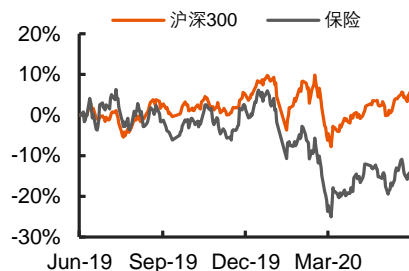


## 行业深度报告

## 友邦“分改子”获批，保险对外开放影响几何？

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

《行业点评\*保险\*新单修复、利率回升，关注左侧机遇》 2020-06-14  
 《行业点评\*保险\*多效并举，4月新单降幅收窄》 2020-05-14  
 《行业周报\*金融\*逆周期调控政策加码，金融业改革再推进》 2020-04-19  
 《行业深度报告\*保险\*业绩分化、转型深化，关注新单修复带来的估值反弹》 2020-04-19  
 《行业点评\*保险\*Q1新业务承压，预计Q2起将逐步修复》 2020-04-17

## 证券分析师

**王维逸** 投资咨询资格编号  
 S1060520040001  
 WANGWEIYI059@PINGAN.COM.CN

**李冰婷** 投资咨询资格编号  
 S1060520040002  
 LIBINGTING419@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **友邦“分改子”获批，对外开放提速。**2019年12月，监管将外资股比从51%提高至100%的过渡期提前到2020年1月1日，友邦上海分公司随即展开改建寿险独资子公司的全面准备工作。2020年6月17日，银保监会批准友邦保险内地分支机构改建为友邦独资人寿保险子公司。自此，友邦人寿可全国展业。
- **人身险：友邦全国展业对上市险企寿险业务影响有限。**我国早在2005年便已加入WTO时承诺，全面取消合资寿险公司和外资非寿险公司的展业地域限制。目前在外资寿险公司中，仅有友邦尚未实现全国展业、仍以各分公司的形式在部分地区经营。2019年底，友邦上海分公司已展开改建友邦全资寿险子公司的准备工作，改建后，友邦人寿将统一负责管理及经营在内地的寿险业务，将可实现全国展业。市场普遍认为，友邦拥有优质的代理人和海外运营多年的寿险经验，其持股比例和业务范围的全面放开或将对上市险企新业务和客群产生一定冲击。考虑到友邦：①中高端客户居多，高素质代理人对下沉客群的适应性和高NBVM产品的销售顺畅度有待验证。②赴港购险的内地客户对友邦总新单贡献较高、但其归属地无法确定，而上市险企已耕耘多年、具备部分中高端客户基础，因此全国展业后，其他地区待挖掘的中高端客户基数有待考量。③渠道搭建、网点铺设和代理人招募等，需要至少2-3年的时间。
- **财产险：注重渠道与资源禀赋，外资冲击不大。**外资车险市场份额仅1%，在农险、大病医保等政策性业务上不具备资源优势，即使外资险企在货运险、企财险和责任险的市场份额相对较高（6%-10%），但由于保险意识不足，预计业务空间有限。
- **投资建议：**估值处于历史底部，已充分反映实际投资收益率不及假设、VIF折价的悲观预期。疫情影响代理人线下展业，尽管线上销售同步推进，但主要以短期医疗险等低价值产品为主。主力长期产品设计复杂（重疾、终身寿等）、主要依靠线下销售，受影响较大，预计H1寿险新单、尤其是保障险新单将承压。从投资端来看，长端利率企稳回升，固收资产到期再配置与新增资产配置压力缓解。当前股价对应2020年PEV仅0.6~1.0倍（仅14H1和19M1触及该估值水平），估值已处于历史底部，且已充分反映长债利率长期低位（2%）的悲观预期，具备安全边际，当前可考虑左侧配置。新单修复有待时间观测，利率阶段性触底、现企稳回升，估值反弹先看β、再看新单，建议关注：中国人寿、新华保险、中国太保。
- **风险提示：**经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露。海外疫情发展超预期、权益市场大幅波动。代理人脱落超预期，新单保费增速不及预期。长债利率持续下行。

股票名称	股票代码	股票价格		EVPS			P/EV				评级
		2020-06-19	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
中国人寿	601628	28.17	33.33	37.94	43.28	49.40	0.85	0.74	0.65	0.57	推荐
中国太保	601601	27.98	43.69	48.61	53.82	59.53	0.64	0.58	0.52	0.47	推荐
新华保险	601336	45.25	65.72	74.60	84.49	95.37	0.69	0.61	0.54	0.47	中性
中国人保	601319	6.39	3.96	4.02	4.55	5.15	1.61	1.59	1.40	1.24	中性
中国太平	0966.HK	12.84	46.13	48.80	53.61	58.09	0.28	0.26	0.24	0.22	-

注：中国太平以港币计价。未评级公司为 wind 一致预期。

# 正文目录

<b>一、 保险对外开放：时间最早、力度最大 .....</b>	<b>5</b>
1.1 友邦“分改子”获批，对外开放提速 .....	5
1.2 开放进程梳理：业务范围、准入条件和持股比例不断宽松 .....	5
1.3 外资险企现状：无实质性竞争 .....	7
<b>二、 人身险：竞争激烈，外资对手强大 .....</b>	<b>7</b>
2.1 保费增速与市场份额回升，头部外资险企盈利水平更高 .....	8
2.2 中外资对比：渠道不同，业务相似 .....	10
2.3 代表公司：友邦中国（将代理人渠道引入中国） .....	11
2.4 未来中资险企的挑战：友邦全国展业 .....	15
<b>三、 财产险：渠道与禀赋为王，外资影响甚微 .....</b>	<b>16</b>
3.1 市场份额始终处于较低水平，规模与盈利不挂钩 .....	16
3.2 与中资不同，外资非车险占比更高 .....	17
3.3 未来中资险企的挑战 .....	18
<b>四、 下半年投资策略：关注利率筑底回升下的低估值反弹 .....</b>	<b>18</b>
<b>五、 风险提示 .....</b>	<b>19</b>

# 图表目录

图表 1	中国保险业对外开放进程与政策梳理 .....	6
图表 2	中外资险企数量一览 .....	7
图表 3	中外资险企保费一览 .....	7
图表 4	中外资寿险公司数量一览 .....	8
图表 5	中外资寿险公司保费一览 .....	8
图表 6	中外资寿险公司保费增速一览 .....	9
图表 7	中外资寿险新单一览（亿元） .....	9
图表 8	外资个险总保费分险种市场份额 .....	10
图表 9	外资团险总保费分险种市场份额 .....	10
图表 10	外资寿险渠道结构 .....	10
图表 11	中资寿险渠道结构 .....	10
图表 12	外资寿险个人业务结构 .....	11
图表 13	中资寿险个人业务结构 .....	11
图表 14	随着政策的开放，友邦不断展业 .....	11
图表 15	友邦中国寿险总保费 .....	12
图表 16	友邦中国寿险总保费市场份额 .....	12
图表 17	友邦中国寿险新单保费 .....	12
图表 18	友邦中国寿险新单保费市场份额 .....	12
图表 19	主要险企上海市场份额 .....	13
图表 20	主要险企深圳市场份额 .....	13
图表 21	友邦中国 NBV 与增速 .....	13
图表 22	友邦中国 EV .....	13
图表 23	NBVM 对比 .....	14
图表 24	NBV 增速对比 .....	14
图表 25	友邦中国个险保费险种结构 .....	15
图表 26	友邦中国保费渠道结构 .....	15
图表 27	2019 年友邦中国保险保费收入前 5 的产品（亿元） .....	15
图表 28	中外资产险公司数量一览 .....	16
图表 29	中外资产险公司保费一览 .....	16
图表 30	外资产险分险种市场份额 .....	17
图表 31	外资产险业务结构 .....	17

## 一、 保险对外开放：时间最早、力度最大

### 1.1 友邦“分改子”获批，对外开放提速

**改制推进节奏快，半年即获批复。**2019年12月，监管将外资股比从51%提高至100%的过渡期提前到2020年1月1日，友邦上海分公司随即展开改建寿险独资子公司的全面准备工作。2020年6月17日，银保监会批准友邦保险内地分支机构改建为友邦独资人寿保险子公司。

**全国展业放开，延续“一线大城市”战略。**2019年12月以前，外资寿险公司中，仅有友邦为外资独资，其他均为合资公司，而我国早在2005年便已加入WTO时承诺，全面取消合资寿险公司和外资非寿险公司的展业地域限制，因此，外资险企此前仅友邦一家不可实现全国展业。本次改制后，友邦人寿保险有限公司将统一负责管理及经营在内地的寿险业务，将可实现全国展业。据上海证券报，友邦分支机构增设行动即将启动，将会延续一贯的“一线大城市”战略，聚焦多个人口大省且经济较发达地区，首批分公司或将在四川、山东、安徽、浙江、湖北、河南等地落址。

**对上市险企寿险业务影响有限。**市场普遍认为，友邦拥有优质的代理人和海外运营多年的寿险经验，全资寿险子公司成立后，其业务范围将全面放开，或将对上市险企新业务和客群产生一定冲击。我们认为：考虑到友邦1)中高端客户居多，高素质代理人对下沉客群的适应性和高NBVM产品的销售顺畅度有待验证。2)赴港购险的内地客户对友邦总单贡献较高、但其归属地无法确定，而上市险企已耕耘多年、具备部分中高端客户基础，因此全国展业后，其他地区待挖掘的中高端客户基数有待考量。3)渠道搭建、网点铺设和代理人招募等，需要至少2-3年的时间。

### 1.2 开放进程梳理：业务范围、准入条件和持股比例不断宽松

保险是我国金融业开放最早的细分行业，总体来看，保险对外开放大致可分为以下四个阶段：

**1、1980-1991年，迈出保险市场开放探索第一步。**1979年保险复业后，1980年便已允许外资保险公司开始设立代表处并进行市场调研，AIG随即与中人保联合成立首家合资保险公司——中美保险公司，主要经营北美地区保险业务和世界性的再保险业务，中外双方各持股50%。2001年中国加入WTO、对人身险合资公司的股权规定即源于此。截至1992年，22家外资险企共计在华设立28个代表处，主要为市场调研与业务交流，并无业务开展。

**2、1992-2001年加入WTO前，保险开放初探与试点，外资险企数量与规模迅速增长。**随着改革开放不断深入，1992年上海成为首个对外开放保险业务的试点城市，首家外资险企友邦随即在上海设立分公司。同年末，颁布《上海外资保险机构暂行管理办法》，规范外资险企设立条件、业务范围、资本金等；1995年试点又扩大至广州。这一时期，尽管外资险企直保业务始终受限、设立条件较严格，但无碍外资险企迅速扩张——截至2001年，外资险企共15家，保费35亿元、市场份额1.6%。

**3、2002-2017年，应加入WTO承诺，开放力度加大。**2001年末加入WTO时，中国对外资持股比例、设立条件、业务范围、展业地域等的逐步放开作出承诺。2005年，除寿险外资股比≤50%、保险经纪外资股比≤51%，非寿险公司已可改建为独资，外资险企的展业地域和业务范围全面放开，外资险企数量也较2001年翻倍。这使得外资险企保费快速增长，外资险企市场份额同比大幅提升6pct至2005年的5.9%。此后，外资险企数量稳步提升至50家左右，市场份额也在金融危机后不断回升、现保持在6%左右。

**4、2018年至今，进一步扩大开放。**自2018年4月博鳌论坛以来，金融业开放政策频出，保险业开放进一步扩大。其中，寿险公司外资股比上限和保险中介业务范围的放开为市场关注的焦点。

图表1 中国保险业对外开放进程与政策梳理

时间	事件	内容
1980年	允许外国保险公司设立代表处	1980年，AIG率先在北京设立代表处；9月与人保各出资250万美元（分别持股50%），在百慕大注册“中美保险公司”（首家合资险企），根据股东协议，主要“经营美国、加拿大的保险业务和世界性的再保险业务，以及双方同意、与中国贸易与商业活动有关的保险业务”。1994年因意见分歧而终。
1992年12月	颁布《上海外资保险机构暂行管理办法》	<b>1) 设立条件：</b> 经营保险业务30年+；提出申请前一年年末的资产总额50亿美元+；在中国境内设立代表机构3年+。 <b>2) 资本金：</b> <b>①最低注册资本：人身险≥2000万美元；非人身险≥2000万美元；同时经营≥4000万美元；实收资本不低于注册资本的50%。</b> <b>②补充资本金：</b> 每年提取税后利润的25%补充资本金，直至实收资本+储备金总额=注册资本的2倍。 <b>③保证金：合资险企将实收资本的20%向央行缴存；</b> 外资保险分公司，同时经营人身险和非人身险，由总公司向央行缴存800万美元；经营其中一项则缴存400万美元。 <b>3) 业务范围：</b> 除法定保险以外，①境外企业的各项保险、境内外商投资企业的企财险及有关责任险；②外国人和境内个人缴费的人身险；③上述两项业务的再保险。 <b>4) 保险费率：</b> 按央行规定制定。 <b>5) 准备金：</b> 人身险——有效长期人身保险单的全部净值+一年及一年以内的人身险业务当年自留保费的50%；非人身险——未到期责任准备金提存和结转总额=当年自留保费的50%；总准备金——每年交税和提留后的全部盈余的10%。 <b>6) 再保险：</b> 承保全部业务的30%向人保办理再保险；非人身险——每一危险单位的自负责任不超过其资产的10%。 <b>7) 投资范围：</b> 境内存款、政府债、金融债、企业债≤10%、境内外汇委托放款≤30%、股权投资≤15%
1994年9月	东京海上火灾保险株式会在上海设立分公司	首家外资独资财险公司，主要经营境外企业的各项保险、境内外商投资企业的企财险及有关责任险。
1995年	保险对外开放试点城市从上海扩大到广州	友邦在广州设立分公司。外资人寿保险公司的业务范围限于个人缴费的人身保险业务，外资财险保险公司的服务对象限于外国人和三资企业。
1999年底	颁布《外资保险机构驻华代表机构管理办法》	对外资保险机构日常管理要求： 1) 在中国境内已设立2个及2个以上代表处的外资保险机构，若未设立总代表处，应当指定其中一个代表处负责与中国保监会进行日常联络。 2) 总代表和首席代表若具有大学专科学历，总代表应当具有8年以上工作经历，首席代表应当具有5年以上工作经历；总代表和首席代表若不具有大学专科学历，应当具有10年以上保险从业经历。 3) 每个代表处外籍工作人员最多不得超过3人。 4) 首席代表不得在2个及2个以上代表处兼任。 5) 代表处应当于每年2月底前向中国保监会报送上一年度的工作报告。
2001年	加入WTO时对保险开放做出承诺	<b>1) 设立形式：非寿险外资股比≤51%，加入后2年内，允许全资。寿险外资股比≤50%。保险经纪外资股比50%，加入后3年内≤51%；加入后5年内，允许全资。</b> <b>2) 设立条件：申请者应为在WTO成员国超过30年经营历史的外国保险公司；必须在中国设立代表处连续2年；在申请前一年末总资产不低于50亿美元。</b> （保险经纪公司的额外资产规模要求：加入时,超过五亿美元，加入后每年降低1亿美元，直至加入后4年，要求为2亿美元） <b>3) 业务范围：非寿险公司</b> ①允许跨境从事国际海运、航空和运输保险业务；②允许从事没有地域限制的“统括保单”、大型商业险保险业务、境外企业的非寿险服务、在中国外商投资企业的财产险、与之相关的责任险和信用险服务，2年内允许向外国和中国客户提供全面的非寿险服务。 <b>寿险公司</b> ①允许外资寿险公司向外国公民和中国公民提供个人（非团体）寿险服务，3年内允许向中国公民和外国公民提供健康险、团体险和养老金/年金险服务。 <b>法定保险</b> ①直保公司向中再分保20%，加入后每年降低5pct，加入后4年取消。②不允许经营机动车辆第三者责任险、公共运输车辆和商业用车司机和承运人责任险等法定保险业务。 <b>4) 再保险：</b> 允许外国再保险公司以分公司、合资公司或独资子公司的形式提供寿险和非寿险的再保险业务，且没有地域限制或发放营业许可的数量限制。 <b>5) 展业地域范围：允许在上海、广州、大连、深圳和佛山设立合资保险公司，</b> 2年内允许在北京、成都、重庆、福州、苏州、厦门、宁波、沈阳、武汉和天津提供服务；3年内取消地域限制。
2002年	颁布《外资保险公司管理条例》	<b>1) 设立条件：</b> 经营保险业务30年+；提出申请前一年年末的资产总额50亿美元+；在中国境内设立代表机构2年+。 <b>2) 资本金：①最低注册资本≥2亿元人民币或者其等值自由兑换货币。②保证金为注册资本的20%。</b> <b>3) 业务范围：</b> ①财产保险业务,包括财产损失保险、责任保险、信用保险等；②人身保险业务,包括人寿保险、健康保险、意外伤害保险等。
2003年	对外资保险公司开放农业保险市场	法国安盟保险获准在中国组建分公司，为便于其在中西部地区展业， <b>成都和重庆开放。</b>
2003年底	应加入WTO时承诺，保险展业范围进一步扩大	<b>1) 业务范围：</b> 允许外资非寿险公司向外国和中国客户提供全面的非寿险服务。 <b>2) 展业范围：</b> 寿险业务扩大到北京、成都、重庆、福州、苏州、厦门、宁波、沈阳、武汉和天津， <b>增加10个城市。</b> <b>3) 再保险：</b> 外资保险公司必须就非寿险、个人事故和健康险的所有业务向一家指定的中国再保险公司进行10%的分保
2005年	应加入WTO时承诺，全面取消地域限制	<b>1) 设立形式：允许已设立的外资财产险分公司在符合条件的情况下改建为独资公司；寿险除外资持股不超过50%及设立条件限制外，对外资没有其他限制；保险经纪公司的外资股比可达51%。</b> <b>2) 业务范围：</b> 允许合资寿险公司向中国公民和外国公民提供健康险、团体险和养老金业务；允许外资非寿险公司向外国和中国客户提供全面的非寿险服务。 <b>3) 展业范围：</b> 全面取消展业地域限制。 <b>4) 再保险：</b> 外资保险公司向指定的中国再保险公司进行5%的分保；并于2006年取消强制分保。
2012年	交强险对外开放	车险实现对外资全面开放，一年时间里有7家外资险企获准在华经营交强险，业务集中于浙江、四川、吉林、福建等地
2018年4月	海南博鳌论坛：进一步放大保险业开放力度	<b>将人身保险公司的外资持股比例上限放宽至51%，3年后对外资持股比例不再设限；</b> 允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务；放开外资保险经纪公司经营范围，与中资机构一致；此外，在今年年底以前，将全面取消外资保险公司设立前需开设2年代表处要求。
2019年10月	修订《外资保险公司管理条例》	取消外资机构设立前需经营保险业务30年以上、外资保险机构设立前需开设2年代表处的要求。
2019年12月	《外资保险公司管理条例实施细则》修订	<b>1) 外资在合资人身险公司中的持股比例上限将由过去的50%调整至51%。</b> <b>2) 取消外资保险机构设立前需开设2年代表处、具有30年经营年限的要求。</b> <b>3) 明确中外资公司同适用《保险公司分支机构市场准入管理办法》，明确设立合资保险公司的中国申请人的条件和管理统一适用《保险公司股权管理办法》。</b> <b>4) 要求外资险企至少有一家经营正常的险企为主要股东，且主要股东应承诺自取得股权起5年内不转让所持有的股权。</b>
	明确取消合资寿险公司外资股比限制时点	明确自2020年1月1日起，合资寿险公司的外资外资比例可达100%。

资料来源：银保监会、平安证券研究所

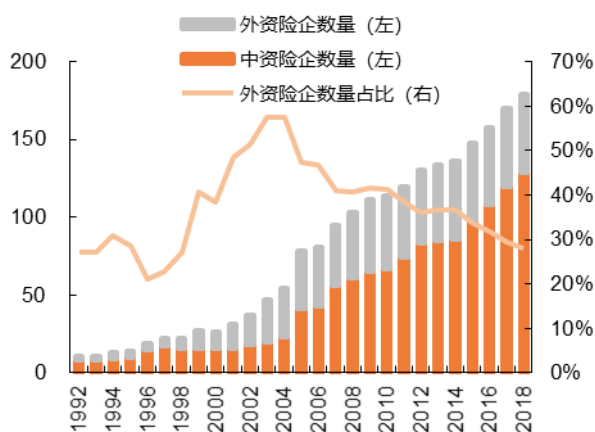


### 1.3 外资险企现状：无实质性竞争

市场份额与盈利占比不高，外资险企总体竞争有限，预计全面开放的压力降主要来自外资寿险头部险企。截至 2018 年<sup>1</sup>，中资险企合计 129 家，外资险企合计 50 家，保险业全年原保费 3.8 万亿(YoY+4%)，其中外资险企原保费 2354 亿元(YoY+10%)，占比仅 6%；全年净利润约 1700 亿元(YoY+4%)，其中外资险企净利润 130 亿元(YoY+70%)，占比仅 8%。

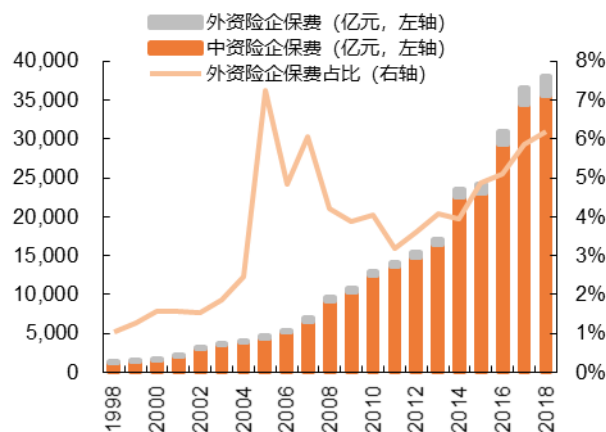
**外资寿险公司的市场份额和盈利能力高于外资产险公司：**2018 年外资寿险公司数量占比 28%、保费占比 8%、净利润占比 9%；外资产险公司数量占比 25%、保费占比 2%、净利润占比 1%。一方面，代理人的招募与销售渠道的搭建需要耗费大量时间和费用；寿险市场品牌溢价效应显著、产险市场资源禀赋为王，因此当前外资险企普遍尚无法对中资龙头险企形成实质性竞争。另一方面，外资寿险保费前 7 市场份额高达 70%、净利润占比 85%；产险保费前 7 市场份额 80%、但难以实现盈利；预计竞争压力将主要来自外资寿险头部险企。

图表2 中外资险企数量一览



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表3 中外资险企保费一览



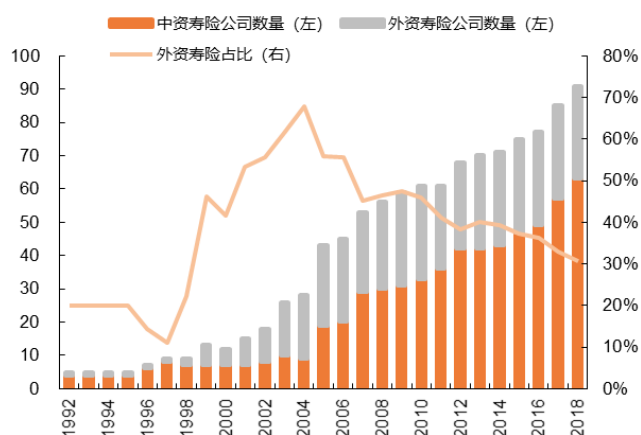
资料来源：银保监会、平安证券研究所

## 二、人身险：竞争激烈，外资对手强大

外资寿险保费规模与市场份额不大，总体竞争有限。截至 2018 年末，我国共有 91 家人身险公司，中资 63 家，同比增加 6 家；外资 28 家，同比持平。全年人身险原保费 2.6 万亿(YoY+1%)，中资原保费 2.6 万亿(YoY+0.4%)，外资原保费 2127 亿元(YoY+10%)、市场份额 8%。

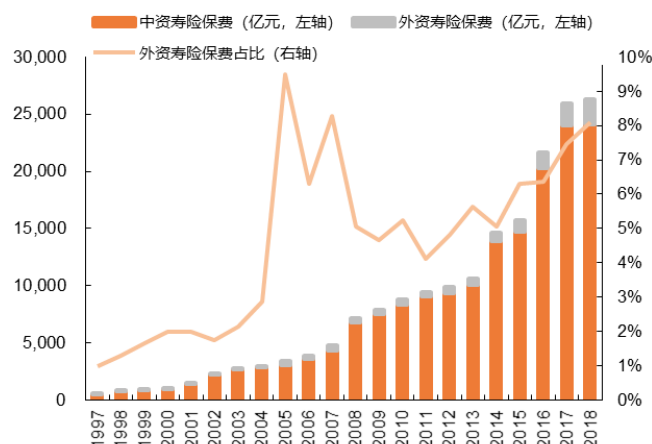
<sup>1</sup> 注：由于保险年鉴披露较为滞后，本文暂无 2019 年数据，且部分数据仅截至 2017 年。

图表4 中外资寿险公司数量一览



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表5 中外资寿险公司保费一览



资料来源：银保监会、平安证券研究所

## 2.1 保费增速与市场份额回升，头部外资险企盈利水平更高

寿险利润仅是业务价值的一个表现方面，除定价假设与实际发生率之间的差异之外，准备金折现率会对当期利润产生较大影响。2017-2018 年，750 天移动平均线回升，除运营外，准备金释放对利润的增厚作用显著。截至 2018 年，人身险行业净利润 1364 亿元，其中外资寿险公司净利润 129 亿元，占比 9%。2016-2018 年，28 家外资寿险公司的亏损数量逐年下降（分别为 12 家、10 家、8 家），而累积净利润显著增长（分别为 24 亿元、78 亿元、129 亿元），增幅显著。其中，工银安盛、恒大人寿、友邦、中信保诚、招商信诺、中意人寿和中美联泰作为保费收入最高的前 7 大外资寿险公司，其净利润基本也处于前 7 位，总体来看，净利润占比达 85%，头部效应较保费更为显著（保费 CR7 为 70%）。

### 2.1.1 转型之下，保费增速超中资

**历史复盘：业务结构决定外资险企调整期波动小于中资。**2012-2013 年和 2015 年的外资寿险保费增速亦远超中资。以 2012-2013 年为例，银保渠道改革 2011 年开启，外资寿险公司本身规模不大、迅速压降部分业务后，2012 年紧抓中资压降银保之时、再次扩张银保，2011-2013 年中资银代保费分别同比-0%、-12%、-6%，外资分别同比-40%、+34%、+54%，助 2012-2013 年外资寿险保费增速超中资。

**2018 年外资寿险保费增速（10%）显著超过中资（不到 1%），我们推断主要由于：**

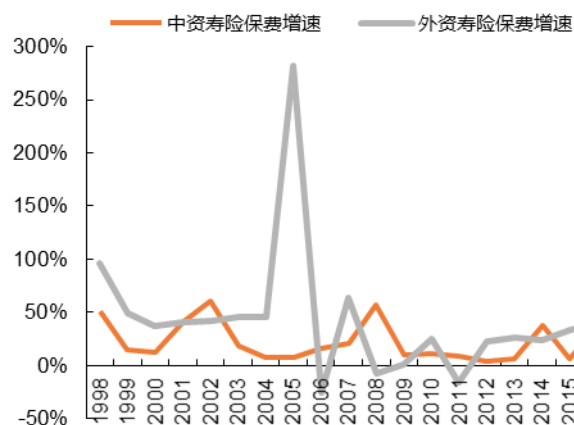
**1）开门红负增长：**中资险企所依赖的短储产品在“134”号文+利率走高的双重压力下而销售困难，开门红期间新单负增长显著。

**2）外资险企对保障转型的适应性更强：**外资险企较少经营短储产品，且以传统险、健康险等为主，因此所受冲击相对有限；同时也普遍聚焦长期保障类产品的开发与优化，在长期储蓄险、高端医疗险等细分产品方面的运营、开发、销售经验充足，行业保障转型之下，适应性更强、保费增速提升明显。



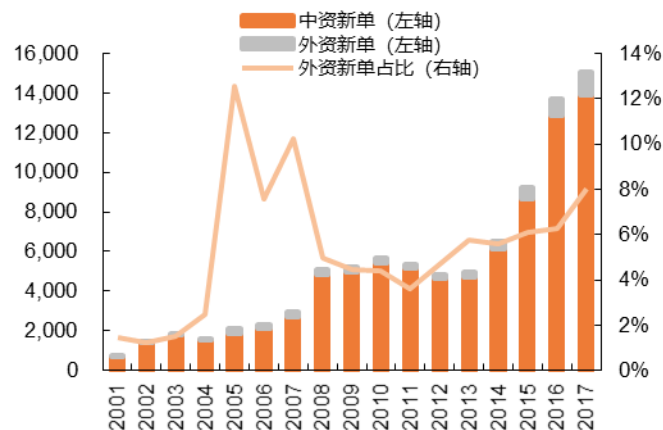
**3) 安邦业务停摆，保费断崖式下滑：**2018 年，安邦正式被接管，旗下三家公司（安邦人寿、安邦养老、和谐健康）保费或下降千亿以上。若剔除安邦系的影响，我们预计中资寿险保费增速将达 5%。

图表6 中外资寿险公司保费增速一览



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表7 中外资寿险新单一览（亿元）



资料来源：银保监会、平安证券研究所

## 2.1.2 市场份额近年回升

普通寿险业务带动 2011 年以来外资市场份额回升，2018 年达 8.1%(YoY+0.7pct)，我们推断主要由于 2014 年以来，个人普通寿险业务规模从百亿迅速增至千亿所致。具体来看，

**1) 外资寿险总保费和新单市场份额均在 2005 年达到峰值，直至 2011 年再次回升。**2005 年入世过渡期结束，外资险企展业地域限制全面放开，外资寿险公司数量占比触及历史高点 68%；叠加团险业务对外开放后，中意人寿当年实现团险趸交保费近 200 亿元的助力，外资寿险新单市场份额达 13%、总保费份额也攀升至 9.5%。直至金融危机影响过后，外资借银保（2012-2013 年）+个人普通寿险和健康险业务（2014-2017 年）的再扩张而实现市场份额再回升。

**2) 个人业务为主（占比 80%），近年市场份额约 7%，分险种来看：**

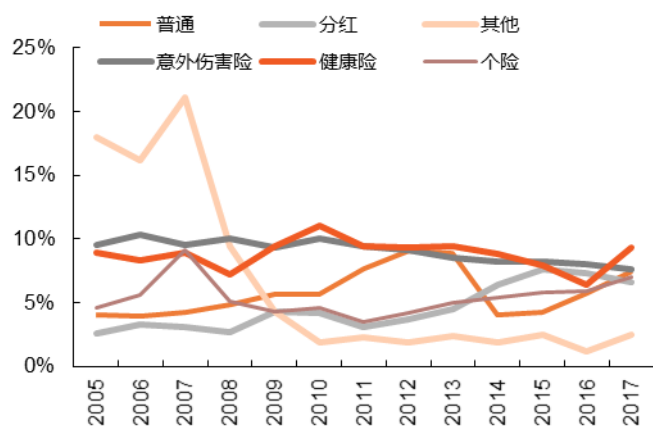
①其他险种：个人业务的“其他险种”包括万能险、投连险等，2008 年以前，外资险企在投连险市场占据一席之地、市场份额约 20%的市场份额，金融危机发生后，外资投连险受到较大冲击，加之中资万能险迅速发展，导致外资在该类险种市场份额处于较低水平（2%）。

②普通寿险：投连险受影响后，外资险企着力于发展普通寿险，市场份额从 2008 年的 5%提升至 2013 年的 9%。但 2013 年 9 月，普通寿险预定利率放开、中资加速发展，导致外资市场份额减半（2014 年仅 4%）。此后的常态化增长助外资市场份额回升至 2017 年的 8%。

③始终注重保障型业务，健康险、意外险市场份额维持 9%左右。

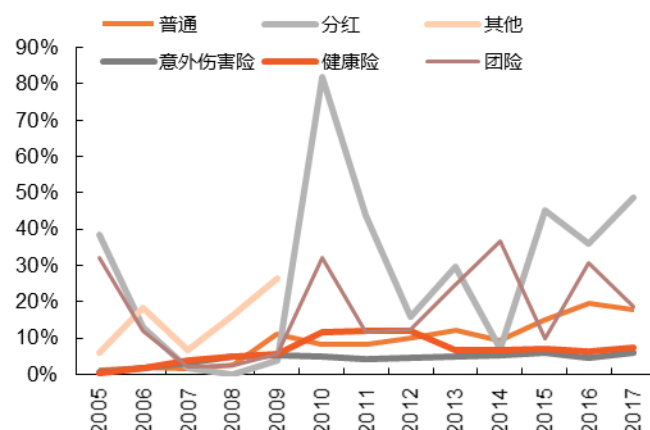
**3) 团体业务 2005 年起对外资放开，市场份额约 20%，高于个险。**外资团险业务中，普通寿险和分红险市场份额较高，分别约 20%、40%。我国企业年金 2006 年起全国推广，而外资寿险公司的企业年金运营经验丰富、产品设计先进，充分把握外企的企业年金需求，在中资险企尚未发力之时，在团险市场占据一席之地。

图表8 外资个险总保费分险种市场份额



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表9 外资团险总保费分险种市场份额



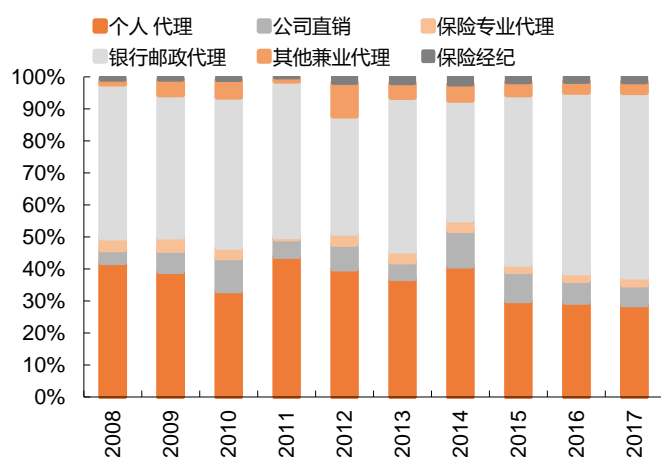
资料来源：银保监会、平安证券研究所

## 2.2 中外资对比：渠道不同，业务相似

外资寿险公司近年银保占比走高，2017 年外资、中资寿险公司代理人渠道占比分别 29%、52%，银保渠道占比分别 58%、40%。中外资寿险公司早期渠道基本一致，银保占比 50%左右、代理人占比 40%左右。2012 年起出现分化：一方面，行业银保改革之时，外资规模小、转型快，银保在迅速压降后复起；而 2015 年放开代理人考试后，中资险企迅速扩充队伍（行业代理人规模迅速 3 年翻倍，2013 年仅 325 万人，2017 年末已 807 万人），代理人渠道保费贡献不断走高。另一方面，外资规模较大的险企主要为银行系、银保占比较高；同时，中资头部险企 2012 年起，先后开启聚焦个险的价值转型之路，行业+头部双重作用下，中资寿险代理人渠道不断壮大。

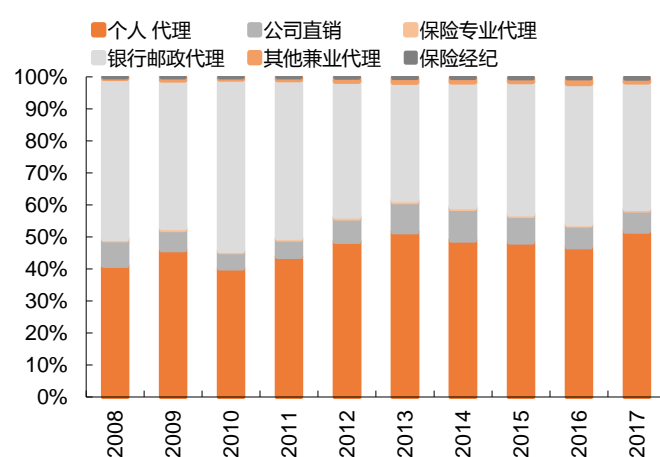
外资寿险公司的保险中介渠道贡献度高于中资，2017 年外资、中资寿险公司专业代理+兼业代理+保险经纪渠道占比分别 8%、3%。中资代理人队伍迅速扩张之下，外资并未立即跟随人海战术。一方面，友邦等代理人队伍较强、客群较高端的公司仍以高精尖队伍为主，并无意向随意扩张。另一方面，绝大多数外资险企的展业时间不长，不似中资险企耕耘多年、代理人渠道搭建较早，因此对中介渠道依赖始终较高。

图表10 外资寿险渠道结构



资料来源：银保监会、平安证券研究所

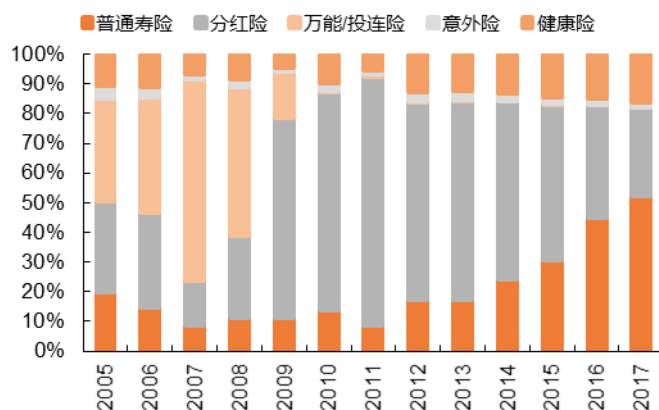
图表11 中资寿险渠道结构



资料来源：银保监会、平安证券研究所

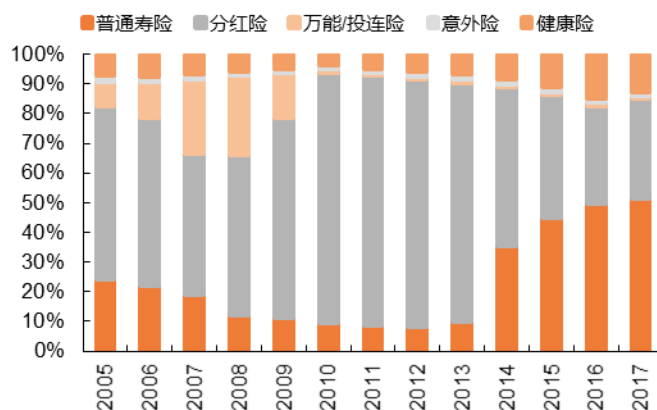
近年来，中外资寿险公司的个人业务结构及其变化基本相同：截至 2017 年，普通寿险占比 50%左右、外资分红险占比(30%)略低于中资(34%)、健康险占比(16%)略低于中资(13%)、万能险/投连险占比约 1%。

图表12 外资寿险个人业务结构



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表13 中资寿险个人业务结构



资料来源：银保监会、平安证券研究所

## 2.3 代表公司：友邦中国（将代理人渠道引入中国）

1992 年，友邦上海分公司成立，成为首家、也是唯一一家在华经营个人寿险业务及非寿险业务的外资独资保险公司。早期，友邦上海同时经营寿险和产险业务，直至 1996 年我国保险法要求分业经营后，1997 年友邦上海的人寿险部和财产险部正式分业经营，友邦上海分公司只保留人身险业务。随着我国保险业对外开放，友邦的经营范围与业务范围持续扩大，2006 年，友邦保险获批经营团体保险业务。改制前，友邦中国的展业地区涵盖上海市、北京市、天津市、石家庄市、广东省和江苏省。

图表14 随着政策的开放，友邦不断展业



资料来源：友邦中国年报、平安证券研究所

### 2.3.1 整体业务表现

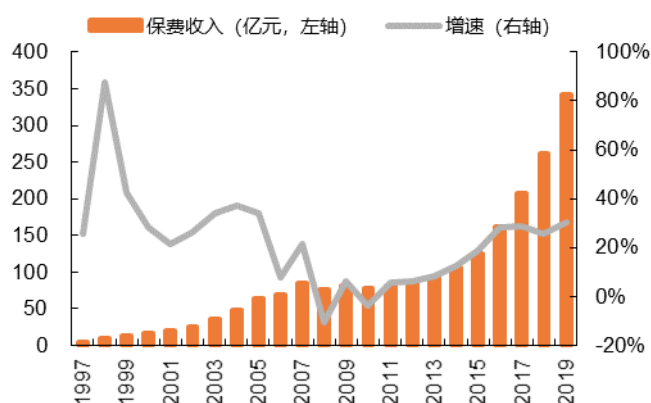
自 1992 年成立以来，友邦中国总保费从 1993 年的 1200 万元增至 2019 年的 341 亿元。具体来看，大致可分为两个阶段：

**1) 1992-2009 年：展业范围扩大助高增。**截至 2006 年，友邦已可在上海、广东、北京、江苏等地展业（展业地域直至 2019 年方再拓展）。随着展业范围的不断扩大，友邦中国保费持续增长。这一时期，新单保费仅在 2006 年和 2008 年出现负增长，主要由于 2006 年初重疾险的集体诉讼造成信任危机，友邦中国当年新单同比-4%；2008 年下半年，AIG 流动性危机致使评级下调，使友邦中国

亦受影响，产生大量退保。加之金融危机引发的国内消费者对外资保险信任度下降，当年友邦中国新单保费同比-40%，新单业务的市场份额也从2007年的1.3%降至0.5%。

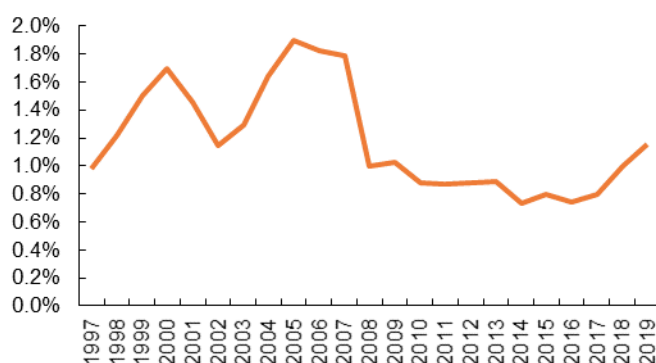
**2) 2010至今：积极转型。**友邦保险2010年完成重组后在香港上市，AIG事件的负面影响解除，友邦中国亦开始积极寻求战略转型。产品与分销侧重点开始向高素质代理人销售的高NBVM健康险等保障型产品转移，带动新单高增——除2011-2012年因降银保和投连、万能等储蓄型产品，导致新单出现小幅负增长外，新单保持高速增长。2010年起，友邦中国的投连险和万能险基本停摆；健康险规模及其占比迅速壮大，截至2017年，健康险保费95亿元，保费占比47%（较2010年提升28pct）。同时，个险渠道保费贡献也进一步提升至91%（较2010年提升7pct）。助力2013年以来，友邦中国新单保费快速增长、平均增速约30%。

图表15 友邦中国寿险总保费



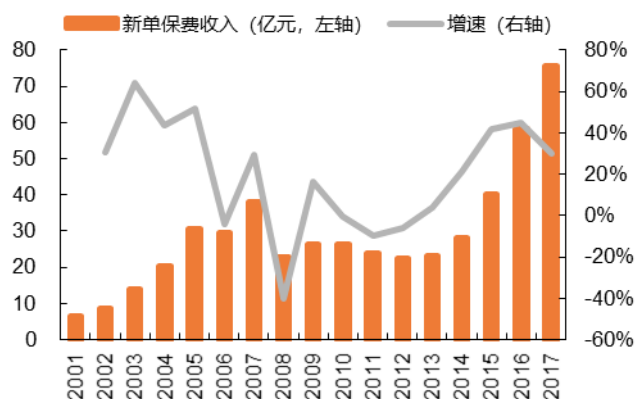
资料来源：友邦中国年报、平安证券研究所

图表16 友邦中国寿险总保费市场份额



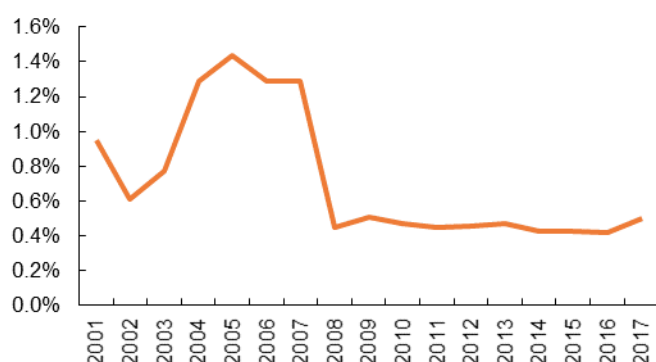
资料来源：友邦中国年报、平安证券研究所

图表17 友邦中国寿险新单保费



资料来源：友邦中国年报、平安证券研究所

图表18 友邦中国寿险新单保费市场份额

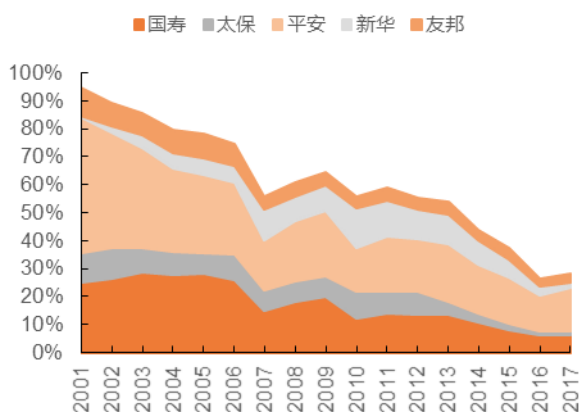


资料来源：友邦中国年报、平安证券研究所

分地区来看，上海和深圳是友邦中国展业最早的两大区域，在2007年中资险企万能险扩张和2008年金融危机导致外资险企信任危机以前，友邦上海市场份额约8%、深圳市场份额约10%，高于新华的6%、1%，基本与太保持平。此后，外资的激烈竞争和中资代理人渠道的崛起，友邦上海、深

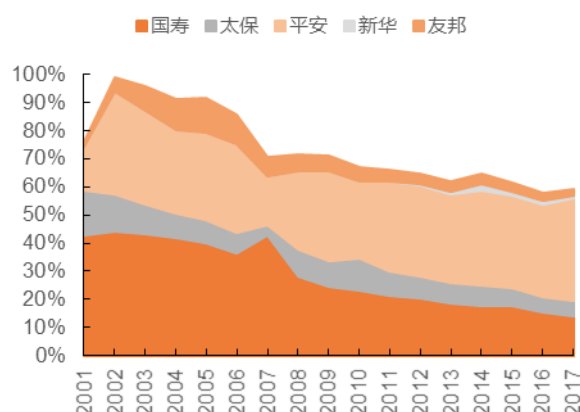
圳市场份额下滑后基本稳定在 4%、3%。而同时，友邦中国仍以中高端客群为主，在展业地域未放开之前，存量市场下沉空间有限，这也成为市场最为关注的——友邦全国展业后，会否对上市险企的中高端客户形成挤压和抢占。

图表19 主要险企上海市场份额



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表20 主要险企深圳市场份额

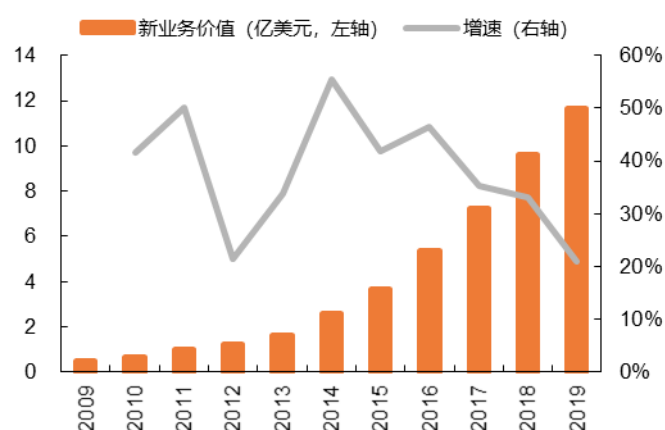


资料来源：银保监会、平安证券研究所

### 2.3.2 转型后，新单与 NBVM 双轮驱动 NBV 增长

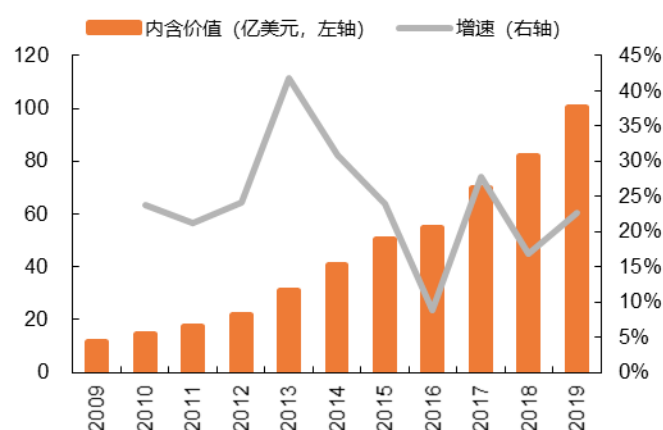
业务结构优化，NBVM 大幅提升助 NBV 复合增速超新单。2010 年转型以来，友邦中国 NBV 从不足 1 亿美元持续增至 2019 年 12 亿美元，CAGR 高达 33%，2019 年增幅 21%，远超主要中资险企（平安同比+5%）；在 NBV 长期高增的驱动之下，EV 亦保持较大幅增长——2019 年已增至 100 亿元，CAGR 达 21%。而新单保费则从 2 亿美元持续增至 12 亿美元，CAGR 达 20%，尽管 2019 年逆势增长 17%（平安总新单同比-1%、太保总新单同比-11%），但复合增速低于 NBV，我们推断，主要系业务结构优化助 NBVM 提升。具体来看：

图表21 友邦中国 NBV 与增速



资料来源：友邦保险年报、平安证券研究所

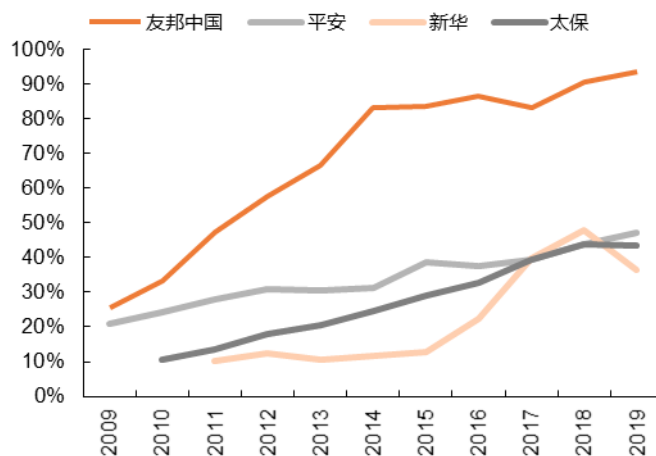
图表22 友邦中国 EV



资料来源：友邦保险年报、平安证券研究所

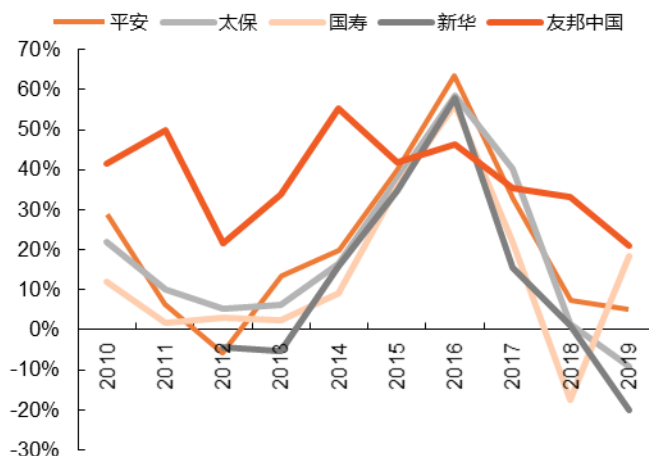


图表23 NBVM 对比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表24 NBV 增速对比



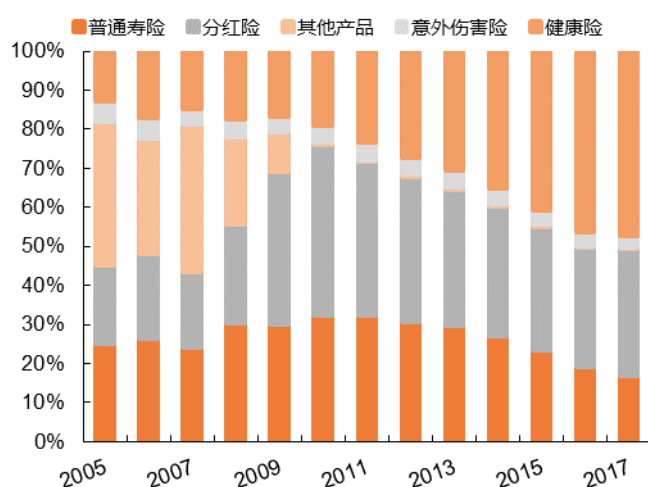
资料来源：公司公告、平安证券研究所

**1) 长期储蓄+长期保障接力，拉动 NBVM 与新单保费齐增。**2008 年以前，投连险+万能险是友邦中国第一大险种，占比近 40%；金融危机开始后，投连险股票账户净值大幅缩水，引发行行业大规模退保，友邦中国亦开始谋求转型。2010 年即推出“全佑”系列产品，涵盖重疾、身故、全残、疾病终末期、老年长期护理等保险责任。2014 年推出针对中高端客户的“传世”系列产品，该产品为分红型终身寿险，NBVM 较高，起保保额和件均保费均较高。2018 年友邦中国保费前五大产品中，重疾险占 3 席、分红险占 2 席，2 个为分红险，前五产品的保费收入占到公司总保费收入的 21%。险种结构不断优化，健康险等保障型业务占比不断提升、储蓄险中的低 margin 的投连和万能险向长期险转移，使得友邦中国的 NBVM 几乎 2 倍于同业，也助 NBVM 从 2010 年的 33% 持续提升至 2019 年的 94%，CAGR 达 11%。

**2) 将代理人制度引入中国，个险渠道实力强劲。**1992 年友邦上海分公司开业后，率先将海外保险代理人制度引入中国，代理人渠道也是友邦最重要的渠道（占比常年保持在 80% 以上，近年来已达 90%）。主要由于友邦中国以中高端人群为主要客群，对价格的敏感性相对较低，而对代理人专业性、公司品牌和服务的信任度更为重视。友邦中国始终注重提升代理人整体队伍的质量，严格执行“最优秀的代理”的策略，对代理人的招聘、培训等方面的要求显著高于同业。同时，团险本身属于低 margin 业务，因此，尽管 2006 年获批经营团体业务，个险业务也始终是友邦中国的发展重心，团险保费仅占比 3% 左右。

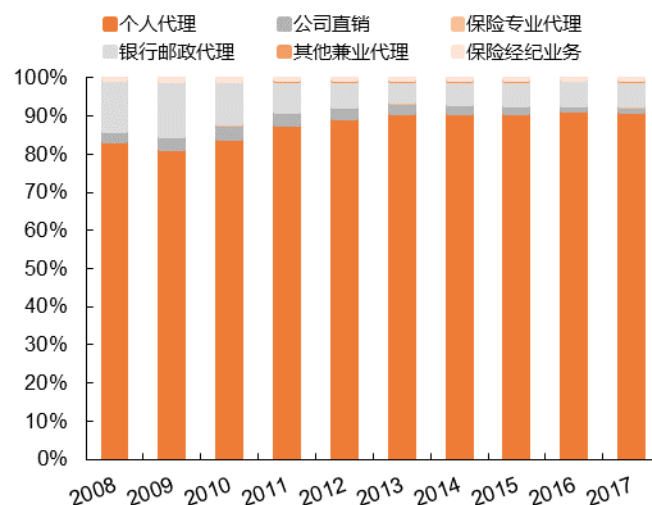


图表25 友邦中国个险保费险种结构



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表26 友邦中国保费渠道结构



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表27 2019年友邦中国保险保费收入前5的产品（亿元）

产品名称	渠道	保费收入
友邦传世金生2018版年金保险（分红型）	个人代理	21
友邦全佑惠享荣耀（2019）重大疾病保险	个人代理	12
友邦全佑至珍重大疾病保险	个人代理	11
友邦全佑倍至重大疾病保险	个人代理	11
友邦全佑惠选重大疾病保险	个人代理	11
合计		65
总保费收入		341
前五占比		19%

资料来源：友邦中国年报、平安证券研究所

## 2.4 未来中资险企的挑战：友邦全国展业

如前论述，当前外资寿险公司的市场集中度较高，外资头部险企除友邦外，大多以银代渠道为主。而2005年外资合资寿险公司的展业区域放开后，由于友邦是唯一一家外资独资寿险公司，因此也成为唯一一家不可全国展业的外资险企。长期以来，友邦中国以高质量代理人撬动中高端客群、销售高价值产品，以此带来新单和NBVM双双高增。以友邦2014年推出的“传世经典”分红型终身寿险为例，起保保额200万元，该类产品件均保费10万+、NBVM约40%左右（显著高于短储）。也因此，市场普遍认为，友邦全国展业后，或将覆盖更广阔地区的中高端客群、挤占中资头部险企客户，并可能进一步做渠道下沉，形成对中资头部险企形成有力竞争。我们认为，友邦带来的冲击将较为有限：

1) 代理人适应性和高价值、高件均产品销售存在考验，客群应当不会大幅下沉：友邦在各地区均主要针对中高端客户，主动做大幅客群下沉并不符合公司的一贯策略。而友邦中国代理人招募条件包括一定的工作经验、学历本科及以上等，代理人本身有一定中高端客户的人脉基础。与中资头部险企相比，代理人队伍相对年轻、且素质更高。中资头部险企客群总体较友邦中国更为下沉，但在代理人质量相对较低之时，仍可大规模销售高价值、高件均的产品，充分表明销售能力实际较为强劲。即使友邦中国选择进一步做客群下沉，代理人销售能否适应下沉客群的需求，将有待验证。若不适应，将存在扩大队伍规模、切换产品等问题，届时高NBVM、长储+保障为主的产品结构将难以为

继。而尽管友邦中国 2018 年代理人不足 3 万，2019 年已增至 4 万以上，代理人扩招明显，但招募要求并未放松。因此，我们认为，友邦中国的全国展业大概率不会将重心放在渠道与客群的下沉上，而是进一步开发空白地区的中高端客户。

2) 潜在中高端市场空间存在不确定性：内地客户赴港购险保费逐年增长，仅 2019 年新单便达 434 亿港元(YoY-9%)、共计销售新单 35 万件(YoY-26%)，件均保费 12 万元(YoY+20%)。由此可推断，内地赴港购险客户主要为中高端客户。而友邦香港 2019 年年化新保 24 亿美元，假设其中 40%也即约 10 亿美元、78 亿港元为内地客户贡献，在内地客户赴港购险的年化新保中占比 22%。但这部分内地客户的归属地无法确认，而上市险企已耕耘多年、具备部分中高端客户基础，以平安为例，2019 年个人资产 1000 万元+的高净值客户已达 22 万人、年收入 24 万元+的富裕客户 6290 万人。即使友邦中国可实现全国展业，其他地区待挖掘的中高端客户基数也有待考量，大概率不及预期。

3) 即使渠道和客群下沉，网点铺设和代理人招募、培训等，也需要至少 2-3 年的时间。

### 三、 财产险：渠道与禀赋为王，外资影响甚微

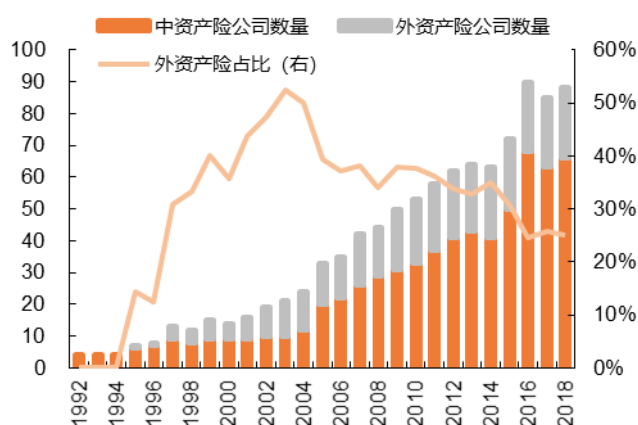
中外资产险保费规模与市场份额差距悬殊，外资并无实质性影响。截至 2018 年末，我国共有 88 家人身险公司，中资 66 家，同比增加 3 家；外资 22 家，同比持平。全年财产险保费 1.17 万亿(YoY+12%)，中资原保费 1.15 万亿(YoY+0.4%)，外资原保费 228 亿元(YoY+10%)、市场份额 2%。

#### 3.1 市场份额始终处于较低水平，规模与盈利不挂钩

与寿险不同，外资合资产险公司 2003 年时即可向外国和中国客户提供全面的非寿险服务；2005 年起即可改建为独资公司、并可开始全国展业。但外资产险公司业务规模始终较小、市场份额始终较低（长期 2%左右），主要由于我国车险为主、占比 70%，渠道决定业务量；非车险中，农险、责任险、信用保证保险、意健险分别占比 5%左右，其他险种发展相对薄弱，且政策性业务对资源禀赋需求较高，因此人保、平安、太保“老三”家”市场份额高达 66%，外资发展空间有限。

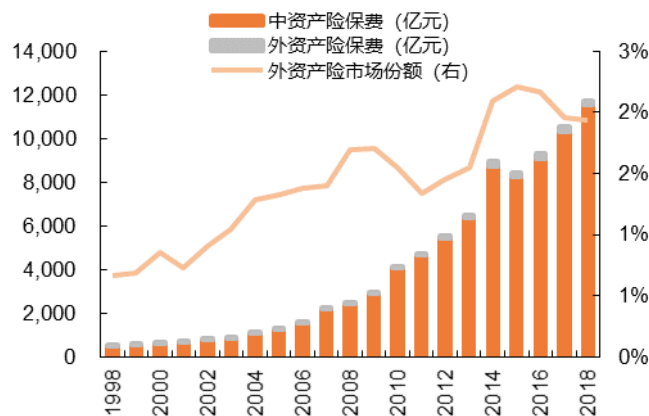
产险利润源于承保利润和投资收益，其中承保利润主要受费用和赔付支出影响。截至 2018 年，产险行业净利润 321 亿元(YoY-21%)，其中外资产险公司净利润不足 2 亿元，仅占比 1%。2017-2018 年，22 家外资寿险公司的亏损数量从 10 家缩减到 8 家，累积净利润由负扭正为 2.7 亿元。

图表28 中外资产险公司数量一览



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表29 中外资产险公司保费一览



资料来源：银保监会、平安证券研究所

1) 市场集中度更高,但因业务结构所致,规模最大的险企并非盈利最高的险企。安盛天平、国泰产险、中航安盟、利宝互助、美亚、京东安联和三星财险作为 2018 年保费收入最高的前 7 大外资产险公司,保费 CR7 为 8%、但净利润累计却为负值(-1.3 亿元),主要由于其中三家(安盛天平、国泰财产、利宝互助)处于亏损状态。具体来看:

①车险占比较高,费用激烈,较难实现承保盈利——安盛天平的车险占比 90%,亏损最高,达-2.75 亿元;利宝的车险占比 60%);

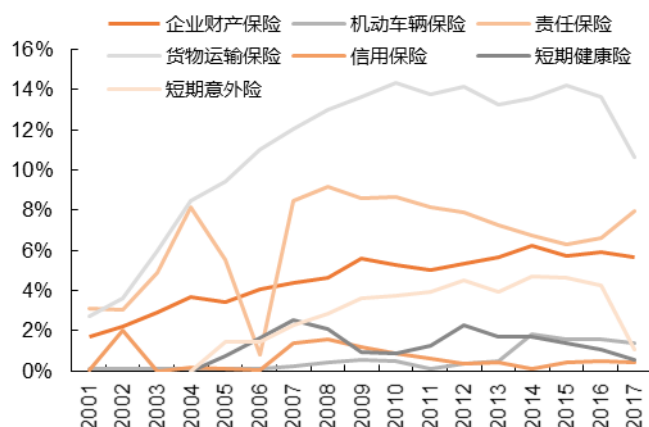
②其他业务主要是保本微利型业务,利润空间较少,对车险亏损的对冲左右有限——国泰的车险占比约 30%、责任险占比约 60%,但责任险主要系阿里系的场景化、碎片化责任险承保,基本以保本微利为原则,盈利空间有限。

2) 市场份额 2015 年达 2.2%巅峰后,震荡下行,至今维持在 2%左右,主要系天茂集团 2013 年 4 月将所持天平保险 4772 万股转让于安盛集团后,原天平保险转为外资后,助外资产险市场份额大幅提升。但行业第二轮商车费改 2015 年开启后,中资险企加大费用投入,车险增速远超外资险企;同时,农险、大病医保等政策性业务的财政补贴不断加大,中资险企在资源禀赋的助力下,保费增速远高于外资;总体导致 2015 年后,外资产险市场份额震荡下行。

### 3.2 与中资不同,外资非车险占比更高

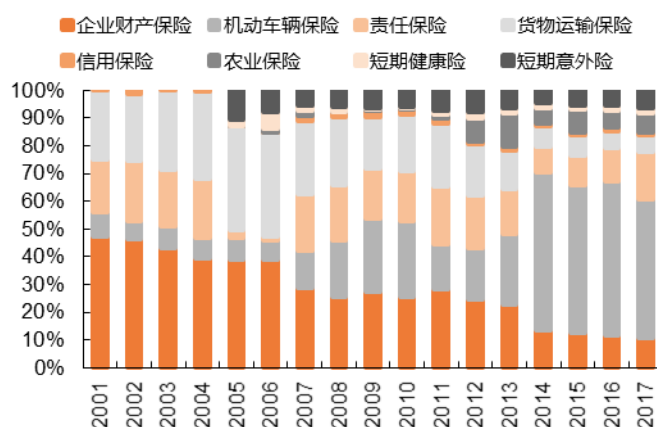
由于车险渠道为王、农险和大病医保(当前行业短期健康险的重要来源)注重资源禀赋,外资产险公司主要深耕于其他非车险种。截至 2017 年,外资产险公司的货物运输险、责任保险、企业财产保险以及工程保险的市场份额分别为 11%、8%、6%、5%,远大于其他险种。中资产险公司的车险占比仅 70%,为绝对主力险种;但外资产险公司的车险市场份额仅 1%。

图表30 外资产险分险种市场份额



资料来源:银保监会、平安证券研究所

图表31 外资产险业务结构



资料来源:银保监会、平安证券研究所

具体来看:

1) 外资车险市场份额始终仅 1%。2012 年以前,外资产险公司不得经营交强险。一般方便起见,消费者商业车险会选择与交强险同样的保险公司承保,但即使 2012 年交强险放开后,外资产险公司的车险份额仍仅为 1%左右,主要由于:车险渠道为王,是市场竞争最为激烈的分险种。中资的中小险企通过更为宽松的承保条件、更高的渠道费用和返还等方式,抢占市场份额。加之外资险企管理

成本较高，导致车险承保亏损严重，因此大量外资撤出车险经营。第一批获得车险牌照的五家外资产险公司中，利宝保险、中航安盟、国泰产险、富邦产险的车险业务在 2012 年即成为前五名险种，但均处于承保亏损状态。此后，美亚财险、史带财险则因车险亏损严重，均于 2015 年起全面停止车险业务。美亚财险也因此成为净利润最高的前 7 大外资产险公司，截至 2018 年，美亚财险净利润为 1.4 亿元(YoY+5%)。

2) 外资货运险、企财险、责任险的市场份额相对较高，分别占比约 10%、8%、6%。主要系外资股东在非车险种的产品设计、管理经验等方面更为擅长，与其他行业外资公司的合作也更为紧密，加之其他行业外资公司在海外多年的运营习惯下，对企财险、责任险等需求更高，也因此，该类非车险的外资市场份额较高。

### 3.3 未来中资险企的挑战

与寿险不同，外资合资产险公司 2003 年时即可向外国和中国客户提供全面的非寿险服务；2005 年起即可改建为独资公司、并可开始全国展业。但发展至今，外资产险保费占比仍仅 2% 左右，由于车险渠道为王、非车险注重资源禀赋，预计外资产险也较难中资险企造成实质性影响。具体来看：

1) 监管规定，车险不得异地开展业务，以免后续查勘、核保、理赔等方面无法跟进，分支机构所在区域大大限制了外资产险公司在车险领域的发展。国内新兴财险公司费用投放较高，2-3 年时间即可完成全国性、上千家分支机构的布局；而具有独立法人资格的外资保险公司的分公司，从申请到正式开业一般约需 2 年时间。

2) 农险、大病保险等中资险企占比较高的非车险业务属于政策性业务，对险企各地区的资源禀赋要求较高，外资险企不具备优势。也因此，外资产险业务被动深耕于其他非政策性产险。但由于保险意识尚不足、政策性险种的保费体量巨大，使得局限于非政策性险种的外资产险公司发展天花板较大，预计短期也较难取得很大发展。预计我国产险市场仍将以“老三大家”为主力。

## 四、 下半年投资策略：关注利率筑底回升下的低估值反弹

1、长端利率筑底回升，投资端压力缓释。4 月以前，在海内外疫情蔓延、经济下行风险加大的情况下，货币政策频出、利率 2 个月内快速从 3.1% 下探至 2.5%。随着疫情向好、财政政策发力，利率 4 月已出现阶段性探底，现已从 4 月 2.5% 的低点回升至 2.8%。预计下半年将由“宽货币”走向“宽信用”，预计货币政策以配合财政政策为主。根据历史数据，每年固收到期再配置和新增资产占比约 20%，1) 悲观假设下，十年期国债收益率 2%、非标收益率 4.5%、股票+股基收益率 5%，则上市险企 2020 年投资收益率仍达 4.4%-4.9%。2) 极度悲观假设下，若 2% 长债收益率成为常态、非标收益率每年下滑 50bps、股票+股基收益率 5%，上市险企长期投资收益率约 3%-3.1%；若长期来看权益资产获得长牛行情，则长期投资收益率将高于测值。当前险企负债成本约 2.65%-2.8%，长期来看，并无利差损风险。

2、估值处于历史底部，已充分反映实际投资收益率不及假设、VIF 折价的悲观预期。疫情影响代理人线下展业，尽管线上销售同步推进，但主要以短期医疗险等低价值产品为主。主力长期产品设计复杂（重疾、终身寿等）、主要依靠线下销售，受影响较大，预计 H1 寿险新单、尤其是保障险新单将承压。从投资端来看，长端利率企稳回升，固收资产到期再配置与新增资产配置压力缓释。当前

股价对应 2020 年 PEV 仅 0.6 ~ 1.0 倍( 仅 14H1 和 19M1 触及该估值水平 ), 估值已处于历史底部, 且已充分反映长债利率长期低位 ( 2% ) 的悲观预期, 具备安全边际, 当前可考虑左侧配置。新单修复有待时间观测, 利率阶段性触底、现企稳回升, 估值反弹先看  $\beta$ 、再看新单, 建议关注: 中国人寿、新华保险、中国太保。

## 五、 风险提示

- 1、经济超预期下滑影响, 信用风险集中暴露。险企固收类资产占比 70%以上, 若宏观经济超预期下滑, 整体资产质量将承压, 或可能影响存量资产利息收入等。
- 2、海外疫情发展超预期、权益市场大幅波动, 股票和基金投资浮亏超预期。
- 3、疫情影响线下展业, 代理人脱落超预期, 新单保费增速不及预期。
- 4、长债利率持续下行, 到期再配置资产和新增资产配置压力增加, 收益率或不及预期。



## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$  之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$  之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033