

2021年05月18日

中国太平 (00966.HK)

深度分析

一个更为主动的太平起航

投资要点

- ◆ **寿险是公司的核心经营方向：**寿险在集团内部的地位不可撼动，其他板块或赛道拥挤、竞争格局差，或市场开拓较难，虽无较大潜在风险，但难以带来业绩增长。近五年来，寿险收入贡献占比平均 77%，净利润贡献占比更是高达 94%。其中太平人寿是核心，海外寿险业务还处于前期技术性亏损状态。
- ◆ **人力再指引，一个更加主动的太平：**2020 年新领导班子上台，对 2021 年提出了更为明确的人力增长目标——50w。相较前几年的跟随策略，公司在“三年再造”后重拾发展积极性。而当下的竞争环境对寿险公司来说，主动探索保险经营的破局之道，更有希望在激烈竞争和萎靡市场表现中胜出。
- ◆ **代理人定位的转换：**公司继 5G 计划后继续提出人力发展规划——“犇”计划，致力于批量培养顾问化销售，以高度专业性应对客户个性化需求。当下保险业萎靡，很大程度是供需不匹配导致。从供给侧改革，代理人定位的转换至为关键。传统强供给的渠道策略需弱化，代理人需从客户角度出发，完成顾问化的转换。
- ◆ **保险的端口作用愈发明显：**当前乃至未来保险业的竞争，一定是生态圈的竞争，包括产品、渠道和服务等总体性竞争，医康养综合服务的作用会愈发凸显。未来若保险的财务弥补作用逐步减弱，只有服务的高粘性才能带来高价值。公司目前阶段紧跟头部险企步伐，积极布局医康养生态，在老龄化大趋势下建设健康大生态+养老大生态具有前瞻性战略意义。
- ◆ **投资建议：**公司持续进行代理人优增计划，以科技为支撑，强化“获客-暖客-转化”模式。今年 50w 人力对 NBV 反转形成强支撑，一个更为主动的太平已经出现。公司目前对应 2021E P/EV 为 0.23x，处于绝对低估位置。我们基于分部估值法，推导出公司合理市值 713 亿元，对应目标价 19.83 元，维持买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**二级市场大幅波动、负债端修复不及预期、代理人增员不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	244,528	270,113	287,983	330,708	370,334
同比增长 (%)	14.45%	10.46%	6.62%	14.84%	11.98%
归母净利润 (百万元)	9,009	6,549	7,642	9,110	10,579
同比增长 (%)	30.87%	-27.30%	16.70%	19.20%	16.13%
ROE (%)	14.40%	9.90%	7.92%	8.83%	9.34%
EPS (元)	2.46	1.82	2.13	2.53	2.94
EVPS (元)	44.56	52.94	61.29	70.44	81.34
PE	5.62	7.57	6.49	5.44	4.69
PEV	0.31	0.26	0.23	0.20	0.17

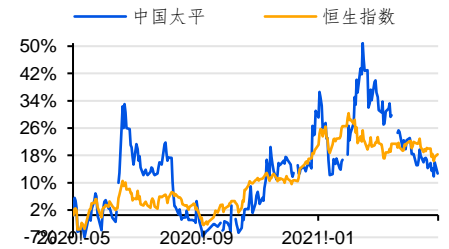
数据来源: wind, 华金证券研究所

投资评级 **买入-A(维持)**
 股价(2021-05-17) **13.80 元**

交易数据

总市值 (百万元)	49,597.46
流通市值 (百万元)	49,597.46
总股本 (百万股)	3,594.02
流通股本 (百万股)	3,594.02
12 个月价格区间	11.44/19.12 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.32	-1.78	-5.81
绝对收益	-8.0	-11.08	12.66

分析师

崔晓雁
 SAC 执业证书编号: S0910519020001
 021-20377098

报告联系人

范清林
 fanqinglin1@huajinsec.cn
 021-20377065

相关报告

- 中国太平: 寿险新单低点已过, 2021 年增员开启新征程 2021-03-24
- 中国太平: 寿险新单及价值率低于预期, NBV 同比-59% 2020-08-31
- 中国太平: 下调 2020 年盈利预测, 维持买入评级 2020-08-24
- 中国太平: 寿险业务低点, 具备绝对估值吸引力 2020-06-05

内容目录

一、保险全牌照经营，太平人寿仍是核心	3
(一) 太平人寿的核心地位不动摇	3
(二) 集团增持公司股权，给市场吃下定心丸	3
二、寿险：太平人寿深蹲起跳，主动向市场要业绩	5
(一) 人身险竞争格局稳定，寻求 α 是关键	5
(二) 人力培养渐入佳境，指引再造光辉	6
(三) 厚雪长坡、业务触底向上	10
1、NBV 触底反弹，大生态圈建设有望拔高 NBVM	10
2、成都市场的龙头地位稳固，对公司重要性凸显	13
三、财产险：境内受车险新规影响承压、境外短期亏损	15
(一) 境内短期车险承压、非车业务拓展是关键	15
(二) 境外短期亏损，但业务质量未明显恶化	16
四、投资：第三方资管业务大幅增长	18
五、估值分析与投资建议	20
(一) 估值处于历史绝对低位、安全边际高	20
(二) 催化剂：寿险困境反转叠加主动性提升	21
风险提示	22

一、保险全牌照经营，太平人寿仍是核心

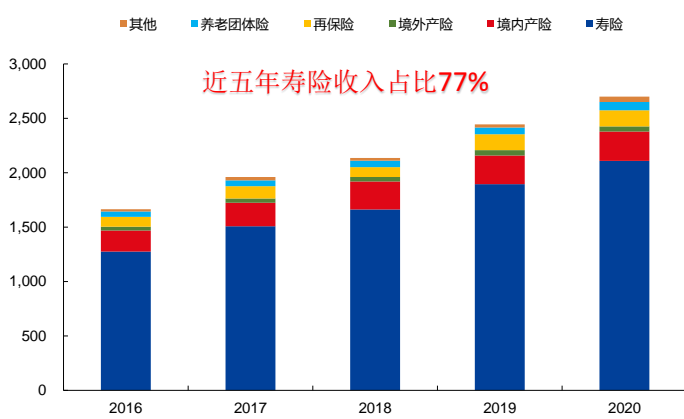
（一）太平人寿的核心地位不动摇

中国太平是我国持续经营历史最为悠久的民族保险公司，从源起沪上到潮涌香江，内地复业又回到黄浦江畔。虽然管理总部设在香港，但从业务经营来看，重心已回归内地。公司经营横跨寿险、产险、养老险、再保险、养老医疗健康产业投资，纵穿再保险顾问及保险代理的全产业链，打造资产管理平台，辅以金融租赁、证券经纪，形成以保险业务为核心的综合金融服务体系。2020年实现交叉销售保费104.16亿元、同比增长3.71%，其中寿销产83.70亿元、同比下滑0.66%，寿销养16.05亿元、同比增长345.83%。

太平人寿在上市公司体系内的地位愈发重要，于内地复业后搭上了国内寿险业发展的快车。近五年来，寿险业务收入贡献占比为77%，净利润贡献比更是高达94%。寿险业务主要由太平人寿（内地）、太寿香港及其子公司太寿澳门、太寿新加坡，分别在各地区从事。太平人寿于2012年开启“三年再造”后，保费市占率稳步上升至4%以上，2020年市场份额4.56%，居行业第6；在公司内部中，太平人寿贡献寿险业务分部9成以上保费，2020年为93.14%。境外业务由于经营初期¹仍处于亏损状态，太寿香港2020年保费收入同比增长104.11%至86.89亿元，前期技术性亏损逐步收窄，全年净亏损同比收窄29.29%至4.66亿元。

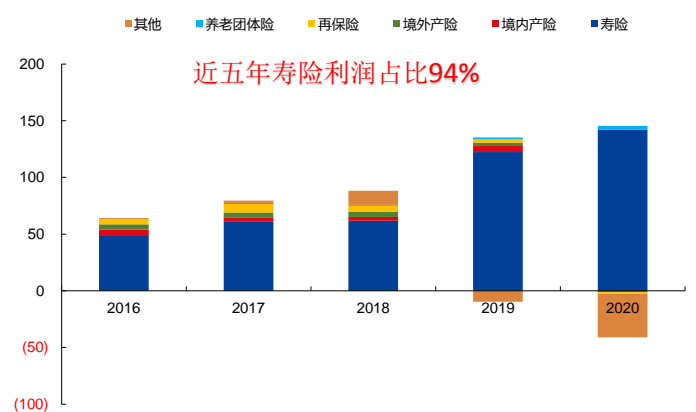
我们在首次覆盖公司时曾论述过，公司“2013年才完成重组整体上市，众多业务未有行业龙头，甚至未展现出龙头潜力”。寿险在集团内部的地位不可撼动，其他板块要么赛道拥挤、竞争格局差，要么市场开拓较难；太平人寿是公司寿险业务的核心，对公司的研究仍在对太平人寿的把握。

图 1：公司各分部收入（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：公司各分部净利润（亿元）



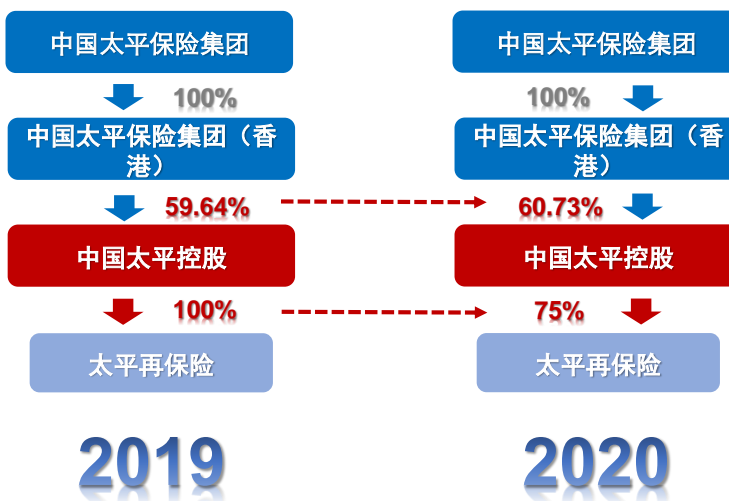
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）集团增持公司股权，给市场吃下定心丸

¹ 太寿香港/澳门/新加坡分别于2015年/2019年/2018年成立

诚然，公司近几年股价表现低迷，从公司业务经营来看，主要系太平人寿的自身改革与行业困境相互叠加，导致新单表现持续疲弱。2018 年以来太平人寿新单增长低迷，无论是量还是价都萎靡不振，管理层变动下又迎来了新冠疫情的冲击，代理人展业遭遇重创，行业改革雪上加霜。去年 3 月海外疫情持续恶化时公司股价一度下探至 11 元。鉴于对公司发展的信心，以及股价表现长期过度脱离公司经营基本面，从去年 9 月下旬开始，集团通过公开市场持续增持公司股份，集团持股由 59.64% 提升至 60.73%。

图 3：公司股东持股变化及控股子公司股权变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所（2020 年太平再保险增资扩股，富杰斥资 31 亿港元获得其 25% 股权）

同时，公司继续加大分红力度，2020 年利润分配方案为每股派发 0.4 元，较 2019 年提升 0.1 元。公司在 2016-2018 年保持了三年的每股 0.1 元的分红方案，2016 年之前在市场上只融资不分红的做法的确是对股票的吸引力造成一定压制，尤其是在港股市场上。我们认为，公司提升分红力度，一方面源于对公司经营改善的信心，另一方面也是基于提升投资者回报。

图 4：公司分红水平逐步提升



资料来源：公司公告，华金证券研究所

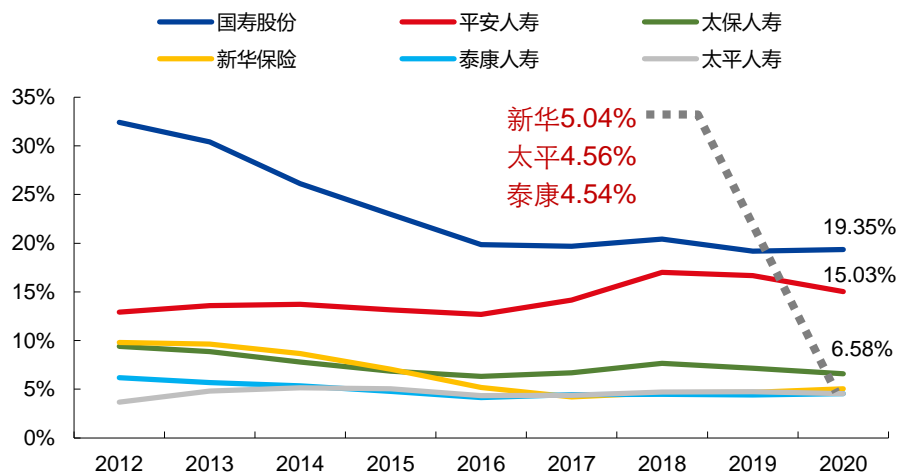
二、寿险：太平人寿深蹲起跳，主动向市场要业绩

（一）人身险竞争格局稳定，寻求 α 是关键

国内人身险行业目前呈现出梯次分明的竞争格局，中国人寿和平安人寿稳居第一梯度，保费市占率在 15% 以上，太保人寿和新华保险市占率在 5%~7%，泰康、华夏和太平在 4%~5%。从业务质态上来看，近五年上市五家人身险企寿险平均 NBVM 分别为：平安寿 40.40%、国寿 27.77%、太保寿 39.71%、新华寿 29.57%、太平寿 31.58%。可以说，太平人寿无论在业务规模还是业务质态上均没有特别突出的表现。实际上，从保险经营的角度来看，多年强渠道供给的模式让保险公司形成了路径依赖，营销仍然是人身险业务的核心竞争力。在市场红利释放（渗透率提升），叠加代理人政策改革（2015 年资格考试取消）下，人身险行业走出了一波波澜壮阔的市场开拓旅程。

业务的同质化和可复制性影响下，太平人寿多扮演行业跟随者的角色。一方面确实是寿险改革的困难较大，龙头险企也基本是摸着石头过河；另一方面保险业的运营模式较为成熟，且太平人寿的体量并不小，这就导致“船大难掉头”的困境，需要极大的魄力。从这个角度去看，王滨总在太平履职的 7 年间，从规模上带领太平完成了向行业前列的进发。规模先行、价值后上是险企做大做强有效路径，太平人寿也踏上了和头部险企一样的发展路径，即探寻长期价值可持续增长。王滨总离任后的管理层变动，对太平人寿的既定路线造成扰动，这就是目前还在困扰行业的“量”与“价”问题。

图 5：老六家保费市场份额

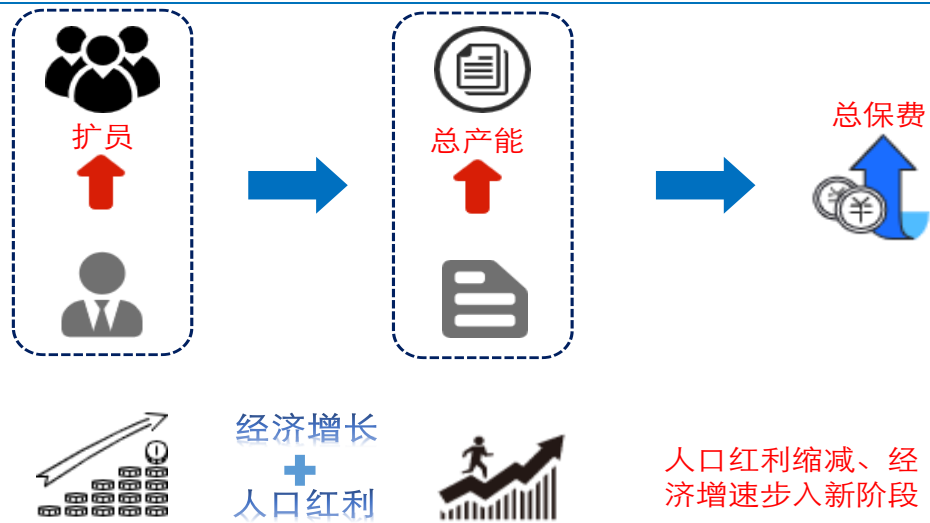


资料来源：中国银保监会，华金证券研究所

关于太平人寿 2012 年以来的路径，我们在首次覆盖时已经探讨过，这里不再赘述。关键性的问题在于头部险企已经在向价值转型发起攻坚战，在疫情的影响之下拖垮了整体节奏。疫情的影响不能忽视，即便是疫苗接种率提升、宏观经济持续恢复，我们也不能理所应当认为负债端能够完成快速的修复和增长。多年以来行业竞争呈现出稳定的局面，以及寿险行业巨大的发展潜力，使得险企已经习惯了做大市场的经营目标，而发力营销的路径依赖使得险企本身改革的驱动力并不是那么足。当监管开始纠偏（保险姓保），行业迎来了转型的最后窗口期。但是疫情的影响

响打乱了节奏。太平人寿囿于管理层的频繁变更以及行业转型展现出的艰难，在过去的两三年几乎没有大的起色与作为，从业务层面反映出的是新单萎靡，二级市场则是公司 P/EV 不断下探。

图 6：早期粗放式扩员带来的保费提升逻辑开始动摇



资料来源：华金证券研究所

在这里，我们要指出的是，保险业的发展固然与整体宏观经济的发展紧密相关，但是保险业自身的改革也尤为重要。经济的快速增长带来的市场拓展，使得保险业容易忽视自身改革，而保险公司掌握发展主动权才是核心要义。如果说经济发展、人均可支配收入提升是保险业发展的 β 因素，那么保险公司主动改革、适用新环境就是做 α 。

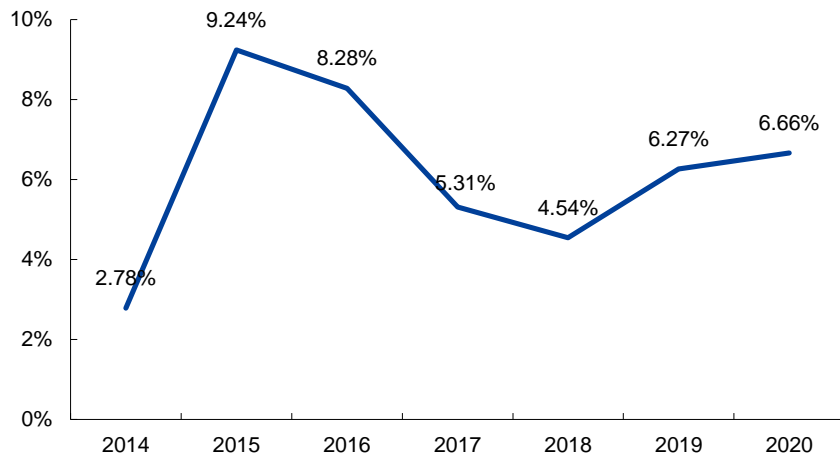
2020 年新领导班子上台，重拾信心，主动探索保险经营的破局之道，提出了更为明确的增长目标。核心在于人力队伍的整固与增长指引，本质上是新环境下供需匹配差异日趋扩大对保险经营模式再塑造。即填鸭式的产品供给在人口红利下滑、经济增长步入新常态下，有效性大大降低，消费者对健康管理、医疗资源的关注程度更高，而这是保险财务性弥补功能所替代不了的。

（二）人力培养渐入佳境，指引再造光辉

2020 年在疫情的冲击下，传统以线下社交式营销为主的保单销售模式遭到重创。诚然，纵使金融科技高度发达的今天，面对专业性较强、纷繁复杂的保险条款，代理人直面式的营销更为有效。保单的线上化是趋势，但销售的线上化推进不是目的，效率和效果两者是相互结合的。从 2020 年人身险公司业务线上化率可看出，在代理人渠道上半年基本掐断、下半年弱恢复的情况下，互联网渗透率也仅仅只上升了 39bp，这似乎与预想的线上率大幅增长有所出入。

我们认为，一方面大额保单仍然通过银保和代理人渠道，传统渠道多年打造的客户信任度依然很重要，线上化教育的推进过程不会短时完成；另一方面，在坚持价值转型的背景下，依赖大健康大养老生态的保单更加复杂，更加切合线下的宣讲，从而对线上化的推进有所阻碍。

图 7：人身险公司业务互联网渗透率处于上升中，但势头并不强



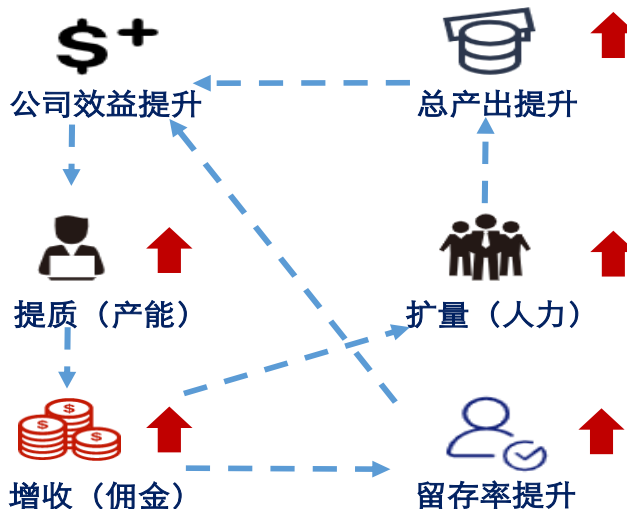
资料来源：中国保险业协会，华金证券研究所

目前来看，线下销售的模式在复杂保单的营销中仍然占据核心地位；从保险公司大量代理人团队对社会就业的吸纳效果来看，更不会硬着陆。公司在经历 2019 年代理人大幅度清虚后主动出击，于 2020 年陆续推出“5G 经理人计划”1.0 和 2.0 版本。该计划脱胎于公司的“新三高”计划，要求更高。“5G”即为“高素质、高品质、高绩效、高学力、高成长”，正是看准了未来寿险业的推动需资深代理人、销售技能向管理技能转化，公司顺势而为，打造针对高性能代理人的高端品牌。

1.0 版本正值疫情对实体经济造成猛烈冲击时，彼时失业率上升，值此之际公司主动出击、进行增员，但也不放松要求。在招募环节，入职太平人寿代理人团队需经过三轮面试，岗前培训市场延长两倍，入职后培训时长也延长三分之一。新增代理人多为其他行业销售人员、民营企业主等，学历也多在大专及以上，年龄集中在 30-49 岁之间，仅仅在 2-3 月份就新上岗 9 万代理人，这对低于 50 万的总人力来说增幅是相当明显的。其中，主管占比降低，主管以下优质代理人占比增长。此类新募人员有着社交性更活跃、社交资源较为丰富的特征，对保险公司来说培育的投入产出比更高。

相较于 1.0 计划的基础增员，2.0 计划更侧重于长久巩固，意为“合伙人计划”，将代理人的利益和公司长期绑定。招募个险团队长期合伙人，并培养成能够长期留存团队的核心主管。2.0 计划在新人方面提出了更高的要求，不同于 1.0 计划的储蓄和培养中注重过程考核，2.0 计划更是新增了结果考核，这其中既有疫情缓解、考核标准提升的原因，也是公司鼓励多去市场历练，了解终端消费者需求。在 2.0 计划中，公司为新入职代理人提供全方位的专业化培训支持，其中非制式培训专业化程度高、含金量高，包含 1) 目标为 MDRT 和卓越保险企业家的“TOP 精英论坛”；2) 提升主管销售能力的“营销领导力”主管季度轮训；3) 面向初阶主管新团队长辅导技能的“MAC 培训”等。

图 8: 5G 计划代表着公司代理人团队开始迈向主动管理的正循环中



资料来源: 华金证券研究所

2021 年, 公司趁热打铁, 延续“高素质、高品质、高绩效”的“三高”理念, 推出“犇”计划, 该增员主题为“一起犇向未来”。公司继续锚定长期经营主义, 旨在通过科学可持续的机制促进人力队伍品质和效能的提升。“犇”计划致力于批量培养顾问化的销售, 以高度的专业性应对客户的个性化需求。从具体的激励来看, “犇”计划提供了完全透明的成长路径, 从一般代理人到高级业务经理最快 19 个月即可; 此外《基本法》对不同的职级提供了不断进阶的保险保障, 仅业务经理 (入职最快 7 个月即可达成) 就享有意外险-残疾/身故、疾病身故险、意外伤害医疗险、住院医疗险、长期服务津贴、年度体检、养老公积金、社会保险费补贴等 9 项保障。同时, 在职业生涯的不同阶段, 公司依然延续 5G 的高标准, 提供精准培训。

表 1: “犇”计划具体举措

类别	具体措施
津贴	孵化津贴发放三个月, 给予更多时间了解保险业
产品	推出更易销售的新人专属产品, 提升新人留存率
培育	招募环节三轮面试严控新增品质, 岗前培训、衔接培训和转正等多环节, 帮助新人完成对保险业的认知、掌握专业化的销售及展业技能

资料来源: 公司官方资料, 华金证券研究所

图 9: 四阶九级的晋升考核机制



资料来源: 公司官方资料, 华金证券研究所

图 10: 不同职业生涯的精准专业培训

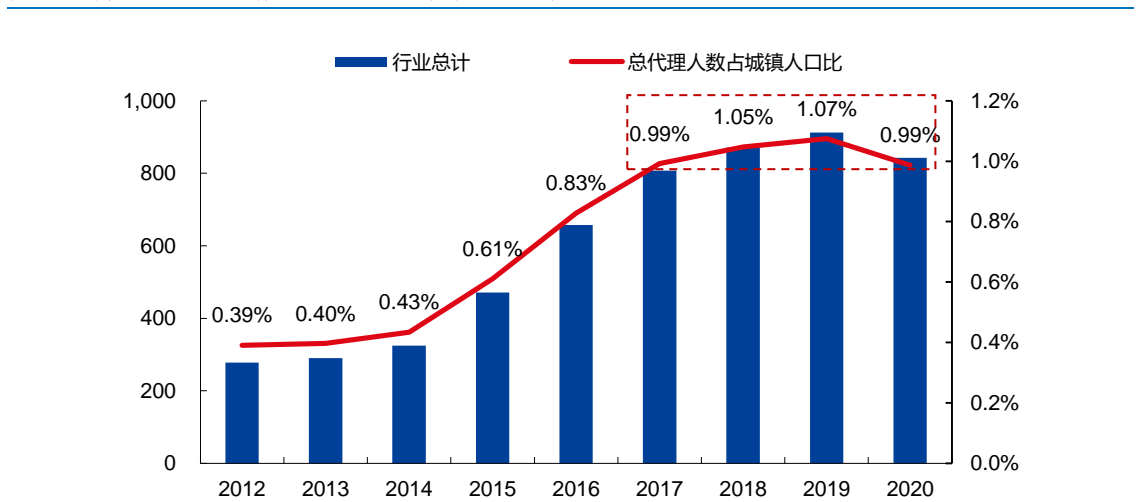


资料来源: 公司官方资料, 华金证券研究所

代理人也迎来投顾式转型的节点，公司主动做 α 。我们复盘太平人寿的历史业绩可以发现，代理人规模的变化对保费的影响是直接且显而易见的，但也正因如此，代理人的大起大落增加了保费波动的风险。熨平保费波动、践行长期经营主义策略之一就是摒弃绝对的规模增长，以高质量的人力完成高质量的增长，通过提升代理人留存率来降低保费大幅波动的风险。在代理人队伍的夯实上，公司经历了2020年的疫情，代理人团队的质量得到了进一步的巩固，一些低端产能和虚挂的代理人得以清除。类似券商财富管理转型，保险代理人的转型也刻不容缓，公司开始在代理人策略上践行买方思维和管理思维。

实际上，头部的险企纷纷在做代理人的主动型改革。券商经纪业务的高弹性使得其在市场景气度高增时，业绩展现出充分的弹性，但也囿于同质性竞争激烈，格局恶化弹性愈发减弱，纷纷向财富管理转型。保险也是大财富管理的一环，保险代理人也应该摒弃传统的供给思维，从客户的角度出发思考客户的需求，在传统金融保险经营中融入互联网思维去做产品。2020年公司完成了新领导班子的变更，罕见的对2021年人力发展提出了更为明确的目标，即50万人力，较2020年底增员幅度达31%，就目前来看压力依旧不小。但这向外界释放出一个更为积极主动的太平人寿的信号，类似于2012年“三年再造”开启时期的太平，公司寿险基本面的再一次腾飞或起步于此。

图 11：我国保险代理人数量已经趋于天花板（占城镇人口 1%）



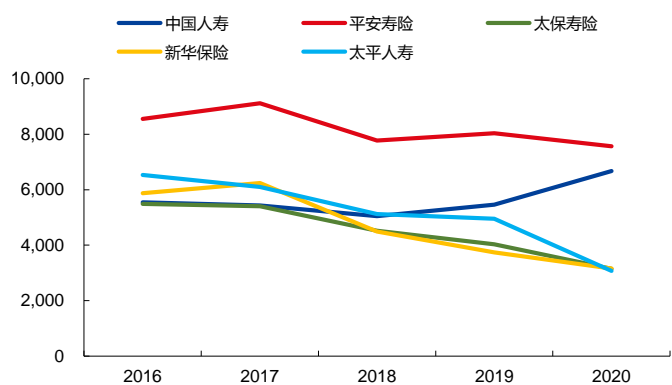
资料来源：银保监会，华金证券研究所

诚然，市场往往对高频数据较为敏感，不可否认的是短期高频数据能够一定程度上反映出公司改革的进程和成效，同样其他扰动的因素也很如譬如短期激励、产品策略变动等。对太平人寿，实现业绩困境反转的是确认无疑的。反转力度的大小，一方面取决于宏观经济的恢复速度，另一方面则是公司业务调整的节奏，核心仍在代理人团队的数量和质量。反转空间的进一步打开，也取决于供需两端的匹配。从我国养老第三支柱建设的急迫性以及个人医疗负担的压力可以看出，我国寿险保障存在实实在在的缺口。瑞再2020年7月发布的研究报告论述道，我国寿险保障缺口高达40.6万亿人民币，当前仅满足30%。

在长期需求确定的前提下，寿险公司锚定长期的经营主义，行稳致远的战略思路，这是底气所在。从代理人的产能来看，2020年太平人寿月人均FYP同比-37.94%，与新华和太保相当，明显低于平安和国寿，这也表明其弹性更高，对代理人数量的敏感度更强。从这一层面来看，提出明确人力增长目标的太平人寿，有更强的潜力，相对简单的追赶上市同业。同样，从个险渠道

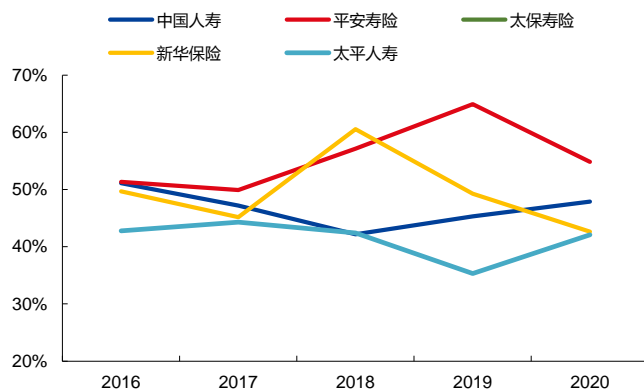
NBVM 来看，2019 年跌至谷底，下滑至 35.3%，较 2015 年水平略高。2020 年在疫情考验下，公司主动清除低价值代理人，个险渠道 NBVM 拐头向上。价值和规模怎么平衡的确是每家险企所要考虑的，在 2020 年极限承压下，太平人寿坚守价值导向，令人欣喜的是价值率并未出现明显下滑。

图 12: 太平人寿代理人月人均 FYP 与新华相当 (万元)



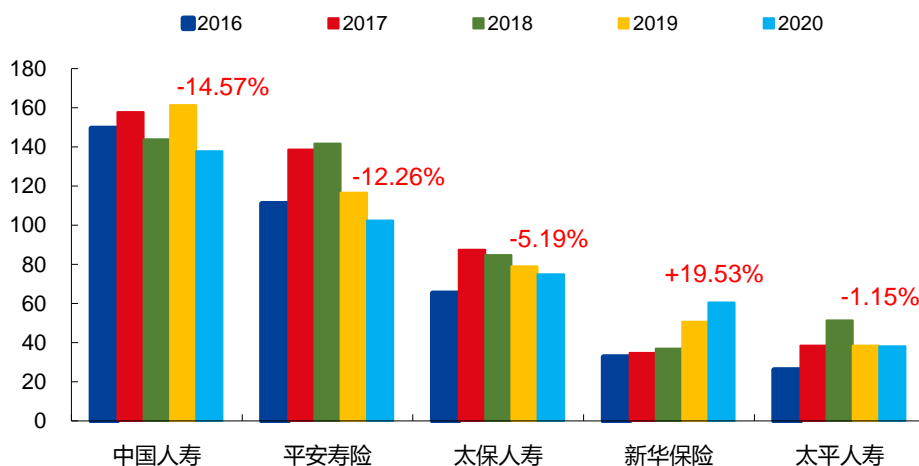
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 13: 太平人寿个险 NBVM 明显低于上市同业



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 (注: 太保 2020 年披露数据 54.9%)

图 14: 太平人寿代理人人力明显低于同业, 2020 年小幅下滑 (万人)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

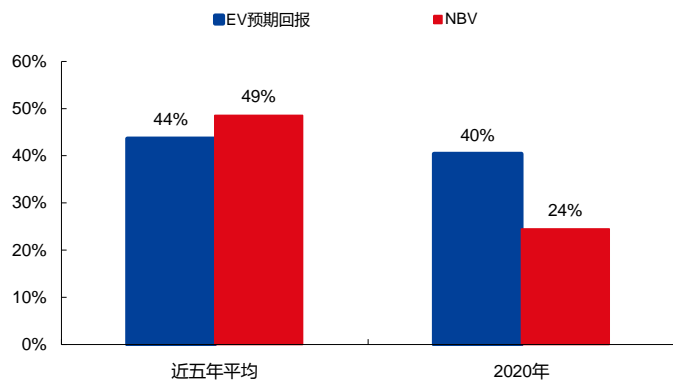
(三) 厚雪长坡、业务触底向上

1、NBV 触底反弹，大生态圈建设有望拔高 NBVM

寿险公司最为核心的考察指标-新业务价值 NBV，具体的路径影响我们首次覆盖时已经详论，在此不赘述。2020 年在内含价值的增长中，太平人寿 NBV 贡献比下滑至 24.48%，主要系 NBV 同比下滑 16.43% (港币口径) 导致。双因子 FYP 同比下滑 3.52%、NBVM 同比下滑 3.8pct。实际上从 5G 计划 1.0 之后公司寿险基本面已经有所改善，太平人寿 Q220 保费同比+13.66%，一转一季度颓势。鉴于公司只披露半年报和年报，新单数据的改善只能从年报和半年报中一窥究

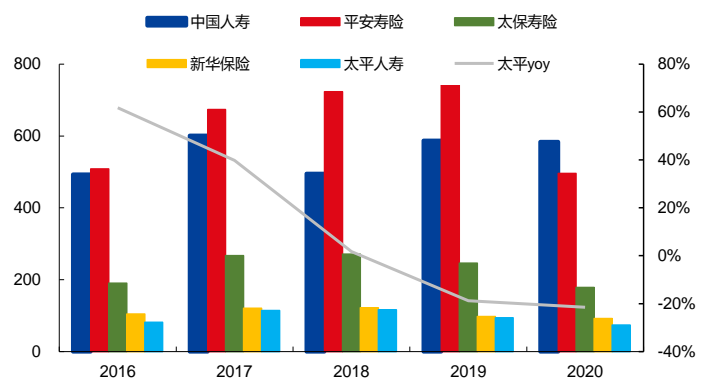
竟。从下半年的改善来看，FYP 同比增长 27.31%、NBVM 回升至 24.6%（上半年仅为 13.4%），NBV 更是大幅增长 53.67%（港币口径）。

图 15: EV 预期回报和 NBV 占是 EV 增量的主要贡献（占比）



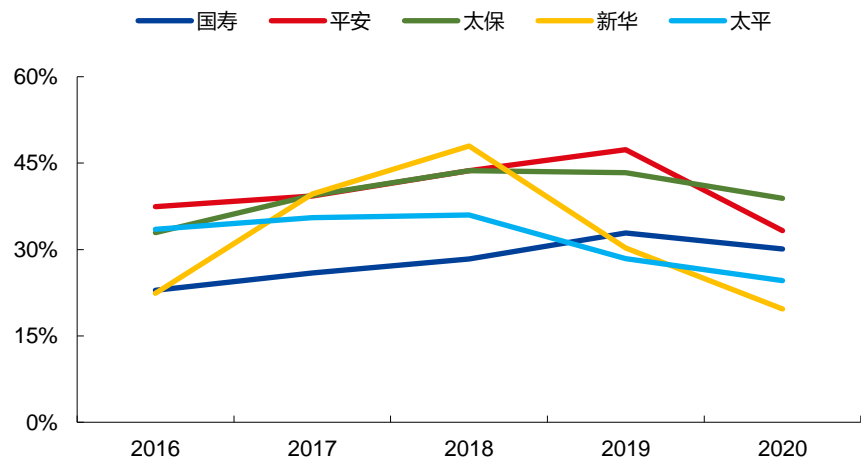
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16: 上市险企 NBV 对比（人民币：亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 17: 上市险企寿险 NBVM 对比

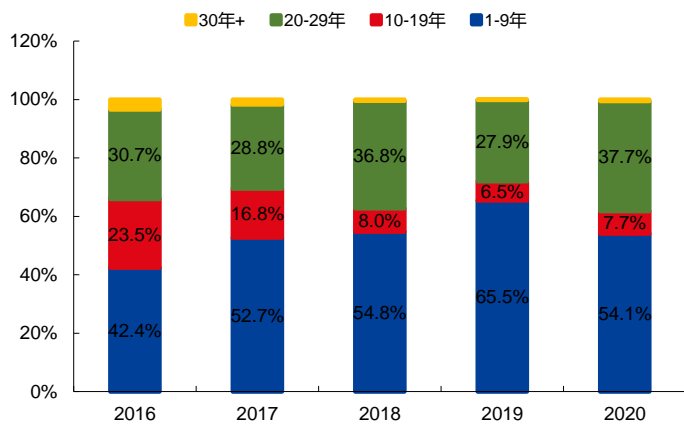


资料来源：公司公告，华金证券研究所

以长期经营为导向也体现在公司产品的结构上：从久期来看，2020 年公司个险首年期缴保费中 20-29 年期产品占比回升至 37.7%，短期产品（1-9 年期）占比下滑至 54.1%；不可否认的是短期产品仍然占据了较高的比重，仍有较大的改善空间。

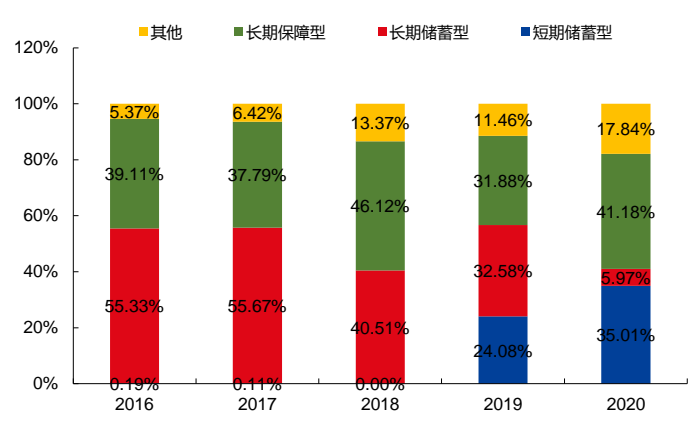
从险种来看，2019 年在长期储蓄和长期保障型销售乏力下，短期储蓄险顺势而起，2020 年在疫情影响下仍然占据较高的份额；长期保障型产品占比回升明显，从更细分的险种可以看出，长期健康险 2020 年占比进一步提升至 23.4%。整体上来看，作为价值与保费双贡献主力的个险渠道，新单保费中长久期业务的进一步增加、长期保障增长+长期储蓄回升，是个险渠道价值率进一步提升的关键。

图 18: 2020 年个险首年期缴保费中 20-29 年期占比明显提升



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 19: 2020 年个险首年期缴保费中长期保障型保险占比有所回升



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

医养生态园坡长雪厚。配合人身险长期经营的, 是公司医养生态园的建设。生态园的建设前景广阔, 可以重塑保险公司传统经营模式, 助力保险公司突破盈利瓶颈; 但不可否认的是, 生态园的建设需要持续性投入, 尤其是前期投入较多, 回报周期偏长。保险作为生态园中重要一环, 是天然的切入口。**2019** 年公司就正式印发医疗健康养老业务发展规划, 吹响了向生态建设的号角, 致力于实现保险主业与健康产业有机融合。

从养老社区建设来看, 上海“梧桐人家”在**2019**年**10**月开业, 是国内一次建成、单体体量最大的高档医养结合社区, 集机构养老、社区照料和全科门诊、康复护理等多功能于一体。**2020**年公司继续加大“太平小镇”全国布局, 三亚“海棠人家”项目展示中心和样板间于**12**月**1**日开放, 预计今年底投入运营; 此外成都“芙蓉人家”项目已经摘牌拿地, 预计三年左右时间可投入运营。太平养老社区的建设, 迎合未来社区养老的趋势, 为保险主业赋能。

从健康管理来看, 乐享健康管理平台注册用户已经超**100**万。太平康复医院也正式落成, 毗邻“梧桐人家”, 将医疗和养老深度融合; 以老年医学和康复医学为重点发展方向, 打造集“预防保健、初级诊疗、康复医疗、急重症处置、慢病管理”等多功能于一体的国内一流康复医院领先品牌。今年**4**月, 公司和药联健康达成战略合作协议, 双方将积极探索在大健康产业、保险服务、品牌建设等领域的多元合作; 药联健康作为国内领先的医药健康数据信息科技公司, 搭建了连接保险公司、药品消费者、药品零售商、医药工业企业和其他健康增值服务的闭环生态圈。

这也意味着当前乃至未来保险业的竞争, 一定是生态圈的竞争, 包括产品、渠道和服务等总体性竞争, 医养生态圈的作用会愈发凸显。参考上市同业推进的养老社区建设, 预计未来公司会进一步加大京津冀和大湾区养老项目的推进; 此外自建模式较重, 预计会有参股形式、采购服务形式等, 轻重结合。总体上来看, 依托保险主业的流量入口, 公司正积极打造大健康生态圈的建设, 反哺保险主业, 跟上头部险企步伐, 并打造具备太平特色的闭环服务体系。

图 20: 太平医养生态圈



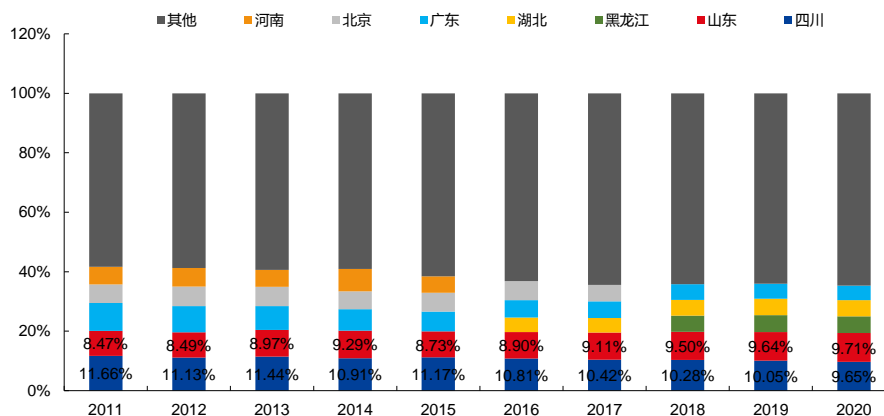
资料来源：华金证券研究所

2、成都市场的龙头地位稳固，对公司重要性凸显

近两年来，保险公司纷纷布局生态圈，“以生态圈打进一线城市”的说法也屡见报端。随着“分改子”落地，友邦由一线城市迈上全国展业，对头部险企的区域策略或产生扰动。头部险企多在世纪初完成全国性的布局，太平人寿内地的寿险业务深耕四川和山东，从太平人寿分地区的保费贡献来看，两省常年贡献 20% 的保费。近年来四川省的保费贡献虽有下滑，但仍以 10% 的份额位居区域第一。四川可谓是太平人寿的业务重镇，尤其是成都，更是太平人寿展业的主场。太平人寿前 CEO 张可出身自四川分公司，张可先生保险从业履历丰富，更是资深的老太平人。自内地于 2001 年前 CEO 张可曾任四川分公司总经理，目前太平人寿总经理陈永红曾履职四川分公司营业部总经理，程永红女士和张可先生曾经在四川分公司共事，算是上下级关系。

太平人寿于 2001 年 3 月获准内地复业，年底完成各项筹备工作和法律手续流程，率先在上海、北京、广州和成都四个城市设立分公司。上海、北京、广州等一线城市竞争激烈，也是保险市场开拓最为充分的地方，尤其是在当下高端市场的开拓中尤为明显。太平人寿在四川地区的耕耘成果较为明显，原保费市场份额常年位居行业前三。

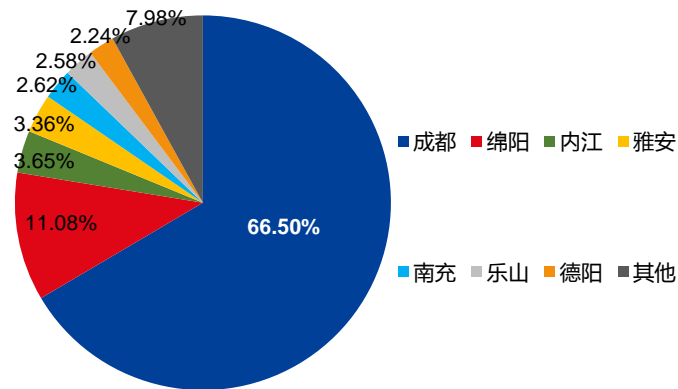
图 21: 太平人寿分区域保险贡献



资料来源：公司公告，华金证券研究所

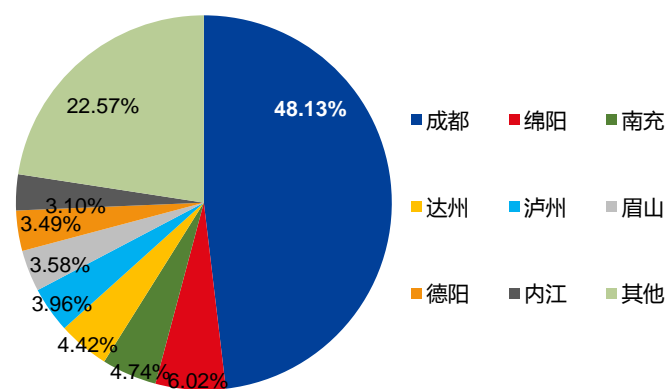
四川省内部的分城市贡献来看，分化较为明显，这和四川省内部的经济结构密切相关。成都市常年贡献四川省人身险保费近 50% 的份额，而 GDP 数据显示，2020 年成都市 GDP 占全省的 36%。诚如我们上文所述，太平人寿于 2001 年底内地复业后，2002 年初便进入四川进行展业。彼时省内尚只有国寿一家强劲竞争对手，新华和泰康展业 1 年有余，太保也刚进入四川，平安也尚未在四川站稳脚跟。

图 22：2019 年太平人寿四川分公司分城市保费贡献



资料来源：保险统计年鉴，华金证券研究所

图 23：2019 年四川省分城市保费贡献



资料来源：保险统计年鉴，华金证券研究所

太平人寿成都分公司开业起，张可已出任总经理。而此前自 1993 年加入平安人寿成都分公司时，张可已经在平安有 8 年的保险从业履历。现太平人寿总经理程永红于 2001 年 10 月已加盟太平人寿，参与成都分公司的筹建，可以说是太平人寿内地复业的元老。而在加入太平前，程永红于 1996 年加入平安人寿成都分公司。太平人寿在内地复业以来一共有四任总经理，前两任为何志光与郑荣禄，均为太平人寿在内地复业的元老，经历上世纪八九十年代国内保险业发展的草莽时代，对保险业经营有着丰富的经验。张可于 2012 年接任郑荣禄成为太平人寿总经理，其之后的程永红也出身自太平人寿四川分公司。

太平人寿在内地首批复业为上海、北京、广州、成都四家分公司，2003 年第二批复业的分支机构中，四川省内有 5 家支公司，占据了 10 家支公司的一半，可见公司对四川地区市场的重视。从区域经营的层面来看，公司着实有着先发优势+差异化竞争的策略。数据显示，在四川省内首批复业的 5 家支公司，在当地的保费市场份额中，均位居行业前三²。实际上，从扎根四川开始发展业务之初，作为人口大省的四川就已经是各家大型险企争夺的市场了。平安人寿于 90 年代进入设立成都办事处，而中国人寿更是凭借先发优势 80 年底保险复业就已在四川地区展业。

以成都-重庆为双引擎的成渝经济圈，正展现出越来越强劲的经济动力，成都市 GDP 稳坐全国第七。随着经济的逐步发展，城市的吸引力增强，这进一步形成正反馈。公司深耕成都，已经建设了完善的分支机构和服务网点。2019 年保费数据显示，太平人寿一跃超过平安人寿，夺得原保费规模首名。从公司在成都温江布局养老社区可以看出，在当今以养老社区+保险挺进一线市场的路径中，公司已经意识到且在为成都市场做巩固。我们认为，公司在成都市场地位的升跌，一定程度上代表着公司寿险业务的竞争实力。

² 2020 年保险年鉴，数据为 2019 年保费

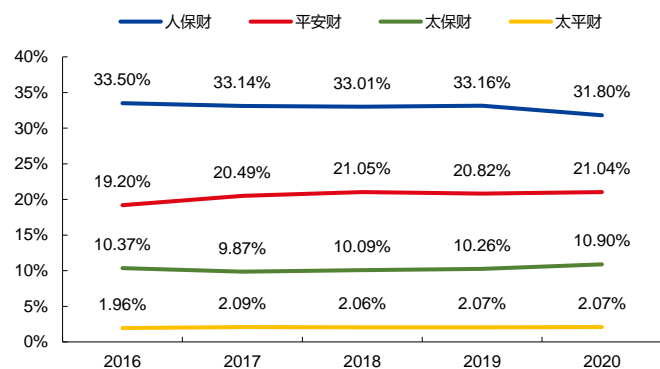
三、财产险：境内受车险新规影响承压、境外短期亏损

公司财产险由境内境外两部分组成，境内为太平产险经营，境外由太平香港/澳门/英国/新加坡/印尼负责各区域的财产险经营。公司早期在海外保险业务经营以财产险和再保险为主，形成了立足港澳、辐射东南亚、走向国际的战略格局。从近五年保费贡献来看，境内太平产险占比 88%，境外合计占比 12%。境外公司中，香港地区贡献占总保费比 5%。

（一）境内短期车险承压、非车业务拓展是关键

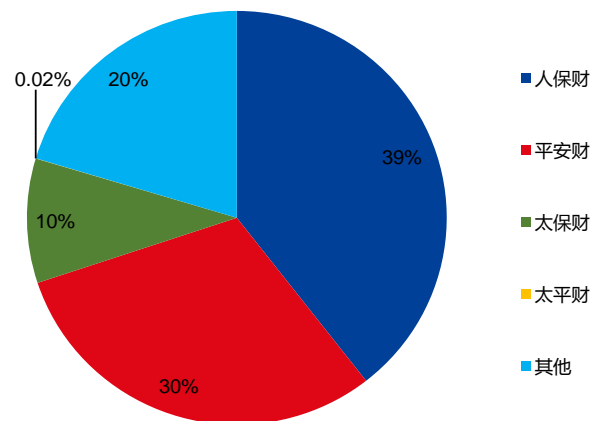
财产险行业格局稳定，公司处中小险企序列，短期保持优于行业的盈利水平即可。我们在首次覆盖公司时已经描述过，财产险行业高度集中，呈现出“一超（人保）两强（平安和太保）”的格局，老三家近五年保费占行业比达 64%（人保 33%、平安 21%、太保 10%），太平占比 2%。财产险行业规模效应明显，业务同质化程度极高，恶性竞争屡禁不止。行业中小公司生存环境恶劣，2020 年经营财产险的 83 家公司中总共有 22 家亏损。纵使剔除亏损企业，老三家利润占比依然高达 79%。2020 年短期承压，太平产险保费规模行业前十、但净利润滑落明显。从目前财产险行业的经营模式和竞争格局来看，公司基本处于跟随状态，能保持优于行业的盈利水平即可。

图 24：太平产险保费市占率在 2%左右



资料来源：银保监会，华金证券研究所

图 25：老三家利润占比较高（2020 年；剔除亏损的 22 家数据后）

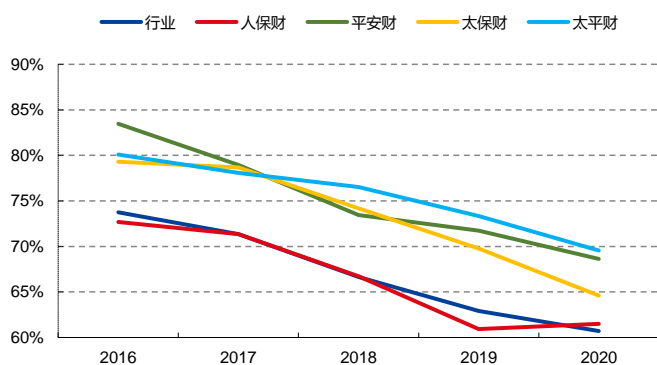


资料来源：保险业协会，华金证券研究所

从细分领域来看，公司以车险为主的财产险结构，受到新规的负面影响较为明显。2020 年公司车险保费占比 69.56%，同比-3.78pct，但仍高于行业平均水平。自从去年“919 新规”后，车均保费出现明显下降，这也是车险占比下滑的被动型原因。新规后，监管层面降价、提质、增保的阶段性目标实现，但商车投保率的提升部分对冲了保费价格下降的负面影响。今年整体来看，车险依然承压，预计到四季度会有所改善。公司 2021 年财产险的整体策略以保效益、稳增长、守合规、促转型为中心，车险占比较高、受到的影响仍然不容忽视。

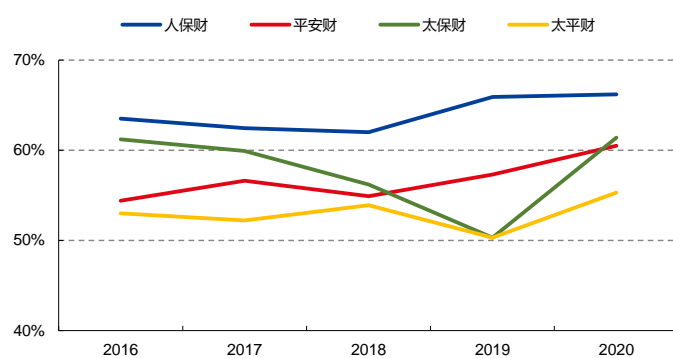
从承保质量来看，公司综合成本率常年位于 100%略低，基本实现承保盈利。一方面财产险行业规模效应明显，公司以车险为主的业务模式深受车险价格战拖累；另一方面，财产险的条款标准化和可复制性，使得以财务补偿性为主的财产险发展模式无法拓展壁垒。以费用换市场的模式是迫不得已而为之，公司财产险费用率明显高于上市同业。

图 26: 太平车险保费占比明显高于可比同业



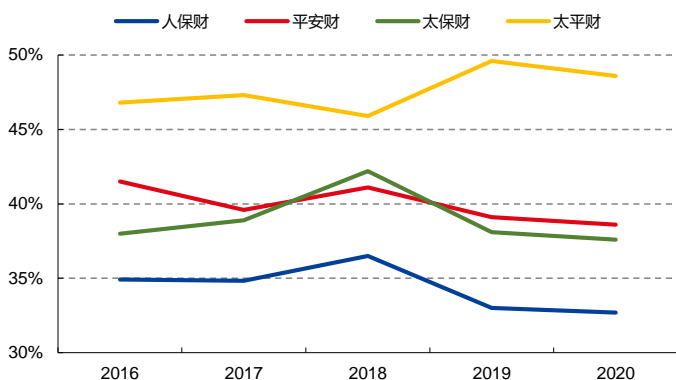
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 27: 财产险赔付率明显低于上市同业



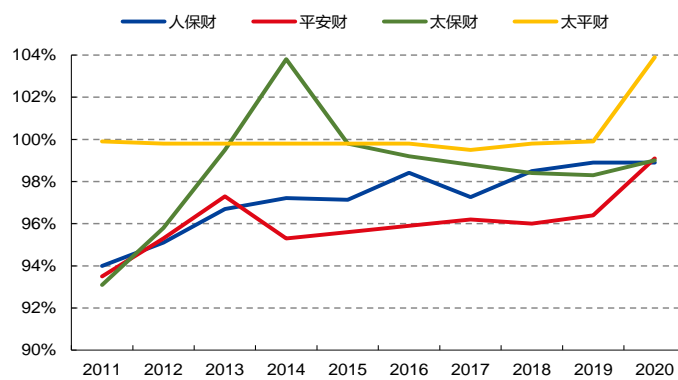
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 28: 财产险费用率明显高于上市同业



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 29: 公司综合成本率常年维持在 100%附近



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

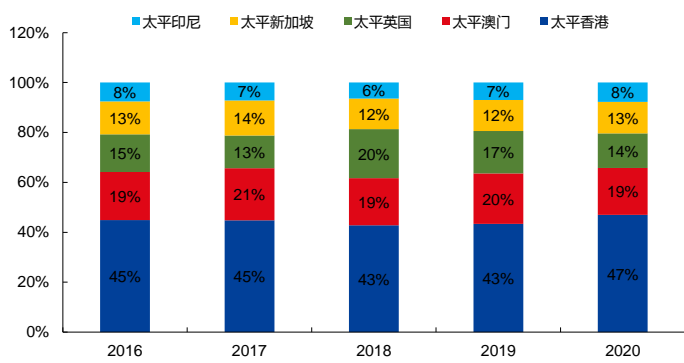
近几年, 得已于医疗险市场的唤醒和挖掘, 以意健险为代表的非车业务快速崛起。百万医疗险目前虽然存在寿险企、健康险企、财产险企多方竞争的格局, 但仍处于承保盈利状态, 伴随着对医疗资源的对接, 百万医疗险的差异化有望进一步提升以遏制恶性价格战。去年 8 月, 太平产险与圆和医疗签署战略合作协议, 联合成立“医疗·健康险创新实验中心”, 打造“直险、再保、科技、医疗、药品、设备、服务”七位一体的“保险+健康”服务新模式, 圆和医疗作为英国规模最大的医疗集团 Circle Health UK 在大中华地区成立的唯一医疗机构, 可与太平产险在产品研发、营销创新、模式构建和服务优化等多环节展开深度合作, 将传统财产险公司的保障拓展到健康管理、诊疗服务、药物配送、保险直付、康复服务等全链条的生态。

传统财产险细分险种的高度同质化, 签单、理赔等服务的标准化导致的恶性竞争不断压缩保险公司的盈利空间, 保险公司主动或被动的开发多场景下的新险种。公司利用自身立足港澳、面向国际的区位优势, 积极推进跨境保险项目。为港珠澳大桥通行车辆提供承保、推出供港蔬果农险、首批推出粤港澳大湾区专属重疾险; 同时加入“一带一路”再保险共同体, 在印尼创新推出“一带一路太平无忧”境外团意险。

(二) 境外短期亏损, 但业务质量未明显恶化

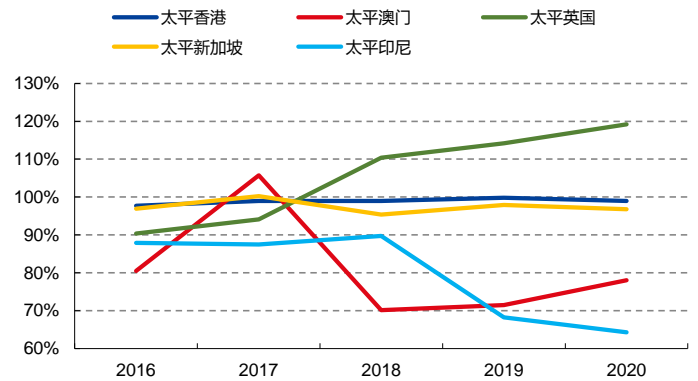
公司在海外以香港为大本营，进入时间较早，以财产险和再保险为主。港澳地位贡献了海外财产险一半以上的份额，近五年来海外财产险保费中香港市场占比 45%、澳门市场占比 20%。近几年颇有由港澳走向国际的意味，但海外市场拓展并不易，尤其是英国地区。2020 年受新冠疫情影响，公司英国地区保费收入同比下滑 16%，疫情冲击叠加业务拓展初期，综合成本率持续攀升至 119.20%。东南亚新家坡和印尼盈利状况较好，近几年都维持低于 80%的综合成本率。

图 30：港澳是海外财产险市场的基本盘



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 31：海外市场除英国外都处于承保盈利中

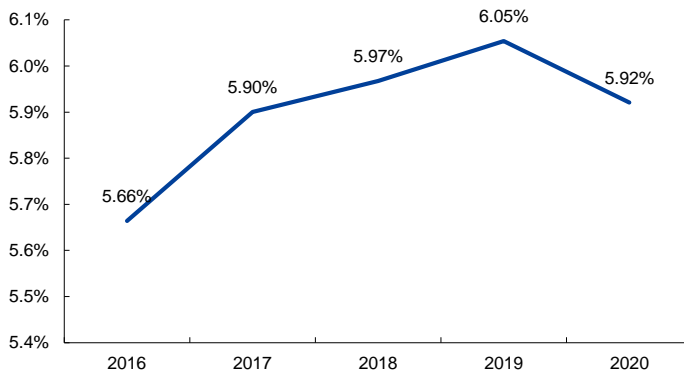


资料来源：公司公告，华金证券研究所

香港地区保险业竞争激烈，据香港保险业监管局统计显示，2020 年有毛保费出单数据的机构共 101 家，合计毛保费 602.97 亿元。公司在香港地区经营已久，在较为充分的竞争中市场地位较为稳定。近五年来公司毛保费市占率 5.91%，2020 年略微下滑 13bp 至 5.92%，稳居行业第三，市占率第一为安盛保险（7.35%）、第二为保柏（6.35%），安盛系³总体市占率 9.11%。公司在香港地区以车险为主，几大主要险种毛保费贡献为车险、火灾保险、雇员补偿险和意健险等，2020 年分别占太平香港毛保费的 42%/12%/11%/10%。其中车险在香港市场毛保费市占率 24%、稳居首位，其他如火灾保险、雇员补偿险和意健险则为 10.69%、5.18%和 1.98%。

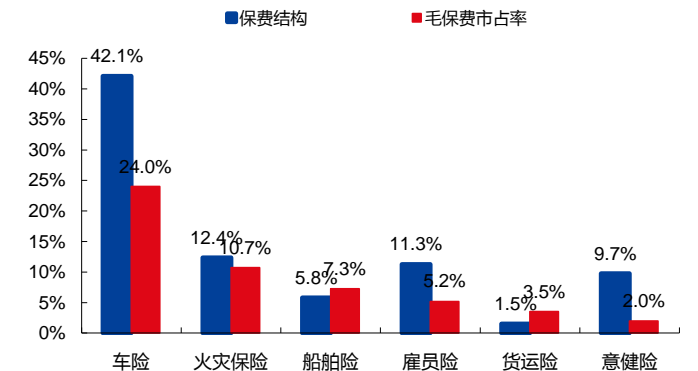
2020 年太平香港出现亏损，税后亏损达 2.01 亿元，主要系投资资产（信托及投资基金）减值损失导致。承保业务本质上未出现恶化，属于短期影响。

图 32：公司香港地区财产险毛保费市占率 6%左右



资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

图 33：2020 年太平香港几大主要险种占比及市占率



资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

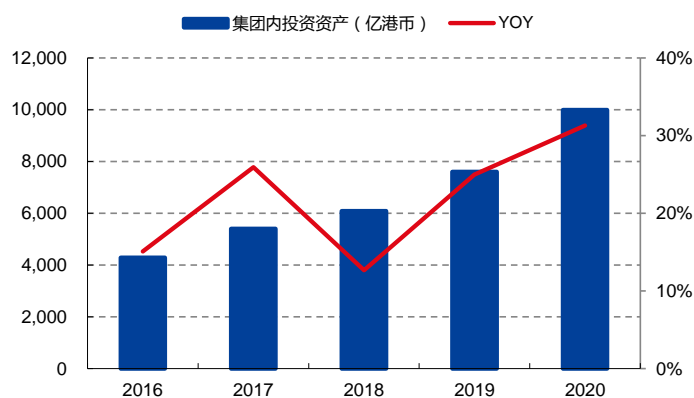
³ 包括安盛保险（百慕大）、安盛金融和安盛保险

四、投资：第三方资管业务大幅增长

保险负债端扩张+第三方资金双轮驱动。保险资金有着低成本、长久期的优势，反过来，保险资金的投资必须契合保险业务的赔付+返还（分红），追求长期稳定的收益。截至 2020 年底，公司集团内投资资产规模同比增长 31.30%至 9982 亿元。投资结构来看，公司坚持保险资金投向的长期性，以固收类为主。2020 年在国内二级市场景气度高增时积极配置股票资产，占比同比提升 4.17pct 至 13%；同时在利率高点增配债券类资产，债券投资占比同比提升 2.90pct 至 49.42%，减配低收益类定期存款等。得益于公司灵活的配置策略，2020 年全年总投资收益率同比提升 84bp 至 5.44%，实现投资收益额 468.71 亿元、同比增长 51.81%。

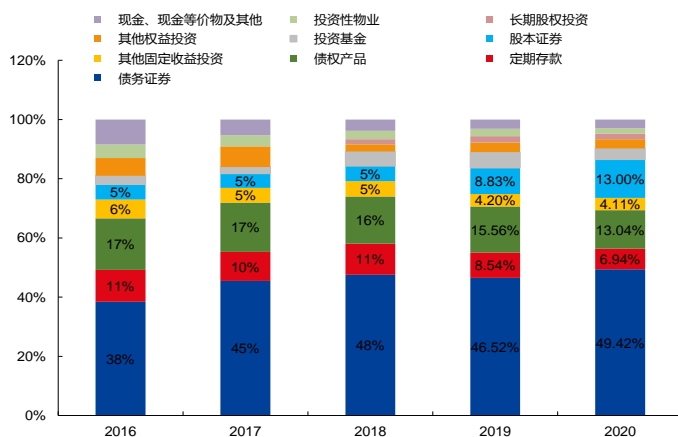
此外公司第三方委托投资资产规模稳步增长，2020 年末规模同比增长 48%至 8230 亿元，与上市同业太保第三方资管规模差距缩小至 1000 亿元（人民币）。2020 年太平资产（含太平基金）实现总管理费 17.16 亿元、同比增长 19.92%，其中集团外管理费 7.78 亿元、占比 45.34%。

图 34：集团内投资资产规模近万亿元



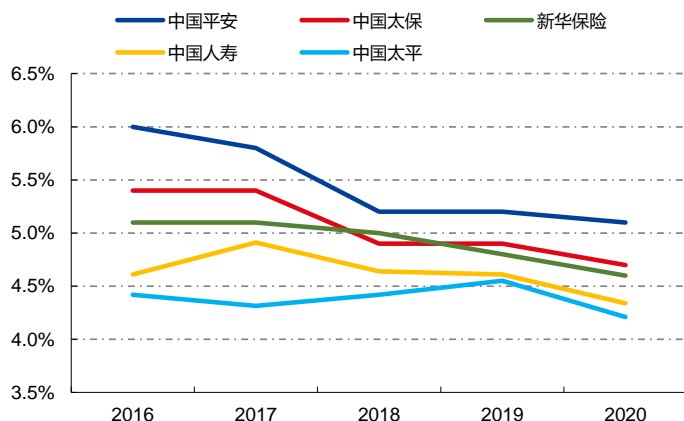
资料来源：公司公告，华金证券研究所（按照 2019 年同口径做出调整）

图 35：集团内投资资产结构（股票投资增长明显）



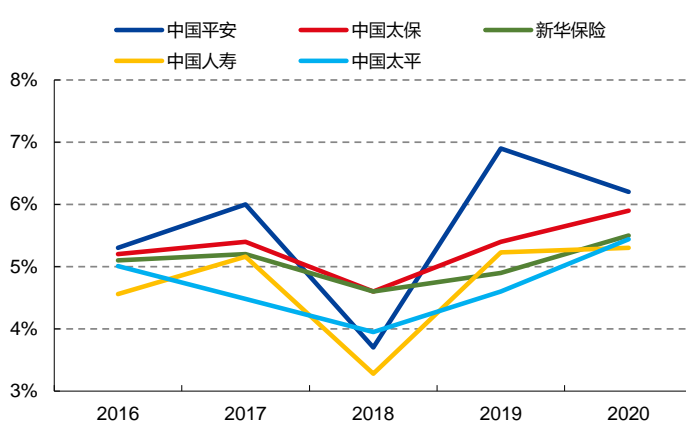
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 36：上市险企净投资收益率比较



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 37：上市险企总投资收益率比较

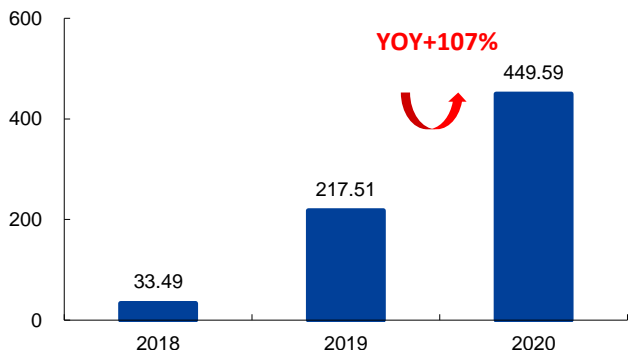


资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司坚持价值投资理念，增配股票类资产同时加大高分红股票投资。截至 2020 年末，高分红股票规模 449.59 亿元、同比增长 106.70%，在股票投资中占比 35%、同比提升 2.25pct。主

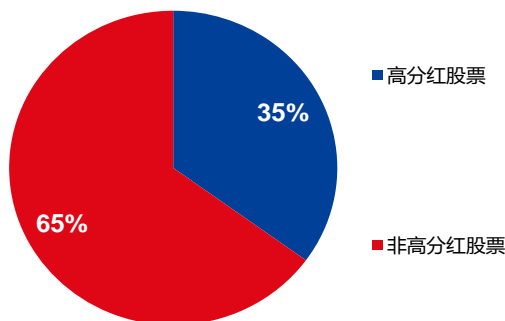
要配置的有建设银行、工商银行、农业银行等具备稳定现金流的低估值、高分红股票。今年以来，在大盘下挫背景下，建行、工行、农行出现不同程度上涨，表现良好，尤其是建行已涨近 13%。

图 38: 公司加大高分红股票配置



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

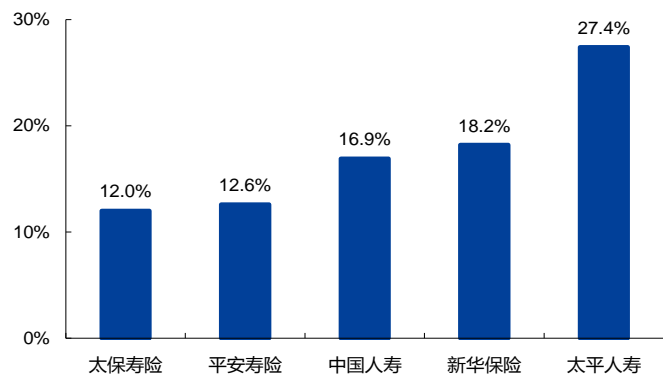
图 39: 截至 2020 年末, 高分红股票占比 35%



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

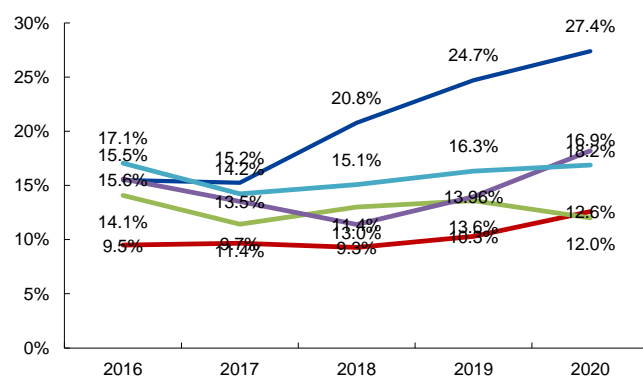
公司净投资收益率和总投资收益率较上市同业稍稍逊色, 但稳定性更好。从寿险 NBV 对投资收益率的敏感分析来看, 公司新业务的开拓对利差的敏感度较上市同业更为明显。这也部分解释了公司新业务价值率 NBVM 明显低于上市同业, 公司收益率的稳定对 NBV 的重要性不言而喻。趋势来看, 当投资收益率下滑 50bp 时, 公司寿险 NBV 相应下滑幅度已经连续三年在 20% 以上, 且较同业有扩大态势。诚然, 公司的业务品质欠佳, 这也正是公司价值转型的空间所在。

图 40: 投资收益率下滑 50bp 时寿险 NBV 下滑幅度



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 41: 近五年投资收益率下滑 50bp 时寿险 NBV 下滑幅度



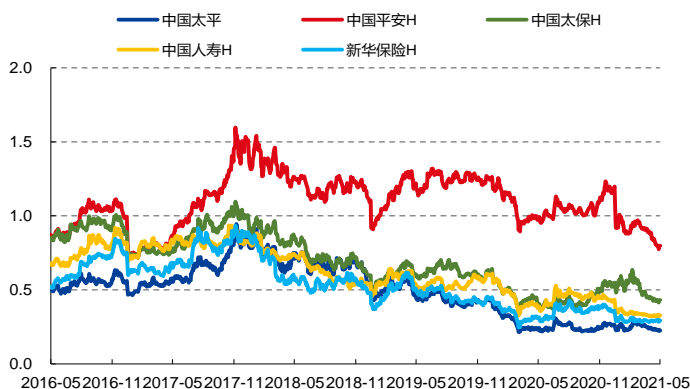
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

五、估值分析与投资建议

（一）估值处于历史绝对低位、安全边际高

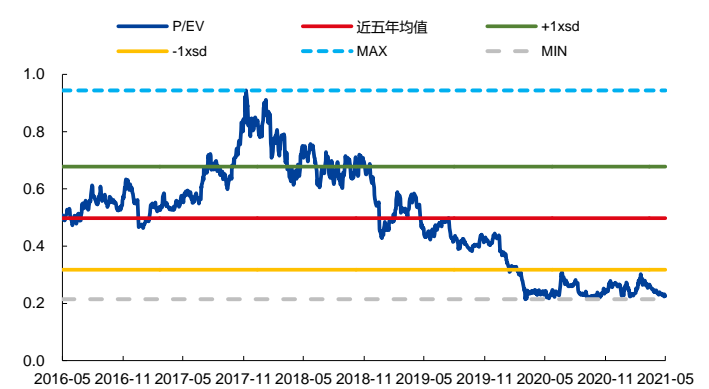
拉长时间轴可以发现，中国太平的 P/EV 估值较港股同业龙头友邦和平安有较为明显的折价，我们在首次覆盖时已经做出几点解释。纵使对标国寿与新华，太平的 P/EV 估值也较低。纵向来看，太平在 2018 年以来 P/EV 由 0.5x 不断下探，近五年估值中枢已下探至 0.5x。截至 2021 年 5 月 17 日收盘，太平 P/EV 为 0.23x，较平安 H/太保 H/国寿 H 及新华 H 分别折价 72%/48%/31%/23%；位于近五年历史后 2% 分位。

图 42：中国太平 P/EV 明显低于上市国内同业



资料来源：公司公告，华金证券研究所（2021 年汇率取 5 月 17 日）

图 43：中国太平近五年 P/EV 走势



资料来源：公司公告，华金证券研究所

前文我们论述过，公司管理层认为公司股价长期偏离基本面，我们依旧采取首次覆盖时的分部估值法，来探寻公司的合理市值/目标价。

- 1) 以纯经营寿险业务的中国人寿 H 和新华保险 H 为参照，截至 2021/05/17 对应 2021E P/EV 均值，分别为 0.33x 和 0.29x，得均值 0.31x，作为公司寿险业务的 P/EV 估值。考虑到国寿 H 和新华 H 目前 P/EV 也处于历史低位，取其均值具备一定的安全边际。
- 2) 以中国财险为公司财产险业务参照对象，取其 0.68x 2021E P/B 为参考。
- 3) 以中再为公司再保险业务参考对象，取其 0.30xP/B 为参考。
- 4) 其他业务为公司净资产总额减去寿险/财产险/再保险净资产，给予 1xP/B。
- 5) 加总得出 2021 年公司调整后 EV 为 891 亿港币，以金控集团估值折扣 8 折计算，得 713 亿港币，对应目标价 19.83 元。相对于 2021/05/17 收盘价约有 44% 的空间。

即便基于保守原则考虑，假设低利率环境持续并且公司投资表现持续不佳，我们将投资收益率假设由 5.0% 调低为 4.0%。对应寿险 EV 采用敏感性分析做出调整，其他分部仍然按照上述步骤，也可推导得出合理市值为 646 亿港币，对应目标价 17.97 元。相对于 2021/05/17 收盘价约有 30% 的空间。

表 2：分部估值测算（单位：亿港元）

亿港元		2021E 中性情景	2021E 悲观情景	备注（截至 2021/05/17 估值倍数）
寿险	长期投资收益率假设	5.0%	4.0%	
	内含价值	1,718.74	1,449.35	
	P/EV	0.31	0.31	新华 H0.29x、国寿 H0.33x，均值 0.31x
	寿险业务价值	533.46	449.85	
境内财产险	净资产	79.45	79.45	
	P/B	0.68	0.68	中国财险 0.68x
	境内产险业务价值	53.73	53.73	
境外财产险	净资产	78.04	78.04	
	P/B	0.68	0.68	中国财险 0.68x
	境内产险业务价值	52.78	52.78	
再保险	净资产	140.53	140.53	
	P/B	0.30	0.301	中再 0.30x
	再保险业务价值	42.30	42.30	
其他	其他业务及合并抵消	208.55	208.55	（集团归母净资产扣除寿/财险/再保险净资产）*1xP/B
	公司价值合计	890.82	807.20	
	金融控股折扣	20%	20%	
	公司合理总市值	712.65	645.76	
	目标价	19.83	17.97	
	目标市值对应 P/EV	0.47	0.43	

资料来源：wind，华金证券研究所（以 2021/05/17 收盘价计）

（二）催化剂：寿险困境反转叠加主动性提升

公司寿险业务在 2020 年下半年显著改善，FYP 同比增长 27.31%、NBVM 回升至 24.6%（上半年仅为 13.4%），NBV 更是大幅增长 53.67%。这预示着，公司最坏的时刻已经过去，从代理人的数量来看，2020 年公司并未像同业出现大幅度脱落，人力规模大概率见底。公司于 2021 年趁热打铁，在 5G 计划之下继续推出“犇”计划，旨在将代理人提质扩量全面推行。

当前乃至未来保险业的竞争，一定是生态圈的竞争，包括产品、渠道和服务等总体性竞争，医养生态圈的作用会愈发凸显。配合人身险长期经营的，是公司医养生态圈的建设，保险作为生态圈中重要一环，是天然的切入口。2019 年公司就正式印发医疗健康养老业务发展规划，吹响了向生态建设的号角，致力于实现保险主业与健康产业有机融合。

公司持续进行代理人优增计划，以科技为支撑，强化“获客-暖客-转化”模式应用。今年以来，公司开展增员“犇计划”，从新人培育、产品配套及津贴待遇方面向新人倾斜。今年 50w 人力对 NBV 反转形成强支撑，表明一个更为主动的太平已经出现。公司目前对应 2021E P/EV 为 0.23x，处于绝对低估。我们采用分部估值法测算，公司合理市值 713 亿元、目标价 19.83 元，维持买入-A 建议。

风险提示

行业：

- 1) 国内长端利率下行，公司寿险业务更为敏感；
- 2) 国内寿险政策收紧超预期
- 3) 海外宏观经济恢复较慢，对公司海外展业影响较大
- 4) （海内外）资本市场大幅震荡，对投资端造成影响

公司：

- 1) 国内宏观经济恢复不及预期，对终端消费端的恢复催化较弱，导致代理人展业较为困难；
- 2) 国内代理人增员不及预期；
- 3) 英国疫情控制不及预期，太平英国持续亏损

财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
已赚保费	208,768	217,843	244,793	283,788	319,931	货币资金					
投资净收益	30,876	46,871	37,126	40,546	43,702	买入返售金融资产					
营业收入	244,528	270,113	287,983	330,708	370,334	交易性金融资产					
退保金						定期存款					
赔付支出						可供出售金融资产					
提取保险责任准备金	112,979	132,417	128,059	142,809	154,218	持有至到期投资					
保户红利支出						长期股权投资	16,221	18,528	19,707	21,681	23,853
手续费及佣金支出	24,004	21,146	23,862	27,400	31,084	资产合计	919,420	1,169,008	1,254,069	1,373,264	1,504,458
业务及管理费	35,278	34,250	38,155	42,979	47,805	保户储金及投资款	56,219	77,039	76,511	83,816	89,891
营业支出	232,963	255,277	270,563	310,864	347,547	未到期责任准备金	19,986	24,058	27,371	30,357	33,691
营业利润	13,326	13,265	17,119	19,513	22,423	未决赔款准备金	22,068	25,467	28,401	31,913	35,921
税前利润	13,326	13,265	17,119	19,513	22,423	寿险责任准备金	534,557	706,785	772,989	849,385	933,376
所得税	783	2,808	6,043	6,499	7,309	长期健康险责任准备金					
净利润	12,543	10,457	11,076	13,014	15,113	应付保单红利					
归属于母公司股东的净利润	9,009	6,549	7,642	9,110	10,579	负债合计	825,363	1,052,395	1,132,331	1,240,371	1,357,528
少数股东损益	3,534	3,908	3,434	3,904	4,534	股本	40,771	40,771	40,771	40,771	40,771
险企财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E	归属于母公司所有者权益合计	76,308	94,457	98,608	107,644	119,013
EPS(元)	2.46	1.82	2.13	2.53	2.94	少数股东权益	17,749	22,156	23,130	25,250	27,917
BVPS(元)	21.23	25.22	27.44	29.95	33.11	所有者权益合计	94,057	116,613	121,738	132,894	146,930
EVPS(元)	44.56	52.94	61.29	70.44	81.34	内含价值 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE(X)	5.62	7.57	6.49	5.44	4.69	调整后净资产	107,390	135,490	164,173	196,042	232,273
PB(X)	0.65	0.55	0.53	0.46	0.42	扣偿后有效业务价值	98,008	113,119	121,903	132,742	147,370
P/EV	0.31	0.26	0.23	0.20	0.17	内含价值	205,398	248,609	286,076	328,785	379,643
						一年新业务价值	10,511	8,784	10,839	14,628	17,957

资料来源: wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn