

## 保险行业跟踪报告

## 增速回暖，利率还寒，最难将息

推荐（维持）

- **NBV 增长预期和长端投资收益率假设是影响保险股估值的核心因素。**2011—2013年，保险股估值持续走低，主要原因是保费增长不振，NBV增速一直在低位徘徊；2014—2016年（剔除2015年牛市影响），NBV增速向上回升，但利率持续走低处于下行阶段，估值难以修复；2017年，保险股迎来两个逻辑的向上共振，长端利率企稳进入上行区间，新业务价值增速在年金+保障两条腿支撑下快步向前；2018至今，前后面临NBV负增长，利率持续下行的双重压力，国寿、新华、太保估值触及历史最低点。目前市场预期NBV将微弱复苏，拉动估值向上，长端投资收益率或将继续下行，估值将会承压。这两个核心因素共同作用于PEV，使其在基准倍数1x上下震荡。
- **乍暖还寒时候，最难将息。**复盘保险股2018年，NBV增速走出前低后高的节奏，年初受到年金险需求不振和产品形态变化的约束，保费增速大幅负增长，此后逐季收窄。在基本面缓慢修复的同时，利率却超预期的快速回落，市场对全球经济的展望也急转直下，全年十年期国债利率下降近80BP。2019年，一季度NBV增速有望转正，利率预期下降驱稳。事实上相较于去年，NBV和利率这两个核心因素都更为有利，只是乍暖还寒时候，预期尚不稳定，持续跟踪基本面的改善情况以及估值的波动，是今年投资保险股的攻守之道。
- **供给端更为理性积极，需求端因经济下行承压，关注今年NBV回升幅度。**2019年保险公司显然更为理性积极，一方面降低了开门红冲量的预期，另一方面推出了年金、重疾等更为均衡的产品组合。预期2019年1季度新单规模不会立马向上，但价值率可能可以看到较大明显的提升，NBV增长或将有更为明显的修复。
- **当前PEV充分反应投资端的悲观预期，存量EV惯性增长亦能赚取一定收益。**当前4家上市险企静态PEV估值水平为：0.8x（国寿）、0.88x（太保）、1.19x（平安）、0.75x（新华），除了平安之外，其他3家PEV估值水平均小于1。当前估值水平隐含的投资收益率假设预期较实际假设下调了100bp左右，对应的10年期国债利率将下行约70bp左右。若NBV增速和长期投资收益率在短期内无法突破，保险股PEV估值的锚料将继续在0.8x-1x附近反复震荡。但值得关注的是，即使在新业务增长的情况下，存量EV的惯性增长亦能赚取每年15%左右的收益。推荐增速最为稳健的中国平安和短期在产品销售端发力的中国人寿。
- **风险提示：NBV增速修复不及预期，长端收益率持续下行，权益市场向下。**

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
中国平安	60.43	5.83	8.33	9.78	10.37	7.25	6.18	2.33	推荐
中国太保	29.92	1.9	2.62	4.93	15.75	11.42	6.07	1.97	推荐
中国人寿	21.85	0.9	1.46	1.64	24.28	14.97	13.32	1.92	推荐
新华保险	40.03	3.01	4.85	6.85	13.3	8.25	5.84	1.96	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年01月24日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

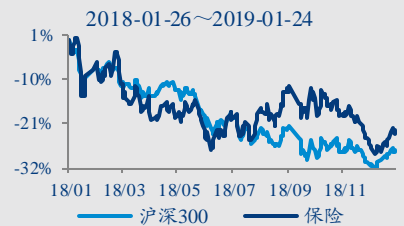
执业编号：S0360516110002

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	7	0.2
总市值(亿元)	23,960.33	4.7
流通市值(亿元)	14,084.93	3.83

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	3.18	8.86	-6.26
相对表现	-0.79	20.67	21.79



## 相关研究报告

《保险行业深度报告—数据与逻辑之辩：咬定青山不放松》

2018-01-30

《保险行业快评：税延养老试点落地，保障保险方兴未艾》

2018-04-15

《上市险企12月保费收入数据点评：行业估值处于历史低位，新华保险全年NBV增速预期或转正》

2019-01-15

# 目 录

一、估值的两个核心因素：NBV 增速和长期投资收益假设.....	4
二、复盘 2018：基本面稳步复苏，遭遇利率周期逆转.....	6
三、当前 PEV 充分反应投资端的悲观预期，存量 EV 惯性增长亦能赚取一定收益.....	11
四、产品结构、营销策略逐渐改变，关注今年 NBV 回升幅度.....	12
五、风险提示.....	12

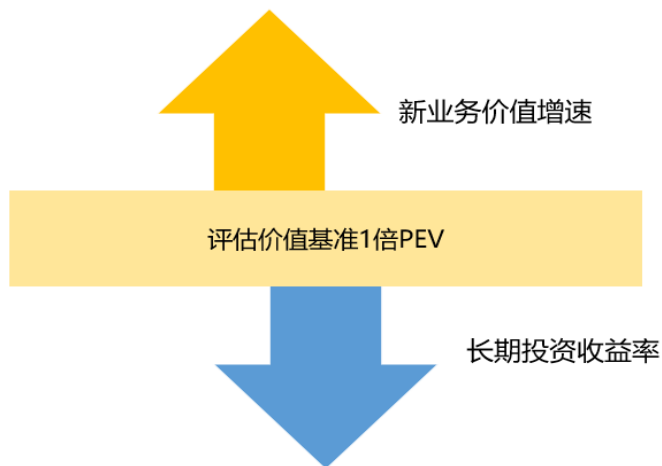
# 图表目录

图表 1 长期投资收益率假设和新业务价值增速是决定保险股估值的两个核心因素.....	4
图表 2 有效业务价值/内含价值敏感性测试 (2018H) .....	4
图表 3 历史上 NBV 增速和长期投资收益率对估值的影响 .....	5
图表 4 2018 年保险股与大盘走势: 保险指数走出前弱后强行情.....	6
图表 5 2018 年至今上市险企涨跌幅走势: 上半年跌幅较大, 全年除平安外均跑输大盘, 今年初随市场小幅反弹.....	6
图表 6 2018 年来上市险企静态 PEV 估值水平: 今年初国寿、新华跌破 0.8x, 太保跌破 0.9x, 触及历史最低点.....	7
图表 7 长端国债利率 2018 年 10 月下行趋势变陡, 保险股走势反应充分.....	7
图表 8 中国人寿 2018 年至今涨跌幅走势: 受新单业绩影响较大, 国寿 2018 年全年走势一路向下, 跑输大盘.....	7
图表 9 中国人寿 2018 年新单业绩: 新单增速第 2 季度有所修复, 第 3 季度再度回落, 中期 margin 无明显提升....	8
图表 10 新华保险 2018 年至今股价走势: 2018 年 1 季度新单负增长幅度最大, 股价急速向下, 1 季度业绩回暖后, 止跌横盘.....	8
图表 11 新华保险 2018 年新单业绩: 新单业绩第 2 季度有较大修复, 中期 margin 提升非常明显.....	9
图表 12 中国太保 2018 年至今涨跌幅走势: 中期业绩回暖后, 股价小幅提振.....	9
图表 13 中国太保 2018 年新单业绩: 新单业绩 2、3 季度小幅修复, 第 4 季度大幅突破, 负债端缓和节奏滞后, 股价回升走势滞后于平安、新华.....	10
图表 14 中国平安 2018 年至今涨跌幅走势: 下半年负债端预期企稳, 第 3 季度前后走出短期行情.....	10
图表 15 中国平安 2018 年新单业绩: 新业务负增速从 2 季度开始收窄, margin 季度间提升明显.....	11
图表 16 存量 EV 预期回报贡献 EV 增长.....	11
图表 17 平安寿险 2019 年产品规划.....	12
图表 18 中国人寿 2019 开门红产品策略.....	12

## 一、估值的两个核心因素：NBV 增速和长期投资收益假设

保险公司的内含价值估值体系包括两个核心：1) 存量价值，即内含价值；2) 增量价值，新业务价值及其增速。从估值的角度来看，长期投资收益率假设和新业务价值增速是影响估值弹性最大的两个因素，分别体现市场对存量资产价值波动方向的预期和业务增长前景的展望。

**图表 1 长期投资收益率假设和新业务价值增速是决定保险股估值的两个核心因素**



资料来源：华创证券

**长端投资收益率是内含价值计算的重要假设条件。**计算内含价值的各类假设：1) 总体假设：比如是否采用最优估计、各个经济假设之间的内部一致性等；2) 风险贴现率：通常由 CAMP 模型确定，在无风险利率的基础上考虑风险溢价；3) 收益率假设：考虑未来长期经济情形下的投资及再投资收益率；4) 费用假设：主要考虑未来的维持费用；5) 死亡率假设 6) 退保率假设；7) 其他假设

从敏感性分析来看，投资收益率假设对存量 EV 价值的影响巨大。目前 4 家上市险企长端投资收益率的假设都为 5%，其每波动 50BP，保险公司有效业务价值将波动 16%-18%，内含价值随之波动 8%-9%。中国平安因为业务板块更多元，内含价值的敏感性显著低于同业，在 5% 以内。投资收益率由资产配置结构决定，保险公司的资金运用范围包括权益、固收和其他非标资产，从简化的分析模型角度，我们用十年期国债的利率来推演保险公司的资产投资收益率，其中可能存在的一个逻辑缺失是在利率下行的周期中，如果股市走出强牛，则会出现利率下行估值反而上行的现象。因此，我们分析的一个基础假设是权益市场中性演绎。

**图表 2 有效业务价值/内含价值敏感性测试（2018H）**

不利情景	国寿（有效业务价值）	太保（有效业务价值）	平安（集团内含价值）	新华（有效业务价值）
风险贴现率+50bp	-4.43%	-3.63%	-1.43%	-4.76%
投资收益率-50bp	-17.24%	-15.57%	-4.71%	-18.16%
退保率+10%	-0.11%	0.47%	-0.95%	-2.03%
死亡率+10%	-0.70%	-0.68%	-1.98%	-0.95%
费用率+10%	-1.35%	-1.59%	-0.32%	-2.53%

资料来源：公司财报、华创证券

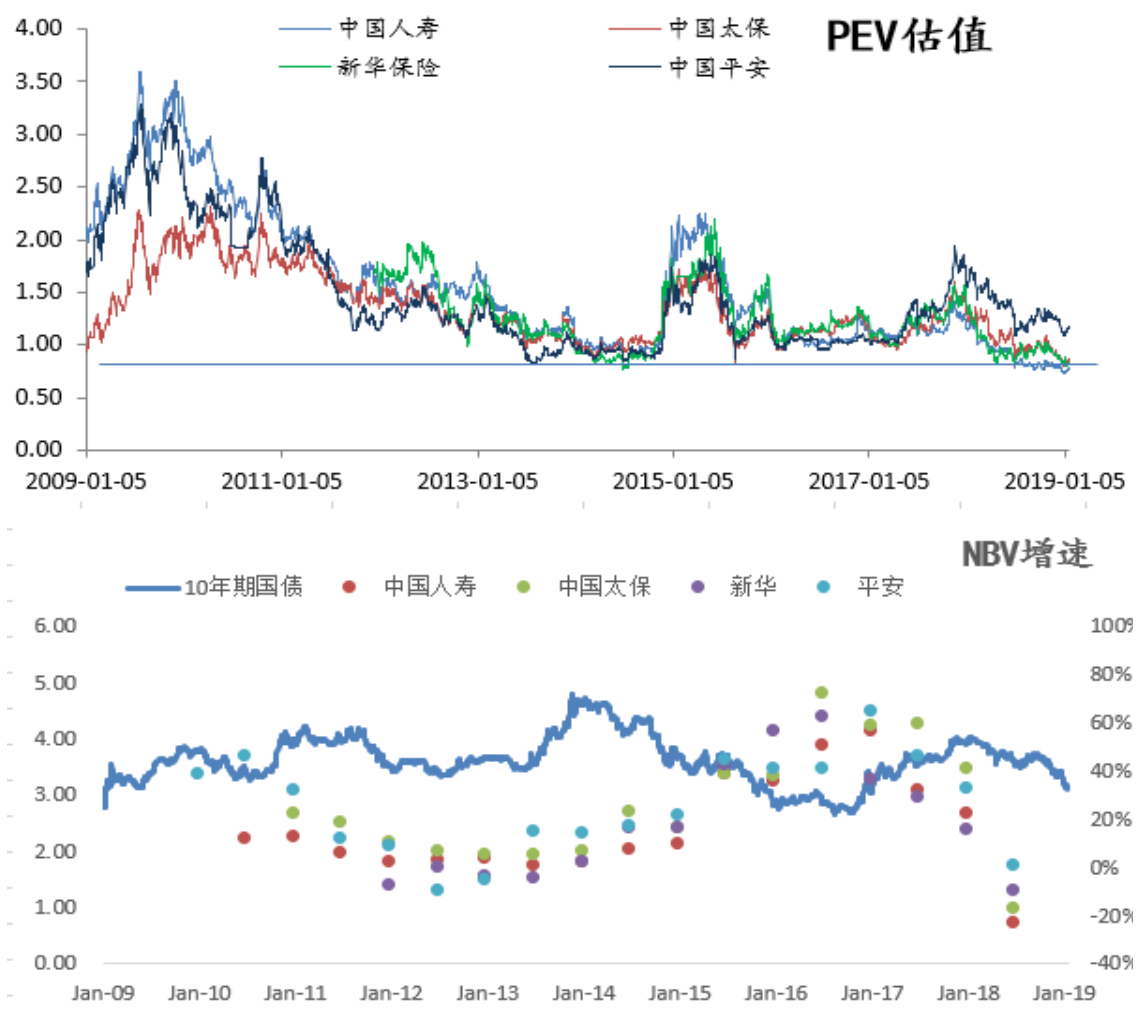
**NBV 增速决定估值体系中给予的新业务倍数。**需要指出，即使保险公司 PEV 估值低于 1，并不一定意味着新业务价

值增速展望为负。如前文所述，在 5% 的长期投资收益率假设下，如果市场当前预期回报率为 4%，实际 1 倍 PEV 隐含的估值逻辑是 0.8 倍的 EV(100BP 的长期投资收益率假设下降导致 EV 下降 20%) 和 2-3 倍的 NBM (对应 3%-5% 的新业务价值增速预期)。这可以很好的解释为什么平安估值显著高于同业，因为在 2018 年这样困难的市场环境下，平安依然实现了 NBV 的增长，也是市场愿意给他溢价的原因。

综上，NBV 增速和长期投资收益率预期将共同作用和影响估值水平。对 NBV 弱复苏的预期将拉动估值向上，长端投资收益率可能继续向下的预期带动估值向下，这两个核心因素共同作用于 PEV，使其在基准倍数 1x 上下震荡。

- 2011—2013 年：保险股估值持续走低，主要原因是保费增长不振，NBV 增速一直在低位徘徊；
- 2014—2016 年(剔除 2015 年牛市影响)：NBV 增速回升向上，但利率持续走低处于下行阶段，估值难以修复；
- 2017 年：保险迎来两个逻辑的向上共振，长端利率企稳进入上行区间，新业务价值增速在年金+保障两条腿支撑下快步向前；
- 2018 至今：前后面临 NBV 负增长，利率持续下行的双重压力，国寿、新华、太保估值触及最低点。

图表 3 历史上 NBV 增速和长期投资收益率对估值的影响



资料来源：wind、华创证券

## 二、复盘 2018：基本面稳步复苏，遭遇利率周期逆转

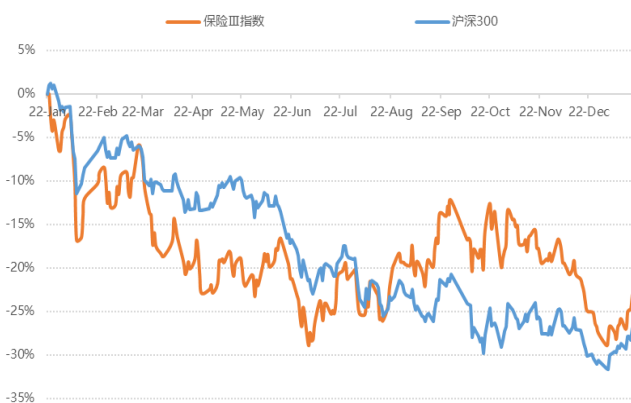
受新单业绩负增长和长端收益率下行影响，2018 年寿险主业上市险企全线下跌跑输大盘（除中国平安）。2018 年全年保险指数下跌 24.96%，跑赢沪深 300 指数 2.39 个百分点。经营寿险主业的成分个股来看，保险股普跌，跌幅在 -20%~-40% 之间，除中国平安外，均跑输沪深 300 指数。其中：中国平安跌幅 22.72%，跑赢大盘 3.62 个百分点；中国太保跌幅 32.16%，跑输大盘 5.82 个百分点；中国人寿跌幅 33.13%，跑输大盘 6.79 个百分点；新华保险跌幅最大，下跌 42.42%，跑输大盘 14.08 个百分点。

从 PEV 估值水平来看，太保、新华、国寿在 2018 年均跌破 1x 水平，在 0.8x-1x 之间震荡向下，于今年年初触及历史低点，平安也从 2018 年初 1.5x 的估值中枢下跌到 1.2x 附近。

新单业绩拖累保险股下跌，2 季度开始新单回暖，平安走出短期行情。受监管环境政策影响，2018 年 1 季度开始，寿险行业整体规模向下，上市险企新单业务均出现较大程度负增长，市场反应剧烈，股价走势急速向下。股价走势与业绩负增长程度具有相关性，新华保险 1 季度新单负增长超 40%，股价反应也最充分，截至 4 月初跌幅超 40%。随着中期业绩的回暖以及对负债端预期的好转，保险股走势停止向下，但权益市场持续下行以及宏观环境的恶化造成投资端的悲观预期，压制了保险股估值的向上修复。只有经营状况最稳健，3 季度投资端略超预期的中国平安在第 3 季度前后走出一波近 20% 的反弹行情。

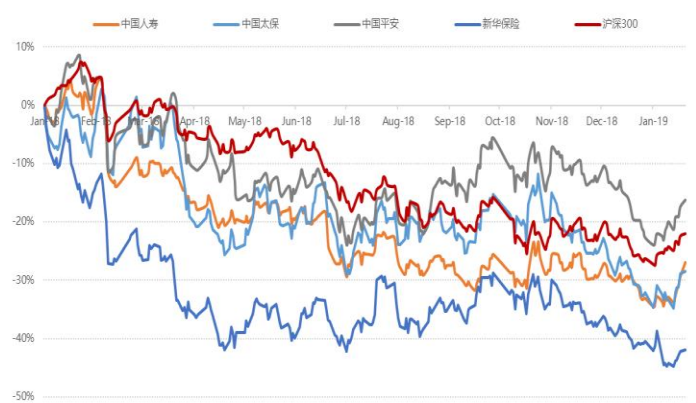
经济下行，长端收益率持续下行，估值触底小幅反弹。2018 年第 4 季度权益市场持续动荡，经济下行预期加大，10 月初长端国债收益率急转直下，从 2018 年初到现在 10 年期国债收益率已下行近 80bp。长端利率下行引发市场对保险公司未来长期投资收益的担忧，反应为保险股估值和走势的继续向下，今年初，新华、国寿、太保 PEV 估值触及历史最低点。随着估值触底，年初大盘稍有回暖，对 NBV 增长修复的弱预期，保险股出现小幅反弹，估值向上小幅修复。

图表 4 2018 年保险股与大盘走势：保险指数走出前弱后强行情



资料来源：wind、华创证券

图表 5 2018 年至今上市险企涨跌幅走势：上半年跌幅较大，全年除平安外均跑输大盘，今年初随市场小幅反弹



资料来源：wind、华创证券

图表 6 2018 年来上市险企静态 PEV 估值水平：今年初国寿、新华跌破 0.8x，太保跌破 0.9x，触及历史最低点



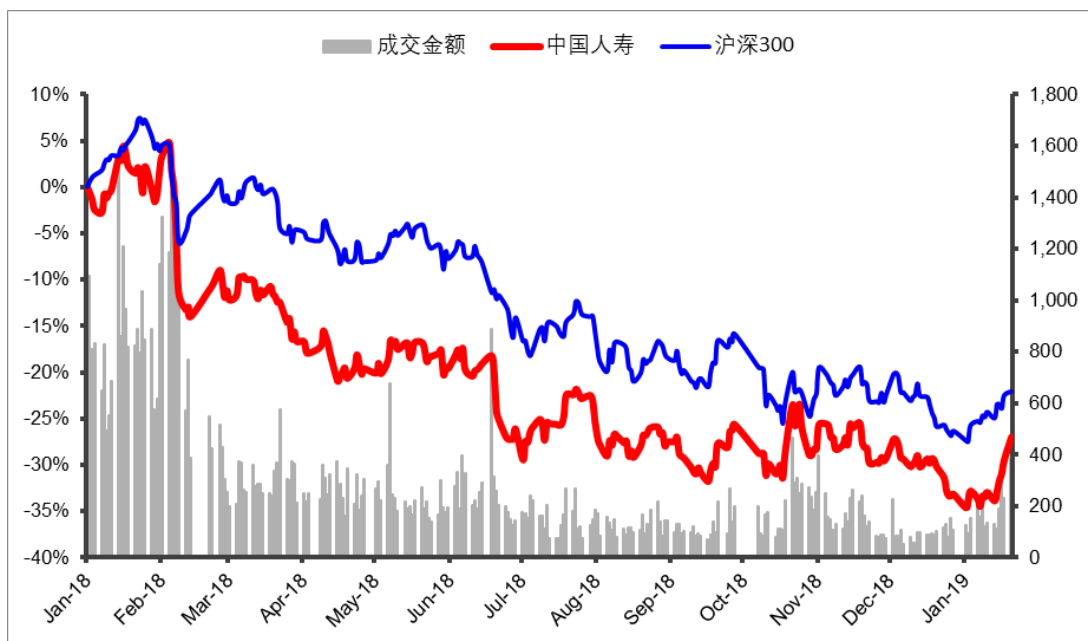
资料来源: wind、华创证券

图表 7 长端国债利率 2018 年 10 月下行趋势变陡，保险股走势反应充分



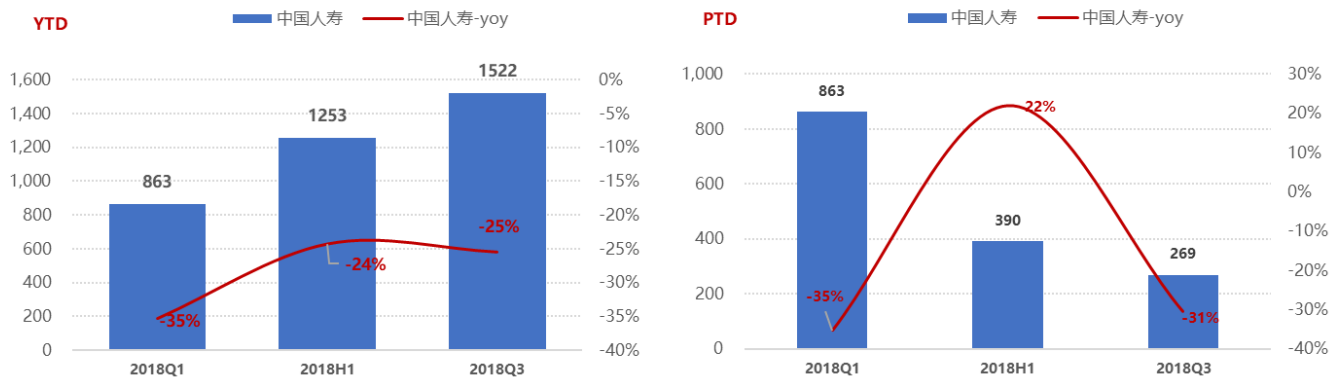
资料来源: wind、华创证券

图表 8 中国人寿 2018 年至今涨跌幅走势：受新单业绩影响较大，国寿 2018 年全年走势一路向下，跑输大盘



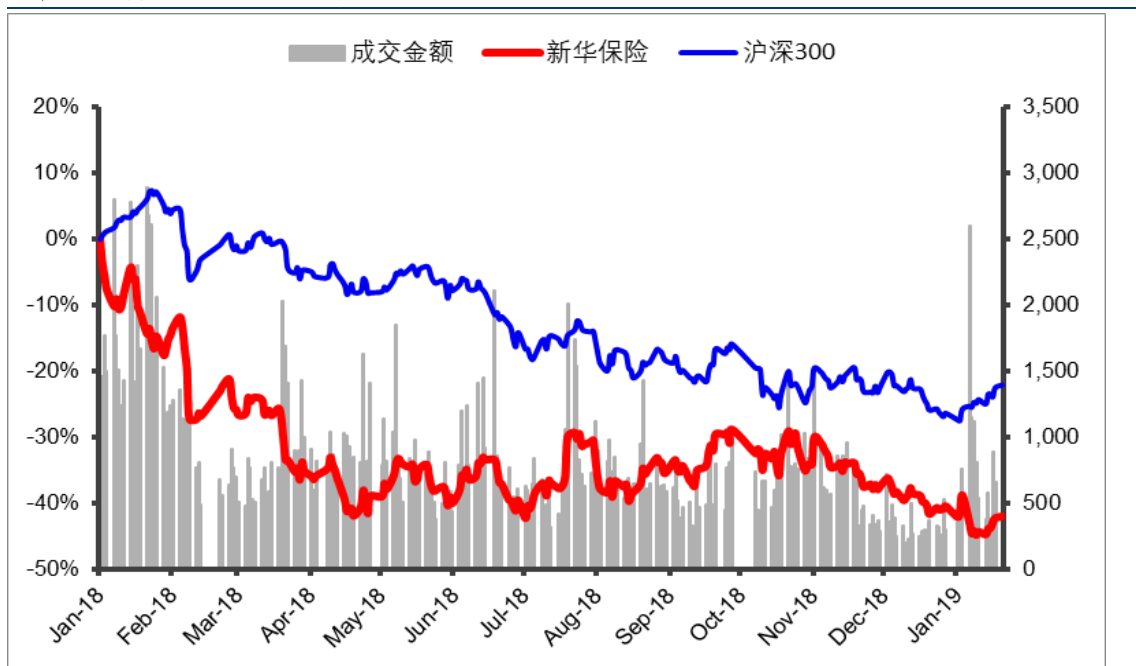
资料来源: wind、华创证券

图表 9 中国人寿 2018 年新单业绩：新单增速第 2 季度有所修复，第 3 季度再度回落，中期 margin 无明显提升



资料来源：wind、华创证券

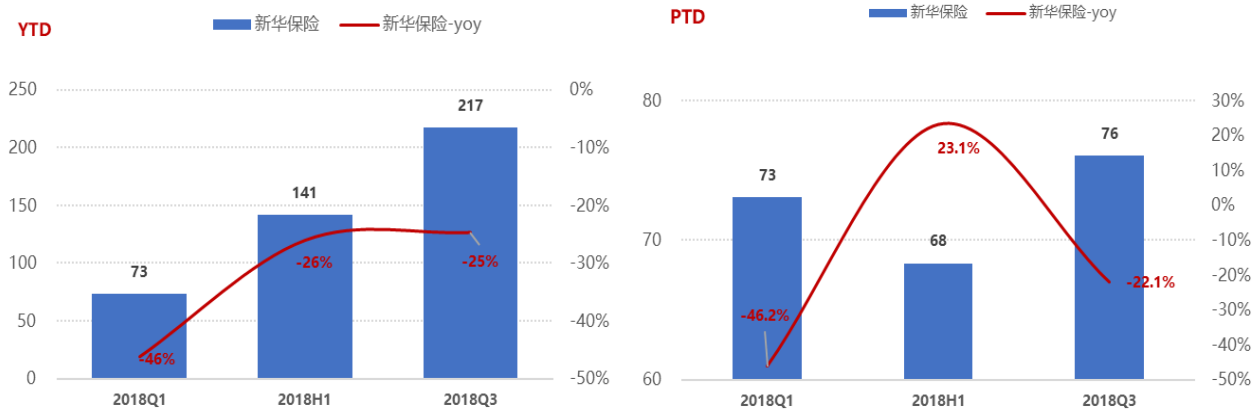
图表 10 新华保险 2018 年至今股价走势：2018 年 1 季度新单负增长幅度最大，股价急速向下，1 季度业绩回暖后，止跌横盘



资料来源：wind、华创证券

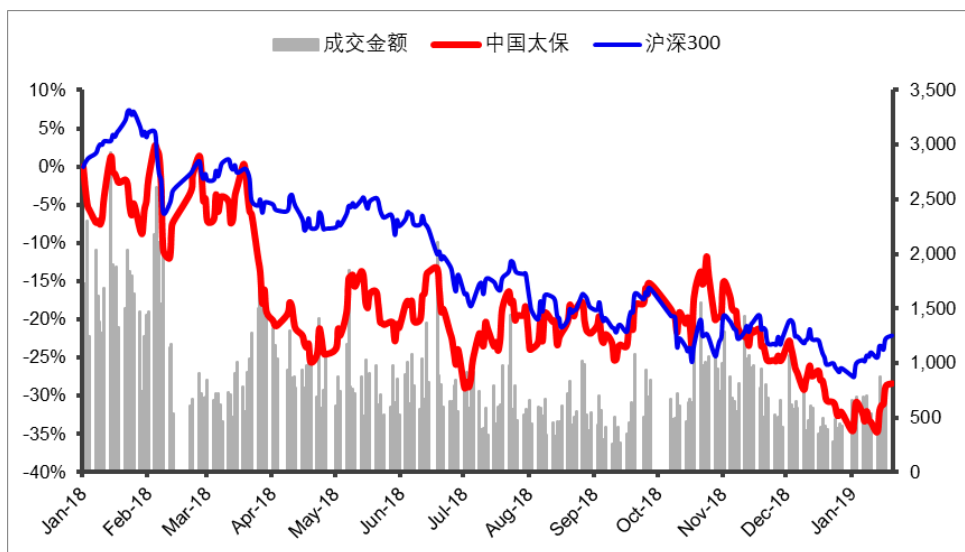


图表 11 新华保险 2018 年新单业绩：新单业绩第 2 季度有较大修复，中期 margin 提升非常明显



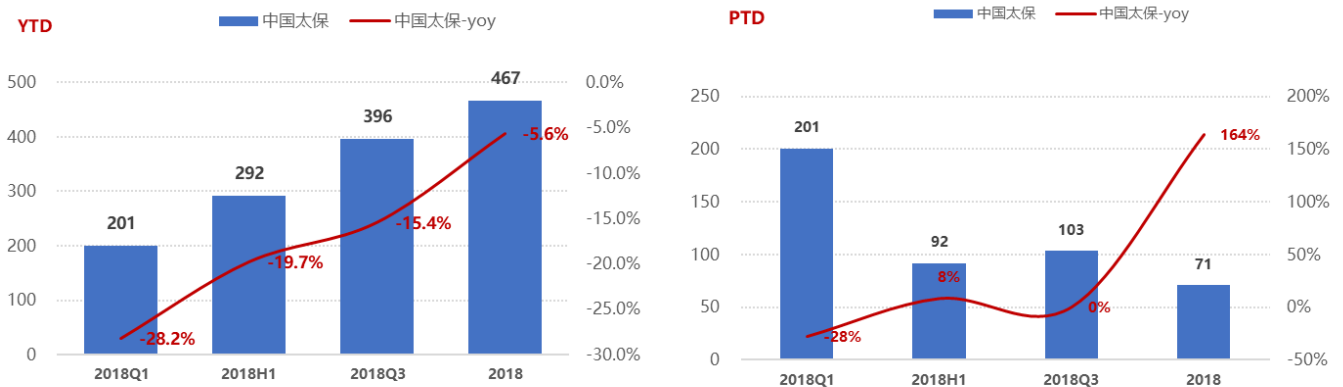
资料来源: wind、华创证券

图表 12 中国太保 2018 年至今涨跌幅走势：中期业绩回暖后，股价小幅提振



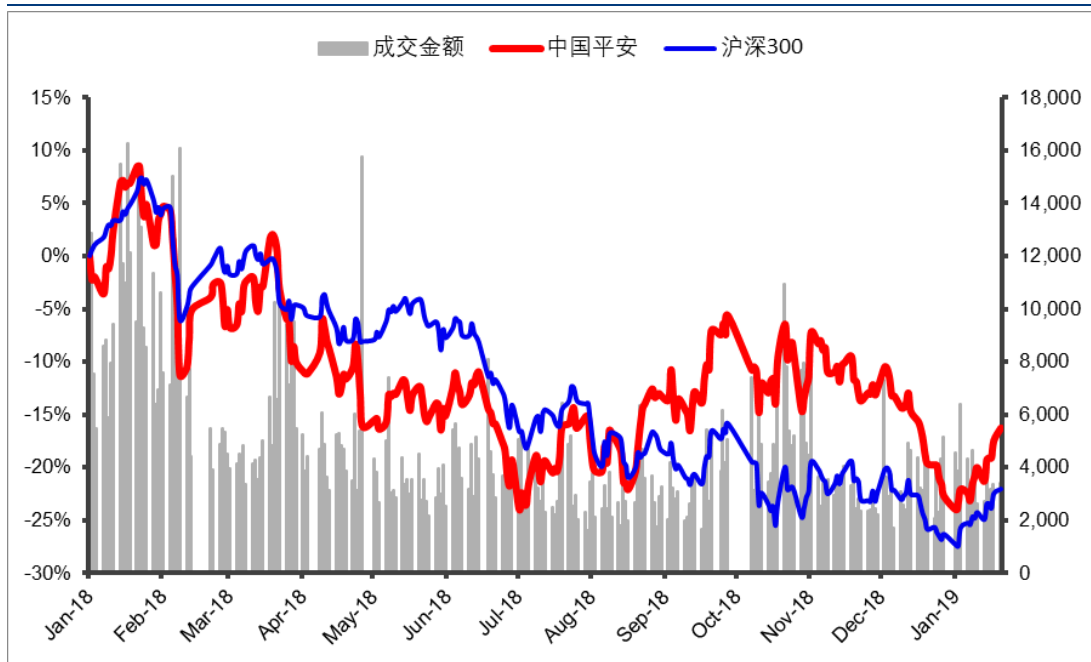
资料来源: wind、华创证券

图表 13 中国太保 2018 年新单业绩：新单业绩 2、3 季度小幅修复，第 4 季度大幅突破，负债端缓和节奏滞后，股价回升走势滞后于平安、新华



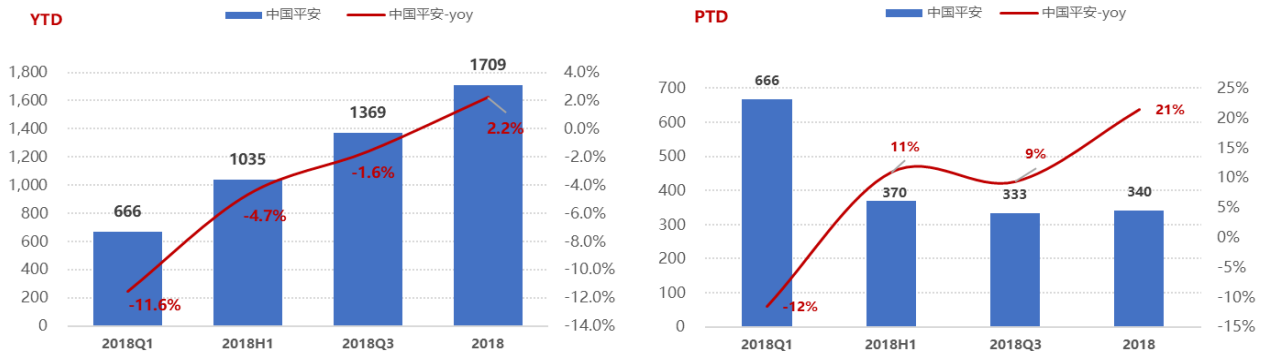
资料来源：wind、华创证券

图表 14 中国平安 2018 年至今涨跌幅走势：下半年负债端预期企稳，第 3 季度前后走出短期行情



资料来源：wind、华创证券

图表 15 中国平安 2018 年新单业绩：新业务负增速从 2 季度开始收窄，margin 季度间提升明显



资料来源：wind、华创证券

### 三、当前 PEV 充分反应投资端的悲观预期，存量 EV 惯性增长亦能赚取一定收益

2019 年，一季度 NBV 增速有望转正，利率预期下降驱稳。相较于去年，NBV 和利率这两个核心因素事实上都更为有利。只是乍暖还寒时候，预期尚不稳定，持续跟踪基本面的改善情况以及估值的波动，是今年投资保险股的攻守之道。

当前 4 家上市险企静态 PEV 估值倍数为：0.82（国寿）、0.88（太保）、1.20（平安）、0.78（新华）。除了平安之外，其他 3 家 PEV 估值平均在 0.82 倍附近。隐藏含义为投资者认为寿险公司的实际内含价值小于披露的内含价值，内含价值中假设有偏离。当前四家上市险企内含价值假设的长端投资收益率假设为 5%，只考虑投资收益率假设的偏离，调整各家 PEV 水平为 1，其与当前 PEV 水平的偏离即意味着投资收益率假设与投资者预期的偏离。经测算，当前上市险企估值水平隐含的投资收益率假设预期较实际假设将下调 100bp 左右，对应 10 年期国债利率将下行约 70bp（考虑国债免税的影响），同时 NBV 没有增长，NBM 估值为 0。去年十年期国债中枢是 3.67%，则今年预期中枢在 3% 左右。

如果 NBV 增速在今年有较大幅度修复或利率反转向，估值中枢料将向上修复。若这两个因素在短期内无法突破，保险股 PEV 估值的锚或将继续在 0.8x-1x 附近反复震荡。

存量 EV 惯性增长亦能赚取一定收益。保险公司的存量业务每年会释放利润，负债支持的资产每年也会以一定收益率赚取利息。即使在无新业务增长的情况下，保险公司存量 EV 带来的收益也是较为可观的，每年增速在 15% 左右。PEV 即时短期较难大幅回升，但 EV 每年 15% 左右的增长收益可以赚取。

图表 16 存量 EV 预期回报贡献 EV 增长

平安	2017H	占比	2018H	占比	新华	2017H	占比	2018H	占比	国寿	2017H	占比	2018H	占比
期初内含价值	3603		4964		期初内含价值	1295		1535		期初内含价值	6521		7342	
年初内含价值的预计回报	176	20.4%	226	29.7%	新业务价值的影响	72	56.6%	65	53.2%	内含价值的预期回报	246	54.0%	277	78.9%
新业务价值创造	485	56.3%	494	65.1%	期望收益	61	48.4%	69	57.2%	本期内的新业务价值	369	81.2%	282	80.4%
运营假设及模型变动	1	0.1%	0	0.0%	运营经验偏差	9	7.2%	22	18.0%	运营经验的差异	8	1.8%	19	5.5%
运营经验差异及其他	124	14.3%	154	20.3%	经济经验偏差	(5)	-3.7%	(22)	-18.1%	投资回报的差异	(28)	-6.2%	(182)	-52.0%
经济假设变动	0	0.0%	-		运营假设变动	0	0.0%	0	0.0%	评估方法和模型的变化	(8)	-1.8%	(14)	-4.0%
市场价值调整影响	(21)	-2.5%	33	4.4%	经济假设变动	0	0.0%	0	0.0%	市场价值和其他调整	(76)	-16.7%	60	17.2%
投资回报差异	160	18.5%	(9)	-1.2%	注资及股东红利分配	(15)	-11.8%	(16)	-13.4%	汇率变动	(2)	-0.4%	1	0.4%
股东注资	0	0.0%	0	0.0%	其他	3	2.7%	3	2.6%	股东红利分配及资本注入	(70)	-15.3%	(115)	-32.8%
股东股息	(62)	-7.2%	(139)	-18.3%	寿险业务以外的其他股东价值变化	1	0.6%	1	0.5%	其他	16	3.5%	23	6.4%
期末内含价值	4466	100.0%	5723	100.0%	期末内含价值	1421	100.0%	1656	100.0%	期末内含价值	6975	100.0%	7692	100.0%

资料来源：公司财报、华创证券

#### 四、产品结构、营销策略逐渐改变，关注今年 NBV 回升幅度

开门红淡化，产品结构发生改变。从上市公司披露的 12 月保费收入数据可以看出，各家公司的销售节奏发生了较大变化。以往年度，第 4 季度在销售上相对于前 3 季度处于淡季，大多公司都在为下一年开门红准备。而今年各家保险公司在第四季度表现明显变化：平安寿险新单、太保寿整体保费、太平寿整体保费增速在 2018 年末月达到全年之最，分别为+38%，+22.5%，32.1%，有一方面原因是末月冲刺全年目标，另一方面反映出 2019 年开门红或将逐渐淡化。2019 年 1 季度新单增速预期修复较小，但或可以看到产品 margin 有较大幅度的提升。

从产品结构上来看，一些公司在 2019 年初也做出了较大的改变：

平安采取稳健战略，不再大力推动理财型产品销售，而着力于丰富产品种类，全面覆盖保险功能和各类目标人群，追求产品的结构优化和完整；国寿在 2018 年末大力推广高预定利率、中高端储蓄型的年金保险，打响开门红，但在 1 季度开始力推广长期保障型的国寿福，抢占重疾险市场。

**1 季度新单规模或将继续下降，但价值率预期提升明显，关注 NBV 的回升幅度。**由于销售策略和产品结构以及市场环境等方面的改变，预期 2019 年 1 季度新单规模还不会立马向上，但价值率预期可以看到较明显的提高，NBV 增长将较新单增长有明显修复。

图表 17 平安寿险 2019 年产品规划

高端储蓄类	中短储蓄类	保障类
金玺人生	丰盈年年	大小平安福(升级)
财富金尊		福满分
金瑞人生		爱满分(升级)
增额宝		六鑫重疾(升级)

资料来源：公司官网、华创证券整理

图表 18 中国人寿 2019 开门红产品策略

主推产品	定位	描述	营销策略
鑫享金生 A、B	中高端储蓄型：高预定利率年金	固定收益+万能账户中长期理财	打响开门红
国寿福臻享版系列	长期保障型：主流重疾	类似平安福的产品，重疾+轻症+身故保障，费率预期比平安福低	1 季度重点主推，通过旧版本升级、核保支持，让利于客户，抢占市场
康倍保定期重大疾病保险	长期保障型：消费型重疾	定期（至 70 岁）重疾保障	供重疾老客户专享，巩固客户
国寿臻爱相伴定期寿险	长期保障型：定期寿险	身故保障	

资料来源：公司官网、华创证券整理

#### 五、风险提示

NBV 增速修复不及预期，长端收益率持续下行，权益市场向下。

## 非银组团队介绍

### 组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016年加入华创证券研究所。2010年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015年金牛奖非银金融第五名，2017年金牛奖非银金融第四名。

### 高级分析师：王舫朝

英国杜伦大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2018年加入华创证券研究所。

### 分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

### 助理研究员：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

### 助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500