

承保端否极泰来，投资端风险释放

2018 年保险行业业绩综述

核心观点：

● 新业务价值增速回暖，保障产品缓解承保端压力

根据 2018 年报数据，新业务价值除中国人寿出现较大幅回落，其余三家同比小幅增长，为 1.2%-7.3%，考虑 2018 年初曾大幅调整，整体表现略超预期。年初行业曾迎接新单大幅下滑考验，但后续积极调整产品和战略。当前各家公司都在推销重保障产品，尤其是健康险逆势增长表现亮眼。业务结构调整带来新业务价值率持续走高，行业全面转入质量增长模式。

● 投资风险显现，拖累整体业绩表现

尽管稳健投资收益是保险资金的长期追求，我国保险公司历年净利润与当年权益市场表现高度相关。2018 年各家公司投资收益率均明显下行，主要由于权益市场表现不佳，总投资收益率区间为 3.28%-4.6%，从资产结构看，股票、基金规模占比下滑明显。投资波动直接导致部分公司利润表现不佳。未来随着新会计准则推进，保险公司利润波动性可能有所加大。

● 健康险一枝独秀，保障市场仍然大有可为

2018 年三家险企披露的健康险保费收入占总保费比例较 2017 年均有所上升，其中新华健康险规模占比提升至 34.8%，健康险首年保费同比增长 30.6%，明显超过其他公司。此外，传统险占比总体维持上升势头，太保传统险占比提升至 34.70%。总体上看，行业重保障战略达成一致，健康险未来仍是市场主力险种，值得高度重视。

● 营运经验差异成 EV 增长助力，投资偏差有所拖累

产品回归保障直接带动近两年各公司营运经验差异贡献增长，其中主推健康险的新华保险营运经验差异对 EV 溢利贡献最明显，中国平安其次，2018 年分别为 15.8%、11.9%。同时，2018 年权益市场波动反映为投资偏差拖累 EV 增长，其中中国人寿投资差异拖累最为明显，进而对公司利润也造成影响。

● 投资建议

2018 年行业处于转型关键节点，受年初开门红政策影响，新单增速明显放缓，但各公司积极调整应对，下半年新业务价值增速明显好转。从基本面分析，当前板块估值对承保端的敏感度有所降低，投资端受益 2019 年初以来行情回暖，险资权益投资情况较 2018 年预计也有明显好转。当前板块估值仍具备弹性，推荐：中国平安、新华保险、中国人寿、中国太保。

● 风险提示

保障型新单不及预期；人力规模停滞，人均产能提升困难；利率波动超预期等。

行业评级

买入

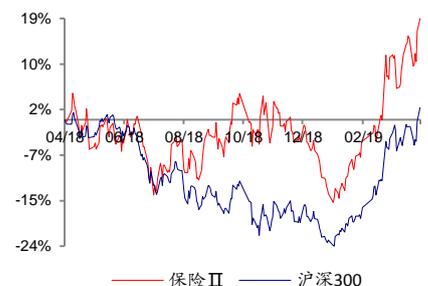
前次评级

买入

报告日期

2019-04-02

相对市场表现



分析师：

文京雄



SAC 执证号：S0260517060001



020-66335139



wenjingxiong@gf.com.cn

分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

请注意，文京雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

中国人寿 2019-03-29

(601628.SH/02628.HK)：

市场波动拖累业绩，重整姿态再出发

中国太保 2019-03-26

(601601.SH/02601.HK)：

人力持续优化，新业务价值增速回正

新华保险 2019-03-22

(601336.SH/01336.HK)：

专注保障业务，价值持续增长

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/EV		ROE(%)	
				2019/4/2	(元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	买入	人民币	78.96	84.00	7.34	9.37	10.76	8.43	1.20	1.02	17.0%	17.0%
新华保险	601336.SH	买入	人民币	55.84	63.11	3.01	3.96	18.55	14.11	0.88	0.77	12.0%	13.0%
中国太保	601601.SH	买入	人民币	34.82	41.79	2.35	3.00	14.79	11.62	0.83	0.74	12.6%	14.4%
中国人寿	601628.SH	买入	人民币	28.90	33.63	0.70	0.85	41.03	33.85	1.11	1.11	6.0%	7.1%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、新业务价值增速回暖，投资冲击显现.....	5
二、保障型产品占比提升，健康险增长势头强劲.....	7
三、代理人团队规模维持高点，团队结构持续优化.....	8
四、财险综合成本率下降，市场集中度有所提升.....	10
五、市场波动冲击投资端，固收类资产配比增加.....	10
六、保障业务贡献显现，投资拖累 EV 增长.....	12
七、准备金计提减少，750 均线仍处上行区间.....	13
投资建议.....	14

图表索引

图 1: 四家上市保险公司近年净利润情况 (百万元)	5
图 2: 四家上市保险公司近年净利润增速情况	5
图 3: 四家上市险企内含价值 (百万元)	6
图 4: 四家上市险企内含价值增速	6
图 5: 四家上市险企新业务价值增速	7
图 6: 四家上市险企新业务价值 (亿元)	7
图 7: 三家上市险企新业务价值率	7
图 8: 三家上市险企传统寿险占比提升	8
图 9: 三家上市险企险种分布	8
图 10: 三家上市险企健康险保费收入 (百万元) 及占比	8
图 11: 中国平安、中国太保人均产能及新单	9
图 12: 四家上市险企 13 个月保单继续率	9
图 13: 四家上市险企退保率	9
图 14: 财险行业市场集中度	10
图 15: 三家上市财险综合成本率	10
图 16: 四家保险公司总投资收益率	11
图 17: 上市公司保险资产投资收益 (百万元)	11
图 18: 上市公司保险资产配置情况	11
图 19: 上市公司非标资产规模	12
图 20: 四家上市险企投资回报偏差率	13
图 21: 会计估计变更导致的准备金计提增加 (减少) (单位: 百万元)	14
图 22: 750 日均线进入上行区间	14
表 1: 2018 年四家上市保险公司业绩汇总	5
表 2: 四家上市险企一年新业务价值 (亿元)	6
表 3: 四家上市险企个险新单保费收入 (百万元)	6
表 4: 四家上市公司保险代理人情况	9
表 5: 各家上市险企新业务价值对 EV 溢利的驱动	12
表 6: 营运经验差异对 EV 溢利贡献增加	13
表 7: 投资回报差异对 EV 影响	13

一、新业务价值增速回暖，投资冲击显现

2018年四家上市保险公司年报公布，内含价值增速为8.3%-21.5%。新业务价值除中国人寿出现较大幅回落，其余三家同比小幅增长，为1.2%-7.3%，考虑年初曾大幅调整，整体表现略超预期。受准备金释放和剩余边际摊销等因素影响，中国平安、新华保险和中国太保母公司净利润均有所增长；中国人寿受投资收益影响，净利润大幅下滑。2018年投资市场较复杂，四家保险公司总投资收益率下降至3.28%-4.6%，资产总体风险可控。

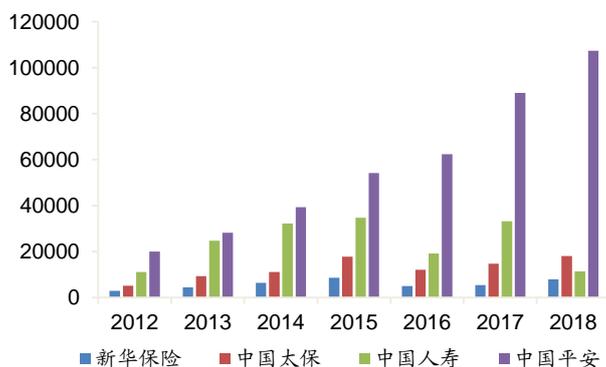
表1: 2018年四家上市保险公司业绩汇总

单位: 亿元	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保
EPS (元)	0.39	6.01	2.54	1.99
每股净资产 (元)	11.26	30.44	21.02	16.51
净利润	113.95	1074.04	79.22	180.19
净利润增长率	-64.7%	20.6%	47.2%	22.9%
净资产	3183.71	5565.08	655.87	1495.76
净资产增长率	-0.8%	17.6%	2.9%	8.8%
内含价值	7950.52	10024.56	1731.51	3361.41
内含价值增长率	8.3%	21.5%	12.8%	17.5%
新业务价值	495.11	722.94	122.10	271.20
新业务价值增长率	-17.6%	7.3%	1.2%	1.5%
总投资收益率	3.28%	5.20%	4.60%	4.60%
偿付能力充足率	250.56%	216.40%	274.51%	301.00%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

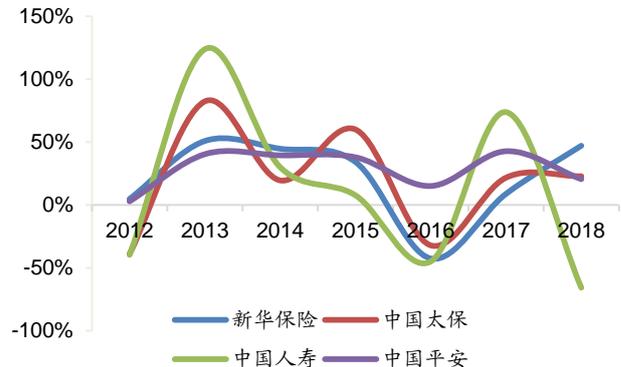
注: 为方便比对, 中国平安 2018 年总投资收益率采用模拟准则修订前数据

图1: 四家上市保险公司近年净利润情况 (百万元)



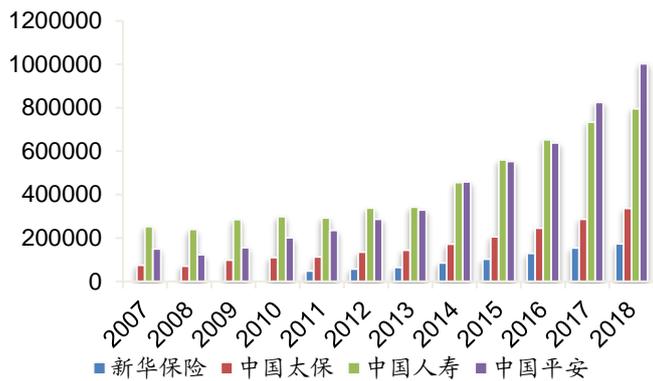
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图2: 四家上市保险公司近年净利润增速情况



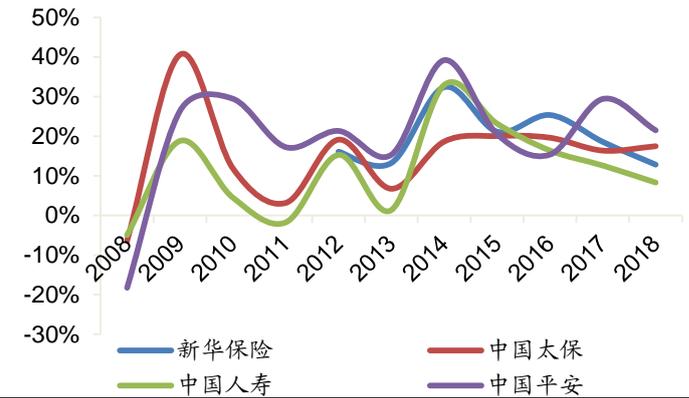
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图3: 四家上市险企内含价值(百万元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图4: 四家上市险企内含价值增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

2018年四家上市保险公司新业务价值增速与政策关系紧密,年初以来,134号文影响逐渐扩大,导致开门红期间新单规模大幅下降,个险保费新单收入出现负增长,新业务价值增速显著放缓,其中中国人寿出现负增长。受益于保险回归保障后险企业务结构的调整,长期保障型产品的占比提升,给险企新业务价值率的增长注入了新动力。其中,中国平安、新华保险和中国太保新业务价值率稳中有进,2018年新业务价值率为43.7%、47.9%和43.7%。

表2: 四家上市险企一年新业务价值(亿元)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国平安	118.05	155.07	168.22	159.15	181.63	219.66	308.38	508.05	673.57	722.94
中国人寿	177.13	198.39	201.99	208.34	213.00	232.53	315.28	493.11	601.17	495.11
中国太保	50.00	61.00	67.14	70.60	74.99	87.25	120.22	190.41	267.23	271.20
新华保险			43.6	41.72	42.36	49.12	66.21	104.49	120.63	122.10

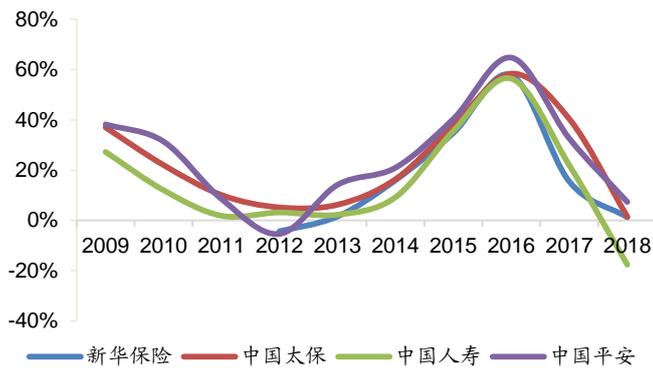
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表3: 四家上市险企个险新单保费收入(百万元)

	2015	2016	2017	2018
中国人寿	47,974	74,813	90,629	79,513
中国平安	88,152	101,634	136,657	130,715
中国太保	27,864	37,393	49,484	46,704
新华保险	12,541	20,679	22,097	16,078

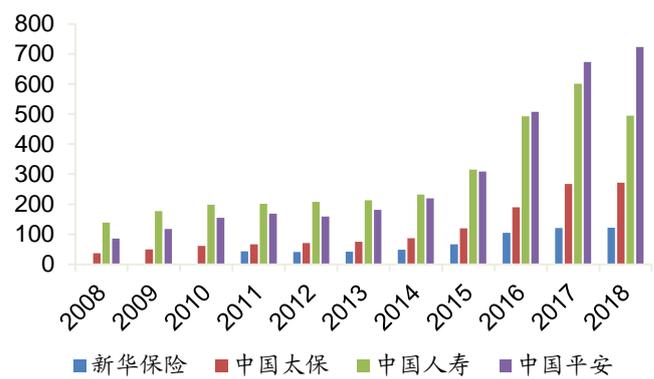
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图5: 四家上市险企新业务价值增速



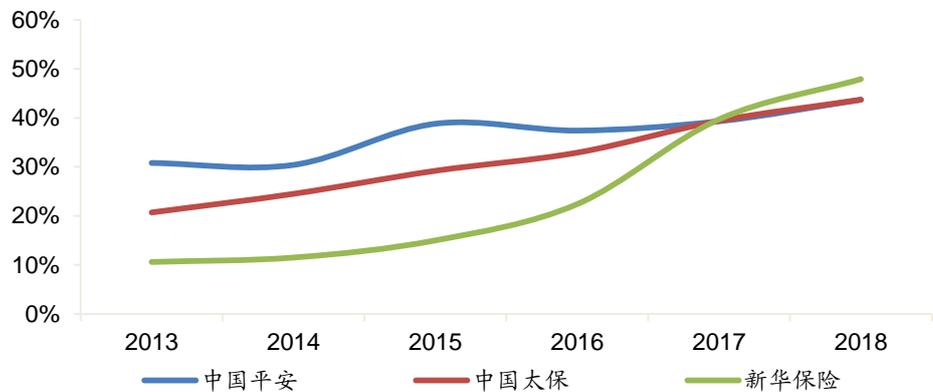
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图6: 四家上市险企新业务价值 (亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图7: 三家上市险企新业务价值率



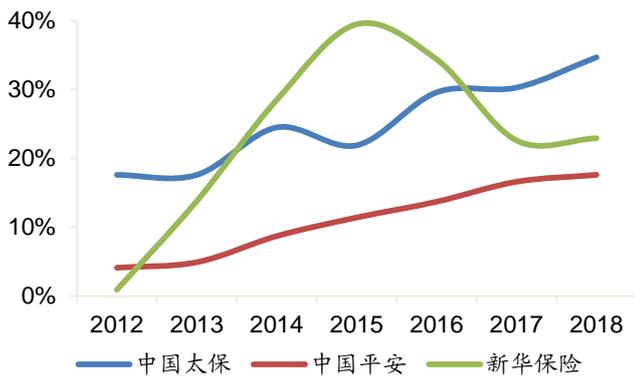
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 中国人寿 2016 年开始披露分渠道新业务价值率 (51.1%), 2017 年和 2018 年个险渠道新业务价值率分别为 47.2%和 42.2%。

二、保障型产品占比提升, 健康险增长势头强劲

自保险回归保障以来, 行业产品结构发生较大改善, 短期理财型产品占比断崖式下跌, 保障类产品尤其是健康险占比持续提升。18年三家险企披露的健康险保费收入占总保费比例较17年均有所上升, 其中新华健康险规模占比提升至34.8%, 健康险首年保费同比增长30.6%, 明显超过其他公司。此外, 传统险占比总体维持上升趋势, 太保传统险占比提升至34.70%。总体上看, 行业重保障战略达成一致, 健康险未来仍是市场主力险种, 值得高度重视。

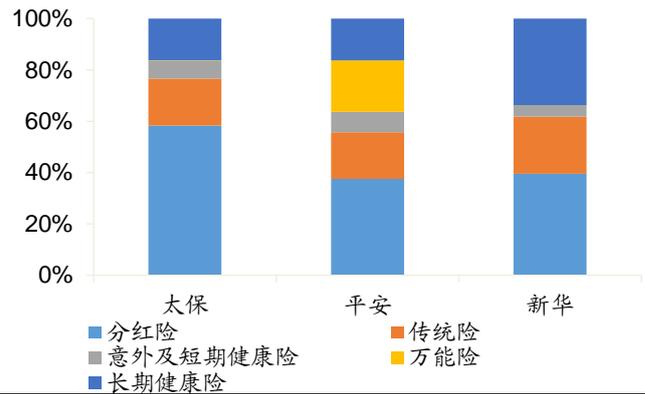
图8: 三家上市险企传统寿险占比提升



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 中国人寿未公布具体险种数据

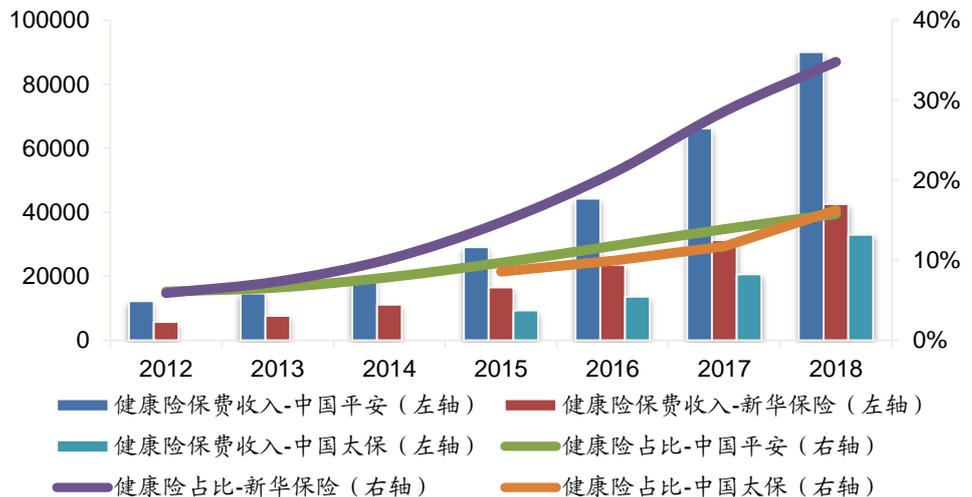
图9: 三家上市险企险种分布



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 为合理对比, 仅从各公司相同险种口径比较

图10: 三家上市险企健康险保费收入(百万元)及占比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

三、代理人团队规模维持高点, 团队结构持续优化

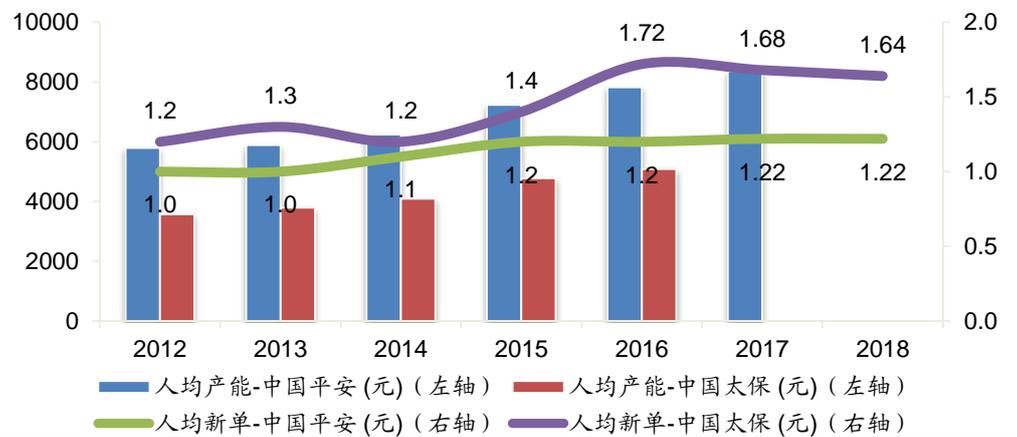
受开门红影响, 行业今年增员压力较大, 加之我国当前全行业代理人人数已突破800万大关, 未来依靠堆积低效代理人的粗放增长模式将不可持续。2018年年报显示, 四家上市险企代理人规模增速均放缓, 中国人寿和中国太保主动优化团队规模, 解约低效人力, 团队规模出现负增长。18年四家保险13个月持续率稳中有进, 同时退保率整体下降。长期来看, 提高代理人人均产能、人均件数和人均保额等指标, 将是个险渠道转型的关键。

表 4: 四家上市公司保险代理人情况

单位: 人	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017	2018H	2018
中国人寿	949,000	979,000	1,529,000	1,814,000	1,937,000	2,025,000	1,800,000	1,772,000
中国平安	797,870	869,895	1,050,000	1,100,000	1,325,000	1,386,000	1,398,827	1,417,383
新华保险	192,000	259,000	242,000	328,000	333,000	348,000	334,000	370,000
中国太保	415,000	482,000	582,000	653,000	870,000	874,000	894,000	847,000
中国人寿	48.28%	31.76%	61.12%	85.29%	26.68%	11.63%	-7.07%	-12.49%
中国平安	31.28%	36.87%	31.60%	26.45%	26.19%	26.00%	5.50%	2.26%
新华保险	9.09%	48.00%	26.04%	26.64%	37.60%	6.10%	0.30%	6.32%
中国太保	37.87%	40.12%	40.24%	35.48%	49.48%	33.84%	2.76%	-3.09%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

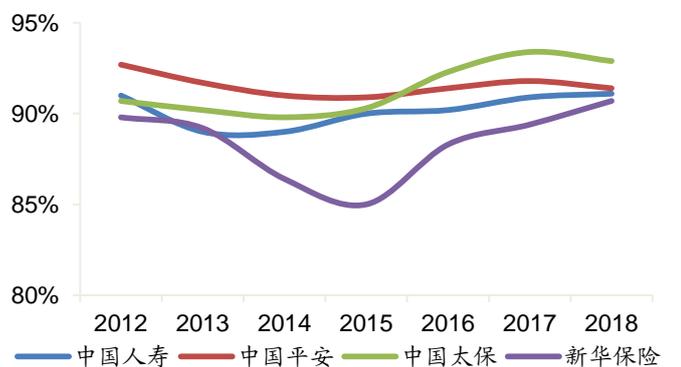
图 11: 中国平安、中国太保人均产能及新单



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 2017 年开始口径调整, 未披露人均产能数据

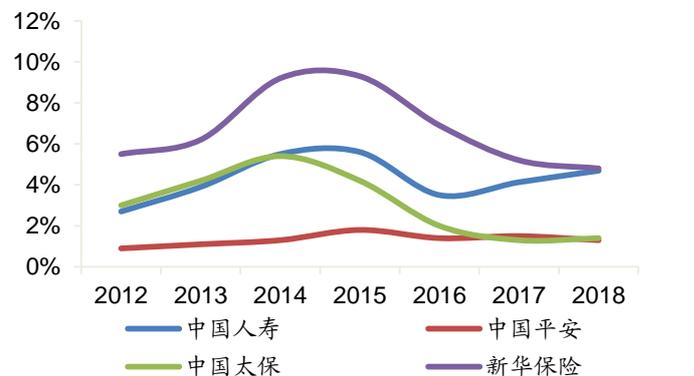
图 12: 四家上市险企 13 个月保单继续率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 中国人寿采用 14 个月继续率

图 13: 四家上市险企退保率

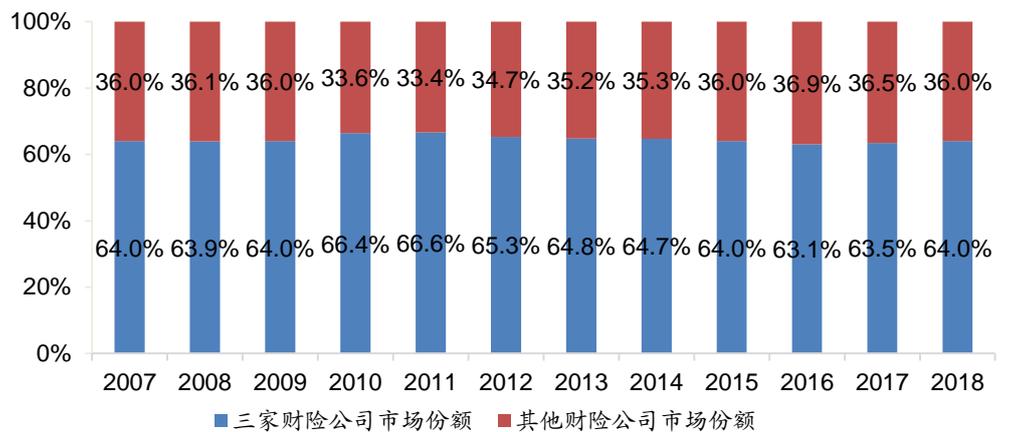


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

四、财险综合成本率下降，市场集中度有所提升

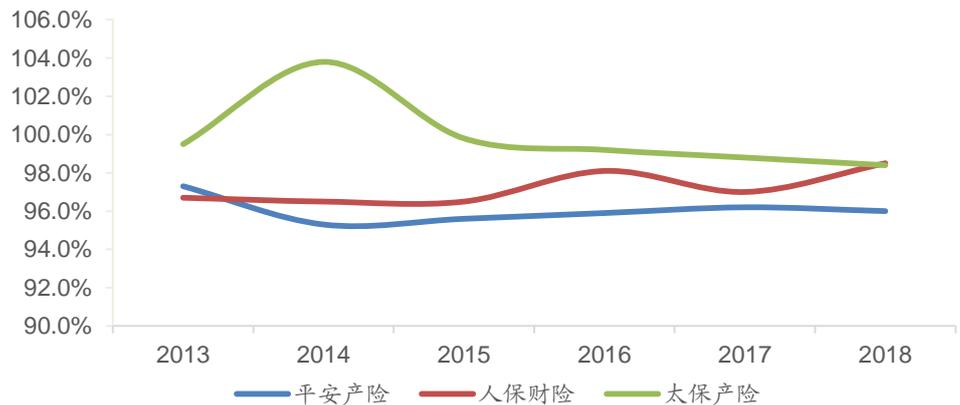
财险市场，中国人保、中国平安、中国太保三家财险公司有着较大的优势，主要体现在综合成本率和市场占有率方面。2018年三家上市险企市占率64%，较2017年有小幅提升。综合成本率方面龙头险企的优势更大，在其他大部分险企仍承保亏损的情况下，平安、人保、太保均保持承保盈利空间，其中平安产险2018年综合成本率96.0%，较去年下降0.2%，保持行业领先。另外，车险保费占比有小幅下降，但财险业务结构相对稳定，未来非车险业务是稀释综合成本率的关键。

图14：财险行业市场集中度



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图15：三家上市财险综合成本率



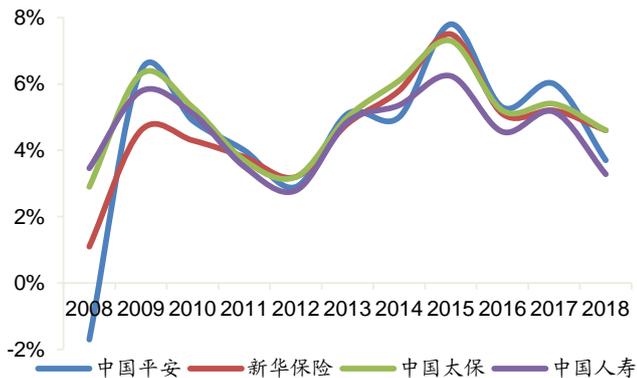
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

五、市场波动冲击投资端，固收类资产配置增加

2018年资本市场环境复杂，保险投资端表现也受到一定冲击。四家上市险企年化总投资收益率为3.28%-4.60%，均出现不同程度下滑。其中，中国平安因采用新会计准则，实际总投资收益率下降2.3个百分点，准则修订前模拟总投资收益率下降

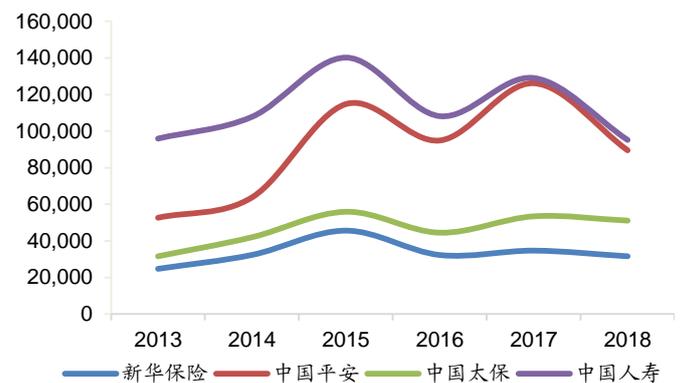
0.8个百分点。中国人寿总投资收益率为3.28%，下降1.88个百分点，投资业绩直接影响利润表现。新华保险和中国太保也受到较大冲击，投资收益同比小幅减少。资产配置结构方面，受市场波动影响，四家上市险企维持以固收类资产为主，现金定存类持有上升明显，权益类投资占比整体减少。其中，中国平安的权益类资产占比从17年的23.6%下降至16.2%，股票、基金资产占比下降2.5个百分点。

图16: 四家保险公司总投资收益率



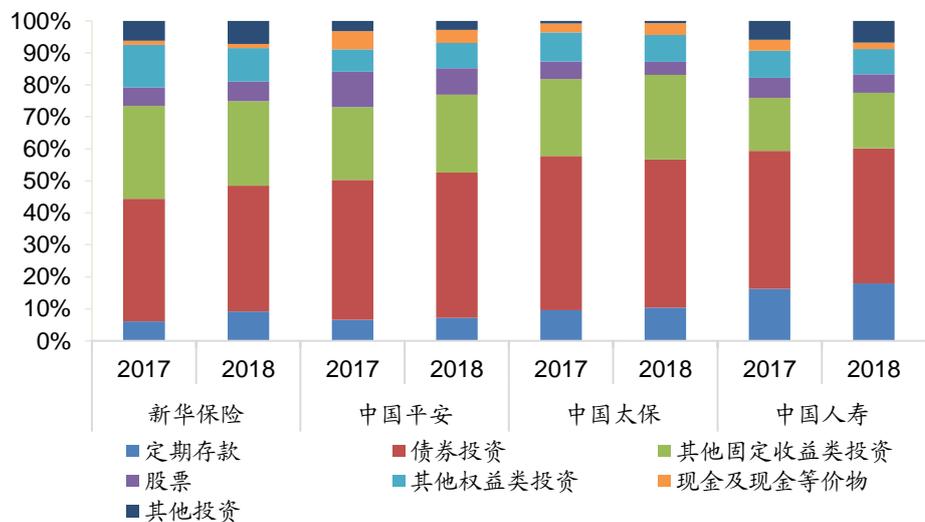
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图17: 上市公司保险资产投资收益 (百万元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

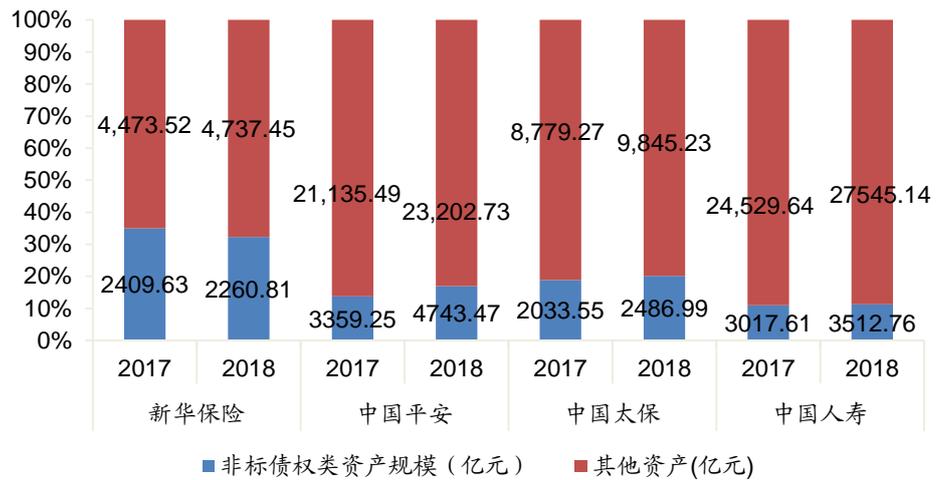
图18: 上市公司保险资产配置情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

2018年上市公司非标资产配置愈趋稳健。其中，中国平安、中国太保和中国人寿非标资产规模上升，同比占总投资资产比例小幅上涨，分别为14.1%、20.1%和11.7%。新华保险2017年非标资产整体占比较高，2018年略微下调，占总资产比例从35%下降至31.8%。非标资产质量方面，中国平安、中国太保和新华保险的AAA级非标资产占比整体稳中有升，分别为97%、92.1%和95.3%，整体质量良好，风险处于可控范围。

图19: 上市公司非标资产规模



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

六、保障业务贡献显现，投资拖累 EV 增长

内含价值(EV)是目前保险公司估值的重要指标,可分为调整净资产和有效业务价值两部分。内含价值的变动较为复杂,受到许多假设差异影响,但最主要受到三大因素影响:预期内含价值回报、新业务价值和营运经验差异。其中内含价值预期回报反映的是过去存量内含价值对当期的持续回报;新业务价值则体现当期新增业务对公司的效应;营运经验差异则反映实际营运情况和假设的差异。

2018年报显示,新业务价值依然是驱动内含价值增长的关键,四家上市险企新业务价值对内含价值的贡献比例仍然超过40%,但受新单增速放缓影响,对内含价值增长影响的边际效应有所下降。新华保险与中国平安连续两年营运经验偏差贡献比例增加,间接反映在回归保障监管精神下,产品优化和渠道改善为其带来内含价值可持续增长亮点。此外,受2018年投资市场波动影响,保险行业整体投资回报不及预期,投资回报偏差拖累内含价值增长。

表 5: 各家上市险企新业务价值对 EV 溢利的驱动

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国人寿	43.3%	41.5%	39.0%	37.9%	39.8%	49.5%	53.1%	45.0%
中国平安	60.5%	54.0%	53.7%	53.3%	55.0%	71.7%	62.4%	61.1%
中国太保	48.7%	48.6%	43.9%	45.0%	48.1%	56.6%	57.9%	58.6%
新华保险	49.8%	44.8%	44.7%	44.4%	50.2%	44.5%	43.6%	41.5%
友邦保险	29.8%	33.8%	37.3%	39.5%	42.5%	46.1%	48.7%	46.7%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 新业务价值/(预期内含价值回报+新业务价值+营运经验差异)

表 6: 营运经验差异对 EV 溢利贡献增加

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国人寿	25.2%	-2.0%	-48.8%	0.5%	2.5%	-2.0%	0.6%	0.5%
中国平安	-4.0%	-3.2%	-2.0%	0.4%	1.3%	-0.7%	6.5%	11.9%
中国太保	-8.0%	-2.0%	4.1%	1.0%	-0.3%	1.7%	0.9%	-0.4%
新华保险	4.1%	8.5%	-6.6%	-7.8%	-11.6%	7.5%	12.8%	15.8%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 营运经验差异/(预期内含价值回报+新业务价值+营运经验差异)

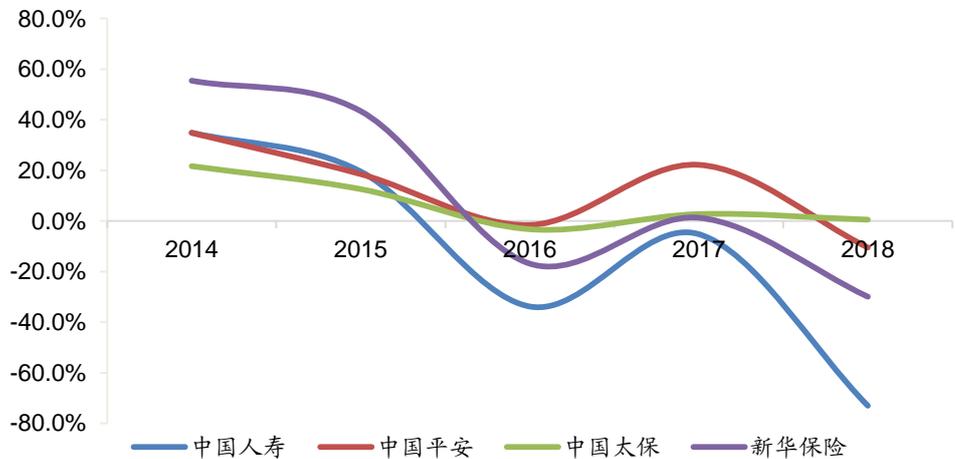
表 7: 投资回报差异对 EV 影响

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国人寿	614.4%	21.6%	-496.0%	34.9%	19.5%	-33.8%	-5.2%	-73.0%
中国平安	-7.3%	-21.2%	5.5%	34.8%	18.5%	-1.6%	22.2%	-10.5%
中国太保	-443.7%	3.6%	-25.8%	21.7%	12.6%	-3.3%	0.4%	0.5%
新华保险	-56.9%	-1.3%	-2.9%	55.5%	43.4%	-16.9%	1.3%	-29.9%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 投资回报差异/(期末 EV-期初 EV)

图 20: 四家上市险企投资回报偏差率

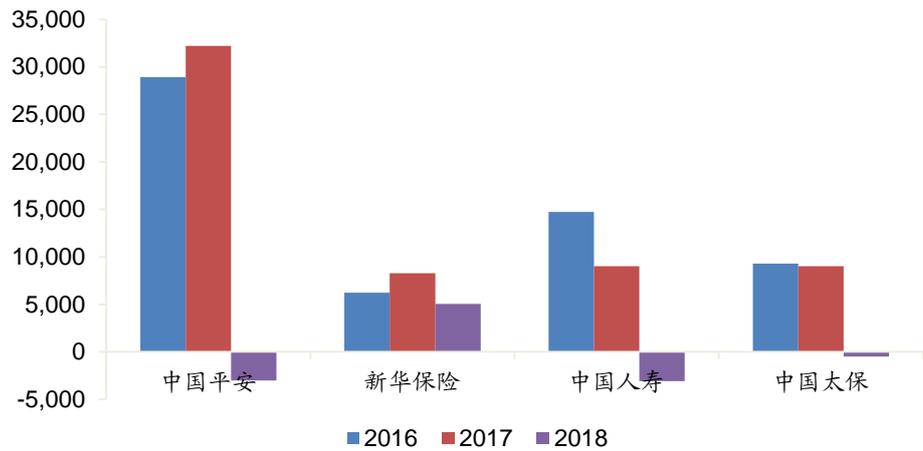


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

七、准备金计提减少, 750 均线仍处上行区间

2018年,四家公司因精算假设变动计提准备金较去年同期明显减少。中国平安、中国人寿和中国太保准备金计提减少分别新增税前利润30.02亿、30.74亿和4.97亿元,新华保险准备金计提规模同比大幅下降。当前行业750均线仍处上行区间,对险企利润释放依然能带来正面影响。

图21: 会计估计变更导致的准备金计提增加(减少)(单位:百万元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图22: 750日均线进入上行区间



数据来源: wind、广发证券发展研究中心(国债收益率更新至3月30日)

投资建议

2018年行业处于转型关键节点,受年初开门红政策影响,新单增速明显放缓,但各公司积极调整应对,下半年新业务价值增速明显好转,全年增速整体转正略超预期。从基本面分析,当前板块估值对承保端的敏感度有所降低,投资端受益2019年初以来行情回暖,险资权益投资情况较2018年预计也有明显好转。当前板块估值仍具备弹性,推荐:中国平安、新华保险、中国人寿、中国太保。

风险提示

保障型新单不及预期;人力规模停滞,人均产能提升困难;利率波动超预期等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍淼：南开大学硕士，4年证券行业工作经验。曾在中银国际证券担任非银金融行业分析师。2018年进入广发。
- 文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。