

寿险复苏在即，财险压力犹存

——保险行业 2019 年度策略报告

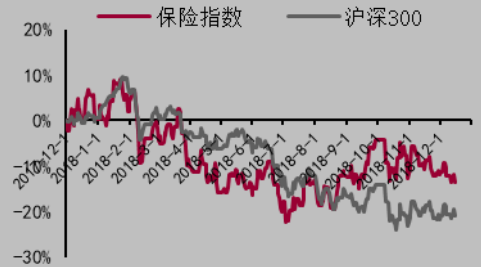
强于大市（维持）

日期：2018 年 12 月 20 日

投资要点：

- **业务：**寿险代理人队伍增速在经历 2018 年低迷表现后 2019 年有望触底回升（预计 5%-10%），实现稳健增长并着力提升价值产能；保障型业务受刚性的保险保障需求持续释放将较快增长，储蓄型业务销售环境边际好转型增速有望改善，预计 2019 年寿险行业新单期交增速将明显复苏，增速有望超过 10%；财险方面，汽车保有量增速下降叠加商车费改持续推进，车险增速继续承压，非车险成为财险保费增速的重要驱动因素，预计 2019 年财险市场保费增速仍将进一步放缓（预计 6%-10%）。
- **投资：**固收方面，由于经济下行压力较大，预计 2019 年利率将继续下行，但考虑外部加息压力，下行空间有限，对险企固定收益类投资总体影响较小；权益方面，A 股经历今年大幅度持续调整后，各种负面预期充分反映，“政策底”、“估值底”逐渐明朗，预计 2019 年 A 股表现大概率优于今年，对总投资收益起到正向拉动作用；准备金折现率方面，2019 年仍将保持上行趋势，预计上行 5-10bp，增加寿险公司利润，但由于上行幅度无明显扩大对利润增速贡献有限。
- **价值：**2019 年寿险新单期交增速改善预期下，保障型业务较快增长促使新业务价值率保持较高水平，预计主要寿险公司的新业务价值增速有望好转，特别对于队伍价值产能提升更为明显的优质公司有望实现新业务价值的较快增长（超过 10%），进而推动内含价值和剩余边际的中高速成长，进一步提升寿险公司未来盈利的持续性；财险在费用率高企、赔付率有上行压力的情况下，承保盈利难度加大，利润主要依赖于投资收益率，而 ROE 能否改善则需看手续费抵扣问题能够顺利解决。
- **投资建议：**我们谨慎看好明年寿险业务复苏，在投资端表现企稳预期下上市险企的短期利润及长期价值指标有望回升。从估值指标（PEV/PB/PE）看，目前保险股在合理估值区间下沿附近震荡，但短期受利率下行预期和投资收益率承压影响，估值仍有一定压力，但长期来看仍具价值成长空间，维持保险行业“强于大市”评级。
- **风险提示：**规模人力大幅下降、保障型业务销售不及预期、权益市场大幅下跌、利率下行超预期、系统性风险

保险指数相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2018 年 12 月 14 日

相关研究

万联证券研究所 20181105_行业深度报告_AAA_保险行业 2018 年三季度综述
万联证券研究所 20180620_行业研究报告_AAA_保险行业 2018 半年度策略报告

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚，张译从，孔文彬

电话：010-66060126, 021-60883489

邮箱：yugang@wlzq.com.cn, zhangyc1@wlzq.com.cn, kongwb@wlzq.com.cn

目录

1、一图看懂保险公司经营逻辑.....	4
1.1 寿险公司：业务+投资+价值.....	4
1.2 财险公司：承保+投资.....	5
2、业务：寿险新单期交增速回升，财险增速可能继续下行.....	6
2.1 保险保障需求将持续释放，长期来看储蓄型业务仍是保费增长重要动力.....	6
2.2 寿险人力有望稳健增长，价值产能提升是关键.....	7
2.3 保障型业务较快增长+储蓄型业务增速改善，寿险新单期交增速有望超过 10%..	8
2.4 车险保费增速将继续低位，财险市场增速仍看非车险.....	10
2.5 保源增速放缓，费改持续导致车均保费下降，车险增长继续承压.....	10
2.6 费用率高企，赔付率可能走高，车险承保盈利难度加大.....	11
3、投资：行业投资收益率依赖权益市场表现，折现率继续上行对利润增速提升有限.....	12
3.1 行业投资资产增速或小幅回升，大类资产配置将保持稳健.....	12
3.2 利率或温和下行投资压力尚可，权益市场估值修复和股权投资放开值得期待...13	13
3.3 准备金折现率将继续上行，增加利润但对增速贡献减小.....	14
4、价值：寿险新业务价值有望两位数增长，剩余边际、内含价值持续提升，财险公司盈利能力关键看高税负能否缓解.....	15
4.1 新业务价值增速将企稳回升，优质公司有望两位数增长.....	15
4.2 内含价值和剩余边际将保持中高速增长，未来持续盈利能力进一步提升.....	15
4.3 财险承保盈利难度加大，利润仍主要依赖投资收益，ROE 提升看点在手续费抵扣.....	16
5、现金流与偿付能力：结构优化将带动现金流持续改善，偿付能力仍将保持高位18	18
5.1 行业现金流入将企稳，现金流分化问题预计会有缓解.....	18
5.2 行业偿付能力保持充足，大型险企优势明显，小型险企有望改善.....	19
6、投资建议.....	20
6.1 2018 年保险股表现前低后高，前 11 月相对收益 9.7%.....	20
6.2 短期估值承压，长期价值成长仍有空间，维持保险行业“强于大市”评级.....	21
7、风险提示.....	22
图表 1：寿险公司经营逻辑.....	4
图表 2：财险公司经营逻辑.....	5
图表 3：2017 年亚洲主要国家保险密度及保险深度.....	6
图表 4：我国保险密度及保险深度.....	6
图表 5：中国与美国保险支出系数（保险密度/人均可支配收入）情况.....	7
图表 6：我国保险行业营销员数量及增速.....	7
图表 7：主要寿险公司个险渠道平均人力增速.....	7
图表 8：主要寿险公司个险队伍月人均价值产能.....	8
图表 9：寿险行业新单期交增速与规模人力增速.....	9
图表 10：主要理财产品收益率情况.....	9
图表 11：财险原保费收入及增速.....	10
图表 12：车险与非车险保费收入及增速.....	10
图表 13：我国汽车保有量及增速.....	11
图表 14：我国汽车销量及增速.....	11

图表 15: 三次费改自主核保系数与自主渠道系数变动情况	11
图表 16: 主要财险公司综合成本率	12
图表 17: 保险资金运用余额及增速	13
图表 18: 保险资金运用配置情况	13
图表 19: 国债到期收益率变化情况	14
图表 20: 沪深 300 指数变化情况	14
图表 21: 750 日移动平均国债收益率变化情况	15
图表 22: 保险合同准备金计量基准 (10 年) 变化情况	15
图表 23: 主要寿险公司新业务价值增速	15
图表 24: 主要寿险公司内含价值增速	16
图表 25: 主要寿险公司的剩余边际	16
图表 26: 主要财险公司 2018H1 税前利润结构	17
图表 27: 主要财险公司 ROE (年化)	17
图表 28: 保险行业总资产及增速	18
图表 29: 主要上市保险公司经营现金流和占保费收入比例	19
图表 30: 主要寿险公司综合偿付能力充足率	19
图表 31: 主要寿险公司核心偿付能力充足率	19
图表 32: 主要财险公司综合偿付能力充足率	20
图表 33: 主要财险公司核心偿付能力充足率	20
图表 34: 2018 年保险指数与沪深 300、国债收益率	21
图表 35: 2018 年保险指数相对收益与行业保费各月表现	21

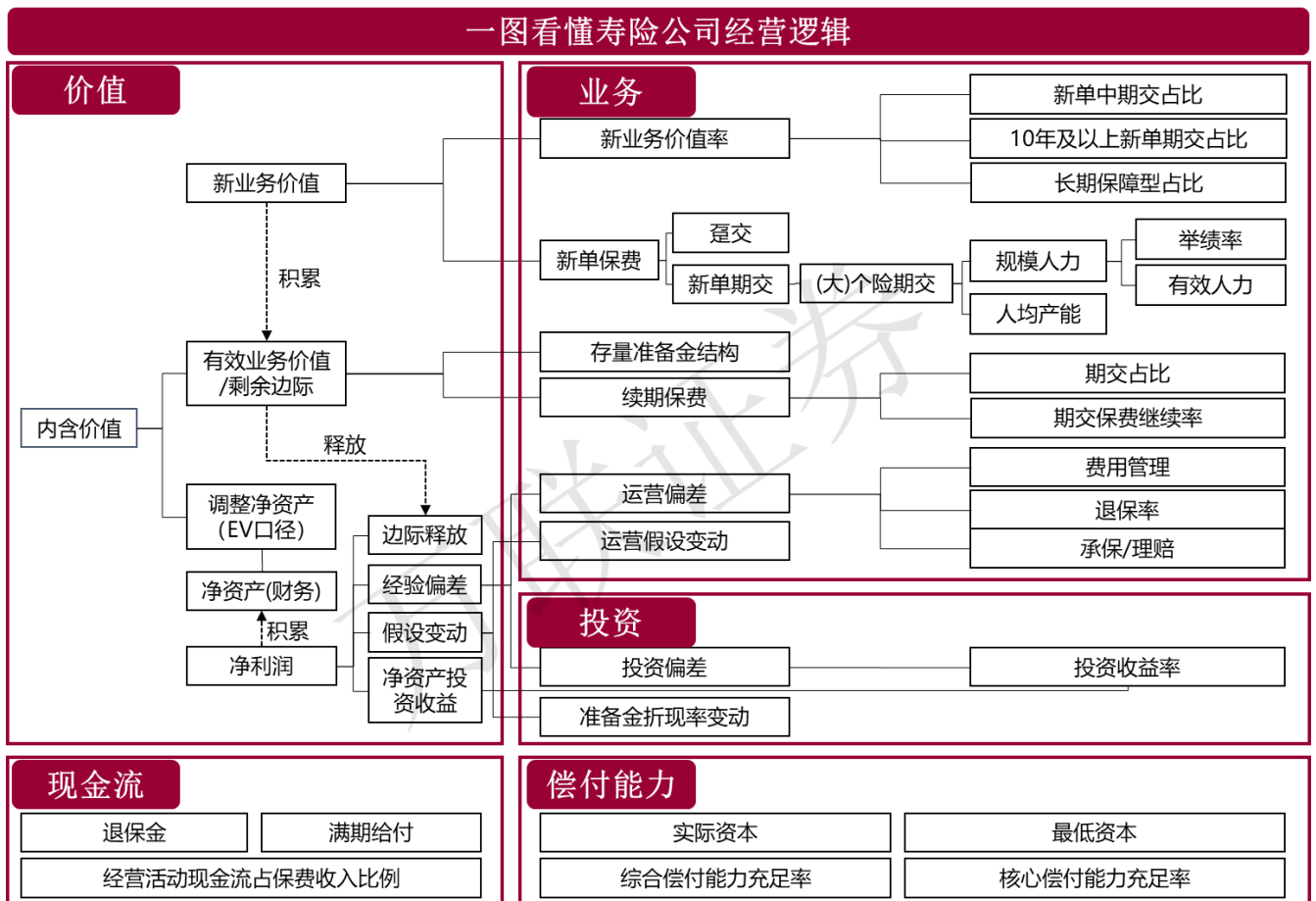
1、一图看懂保险公司经营逻辑

1.1 寿险公司：业务+投资+价值

保险公司的经营逻辑是金融业中相对最为复杂的，特别是寿险公司，其长期寿险产品的缴费期限一般远低于保险期限，导致其财务报表保费收入中有很很大一部分是对未来各项支出的准备，因此需要计提准备金。由于保费收入不能在当期完全确认，以及准备金计算的复杂性，使得寿险公司的财务报表可读性相对较差，同时由于各家公司经营差异导致精算评估假设也存在一些差异，横向比较也存在一定难度。

为更好的看懂寿险公司经营逻辑，我们基于在保险公司精算评估、产品市场、风险管理、运营管理、战略规划、经营分析等领域长期以来的实务经验，以及对保险公司估值体系和方法的研究，试图用一张图绘制出寿险公司的经营全貌。

图表1：寿险公司经营逻辑



资料来源：万联证券研究所

在研究过程中，我们从价值类、业务类、投资类、现金流和偿付能力类等公开披露数据出发，既包括了人力、产能、保费结构等业务指标，也涵盖了保费继续率、退保率、费用管理等经营指标，同时还囊括了内含价值、财务报表、偿付能力等不同的评估准则，另外还加入了一些我们认为能够有助于理解寿险公司经营逻辑的指标，然后我们以内含价值为核心目标（目前寿险公司估值主要采用PEV估值法），按照价值创造的驱动链条，通过对数十个关键指标的梳理，找出指标间存在的逻辑关

系，绘制出了基于业务、投资、价值、现金流和偿付能力五大模块的寿险经营逻辑图，核心逻辑如下：

- 内含价值的持续增长来源于新业务价值的不断积累，剩余边际释放是净利润的重要稳定来源
- 大个险期交是寿险公司的核心价值来源，新单期交增速与队伍成长息息相关
- 长期投资能力是寿险公司估值的重要支撑，短期投资和利率波动影响当期利润
- 现金流和偿付能力是寿险公司持续健康经营不可逾越的红线

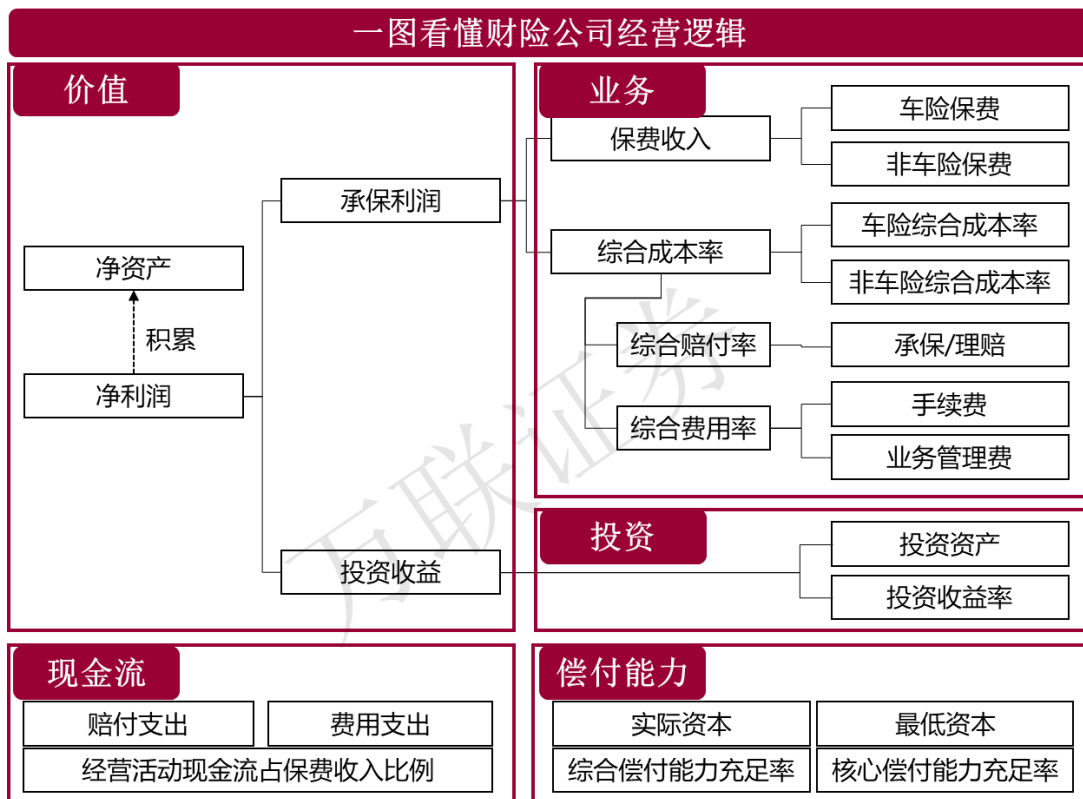
1.2 财险公司：承保+投资

由于财险业务都是短期险业务，其经营结果都会在一年的内体现出来，虽然计提准备金过程也比较复杂，但由于期限较短，相对来说比寿险公司要更容易理解。

财险公司的盈利能力主要从承保端和投资端两方面出发，税前利润主要为承保利润与投资收益之和：

- 承保利润=已赚保费*综合成本率，财险公司的保费收入主要分为车险和非车险，其中车险是核心业务，保费贡献度基本保持在70%以上；
- 投资收益=投资资产*投资收益率，由于财险公司的资金成本为零（财险产品定价不考虑利率成本），通过资产的不断积累，投资资产越来越大，杠杆效应使得财险公司的投资收益对利润形成很大贡献。

图表2：财险公司经营逻辑



资料来源：万联证券研究所

与寿险公司类似，我们也从价值类、业务类、投资类、现金流和偿付能力类等公开披露数据出发，包括了保费、综合成本率、费用、投资收益、净利润、现金流与偿

付能力等相关指标，然后我们以净资产为核心目标（因为财险公司估值主要采用PB估值法），按照利润驱动链条，梳理指标间存在的逻辑关系，绘制出了基于业务、投资、价值、现金流和偿付能力五大模块的财险经营逻辑图，核心逻辑如下：

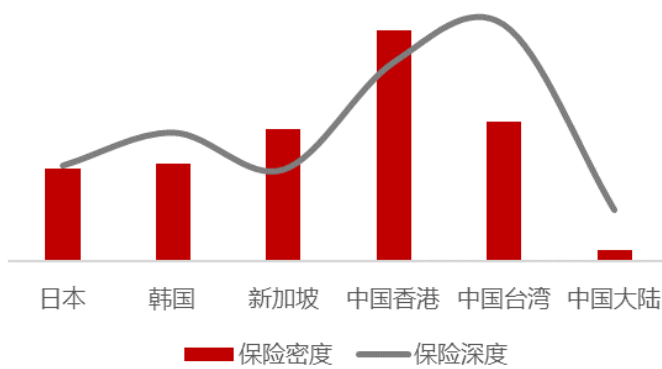
- 利润由承保和投资双轮驱动，承保端决定财险公司的估值基础，投资端决定财险公司估值高度
- 现金流和偿付能力也是财险公司持续健康经营不可逾越的红线

2、业务：寿险新单期交增速回升，财险增速可能继续下行

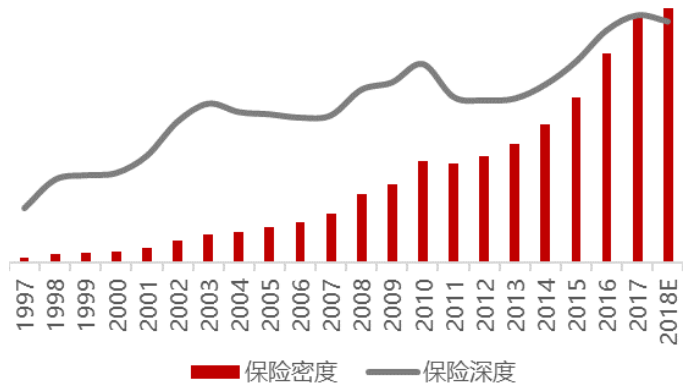
2.1 保险保障需求将持续释放，长期来看储蓄型业务仍是保费增长重要动力

保险市场潜力巨大，保险保障需求将持续释放。近年来，我国保险深度与保险密度有了较大程度的提升，但是与亚洲主要经济体相比仍有较大差距，市场潜力巨大，未来保险需求将会持续释放。瑞再数据显示，2017年我国大陆地区保险密度为384美元，保险深度4.57%，虽然整体保险密度和保险深度整呈上升趋势，但仍显著落后于日本、韩国、新加坡和我国香港和台湾地区，远期市场潜力巨大。我们预计2018年我国保险密度及保险深度将达到2734元/4.31%，并随着居民的保险意识进一步加强、可支配收入的不断提高，保险保障需求将持续释放，未来我国保险深度及保险密度将继续提升。

图表3：2017年亚洲主要国家保险密度及保险深度



图表4：我国保险密度及保险深度



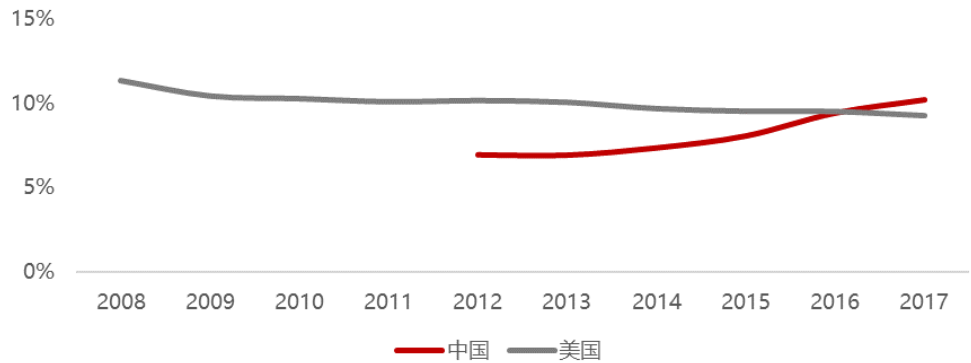
资料来源：瑞再、万联证券研究所

资料来源：wind、万联证券研究所

保障+储蓄双轮驱动，长期来看储蓄型业务仍是保费增长的重要动力。保障性产品和储蓄型产品是寿险公司目前销售产品的两大方向，共同促进险企保费收入不断增长。一方面，保障型产品是行业近几年回归保障背景下的主要发展方向，其更依赖于死差和费差长期稳定贡献利润，有助于险企降低利差依赖和资本市场相关性，能够推动险企更加稳健的经营。特别是在2018年行业开门红受宏观环境和严监管影响销售不及预期，各家保险公司纷纷调整战略及产品定位，加大保障型产品投放和销售力度，促进产品回归保障。另一方面，我们认为长期来看储蓄型业务仍然会是保险公司保费增长的重要动力。在此我们提出“保险支出系数”这一概念，等于保险密度/人均可支配收入，用于衡量居民所负担的人均保费情况。经过过去几年的快速提升，2017年我国保险支出系数已经超过美国，说明从增量角度看，我国人均保费负担并不低，单纯靠人均收入的增加难以促进行业规模高速成长，而随着我国人口

老龄化问题日益严峻，养老保障需求将有望加速释放，因此面向存量居民财富的储蓄型业务仍然是未来很长时间内驱动保险行业增长的重要因素，虽然今年受宏观环境和严监管影响销售不理想，但周期性的波动不改长期趋势。

图表5：中国与美国保险支出系数（保险密度/人均可支配收入）情况

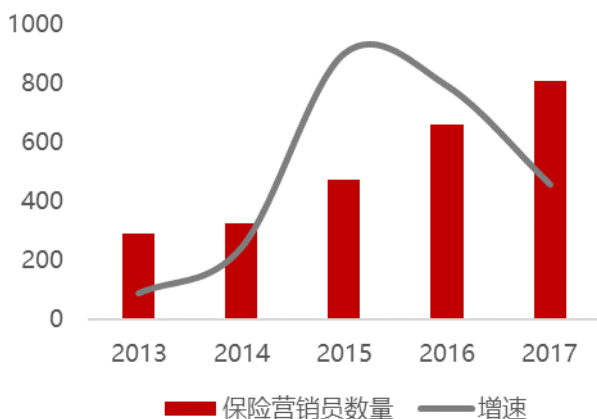


资料来源：wind、万联证券研究所

2.2 寿险人力有望稳健增长，价值产能提升是关键

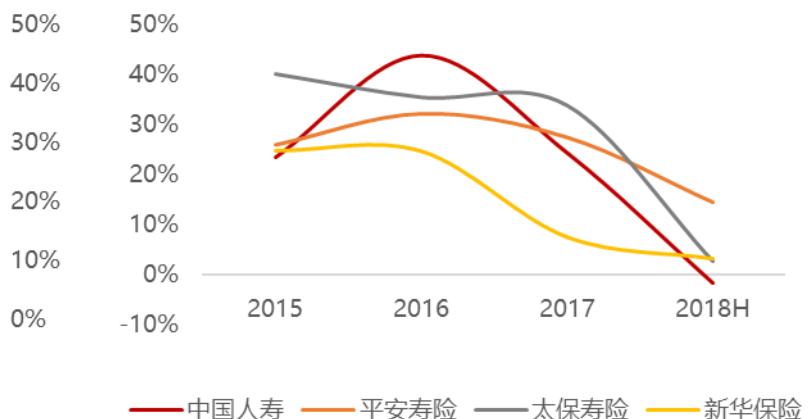
寿险代理人高增长时代结束，但2019年寿险人力增速有望企稳。2015-2017年行业代理人规模持续上升，年均增长率达35.7%，但2017年人力增速有所放缓，2018年一季度受利率高位震荡及严监管影响，主要寿险公司的代理人数量均出现负增长，虽然二、三季度略有回升，但截至2018年6月，国寿、平安、太保、新华个险渠道代理人同比增速较2017年同期均有明显下滑，若与2017年末相比，仅平安寿险期末人力有小幅增长（0.9%），国寿、太保、新华均有不同程度的下降，代理人高增长时代已经结束。但产品销售情况逐渐转好、险企加强代理人培训以及宏观经济下行导致就业压力加大都会有利于提升代理人数量及留存率，2019年寿险代理人数量有望较2018年有一定提升，实现增速的触底反弹，有望达到5%-10%左右增长。

图表6：我国保险行业营销员数量及增速



资料来源：银保监会、万联证券研究所

图表7：主要寿险公司个险渠道平均人力增速

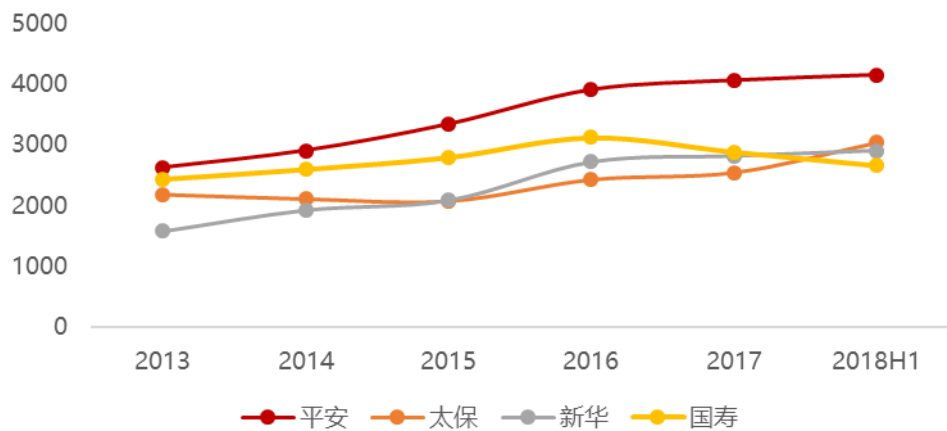


资料来源：公司公告、万联证券研究所

队伍规模高增长结束，高价值产能成为寿险公司队伍建设的重心。此前我们在专题报告《从代理人价值产能看寿险业可持续发展——保险行业专题研究之三》中研究了寿险公司个险队伍发展路径，四大上市寿险公司均追求“量”与“质”的提升，但实施路径有所不同。平安作为最早进行代理人队伍转型的公司，早在2010年提出

“健康人海”发展模式，由扩大人力规模向增强人力价值转型，强化代理人队伍的价值管理，推动队伍质量的稳步提升。此后不断强化价值经营的核心地位，借助科技手段进一步实现代理人新业务价值产能的进一步提升。得益于较早的对于转型优势，平安寿险的代理人价值产能最高，基本保持正增长，从2013年的2626元提升至2017年的4058元，2018年上半年为4147元，领先优势较大。新华保险一直坚持代理人队伍的质量建设，在2014年优化升级队伍结构，推动有效人力及绩优人力的不断发展并于2015年提出深化“健康人海”转型。此外，提出“两高”、“三高”队伍建设，实施“高中层稳定，底层适度流动”的发展策略，强化代理人的留存及销售能力。并在2018年上半年，提出“保费=规模人力*举绩率*人均件数*件均保费”的发展策略，稳步提高代理人队伍的销售能力。其价值产能基本保持稳步上升的趋势，2013年为1583元，落后同业较多，之后逐年提升，2013-2017年年均提升10%，2017年达到2821元，2018年上半年为2909元，与国寿和太保接近。太保寿险在2016年开始强化提升代理人价值产能，聚焦代理人的价值增长，强化代理人渠道健康人力及绩优人力的占比。2017年提出“转型2.0”策略，提出个险代理人渠道由人力增长转向人均产能的提升。2013-2015年价值产能保持稳定，2016年开始有所提升，2017年升至2548元，2018年上半年达为3037元。中国人寿在代理人转型方面坚持稳中求进，代理人价值产能总体保持稳定，2017年开始受到行业宏观环境及代理人规模较大的影响，代理人价值产能有所下降，其质量边际虽有改善，但体现到新业务价值率指标的提升上却不明显。但2018年上半年开始加快优化队伍结构，强化年轻高素质人才招聘，主动解约低绩效人员，未来将力争实现由规模驱动向质量驱动转型。

图表8：主要寿险公司个险队伍月人均价值产能

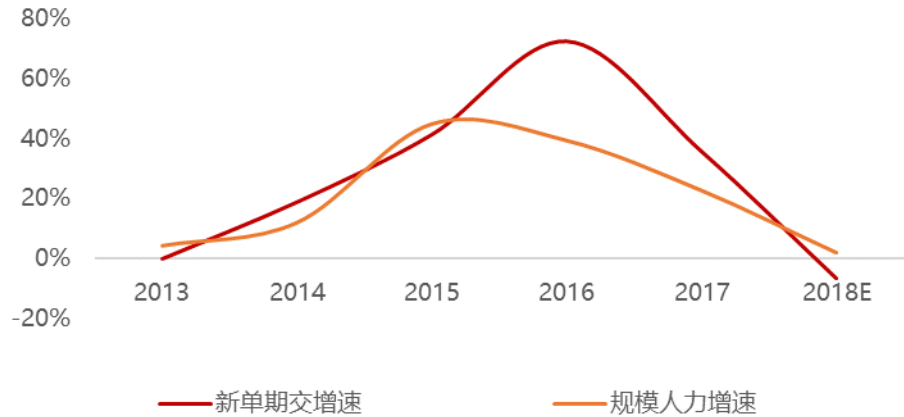


资料来源：公司公告、万联证券研究所

2.3 保障型业务较快增长+储蓄型业务增速改善，寿险新单期交增速有望超过10%

寿险新单期交增长主要由人力驱动，人力增速好转促进新单期交增速提升。2015-2017年，寿险行业新单期交实现高速增长，主要由规模人力快速增长（45%/39.5%/22.8%）驱动，这一特点在个险渠道更为明显。受134号文的影响，寿险行业短期内面临产品结构调整问题，及由此带来的新单保费收入增速特别是新单期交增速下降现象。随着二、三季度保险公司积极进行结构调整以及去年同期较低基数影响，寿险行业原保费收入降幅已由1月份的25.5%收窄至9月份的3.5%，新单期交方面我们预计2018年全年为个位数负增长。但随着2019年人力规模增速的触底反弹、代理人产能改善，新单期交保费收入有望实现两位数增长，我们预计在10%-15%左右。

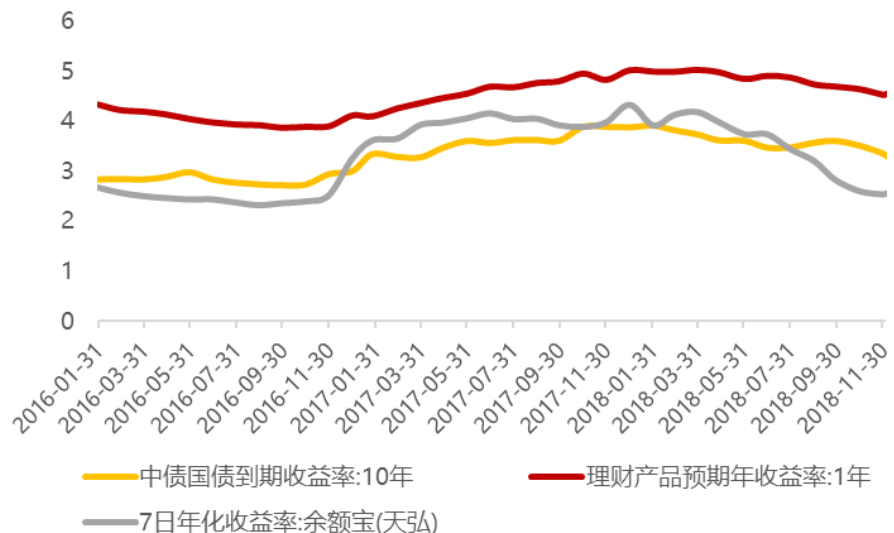
图表9：寿险行业新单期交增速与规模人力增速



资料来源：银保监会、万联证券研究所

受利率下行影响储蓄型业务销售环境边际好转，但大幅增长较为困难。2017-2018年理财产品的收益率高企，对储蓄型产品的销售产生了一定冲击。随着10年期国债利率从今年年初的3.9%逐步回落至近期的3.3%附近，余额宝等理财产品收益率有一定幅度的下滑，保险产品的收益率竞争力有一定改善，但一年期银行理财收益率仍在4%以上，储蓄型产品销售压力仍在。总体来看，我们预计2019年储蓄型产品的销售情况将有所转好，但在理财产品收益率仍然不低的情况下，明年实现大幅增长的可能性较小。但如果理财产品收益率加快下行速度，储蓄型业务增速也有望加速改善。

图表10：主要理财产品收益率情况



资料来源：wind、万联证券研究所

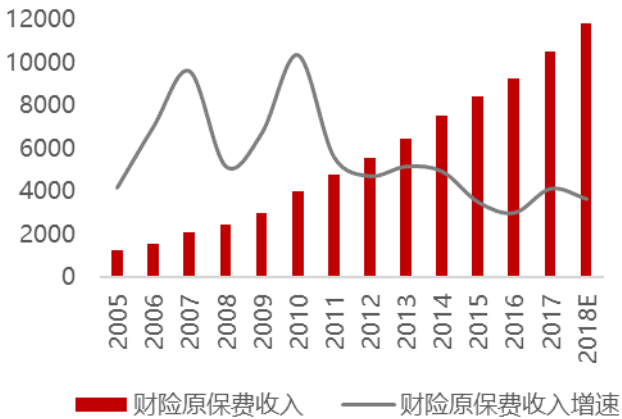
需求偏刚性的保障型业务有望持续较快增长，长期发展空间较大。2018年一季度开门红销售不及预期，二季度开始各公司都加大了保障型业务的销售力度，健康险保费收入不断增加，其中2018年上半年国寿、太保、平安和新华健康险保费增速分别为28.8%、43.2%、40.0%和33.9%，推动总保费增速逐渐回升。未来保障型产品是保险公司持续发展的重点业务，长期发展空间较大，但消费者对保障型产品的接受程度是一个循序渐进的过程，在营销员增速放缓的情况下，我们判断长期保障型业务

很难出现爆发式的增长，对于人力规模和产能较好的公司，全年有望实现两位数的较快增长。

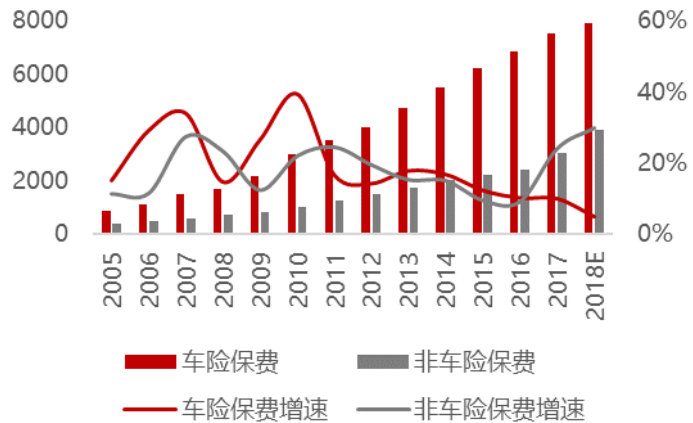
2.4 车险保费增速将继续低位，财险市场增速仍看非车险

财险保费收入增速自2011年以来稳定在10%-20%之间，较之前有明显下降，且呈现稳中有降趋势，主要是受车险保费增速下降影响。受车险业务拖累，2018年，财险总体增速放缓，保费收入年累计增速逐月减缓。而非车险业务快速发展，2017年实现保费收入3020亿，同比增长24.2%，拉动财险行业保费收入同比增长13.8%，预计2018年全年在车险保费增速进一步下滑情况下财险行业实现12%左右的保费增速。在保源增速持续放缓和车险费改持续推进背景下，我们预计2019年车险保费增速将继续低位（低于5%），而在经济发展和承保意识提高的带动下，财产保险中非车险将迎来发展契机，需求不断提升，有望在未来几年持续推动财险市场保费增长，预计明年财险行业保费增速在6%-10%区间。

图表11：财险原保费收入及增速



图表12：车险与非车险保费收入及增速



资料来源：银保监会、万联证券研究所

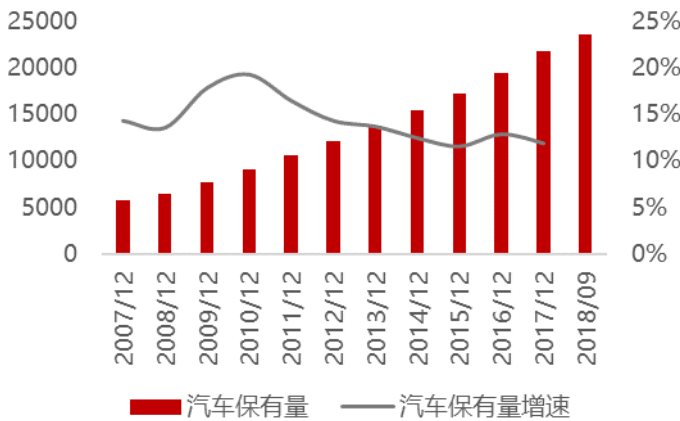
资料来源：银保监会、万联证券研究所

从保费占比看，车险是财险行业保费收入的主要来源，但占比将继续下降。2017年车险增速低于非车险较多，导致车险占比从2016年的73.8%降至71.3%。2018年前三季度，太保产险和平安产险的非车险保费同比增速分别为30.8%及44.4%，而车险业务增速仅为8.0%及6.6%。在商车费改导致的价格竞争和新车销量增速下降的背景下，车险保费增速将会相对较慢，责任险、农险和保证保险等非车险业务将是财险保费增长的主要推动力，非车险业务在财险公司保费收入的占比也将进一步提升，预计2018年全年车险占比将下降至70%以下，同时我们判断2019年仍将继续下降。

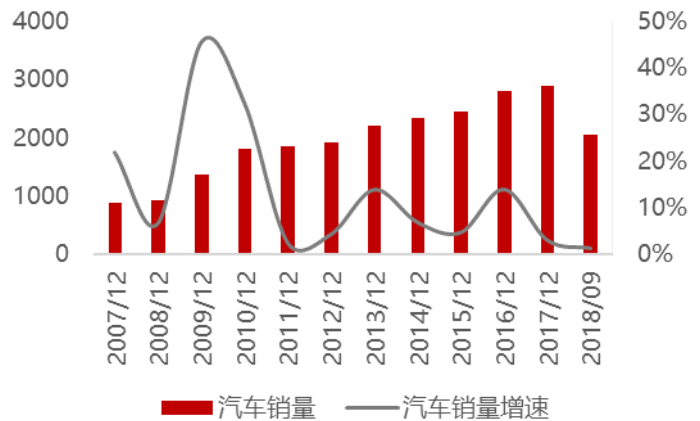
2.5 保源增速放缓，费改持续导致车均保费下降，车险增长继续承压

汽车销量持续个位数增长，汽车保有量增速将继续稳中有降。我国汽车保有量逐年增长，但增速在2010年达到高点后，受汽车销量不振影响持续下行，近几年维持在10%-15%。2017年汽车销量增速仅为3%，2018年前三季度增速进一步下滑，特别是下半年新车销量持续低迷，前三季度新车销量增速仅为1.3%，预计未来汽车保有量增速将进一步放缓，对未来车险业务增长空间形成一定制约。

图表13: 我国汽车保有量及增速



图表14: 我国汽车销量及增速



资料来源: wind、万联证券研究所

资料来源: wind、万联证券研究所

费改持续推进, 车险定价范围进一步扩大, 车均保费将继续下探。2018年3月15日, 原保监会印发《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》, 在四川等七个地区首批实行车险三次费改, 车险定价系数浮动范围进一步扩大。“三次费改”主要包括三种方案: 一是双65, 即在四川, 自主核保系数和自主渠道系数均可在0.65-1.15范围内使用; 二是双70, 即在山西、福建、山东、河南、厦门等地, 上述两个系数均可在0.70-1.15范围内使用; 三是双75, 即在新疆, 上述两个系数可在0.75-1.15范围内使用。虽然相较于二次费改, 此次车险价格的调整范围较小, 不过自主核保系数和自主渠道系数均在各地区原来基础上有所下调。4月3日, 银保监会印发《关于开展商业车险自主定价改革试点的通知》, 决定在广西、陕西、青海三省区开展商业车险自主定价改革试点工作, 试点地区的财险公司在确保精算方法符合监管机构有关规定的情况下, 自行确定自主系数调整范围, 标志着车险定价市场化改革更进一步。我们预计, 随着三次费改的逐渐深入, 车均保费进一步下降, “地板价”保单有可能持续出现, 如果2019年全国实施, 车险保费增长压力将更大。

图表15: 三次费改自主核保系数与自主渠道系数变动情况

地区	自主核保系数			自主渠道系数		
	二次费改	三次费改	下限变动	二次费改	三次费改	下限变动
四川	0.75-1.15	0.65-1.15	-13%	0.75-1.15	0.65-1.15	-13%
山西	0.85-1.15	0.70-1.15	-18%	0.75-1.15	0.70-1.15	-7%
福建	0.75-1.15	0.70-1.15	-7%	0.75-1.15	0.70-1.15	-7%
山东	0.85-1.15	0.70-1.15	-18%	0.75-1.15	0.70-1.15	-7%
河南	0.80-1.15	0.70-1.15	-13%	0.75-1.15	0.70-1.15	-7%
厦门	0.75-1.15	0.70-1.15	-7%	0.75-1.15	0.70-1.15	-7%
新疆	0.85-1.15	0.75-1.15	-12%	0.75-1.15	0.75-1.15	0%

资料来源: 银保监会、万联证券研究所

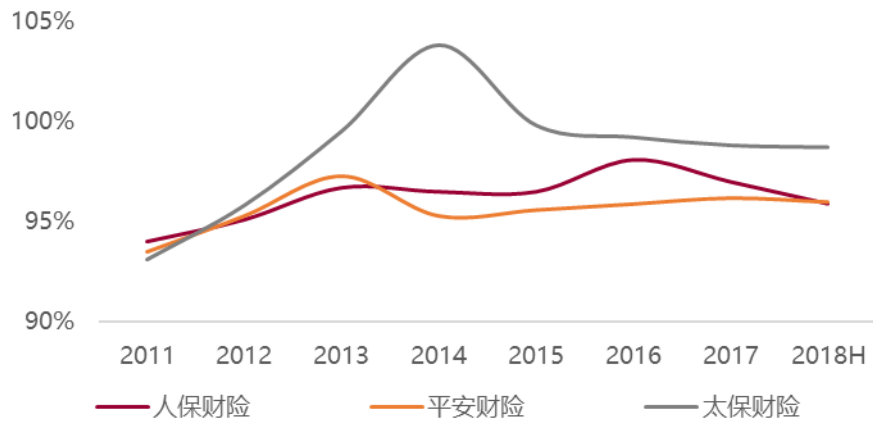
2.6 费用率高企, 赔付率可能走高, 车险承保盈利难度加大

车险价格战持续, 报行合一推行不及预期使得费用率高企。车险是各家公司主要的业务贡献险种, 财险公司为争夺市场份额, 持续加大费用投入。虽然二次费改对综

合费用率引入了阈值管理，要求不超过前三年均值，但在市场竞争持续激烈、车险市场保费充足率下降、新车市场遇冷环境下费用率仍然较高，7月银保监会发布57号文推进“报行合一”行业自律方案落地，方案根据各保险公司的保费规模分成不同的档次，但是行业自律方案毕竟缺乏法律强制力，各财险公司能否长期严格执行下去有不确定性，在生存和竞争的压力之下，各家险企特别是中小险企不得不变相突破手续费上限抢夺市场份额和保费收入，费用投入仍然保持高位。结合三次费改将继续拉低车均保费的判断，预计车险费用率仍将维持较高水平。

小额赔付减少带来的赔付率下降边际效应减弱，赔付率可能上行。二次费改扩大了NCD系数（无赔款优待系数）浮动范围，对车主进行“奖优罚劣”，驾驶习惯良好的车主将获得更高的折扣，而车险次数较多的车主将按照惩罚性的费率续保。受此影响，二次费改后，小额赔付明显减少，导致赔付率有一定下降，但随着时间推移，赔付率下降的边际空间有限，我们判断三次费改造成的费率下降将超过赔付率下降的影响，预计未来车险综合赔付率有上行的可能。

图表16：主要财险公司综合成本率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

大型公司盈利能力领先，综合优势明显。综合费用率保持高位，赔付率上行，车险盈利难度将进一步加大。虽然相对而言，大型险企市占率高、有较强的营销渠道，并且拥有更强的承保及核保能力，受影响相对较小，有望在三次费改中在优化综合成本率的同时提升市占率，但承保利润受价格战影响有可能会增速下降。从人太平财险三巨头数据看，平安财险近三年综合成本率小幅提升，从2014年的95.3%升至2017年的96.2%，每年提升约0.3个百分点。人保财险2017年综合成本率较2016年有所下降，但较2015年以前有一定提升，太保财险受益于结构调整综合成本率逐年下降。2018年上半年主要财险公司综合成本率虽保持平稳，但三季度受巨灾影响已有一定上行，未来随着车险费改持续推进，综合成本率有上行压力。

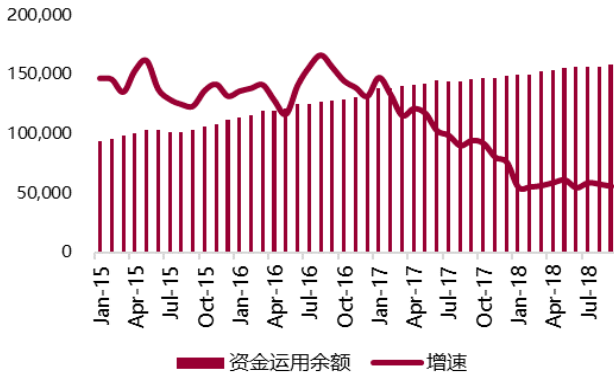
3、投资：行业投资收益率依赖权益市场表现，折现率继续上行 对利润增速提升有限

3.1 行业投资资产增速或小幅回升，大类资产配置将保持稳健

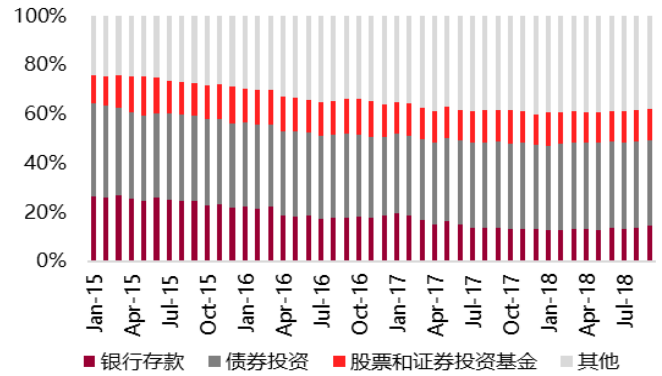
保费增速改善，投资资产继续保持平稳增长。从2017年起，寿险保费结束高速增长

期增速持续放缓，尤其进入2018年，在严监管的大背景下，受到134号文等影响，行业保费增速在9月份才实现由负转正。受到保费增速放缓的影响，2018年行业投资资产增速也下降至个位数，截止2018年9月，行业资金运用余额15.87万亿，同比增长8.4%。我们预计在低基数的影响下，2019年行业保费增速将优于今年，但在行业回归保障转型以及储蓄型产品销售改善有限的背景下难言大幅增长，保费将继续保持稳健增长的态势，进而带动投资资产持续平稳增长。

图表17：保险资金运用余额及增速



图表18：保险资金运用配置情况



资料来源：银保监会、万联证券研究所

资料来源：银保监会、万联证券研究所

大类资产配置保持稳健，非标仍有吸引力，股权投资是新方向。2018年保险资金大类资产配置比例保持稳健，以存款和债券为主，截止2018年9月，银行存款和债券投资占比为49.2%，较去年底增加1.7pct，股票和证券投资基金占比为13.0%，较去年底增加0.7pct，以非标为主的其他投资占比为37.8%，较去年年底下滑2.4pct，主要是资管新规下满足险资要求的优质非标资产供给减少，且在短期内“优质资产荒”难以得到缓解。但从长期看，非标固收类资产由于收益率较高，对于险资仍有吸引力，是险资置换到期高息存款的较优选择，在严控项目风险的前提下，非标资产未来仍是险资的重要配置方向。此外，今年10月银保监会发布了《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》，放宽保险公司股权投资限制，不再限制财务性股权投资和重大股权投资的行业范围，意味着险资配置范围进一步拓宽，尤其在IFRS9实施的背景下，有利于险资提升长期股权投资配置比例。

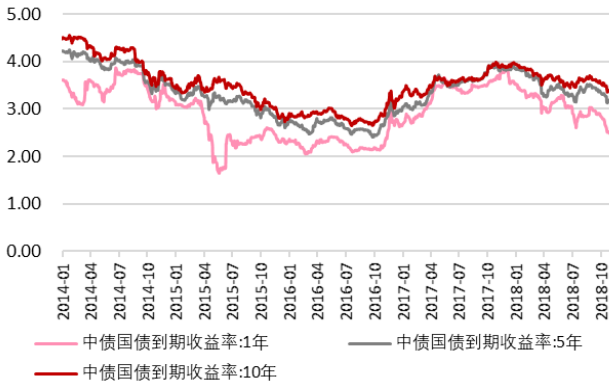
3.2 利率或温和下行投资压力尚可，权益市场估值修复和股权投资放开值得期待

利率或温和震荡下行，对险资投资端影响有限。回顾2018年，年初主要受到“去杠杆”的影响资金面偏紧利率略有上行，而之后货币政策有所放松带动利率下行，同在资管新规的影响下，市场对长短债的需求差异较大，在下行幅度上短端利率远大于长端利率，短端利率已接近历史低位，长端利率仅位于历史中枢。由于内部经济下行压力仍然存在，外部中美贸易摩擦仍然存在不确定性，将延续相对宽松的货币政策和较为积极的财政政策，我们预计2019年利率将继续下行，但同时考虑到外部美国加息的阻力，预计利率下行的空间有限。

虽然我们认为2019年利率将会下行，但预计对险资投资端的影响较为有限，一是因为保险公司的存量债券基数庞大，2019年新增债券投资的边际影响有限，二是考虑险资投资时可以根据市场情况进行相机决策，减少债券投资占比，提升股票等其他

投资占比，三是在债市牛市时可以不选择对债券进行长期配置而是通过短期交易赚取更多利差。

图表19：国债到期收益率变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所

图表20：沪深300指数变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所

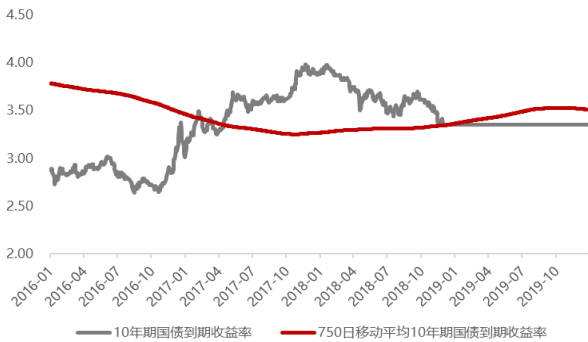
A股估值有望企稳修复，股权投资放宽利好投资。2018年在经济下行压力、去杠杆下资金面偏紧、中美贸易摩擦等多重因素拖累下，A股经历了较大幅度的持续调整，估值跌入历史底部区间，已经充分反映了各种负面预期，“政策底”也逐渐显现。预计2019年A股表现大概率优于今年，有望逐渐夯实“估值底”，实现估值的企稳修复。由于险资的总投资收益很大程度受权益市场波动影响，因此预计明年权益部分对总投资收益有正向拉动作用。

此外，银保监会在2018年10月出台《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》，放开之前对险资投资股权的严格管控，取消了保险资金开展直接股权投资的行业范围限制，赋予保险机构更多的投资自主权，既服务了实体经济，亦有利于险资提升自身的投资收益。首先，从一级市场来看，险资的长期负债与长周期的基建等项目在期限上有天然的匹配性，从京沪高铁等实际案例上也看出能够得到较高的回报，其次，从二级市场看，配置估值低、波动小、高股息的股票，有利于险资在较低风险下提升投资收益，尤其在实施IFRS9后，归属FVPL资产的低波动可以避免投资收益的大起大落，归属FVOCI资产的高股息可以实现更多投资收益。

3.3 准备金折现率将继续上行，增加利润但对增速贡献减小

2019年由于750日移动平均国债收益率将继续上行，保险合同准备金计量基准也会随之提升，我们预计2019年准备金折现率的上行幅度在5-10bp左右。准备金折现率的上行将持续释放相应准备金，从而增厚保险公司的当期利润，但与2018年相比变动幅度并无大幅扩大，进而对利润增速的贡献将有所减少，因此2019年我们对保险公司的关注重点需要回归到业务和投资上来。

图表21: 750日移动平均国债收益率变化情况



资料来源: wind、万联证券研究所

图表22: 保险合同准备金计量基准(10年)变化情况

	2017	2018	2019E
Q1	-10	3	
Q2	-6	1	
Q3	-6	1	
Q4	1	3	
全年	-20	9	5-10bp

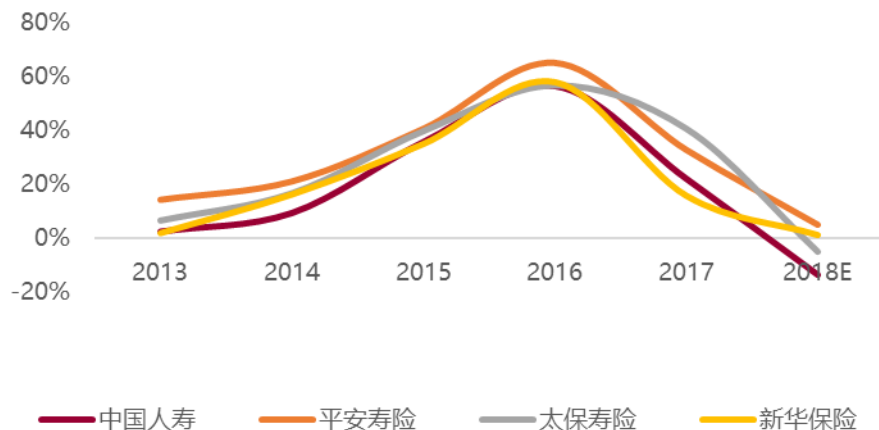
资料来源: 中债网、万联证券研究所

4、价值：寿险新业务价值有望两位数增长，剩余边际、内含价值持续提升，财险公司盈利能力关键看高税负能否缓解

4.1 新业务价值增速将企稳回升，优质公司有望两位数增长

代理人队伍增速企稳+保障型业务较快增长，新业务价值增速将明显改善。受益于行业代理人的快速增长，主要上市险企新业务价值自2015年开始实现快速增长，2016年达到高点后受行业回归保障及人力增速放缓影响明显下降。特别是在2018年一季度，寿险业开门红大幅不及预期，新业务价值增长承压。随着二三季度新单期交保费持续改善，人力逐渐上行，新业务价值增速有所改善，但主要上市寿险公司上半年新业务价值主要为负增长，仅平安实现微正增长，预计2018年全年平安及新华有望实现新业务价值的正增长。展望2019年，新单保费和新单期交受益于代理人队伍的稳健增长实现增速改善，同时由于保障型业务的较快发展，新业务价值率将保持较高水平，因此我们判断2019年主要寿险公司的新业务价值增速有望好转，特别对于队伍价值产能提升更为明显的优质公司有望实现新业务价值的较快增长。

图表23: 主要寿险公司新业务价值增速



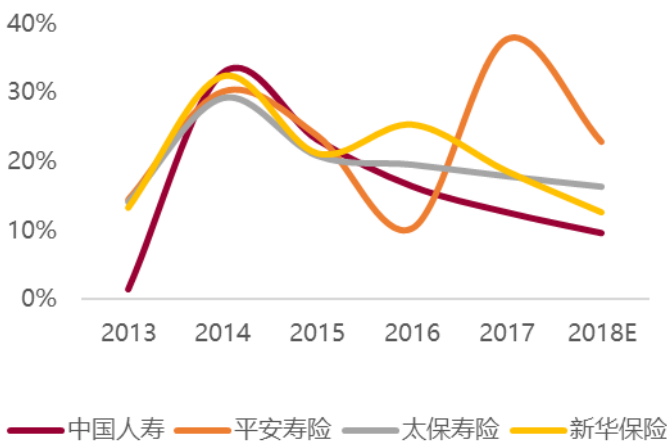
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

4.2 内含价值和剩余边际将保持中高速增长，未来持续盈利能力进一步

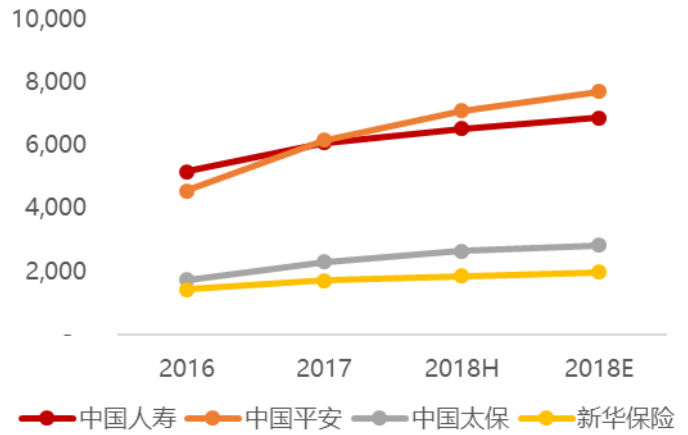
提升

新业务价值增速企稳回升使寿险公司内含价值将保持较高速增长，推动寿险公司未来盈利能力提升。新业务价值和内含价值预期回报是驱动内含价值增长的主要因素，虽然2018年各公司新业务价值增速较低甚至出现负增长，但绝对值较高，加上稳定的内含价值预期回报（EV增速贡献8%-10%），上市险企内含价值增速虽有可能较去年同期有所下降，但仍会以较大的惯性保持增长，实现较快速度的正增长。预计2019年在新单期交增速改善，新业务价值增速企稳回升的情况下，内含价值能够实现中高速的增长水平。

图表24：主要寿险公司内含价值增速



图表25：主要寿险公司的剩余边际



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

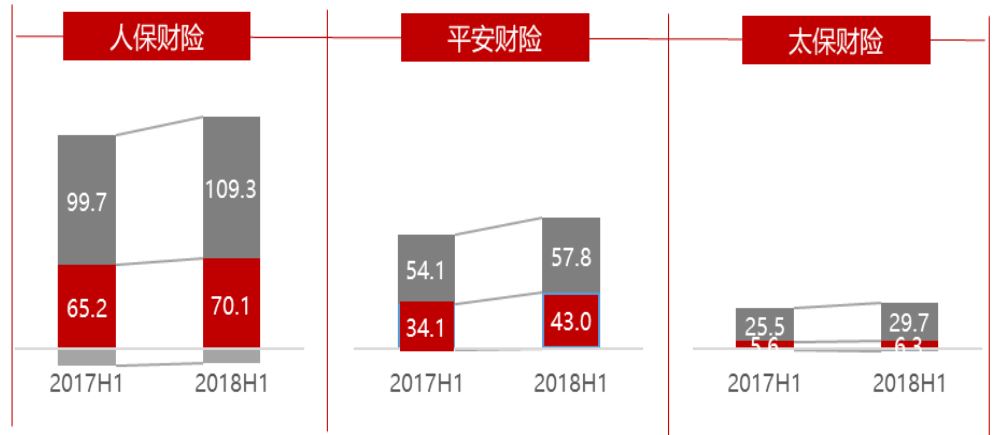
新业务价值增速改善推动剩余边际中高速增长，作为净利润的主要来源推动净利润持续增长，投资收益率回升预期下明年利润增速有望提升。从剩余边际变动过程看，新业务贡献是剩余边际增长的主要因素，预期利息增长主要是期初剩余边际和新业务贡献在当期的利息滚存，对整体贡献较小，而剩余边际释放主要受负债久期影响，每年的释放比例比较稳定。以中国平安为例，假设其寿险及健康险业务2018年新业务价值增速为4.9%，根据我们的预测模型，2018年末剩余边际同比增速为25.1%，增速较2017年有所下降，但仍能保持20%以上的高增长。其他上市公司情况也较为相似，预计中国人寿、太保寿险、新华保险2018年剩余边际余额增速较2017年有所下降，但仍保持中高速增长，我们对各公司增速判断为：平安>太保>新华>国寿。预计2019年，在产品结构进一步调整，各家险企长期保障型业务较快增长的背景下，将进一步带动剩余边际余额持续较快提升，为未来险企利润释放夯实基础。由于2019年折现率变动对利润增速贡献有限，因此明年利润增长主要依赖于投资收益率的回升幅度，在剩余边际释放确定较快增长的情况下，如果明年投资收益率能够回升至5%左右，我们预计上市险企利润将实现较快增长。

4.3 财险承保盈利难度加大，利润仍主要依赖投资收益，ROE提升看点在手续费抵扣

费用率高企叠加赔付率走高预期，财险承保盈利难度加大，利润主要依赖投资收益。伴随着车险费改持续推进及激烈的市场竞争，报行合一推行可能不及预期使得费用率高企；小额赔付减少带来的赔付率下降边际效应减弱，赔付率上行，导致财险承保盈利能力难度增加。从利源分析角度看，财险公司利润主要来源于投资收益，2018年上半年人保财险、平安财险、太保财险承保利润分别为70.1/43.0/6.3亿，税

前利润贡献度41.6%/42.8%/18.5%，而投资收益贡献度分别为64.8%/57.6%/86.7%，是利润的主要来源。未来短期来看车险价格战形势难以有效缓解，财险公司利润主要依靠投资收益仍是行业趋势。从行业层面看，大型公司盈利能力更为稳定。大型公司得益于长期积累的渠道优势和逐步提升的精细化管理能力，成本相对可控，综合成本率将保持相对稳定。同时，以人太平为代表的大型财险公司经过多年的资产积累，形成了大量规模稳定的投资资产，产生的投资收益将直接贡献利润，杠杆效应明显。从公司层面看，人保财险和平安财险优势更为明显，其利润遥遥领先，且利润结构中承保利润占比较高，行业龙头地位稳固。

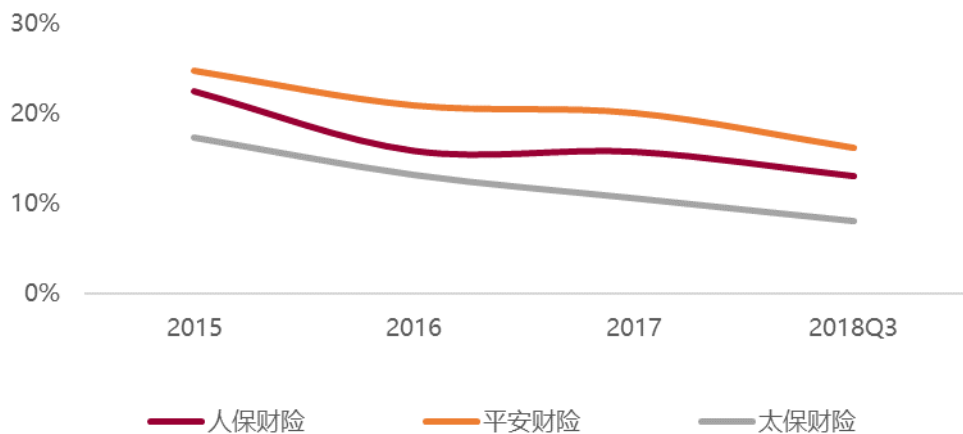
图表26：主要财险公司2018H1税前利润结构



资料来源：公司公告、万联证券研究所

手续费快速增长导致的所得税增速大幅上升使得财险公司ROE下降，2019年ROE的提升依赖于手续费抵扣问题能否解决。目前激烈的市场竞争使得财险公司费用率居高不下，其中手续费的快速增长导致实际所得税率大幅攀升，所得税增速远高于税前利润增速，降低财险公司的盈利能力。2018年上半年平安财险和太保财险手续费同比分别增长61.6%/57%，占保费收入比例高达21.7%/21.5%，由于超过15%的部分不予税前列支，使得实际所得税大增，人保财险、平安财险、太保财险实际税率分别达到28.3%/41%/53.6%，同比均明显提升，财险公司的盈利能力受到很大影响。从ROE看，财险三巨头近三年ROE均略有下降，2018年下滑更为显著，主要是受所得税大幅攀升影响。2019年如果能够解决因手续费带来的实际税率大幅增长的问题，财险公司ROE水平大概率将出现回升。

图表27：主要财险公司ROE（年化）



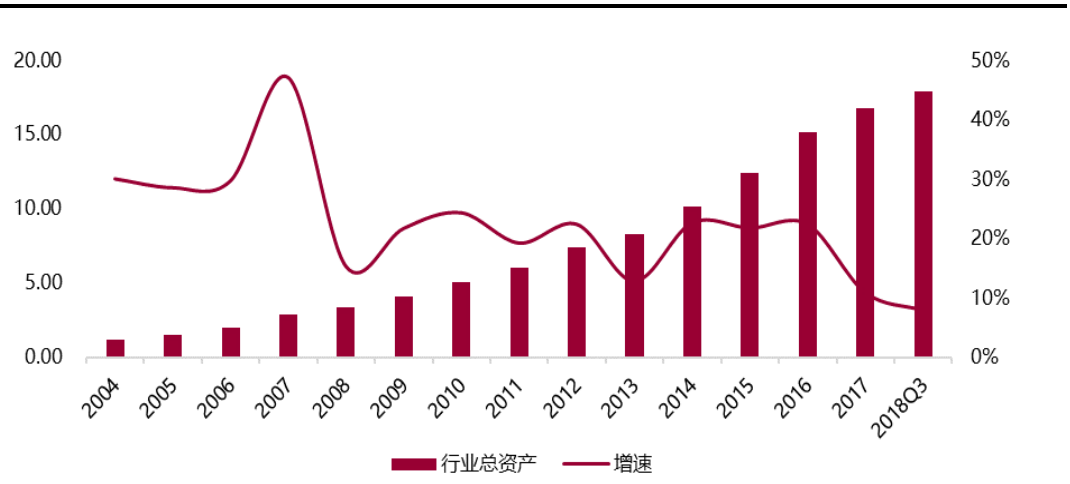
资料来源：公司公告、万联证券研究所

5、现金流与偿付能力：结构优化将带动现金流持续改善，偿付能力仍将保持高位

5.1 行业现金流入将企稳，现金流分化问题预计会有缓解

行业总资产增速略有回升，现金流入将保持稳定。在保险行业受到严格监管、产品回归保障的大背景下，今年的保费增速大幅放缓，行业总资产增速受到较大压制，截至2018年三季度末，保险行业总资产达到17.88万亿，同比增长7.8%，总资产增速在近二十年来首次跌入个位数，同时也带来了现金流入速度的大幅放缓。我们考虑政策边际宽松、保障产品需求释放等因素，叠加今年的低基数，预计2019年的保费增速大概率将实现回升，从而带来行业总资产的增速提升，进而使得行业现金流入的速度有所提升。

图表28：保险行业总资产及增速



资料来源：银保监会、万联证券研究所

大型险企现金流无虞，中小险企现金流压力会略有缓解。从寿险的情况看，中国人寿、中国太保在2015年前后现金流量位于低点，主要是受到2011年调结构降低银保业务规模的影响，在2015年前后由于集中退保和满期给付的压力现金流出较多，而随着个险渠道占比不断上升，续期保费占比不断上升，结构不断优化，经营现金流不断改善。新华保险2015-2017年现金流压力较大，主要是自2015年起快速压缩银保趸交保费规模，提高长期期交保费占比，而随着2018年转型出现成效现金流也出现改善，我们预计2019年四大寿险公司的保费结构愈发优化，现金流将继续保持充足稳定健康的状态。以前海人寿、生命人寿为代表的业务激进的中小寿险公司，前几年销售了大量万能险和短期理财险，而2017年起万能险销售被叫停后现金流入受阻，同时集中到期和退保造成资金大量流出，给现金流造成了一定压力，近两年由于业务规模的收缩和优化，现金流状况有所改善，我们预计2019年中小寿险公司的现金流压力有望持续缓解。

从财险的情况看，车险二次费改下恶性价格战抬高了行业费用率，导致行业综合成本率增加，部分中小财险公司的综合成本率超过100%，由于车险等短期险有短期现金流大进大出的特点，综合成本率提升造成现金流压力增大。我们预计2019年综合

成本率增加的情况仍难以化解，大型财险公司由于成本管控能力强经营现金流压力尚可承受，且大量沉淀资产贡献稳定的投资现金流，而小型财险公司的现金流压力仍将延续。

图表29：主要上市保险公司经营现金流和占保费收入比例

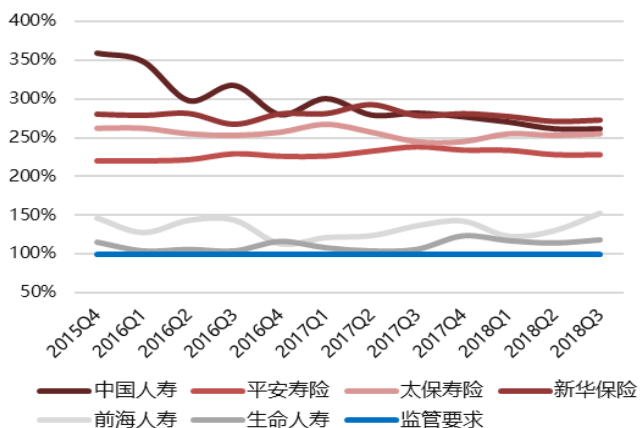
保险公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
中国人寿	683	782	-188	891	2,010	764
	20.9%	23.6%	-5.2%	20.7%	39.3%	16.3%
中国平安	2,171	1,703	1,356	2,278	1,213	1,776
	80.7%	52.2%	35.1%	48.5%	20.0%	31.6%
中国太保	451	401	409	631	861	735
	25.5%	20.9%	20.1%	27.0%	30.6%	27.6%
新华保险	562	251	74	73	79	107
	54.2%	22.8%	6.7%	6.5%	7.2%	10.7%
天茂集团	1	-1	0	-23	4	88
					0.9%	27.9%
西水股份	9	255	950	1,051	-909	-1,045
			736.1%	756.4%	-639.1%	-898.9%
中国人保	539	-4	204	238	-20	-307
	17.6%	-0.1%	5.3%	5.4%	-0.4%	-7.8%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

5.2 行业偿付能力保持充足，大型险企优势明显，小型险企有望改善

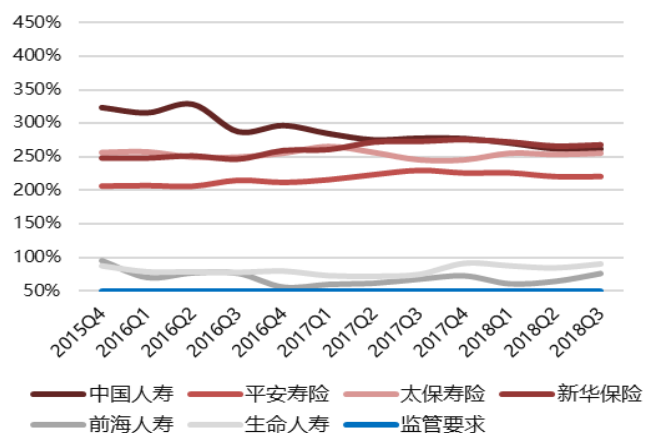
寿险偿付能力充足率：大型险企将维持高位，中小险企有望持续改善。截至2018年三季度末，四大寿险公司的偿付能力充足率依然维持高位，中国人寿、太保寿险、新华保险的综合/核心偿付能力充足率均保持在250%以上，平安寿险的综合/核心偿付能力充足率保持在200%以上，2019年我们预计大型险企的业务规模温和增长，资本消耗有限，因此偿付能力充足率仍将维持高位。

图表30：主要寿险公司综合偿付能力充足率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表31：主要寿险公司核心偿付能力充足率



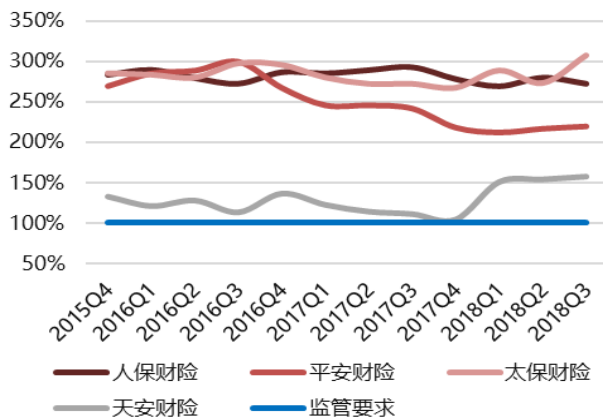
资料来源：公司公告、万联证券研究所

以前海人寿、生命人寿为代表的业务激进的中小险企，在2018年偿付能力充足率的

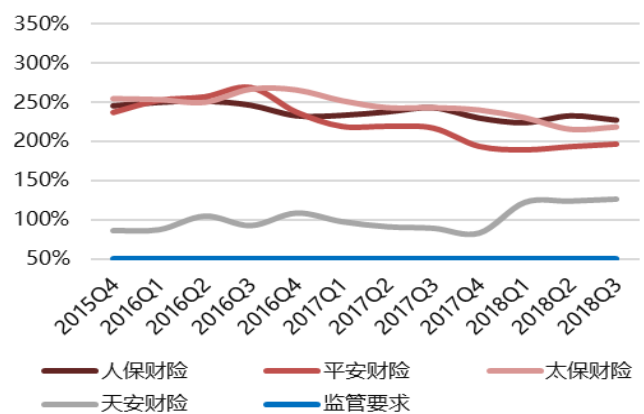
改善情况略优于预期，截至2018年三季度末，前海人寿、生命人寿的综合/核心偿付能力充足率分别为153%/76%、118%/91%，主要是由于业务规模收缩带来最低资本持续下降，被动提升了偿付能力充足率，预计2019年中小险企在控制业务规模、优化业务结构和严控业务风险的情况下，偿付能力的压力将持续化解。

财险偿付能力充足率：大型险企保持稳定，中小险企压力将持续缓解。截至2018三季度末，大型险企的偿付能力充足率总体保持稳定，其中人保财险、太保财险的综合/核心偿付能力充足率均高于250%/200%，分别为272%/227%、308%/218%，平安财险的综合/核心偿付能力充足率低于250%/200%，为219%/197%，预计2019年大型险企的偿付能力充足率仍将保持稳定。

图表32：主要财险公司综合偿付能力充足率



图表33：主要财险公司核心偿付能力充足率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

同时，我们观察以天安财险为代表的中小险企，2018年偿付能力压力的缓解情况较为乐观，主要是理财型业务规模大幅下降，资产负债同步收缩，偿付能力充足率得到提升，我们预计在业务继续改善的前提下，2019年中小险企的偿付能力充足率会保持在较为安全的区间。

6、投资建议

6.1 2018年保险股表现前低后高，前11月相对收益9.7%

权益市场低迷与利率高位震荡下行制约保险股绝对收益表现。权益市场方面，今年股票市场在1月份上涨后一路下行，截至11月末，沪深300指数年累计跌幅为21.3%，创2012年以来新低，大幅拉低保险资金权益类资产（占比在10%-15%左右）投资收益率，使得总体收益率表现不好，进而导致利润增速不及预期。可比口径下，前三季度国寿、平安、太保、新华总投资收益率分别为3.3%、4.9%、4.7%、4.8%，若考虑AFS类资产公允价值波动影响，预计平安和新华全口径综合投资收益率将有明显下降，太保得益于相对更为保守的资产配置（低股基占比）获得优于主要同业的收益率表现。**利率走势方面**，由于寿险公司估值与内含价值较为相关，而投资收益率假设是支撑各家寿险公司内含价值的关键因素，目前主要上市寿险公司的长期投资收益率假设为5%，保险资金由于固收占比较高的特点使得其投资收益率受国债收益率

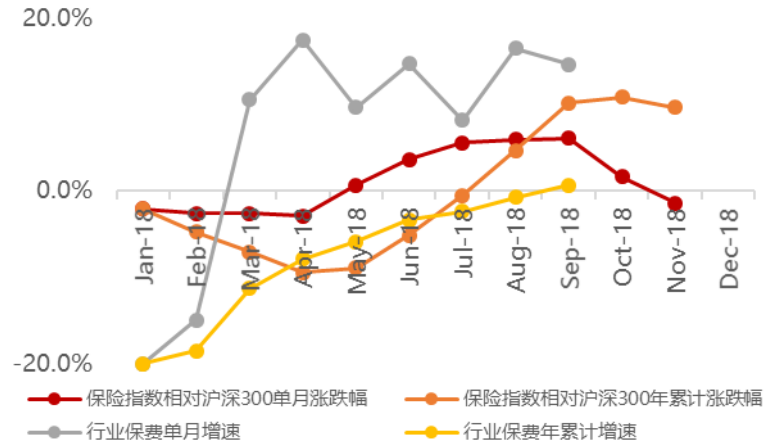
影响较大。2018年年初，10年期国债收益率在3.9%左右，之后持续震荡下行至7月份的3.5%左右，8、9月小幅反弹至3.7%附近后再次下行，目前已经逼近3.3%。国债收益率的持续下行使得寿险公司内含价值的真实性受到资本市场的关注，投资者对于投资端能否支撑5%长期投资收益率假设有一定担忧，从而对当前盈利模式仍然以利差为主的保险股行情表现形成一定压制。

图表34：2018年保险指数与沪深300、国债收益率



资料来源：wind、万联证券研究所

图表35：2018年保险指数相对收益与行业保费各月表现



资料来源：银保监会、wind、万联证券研究所

行业保费增速逐月改善促使保险股获得近10%相对收益。虽然今年保险股受权益市场下跌影响绝对收益不够理想，但从相对收益角度看，表现可圈可点，主要原因是行业保费收入在开门红遇冷之后持续改善，且延续至今。2018年开门红受宏观利率高位以及134号文等严监管影响，储蓄型业务销售受挫，人力脱落导致保障型业务也难以增长，1月、2月行业保费同比分别下降19.9%、14.9%，3月份开始恢复稳定正增长，9月份年累计增速转正为0.7%。受开门红不利影响，保险指数1-4月连续四个月跑输于沪深300，年累计相对收益为-9.4%，但在保费改善趋势得以确认后（保费数据滞后公布），5-10月连续六个月跑赢沪深300，年累计相对收益提升至10.8%，截至11月末，保险指数年累计相对收益为9.7%。

6.2 短期估值承压，长期价值成长仍有空间，维持保险行业“强于大市”评级

在保险保障需求持续释放带动保障型业务较快增长、储蓄型业务销售环境边际好转的背景下，我们谨慎看好明年寿险业务复苏，在投资端表现企稳预期下上市险企的短期利润及长期价值指标有望回升。从估值指标（PEV/PB/PE）看，目前保险股在合理估值区间下沿附近震荡，但短期受利率下行预期和投资收益率承压影响，估值仍有一定压力，但长期来看仍具价值成长空间，维持保险行业“强于大市”评级：

- **业务：**寿险代理人队伍增速在经历2018年低迷表现后2019年有望触底回升，实现稳健增长并着力提升价值产能；保障型业务受刚性的保险保障需求持续释放将较快增长，储蓄型业务销售环境边际好转增速有望改善，预计2019年寿险行业新单期交增速将明显复苏，甚至有望实现两位数增长；财险方面，汽车保有量增速下降叠加商车费改持续推进，车险增速继续承压，非车险成为财险保费增速的重要驱动因素，预计2019年财险市场保费增速仍将进一步放缓。
- **投资：**固收方面，由于经济下行压力较大，预计2019年利率将继续下行，但考虑外部加息压力，下行空间有限，对险企固定收益类投资总体影响较小；权益方面，A股经历今年大幅度持续调整后，各种负面预期充分反映，“政策底”、

“估值底”逐渐明朗，预计2019年A股表现大概率优于今年，对总投资收益起到正向拉动作用；准备金折现率方面，2019年仍将保持上行趋势，预计上行5-10bp，增加寿险公司利润，但由于上行幅度无明显扩大对利润增速贡献有限。

- **价值：**2019年寿险新单期交增速改善预期下，保障型业务较快增长促使新业务价值率保持较高水平，预计主要寿险公司的新业务价值增速有望好转，特别对于队伍价值产能提升更为明显的优质公司有望实现新业务价值的较快增长，进而推动内含价值和剩余边际的中高速增长，进一步提升寿险公司未来盈利的持续性；财险在费用率高企、赔付率有上行压力的情况下，承保盈利难度加大，利润主要依赖于投资收益率，而ROE能否改善则需看手续费抵扣问题能够顺利解决。
- **现金流与偿付能力：**2019年大型险企现金流状况良好，偿付能力充足率短期无忧，小型险企现金流和偿付能力虽有一定压力，但较2018年将有所缓解。

7、风险提示

规模人力大幅下降、保障型业务销售不及预期、权益市场大幅下跌、利率下行超预期、系统性风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里大街28号中海国际中心