升保单流动性，保单持有人可以提前转让保单及时获取风险偿付资金，同时降低保险公司退保率并为保单投资者带来投资收益，提升保险产品竞争力。

3. 2018 年 1 月 18 日，保监会、财政部印发《关于加强保险资金运用管理 支持防范化解地方债务风险的指导意见》

《指导意见》是在《打赢保险业防范化解重大风险攻坚战总体方案》之后一天颁布的，我们认为《指导意见》是对《总体方案》中严禁违法违规向地方政府提供融资等违规投资行为的细化性文件，旨在支持保险机构更加安全高效服务实体经济，防范化解地方债务风险。

《指导意见》明确了保险资金运用涉及地方政府举债融资行为的政策边界，提出要规范保险资金投资，坚决制止违法违规举债担保行为。明确不得违法违规向地方政府提供融资；要求保险机构妥善处理对地方政府的存量投资业务；不得通过融资平台公司违规新增地方政府债务；明确保险机构不得通过股权投资计划等创新方式违规形成地方债务。

《指导意见》有利于正面引导保险机构和地方政府履职尽责开展举债融资行为，有利于强化保险机构责任意识，防范化解地方债务风险，实现行业和实体经济发展的双赢。

4. 2018 年 1 月 22 日，2018 年全国保险监管工作会议在京召开

会议指出保险业已经进入新时代，新时代下保险业面临的主要矛盾已经演进为不平衡不充分的保险供给与人民群众日益迸发、不断升级的保险需求之间的矛盾，强调要完成服务“三大攻坚战”、贯彻“三大任务”，同时指明了未来一个时期保险监管的战略方向，强调 2018 年保

险监管工作要加大防范化解风险力度,把防控风险放在更加重要的位置,坚持疏堵结合、标本兼治,力争用三年时间,有效防范化解处置保险业各项风险,提升全行业风险防范能力和水平,聚焦重点领域、重点公司、重点环节,切实打赢防控重大风险这场硬仗。

我们认为强监管将是未来三年常态,“保险业姓保,监管姓监”理念将会得到有效贯彻。行业在“回归价值、回归本源”的监管引导下,业务结构会持续调整,长期保障型产品占比会持续提升,转型成效会逐步显现。

5. 2018年1月26日,保监会发布修订后《保险资金运用管理办法》,将于2018年4月1日起实施

修订后的《管理办法》主要看点有:加强委受托管理,要求投资管理人受托管理保险资金,不得将受托资金转委托或为委托机构提供通道服务,加强去嵌套、去杠杆和去通道工作;将实践经验和规范文件上升部门规章,允许保险资金投资资产证券化产品,允许专业保险资产管理机构设立私募基金,允许保险资金进行风险投资;明确保险资产管理产品实行注册制管理,债权投资计划等产品发行由备案制改为注册制,改进保险资金运用比例监管。

修订后的《管理办法》是在“金融服务实体、防控金融风险、深化金融改革”的大环境下制定的,顺应了保险资金运用实践需求,为促进保险资金运用稳健发展、推动保险资金服务实体经济以及防范保险资金运用风险提供了坚实基础。

6. 2018年2月23日,保监会依法对安邦保险集团股份有限公司实施接管

由于安邦集团原董事长、总经理吴小晖因涉嫌经济犯罪,被依法提起公诉,同时鉴于安邦集团存在违反法律法规的经营行为,可能严重危及公司偿付能力,为保持安邦集团照常经营,保护保险消费者合法权益,中国银保监决定于2018年2月23日起,对安邦集团实施接管,接管期限一年。在接管过程中,保监会将积极引入优质社会资本,完成股权重整。

我们认为此次接管行为旨在进一步整治市场乱象,促进险企合法合规经营,强化风险管理,保护消费者的合法权益。保险业从严监管态势不变,助推行业“回归保障、回归价值”的转型,促进行业长期健康发展。

7. 2018年3月1日,保监会发布资产负债管理监管规则

资产负债管理监管制度总体框架是一个办法和五项监管规则。监管规则主要包括财产险公司和人身险公司的能力评估规则与量化评估规则,以及资产负债管理报告规则。该项规则旨在针对我国保险市场特点和重点风险领域创新设计量化评估指标,有效识别公司面临的再投资风险和现金流错配风险;通过定性与量化相结合的方式形成一套标尺,客观衡量公司资产负债匹配状况和管理能力高低,实现公司可比;强调资产负债联动,将资产端与负债端的协调联动贯穿于公司决策经营全过程,引导公司建立持续、双向的沟通协调机制,督促提升资产负债管理能力。正式运行后,保监会将根据管理能力和匹配状况将保险公司划分为A、B、C、D四大类,对于能力高、匹配好的A类公司,适当给予支持性的监管政策,对于能力较低或匹配较差的C类、D类公司,实施针对性的监管措施。

我们认为此次发布的监管规则作为保险业资产负债管理的顶层设计,为资产负债管理提供了硬约束,有助防范保险业资产负债错配风险,加强资产负债管理监管,提升保险公司资产负

债管理能力。同时助推行业回归本源，发挥长期稳健风险管理和保障功能；有利于培养审慎稳健的投资文化，引导保险资金长期配置，为实体经济发展提供有力支持。

8. 2018年3月13日，国务院机构改革方案出炉，针对金融监管机构改革，方案提出将银保监会和保监会的职责整合，组建中国银行保险监督管理委员会，不再保留银监会、保监会，并将两会拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行

我们认为银保合并是顺应金融业混业经营大势的实践需要，“一行两会”格局形成，统一监管大幕开启。合并银监会和保监会之后机构监管会强化，分业监管下的监管空白、监管套利问题会得到有效解决，功能监管和行为监管会得到强化。

方案提出，拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行。中国人民银行监管权限增加，货币政策与宏观审慎相协调，防范系统性金融风险。银保监管职责整合，全局观念增强，产品销售以及险资运用等均会受到影响，短期行业监管或更严，长期利好行业健康稳健发展。

9. 2018年4月4日，安邦保险集团引入保险保障基金注资并启动战略投资者遴选工作

基于安邦保险集团部分股东在筹建申请和增资申请中存在使用非自有资金出资、编制提供虚假材料等行为，中国银保监依法撤销了安邦保险集团有关股东和注册资本变更的行政许可。同时，引入保险保障基金注资并启动战略股东遴选工作，积极引入优质民营资本作为公司的战略性股东，保持安邦保险集团民营性质不变

我们认为中国银保监依法撤销安邦集团有关股东和注册资本变更行政许可的决定旨在打击险企股权违法违规行为，有效防范金融风险。与此同时，保险保障基金的引入能够有效提升安邦集团偿付能力并改善公司治理，从而保护保单持有人的合法权益。同时，启动战略股东遴选，积极引入资本实力强、核心主业突出、投资行为稳健、依法合规经营的大型民营企业，有助于保持安邦保险集团民营性质不变。

10. 2018年4月12日，财政部发布关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知

通知规定自2018年5月1日起在上海市、福建省和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点。试点规定：(1)个人和个体户等缴纳的保费准予在申报扣除计算应纳税所得额时予以限额据实扣除。个人扣除限额按照当月工资薪金、连续性劳务报酬收入的6%和1000元孰低办法确定；个体户扣除限额按照不超过当年应税收入的6%和12000元孰低办法确定。(2)账户资金收益暂不征税。(3)个人身故、发生保险合同约定的全残或罹患重大疾病的，可以一次性领取商业养老金。个人领取的商业养老金收入，其中25%部分予以免税，其余75%部分按照10%的比例税率计算缴纳个人所得税。(4)个人商业养老保险产品按稳健型产品为主、风险型产品为辅的原则选择。

我们认为个税递延型商业养老保险产品具有降低税率、放大投资收益等特点，有助提升产品吸引力，能够为险企养老险业务带来持续增量需求，促进养老险保费规模增长。待政策试点结束，在全国范围实施，有望为保险市场带来千亿级别保费增量，利好险企养老险业务收入持续增长。

11. 2018年4月17日，中国银行保险监督管理委员会召开中小银行及保险公司公司治理培训

座谈会

会议强调建立和完善具有中国特色的现代公司治理机制,是现阶段深化银行业和保险业改革的重点任务,同时指出我国银行业和保险业公司治理特别是一些中小银行和保险机构存在股权关系不透明不规范、股东行为不合规不审慎等问题,因此要严格规范股权管理,坚持长期稳定、透明诚信和公平合理三条底线以及持续加强公司治理监管。

我们认为座谈会的召开,将有助于改善保险业尤其是中小险企的公司治理问题,减少过去部分险企沦为大股东融资工具所引发激进投资、期限错配问题,有效降低险企风险,提升偿付能力。同时引导险企专注主业,回归保障本源,保护消费者合法权益。此外,规范、有效的公司治理能帮助保险业形成自我约束、树立良好市场形象、获得公众信心,实现健康可持续发展。

12. 2018年4月27日,央行、银保监会、证监会、外汇局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》

《指导意见》统一监管标准,打破刚性兑付,明确去杠杆、去通道和消除多层嵌套的原则,降低资管业务风险,引导资金配置,促进行业健康发展,保护投资者合法权益。与《征求意见稿》相比,《指导意见》严监管防风险的大方向不变,但是延长了过渡期,并对非标投资要求更为严格。《指导意见》规定“资管新规过渡期延长到2020年底”,两年半的缓冲期,可以防范流动性风险,缓解对市场冲击。《指导意见》对资管产品投资非标在限额管理、流动性管理以及严格期限匹配等方面作出规范,以避免资管业务沦为变相的信贷业务,防控风险。同时,将“流动性强、风险低”的债权资产替换为“标准化”债权资产,界定更加清晰,明确公募产品不能投资非标,对非标投资更为严格

我们认为《指导意见》短期会对资管行业带来一定阵痛,但是长期重塑资管生态,利于行业健康有序发展。“去刚兑、去杠杆、去通道”环境下,提升投资管理能力是券商资管的核心竞争力,主动管理能力强且风控合规完善的券商受到的影响相对较小,且未来优势会愈发明显,主动管理能力弱且风控不完善的券商受到的冲击相对较大。

13. 2018年4月27日,银保监会加快落实银行业和保险业对外开放举措

举措包括:一是推动外资投资便利化,包括取消对中资银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制,实施内外一致的股权投资比例规则;对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司,外资持股比例不设置限制;鼓励信托、金融租赁、汽车金融、货币经纪、消费金融等各类银行业金融机构引进境外专业投资者;将外资人身险公司外方股比放宽至51%,3年后不再设限。二是放宽外资设立机构条件,包括允许外国银行在中国境内同时设有子行和分行,以及在全国范围内取消外资保险机构设立前需开设2年代表处的要求。三是扩大外资机构业务范围,包括全面取消外资银行申请人民币业务需满足开业1年的等待期要求,允许外国银行分行从事“代理发行、代理兑付、承销政府债券”业务,降低外国银行分行吸收单笔人民币定期零售存款的门槛至50万元,允许符合条件的境外投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务。四是优化外资机构监管规则。

我们认为对外开放举措一方面有助于进一步完善银行业和保险业投资和经营环境,丰富金融服务和产品体系,提升金融业服务实体经济的质效;另一方面将加速海外金融机构进入国内资本市场,短期加剧市场竞争,倒逼国内金融机构学习国际领先经验,改善治理结构,加速业

务模式转型，提升服务质量。

14. 2018年5月18日，中国银保监会发布《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》

《管理办法》从经营要求、产品管理、销售管理、投资管理、财务管理、信息平台管理、服务管理、信息披露等方面对保险公司开展税延养老保险业务提出了具体要求。(1)从经营要求上看，除了12项准入经营要求外，《管理办法》要求险企具备持续经营能力，即保险公司经营税延养老保险业务过程中需持续满足资本实力、偿付能力、精算能力、投资能力方面的要求，不满足持续经营条件时，应停止开展税延养老保险新业务直至重新满足条件。(2)从产品管理上看，税延养老保险产品以“收益稳健、长期锁定、终身领取、精算平衡”为设计原则，帮助参保人有效抵御投资风险和长寿风险。为满足差异化需求，丰富客户选择，方便客户参保，产品管理采取“一个账户、多款产品、自主转换”的管理模式，鼓励良性竞争，体现让利原则，确保账户透明。(3)从销售管理上看，《管理办法》限定了收益保底型(B类)产品的演示利率上限，要求对购买收益浮动型(C类)产品的参保人进行风险承受能力评估，并对参保人购买C类产品做出年龄限制(不超过55岁)和资金投入比例限制(不超过50%)。(4)此外，《管理办法》要求保险公司对税延养老保险业务进行财务独立核算并在资金运用层面设立单独的投资账户。税延养老保险资金进行委托投资管理的，应当优先选择具备长久期负债资金管理经验，具有完善的资产配置体系，固定收益、权益投资和另类投资经验丰富，风险管控机制健全的投资管理人。

我们认为《管理办法》旨在强化税延养老保险产品的保障功能，从经营机构资质、产品设计、销售与管理以及资金运用等多个领域强化风险把控，确保能够有效满足客户多元化的养老保障需求。严格的监管标准以及良性竞争机制下，上市险企各项经营指标行业领先且在商业养老保险业务和投资管理层面经验丰富，竞争优势明显，抢先受益政策红利。

图 表 目 录

图 1: 非银行金融板块涨跌幅.....	3
图 2: 中信一级行业涨跌幅.....	3
图 3: 沪深 300 及保险板块涨跌幅.....	4
图 4: 四大上市险企涨跌幅.....	4
图 5: 四大上市险企净利润.....	5
图 6: 四大上市险企净利润增速.....	5
图 7: 四大上市险企剩余边际余额.....	6
图 8: 10 年期国债到期收益率及 750 天移动平均线.....	6
图 9: 会计估计变更影响税前利润金额.....	7
图 10: 行业月度保费收入及增速.....	7
图 11: 人身险业务保费收入.....	8
图 12: 行业财产险保费收入及增速.....	8
图 13: 行业原保费赔付支出.....	9
图 14: 上市险企寿险保费收入.....	9
图 15: 上市险企寿险保费收入同比变化.....	10
图 16: 上市险企寿险月度累计保费收入.....	10
图 17: 上市险企寿险月度累计保费收入增速.....	11
图 18: 全市场银行理财产品预期收益率.....	11
图 19: 上市险企新单保费收入情况.....	12
图 20: 新单期缴保费收入及增速.....	12
图 21: 续期保费收入及增速.....	13
图 22: 续期保费占寿险保费比重.....	13
图 23: 四大上市险企险种结构.....	14
图 24: 上市险企保障型产品收入占比.....	15
图 25: 上市险企人力规模及增速.....	16
图 26: 上市险企产能及增速.....	16
图 27: 上市险企新业务价值.....	17
图 28: 中国平安/中国太保产险收入及增速.....	17

图 29: 中国平安/中国太保车险收入及增速	18
图 30: 中国平安/中国太保产险综合成本率构成	18
图 31: 中国平安/中国太保产险综合成本率变化	19
图 32: 行业健康险月度累计保费、增速及占比	19
图 33: 健康险保单数和保额	20
图 34: 中国老龄人口数量及预测	21
图 35: 世界各国老龄化过渡期 (年)	21
图 36: 养老保险公司企业年金业务情况	22
图 37: 保险资产规模及增速	22
图 38: 保险资金运用结构	23
图 39: 上市险企总投资收益率和净投资收益率	24
图 40: 上市险企资产配置状况	24
图 41: 保险行业重要政策一览表	25
图 42: 四大上市险企历史估值情况	26
图 43: 四大上市险企 P/EV 估值表	26
图 44: 国内外上市险企估值比较	27

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

武平平，非银行金融行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚 薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn