

保险

证券研究报告

2019年07月22日

保险股估值的国际比较与影响因素探析——基于美国、日本、英国、中国台湾、中国香港的经验

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《保险-行业专题研究:中报前瞻:利润增速有望超预期,预计3季度寿险保费端增长趋势向好》 2019-07-09
- 《保险-行业点评:6月保险行业投资策略:5月保费端表现有所分化,平安新单保费增速回暖》 2019-06-17
- 《保险-行业点评:保险行业迎来大幅降税,同时利好寿险和产险!》 2019-05-30

投资要点: 国际经验表明 1) 寿险行业的发展空间决定了各国保险股的巨大估值差异; 2) 各家保险公司 NBV 的长期复合增速, 决定了 ROEV 的走势, 从而导致了不同国家的不同保险公司的巨大估值差异。3) 长端利率趋势对于保险股估值的确有正向影响, 但是影响程度会随着保障险(死差)占比的提升而减弱, 且影响力量会在估值低位时“钝化”。2020 年中国大陆 NBV 有望回归较快增长, 资管新规对保险行业负债端和资产端的双重利好将充分显现, 保险股估值有望迎来长期向上阶段。我们坚定推荐中国太保、中国平安、中国人寿、新华保险。

国际经验方面, 我们选取了美国、日本、英国、中国台湾、中国香港的寿险公司或以寿险为主的保险集团为研究标的。鉴于各国会计体系的差异性, 我们对日本、中国香港使用 PEV 估值, 对美国使用 PB 估值, 对英国、中国台湾的最佳估值指标应为 PEV, 但限于数据可得性, 我们采用 PB 估值代替。

各国保险股估值水平方面, 美国、中国台湾保险公司 PB 自 2007 年来持续下滑, 目前处于历史低位, 美国 PB 低于 1 倍, 台湾 PB 略高于 1 倍。英国保险公司 PB 自 2014 年来开始进入下行区间, 目前也处于历史低位水平, 但公司间的估值差异较大(1.0-2.5 倍)。日本寿险公司 PEV 自上市以来就处于低位, 目前为历史最低, 仅 0.3 倍 PEV。香港友邦和保诚的 PEV 估值从 2014 年开始朝着相反方向变动, 友邦估值持续提升, 已突破了 2 倍 PEV, 显著高于其他保险股。中国大陆 A 股上市的 4 家公司中, 国寿、太保、新华目前估值均处于历史低位, 仅平安估值处于历史中位水平, 且从 2017 年以来处于上升趋势。

我们的研究表明, 决定保险公司估值水平的主要因素包括 1) 寿险行业发展空间; 2) 寿险公司的 NBV 同比增速及 ROEV 走势; 3) ROE; 4) 长端利率趋势。

一、寿险行业的发展空间决定了各国保险股的巨大估值差异, 其影响因素为经济发展水平、人口结构(30-45 岁人口规模)。在经济增长且保险购买人群增加的市场, 保险股估值理应更高, 如中国大陆、中国香港。而经济较弱且保险购买人群减少的市场, 保险股估值不断走低, 如美国、日本、中国台湾。此处有一特例, 即美国的专业健康险公司的估值水平一直提升, 因为健康险需求与健康服务需求跟随社会医疗支出不断提升。

二、各家保险公司 NBV 的长期复合增速, 决定了 ROEV 的走势, 从而导致了不同国家的不同保险公司的巨大估值差异。这正好解释了友邦、保诚、平安在各自地区的巨大估值溢价。另外, NBV 复合增速、长期投资收益率水平、表外业务利润(投连险等)联合决定了一家保险公司的长期 ROE 水平, 也决定了估值水平, 但国际经验证明影响估值溢价的核心因素是 NBV 长期复合增速。可见, 寿险公司的核心能力一定是获取高价值保单的能力。

三、长端利率趋势对于保险股估值的确有正向影响, 但是影响程度会随着保障险(死差)占比的提升而减弱, 且影响力量会在估值低位时“钝化”。美国和中国台湾寿险公司的估值与长端利率紧密相关, 因为储蓄型业务占比与债权投资占比较大。英国受影响较弱, 主要由于多元化经营使得 ROE 受利率的影响较小。日本的长期超低利率长期压制保险股估值, 但影响已钝化。香港友邦保险是唯一一个估值“跳出”利率压制的公司, 2018 年友邦营运利润中死费差占比高达 64%, 稳定的承保盈利能力是友邦估值溢价的重要原因。

聚焦中国大陆寿险市场, 经济发展与保险购买人群增加仍将持续, 新客户开发与老客户加保的空间均大, 保守估计中国寿险市场仍有 10 年黄金发展期, 其中健康险的空间更大。目前太保、国寿、新华的估值均在 0.9 倍左右(动态 PEV), 仅略高于保诚、大都会和保德信, 但需求空间、保障险占比、长端利率水平均显著高于英美, 因此估值被明显低估。平安由于更高的 NBV 历史复合增速水平以及当前 ROEV 水平, 享受着合理的估值溢价。我们预计 2020 年保险公司 NBV 有望回归较快增长, 资管新规对保险行业负债端和资产端的双重利好将充分显现, 保险股估值将重新迎来长期向上阶段。我们坚定推荐中国太保、中国平安、中国人寿、新华保险。

风险提示: 长端利率下行超预期; 保障型产品销售未达预期



重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-07-19	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601601.SH	中国太保	38.78	买入	1.99	3.35	4.23	5.15	19.50	11.25	8.91	7.31
601318.SH	中国平安	88.35	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	15.03	10.62	8.40	6.98
601628.SH	中国人寿	30.13	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	75.33	18.83	16.93	14.56
601336.SH	新华保险	54.20	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	21.34	15.76	12.75	10.82

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 全球保险估值对比	5
1.1. 估值方法	5
1.2. 估值水平对比	5
2. 影响估值水平的因素分析	8
2.1. 保险估值决定因素	8
2.2. 行业发展空间与估值	8
2.3. 业务结构与估值	10
2.3.1. 美国	10
2.3.2. 英国	13
2.3.3. 台湾	15
2.3.4. 日本	17
2.3.5. 香港	20
3. 中国保险股估值提升的启示	22

图表目录

图 1: 美国寿险公司 PB 估值	6
图 2: 台湾保险公司 PB 估值	6
图 3: 英国保险公司 PB 估值	6
图 4: 英国保险公司 PEV 估值	6
图 5: 中国香港保险公司 PB 估值	6
图 6: 日本寿险公司 PB 估值	6
图 7: 中国内地保险公司 PB 估值	7
图 8: 日本第一生命、T&D 控股年均 PEV	7
图 9: 香港友邦、保诚年均 PEV	7
图 10: 中国内地保险公司年均 PEV	7
图 11: 保险估值决定因素框架图	8
图 12: 30-54 岁人口规模同比增速	9
图 13: 名义 GDP 同比增速	9
图 14: 寿险密度 (美元)	10
图 15: 寿险深度 (%)	10
图 16: 美国保险股 PB 估值与长端利率的变化	11
图 17: 美国人身险行业保费收入结构	11
图 18: 保德信业务结构	11
图 19: 美国人身险行业普通账户资产配置	12
图 20: 美国人身险行业独立账户资产配置	12
图 21: 美国人身险行业投资收益率 (%)	12
图 22: 美国大都会、保德信 ROE	12
图 23: 美国健康险公司 ROE (%)	13

图 24: 美国健康险公司 PB 估值	13
图 25: 英国保险股 PB 估值与长端利率的变化	13
图 26: 英国人身险行业保费收入结构	14
图 27: 长期保险业务的经营溢利驱动因素	14
图 28: 长期保险业务的经营溢利的地区贡献	14
图 29: 法通集团非分红业务	14
图 30: 英国保诚、法通、英杰华 ROE	15
图 31: 台湾保险股 PB 估值与长端利率的变化	16
图 32: 台湾人身险新单保费占比	16
图 33: 台湾人身险行业资金配置 (%)	16
图 34: 国泰金控利润结构	16
图 35: 富邦金控利润结构	16
图 36: 国泰金控和富邦金控 ROE	17
图 37: 日本保险股 PEV 估值与长端利率的变化	17
图 38: 日本人身险行业险种结构 (保单件数)	18
图 39: 日本人身险资金配置结构	18
图 40: 日本人身险险资收益率	18
图 41: 第一生命核心利润构成	18
图 42: T&D 控股核心利润构成	18
图 43: 第一生命和 T&D 控股的 EV 增长	19
图 44: 第一生命和 T&D 控股的 ROEV	19
图 45: 第一生命和 T&D 的 NBV 及同比增长	20
图 46: 香港保险股 PEV 估值与长端利率变化	21
图 47: 香港总保费构成	21
图 48: 香港新单保费构成	21
图 49: 保诚和友邦 EV 增长对比	21
图 50: 保诚和友邦 ROEV 对比	21
图 51: 保诚和友邦 NBV 同步增速对比	22
图 52: 2018 年友邦的税前营运利润利润源构成	22
图 53: 中国内地的 GDP 同比增长及 30-54 岁人口规模	23
图 54: 2018 年寿险深度比较	23
图 55: 保险公司 EV 增长	23
图 56: 保险公司 ROEV	23
图 57: 保险公司 NBV 同比增长	24
表 1: 第一生命收益率假设和贴现率假设	19
表 2: 友邦 ROEV 构成	22
表 3: PB 估值与 ROE 拆分	25
表 4: PB 估值与 EV 增长/ROEV/ NBV 同比增速	26

1. 全球保险估值对比

1.1. 估值方法

我们选取了美国、日本、英国、中国台湾、中国香港的大型寿险公司或以寿险为主的保险集团为研究标的，对比其 PB 或 PEV 估值水平。

对于采用 IFRS 会计准则或向 IFRS 会计准则靠拢的欧洲、亚洲保险公司，准备金提转差计入当期损益，首年保单利润到后期才能释放出来，因此会出现新业务增长越快，公司的当期利润和净资产越被低估的现象，使用 PB、PE 估值指标会出现“过高”的情况，PEV 估值指标相对更加合理。

而美国采用 GAAP 会计准则，倾向于在签订保险合同的当期释放保单的利润，因此可以使用 PB 估值法。GAAP 会计准则与 IFRS 会计准则的计量方法主要存在两个差异：**1) 保单获取成本的确认和计量。**IFRS 会计准则将保单获取成本在保单取得初期费用化，而 GAAP 会计准则采用资本化处理，将保险合同取得成本确认为资产，即递延保单获取成本，并在保单生效的期限内进行与收入配比的摊销，直至保单终止。**2) 保险责任准备金的提取。**IFRS 会计准则下的保险公司在提取保险责任准备金时，不只会将未来费用的折现值以及风险边际包括在内，还会提取剩余边际以消除首日利得，留待将来进行利润释放。美国保险公司不需要以提取剩余边际的形式消除首日利得，从而能将整份保单经过风险调整后的利润在合同签订当期进行释放。

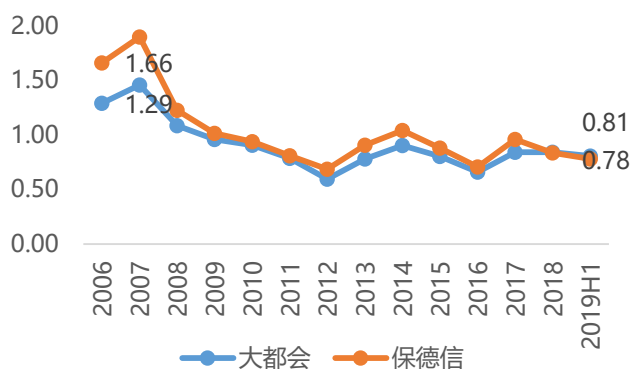
本报告对日本、香港、中国大陆的保险公司使用 PEV 估值法，对美国保险公司使用 PB 估值法。英国、台湾的最佳估值指标也应为 P/EV，但限于数据可得性，我们采用 P/B 估值代替。

1.2. 估值水平对比

美国寿险公司 PB 估值自 2007 年来呈下滑趋势，目前处于历史低位水平，2019 年上半年平均估值在 1 倍以下，但由于 GAAP 会计准则，美国 PB 不存在“过高”情况，类似于其他国家得 PEV 估值。台湾以寿险为主的金控集团 PB 目前也处于历史低位，仅略高于 1 倍。英国以寿险业务为主的保险集团 PB 自 2006 年以来就处于震荡格局，2014 年开始进入下行区间，目前也处于历史低位水平。英国的 3 家保险集团 PB 估值差异较大，保诚（基于伦交所股价）PB 高于 2 倍。同时，我们也整理了 PEV 估值体系下香港、日本、中国大陆保险公司的 PB 估值水平。目前香港的友邦、保诚（基于港交所股价）的 PB 高于 2 倍，其中友邦 PB 高达 3 倍；日本的 PB 估值低于 0.70 倍，中国大陆保险公司的 PB 估值在 2-2.5 倍。

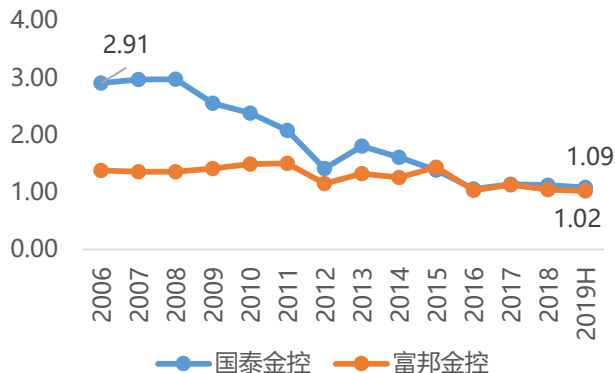
从 PEV 估值来看，日本寿险公司 PEV 水平自上市以来就处于低位，2017 年来继续下滑，2019 年上半年处于历史最低位，仅 0.31 倍，也低于其他国家和地区。在香港市场，友邦和保诚的 PEV 估值自 2014 年来朝相反方向变动，友邦估值持续提升，目前处于历史高位，2019 年上半年 PEV 为 2.14 倍，显著高于其他地区的保险股估值；保诚在香港市场的估值持续走低至 0.83 倍，有趣的是，保诚在英国市场的估值也为 0.83 倍。A 股上市的 4 家公司中，国寿、太保、新华目前 PEV 估值均处于历史低位，平安估值处于历史中位水平。

图 1: 美国寿险公司 PB 估值



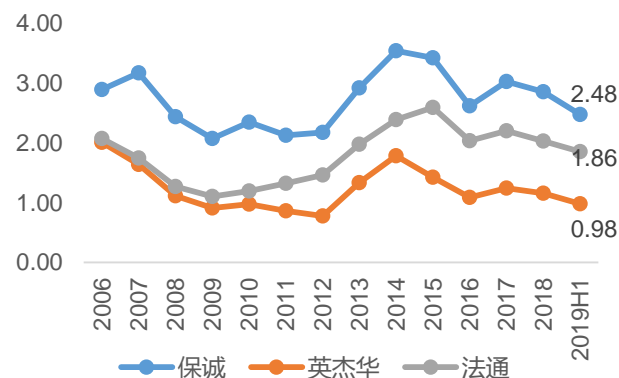
资料来源: wind, 天风证券研究所; 注: 以上 PB 为 MRQ 口径

图 2: 台湾保险公司 PB 估值



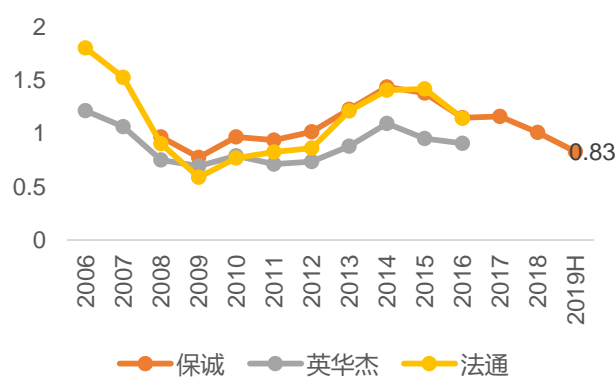
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所; 注: 以上 PB 为 MRQ 口径

图 3: 英国保险公司 PB 估值



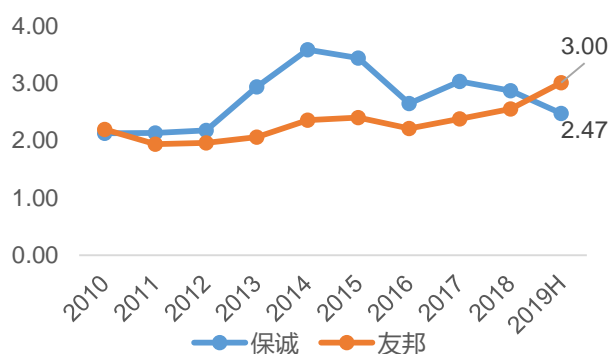
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所; 注: 以上 PB 为 MRQ 口径

图 4: 英国保险公司 PEV 估值



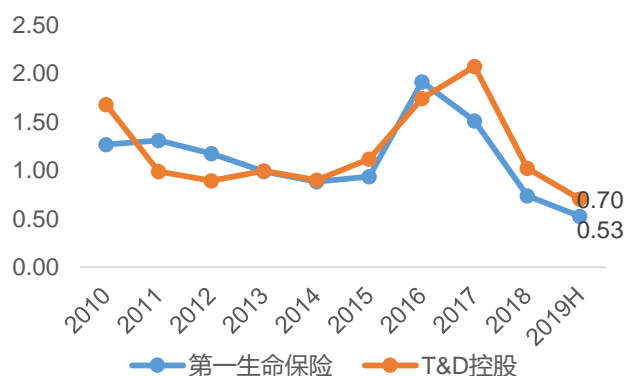
资料来源: Bloomberg, 公司财报, 天风证券研究所; 注: 以上 PEV 为 LYR 口径

图 5: 中国香港保险公司 PB 估值



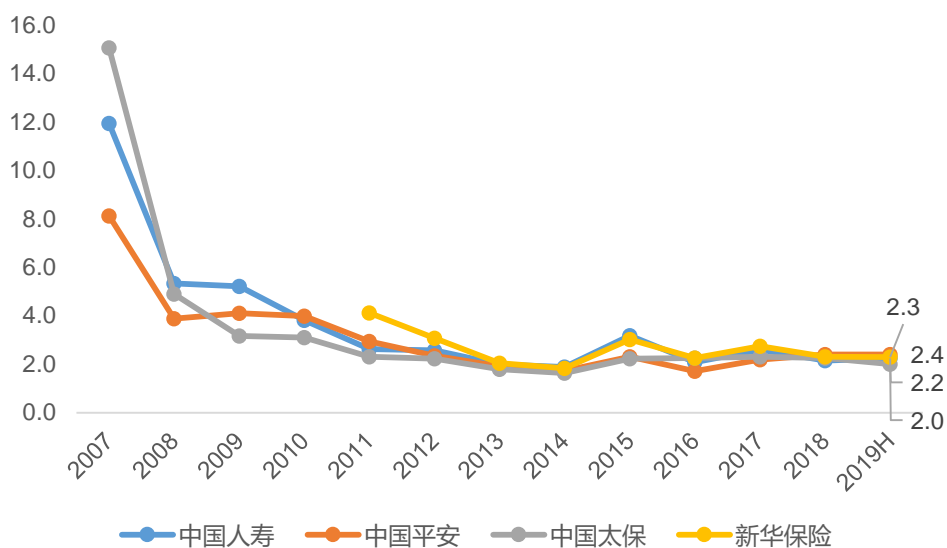
资料来源: wind, 天风证券研究所; 注: 以上 PB 为 MRQ 口径

图 6: 日本寿险公司 PB 估值



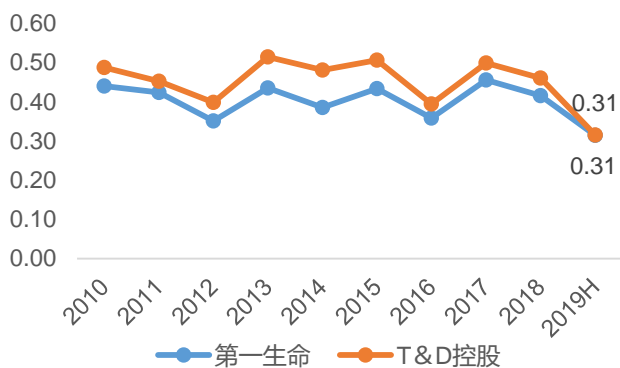
资料来源: wind, 天风证券研究所; 注: 以上 PB 为 MRQ 口径

图 7：中国内地保险公司 PB 估值



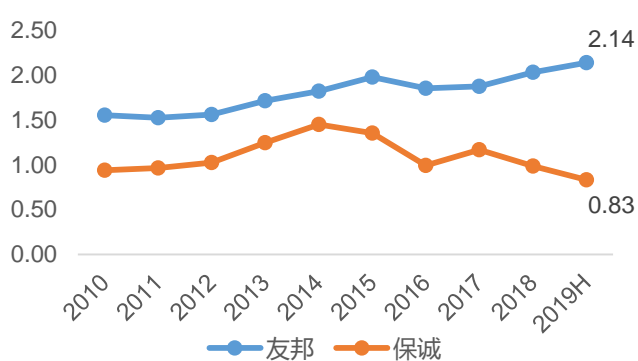
资料来源：wind，天风证券研究所；注：以上 PB 为 MRQ 口径

图 8：日本第一生命、T&D 控股年均 PEV



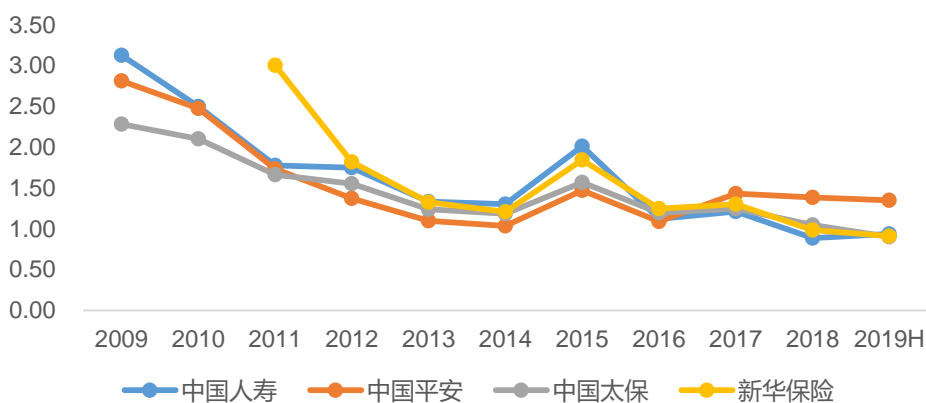
资料来源：wind，公司财报，天风证券研究所；注：以上 PEV 为 LYR 口径

图 9：香港友邦、保诚年均 PEV



资料来源：wind，公司财报，天风证券研究所；注：以上 PEV 为 LYR 口径

图 10：中国内地保险公司年均 PEV



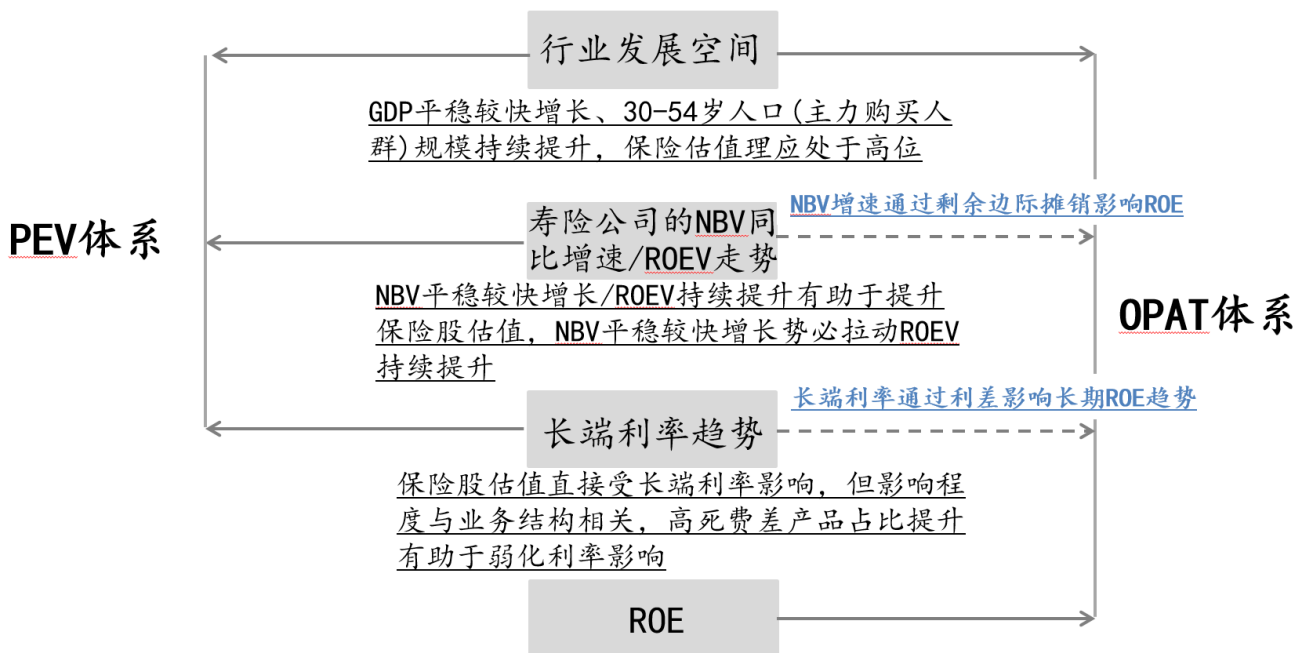
资料来源：wind，公司财报，天风证券研究所；注：以上 PEV 为 LYR 口径

2. 影响估值水平的因素分析

2.1. 保险估值决定因素

自上而下来看，决定保险公司估值的因素有行业发展空间、寿险公司的 NBV 同比增速及 ROEV 走势、ROE、长端利率趋势。行业发展空间决定保险股估值的长期趋势，影响保险行业长期发展空间的主要因素包括经济发展水平（GDP）、人口结构。经济平稳较快增长、保险主力购买人群（30-54 岁）提升的市场，保险估值理应处于高位。利差是保险公司利润的重要来源，长端利率走势对保险股估值有直接影响。在我们选取的国家或地区中，均可以看到长端利率对于估值的重要影响，但长端利率对于保险估值的影响程度与行业的业务结构及盈利结构有关。在 OPAT 体系（PB 估值体系）中，长端利率的走势影响长期 ROE 的变化，从而影响保险 PB 估值。在 PEV 估值体系中，长端利率对于估值的影响主要是通过影响 EV 的长期投资收益率假设变动及 EV 可信度。在 PEV 体系中，影响个股估值更重要的因素是 NBV 同比增速，NBV 的平稳较快增长势必拉动 ROEV 持续提升，有助于提升保险股估值。另外，NBV 同比增长通过剩余边际来影响 ROE（不适用于美国），NBV 同比增速越快，剩余边际余额累积速度及摊销速度也越快，则营运利润同比增长更高。

图 11：保险估值决定因素框架图



资料来源：天风证券研究所

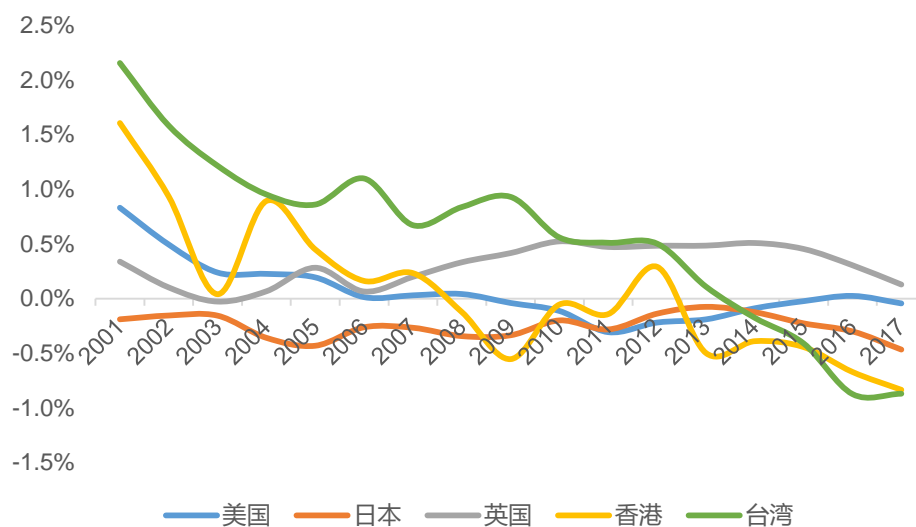
2.2. 行业发展空间与估值

宏观层面，主要由经济增长水平及人口规模和结构决定保险行业长期发展空间，从而影响保险股长期的估值走势。在 GDP 平稳较快增长、30-54 岁人口规模持续提升（该年龄段的人群收入相对稳定且对保险需求明显，是保险主力购买人群）的环境下，保险需求也处于提升阶段，保险股理应享有更高估值。而在经济增长缓慢、主力购买人群下滑的市场，保险股估值长期将受到压制。

横向对比，香港 GDP 同比增速高于其他国家或地区，虽然 30-54 岁人口规模呈下降趋势，但是内地访客赴港购带来增量（2018 年内地访客赴港购买的长险保单件数为 46 万件，占香港个人长险新单件数的 34%），因此香港地区的保险股估值也高于其他地区。英国 GDP 同比增速放缓，30-54 岁人口规模小幅增长，而美国 GDP 同比增速目前高于英国，但 30-54 岁人口规模开始下滑，因此英国、美国保险公司的估值水平低于香港地区。日本的 GDP

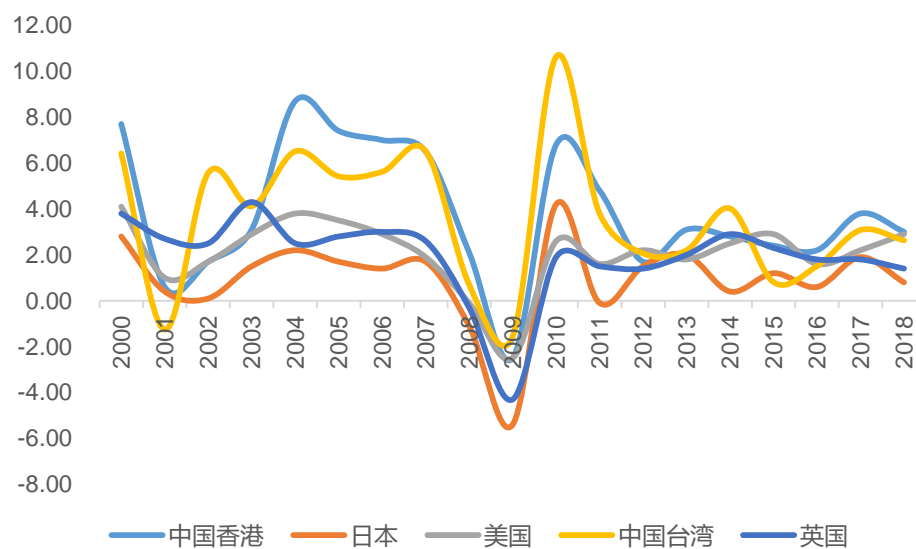
同比增速慢于其他国家或地区，而台湾 GDP 增长的波动性加大，且台湾、日本 30-54 岁人口下滑趋势也较快，因此估值水平也低于国家或地区。

图 12: 30-54 岁人口规模同比增速



资料来源: 世界银行, 天风证券研究所

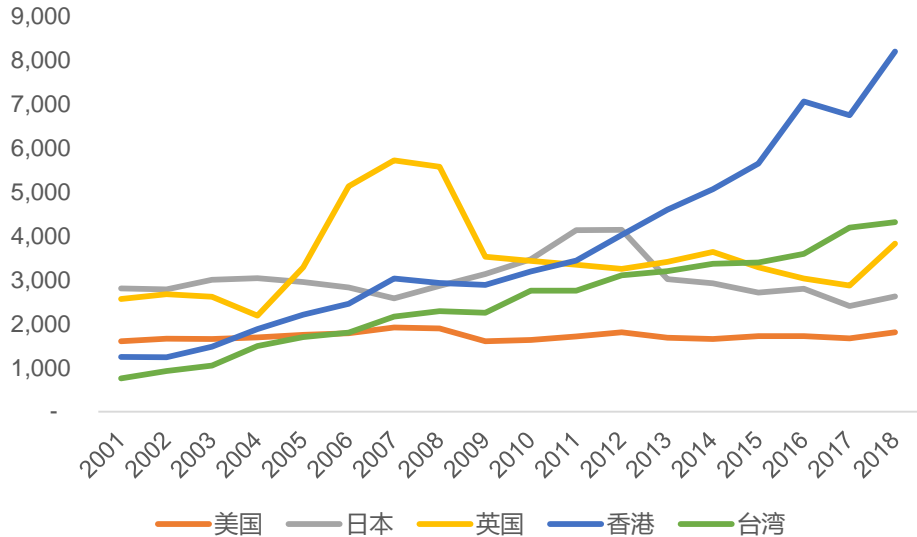
图 13: 实际 GDP 同比增速



资料来源: 世界银行, 天风证券研究所

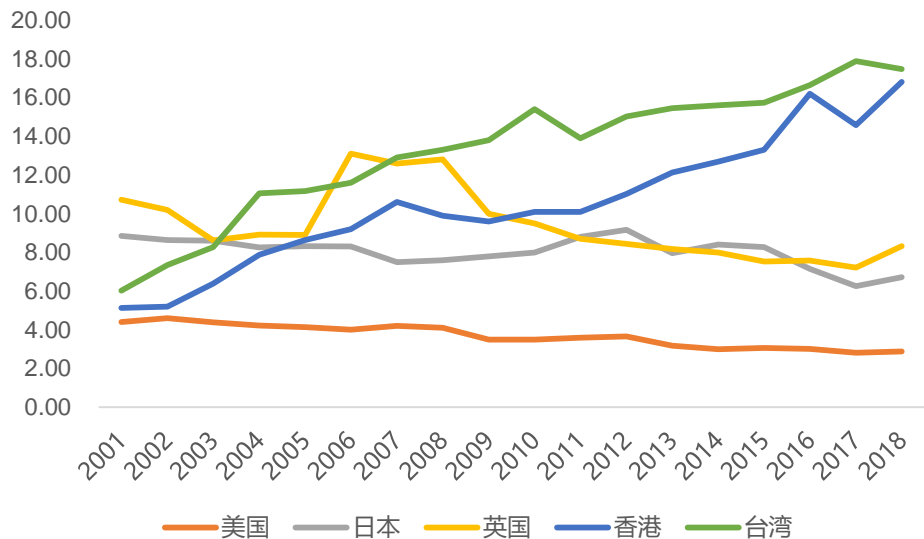
宏观经济社会环境的影响体现在行业层面即为保险深密度。在我们选取的国家或地区中，香港、台湾的保险深密度呈上升趋势，其他地区保持平稳或下降。大陆居民赴港购买保险对于香港地区寿险深密度提升有较大贡献(18年由内地访客带来的新单保费为476亿港元，占香港个人业务新单保费的29.4%)。而台湾地区由于税收优惠(保险费及投资储蓄利得可税前扣除)促进储蓄型或投资型保险产品持续热销。

图 14: 寿险密度 (美元)



资料来源: sigma, 天风证券研究所

图 15: 寿险深度 (%)



资料来源: sigma, 天风证券研究所

2.3. 业务结构与估值

2.3.1. 美国

美国寿险公司的 PB 走势与长端利率走势紧密相关, 2007 年开始, 美国 10 年期国债到期收益率开始下行, 其寿险公司估值也进入下行区间。我们分析, 是由于其储蓄型或投资型业务占比较高, 导致盈利结构中利差占比高, 长端利率下降导致利差收窄, ROE 中枢下行。

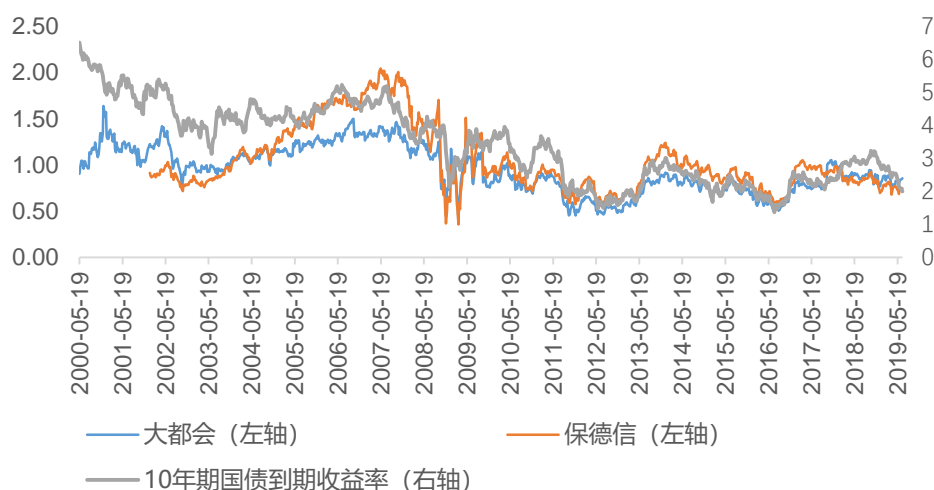
美国是全球最大的退休储蓄市场, 在未来 10 年将有约 4,000 万名美国居民达到退休年龄。美国居民退休规划面临挑战, 以雇主为基础的退休金正逐渐消失, 而政府提供的退休金计划却资金不足。此外, 退休人士的平均预期寿命大幅延长, 加长了需要依靠退休资金的年数。因此美国居民加大对于退休规划的需求, 导向是提高及保障现有资产价值, 为更长的退休生活提供保证收入, 而年金险是其退休规划中最为重要的产品。美国人身险业务结构中年金险占比最高, 约为 50%, 其次健康险占比为 25%-30%, 而寿险占比低于 25%。美国

的保险公司更倾向于专业化经营，其健康险业务主要由专业的健康险公司经营，如安联健康、安泰保险等。而我们选取的标的主要经营寿险业务，业务范围包括年金险、退休计划、寿险、资产管理等，其健康险占比预计远低于行业水平。以保德信集团为例，根据其年报披露，仅在国际保险、团体保险板块经营部分健康险、意外伤害险业务，退休计划、个人寿险和个人年金业务合计占比超 40%。

从资产配置结构来看，美国人身险普通账户的资产配置中债券占比 70%左右，普通账户投资收益率持续下降，与长端利率下行趋势一致，从 2016 年开始，普通账户投资收益率跌破 5%。

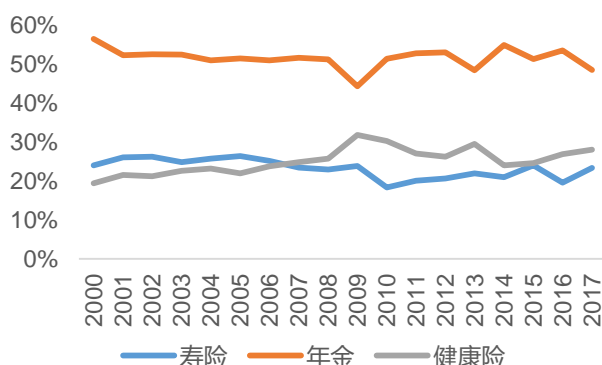
在投资收益率下降的同时，美国寿险公司由于竞争的加剧导致负债成本也在上升。截至 2017 年末，美国有 781 家寿险公司，行业内部竞争激烈。同时，美国寿险公司的投资型业务与共同投资基金在业务上的相似性使得这两类公司近年来竞争也日趋激烈，为应对竞争，美国寿险公司不断降低费率。因此，其利差呈收窄趋势，可以从其 ROE 的长期走势看出。

图 16: 美国保险股 PB 估值与长端利率的变化



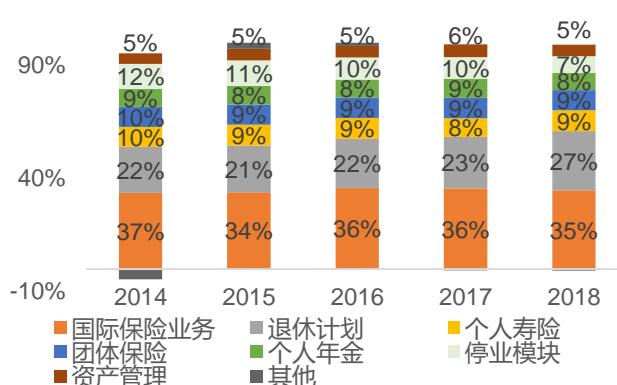
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 17: 美国人身险行业保费收入结构



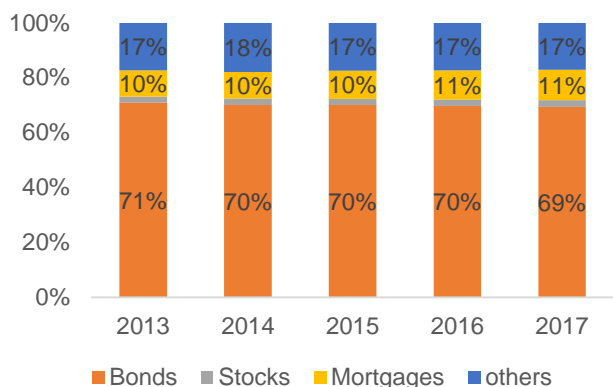
资料来源: ACLI Life Insurers Fact Book, 天风证券研究所

图 18: 保德信业务结构



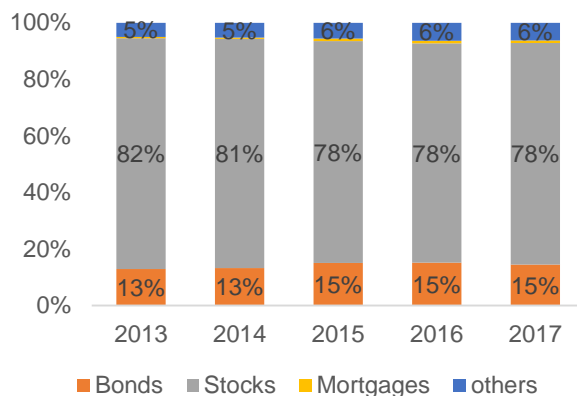
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 19: 美国人身险行业普通账户资产配置



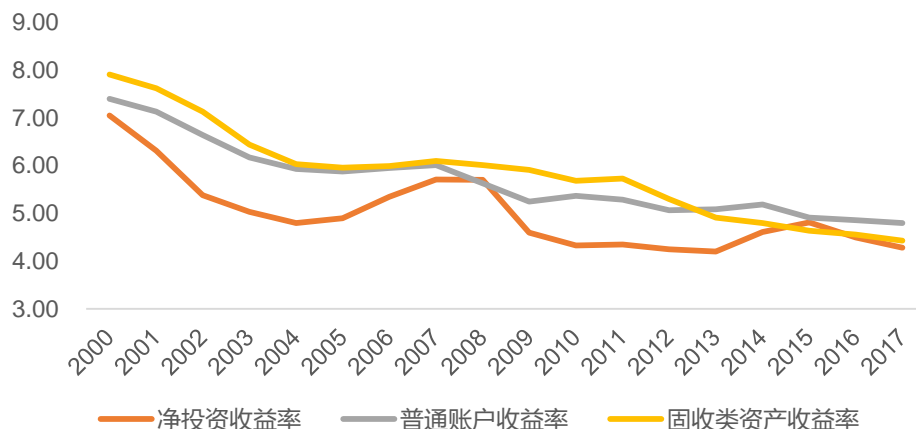
资料来源: ACLI Life Insurers Fact Book, 天风证券研究所

图 20: 美国人身险行业独立账户资产配置



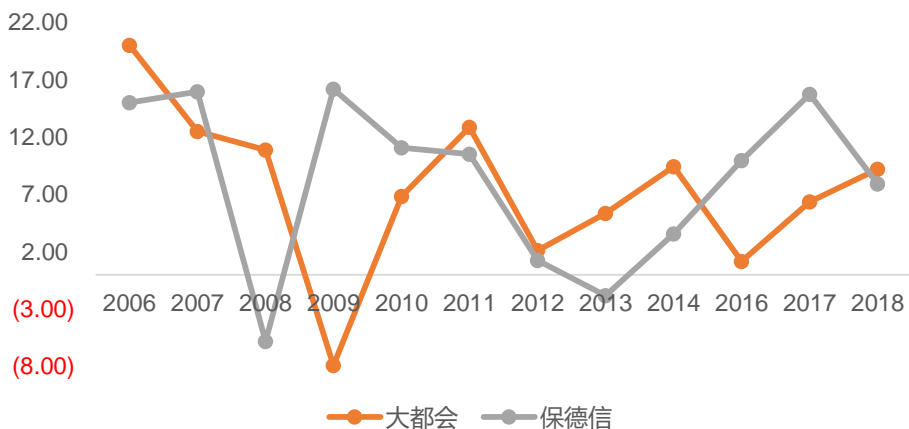
资料来源: ACLI Life Insurers Fact Book, 天风证券研究所

图 21: 美国人身险行业投资收益率 (%)



资料来源: ACLI Life Insurers Fact Book, 天风证券研究所

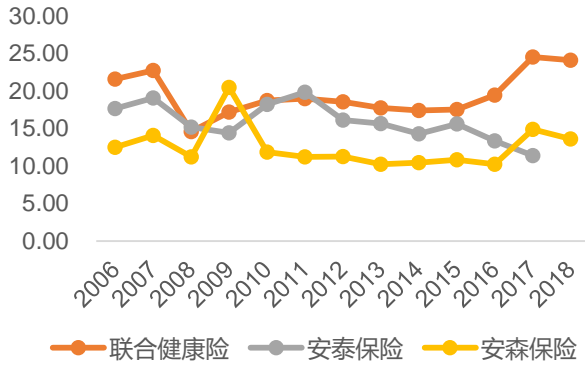
图 22: 美国大都会、保德信 ROE



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

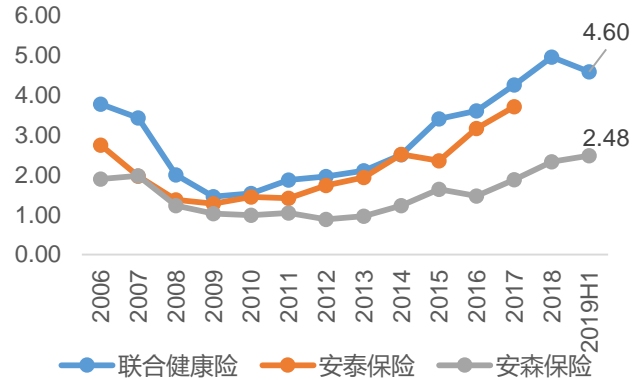
美国寿险业务盈利下滑，而健康业务却保持着高盈利。美国主要的健康险公司都采取管控医疗保险的业务模式，即“保险+健康管理”，通过医疗健康体系进行医疗费用管控，ROE 保持高水平，PB 也持续走高。尤其是美国龙头健康险公司—联合健康，ROE 基本高于 15%，2017 年来 ROE 突破 20%，2019 年上半年 PB 估值高达 4.6 倍，远高于寿险公司估值。

图 23：美国健康险公司 ROE (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：美国健康险公司 PB 估值



资料来源：wind，天风证券研究所

2.3.2. 英国

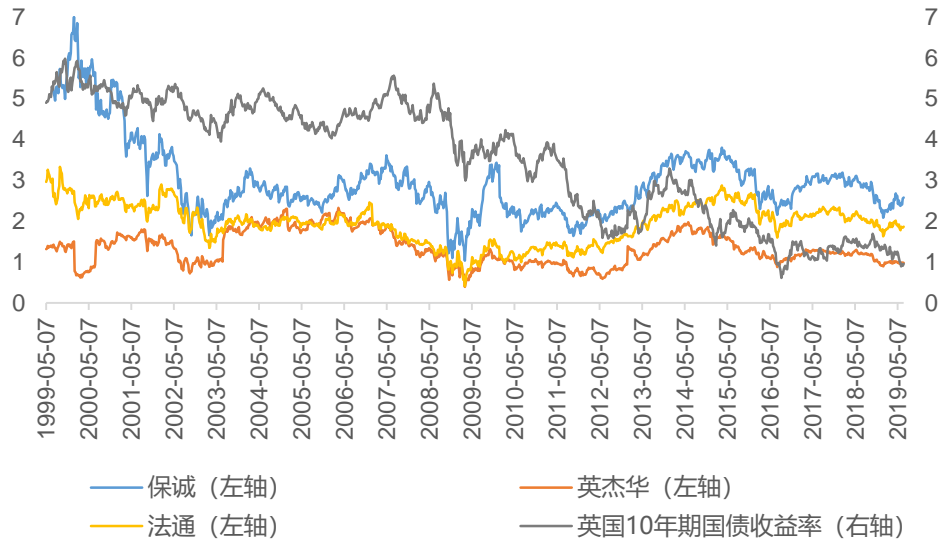
英国以寿险业务为主的保险集团 PB 估值走势与长端利率有一定的相关度，但受长端利率下行的影响并未有美国那么显著。我们猜测与两国保险公司的经营模式有关，英国大型保险集团是多元化经营，其他业务可以冲抵利率风险，因此 ROE 受利率下行的影响较小。

英国人身险行业主要险种也是利率敏感型险种，个人养老计划+职业养老计划占比高于 90%，主要是由于英国的职业养老体系和个人商业养老体系（养老第二、三支柱）发展十分成熟。一方面，英国政府的养老保险保障水平较低（英国国家基本养老金一般只为平均工资的 25% 左右）；另一方面，政府不断通过税收等政策优惠鼓励个人选择企业、商业养老金，由商业保险公司运作。

但我们选取的保险集团，业务遍布全球，且针对全球不同市场的需求，开展差异化的业务，因此利源结构丰富，ROE 保持较高水平。以保诚集团为例，开展多元化、互补性高的业务组合。保诚在亚洲主要开展保险业务，健康及保障产品占比较高（合计共占 2018 年新业务利润的 70%）。在美国主要开展退休计划相关业务，主要提供包括变额、定额及定额指数年金险。在英国及欧洲主要开展储蓄类保险业务（以分红险为主，主要产品为 PruFund 分红基金）、退休基金管理业务。从保诚 2018 年的经营溢利结构来看，手续费收入（随相关保单持有人基金规模变动的资产管理费用扣除开支）及保险损益差分别占比 54%、49%，息差收入（净投资收入及计入若干保单持有人账户的金额之间的差额）占比 18%，贡献同比下降。其中，保险损益差是来自死亡率及发病率的保险风险的利润，对股市及利率周期相对不敏感。从地区来看，亚洲、美国、英国及欧洲的营运利润占比分别为 39%、38%、23%。

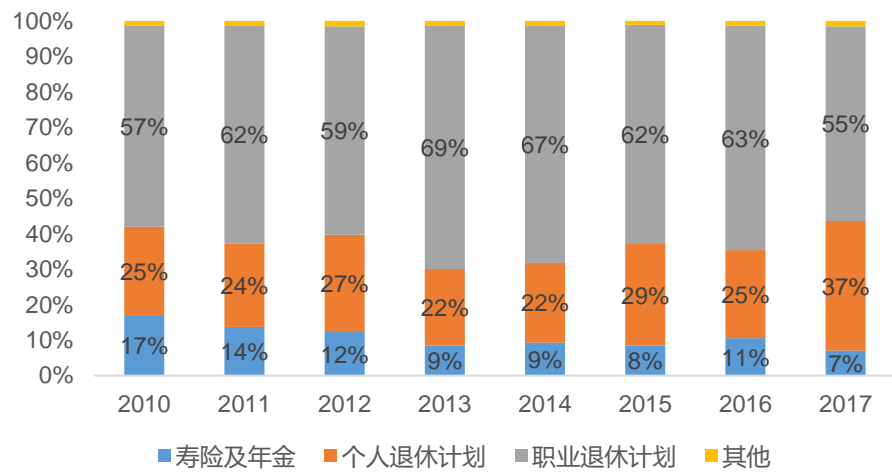
法通集团因其业务结构的特殊性（通过大量投资连接险“加杠杆”），ROE 并未随利率下行而下降。法通权益乘数高达 60% 以上，是由于计提了大量的投资合同负债（non-participating investment contracts liabilities），主要为投资连结产品（unit-linked contracts），因此资产端的波动大部分由保单持有人承担，ROE 也相对稳定保持在较高水平。

图 25：英国保险股 PB 估值与长端利率的变化



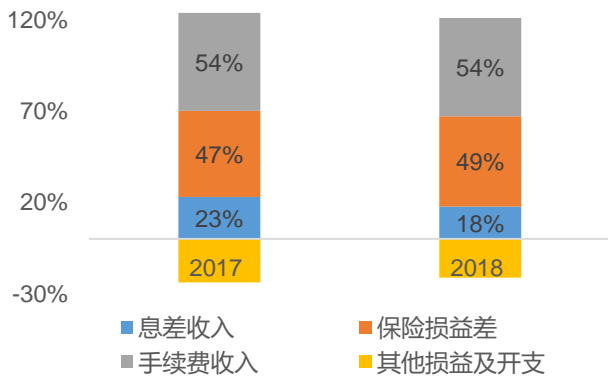
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 26: 英国人身险行业保费收入结构



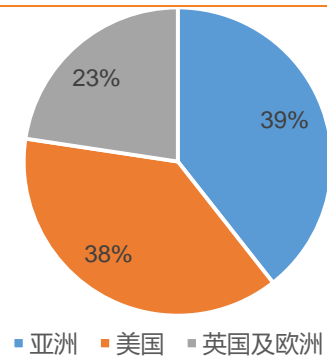
资料来源: 英国保险业协会, 天风证券研究所

图 27: 长期保险业务的经营溢利驱动因素



资料来源: 保诚集团财报, 天风证券研究所

图 28: 长期保险业务的经营溢利的地区贡献



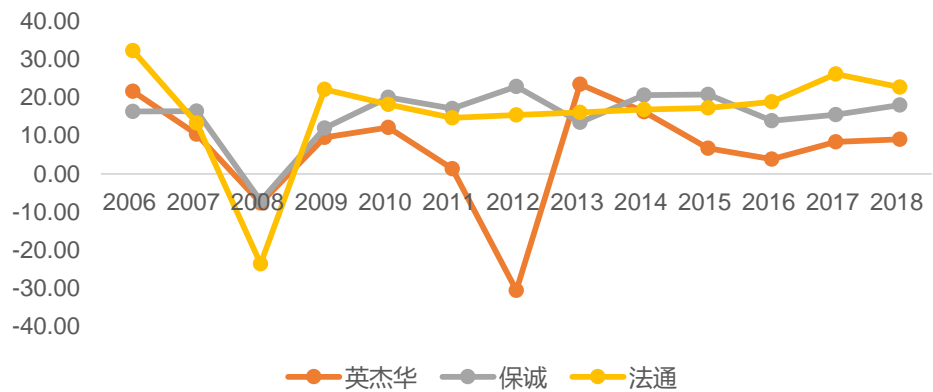
资料来源: 保诚集团财报, 天风证券研究所

图 29: 法通集团非分红业务

Reportable segment	Non-participating insurance contracts	Non-participating investment contracts
LGR	<ul style="list-style-type: none"> • Pension risk transfers • Individual annuities • Longevity insurance 	<ul style="list-style-type: none"> • Lifetime mortgages • Fixed term individual annuities
LGI	<ul style="list-style-type: none"> • UK Retail protection • UK Group protection • US protection • US Universal life • US Individual annuities 	
General Insurance	<ul style="list-style-type: none"> • Household • Accident, Sickness and Unemployment (ASU) • Pet 	
LGIM		<ul style="list-style-type: none"> • Workplace savings • Institutional pension • Segregated investment management mandates • Collective investment schemes

资料来源：法通集团财报，天风证券研究所

图 30：英国保诚、法通、英杰华 ROE



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2.3.3. 台湾

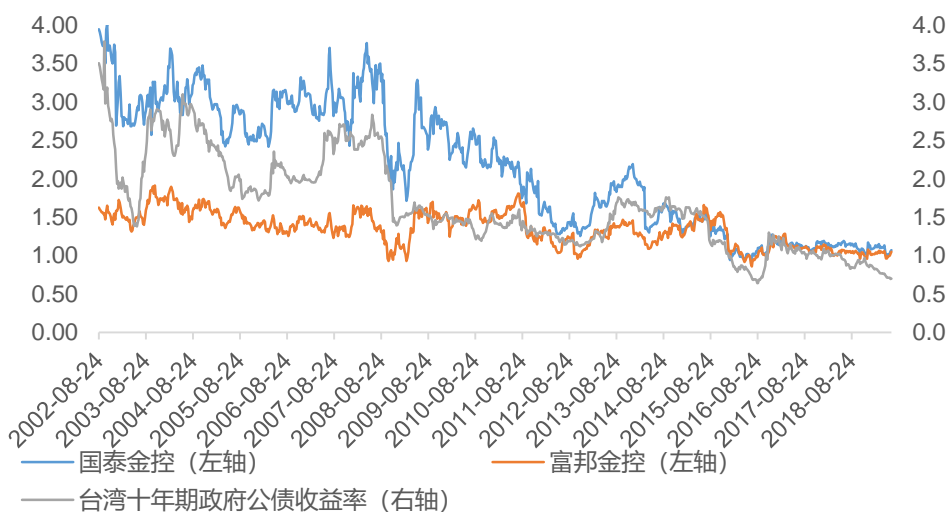
台湾长端利率下行也压制着保险股估值，是由于长端利率走低直接或间接导致台湾保险公司 ROE 下滑以及保险资金投资风险加剧。台湾的人身险种中利率敏感性高的寿险和年金险新单保费占比超 95%。台湾地区商业健康险占比极低，主要由于台湾 1995 年实行了“全民健康保险制度”，该保障制度参保率高、缴费率低、保障程度高、看病条件和服务好，降低了民众对于商业健康险的需求。台湾地区储蓄型产品规模大、占比高，我们判断主要由以下原因带来：1) 税收优惠促进了台湾地区储蓄型保险产品发展，台湾地区人身保险保险费、保险给付、储蓄投资均可在所得税前扣除，人身险保险费每人每年扣除数额以 2.4 万为限。2) 预计到 2025 年，二战之后婴儿潮时期（1945~1964 年间）出生的人口步入老年，老龄程度加剧，且台湾居民的平均寿命于 2017 年达到 80.2 岁，居民大量购买储蓄类保险产品来应对老年养老保障需求。3) 台湾寿险公司寿险业务竞争激烈，销售的保单保证利率为 2.5%甚至 3%，相对于银行储蓄利率优势明显。

保单保证利率由于竞争压力高企，台湾寿险公司为覆盖保单成本进行激进的海外投资。随着本土利率的下降，台湾寿险资产海外投资比重持续攀升。2019 年 5 月本土寿险公司海外投资比重达 69%的历史新高。穆迪在 2015 年的一份报告里，已将台湾寿险业列为低利率环境中的亏损高风险群。

我们选取的以寿险为主的台湾金控平台，寿险利润贡献约 60%。寿险利差收窄预计是 ROE

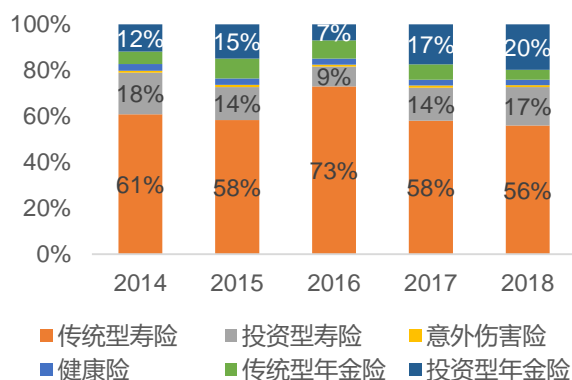
进入下滑区间的重要因素，大量海外投资蕴含的潜在风险也是压制台湾保险股估值的重要因素。

图 31: 台湾保险股 PB 估值与长端利率的变化



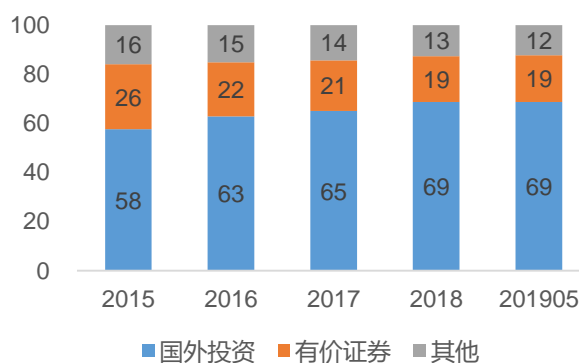
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 32: 台湾人身险新单保费占比



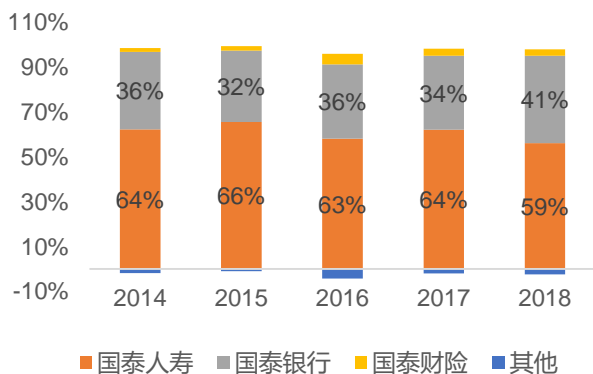
资料来源: 台湾商业人寿保险同业公会, 天风证券研究所

图 33: 台湾人身险行业资产配置 (%)



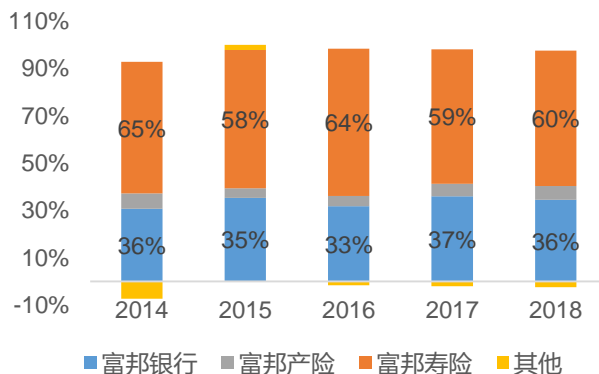
资料来源: 财团法人保险事业发展中心, 天风证券研究所

图 34: 国泰金控利润结构



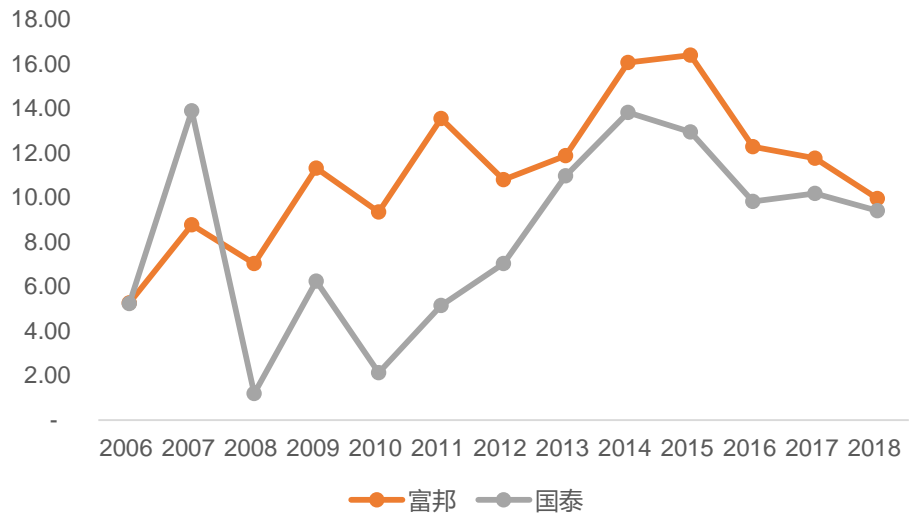
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 35: 富邦金控利润结构



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 36: 国泰金控和富邦金控 ROE

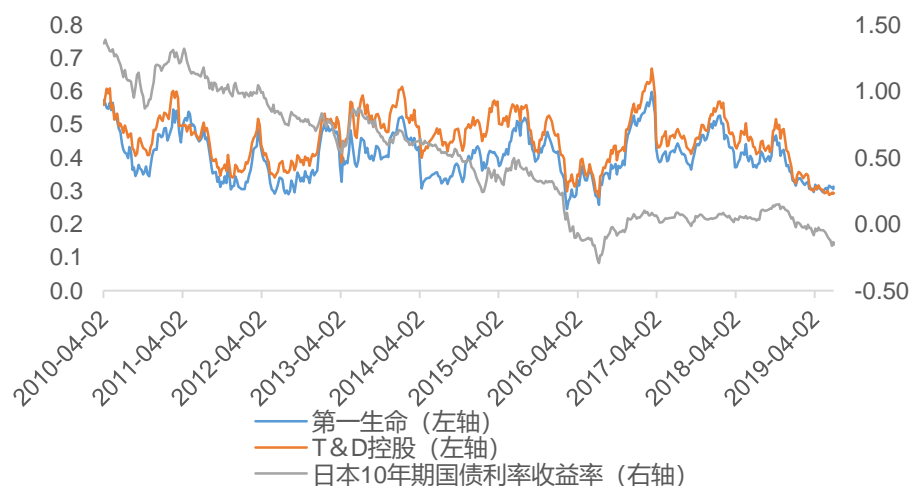


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

2.3.4. 日本

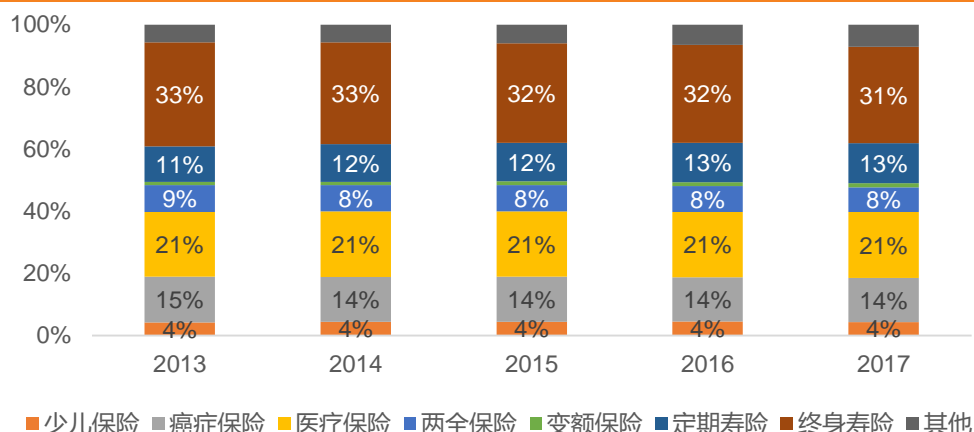
长期的超低利率水平始终压制日本保险股估值，但随着利率下滑，日本保险估值受到的影响钝化，利率的下降并未显著向下压低保险估值，我们判断与日本保险公司的业务结构及盈利结构有关。一方面，日本人身险行业结构中，非利率敏感型的险种（医疗险、癌症保险、定期寿险）保单件数占比约 48%，可以保证日本寿险公司获得稳定的死费差。另一方面，在超低利率环境下，日本人身险资金有一半投资于债券，普通账户的投资收益率从 2015 年来下滑至 2% 以下，但超低的负债成本使得保险公司盈利结构中仍有少量利差。

图 37: 日本保险股 PEV 估值与长端利率的变化



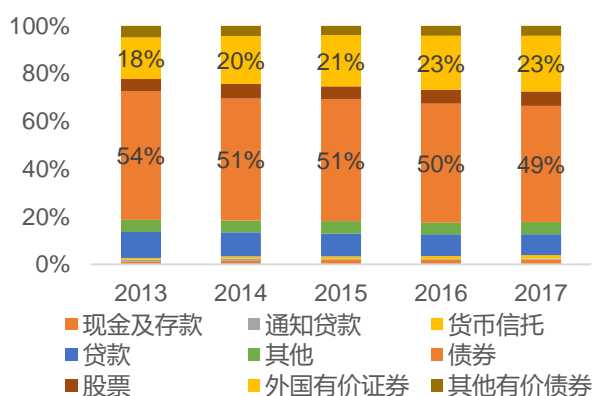
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 38：日本人身险行业险种结构（保单件数）



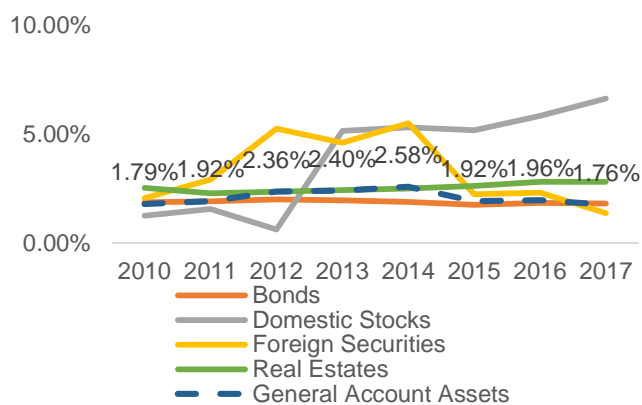
资料来源：日本人身险业协会，天风证券研究所

图 39：日本人身险资产配置结构



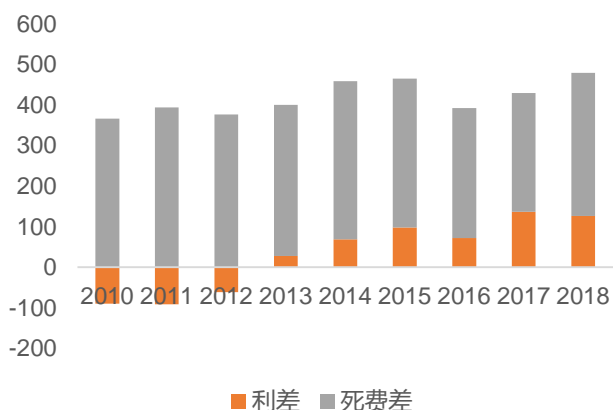
资料来源：日本人身险业协会，天风证券研究所

图 40：日本人身险投资收益



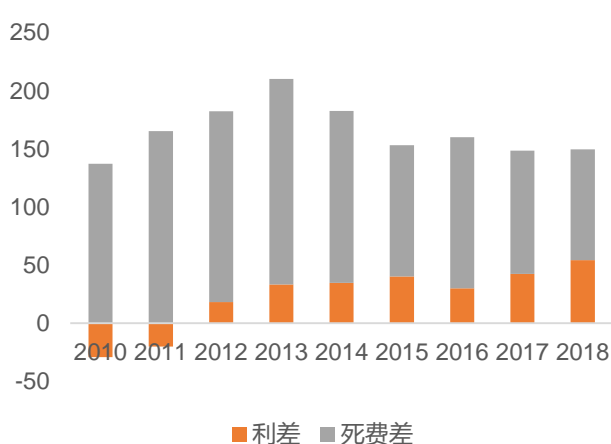
资料来源：日本人身险业协会，天风证券研究所

图 41：第一生命核心利润构成（单位：十亿日元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 42：T&D 控股核心利润构成（单位：十亿日元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

在 PEV 估值体系中，一般影响 PEV 估值的因素有：1)EV 可信度；2)EV 增长情况或 ROEV；3) NBV 增长情况。我们从这 3 个因素出发来分析我们所选取的标的超低 PEV 估值的原因

以及两公司估值差异的产生原因。

EV 可信度主要从长期投资收益率假设及贴现率假设来考察。以第一生命为例，其投资收益率假设会根据当年市场情况进行调整，2016-2018，第一生命的投资收益率假设均低于 1.5%，贴现率假设为 7%，但最近 3 年其投资收益率均为 2.6%左右，其 EV 的假设是比较审慎的。从 EV 增长来看，2009-2018 年第一生命和 T&D 控股的内含价值复合增长分别为 12.9%、10.6%，EV 增长的年度波动性较大，从 2014 年来增速中枢下行。ROEV（主要剔除短期投资波动及经济假设变动）处于长期下行趋势或平稳在较低水平，近年来 ROEV 处于 10%上下波动。NBV 方面，2010-2018 年第一生命、T&D 控股的 NBV 复合增长分别为 5.8%、11.9%，同比增速年度间波动性较大。

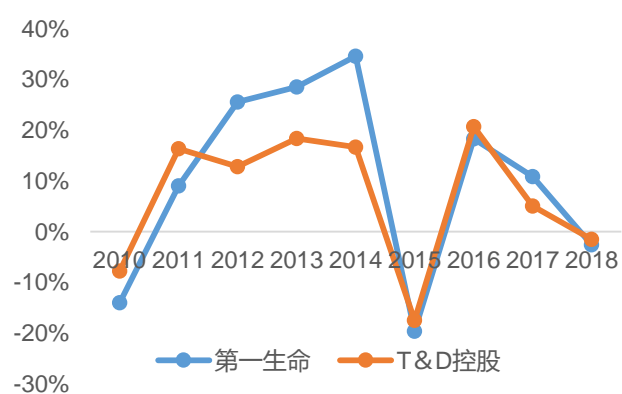
个股差异方面，第一生命的 EV 增长和 ROEV 大部分年度高于 T&D 控股，但第一生命的 ROEV 自 2012 年来呈下降趋势，而 T&D 控股的 ROEV 基本保持平稳。同时，T&D 控股的 NBV 整体增长略高于第一生命。我们判断市场对于 ROEV 走势平稳或上升，以及 NBV 增长较优的公司认可度更高，因此 T&D 控股的估值高于略第一生命。

表 1：第一生命收益率假设和贴现率假设

	2014	2015	2016	2017	2018
短期资本	0.06%	0.03%	-0.15%	-0.25%	-0.13%
确定收益债券	0.96%	0.95%	0.10%	-0.05%	0.08%
国内股票	4.26%	4.54%	4.15%	4.34%	4.77%
外国债券	3.56%	3.54%	3.85%	3.46%	3.60%
其他资产	3.86%	4.42%	5.61%	4.63%	5.00%
收益率假设合计	1.63%	1.80%	1.14%	0.83%	1.08%
贴现率	6.5%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%

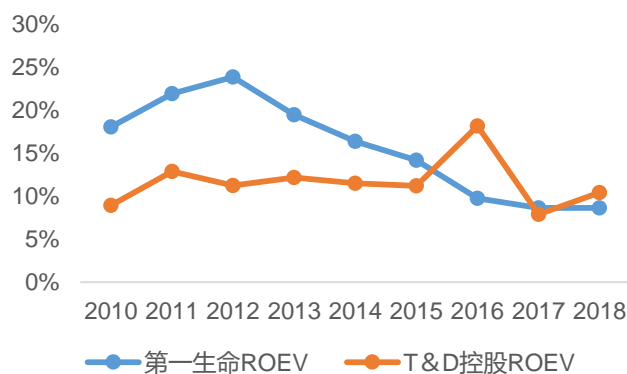
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 43：第一生命和 T&D 控股的 EV 增长



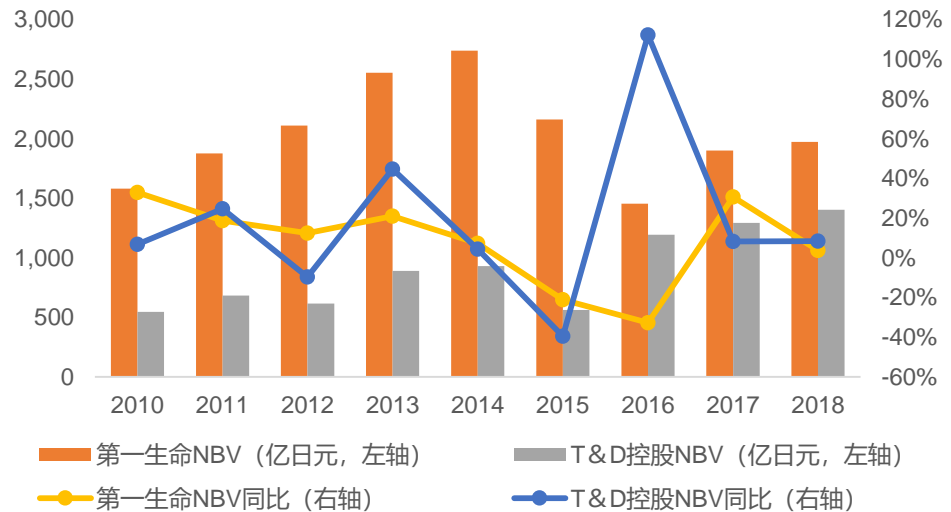
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 44：第一生命和 T&D 控股的 ROEV



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 45：第一生命和 T&D 的 NBV 及同比增长



资料来源：公司财报，天风证券研究所

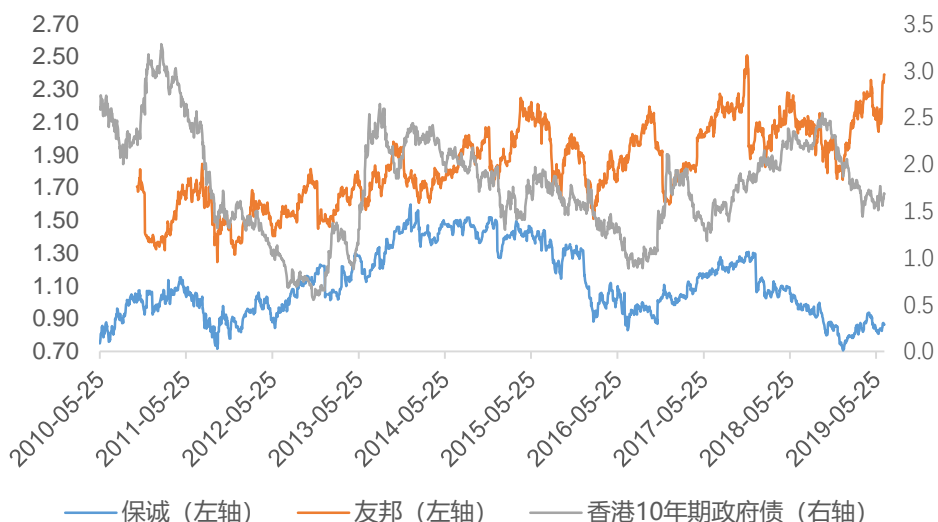
2.3.5. 香港

自 2010 年来，香港人身险结构中终身险（保障型）保费占比持续提升，2018 年保障型终身险总保费及新单保费占比均超 50%，预计其营运利润结构中死费差占比较高，估值理应受到长端利率的影响更小。

但我们选取的标的在香港市场的 PEV 估值走势相反，保诚的 PEV 估值走势基本与长端利率走势一致，但长端利率下行并未带来友邦估值水平的降低，友邦估值水平持续提升。保诚的估值影响因素不能局限于香港来看，如前文所述，其业务范围主要在亚洲、美国、英国及欧洲，业务结构中除了在亚洲销售终身重疾险（保诚的保险损益差主要来自于亚洲），在美国、英国及欧洲的业务主要是年金、分红等投资型险种，盈利来源主要为息差收入和手续费收入，受利率的影响更大，同时保诚估值也受到英美、欧洲市场需求空间较小的压制。而友邦是我们研究的公司中，唯一一个估值水平能“跳出”利率压制的公司，与它承保端稳定的价值创造能力有关。

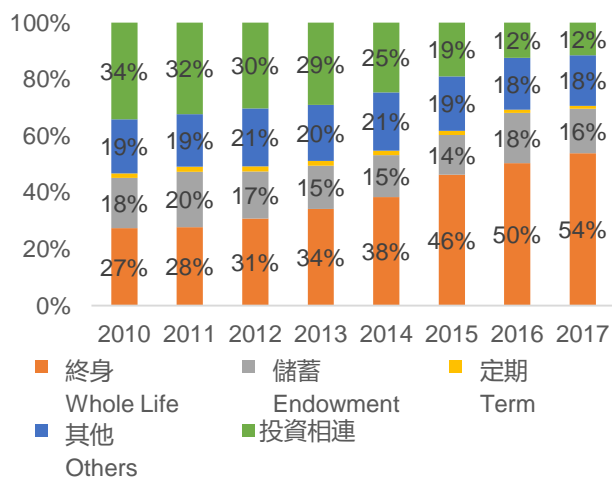
我们进一步对比友邦和保诚 PEV 估值体系下估值影响因素，保诚的 EV 增长和 ROEV 整体高于友邦，但友邦的 NBV 增长较保诚更为稳定，自上市以来，同比增速基本保持在 20% 以上，稳定的承保盈利能力是友邦估值溢价的重要原因。NBV 的稳定增长也拉动友邦的 ROEV 呈持续向上的趋势，也印证了我们上述的结论，ROEV 的变化趋势比 ROEV 本身的高低更重要。另外，从利源构成来看，2018 年友邦营运利润中死费差占比高达 64%，而保诚的保险损益差占比为 49%，友邦的利润受到资本市场的影响更小，这是市场给予友邦估值溢价的另一个重要原因。

图 46: 香港保险股 PEV 估值与长端利率变化



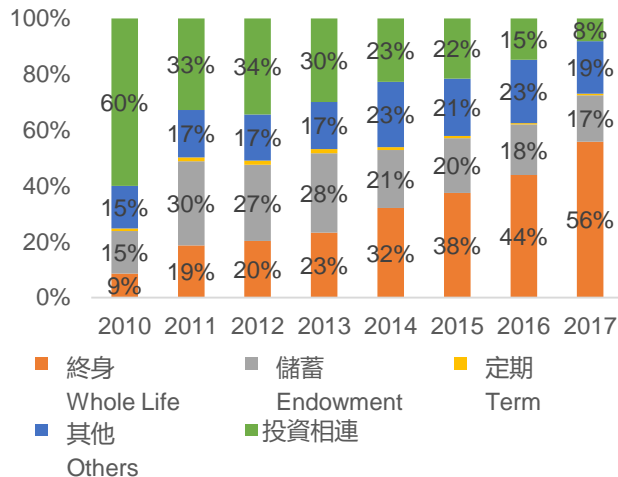
资料来源: wind, 公司财报, 天风证券研究所

图 47: 香港总保费构成



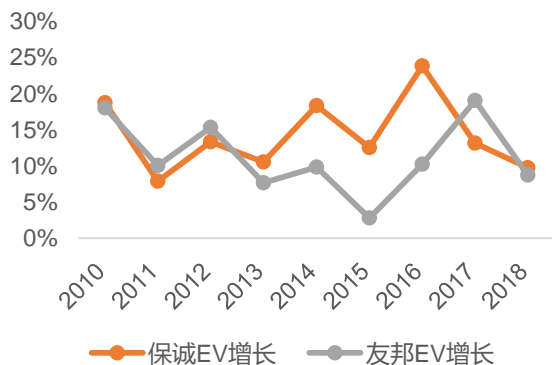
资料来源: 香港保险监管局, 天风证券研究所

图 48: 香港新单保费构成



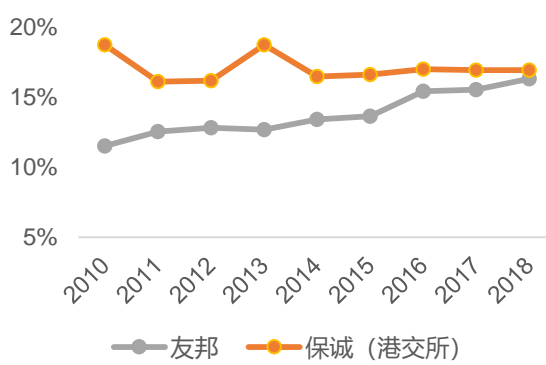
资料来源: 香港保险监管局, 天风证券研究所

图 49: 保诚和友邦 EV 增长对比



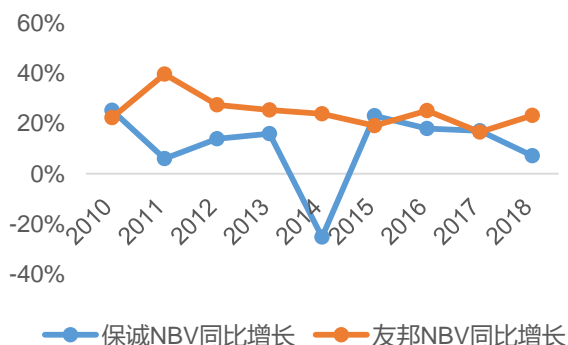
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 50: 保诚和友邦 ROEV 对比



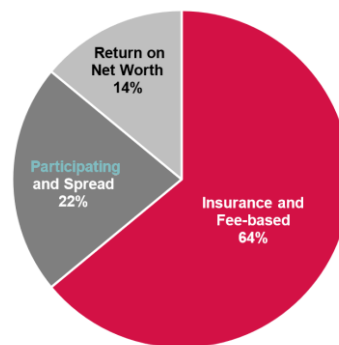
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 51: 保诚和友邦 NBV 同步增速对比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 52: 2018 年友邦的税前营运利润利润源构成



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

表 2: 友邦 ROEV 构成

ROEV 构成	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
新业务价值	3.2%	3.8%	4.4%	4.7%	5.5%	5.9%	7.2%	7.5%	7.8%
内含价值预期回报	8.8%	8.2%	8.0%	7.6%	7.8%	7.3%	7.5%	7.7%	7.7%
营运偏差	-0.5%	0.7%	0.5%	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	0.8%	1.2%
营运假设变动	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.1%	-0.2%	0.0%
财务费用	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
ROEV	11.5%	12.5%	12.8%	12.7%	13.4%	13.6%	15.4%	15.5%	16.3%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

3. 中国保险股估值提升的启示

长期来看, 中国内地保险行业长期成长空间大。目前中国内地的保险深度低于世界平均水平, 和美国、日本、香港、台湾等成熟市场差距较大。中国主力保险购买人口 (30-54 岁) 数量持续提升, 经济增长处于中高速阶段, 保险新增需求有可观的空间。我们在深度报告《中国寿险深度将于 2032 年达到峰值, 把握黄金增长 15 年!》中测算得出, 在中性假设下, 中国寿险深度将在 2032 年达到 6.68% 的峰值, 仍有 15 年的黄金增长期。

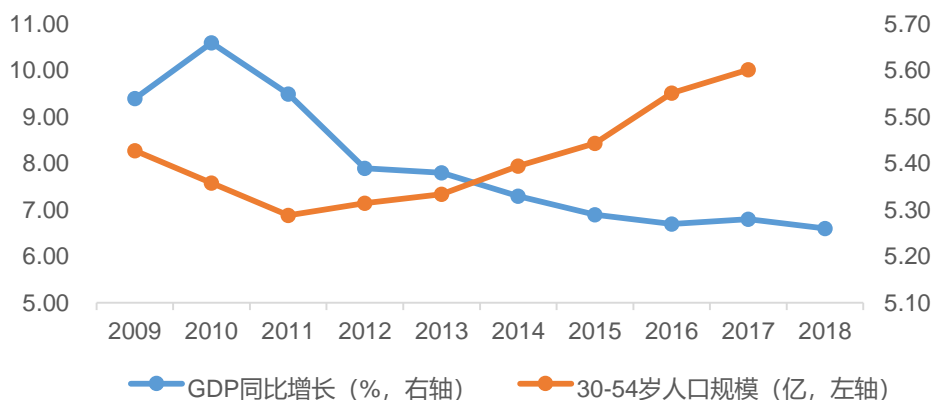
除平安之外, 中国内地 2019 年上半年其他保险股的估值均在 0.9 倍左右 (静态 PEV), 略高于保诚 PEV 估值、大都会和德信的 PB 估值水平 (基于美国会计准则, 美国保险公司的 PB 估值理应与 PEV 可比)。但中国内地保险需求提升的空间较英美更大, 保险业务结构中高死费差的保障型产品占比也更高, 同时, 中国长端利率水平亦高于英美, 相较而言, 内地保险公司估值显著被低估。

中期来看, 行业正在转型的深水区, 目前估值的制约因素是 NBV 增长波动大 (受外部环境影响大), 以及长端利率下行压力。我们预计 2020 年, 保险公司 NBV 有望回归长期平稳增长, 拐点来自于未来大型保险公司核心销售队伍获取高价值保单的能力提升, 则长端利率下行对于估值的制约减弱 (类似友邦), 保险股估值将迎来长期向上阶段。

从个股对比角度, 平安的 EV 增长在大多数年份均高于其他公司。上市以来, 平安、国寿、太保、新华的 NBV 年均复合增速分别为 24.7%、13.8%、22.2%、9.9%。NBV 是 ROEV 最重要的贡献来源, NBV 增长的累积贡献带来 ROEV 的分化格局 (平安 > 太保 > 新华 > 国寿), 预计中长期将继续保持。

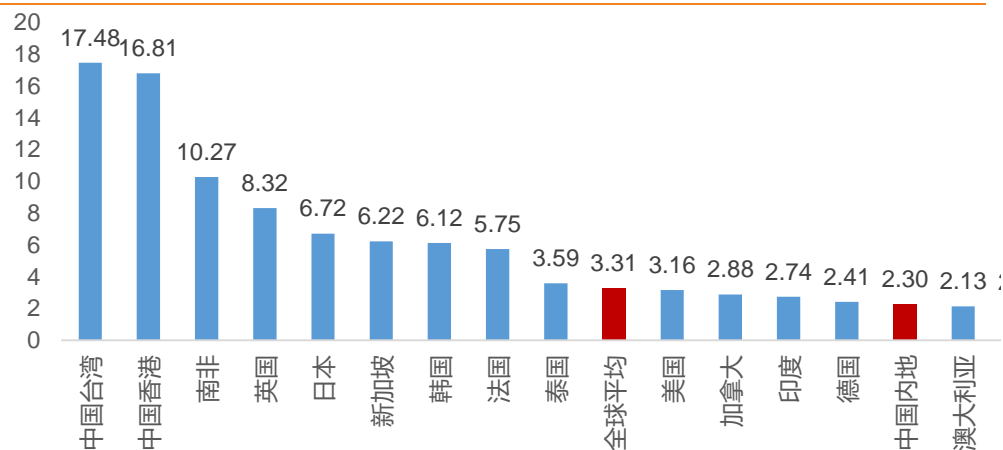
截至 7 月 19 日, 平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.33、0.92、0.89、0.83 倍, 结合目前估值水平及个股差异, 我们推荐中国太保、中国平安、中国人寿、新华保险。

图 53: 中国内地的 GDP 同比增长及 30-54 岁人口规模



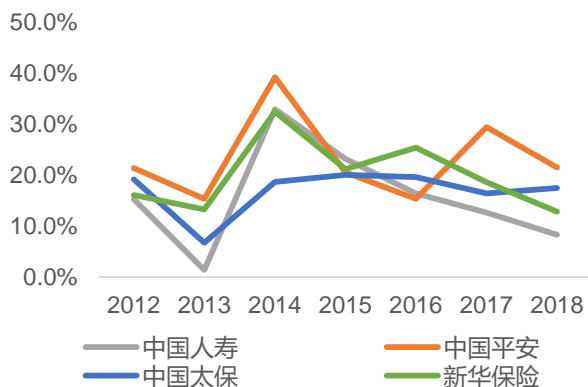
资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 54: 2018 年寿险深度比较 (%)



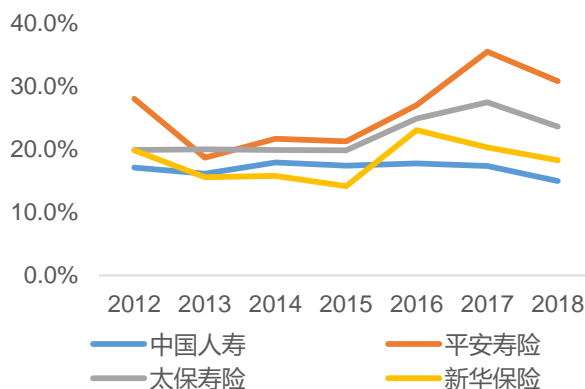
资料来源: sigma, 天风证券研究所

图 55: 保险公司 EV 增长



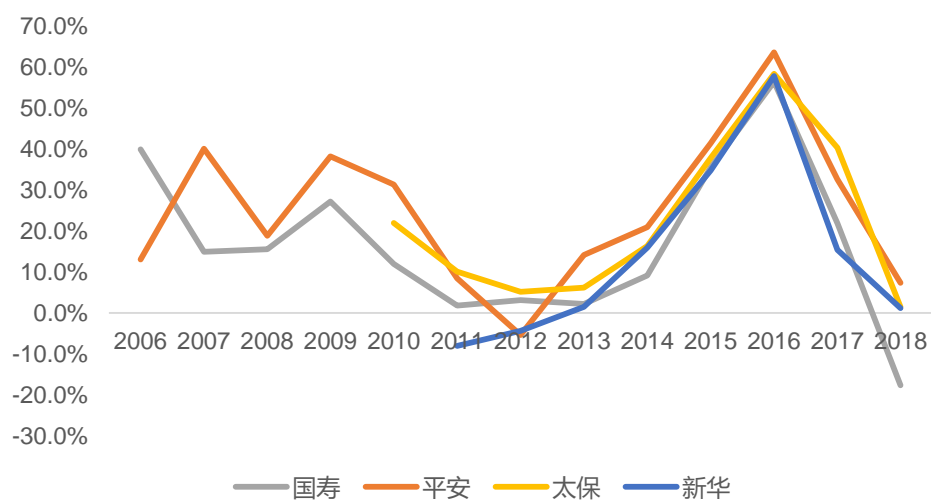
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 56: 保险公司 ROEV



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 57: 保险公司 NBV 同比增长



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

表 3: PB 估值与 ROE 拆分

美 国		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
	PB	1.29	1.46	1.09	0.96	0.91	0.79	0.60	0.78	0.90	0.80	0.66	0.84	0.84	0.81
大 都 会	ROE	19.6%	12.1%	10.9%	-7.9%	6.5%	12.4%	1.9%	5.2%	9.4%	7.6%	1.1%	6.2%	8.9%	
	asset turnover ratio	9.6%	9.8%	9.6%	7.9%	8.3%	9.2%	8.3%	7.9%	8.2%	7.9%	7.1%	7.7%	9.7%	
	net profit margin	12.7%	7.9%	6.3%	-5.5%	5.1%	9.6%	1.8%	4.8%	8.6%	7.6%	1.2%	6.3%	7.3%	
	equity multiplier	16.05	15.75	18.00	18.31	15.54	14.12	13.17	13.67	13.38	12.72	13.11	12.83	12.63	
	PB	1.66	1.90	1.23	1.02	0.94	0.81	0.69	0.91	1.04	0.88	0.71	0.96	0.84	0.78
保 德 信	ROE	15.0%	16.0%	-5.8%	16.2%	11.1%	10.7%	1.3%	-1.8%	3.6%	13.5%	10.0%	15.9%	7.9%	
	asset turnover ratio	7.5%	7.3%	6.3%	7.1%	7.5%	8.5%	12.8%	5.8%	7.2%	7.5%	7.6%	7.4%	7.6%	
	net profit margin	10.6%	10.8%	-3.7%	9.6%	8.3%	7.3%	0.6%	-1.6%	2.6%	9.9%	7.4%	13.4%	6.5%	
	equity multiplier	19.00	20.28	25.24	23.96	17.71	17.40	18.26	19.51	19.45	18.22	17.56	16.14	16.02	
英 国		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
	PB	2.89	3.17	2.44	2.07	2.35	2.13	2.17	2.92	3.54	3.43	2.62	3.03	2.86	2.48
保 诚	ROE	16.4%	16.4%	-7.1%	11.9%	20.0%	17.1%	22.9%	13.5%	20.7%	20.8%	13.9%	15.5%	18.1%	
	asset turnover ratio	16.5%	15.1%	-4.7%	21.7%	19.5%	13.7%	18.8%	16.5%	17.3%	10.9%	16.8%	18.0%	5.0%	
	net profit margin	2.5%	2.9%	3.9%	1.4%	3.0%	3.9%	4.0%	2.6%	3.7%	6.2%	2.7%	2.8%	12.1%	
	equity multiplier	39.7	37.7	39.1	39.1	34.2	32.2	30.7	31.7	32.4	30.5	31.0	31.4	30.1	
	PB	2.08	1.75	1.27	1.11	1.19	1.32	1.46	1.98	2.39	2.59	2.04	2.21	2.03	1.86
法 通	ROE	31.0%	13.3%	-23.6%	22.2%	18.2%	14.7%	15.4%	16.1%	16.9%	17.3%	18.8%	26.2%	22.7%	
	asset turnover ratio	10.2%	7.3%	-11.2%	15.8%	12.4%	5.6%	10.4%	11.0%	13.5%	3.2%	17.0%	8.3%	0.3%	
	net profit margin	7.5%	4.0%	3.5%	2.0%	2.1%	4.0%	2.3%	2.3%	1.9%	8.5%	1.7%	4.7%	144.5%	
	equity multiplier	40.7	45.9	59.6	71.1	68.8	65.8	64.1	64.3	65.6	64.1	64.8	67.2	61.9	
	PB	2.01	1.64	1.11	0.91	0.98	0.86	0.78	1.33	1.79	1.43	1.09	1.25	1.16	0.98
英 杰 华	ROE	19.8%	10.0%	-6.9%	9.1%	11.5%	1.6%	-26.3%	20.8%	15.2%	6.6%	4.0%	8.3%	8.9%	
	asset turnover ratio	16.0%	13.2%	6.1%	16.8%	13.9%	9.0%	13.8%	11.6%	15.3%	7.0%	13.3%	11.2%	4.1%	
	net profit margin	5.0%	3.2%	-4.5%	1.8%	2.9%	0.7%	-7.1%	5.8%	3.6%	4.0%	1.3%	3.0%	8.9%	
	equity multiplier	25.0	23.3	25.5	29.6	28.4	24.5	26.5	30.8	27.5	23.9	23.5	24.5	24.7	
台 湾		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
	PB	2.91	2.97	2.98	2.56	2.38	2.08	1.42	1.81	1.61	1.39	1.06	1.14	1.12	1.09
国 泰	ROE	5.2%	13.9%	1.1%	6.2%	2.1%	5.1%	7.0%	12.2%	12.2%	12.9%	9.7%	10.0%	9.2%	
	asset turnover ratio				8.0%	7.7%	5.3%	7.2%	6.7%	6.2%	6.1%	6.9%	6.9%	5.2%	
	net profit margin				3.4%	1.3%	4.4%	4.3%	9.6%	12.1%	13.0%	8.8%	9.6%	10.9%	
	equity multiplier	16.1	16.1	20.1	22.7	20.9	22.4	23.0	18.9	16.2	16.3	16.1	15.1	16.1	
	PB	1.38	1.36	1.36	1.42	1.49	1.51	1.15	1.33	1.26	1.44	1.04	1.13	1.05	1.02
富 邦	ROE	5.3%	8.8%	7.0%	11.3%	9.3%	13.5%	10.8%	10.5%	16.6%	16.4%	12.2%	11.8%	10.1%	
	asset turnover ratio	7.2%	7.7%	10.3%	14.0%	8.1%	6.8%	9.6%	8.6%	7.6%	7.5%	7.1%	6.1%	5.6%	
	net profit margin	6.9%	10.7%	5.6%	5.6%	7.6%	12.6%	7.9%	8.7%	15.8%	14.8%	11.0%	13.3%	11.6%	
	equity multiplier	10.6	10.7	12.3	14.4	15.3	15.7	14.3	13.9	13.8	14.7	15.5	14.5	15.4	

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

表 4: PB 估值与 EV 增长/ROEV/ NBV 同比增速

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
第一生命	PEV	0.44	0.42	0.35	0.44	0.39	0.43	0.36	0.46	0.42	0.31
	EV 增长	-14%	9%	26%	29%	35%	-20%	18%	11%	-3%	
	ROEV	18%	22%	24%	19%	16%	14%	10%	9%	9%	
	NBV 同比增长	33%	19%	13%	21%	7%	-21%	-33%	31%	4%	
T&D 控股	PEV	0.49	0.45	0.40	0.51	0.48	0.51	0.39	0.50	0.46	0.31
	EV 增长	-8%	16%	13%	18%	17%	-17%	21%	5%	-1%	
	ROEV	9%	13%	11%	12%	12%	11%	18%	8%	10%	
	NBV 同比增长	7%	25%	-10%	45%	4%	-39%	112%	8%	8%	
友邦	PEV	1.55	1.53	1.56	1.71	1.82	1.98	1.85	1.88	2.03	2.14
	EV 增长	18%	10%	15%	8%	10%	3%	10%	19%	9%	
	ROEV	12%	13%	13%	13%	13%	14%	15%	16%	16%	
	NBV 同比增长	22%	40%	27%	25%	24%	19%	25%	17%	23%	
保诚	PEV (港交所)	0.94	0.96	1.02	1.25	1.45	1.35	0.99	1.17	0.98	0.83
	EV 增长	19%	8%	13%	11%	18%	13%	24%	13%	10%	
	ROEV	19%	16%	16%	19%	16%	17%	17%	17%	17%	
	NBV 同比增长	25%	6%	14%	16%	-25%	23%	18%	17%	7%	

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com