



Research and
Development Center

预定利率下调后的保险新周期

非银金融行业

2023年8月19日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

预定利率下调后的保险新周期

2023年8月19日

本期内容提要:

- 我国保险产品预定利率确定机制主要经历三大阶段: 1) 1999年之前, 预定利率基本与央行基准利率挂钩; 2) 1999-2012年: 实行统一预定利率, 在此期间寿险保单(包括含预定利率因素的长期健康险保单)的预定利率调整为不超过年复利2.5%; 3) 2013年至今: “放开前端, 管住后端”的费率市场化阶段, 2013年开始“普通型、万能型、分红型”三步走路线逐步开启费率市场化改革, 预定利率较前期有所上调。2023年7月底后, 普通型人身险开启3.0%产品定价利率新周期。
- 复盘历史, 保险业历次预定利率调整均影响深远。1) 1993-1999年高预定利率引发“利差损”问题, 预定利率快速下调。从1996年5月起至2002年2月随着央行连续下调基准利率, 寿险产品的预定利率也同步下调, 但调整仍明显滞后于银行存款利率的调整。2) 2000-2012年: 预定利率维持低位, 新型人身险产品快速发展。2000年开始, 寿险产品结构逐渐从以传统寿险为主的单一产品结构发展为相对多元的产品结构, 其中分红险和万能险为代表的非保证收益产品逐步取代传统寿险成为市场主流产品。3) 2013-2018年: 预定利率市场化开启, 行业规模快速增长。2013年-2015年人身险“三步走”费率改革完成, 伴随着代理人资格考试的取消, 普通型人身保险产品实现快速增长, 分红险经历调整后发展较快。4) 2019年至今: 预定利率逐步下调收紧, 行业有望进入发展新周期, 我们认为分红险有望成为下一个主流险种。
- 利率下行周期中日本寿险业的应对: “开源”与“节流”。我们认为利差损的本质并非单纯的高预定利率, 而是资产负债匹配管理的不足。利率下行周期中, 更加考验保险公司负债端和资产端的联动。从日本寿险业在利率下行周期的应对来看, 主要通过“开源”和“节流”两大方式应对: 1) “节流”: 从负债端入手, 降低预定利率及负债成本, 日本寿险业产品预定利率从20世纪80年代的6%左右水平降至1999年2%左右水平, 负债成本降低从而缓解利差损风险。2) “开源”: 负债端调整产品结构, 增加死差益和费差益, 同时投资端进行结构优化, 增配有价证券应对利差损。
- 后3.5%产品时代的新周期: 产品、渠道、监管、资产负债匹配和行业格局均有望产生深远影响。1) 产品: 分红险有望成为下一个主流产品, 占比有望逐步提升, 同时分红险实现率将有望成为重要的产品竞争力指标, 而各大险企经营分红险的策略有望分化; 2) 渠道: 个人人力进一步出清, 银保有望迎来第二发展曲线。各大险企有望坚持高质量代理人路线, 同时分红险的发展有望助力银保渠道规模和价值贡献进一步提升; 3) 监管: 分类监管、功能监管和穿透式监管有望进一步加强, 保险业风险管理能力有望提升; 4) 资产负债: 利差损的应对和“资产驱动负债”模式有望持续弱化。新会计准则和偿二代二期工程等制度体系的实施等对保险公司资产负债管理提出了更高要求, 我们认为强化“保险姓保”原则下, “资产驱动负债”发展模式或进一步弱化; 5) 行业格局: 分红险的运作机制和投资对险企提出更高要求, 头部险企有望更为受益, 行业格局“马太效应”有望进一步增强。
- 投资建议: 我们认为寿险行业流量驱动时代已经逐步过去, 预定利率下调契机下, 寿险行业有望迎来发展模式的变革与重塑。预定利率下调后的寿险市场, 更加考验稳健、长期经营能力, 我们认为分红险经营经验

丰富、投资能力稳健、资本金实力较强的头部上市险企有望更为受益。我们坚定认为经济企稳修复预期下保险板块后续有望继续表现，标的方面短期依旧首推负债端改革居前的太保，整体业绩稳健且投资端弹性较大的中国人寿，重点关注中国平安和新华保险。

- **风险因素：**宏观经济持续下行，险企渠道改革不及预期，险企新开发产品不及预期，居民财富增长不及预期，长期利率下行超预期。

投资聚焦	6
一、我国保险产品预定利率确定机制主要经历三大阶段	6
1.1 1999年之前：预定利率基本与央行基准利率挂钩	6
1.2 1999-2012年：实行统一预定利率	7
1.3 2013年-至今：“放开前端，管住后端”的费率市场化阶段	7
二、复盘历史：保险业历次预定利率调整均影响深远	8
2.1 1993-1999年：高预定利率引发“利差损”问题，预定利率快速下调	8
2.2 2000-2012年：预定利率维持低位，新型人身险产品快速发展	10
2.3 2013-2018年：预定利率市场化开启，行业规模快速增长	11
2.4 2019年-至今：预定利率逐步下调收紧，行业逐步进入新发展周期	13
三、利率下行周期中日本寿险业的应对：“开源”与“节流”	13
3.1 “利差损”的本质并非过高的预定利率，而是资产负债匹配管理的不足	13
3.2 “节流”：从负债端入手，降低预定利率及负债成本	14
3.3 “开源”（一）：调整产品结构，增加死差益和费差益弥补利差损	15
3.4 “开源”（二）：投资端的结构调整与优化	16
四、后 3.5%产品时代的新周期：产品、渠道、监管、资产负债及行业格局	17
4.1 产品：分红险有望成为主力产品之一，占比有望逐步提升	18
4.1.1 以分红险为代表的非保证收益产品占比有望逐步提升	18
4.1.2 分红险实现率有望成为重要的产品竞争力指标	20
4.1.3 上市险企分红险业务占比不一，后继业务策略或有所分化	20
4.2 渠道：个险人力进一步出清，银保有望迎来发展第二曲线	23
4.2.1 个险高质量代理人数量和人均产能持续提升	23
4.2.2 银保：分红险销售经验丰富，有望进入发展第二曲线	23
4.3 监管：分类监管、功能监管和穿透式监管	24
4.3.1 分类监管：人身险公司分 5 类监管，有望塑造行业发展新格局	24
4.3.2 保险业功能监管和穿透式监管进一步加强，有望推动保险业风险管理能力提升	25
4.4 资产负债：利差损的应对与“资产驱动负债”模式的持续弱化	26
4.4.1 内外部复杂环境对保险公司资产负债管理提出高要求和紧迫性	26
4.4.2 偿二代二期实施，提升对保险资产配置稳健性及资金运用能力的要求	27
4.4.3 新会计准则 IFRS9 和 IFRS17 实施对资产负债管理的影响	27
4.5 行业格局：头部险企“马太效应”有望凸显	29
五、投资建议	30
六、风险因素	30

表目录

表 1：我国银行存款利率与寿险保单预定利率比较	8
表 2：传统寿险产品和新型寿险产品比较	10
表 3：韩国、美国、英国和日本代表性利率与寿险产品设定利率比较	14
表 4：日本寿险预定利率变化（%）	15
表 5：预定利率下调对分红险收益率的影响示例	18
表 6：分红险实现率披露相关要求	19
表 7：分红保险产品信息披露规则	20
表 8：部分已公布分红险实现率的公司红利情况统计	20
表 9：保险公司权益类资产配置比例与偿付能力挂钩	27
表 10：IFRS 9 与 IFRS 17 联动下分账户的资产负债管理（示例）	29

图目录

图 1：银行一年定期存款利率变化及历史代表性降息区间	6
图 2：保险产品预定利率历年调整	7
图 3：1993年-2007年一年期定期存款利率与寿险产品预定利率变动情况	9
图 4：1992-1999年中国 GDP 增速有所放缓	9
图 5：1993-1995年期间 CPI 当月同比维持高位	9
图 6：2000-2007年我国寿险产品保费收入（亿元）	10
图 7：2000-2007年我国寿险保费收入结构	10
图 8：2009-2020年人身险各类型产品保费规模（亿元）及分红险保费增速	11
图 9：2009-2020年人身险各类型产品保费占比变化	12
图 10：2016年万能险保费达到近 10 年高峰，之后逐渐走弱	13
图 11：月度保户投资款新增交费（亿元）及同比增速	13

图 12: 中国与发达国家的 10 年期国债利率曲线	14
图 13: 日本险企保单平均预定利率、资产平均投资回报率 (截至 2000 年 3 月)	15
图 14: 1999-2002 年日本寿险业三差构成 (十亿日元)	15
图 15: 日本人身险的产品种类和结构 (%)	16
图 16: 20 世纪 90 年代日本寿险公司减配放款并增配有价证券 (%)	16
图 17: 日本资产配置结构 (2006-2021)	17
图 18: 日本有价证券配置结构 (2006-2021)	17
图 19: 预定利率下调后, 寿险行业发展有望进入新阶段 (人身险原保费收入, 亿元)	18
图 20: 非分红产品的公司预期利润和账户收益示意图	19
图 21: 分红产品的公司预期利润和账户收益示意图	19
图 22: 中国平安各险种规模保费 (百万元) 及分红险保费增速	21
图 23: 中国平安近年来分红险保费占比呈下降趋势	21
图 24: 新华保险分险种保险业务收入 (百万元)	21
图 25: 新华保险近年来分红险保费占比相对稳定	21
图 26: 人保寿险分红险保费收入 (亿元) 及增速	22
图 27: 人保寿险自 2018 年起分红险重新成为主力险种	22
图 28: 中国人寿保单红利支出及总投资收益率	22
图 29: 中国平安保单红利支出及总投资收益率	22
图 30: 中国太保保单红利支出及总投资收益率	22
图 31: 新华保险保单红利支出及总投资收益率	22
图 32: 个险代理人下滑趋于钝化 (单位: 万人)	23
图 33: 中国平安代理人渠道持续打造“三高”队伍	23
图 34: 中国太保核心人力产能及收入均同比提升	23
图 35: 主要险企近年来银保渠道保费变化 (亿元)	24
图 36: 主要险企银保渠道近年来保费增速	24
图 37: 人身险公司分类监管, 经营业务范围与风险等级挂钩	25
图 38: 2022 年 70 家险企 SARMRA 现场评估得分分布	26
图 39: 2022 年 70 家险企 SARMRA 现场评估得分分布	26
图 40: 主要上市险企历年退保率 (%)	29
图 41: 中国平安近 10 年平均投资收益率高于 5% 的内含价值长期投资回报假设	29
图 42: 头部险企历年寿险保费占比及占比行业比例 (亿元)	30

投资聚焦

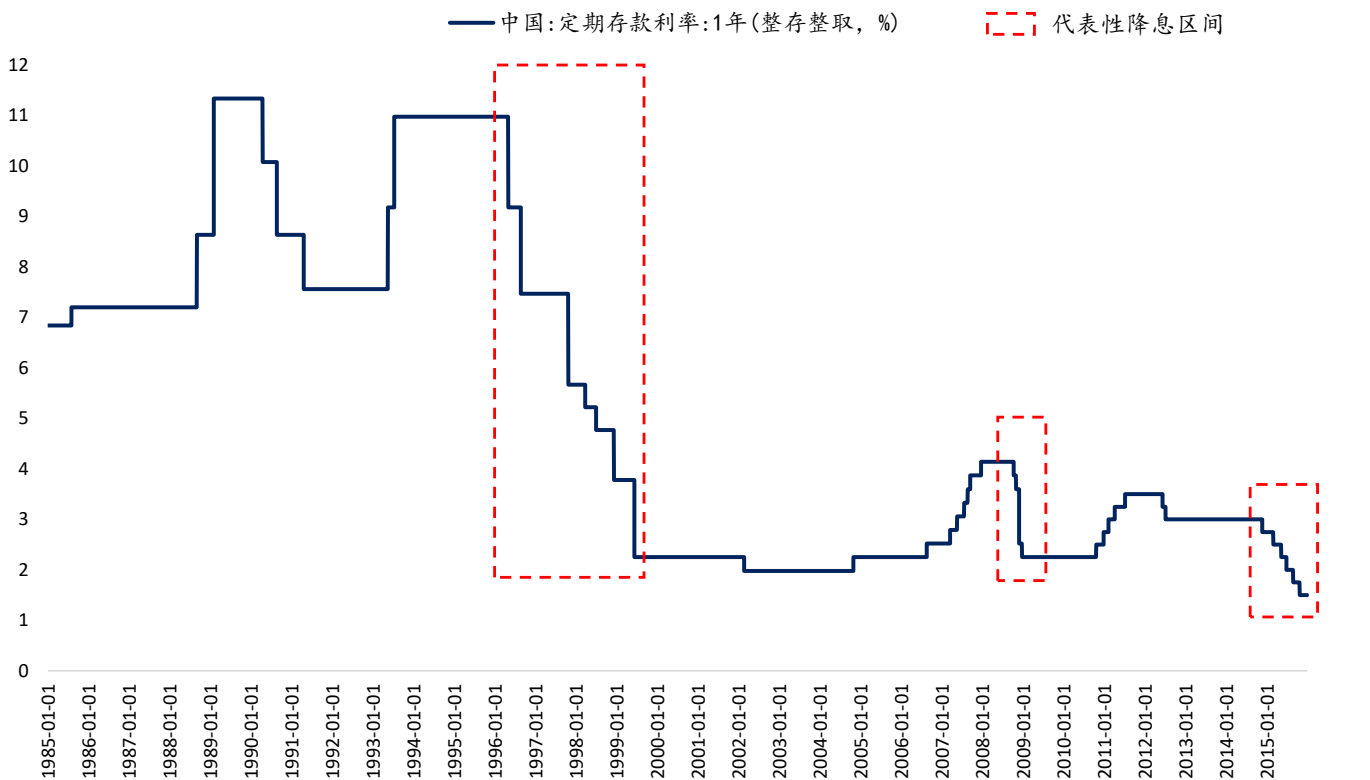
本文与市场已有研究成果的不同之处在于：1) 深度复盘我国保险产品预定利率的确定机制和历次调整的背景和影响，通过历史复盘来展望下一阶段我国寿险行业发展的特征；2) 回顾了 90 年代日本寿险业在利率下行周期的应对历史和启示；3) 从产品、渠道、监管、资产负债和行业格局等多维度深度分析预定利率下调后的寿险发展新周期，完整覆盖寿险行业的全面维度，在新会计准则正式实施的背景下，基于资产负债管理的理论探讨了资产和负债的联动，从而为投资者在利率下行周期我国险企如何应对低利率环境的产品体系和资产配置策略提供相应的分析维度和启示。

一、我国保险产品预定利率确定机制主要经历三大阶段

1.1 1999 年之前：预定利率基本与央行基准利率挂钩

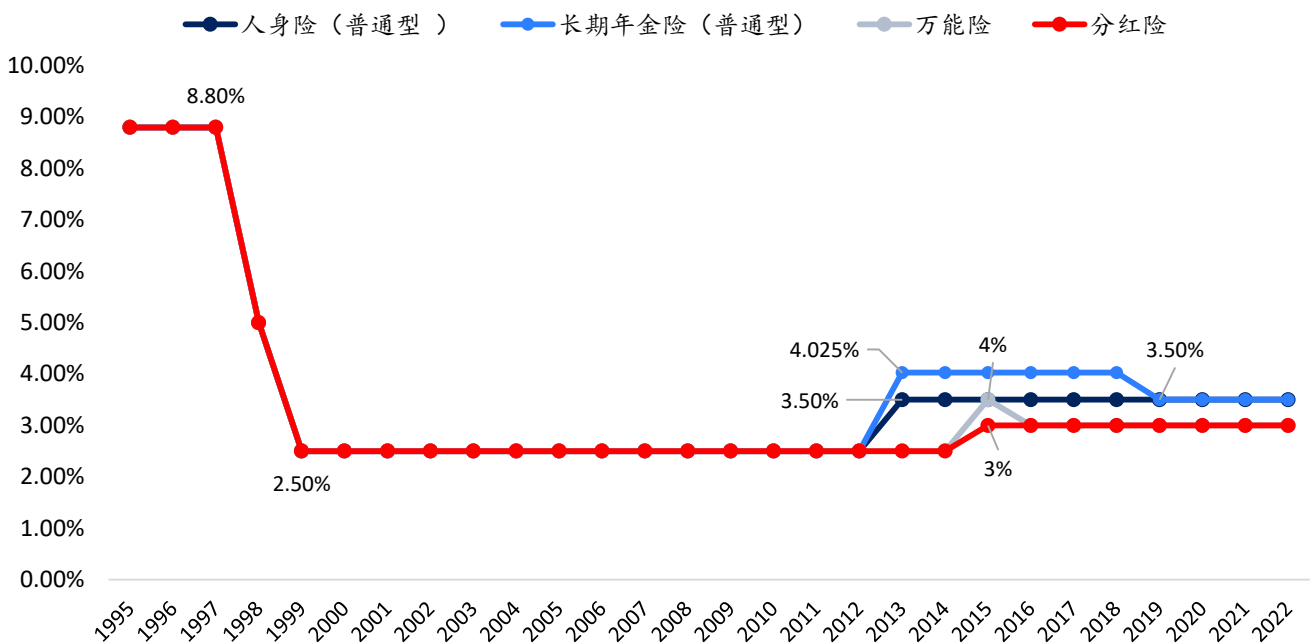
我国保险业从 1978 年复业后初期，产品的预定利率无明确限制，当时我国人身险公司产品预定利率大多与央行基准利率挂钩，人身保险产品的预定利率通常以同期一年期银行储蓄利率作为参照，1982-1989 年预定利率基本处于 6%-7.5% 的高位区间。1988 年 9 月后面，为应对经济波动和稳定经济形势，央行实行保值储蓄逐步提高储蓄存款利率，1989 年 2 月 1 日，一年期存款利率达到当时最高的 11.34%。

图 1：银行一年定期存款利率变化及历史代表性降息区间



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1989 年年底之后，随着经济形势的变化，银行储蓄存款利率不断下调，期间虽有短期上调，但 1996 年 5 月至 2002 年 2 月，央行连续八次下调基准利率，一年期存款利率由 10.98% 不断下调至 1.98%。在此期间，尽管监管部门在 1999 年之前已经多次下调寿险产品预定利率，但下调后的预定利率规定只作用于新签发的保单，寿险公司仍签发了大量预定利率在 8% 以上、期限超过 20 年的保单。

图 2：保险产品预定利率历年调整


资料来源：13 个精算师公众号，信达证券研发中心

1.2 1999-2012 年：实行统一预定利率

1999 年 6 月，原保监会发布《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》，提出鉴于银行利率连续降低，将寿险保单(包括含预定利率因素的长期健康险保单)的预定利率调整为不超过年复利 2.5%，并不得附加利差返还条款。各公司不得再签发预定利率超过上述规定的寿险保单。原保监会出台的监管政策及时控制了利差损的快速增长，使当时监管之下的寿险公司资金流动性风险明显降低，促进了寿险行业的健康发展。

1.3 2013 年-至今：“放开前端，管住后端”的费率市场化阶段

“普通型、万能型、分红型”三步走路线逐步开启费率市场化改革。2013 年开始，金融机构贷款利率下限放开后，人身险费率市场化改革开启，保险产品预定利率监管有所放开。原中国保监会按照“放开前端，管住后端”的基本思路，稳步推进人身保险费率政策改革，建立起了符合社会主义市场经济规律的费率形成机制。1)“**放开前端**”：将前端产品的定价权交还给保险公司，产品预定利率(或最低保证利率)由保险公司根据市场供求关系自主确定；2)“**管住后端**”：准备金评估利率由监管部门根据“一篮子资产”的收益率和长期国债收益率等因素综合确定，通过后端控制和前端合理调整定价来管控风险。在此原则下，**原保监会确定了“普通型、万能型、分红型”三步走的改革路线**，并于 2013 年率先放开了普通型人身险产品的预定利率。

“**放开前端，管住后端**”，普通型人身险费率市场化率先开启。2013 年 8 月，原保监会发布了《关于普通型人身险产品费率政策改革有关事项的通知》(保监发【2013】62 号)，正式启动人身险费率改革，**放开普通型人身险预定利率**，由保险公司按照审慎原则自行决定，不再执行 2.5% 的上限限制。费率改革后，新签发的普通型人身险保险保单，法定责任准备金评估利率不得高于保单预定利率和 3.5% 的小者。同时，为了支持养老保险业务的发展，原保监会规定 2013 年 8 月 5 日及之后签发的普通型养老年金或保险期间为 10 年及以上的其他普通型年金保险，保险公司采用的法定责任准备金评估利率可适当上浮，上限为法定评估利率的 1.15 倍和预定利率的小者。

万能险和分红险产品预定利率放开，进一步加强费率市场化改革。2015 年 2 月，原保监会发布《关于万能型人身险产品费率政策改革有关事项的通知》(保监发【2015】19 号)，**规定万能型人身险产品的最低保证利率由**

险公司按照审慎原则自行决定，评估利率上限为年复利 3.5%。2015 年 9 月，原保监会发布《关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知》，分红型人身保险的预定利率由保险公司按照审慎原则自行决定，分红险未到期责任准备金的评估利率为定价利率和 3% 的小者。

二、复盘历史：保险业历次预定利率调整均影响深远

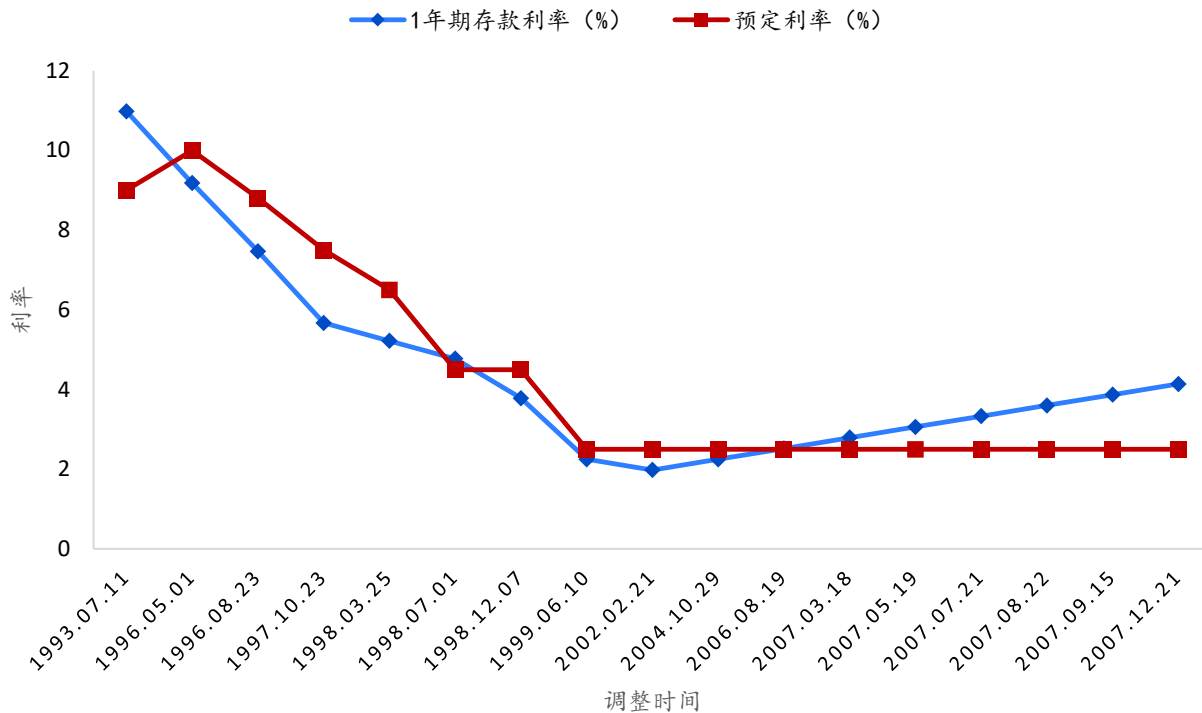
2.1 1993-1999 年：高预定利率引发“利差损”问题，预定利率快速下调

1999 年之前，国内寿险公司的产品定价预定利率大多与央行基准利率挂钩。改革开放以来，我国 80 年代曾长期处于高利率环境之下，一年期存款基准利率最高曾达到 11.34%，因此 1999 年之前，国内寿险公司的产品预定利率也处于较高水平。

表 1：我国银行存款利率与寿险保单预定利率比较

时间	一年期银行利率 (%)	时间	寿险保单预定利率 (%)
1993.07.11-1996.08.22	10.98		
1996.08.23-1997.10.22	7.47	1997 年之前	8-8.8
1997.10.23-1998.03.24	5.67	1997.12-1998.03	7.5
1998.03.25-1998.06.30	5.22	1998.03-1998.10	6-6.5
1998.07.01-1998.12.06	4.77		
1998.12.07-1999.06.09	3.78	1998.10-1999.06	5
1999.06.10-2002.02.20	2.25	1999.06 之后	2.5
2002.02.21-2004.10.28	1.98		
2004.10.28	2.25		

资料来源：Wind，王文君《我国保险业利差损问题研究》，《中国金融年鉴》1997 年-2003 年及各期中国人民银行人民币存款利率表，信达证券研发中心

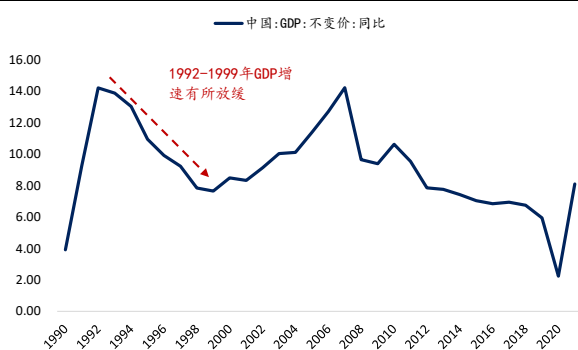
图 3：1993 年-2007 年一年期定期存款利率与寿险产品预定利率变动情况


资料来源: Wind, 付宏《中国寿险公司利率风险的实证研究》, 信达证券研发中心

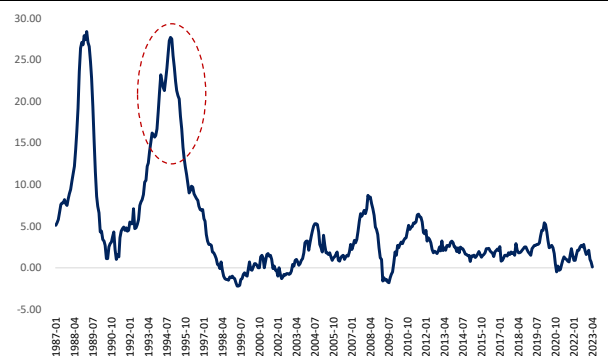
从“九五”期间开始, 随着我国宏观经济的调整, 从 1996 年 5 月起至 2002 年 2 月, 央行连续八次下调基准利率, 一年期存款利率从 10.98% 逐步降低到 1.98%, **在此背景下寿险产品的预定利率也同步下调, 但我国寿险保单预定利率的调整明显滞后于银行存款利率的调整。**从 1997 年之前的 8%-8.8% 水平逐步降低到 1999 年 6 月后的 2.5%。但不断下调的产品预定利率只适用于新业务, 存量产品和续期业务仍使用原有较高的产品预定利率, 因此这类业务逐渐产生利差损问题。

在 1993-1994 年通胀水平较高期间, 部分保单预定利率超过 10%。由于 1996 年开始银行利率不断下调, 1997 年底中国人民银行颁布了寿险费率的管理规定, 对保险产品的定价利率加强了必要限制, 将预定利率范围限制在 7.5%-8.8%, 在此期间各保险公司为抢占业务份额仍大多采用 8.8% 的产品预定利率。

1999 年 6 月, 原保监会发布《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》, 提出鉴于银行利率再次降低, 决定将寿险保单 (包括含预定利率因素的长期健康险保单) 的预定利率调整为不超过年复利 2.5%, 并不得附加利差返还条款, 并且保险公司不得再签发预定利率超过上述规定的寿险保单。

图 4：1992-1999 年中国 GDP 增速有所放缓


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：1993-1995 年期间 CPI 当月同比维持高位


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 2000-2012 年：预定利率维持低位，新型人身险产品快速发展

1999 年 6 月，原中国保监会规定所有寿险产品预定利率不得超过 2.5%，并开始停售过去预定利率超过 2.5% 的寿险产品，为应对金融环境的变化，不断提升保险产品的吸引力，保险公司逐步开始开发新型人身险保险产品来满足客户需求，寿险行业开始逐步进入创新发展阶段。

表 2：传统寿险产品和新型寿险产品比较

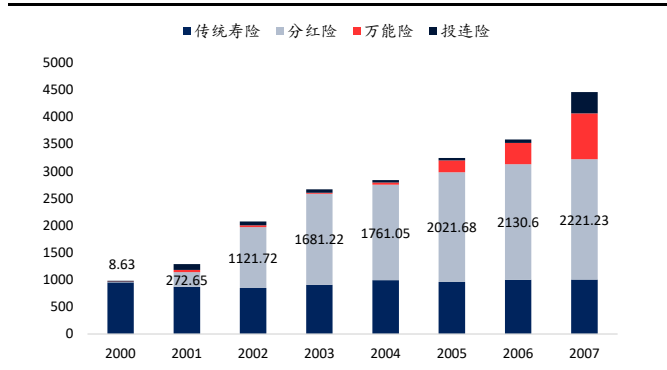
项目	传统寿险	分红险	投资连结型保险	万能寿险
功能	保障为主，辅以储蓄	储蓄为主，分红为辅	保障兼具投资理财	投资为主，保障为辅
资金运作	无独立账户，统一运作	独立账户，单独运作	普通账户+独立账户单独运作	普通账户+独立账户单独运作
风险承担	保险公司承担风险	客户、公司共担风险	客户承担风险	客户与保险公司共担投资风险
风险及客户偏好	保费较低，适合收入低者的保障需求	红利的安排提高客户的购买兴趣	相对高风险、高收益，适合具有承受能力的风险爱好者	最低保障利益和高回报可能，对客户吸引力较大

资料来源：潘芹《我国寿险产品结构优化研究》，信达证券研发中心

寿险产品创新开始逐渐成为寿险市场主旋律，各个寿险公司都开始加大了新产品开发的力度，分红险、万能险和投资连结险等险种应运而生。1999 年 10 月，中国平安推出了投资理财型寿险产品“平安世纪理财保险”，在这之后投资连结险、分红寿险、万能寿险等被各家寿险公司先后推出。从此阶段开始，我国寿险产品类型开始一分为二，即传统寿险产品和创新型寿险产品，创新性产品为寿险行业发展不断注入新的活力。

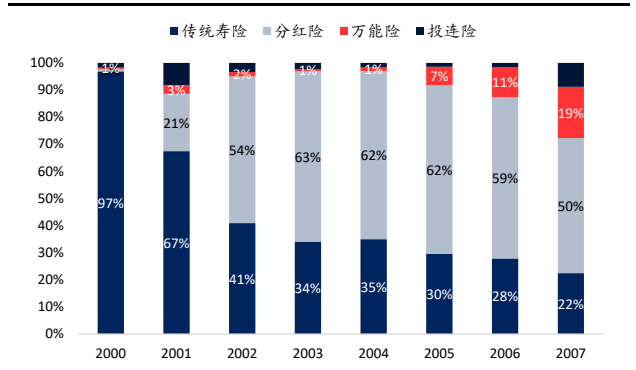
回顾本阶段保费特征：1) 以分红险为代表的新型产品从 2000 年开始获得快速发展，2000 年分红险保费仅 8.63 亿元，随后 2001 年便快速增长至 272.65 亿元。从 2001 年开始分红险进一步加速发展，分红险保费从 2001 年的 272.65 亿元快速增长到 2007 年的 2221.23 亿元，6 年间分红险保费年均复合增速达到 41.9%，保费占比从 2001 年的 21% 快速增长到 2003 年的 63%，2003-2006 年寿险保费中分红险保费占比维持在约 60% 的高位水平，2007 年有所下滑，但占比仍达到 50%。2) 新型人身险产品（分红险、万能险和投连险），保费占比从 2000 年的仅仅 3% 快速增长至 2002 年的 59%，超过传统寿险保费占比，2007 年新型人身险产品保费占比达 78%。

图 6：2000-2007 年我国寿险产品保费收入（亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 7：2000-2007 年我国寿险保费收入结构



资料来源：iFind，信达证券研发中心

从产品结构看，预定利率下调后十余年中国保险业发展的主要动力来自于新型产品。2000年以前，我国寿险市场主要以普通型人身险产品为主，1996年开始的银行一年期储蓄利率的连续降低使寿险公司逐渐面临“利差损”风险。2000年开始，寿险产品结构逐渐从以传统寿险为主的单一产品结构发展为相对多元的产品结构，其中分红险和万能险为代表的非保证收益产品逐步取代传统寿险成为市场主流产品。

2.3 2013-2018年：预定利率市场化开启，行业规模快速增长

我国利率市场化进程逐步推进，进入21世纪后，中国人民银行也多次调整基准利率，2007年央行曾6次上调基准利率，2013年7月20日，全面放开了对金融机构贷款利率管制，进一步刺激经济增长，2015年8月26日，中国人民银行放开了一年期以上定期存款利率的浮动上限，这是利率市场化改革的一大进步，使商业银行有了更多的自主权，便于其提高存款利率吸引储户。同年10月，不再设置对商业银行、农村合作金融机构、村镇银行、财务公司等金融机构的存款利率浮动上限，这标志着我国利率管制基本放开，金融市场主体可按照市场化的原则自主协商确定各类金融产品定价。

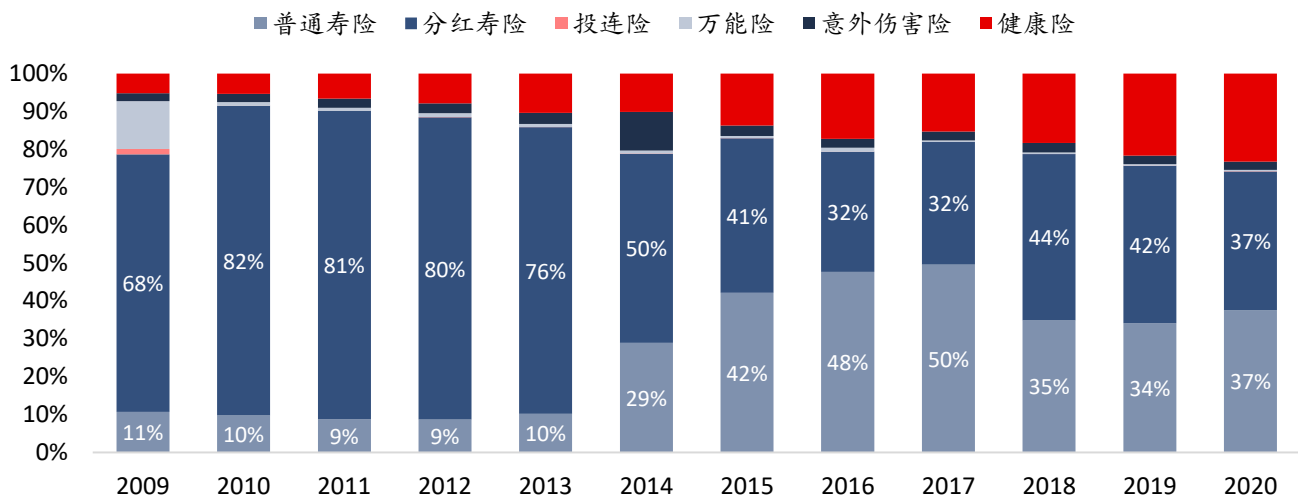
分红型人身险预定利率调整落地标志着人身险“三步走”费率改革完成。2013年，原保监会公布了人身险“普通型、万能型、分红型”分三步走的费率改革路线。保监会相继在2013年8月和2015年2月放开了对普通型人身险的预定利率和万能型人身保险最低保证利率的限制，2015年9月原保监会下发了《关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知》，规定分红型人身险的预定利率由保险公司自行决定，分红型人身险预定利率改革的落地也标志着人身险“三步走”费率改革的完成。

预定利率放开后，普通型人身保险产品实现快速增长，分红险经历调整后发展较快。1) 产品结构方面，普通型人身保险产品预定利率的放开后，逐渐激活定期寿险、终身寿险、两全保险、重大疾病保险等具有固定回报的普通型人身险产品的需求，2014-2017年普通型人身险保费复合增速CAGR达45.4%，2013-2017年年寿险市场中普通型人身保险产品占比不断提升，从2013年的10%提升至2017年的50%，2015年期普通型人身险成为行业占比最高的险种。2) 分红险经历了2014年、2015年连续两年保费负增长，短暂调整后重新实现正增长，2016年-2019年连续4年实现保费正增长，2013-2018年分红险保费复合增速仍达7.0%。

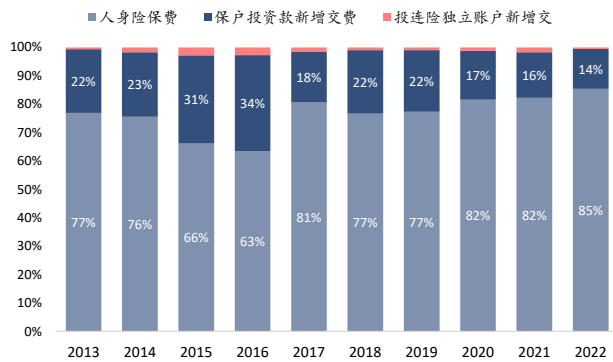
图 8：2009-2020 年人身险各类型产品保费规模（亿元）及分红险保费增速



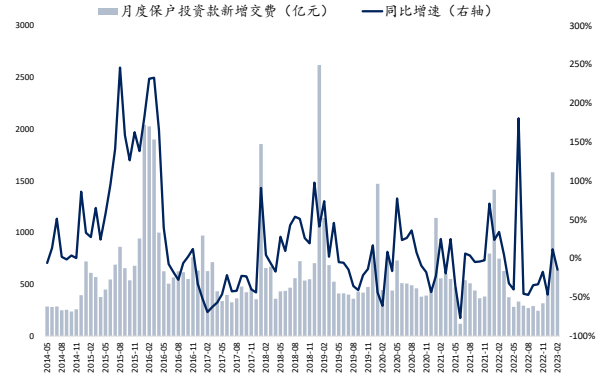
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 9：2009-2020 年人身险各类型产品保费占比变化


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 10: 2016 年万能险保费达到近 10 年高峰, 之后逐渐走弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 月度保户投资款新增交费 (亿元) 及同比增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.4 2019 年-至今: 预定利率逐步下调收紧, 行业逐步进入新发展周期

2019 年 4.025% 预定利率定价年金产品停售, 监管着眼行业长期利差损。2019 年 9 月, 原银保监会为深化金融供给侧结构性改革, 守住不发生系统性风险底线, 银保监会发布了《中国银保监会办公厅关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》(以下简称《通知》), 《通知》进一步完善了人身保险业责任准备金评估利率形成机制, 并决定对人身保险业责任准备金评估利率进行调整: 1) 2013 年 8 月 5 日及以后签发的普通型人身保险保单评估利率上限为年复利 3.5% 和预定利率的较小者; 2) 分红型人身保险责任准备金的评估利率上限为年复利 3% 和预定利率的较小者; 万能型人身保险责任准备金的评估利率上限为年复利 3%。

3.0% 产品定价利率新周期开启, 降低负债成本利好行业长期发展。2023 年 4 月, 财联社报道监管召集相关险企进行窗口指导, 其主要着眼点在于控制和防范人身险利差损风险, 要求新开发产品的定价利率从 3.5% 降到 3.0%, 其主要思想是“市场有效, 监管有为, 主体调节在先, 控制节奏, 实现软着陆”。2023 年 7 月 19 日, 财联社报道, 监管近日正陆续电话通知, 对险企进行窗口指导, 内容是要求在 7 月 31 日前下架定价利率大于 3.0% 的保险产品, 包括重疾险等, 以及保底 2% 以上的万能险产品。我们认为, 短期内保费波动虽然难以避免, 客户和保司自身均需要一定时间进行适应和调整, 但是当前市场环境下保险产品有望凭借稳定收益或保障等属性维持需求的稳步上升, 后续产品供给端亦有望逐步丰富, 分红险、健康险、终身寿等产品有望推动产品结构不断优化。

三、利率下行周期中日本寿险业的应对: “开源” 与 “节流”

3.1 “利差损” 的本质并非过高的预定利率, 而是资产负债匹配管理的不足

利率下行周期中, **更加考验保险公司负债端和资产端的联动。**1) 一方面, 险企负债端需要充分考虑资产端的投资收益压力, 主动加快结构调整和优化, 在重点发展高价值的长期期交业务和保障类产品的同时, 需要审慎地进行产品定价, 最大限度地降低保险业务的获取成本。2) 另一方面, 资产端需要在利率下行、优质长久期非标资产供给减少等背景下配置更多优质长久期资产。

图 12: 中国与发达国家的 10 年期国债利率曲线


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 “节流”: 从负债端入手, 降低预定利率及负债成本

我们认为, 利差损的关键不一定全在过高的预定利率, 核心在于资产负债管理的不充分, 但过高的预定利率是重要的影响因素, 同时也是应对“利差损”问题较为直接的切入因素。激进的预定利率策略尽管可能扩大寿险业务, 但是也使寿险经营潜伏着较大的“利差损”风险。

表 3: 韩国、美国、英国和日本代表性利率与寿险产品设定利率比较

	韩国	美国	英国	日本
代表性市场利率 (1)	5.3-5.9	5.7-6.9	5.1-8.2	1.54-3.4
预定利率 (2)	5.5-6.5	3.0-4.5	4	1.5-2.15
(2) / (1), %	93.2-122.6	53-65	49-78	63-97
平均, %	107.9	59.0	63.5	80.0

资料来源: 王文君《我国寿险业利差损问题研究》, 信达证券研发中心; 注: 代表性市场利率, 韩国为 2001 年 8 月 1 日—18 日 5 年期政府债券收入, 其他国家为 1995-1999 年 10 年期政府债券收益平均值

资产价格快速下跌及前期积累的高预定利率保单使日本寿险公司遭遇利差损危机。20 世纪 90 年代初, 日本经济泡沫破裂, 股价和房地产价格持续下跌, 同时日本国内利率进入快速下行区间, 迅速进入低利率时代。日本寿险公司在此期间面临权益和不动产投资敞口的大幅资产减值, 利息收入的下降和坏账的激增, 同时自 1985 年广场协议以来, 日元的不断升值使日本寿险业海外资产减值严重, 再加上遭遇美国“第三次房地产危机”导致日本海外投资亏损严重。快速下行的利率、国内和海外投资的双重打击使日本寿险业在此期间投资收益快速降低, 泡

沫经济时期寿险公司销售的大量高预定利率保险产品~~在低利率时代带来了“利差损”难题。~~

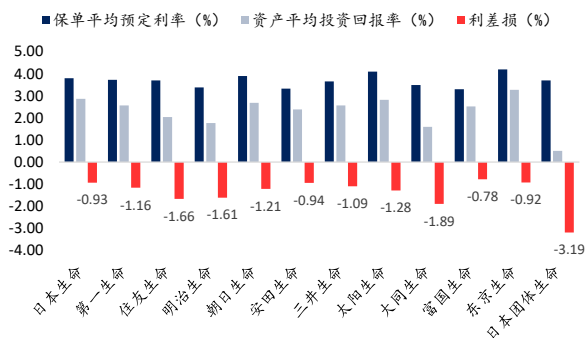
表 4：日本寿险预定利率变化（%）

保险期间	1946	1952	1976	1981	1985	1990	1993	1994	1996	1999	2001	2002
10 年以下	3.0	4.0	5.5	6.0	6.25	5.75	4.75	3.8	2.8	2.0	1.5	0.75-1.5
10-20 年				5.5	6.0	5.5						
20 年以上			5.0	5.0	5.5							

资料来源：蔡震《利率市场化对我国寿险市场产品定价策略的影响》，信达证券研发中心

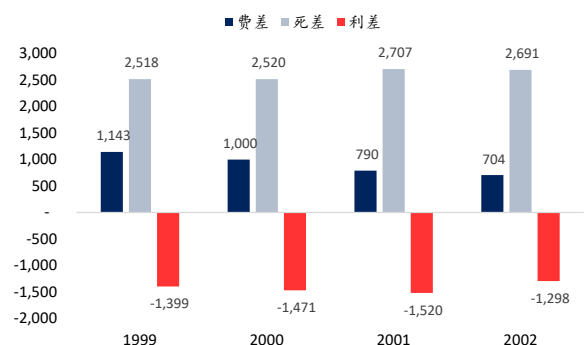
日本寿险业通过降低产品预定利率来应对利差损危机。20 世纪 80-90 年代，日本寿险业的预定利率保持高位，最高时达到 6.25%，并长期维持在 5% 左右水平。20 世纪 90 年代开始，随着日本经济泡沫的破裂，日本银行存贷款利率从 1991 年 7 月开始下调，到 1995 年跌至 0.5%，随后 2000 年 8 月开始正式实施零利率政策。在此背景下，日本寿险业为应对低利率和利差损也纷纷调低了保单的预定利率来降低负债成本，产品预定利率从 20 世纪 80 年代的 6% 左右水平降至 1999 年 2% 左右水平，部分寿险公司甚至将保单预定利率降至 2% 以下来缓解产品的负债成本压力。

图 13：日本险企保单平均预定利率、资产平均投资回报率（截至 2000 年 3 月）



资料来源：赵家敏、苏莉《从资产负债管理看日本寿险业的利差损问题及对我国的启示》，信达证券研发中心

图 14：1999-2002 年日本寿险业三差构成（十亿日元）

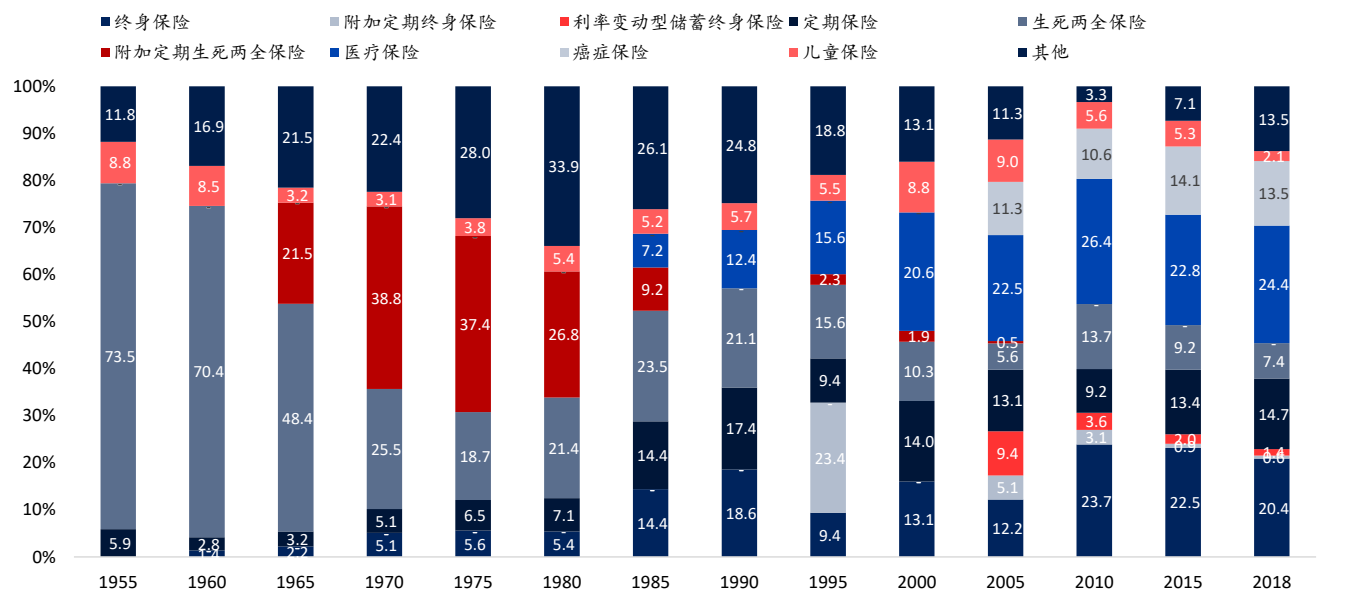


资料来源：万峰等《日本寿险业研究》，信达证券研发中心

3.3 “开源”（一）：调整产品结构，增加死差益和费差益弥补利差损

日本在 20 世纪 90 年代寿险业危机中，通过一系列调整产品结构的措施，不断增加死差益和费差益来对冲利差损。1) 大力发展第三领域产品（健康险/医疗险），增加死差异。日本当时设计第三领域产品时采取更加保守的生命表，从而使定价更加充分，死差益和价值率较高。另外，随着日本 90 年代老龄化的加深和预期寿命的延长，长寿风险需求逐步超过死亡风险，第三领域产品因此获得快速发展。2) 提高运营效率，不断增加费差益。日本寿险公司在调整产品结构的同时，通过对办公费用的优化控制、营业场所的关闭等措施大幅削减经营费用，并通过绩效激励的优化等措施提高投入产出比来提升整体经营效率，增加费差益。¹

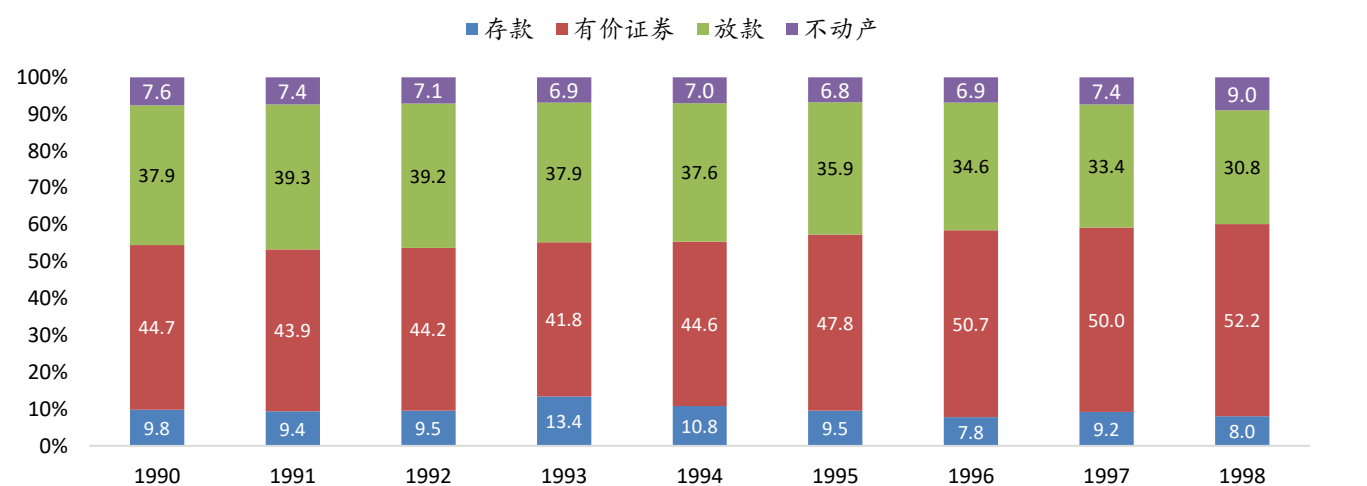
¹ 孙正华《日本寿险业破产潮危机对我国的借鉴和启示》

图 15: 日本人身险的产品种类和结构 (%)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

3.4 “开源” (二): 投资端的结构调整与优化

利率下行周期日本寿险业减配放款，增配有价证券应对利差损。20 世纪 80 年代末开始，日本寿险业资产端因为遭受了资产价格泡沫破裂，尤其是股票市场的剧烈调整，开始对风险资产投资较为谨慎，在利率下行周期和资产泡沫破裂阶段，日本寿险业资产组合中存放款的比例持续减少，其中放款占比从 1991 年的 39.3% 逐渐降至 1998 年的 30.8%。同时，包含债券和股票资产的有价证券占比从 1991 年的 43.9% 逐步增加至 1998 年的 52.2%。²

图 16: 20 世纪 90 年代日本寿险公司减配放款并增配有价证券 (%)


资料来源: 赵家敏、苏莉《从资产负债管理看日本寿险业的利差损问题及对我国的启示》，信达证券研发中心

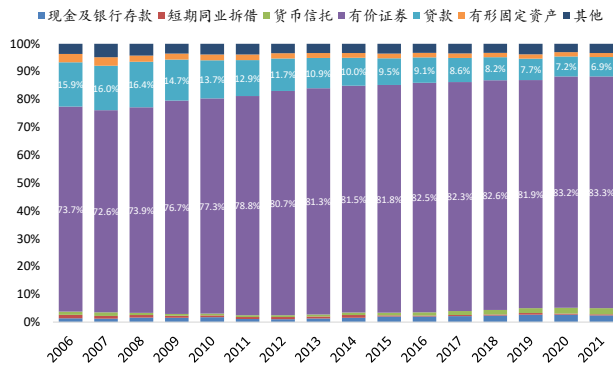
泡沫经济时期，日本寿险公司由于出售了高预定利率保单，在资产端采取较为激进的投资策略，泡沫经济逐渐破裂后，逐渐增加了收益稳定、风险较低的债券投资（主要包括国内的国债、地方债和公司债，以及外国债券），

² 赵家敏、苏莉《从资产负债管理看日本寿险业的利差损问题及对我国的启示》

并降低股票投资。

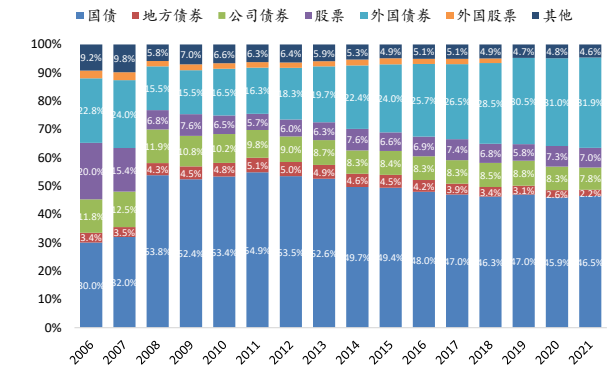
整体配置稳健，海外债券配置逐步提升。2006年以来，**有价证券**的配置比例逐年提升，从2006年的73.7%提升至2018年的82.6%。有价证券中，**债券（本土+海外）**配置比例逐年提升，从2006年的68.1%提升至2018年的86.7%，其中以**国债**为主，占债券投资比重超过50%，而**股票配置**自2008金融危机以来一直维持低位，占总投资资产的比重从2006年的16.4%下降至2018年的6.9%。

图 17: 日本资产配置结构 (2006-2021)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 18: 日本有价证券配置结构 (2006-2021)

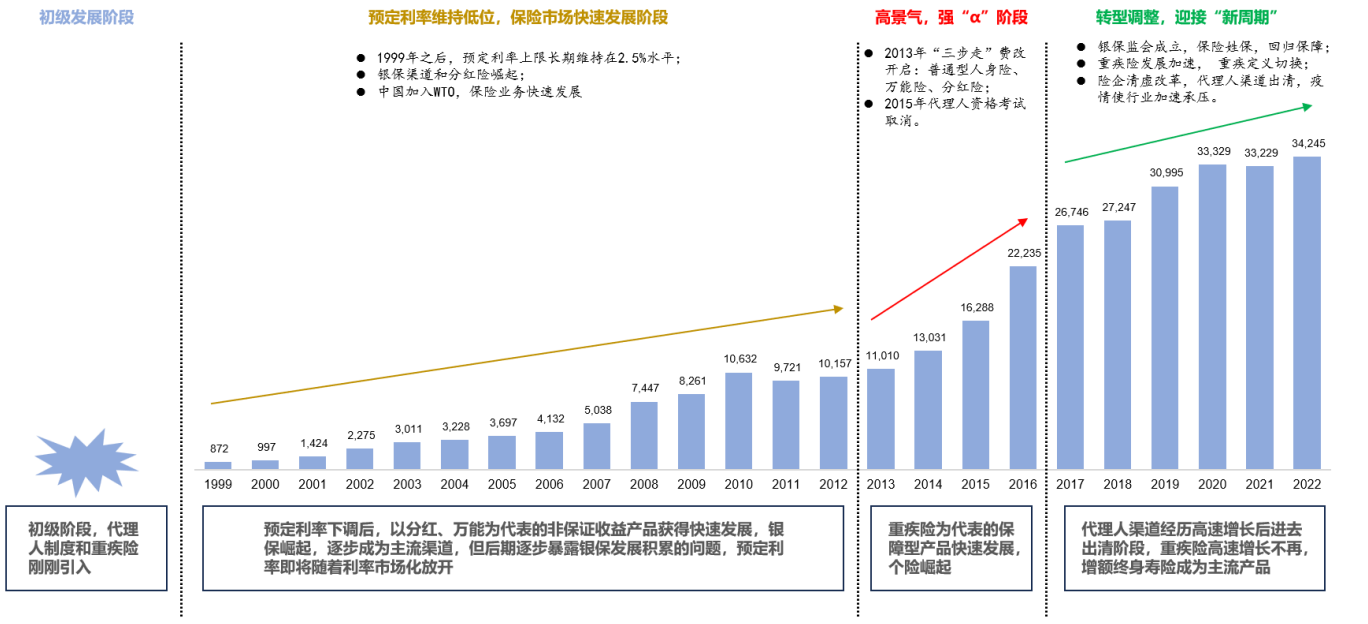


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

四、后 3.5%产品时代的新周期：产品、渠道、监管、资负匹配及行业格局

产品定价预定利率调整逐步落地，降低负债成本利好行业长期发展。2023年4月，财联社报道监管召集相关险企进行窗口指导，其主要着眼点在于控制和防范人身险利差损风险，**要求新开发产品的定价利率从 3.5%降到 3.0%**，其主要思想是“市场有效，监管有为，主体调节在先，控制节奏，实现软着陆”。我们认为本次窗口指导意味着产品切换具有较为明确的时间节点，产品定价预定利率调整的落地有助于各大险企合理安排业务节奏，并且从长期来看降低险企负债成本有利于行业健康稳健发展。

我们认为，产品切换后保费短期波动或难以避免，但是整体停售影响更多需要站在产品自身发展逻辑和节奏去判断，储蓄型、保障型等代表性险种具备的储蓄和保障属性在当前市场环境下具备较为难得的“逆周期”属性，长期利率或逐步下行和银保渠道的发展等因素有望推动保险需求持续提升。同时，7月产品切换逐渐完成后，险企主力销售产品有望从增额终身寿逐步发展至分红型产品、年金险、终身寿险和健康险等险种同步发展，险种结构有望进一步优化。

图 19：预定利率下调后，寿险行业发展有望进入新阶段（人身险原保费收入，亿元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

4.1 产品：分红险有望成为主力产品之一，占比有望逐步提升

4.1.1 以分红险为代表的非保证收益产品占比有望逐步提升

普通型人身险预定利率下调后，分红险有望作为各大险企重点产品之一进行推动，因为定价利率变成 3.0%之后，分红险的吸引力有望明显提高，从客户的利益出发，分红险也有望成为险企进行长期市场转型的重要抓手。

从长期来看，我们认为不管分红机制方式和盈余来源如何，分红险的长期经营都将在负债和资产两端同时考验险企。一方面，险企需要充分考虑红利分配对于公司未来红利水平、分红账户投资和偿付能力等影响，另一方面，险企也需要平衡好业务经营和保单持有人的合理预期。

2015年《分红保险精算规定》要点：1) 分红保险产品预定利率上限为 3%；2) 保险公司用于分红保险利益演示的低、中、高档的利差水平分别不高于 0，4.5%减去产品预定利率、6%减去产品预定利率，对死差和费差并没有做限制；3) 对于保险公司在售的分红保险产品，如果连续三年实际分红水平达不到中档红利演示水平的，保险公司必须下调相关产品的中、高档红利演示水平，下调后的中档红利演示水平不得高于公司近三年的实际平均分红水平；4) 保险公司为各分红保险账户确定每一年度的可分配盈余时应当遵循普遍接受的精算原理，并符合可支撑性、可持续性原则，其中分配给保单持有人的比例不低于可分配盈余的 70%。

2020年《关于强化人身保险精算监管有关事项的通知》进一步强化了法定责任准备金监管、规范分红险红利分配和利益演示机制、健全非现场监测机制。1) 进一步强化法定责任准备金监管。以责任准备金覆盖率为抓手，将其纳入非现场监测指标体系，并与产品监管等监管措施挂钩；2) 修订完善了分红险利益演示的方法，明确了演示利率上限，并将红利分配比例统一为 70%。

表 5：预定利率下调对分红险收益率的影响示例

情景	预定利率	投资收益率	分红分配比例	分红保单收益率
现状假设	3.00%	5.00%	70%	4.40%
情景 1	2.50%	5.00%	70%	4.25%
情景 2	2.50%	5.50%	70%	4.60%
情景 3	2.50%	4.50%	70%	3.90%

资料来源：信达证券研发中心测算

2023年1月4日监管发布了《一年期以上人身保险产品信息披露规则》(以下简称《规则》),在原保监会《人身保险新型产品信息披露管理办法》(保监会令2009年3号)基础上,结合最新监管实践,对不同设计类型的人身保险产品信息披露要求重新进行梳理和细化,消费者更全面、清楚地了解保险产品的功能作用。

《规则》取消高、中、低三档演示利率表述,调整分红型保险、万能型保险为两档演示,并调低演示利率水平,一方面与市场利率长期走低趋势相符;另一方面,我们认为在这是监管在引导行业关注自身利差损风险的同时,合理引导保险消费者预期。同时,监管要求险企披露分红型产品的红利实现率,也是及时充分借鉴国际监管经验,有助于提升分红型保险的透明度,切实保障消费者知情权的体现。

《规则》对于分红险产品的信息披露明确了分红型人身保险的产品说明书、公开披露信息、红利通知、回访等方面要求, **并且首次提出要求保险公司披露红利实现率指标。**

表 6: 分红险实现率披露相关要求

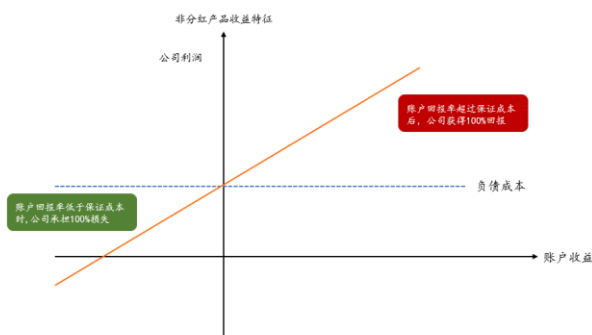
披露要求	应当于每年分红方案宣告后 15 个工作日内,在公司官方网站上披露该分红期间下各分红型保险产品的红利实现率。采用现金红利分配方式的,披露现金红利实现率。采用增额红利分配方式的,披露增额红利实现率和终了红利实现率
产品红利实现率计算方法	1) 现金红利实现率=实际派发的现金红利金额/红利利益演示的现金红利金额
	2) 增额红利实现率=实际派发的红利保额/红利利益演示的红利保额
	3) 终了红利实现率=实际派发的终了红利金额/红利利益演示的终了红利金额。
利益演示	保险公司在计算各产品红利实现率时,以 4.5%减去产品预定利率 为利益演示基础

资料来源: 国家金融监督管理总局, 信达证券研发中心

寿险公司经营分红险需要同时考虑资产端的风险回报最优和资产负债匹配。寿险公司需要充分考虑固收、权益类等产品的风险收益情况,还要考虑到保险公司资产负债管理的目标、策略、风险容忍度、偿付能力充足率等要求,尤其是要做到资产和负债的匹配,负债的长期性将给资产端长期配置提出更高要求。整体来看,分红险经营对于寿险战略资产配置的考验主要体现在三大方面: 1) 首先要考虑到产品现金流及流动性的要求; 2) 客户对产品收益的预期情况; 3) 不同产品的结构及其对应的收益风险特征。

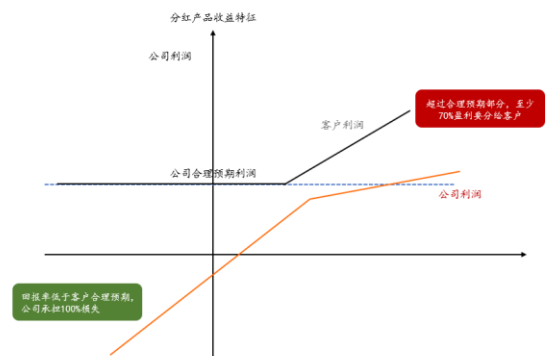
分红险经营具有风险和收益的“非对称性”。保险公司经营传统险的风险和回报是对称的,即超过负债成本的部分收益均有保险公司获得,而对于分红险类寿险产品,其负债支出中除了保证收益之外,还包含红利这一不确定性支出

图 20: 非分红产品的公司预期利润和账户收益示意图



资料来源: 余安然、张磊等,《负债驱动投资理念及寿险公司战略资产配置启示——以分红险为例》, 信达证券研发中心

图 21: 分红产品的公司预期利润和账户收益示意图



资料来源: 余安然、张磊等,《负债驱动投资理念及寿险公司战略资产配置启示——以分红险为例》, 信达证券研发中心

4.1.2 分红险实现率有望成为重要的产品竞争力指标

监管要求公布分红险实现率，分红险收益结果更加透明化。2023年1月原中国银保监会发布《一年期以上人身保险产品信息披露规则》(以下简称《规则》)，要求险企应当于每年分红方案宣告后15个工作日内，在公司官网上披露该分红期间下各分红型保险产品的红利实现率。《规则》规定采用现金红利分配方式的，披露现金红利实现率；采用增额红利分配方式的，披露增额红利实现率和终了红利实现率。

表 7: 分红保险产品信息披露规则

项目	内容
红利及红利分配	1、说明产品的红利来源，包括死差、费差和利差等，并做出简要解释
	2、说明产品红利分配方式，属于现金红利还是增额红利，是否具有终了红利，并做出简要解释
	3、说明红利实现方式，包括直接领取、抵交保险费、累积生息或其他方式
利益演示	以表格形式演示：1) 各年度保险费及累积保险费；2) 满期给付、身故给付、退保金等保证利益；3) 当年度红利、累积红利等非保证收益
	不得披露用于演示的分红型保险产品的投资回报率
利益演示利率	应当采用保证利益演示和红利利益演示两档演示产品未来的利益给付，用于利益演示的利差水平分别不得高于0、4.5%减去产品预定利率
分红实现率	现金红利实现率=实际派发的现金红利金额/红利利益演示的现金红利金额
	增额红利实现率=实际派发的红利保额/红利利益演示的红利保额
	终了红利实现率=实际派发的终了红利金额/红利利益演示的终了红利金额

资料来源：国家金融监督管理总局，信达证券研发中心

部分中小型人身险公司已公布分红险实现率。6月底以来，各家人身险公司分红险产品红利实现率陆续披露，据财联社记者统计，截至2023年7月19日，40家人身险公司在官网披露了947款分红险产品的红利实现率，已披露的公司以中小型公司为主。2022年因受权益市场大幅回撤、市场利率下行等多重因素影响，险企投资收益普遍显著下滑，因此部分人身险公司分红险产品的分红实现率也呈现下行趋势。

红利分配方式主要分为现金红利和增额红利。1) 现金红利法是指保单持有人可以选择以现金支取红利、抵交保费、将红利留存公司累计生息等方法支配现金红利，是北美地区寿险公司通常采用的一种红利分配法，一般也被称为“美式分红”；2) 增额红利法以增加保险金额的方式分配红利。增额红利主要由年度增额红利和终了红利组成，增额红利法也被称为“英式分红”。

表 8: 部分已公布分红险实现率的公司红利情况统计

保险公司	产品数量	分红形式	分红实现率情况
阳光人寿	73	现金分红	22款超过100%，47款达75%-80%
	3	保额分红	90%-100%
长城人寿	11	现金分红	75%-133%
	16	保额分红	均为75%
招商信诺	27	现金分红	100%-174%
工银安盛	4	现金分红	134%-241%
	39	保额分红	120%-217%
百年人寿	26	现金分红	21款76%-96%；5款超100%
	4	保额分红	均为100%
和泰人寿	4	现金分红	139%-232%
合众人寿	39	现金分红	28款75%-80%；11款低于60%，
	4	保额分红	4款75%-105%；2款低于60%

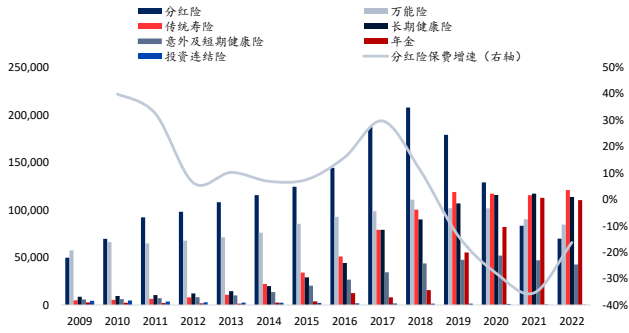
资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

4.1.3 上市险企分红险业务占比不一，后继业务策略或有所分化

2013年预定利率上调前，以分红险为代表的非保证收益产品逐渐成为各大寿险公司主力险种产品。从我们统计

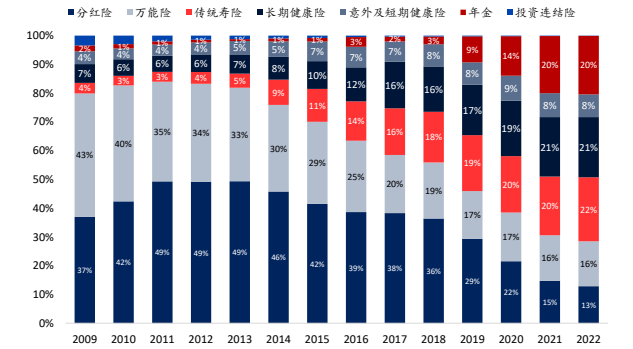
的中国平安、新华保险和人保寿险的情况看，2013年前分红险虽然占比较高，但比例仍有分化。2010年-2013年，中国平安的分红险占比处于40%-50%区间，而新华保险和人保寿险分红险占比则相比中国平安更高。2013-2015年普通型人身险、万能险和分红险产品预定利率相继调整后，以上三家公司产品结构迅速迎来变化，普通型人身险占比整体呈现快速上升趋势，分红险占比则有所下滑。我们认为各大公司历史上均有过分红险占据业务主流的阶段，整体来看分红险经营经验丰富，但分红险业务存量或将影响各大公司分红险新产品开发策略。

图 22: 中国平安各险种规模保费 (百万元) 及分红险保费增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23: 中国平安近年来分红险保费占比呈下降趋势

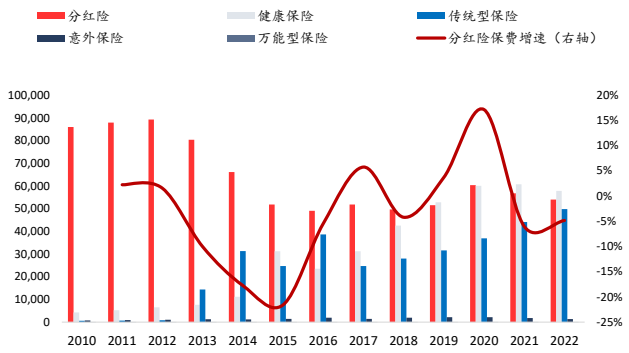


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2009-2018年间，中国平安分红险保费增长整体保持较快增长，期间分红险保费CAGR达17.2%。从年度业务增速看，虽然2013年开始受到保险费率市场化改革影响，但2010-2018年平安人寿分红险保费均保持正增长，期间虽经历保险产品预定利率提升而带来的普通型人身险和健康险的快速增长，但2012-2015年分红险业务仍保持5%-10%的保费增速。

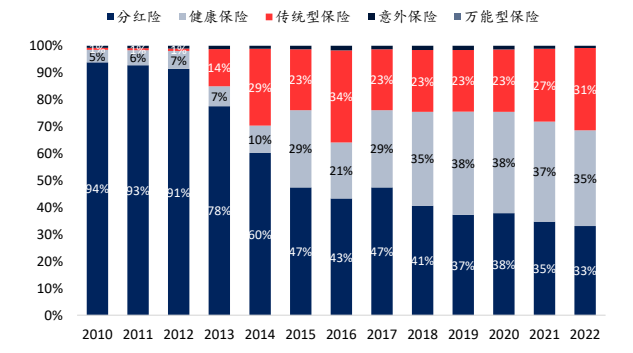
2018年后，中国平安积极落实原中国银保监会关于保险回归保障本源的要求，进一步推动保障型产品和长期储蓄险产品发展，2019年后分红险规模有所下降，2019-2022年分红险连续四年负增长，分红险保费占比也从2018年的36%下降到2022年的13%。从业务结构来看，2010-2018年中国平安分红险保费平均占比达43%，2019年后占比开始明显下滑，2019年-2022年保费平均占比已下降至20%。

图 24: 新华保险分险种保险业务收入 (百万元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25: 新华保险近年来分红险保费占比相对稳定

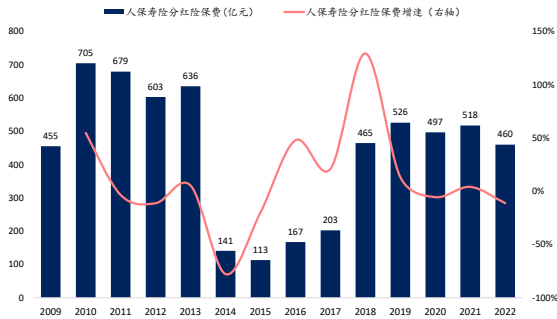


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

新华保险分红险保费占比较高，但2012年后分红险占比整体呈现下降趋势。2010-2012年分红险占比均在90%以上，从2013年开始，伴随费率市场化改革，新华保险分红险业务2013-2016年连续四年负增长，2011-2016年分红险保费占比连续6年下滑，从2011年占比93%下滑至2016年的44%。

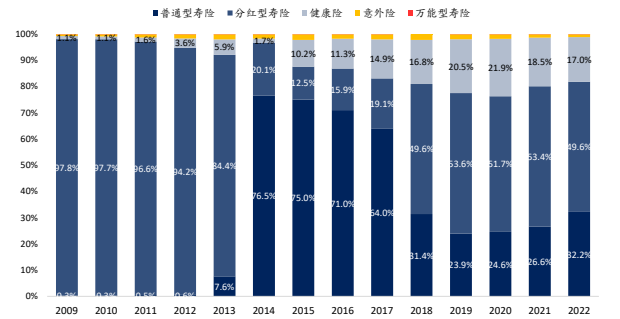
其中，2014 年传统险收入同比增长 118.3%，主要由于银保渠道推出的费率市场化产品销售大幅增长；健康险保费收入同比增长 46.4%，占比提升 2.8pct。分红险保费收入占比 60.2%，占比下降 17.4pct。2015 年在行业保险费率市场化改革背景下，公司调整产品策略，加大传统年金险销售力度，2015 年公司传统险保费收入同比+59.0%，健康险保费收入同比+47.8%，而分红险保费收入同比-24.4%。

图 26: 人保寿险分红险保费收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

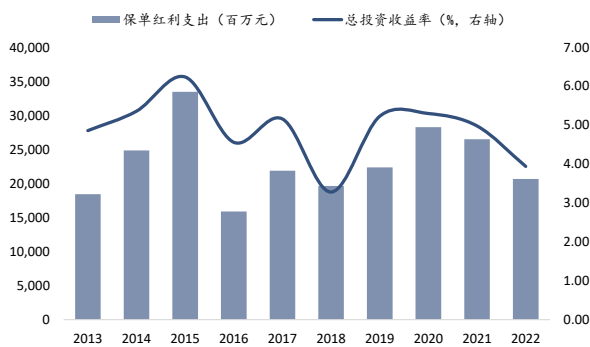
图 27: 人保寿险自 2018 年起分红险重新成为主力险种



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

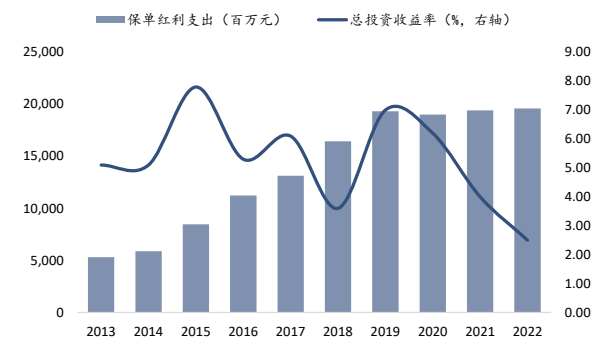
人保寿险分红险保费整体波动较大。2013 年费率市场化后，2014-2015 年分红险保费快速下降，而传统型寿险依靠传统型年金产品的需求释放而快速增长，其中 2014 年人保寿险传统型保险保费收入同比+833.2%，而分红险保费同比-77.8%。

图 28: 中国人寿保单红利支出及总投资收益率



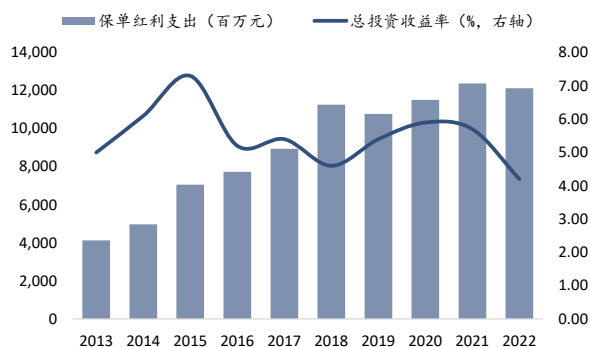
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 中国平安保单红利支出及总投资收益率



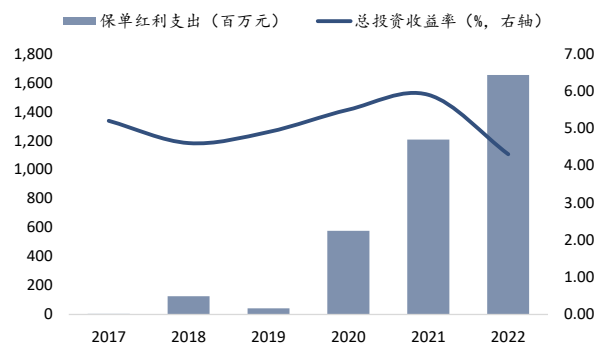
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 30: 中国太保保单红利支出及总投资收益率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 31: 新华保险保单红利支出及总投资收益率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

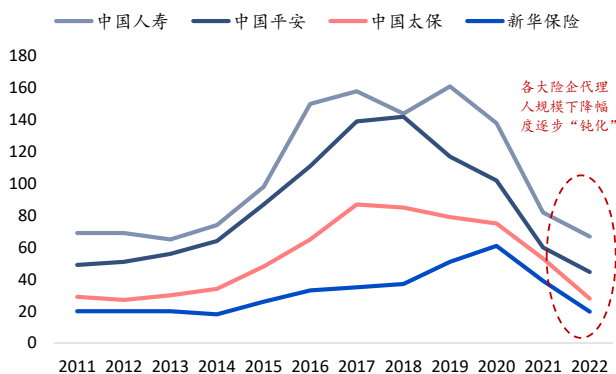
4.2 渠道：个险人力进一步出清，银保有望迎来发展第二曲线

4.2.1 个险高质量代理人数量和人均产能持续提升

销售人力下滑逐步趋缓，渠道规模有望逐步企稳回升。近年来主要上市险企加大个险队伍清虚力度，队伍规模持续缩减，但整体队伍素质不断提升，头部公司通过培训升级、方案支持和销售支持等措施，队伍产能不断提升。从已公布 2023 年一季度销售人力规模的国寿和平安来看，整体渠道人力虽仍有小幅下降，但整体下降幅度趋缓，我们预计各大寿险公司个险渠道规模仍继续压缩，但整体幅度将逐步收敛。

聚焦高质量人力，队伍专业化能力不断提升。各大公司聚焦高质量人力发展，着力提升高质量人力占比和现有人员的职业化、专业化能力，努力实现销售能力的升级。1) **中国人寿**：截至 1Q23，公司总销售人力 72.2 万人，其中个险销售人力 66.2 万人，环比 2022 年末基本持平，队伍规模企稳迹象更为明显；2) **中国平安**：1Q23 代理人渠道经营质量优化，创新渠道队伍建设逐步成型，渠道综合实力有效提升，代理人渠道、银保渠道等主要渠道 NBV 均实现正增长；3) **中国太保**：1Q23 代理人渠道新保期交规模 84.43 亿元，同比+4.2%，同时核心人力规模企稳，核心人力占比同比提升，核心人力月人均首年佣金收入、核心人力月人均税前收入均同比大幅提升新人 13 月留存率大幅优化，个人寿险客户 13 个月保单继续率 95.9%，同比+6.8pct；

图 32：个险代理人下滑趋于钝化（单位：万人）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 33：中国平安代理人渠道持续打造“三高”队伍



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 34：中国太保核心人力产能及收入均同比提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

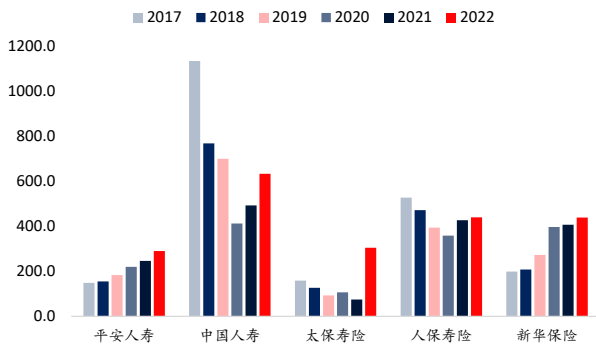
4.2.2 银保：分红险销售经验丰富，有望进入发展第二曲线

历史上新型寿险产品的出现推动银保渠道快速发展。1999 年前后由于国家七次下调利率，传统寿险产品在连续降息的情况下产生了大量利差损。在 2.5% 预定利率的时期，传统寿险的吸引力有所下降，寿险公司面临老业务利差损风险和开拓新业务难度大的双重压力。多次降息导致寿险业保费增速从 1998 年的 168% 下降到 1999 年、2000 年的 15% 和 14.5%，在此背景下，以投资连结、万能和分红险为代表的新型寿险产品应运而生，并快速发

展成为中国寿险业快速增长的主要动力。

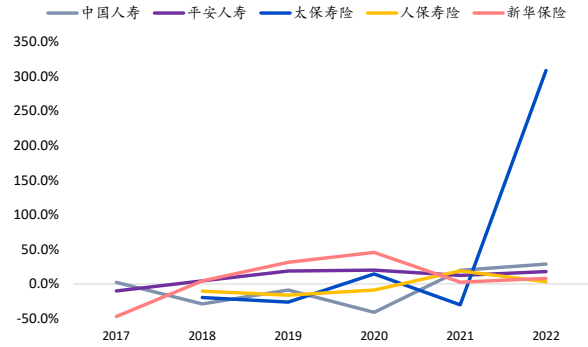
分红险在银保渠道占据主流，销售历史悠久。自 2001 年以来，分红险就一直是银保渠道的**主打产品**。2006-2008 年期间，投连险、万能险产品随着资本市场的表现也出现热卖场面，一度在银保渠道业务占比达 60%以上。其后，随着会计准则 2 号解释的实施和对保费的拆分，以万能、投连险产品为主的公司市场份额快速下滑，产品结构逐渐发生变化。为了在会计准则新规下抢占市场有利地位，各公司纷纷加快了分红险的发展步伐，各大险企在强化分红险投资收益的同时更加突出保障功能，从而不断满足客户的综合理财需求。³

图 35: 主要险企近年来银保渠道保费变化 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 36: 主要险企银保渠道近年来保费增速



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

创新渠道队伍建设，银保业务助力业务价值增长。在个险持续清虚改革的背景下，以一体化协同、价值驱动为特色的“新银保”模式逐渐兴起，各大险企加大银保渠道发展力度，挖掘银保渠道新价值。银保渠道成为增长主力军，各公司寿险业务虽转型不一，但纷纷开始重新重视银保渠道，发展以银保渠道为代表的多元渠道成为各大险企的共同选择。

2023 年一季度各大公司银保渠道保持良好发展态势: 1) **平安寿险银保:** 1Q23 新业务价值实现同比大幅增长; 2) **太保寿险银保渠道:** 继续深化芯银保业务模式转型, 聚焦价值网点、价值产品和高质量队伍, 1Q23 银保渠道规模保费虽同比-12.8%, 但新保期交保费规模 29.06 亿元, 同比+399.1%, 银保新保期交保费增长助力太保寿一季度 NBV 同比增长 16.6%; 3) **新华保险银保渠道:** 着力期交业务发展, 1Q23 总保费同比+5.9%, 长期险首年保费同比+1.6%, 续期保费同比+17%。

整体来看, 我们认为随着预定利率的下调, 产品的保证收益部分会逐步降低, 分红险在银保产品体系中的地位将得到提升; 二是银保渠道产品结构未来有望更加多元, 逐步突破目前产品较为单一的局面, 逐步回归功能属性, 寿险、年金险、健康险等险种将呈现多元化发展趋势。

4.3 监管: 分类监管、功能监管和穿透式监管

2023 年 3 月, 中国中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》, 明确在银保监会基础上组建国家金融监督管理总局, 同时不再保留银保监会, 我们认为国家金融监督管理总局正式揭牌也意味着我国的金融统一监管也正式迈向了第二阶段, 向着更加规范化、强化的监管方向演进。

国家金融监督管理总局党委书记李云泽在国家金融监管总局揭牌仪式上所强调金融监管总局将“不断完善具有中国特色时代特征的金融监管体系、监管规则, 全面强化**机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管**, 为构建新发展格局、推动高质量发展提供有力支撑和坚强保障”。

4.3.1 分类监管: 人身险公司分 5 类监管, 有望塑造行业发展新格局

³ 黄友松《新形势下银保渠道亟待加速回归与转型》

中国银行保险报报道，2023年2月2日，银保监会人身险部下发《人身保险公司分类监管办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），拟将人身保险公司分为I类、II类、III类、IV类和V类共5个类别。

《征求意见稿》拟从公司治理、业务经营、资金运用、资产负债管理、偿付能力管理、其他方面六个维度评定综合风险水平等级。1) 人身保险公司将被分为I类、II类、III类、IV类和V类共5个类别，对应最近一次监管评级分别为：I类为1级，II类为2级，III类为3级，IV类为4级，V类为5级或S级。

根据分级限制业务经营范围，III-IV类公司万能保险等拓展类业务将受到限制。根据《保险公司业务范围分级分类管理办法》，人身保险公司业务范围分为基础类业务和拓展类业务，其中基础类业务包括普通型保险、健康保险、意外伤害保险、分红型保险和万能型保险，拓展类业务包括投资连结保险和变额年金。《征求意见稿》对III-IV类公司开展万能险和拓展类业务进行了相应的限制，尤其是对于V类公司，监管审慎决定暂停其万能型保险和扩展类业务开展，同时要求其不得开展专属养老产品、费率可调型长期医疗保险产品等对公司经营管理能力和风控能力要求较高的创新业务。

图 37: 人身险公司分类监管，经营业务范围与风险等级挂钩



资料来源：信达证券研发中心整理

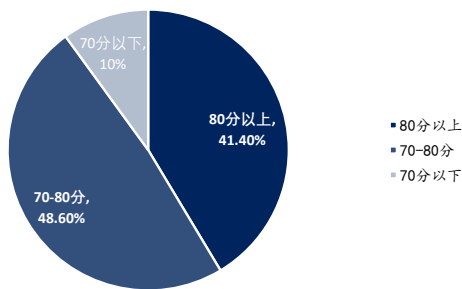
4.3.2 保险业功能监管和穿透式监管进一步加强，有望推动保险业风险管理能力提升

以风险实质为导向，全面落实穿透监管。偿二代二期工程与一期工程相比一大特点即强调资产穿透，相比一期工程表述的“应穿尽穿”，二期工程给出了更为明确的穿透标准。1) 按照“全面穿透、穿透到底”的原则，引入基础资产和非基础资产的分类，并且要求非基础资产原则上均需要穿透；2) 基于底层资产和交易结构层数计量风险最低资本，对于复杂交易结构加大嵌套惩罚力度，若层数越高则相应的资本金占用就越高。整体来看，二期工

程引导保险公司资产端进行穿透式计量、去产品嵌套，从而与“资管新规”的定性要求相契合，不断提升金融风险防范能力。

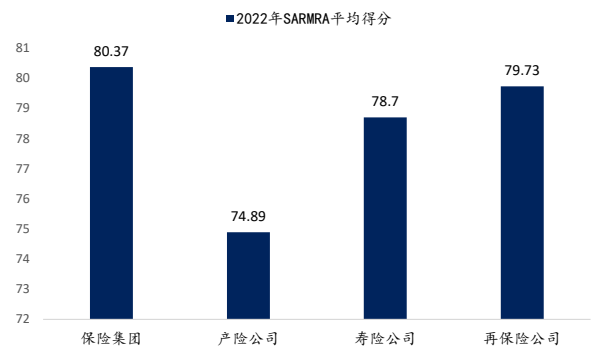
偿二代二期实施后首份 SARMRA 评估结果发布，监管要求和评估口径更为严格。2023 年 4 月 12 日，原银保监会发布 2022 年度保险公司偿付能力风险管理要求与评估（以下简称“SARMRA”），70 家险企 SARMRA 平均得分 77.44 分，较之前评估上升 1.41 分。从具体得分看，80 分以上的公司 29 家，占比 41.4%；70-80 分的企业 34 家，占比 48.6%；70 分以下的公司 7 家，占比 10%。

图 38：2022 年 70 家险企 SARMRA 现场评估得分分布



资料来源：中国经济网，信达证券研发中心

图 39：2022 年 70 家险企 SARMRA 现场评估得分分布



资料来源：中国经济网，信达证券研发中心

4.4 资产负债：利差损的应对与“资产驱动负债”模式的持续弱化

4.4.1 内外部复杂环境对保险公司资产负债管理提出高要求和紧迫性

资产负债匹配是保险公司在既定风险偏好及限制条件下，对资产端和负债端持续的规划、实施、监控并改进的管理过程。当前内外部复杂多变的宏观市场环境、新会计准则和偿二代二期工程等制度体系的实施等对保险公司资产负债管理提出了更高要求。从资产配置方面来看，我们认为当前险企主要面对如下市场特征：1) 无风险利率中枢下移。2) 资产供给方面，优质非标资产供给量价齐跌，信用风险有所提升。资管新规下，与保险资金特性相符的久期长且收益较高的非标资产供给不断减少，且信用风险整体有所承压；3) 权益市场波动加大。

强化“保险姓保”，进一步弱化“资产驱动负债”发展模式。原保监会从 2014 年开始便开始关注“资产驱动负债”模式，颁布了《关于规范高现金价值产品有关事项的通知》（保监发〔2014〕12 号），规定保险公司应合理控制高现金价值产品的保费规模，高现价产品年度保费收入应与保险公司的资本实力相匹配，并在 2016 年提出“保险姓保、保监姓监”的核心理念，要求从严从重监管，切实加强保险资金的资金运用监管。**在此基础上原保监会提出三大原则：**1) 投资标的应当以固定收益类产品为主、股权等非固定收益类产品为辅；2) 股权投资应当以财务投资为主、战略投资为辅；3) 即使进行战略投资，也应当以参股为主。

在资产端方面：2016 年“偿二代”监管体系正式落地实施，使险企在进行保险资金投资的同时需要更加关注偿付能力。原保监会在 2017 年颁布了《关于强化保险监管打击违法违规行为整治市场乱象的通知》（保监发〔2017〕40 号），着力整治资金运用乱象，坚决遏制违规投资、激进投资行为，集中整治保险资金投资多层嵌套产品和非理性连续举牌等投资行为，另外在《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》（保监发〔2017〕9 号）中要求险企不得以投资的股票资产抵押融资用于上市公司股票投资，同时须对举牌上市公司的股票进行信息披露，**并且以财务性投资为主。**2018 年原保监会颁布了《保险资金运用管理办法》（保监会令〔2018〕1 号）对保险资金运用行为进行了全面规范。

在负债端方面：2016 年 3 月原保监会出台了《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》（保监发〔2016〕22 号），严格限制了保险公司中端存续期产品的保费规模，同时原保监会在 2017 年发布《关于规范人身保险公

司产品开发设计行为的通知》(保监人身险〔2017〕134号)等多项监管政策,规定保险公司不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型保险产品。2019年1月,原银保监会开始建立人身保险产品通报制度,对监管过程中发现的产品报备不合规、条款设计不合理等问题进行定期通报,在负债端继续规范寿险公司的产品开发管理行为,继续坚持严监管策略。

4.4.2 偿二代二期实施,提升对保险资产配置稳健性及资金运用能力的要求

偿二代二期规则整体引导差异化监管趋势和风险导向,一方面对资本金实力较为薄弱、资产配置激进、负债端产品投资属性更强和经营品质较差的公司冲击和影响较大;另一方面,对于资本金较为充足、资产配置均衡稳定、负债端业务审慎合理的公司影响较小,整体来看偿二代二期对险企资产配置稳健性和资产负债联动管理提出了更高要求。

1) 权益类资产配置比例与偿付能力挂钩。2020年原中国银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》,提出设置差异化的权益类资产配置比例限制。监管根据险企偿付能力充足率、资产负债管理能力及风险状况等指标,明确八档权益类资产监管比例,最高可占上季度末总资产的45%。同时,强化对重点公司的监管,明确规定偿付能力充足率100%的保险公司,不得新增权益类资产投资;责任准备金覆盖率不足100%、近一年资金运用出现重大风险事件、资产负债管理能力较弱且匹配状况较差、具有重大风险隐患或被银保监会列为重点监管对象、最近三年因重大违法违规行受到银保监会处罚的保险公司,权益类资产投资余额不得高于本公司上季末总资产的15%。

表 9: 保险公司权益类资产配置比例与偿付能力挂钩

上季度末综合偿付能力充足率	权益类资产投资余额不得高于本公司上季末总资产的比例
不足 100%	10%, 并应当立即停止新增权益类资产投资
100%-150%	20%
150%-200%	25%
200%-250%	30%
250%-300%	35%
300%-350%	40%
350%以上	45%

资料来源: 国家金融监督管理总局, 信达证券研发中心

2) 长期股权投资、不动产投资配置要求更加谨慎。偿二代二期规则中权益类资产基础因子较高,对最低资本占用较多,特别是未上市股权、合营联营企业以及子公司的基础因子大幅上调,对子公司、合营和联营企业的基础因子从 0.1/0.15 提高到 0.35/0.41,与保险主业不相关的的子公司基础风险因子直接从偿二代一期下的 0.1 上调至 1,即需要实行 100%的全额资本扣除,从而使保险公司更为审慎地考虑

3) 非标资产穿透计量下,资本消耗或将增加,更加重视非标资产底层资产质量。偿二代二期工程下,非标资产计量穿透与不穿透的风险因子差异明显,穿透计量有望成为常态,特别是无法穿透的股权类非标投资的资本消耗或将增加。由于不可穿透的非基础资产的资本占用较高(60%),因此在偿二代二期工程下险企对于结构复杂、底层资产信息难以充分获取的资产,配置动力或将减弱。相反,险企对于可豁免穿透且最低资本要求体现了其底层资产风险分散效应的资产,如组合类保险资管产品、资产支持计划、银行理财产品等,其配置动力有望上升。

4.4.3 新会计准则 IFRS9 和 IFRS17 实施对资产负债管理的影响

资产端方面: IFRS9 下金融资产以公允价值计量为主,投资收益波动性或增加。与原准则相比,新金融工具准则主要变化在于: 1) 金融资产分类由“四分类”改为“三分类”,分别是摊余成本计量的金融资产、以公允价值计量且其变动计入其他综合损益的金融资产、以公允价值变动计量且其变动计入当期损益的金融资产; 2) 金融资产减值计提由“已发生损失法”改为“预期信用损失法”,要求基于历史损失信息、当前信息和未来预测信息,

对预期信用风险模型损失进行估计，并计提减值准备。

整体来看，新金融工具准则是以公允价值为基础评估金融资产的账面价值，力图充分反映当期市场环境的影响，但是也可能会加大资产和利润表现的波动性。1) 计入当期损益的金融资产占比将有望提高，因此过往通过处置可供出售金融资产（针对权益类资产）调节、平滑利润的作用或将减弱，因此净利润波动性或逐步提高；2) 对于权益类资产来说，OCI 选择权的使用虽然有助于降低利润波动，但 OCI 选择权一经指定后不可撤销，其公允价值变动及卖出时实现的最终收益将永久留存在净资产中，无法再贡献净利润；3) 新准则采用预期信用损失模型 ECL 评估资产减值，初始计量时就需要确认减值准备。减值准备计提的范围扩大、计提时间提前、计提金额增加，或将增加利润表现的波动性。

负债端方面：IFRS17 修改了通用模型下合同负债的计量方式，并引入了浮动收费法（VFA），保险服务收入确认、保险合同负债计量等变动较大。IFRS17 与原准则相比，三大主要变化在于：1) 原准则下保费收款一次性全额确认为收入，新准则下保费收款在整个保险期间逐期确认收入，并剔除其中的现金价值成分；2) 原准则下负债评估的折现率使用 750 天移动平均国债收益率曲线，收益率曲线变动影响计入当期损益。新准则使用即期国债收益率曲线作为折现率，收益率曲线变动影响计入所有者权益；3) 新准则按照利润来源，区分承保业绩和投资回报业绩分别列示，或有助于进行寿险承保利润分析。

从具体影响来看：1) 新准则下保险公司保费收入中剔除了可明确区分的投资成分，对长期险保费通过权责发生制进行确认，并拉长了保险服务收入期限，我们预计寿险公司营收在新准则下将大幅下滑，而对产险公司影响则相对较小；2) 传统寿险和长期健康险准备金折现率将使用实际市场利率（即期国债收益率曲线），我们预计寿险公司当期利润波动或将加大，但险企可选择通过 OCI 选择权进行利润平滑，降低利润波动；3) CSM（合同服务边际）采用滚动计量机制，CSM 可以吸收非经济假设调整导致的准备金变动，通过摊销来影响未来的利润，有利于减少对当期损益的剧烈冲击和波动；4) VFA（浮动收费法）可用于直接分红保险合同的计量，有助于减少因金融假设变动导致险企当期利润和净资产的剧烈波动。

新会计准则下根据不同负债特征采取分账户差异化配置策略，加强资产负债匹配。

1) **传统账户**：如长期健康险、寿险、年金保险等长期传统型保险业务，一般采用要素法计量模型（BBA 方法），使用即期国债收益率曲线作为评估折现率，负债将随即期利率变动而波动。CSM 只能吸收非经济假设变动，无法吸收经济假设变动和资产端公允价值变动。险企可以使用 OCI 选择权将折现率变动的的影响计入 OCI 从而不影响当期净利润表现。一方面，传统账户负债久期一般较长，需要通过配置 FVOCI 长久期债券来对冲负债准备金变动影响；另一方面，传统账户投资端权益资产投资更看重收益稳定性，我们认为险企有望配置更多稳定盈利的 FVOCI 高分红低估值蓝筹股，从而降低股票市值波动对利润的影响。

2) **分红险、万能险和投连险账户**：可采用浮动收费法计量模型（VFA），险企可以将保险财务损益部分列入损益，部分列入其他综合收益，记入损益部分的保险财务损益可以采用当期账面收益率法进行确定，即损益表列示的保险财务损益等于相关基础项目在损益表确认的投资收益，从而可以有效减少利润波动。

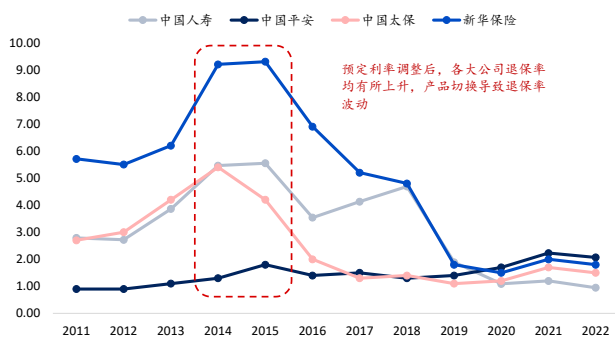
表 10: IFRS 9 与 IFRS 17 联动下分账户的资产负债管理 (示例)

IFRS9		IFRS17	传统账户: BBA	投连、分红、万能账户: VFA
AC	投资	市值波动不影响财务和综合投资收益		
	负债	CSM 不按市值调整, 利率变动影响预期风险赔付	CSM 按市值调整 OCI	
	利润/收益	净利润、综合投资收益相对稳定	净利润稳定、综合投资收益不稳定	
FVPL	投资	市值波动影响财务和综合投资收益		
	负债	CSM 不按市值调整, 利率变动影响预期风险赔付	CSM 按市值调整 PL	
	利润/收益	净利润、综合投资收益不稳定	净利润、综合投资收益相对稳定	
FVOCI	投资	市值波动只影响综合投资收益		
	负债	CSM 不按市值调整, 利率变动影响预期风险赔付	CSM 按市值调整 OCI	
	利润/收益	净利润相对稳定、综合投资收益不稳定	净利润、综合投资收益相对稳定	
长期股权投资	投资	市值波动不影响财务和综合投资收益		
	负债	CSM 不按市值调整, 利率变动影响预期风险赔付	CSM 按市值调整 OCI	
	利润/收益	净利润、综合投资收益相对稳定	净利润相对稳定、综合投资收益不稳定	

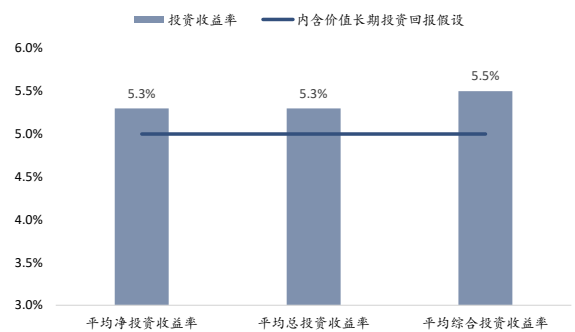
资料来源: 刘鑫, 张秀美 《新监管趋势下保险资产负债管理的挑战与应对》, 信达证券研发中心

4.5 行业格局: 头部险企“马太效应”有望凸显

分红险的运作机制和投资对险企提出更高要求, 头部险企有望更为受益。 预定利率下调背景下, 我们认为中小公司产品红利逐步受到挑战。一方面, 产品预定利率下调, 普通型人身险产品定价预定利率上限降低, 我们认为短期内或将影响部分前期定价较为激进的中小型公司的产品战略; 另一方面, 我们认为当前环境下, 分红保险三大收益来源——利差益、死差益、费差益均面临挑战: 1) **利差益方面**, 在利率水平长期低位运行、权益市场波动较大、企业信用风险上行等因素影响下, 保险企业投资收益水平可能下降; 2) **死差益方面**, 随着人口老龄化的加深, 以及随着经济发展水平和医疗水平的提升带来的人均寿命的增长, 我们认为普通寿险产品死差益收益未来或将进一步承压。3) **费差益方面**, 我们认为, 当前各大险企代理人渠道仍处于清虚改革阶段, 整体队伍仍不稳固, 不管是险企还是银保都仍存在增员压力, 因此当前行业费差益的实现亦存在调整。在三差同时承压的情况下, 分红险实际收益或出现较大波动, 在个别大幅不及预期年份后可能会出现大规模退保, 影响市场稳定。

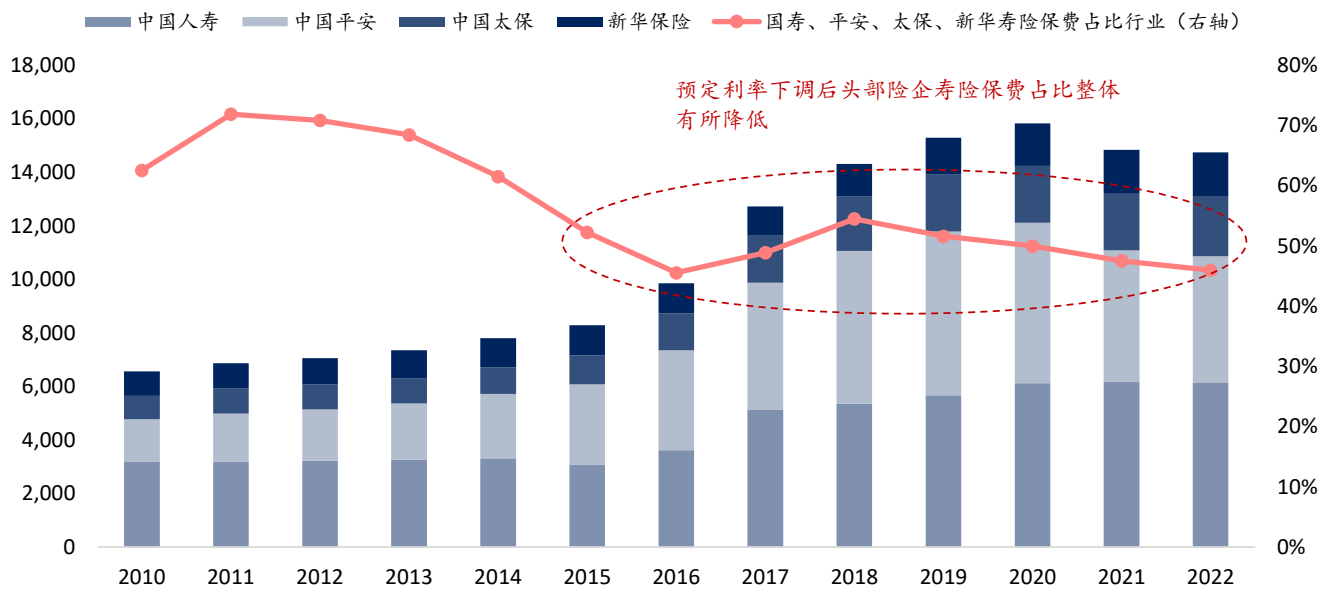
图 40: 主要上市险企历年退保率 (%)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 41: 中国平安近 10 年平均投资收益率高于 5% 的内含价值长期投资回报假设


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

我们认为分红险作为长期投资和盈余共享型的新型险种, 在利率下行周期中吸引力有望持续增强, 分红险业务有望在人身险市场中发展壮大, 但同时分红险经营未来考验险企的综合经营能力, 尤其是资产负债匹配和联动的能力, 因此整体来看我们认为业务经营经验丰富、资本金实力和偿付能力较强的头部险企有望更为受益。

图 42：头部险企历年寿险保费占比及占比行业比例（亿元）


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

五、投资建议

我们认为，寿险行业流量驱动时代已经逐步过去，寿险营销模式有望迎来变革，预定利率下调契机下，寿险行业有望迎来发展模式的变革与重塑。在此背景下，产品方面将有望进一步回归保障本源，传统寿险和健康险为代表的普通型人身险和以分红险为代表的非保证收益产品有望同步发展，将“保障”和“储蓄”等功能更有针对性的面向需求客户进行销售。同时，参考海外经验，预定利率换挡之后，险企需要面临诸多挑战，包括如何实现资产与负债匹配，减少利差损、费差损风险以及预定利率下调后，如何立足自身优势，推出补位产品，满足消费者的多元化需求等。

产品切换后保费短期波动或难以避免，但是整体停售影响更多需要站在产品自身发展逻辑和节奏去判断，我们认为储蓄型、保障型等代表性险种具备的储蓄和保障属性在当前市场环境下具备较为难得的“逆周期”属性，长期利率或逐步下行和银保渠道的发展等因素有望推动保险需求持续提升。同时，7月产品切换逐渐完成后，险企主力销售产品有望从增额终身寿逐步发展至分红型产品、年金险、终身寿险和健康险等险种同步发展，险种结构有望进一步优化。

整体来看，预定利率下调后的寿险市场，更加考验稳健、长期经营能力，我们认为分红险经营经验丰富、投资能力稳健、资本金实力较强的头部上市险企有望更为受益。在经济企稳修复的预期下，保险板块后续有望继续表现，建议关注负债端改革居前的太保，整体业绩稳健且投资端弹性较大的中国人寿，重点关注中国平安和新华保险。

六、风险因素

- 1) 宏观经济持续下行：宏观经济持续下行背景下，负债端和投资端分别面临需求不足和投资表现不佳的压力；
- 2) 险企渠道改革不及预期：代理人、银保渠道等人力改革不及预期等，拖累保费和新业务价值等指标；
- 3) 险企新开发产品不及预期：预定利率下调后若无法开发满足客户需求产品则影响公司整体竞争力；
- 4) 居民财富增长不及预期：拖累保险负债端；
- 5) 长期利率下行超预期：拖累净投资收益率水平；

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事金融行业研究工作。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事金融行业研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。