

2020年9月4日

# 保险行业2020中报综述—— 利润下行、价值分化，下半年稳字当先



## 行业评级

保险 强于大市（维持）

## 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

## 核心观点

- 寿险：新单、NBV分化，结构影响NBVM普遍回落。
  - 1) 新单与NBV：短储高增，保障险销售受阻、以定期重疾为拉动，导致总体NBVM下滑。除国寿和新华外，其他险企总新单下降；除国寿外，其他险企NBV下降。
  - 2) 代理人：平安/太保/太平代理人收入下滑，加剧人员脱落、队伍规模下降；国寿/新华/人保大力增员，队伍保持增长。
  - 3) EV：增速降档。除NBV下降外，主要由于20H1股市涨幅同比收窄、投资收益率同比下滑，导致投资偏差收窄。
- 产险：综合成本率稳中有降，信保业务战略不同。保费稳增，费用率降幅大于赔付率增幅，综合成本率稳中有降。疫情影响部分人群收入和险企催收工作，信保业务综合成本率显著提升、出现承保亏损，预计下半年将有所改善。
- 投资：加配长期固收资产，坚持稳健风格。20Q2股市回暖，但上市险企并未大幅加仓；主要把握利率阶段性高点、加配长期债券和定期存款，拉长资产久期、锁定收益率。

# 目录

- 一、上半年行业总览：疫情打乱业务节奏，险企业绩分化
- 二、寿险：新单、NBV分化，结构影响NBVM普遍回落
- 三、财产险：综合成本率稳中有降，信保业务战略不同
- 四、投资：加配长期固收资产，坚持稳健风格
- 五、投资建议及风险提示



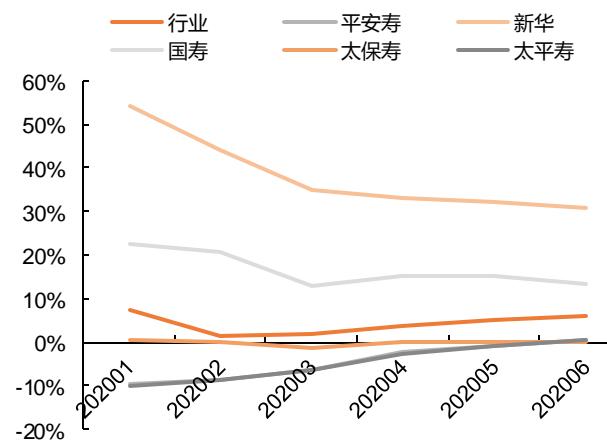
# 01

上半年行业总览：疫情打乱业务节奏，险企业绩分化

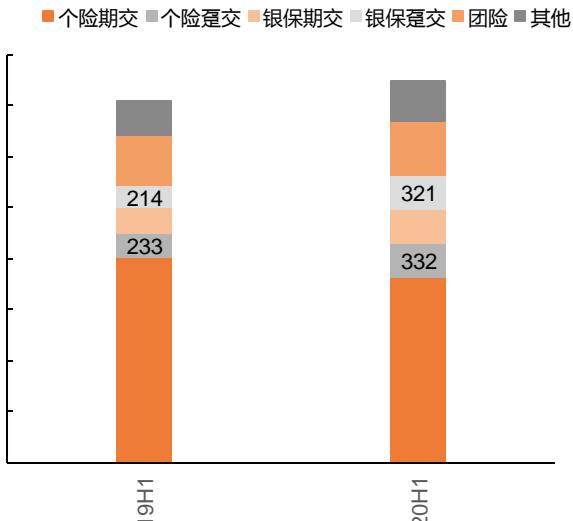
## 疫情叠加开门红节奏分化，上市险企保费增长存异

- 人身险：1) 20H1行业原保费2万亿元 (YoY+6%)，疫情叠加开门红节奏分化，上市险企保费增速分化。①平安、太保、太平新单分别同比-6%、-17%、-23%，续期保费分别同比-3%、+7%、+1%，致总保费增速低于行业平均增速；②新华、国寿增速超过行业平均增速，分别达31%、13%，主要系新华4.025%短储产品叠加银保趸交冲量、国寿提前布局开门红短储助力高增。2) 个险期交新单同比-10%，个险趸交和银保助新单增长，20H1上市险企总新单同比+5% (YoY+6.1pct)。剔除新华银保趸交后，20H1上市险企总新单同比+1% (YoY+1.6pct)，主要系国寿20H1总新单1462亿元 (YoY+14%)、新华剔除银保趸交后新单183亿元 (YoY+18%) 拉动，平安、人保、太保、太平新单分别同比-6%、-5%、-16%、-19%。
- 财产险：20H1行业原保费7217亿元 (YoY+8%)，其中车险保费4082亿元 (YoY+3%)、占比57% (YoY-3.1pct)；非车险保费3135亿元 (YoY+14%)，主要系健康险同比+40%、农业险同比+22%。

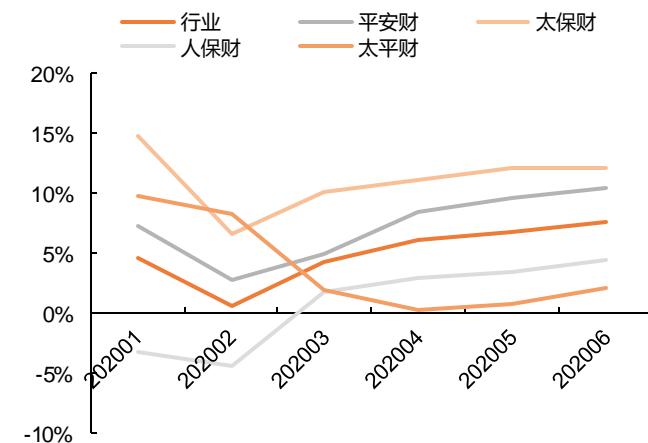
① 人身险累计保费增速



② 上市险企新单情况



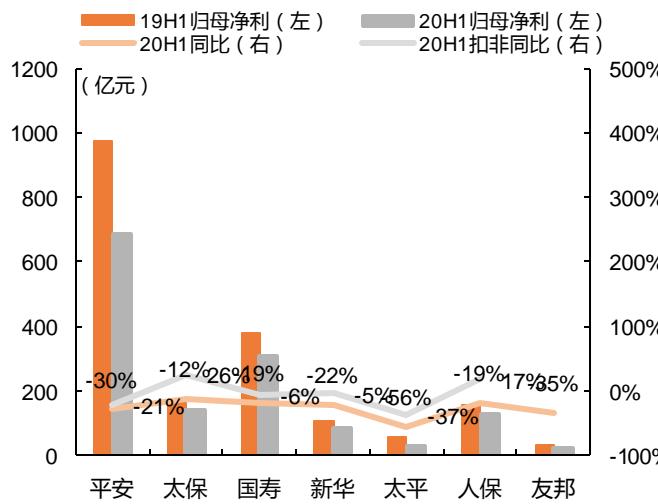
③ 财产险累计保费增速



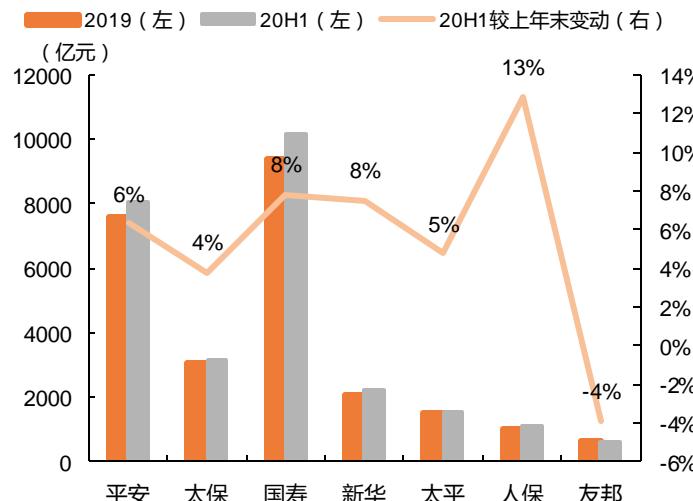
## 1.2 上市险企利润整体下滑，价值分化

- 所得税与准备金影响，20H1上市险企归母净利润普遍负增长。20H1上市险企归母净利润约同比下降12%-37%，剔除所得税汇算清缴影响后，太保、人保归母净利润实现增长，分别同比+26%、+17%，平安、国寿、新华、太平分别同比-21%、-6%、-5%、-37%。
- EV稳增，NBV表现各异：20H1人身险EV较上年末+7%，其中，太保与太平增速仅4%，主要系NBV大幅负增长，EV分别较上年末增长4%、5%；20H1国寿、人保NBV正增长，分别同比+7%、+9%，平安、太保、新华、太平、友邦NBV分别同比-24%、-25%、-15%、-57%、-38%。

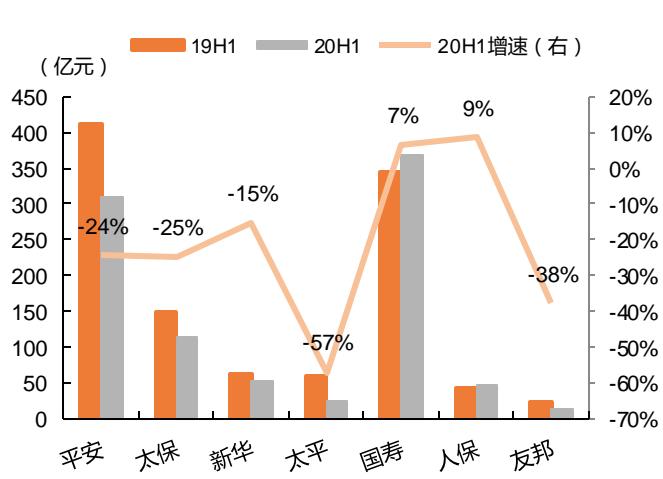
① 主要上市险企归母净利润



② 主要上市险企人身险EV



③ 主要上市险企人身险NBV



注：本文中所有友邦数据均使用美元口径

资料来源：公司公告，平安证券研究所



## 02

寿险：新单、NBV分化，结构影响NBVM普遍回落

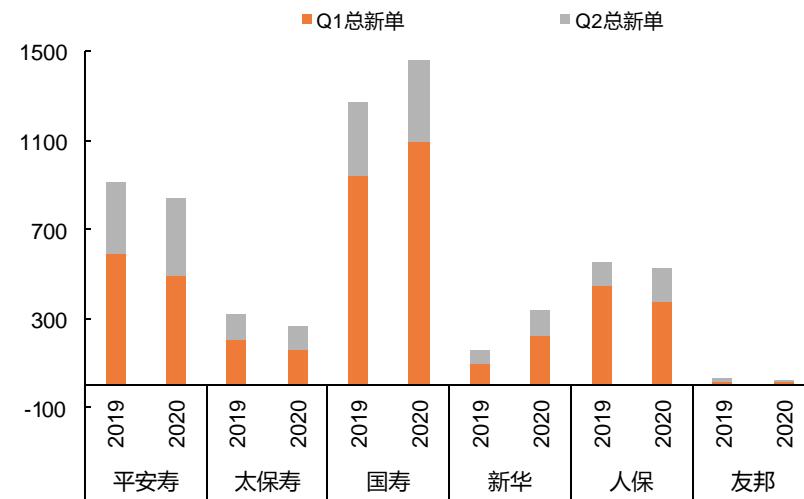
## 2.1 开门红节奏分化，新单表现各异

- 上市公司“开门红”分化叠加疫情影响，新单增速分化。

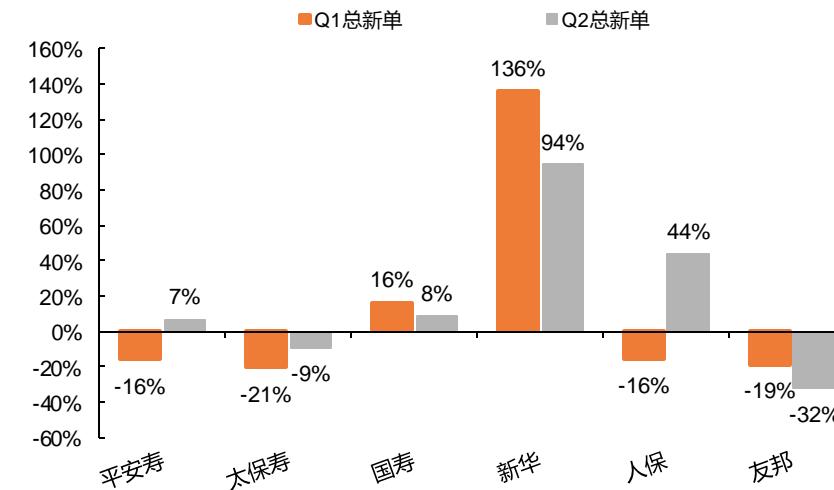
1) 新华、国寿20H1新单实现正增长，分别同比+119%、+14%，新华剔除银保趸交后新单同比+18%，主要系4.025%短储高增；国寿短储高增的同时，以定期重疾和两全附加险维持保障险新单增长。分季度来看，新华Q1、Q2新单分别同比+136%、+94%，剔除银保趸交后分别同比+17%、+19%；国寿Q1、Q2新单分别同比+16%、+8%，Q2新单增速回落主要系主动调整业务结构、加大清虚所致。

2) 平安、人保、太保、太平、友邦20H1新单负增长，分别同比-8%、-5%、-17%、-19%、-25%。分季度来看，平安、人保、太保、友邦Q1分别同比-16%、-16%、-21%、-19%，Q2分别同比+7%、+44%、-9%、-32%。平安、人保Q2增速转正，主要由于平安Q2推出“守护百分百”，助代理人获客，推动新单增速恢复；人保推动“大个险”战略，代理人队伍增量提质，助增新单。

① 主要上市险企20H1分季度新单情况



② 主要上市险企20H1分季度新单增速



## 队伍量质、保单继续率出现分化，代理人收入影响或是主因

- 代理人队伍增减不一，产能总体下滑：20H1人保、新华加强增员，代理人数量大幅增长；国寿6月加强清虚力度，代理人增速放缓。代理人展业受阻的同时，险企以NBVM相对较低的定期重疾产品作为推动，导致代理人收入有所下滑，加剧人员流失——平安20H1代理人月均收入6189元（YoY-6%），其中寿险收入5127元（YoY-13%）；太保代理人首年佣金857元（YoY-31%）。
- 退保率、继续率普遍下降：行业整体退保率下降，除新华和国寿外，上市险企继续率均有所下降；国寿18年3-4月推出冲量短储产品“臻品”系列、产品退保率较高，度过退保高峰期后，呈现退保率、继续率优化趋势。大概率退保黑产影响，以及代理人与客户线下沟通受阻，影响续保推进。此外，平安19H1、20H1长期保障险新单占比分别为28%、19%，处于同业较高水平，从业务上来看，保障险续保率普遍低于短储产品，因此平安、太保继续率下滑幅度较大。

### ◎ 代理人数量与产能

	数量（万）	YOY	产能（元）	YOY
平安寿	115	-11%	9283 (测算)	-4
太保寿	77	-4%	4183 (披露)	-29%
新华	53	36%	4170 (测算)	-15%
太平寿	41	-14%	4148 (测算)	-33%
国寿	169	7%	9143 (测算)	4%
人保寿	53	96%	5713 (测算)	-39%

### ◎ 继续率有所下降

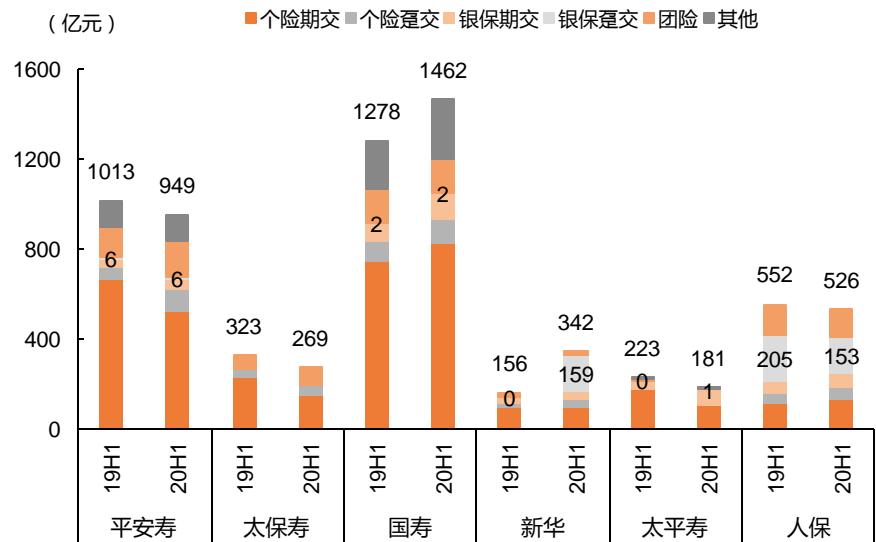
	退保率	YOY	13个月继续率	YOY	25个月继续率	YOY
平安寿	0.9%	0.1pct	88.1%	-2.5pct	85.1%	-6.2pct
太保寿	0.5%	0	86.9%	-4.8pct	86.7%	-3.8pct
新华	0.7%	-0.3pct	91.0%	0.9pct	84.6%	-1.9pct
太平寿	/	/	95.7%	-0.9pct	93.8%	-0.7pct
国寿	0.6%	-0.8pct	89.6%	3.5pct	83.3%	-3.7pct
人保寿	11.0%	-1.6pct	91.3%	-1.7pct	90.5%	-1.7pct

## 业务结构回调

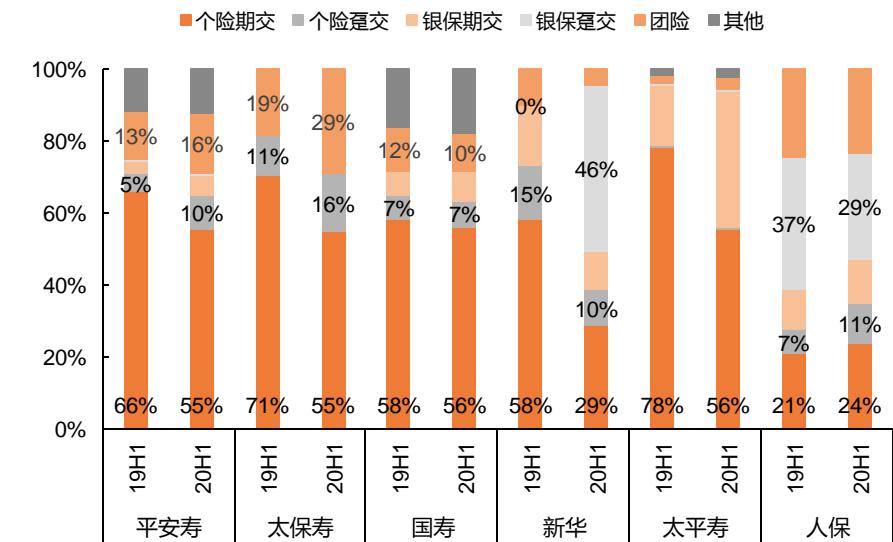
- 趸交占比提升，个险期交占比回落。

- 1) 个险渠道仍为主力，但个险期交占比普遍下滑。除人保大力推动“大个险”战略，推动个险期交占比24%(YoY+3.2pct)，其余同业个险期交新单占比普遍下滑，其中，新华大力发展银保趸交冲量，导致个险期交占比大幅下降(YoY-29.3pct)，剔除银保趸交后，个险期交占比54%(YoY-4.4pct)。
- 2) 除新华、太平外，其他险企均压缩银保趸交，其中人保银保趸交压降52亿元，占比29%(YoY-8.1pct)；新华大力发展银保渠道，新华银保趸交159亿元，占比46%(YoY+46.3pct)。

◎ 寿险新单期限、渠道结构



◎ 寿险总保费期限、渠道结构占比



## 业务结构回调

- 续期保费助保障险总保费提升，但疫情导致保障险新单占比下滑。

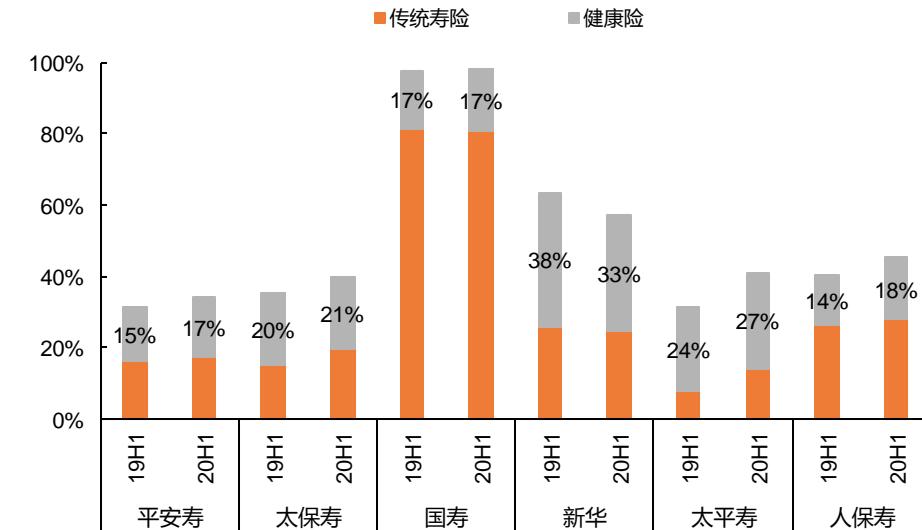
- 长期保障险新单占比有所下降。Q1疫情影响下，保险公司业务转向线上，原定于2月全面推广保障险转为主推短险获客、定期重疾和附加险来提高代理人活动率。此外，代理人无法与客户面对面沟通，较为复杂的保障险销售受阻，新单及其占比下滑。
- 除新华外，主要险企保障险总保费占比均有所提升。平安、太保、国寿、太平、人保占比分别为17%（YoY+2.0pct）、21%（YoY+0.5pct）、17%（YoY+0.4pct）、27%（YoY+3.1pct）、18%（YoY+3.6pct），主要系近年转型推动续期保费助力。

◎ 长期保障险新单占比

代理人	18H	19H	20H
平安寿	28%	28%	19%
太保寿	50%	/	/
新华	43%	42%	16%
新华 (剔除银保趸交)	43%	42%	30%
太平寿	30%	23%	17%
国寿	4%	4%	4%

注：平安为用来计算新业务价值的首年保费——个险长期保障险/总新单；  
太保未披露19H、20H长期保障险首年保费；  
太平——个险长期保障险新单/总新单；  
新华、国寿——健康险长险期交/总新单；  
人保未披露相关数据。

◎ 保障险总保费占比

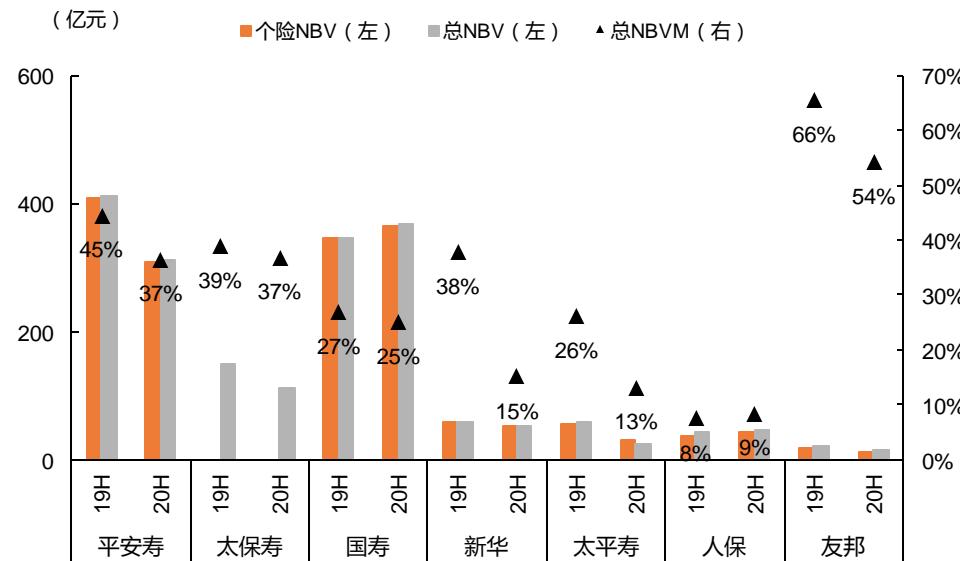


## 险企NBVM整体回落

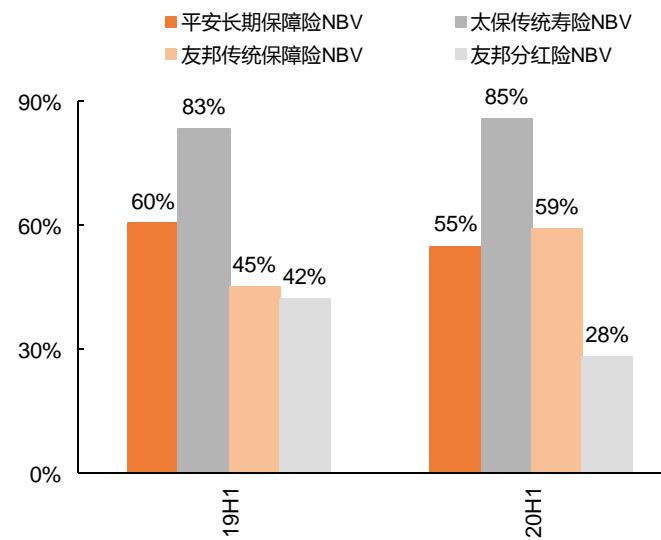
- 疫情冲击下，定期重疾与短险获客，拉低险企NBVM。

- 国寿推动定期重疾险、老客户加保产品，新产品较“国寿福”NBVM低，拉低整体NBVM至25%（YoY-1.8pct）。
- 新华主推4.025%短储、银保趸交、叠加健康无忧宜家版，产品NBVM较去年均偏低，导致总体NBVM按首年保费计仅15%（YoY-22.7pct）、按标准保费仅35%（YoY-18.3pct）。
- 人保推进“大个险”战略，拉动长期期交新单193亿元（YoY+8%）、占比达37%（YoY+4.2pct），助NBVM提升至8.7%。
- 平安、太保、友邦保障险NBV贡献度持续提升。20H1平安、太保的保障险NBVM分别104%（YoY+7.1pct）、80%（YoY+6.7pct），尽管NBVM提升，但保障险新单占比下降，拉低整体NBVM。

◎ 主要险企NBV



◎ 主要险企保障险NBV占比

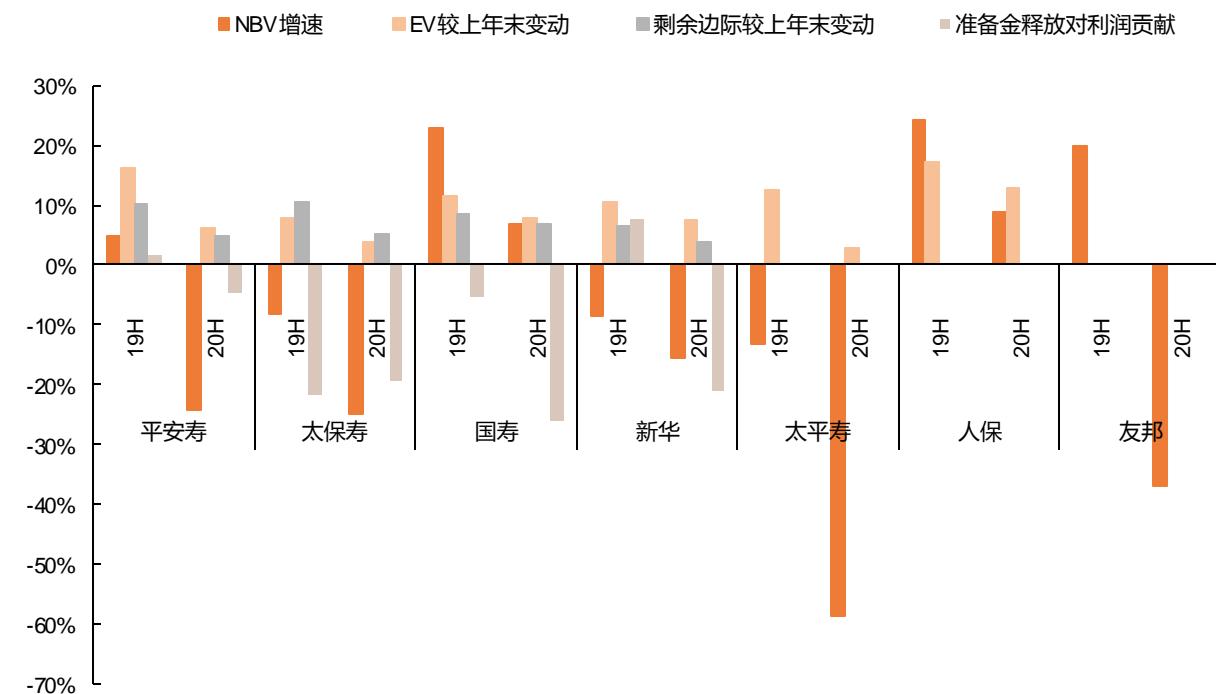


## NBV、EV增速放缓

## • EV增速收窄，准备金增提压低利润：

- 1) 主要上市险企EV增速均同比收窄，主要系疫情导致新单增速放缓，同时险企为应对疫情，调整产品结构，以部分相对低NBVM短险帮助代理人获客，导致NBV普遍下滑；叠加投资偏差回落，导致EV增速收窄、基本保持个位数增长。
- 2) 剩余边际增幅下滑，主要系NBV增速放缓。其中平安20H1剩余边际9623亿元（YoY+5%），增幅下滑较大，主要系脱退差异仅69亿元（YoY-47%）。
- 3) 750日均线下移，上市险企均增提长期寿险和健康险准备金、侵蚀险企利润，使利润总额普遍下滑20%左右。

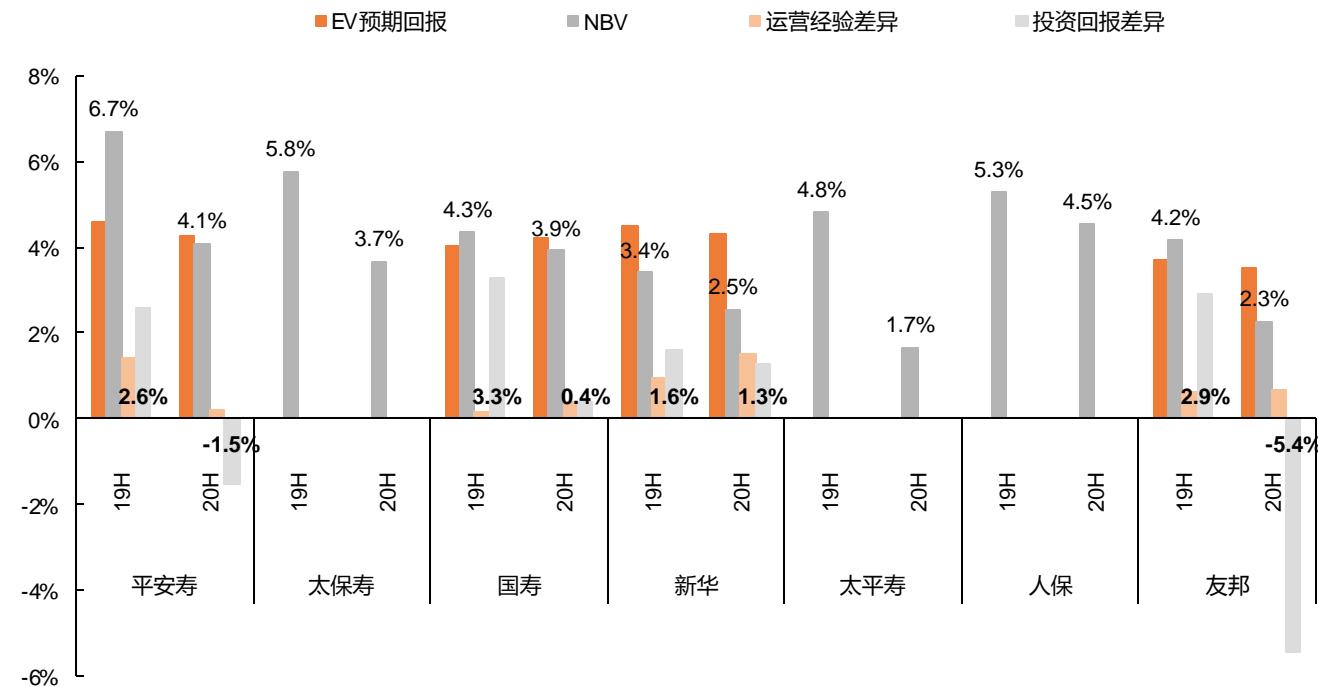
## ◎ 主要险企价值指标概览



## EV变动分析

- NBV在期初EV占比下降。上半年新单与NBVM不同程度承压，NBV在期初EV占比普遍不足4%、同比下滑0.4pct-2.6pct。
- 除平安外，运营经验偏差占比略有提升。主要系其他险企退保率不同程度下降、退保差走阔，使运营经验偏差持续保持正贡献、且占比略有提升。
- 投资经验偏差占比下滑。20H1上证综指涨幅-2%、同比-21pct，叠加部分上市公司派息时间延后，导致上市险企投资经验偏差大幅收窄，占比普遍下滑3pct以上。

◎ 主要寿险公司EV变动项在期初EV中占比



## NBV与EV敏感性分析

- 对疾病发生率的敏感性有所下降。发病率提升10%，1) 太保、国寿、新华对NBV的负效应同比略有减少，主要系国寿、新华开门红销售短储产品为主，保障险新单标保占比下降；预计太保20H1保障险新单较大幅下滑承压，导致NBV对发病率敏感性下降；平安、人保、友邦对NBV的负效应同比略有增加，主要系长期保障险NBV占比提升。2) 除人保、友邦外，对EV负效应同比下降，主要由于险企存量业务中储蓄险占比仍较高，边际影响相对较小。
- 对投资收益率的敏感性变动。1) 除新华外，险企NBV对投资收益率敏感性有所下降，主要由于新华大力推动4.025%短储和银保趸交产品，导致储蓄险新单占比提升、NBV对投资收益率敏感性提升。2) EV对敏感性基本持平，主要系存量业务及margin对EV影响程度远大于新业务的边际影响。

## ◎ 敏感性分析

变动率	投资收益率-50bps敏感性				疾病发生率+10%敏感性			
	NBV		EV		NBV		EV	
	19H1	20H1	19H1	20H1	19H1	20H1	19H1	20H1
平安寿	-10.1%	-7.3%	-7.2%	-6.8%	-8.3%	-8.4%	-3.1%	-3.0%
太保寿	-15.4%	-12.8%	-10.4%	-10.1%	-5.2%	-4.1%	-1.8%	-1.8%
国寿	-19.3%	-18.1%	-8.9%	-8.8%	-3.4%	-3.3%	-0.7%	-0.7%
新华 (11.0%)	-17.6%	-20.4%	-7.6%	-7.9%	-11.4%	-8.6%	-1.4%	-0.4%
新华 (11.5%)	-13.6%	-15.6%	-7.7%	-8.1%	-7.1%	-3.2%	-1.4%	-0.4%
人保	-36.3%	-33.6%	-9.9%	-10.3%	-4.9%	-6.2%	-1.0%	-1.3%
友邦	-4.7%	-11.3%	-0.7%	-3.2%	-8.0%	-11.3%	-6.6%	-7.2%



## 03

财产险：综合成本率稳中有降，信保业务战略不同

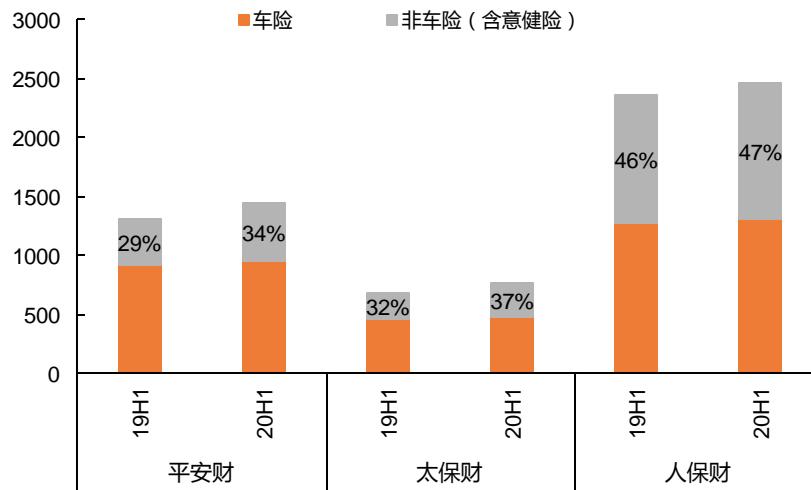
3.1

## 车险保费增速降档，非车险贡献度提升

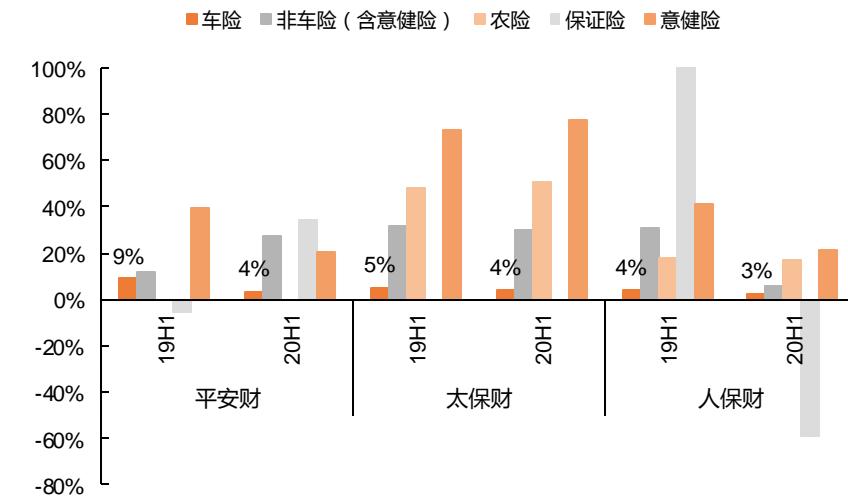
- 车险增速放缓，非车险保持高增

- 1) 疫情导致车险续保延后，叠加新车销售停滞，车均保费下滑，20H1车险保费增速降档（仅4%左右）。
- 2) 农险、保证险、意健险推动非车险增长：平安非车险保费增速走阔，同比+27% (YoY+15.5pct)，主要由于保证险业务同比+34% (YoY+39.7pct)；人保非车险增速下滑至6% (YoY-24.6pct)，主要系人保不断出清保证险业务，20H1保证险保费43亿元 (YoY-59%)；政策助力农险、意健险高增，20H1平安财、太保财、人保财意健险分别同比+21% (YoY-18.6pct)、78% (YoY+4.4pct)、21% (YoY-19.6pct)。

◎ 产险分险种保费收入



◎ 产险分险种保费增速

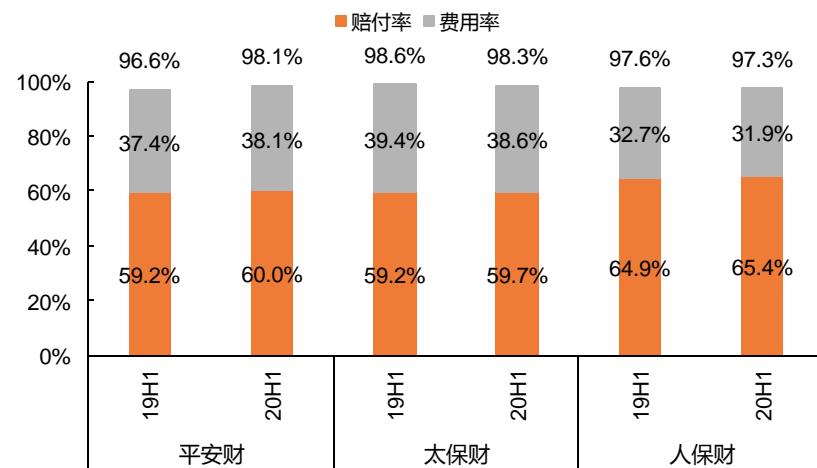


资料来源：公司公告、平安证券研究所

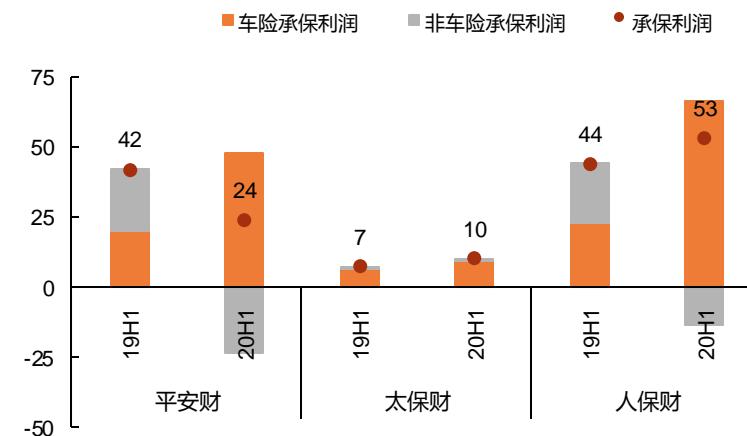
## 综合成本率下降，非车险承保利润受压制

- 费用率下降，赔付率承压：**科技赋能、降本增效，20H1平安财、太保财、人保财赔付率分别为60.0% (YoY+0.8pct)、59.7% (YoY+0.5pct)、65.4% (YoY+0.5pct)；手续费监管趋严的趋势下，除平安外，产险费用率均有下降，平安财、太保财、人保财费用率分别同比+0.7pct、-0.8pct、-0.8pct；拉动综合成本率呈现一定分化——太保同比-0.3pct、人保同比-0.3pct，平安综合成本率同比+1.5pct。
- 非车险承保利润受信用保证险赔付压制：**疫情影响导致社会信用风险水平提升、业务逾期率提升，叠加催收难度增加，平安、人保的信用保证险综合成本率分别高达126% (YoY+32.4pct)、139% (YoY+40.6pct)，承保利润分别-35亿元 (YoY-540%)、-29亿元 (-2686%)，导致非车险承保利润仅分别-24亿元 (YoY-209%)、-13亿元 (YoY-164%)。随着催收等工作的恢复，预计综合成本率下半年有望稳中有降。

◎ “老三家”产险综合成本率



◎ “老三家”分险种承保利润

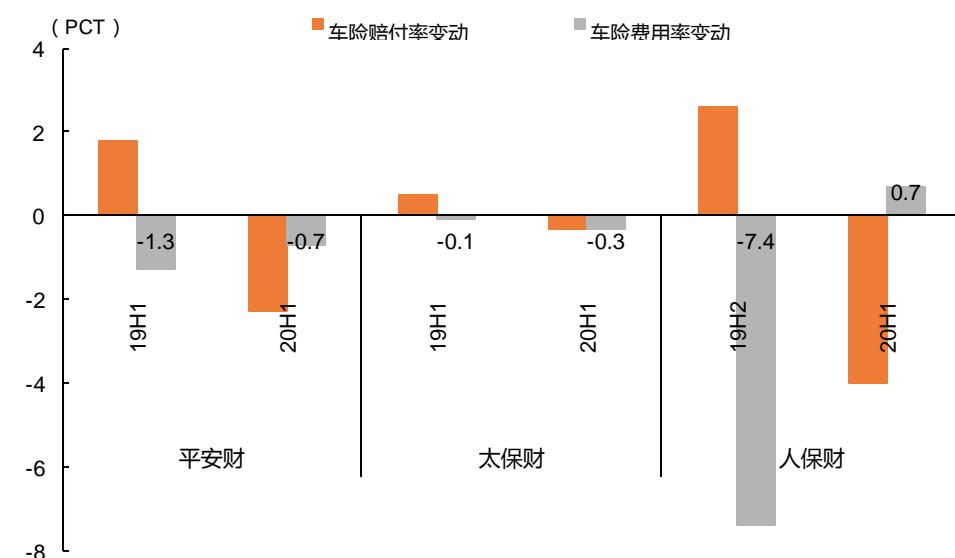


## 车险赔付率和费用率双降

- 费用率、赔付率双降，车险综合改革下，费用率可控、重点关注赔付端。

- 1) “报行合一”后，车险费用率进入下降通道，平安财、太保财费用率分别同比-0.7pct、-0.3pct，人保财因19H1费用率下降较快，而同比+0.7pct，但仍处于上市险企低位。疫情影响Q1车辆上路需求、出险率降低，叠加科技赋能、降本增效，20H1车险赔付率整体有所下降，平安、太保财、人保财赔付率分别同比-2.3pct、-0.3pct、-4.0pct；费赔双降拉动车险综合成本率下降。
- 2) 车险综合改革下调附加费用率上限、严控中介行为，将引导车险费用率下行。但是放开自主定价系数、提升交强险责任限额，车均保费将下滑，引发赔付率提升。费用率趋于一致下，综合成本率竞争将主要来自于赔付端，龙头险企定价定损能力突出、理赔管控等方面较强，有望持续取得超额承保利润率。

### ⑥ “老三家”车险费赔变动



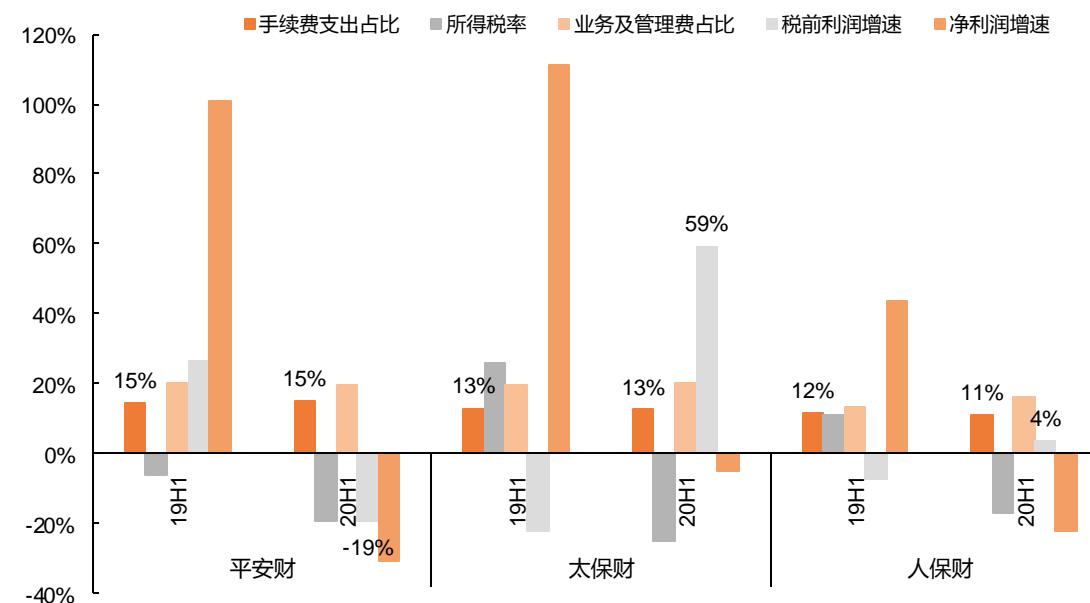
资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 手续费支出占比基本稳定，所得税影响净利润

- 手续费支出平稳，税前利润增速回暖：

- 1) 平安、太保、人保手续费支出占比分别为15% (YoY+0.4pct)、13% (YoY -0.5pct)、11% (YoY -0.7pct)，均处于15%以下，根据减税新政，无需额外缴纳所得税。
- 2) 除平安财之外，太保财、人保财税前利润增速回暖，分别同比59% (YoY+81.4pct)、4% (YoY+10.7pct)，主要系保费收入增加叠加综合成本率下降；平安税前利润同比-19% (YoY-46.0pct)，主要系综合成本率提升导致承保利润同比-37%、投资收益同比-10%。

### “老三家”利润变动项拆分



资料来源：公司公告、平安证券研究所



## 04

投资：加配长期固收资产，坚持稳健风格

## 股票基金占比保持稳定，以加配长久期固收资产为主

- 股票市场回暖，但股票+基金占比保持基本稳定：Q2股市回暖，但整体行业投资风格依旧稳健，并无大规模加仓。具体来看，新华、太平股票+基金占比较上年末分别+0.5pct、+1.6pct，太保占比8.3%，与上年末持平；平安、国寿、人保占比较上年末分别-0.4pct、-0.4pct、-0.2pct。
- 长端利率触底回升，加配长久期固收资产：上半年海内外疫情蔓延，长端利率快速下探至2.5%后快速反弹。险企抓住1月和5月两大窗口期，平安、人保加配长久期债券，拉长资产久期的同时，锁定长期资产收益率，占比较上年末分别+2.3pct、+4.2pct；太保、新华以加配定存为主，占比较上年末分别+1pct、+3pct。

### ◎ 资产配置结构变化

主要资产	股+基	较上年末	债券	较上年末	定存	较上年末
平安	10.3%	-0.4pct	49.2%	+2.3pct	6.5%	-0.1pct
太保	8.3%	0	39.5%	-3.1pct	11.4%	+1.0pct
国寿	10.7%	-0.4pct	38.5%	-1.0pct	14.2%	-0.8pct
新华	12.6%	+0.5pct	42.7%	0	10.6%	+3.0pct
太平	16.1%	+1.6pct	47.5%	0	8.4%	-0.3pct
人保	11.1%	-0.2pct	36.6%	+4.2pct	8.8%	-0.1pct

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 投资收益率略有下滑，但股票基金收益率基本保持10%+

- 净投资收益率：**上半年长端利率下行，叠加疫情导致部分公司派息延后，险企净投资收益率略有下降，但依旧稳定在4%以上。
- 总投资收益率和综合投资收益率：** Q2股票市场回暖，险企灵活把握配置机遇、投资收益具备弹性。上市险企总投资收益率基本保持5%左右、综合投资收益率约保持在5.5%-6%。
- 股票基金收益率：**根据测算，除平安外，预计上市险企股票+基金收益率10%-15%。平安股票基金收益率仅-15%，主要系汇丰银行和工商银行20H1涨幅-27%，较大盘超跌25pct；若汇丰、工行涨幅与大盘一致，则预计平安股票基金收益率5%。

### ◎ 投资收益率情况

	20H净	YOY	20H总	YOY	20H综合	YOY	股票基金收益率
平安	4.1%	-0.4pct	4.4%	-1.1pct	2.8%	-4.3pct	-15%
太保	4.4%	-0.2pct	4.8%	0	5.5%	-0.5pct	10%
国寿	4.3%	-0.4pct	5.3%	-0.4pct	5.3%	-2.0pct	10%
新华	4.6%	-0.4pct	5.1%	+0.4pct	6.0%	-0.4pct	15%
太平	/	/	5.4%	+0.6pct	6.0%	-0.9pct	13%
人保	4.9%	-0.2pct	5.5%	+0.1pct	5.7%	-1.1pct	12%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

A black and white photograph of a modern building's glass and steel structure, with a large orange triangle graphic overlaid on the left side.

05

## 投资建议及风险提示

## 投资建议

---

- 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3%。长期来看，并无利差损风险。
- 2、1年期银行理财产品是短储产品的主要竞品，近期银行理财收益率下滑，短储市场竞争减弱，预计开门红销售压力降较大幅缓解。2020年8月，银行理财年收益率仅约3.5%，远低于主要险企万能险年收益率（5%），预计短储的竞争压力将较大缓解。
- 3、板块估值处于历史底部，20Q4估值切换与开门红预期下，可考虑左侧配置。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，具备安全边际；叠加估值切换与开门红预期，当前可考虑左侧配置。新单修复有待时间观测，估值反弹先看β、再看新单，建议关注：新华保险、中国人寿、中国太保。

## 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、疫情反复、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、长端利率持续下行，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。

## 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±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±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。

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。