

利润高增长，产品再平衡

2019 保险行业中报综述

核心观点：

● 受代理人脱落影响，负债端压力有所体现

2019 年上半年，除中国人寿外，另外三家寿险公司原保费收入增速均呈现递减态势，新单保费增速亦负增长，除经济下行导致投保人购买能力下降外，我们认为代理人脱落是主要原因，表明行业人海战术基本终结，未来保费增长从供给端上看主要依赖优质代理人规模增长带动产能提升。

● 回归保障仍重要，NBV 增速高于同期，产品结构再平衡

今年上半年，各家公司从淡化开门红到适当增加储蓄年金产品，反映出行业在负债端压力下，也在寻求产品结构的再平衡。上半年行业新业务价值率普遍出现一定幅度回落，但整体上仍维持在较高水平。四家公司内含价值较年初增长区间 8.6%-11.5%，保持稳健态势，新业务价值增速明显好于同期，但出现分化，新华、太保出现负增长，国寿、平安正增长。

● 剩余边际保持稳定增长，为分红提供稳定预期

剩余边际是险企未来利润的现值，其摊销每年按照保单发出时刻锁定，不受资本市场波动影响，同时具备保增长和抗风险能力。从中报数据看，各家公司剩余边际余额保持稳健增长态势，为未来现金分红提供稳定预期。

● 权益市场上涨及所得税政策红利，助力中报利润大幅增长

四家上市险企上半年归母净利润均同比大幅增长，主要原因是权益市场录得较好涨幅，沪深 300 上半年涨幅达 27%，以及财政部 5 月新政策，针对保险公司所得税抵扣额度提升，贡献非经营性损益。随着利率下行或维持相对低位，明年起责任准备金有补提压力，净利润增速料将回落。

● 财险集中度上升，综合成本率上半年逐季改善

财险市场上半年表现较为理想，主要表现在三个方面：一是财险行业集中度持续上升，三家上市险企上半年市占率提升至 64.8%；二是进入二季度，随着监管加强，报行合一执行到位，综合成本率有所回落；三是非车险业务快速增长，对冲车险业务低增速。

● 投资建议

站在当前时点，保险板块虽然负债端仍有压力，但边际向好趋势显现。资产端利率下行压力下，更加考验各家公司投资运营和风险识别能力。虽然负债端、资产端均面临一定压力，但行业赛道仍然清晰，保险市场需求与发达国家相比仍有较大空间，且行业估值仍较低，以时间换空间，防御价值明显。推荐：中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险。

● 风险提示

利率波动超预期，人力增员缓慢，产品价值率提升不及预期等。

行业评级

买入

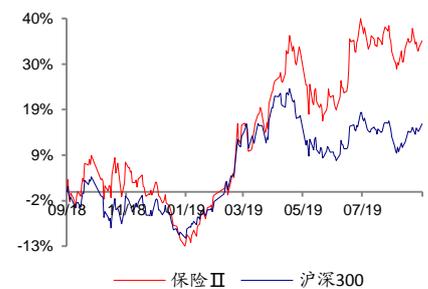
前次评级

买入

报告日期

2019-09-02

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：

深化人身保险费率形成机制 2019-08-31

改革：部分产品准备金评估利率调整

保险 II 行业：税收红利兑现，投资端业绩可期 2019-07-31

国内大型险企发展的海外借鉴：稳定股东回报，充分发挥机构投资者优势 2019-07-18

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	股价	最近报告日期	评级	合理价值	EPS (元)		PE (x)		P/EV (x)		1YrVNBPS (元/股)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	人民币	88.50	2019/8/16	买入	92.65	8.57	10.10	10.33	8.76	1.36	1.15	4.35	4.81
中国平安	02318.HK	港币	90.20	2019/8/16	买入	103.21	8.57	10.10	9.51	8.07	1.25	1.06	4.35	4.81
中国太保	601601.SH	人民币	37.68	2019/8/25	买入	42.07	3.72	4.33	10.14	8.70	0.90	0.79	3.33	3.80
中国太保	02601.HK	港币	31.65	2019/8/25	买入	46.72	3.72	4.33	7.70	6.61	0.68	0.60	3.33	3.80
新华保险	601336.SH	人民币	49.13	2019/8/29	买入	63.11	3.80	4.99	12.92	9.84	0.78	0.68	4.18	4.60
新华保险	01336.HK	港币	31.20	2019/8/29	买入	40.48	3.80	4.99	7.42	5.65	0.45	0.39	4.18	4.60
中国人寿	601628.SH	人民币	28.93	2019/8/23	买入	33.63	0.97	1.13	29.82	25.60	0.88	0.78	2.21	2.60
中国人寿	02628.HK	港币	18.16	2019/8/23	买入	24.76	0.97	1.13	16.92	14.53	0.50	0.45	2.21	2.60

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 9 月 2 日收盘价计算, 盈利预测及相关估值以人民币单位为基础计算

目录索引

新单保费增速不一，代理人规模变化或是主因.....	5
回归保障仍重要，产品结构再平衡.....	6
内含价值增速基本平稳，新业务贡献略有回落.....	8
剩余边际保增长，稳定摊销抗波动.....	10
中报利润大幅增长，后续压力料有所提升.....	11
责任准备金尚处释放阶段，但拐点或将临近.....	14
财险集中度上升，综合成本率上半年逐季改善.....	14
投资建议.....	16

图表索引

图 1: 寿险业务保费同比增速	5
图 2: 个险新单增速 (%)	5
图 3: 平安、太保人均产能 (左轴) 及新单 (右轴)	6
图 4: 新华保险人均产能	6
图 5: 上市险企健康险收入占比持续提升 (%)	7
图 6: 传统寿险占比提升 (%)	7
图 7: 2019 中报各险企险种比例 (%)	7
图 8: 保险公司新业务价值率 (%)	8
图 9: 四家险企内含价值 (百万元)	8
图 10: 内含价值增速 (%)	8
图 11: 营运经验偏差率继续上升 (%)	10
图 12: 四家上市险企剩余边际增速	10
图 13: 剩余边际持续增长 (百万元)	11
图 14: 中国平安剩余边际摊销 (左轴) 及增速 (%)	11
图 15: 中国平安税前营运利润构成 (百万元)	11
图 16: 保险公司总投资收益率 (%)	12
图 17: 保险公司净投资收益率 (%)	13
图 18: 上市险企投资资产配置占比 (%)	13
图 19: 非标资产规模 (亿元)	13
图 20: 会计估计变更导致的准备金计提增加 (减少) (单位: 亿元)	14
图 21: 750 日均线年内出现下行拐点	14
图 22: 财险行业 CR3 市场集中度 (%)	15
图 23: 上市险企财险综合成本率 (%)	15
图 24: 上市险企财险业务中车险与非车业务情况 (百万元)	16
表 1: 个险新单保费收入 (百万元)	5
表 2: 四家上市公司保险代理人情况 (人) 及同比变动 (%)	6
表 3: 保险公司一年新业务价值 (亿元)	9
表 4: 新业务价值对 EV 溢利的驱动 (%)	9
表 5: 营运经验差异对 EV 溢利贡献增加 (%)	9
表 6: 投资回报差异对 EV 增长贡献 (%)	10
表 7: 2019 中报保险业绩汇总	12

新单保费增速不一，代理人规模变化或是主因

2019年上半年,除中国人寿外,三家寿险公司原保费收入增速均呈现递减态势。受代理人人数下滑的影响,除中国人寿外,其余三家险企个险新单增速均为负,而中国人寿在其代理人减少的情况下,新单保费还是正增长,主要受一季度年金险冲量的影响。

图1: 寿险业务保费同比增速



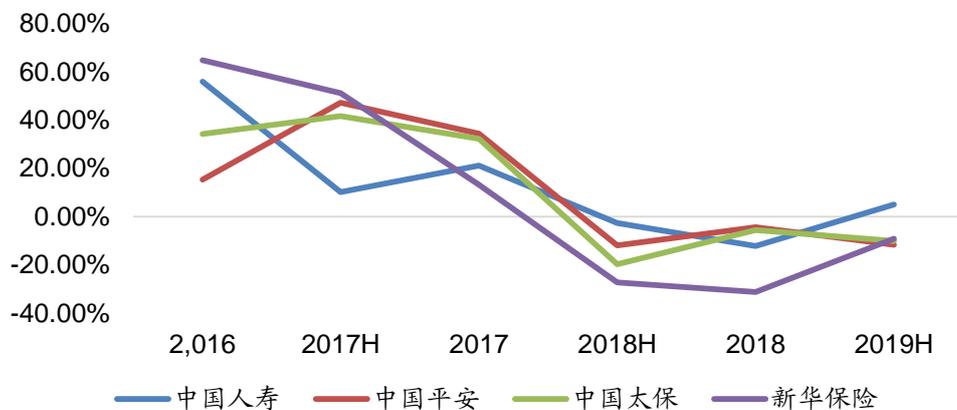
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 1: 个险新单保费收入 (百万元)

	2015	2016H	2016	2017H	2017	2018H	2018	2019H
中国人寿	47,974	57,401	74,813	63,271	90,629	61,566	79,513	64,652
中国平安	88,152	62,559	101,634	92,150	136,657	81,190	130,715	71,722
中国太保	27,864	25,722	37,393	36,440	49,484	29,247	46,704	26,305
新华保险	12,541	9,065	20,679	13,711	23,404	9,966	16,078	9,058

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图2: 个险新单增速 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

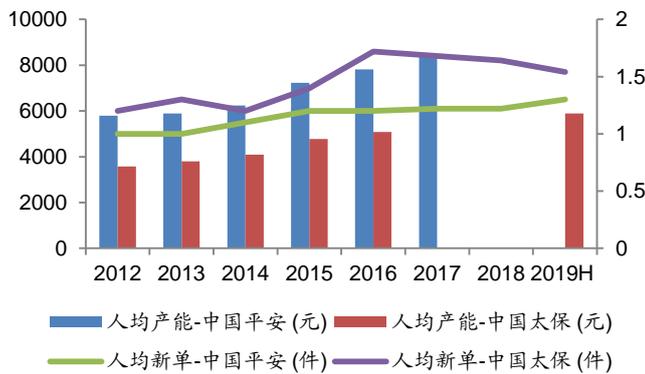
从中报情况看，今年受行业负债端压力传导，各家公司代理人都出现不同程度下滑。仅新华保险因为前期人力规模基数较低，人力团队出现逆势增长。但整体来看，行业代理人总数已超过800万，未来继续高速增员的空间和概率均较小，我们判断人海战术基本终结，未来更依赖产能的提升，不过今年上半年人均产能未有明显提升。

表 2: 四家上市公司保险代理人情况 (人) 及同比变动 (%)

单位: 人	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017	2018H	2018	2019H
中国人寿	743,000	949,000	979,000	1,529,000	1,814,000	1,937,000	2,025,000	1,800,000	1,772,000	1,573,000
中国平安	635,551	797,870	869,895	1,050,000	1,100,000	1,325,000	1,386,000	1,398,827	1,417,383	1,286,000
新华保险	175,000	192,000	259,000	242,000	328,000	333,000	348,000	334,000	370,000	386,000
中国太保	344,000	415,000	482,000	582,000	653,000	870,000	874,000	894,000	847,000	796,000
中国人寿	13.78%	48.28%	31.76%	61.12%	85.29%	26.68%	11.63%	-7.07%	-12.49%	-12.6%
中国平安	14.11%	31.28%	36.87%	31.60%	26.45%	26.19%	26.00%	5.50%	2.26%	-8.1%
新华保险	-12.94%	9.09%	48.00%	26.04%	26.64%	37.60%	6.10%	0.30%	6.32%	15.6%
中国太保	14.29%	37.87%	40.12%	40.24%	35.48%	49.48%	33.84%	2.76%	-3.09%	-11.0%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

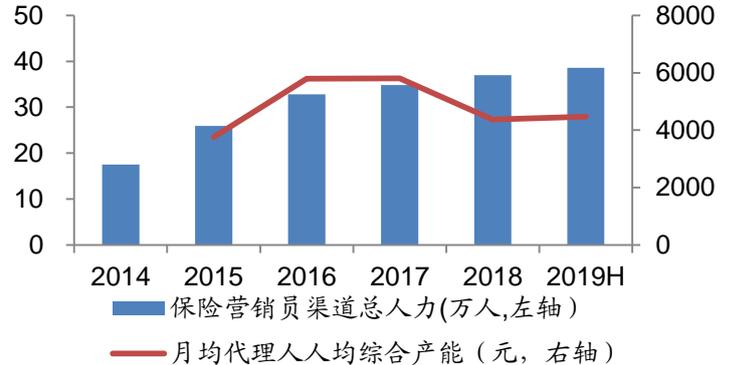
图3: 平安、太保人均产能 (左轴) 及新单 (右轴)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 因口径变动 18 年部分数据未披露, 太保 19H 人均首年保险业务收入同比增长 5%

图4: 新华保险人均产能



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

回归保障仍重要，产品结构再平衡

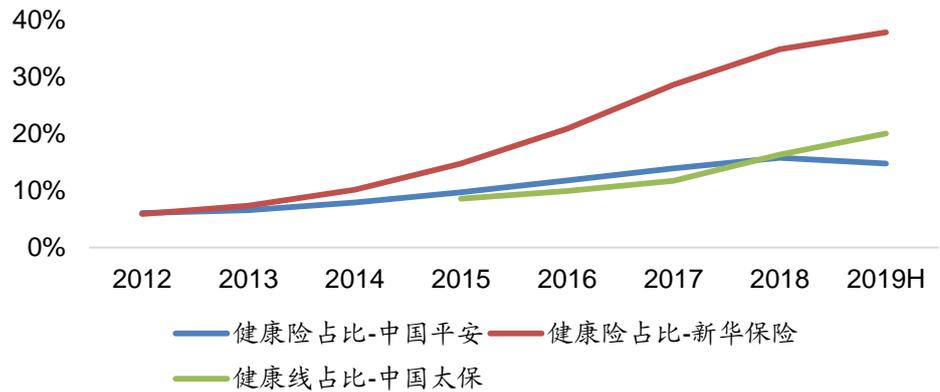
134文后，保险回归保障的指引持续不变，各家公司近年来保障产品的销售和占比均有明显提升，直接反映在价值率持续走高。但保障产品的销售策略转变，也使得行业面对过去有较强理财需求的客户市场失去粘性。今年上半年，可以明显看到各家公司面对市场下滑有所行动，从淡化开门红到适当增加储蓄年金产品，反映出行业在负债端压力下，也在寻求产品结构的再平衡。

2019上半年，太保、新华健康险规模占比继续提升，新华大健康战略效果显著，健康险保费占比37.8%，旗下健康无忧也成长为百亿级产品。平安健康险收入占比

略有小幅下降，但针对不同客户群体已开发多款保障类产品。

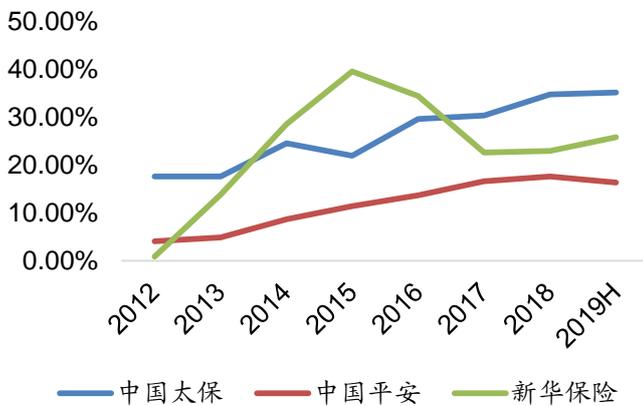
值得注意的是，上半年行业新业务价值率出现一定幅度回落，主要原因有二：一是面对新单保费增长压力，部分公司加大了短期险和理财性产品的销售，导致产品结构有所调整；二是2018年上半年受134号文影响更为深刻，新单保费中长期保障型产品占比较高，以致今年上半年数据同比压力有所体现。

图5：上市险企健康险收入占比持续提升（%）



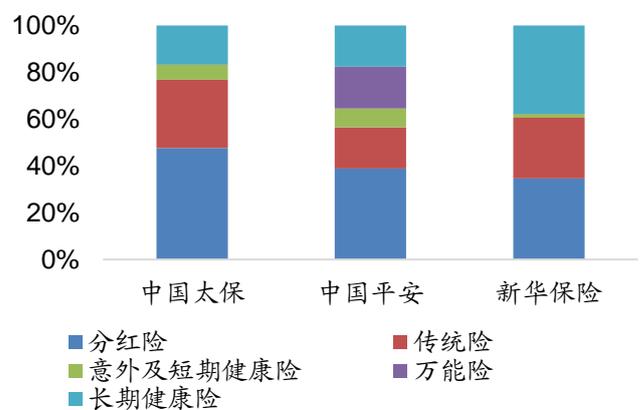
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图6：传统寿险占比提升（%）



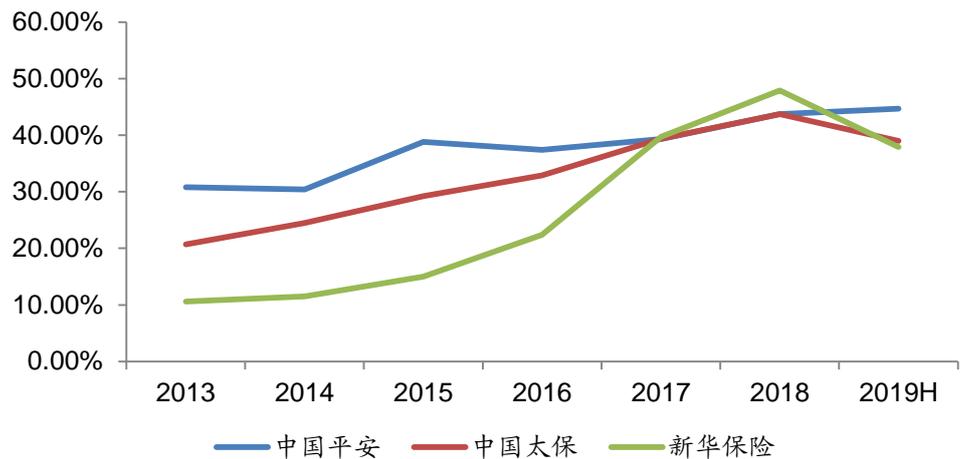
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图7：2019中报各险企险种比例（%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图8: 保险公司新业务价值率 (%)



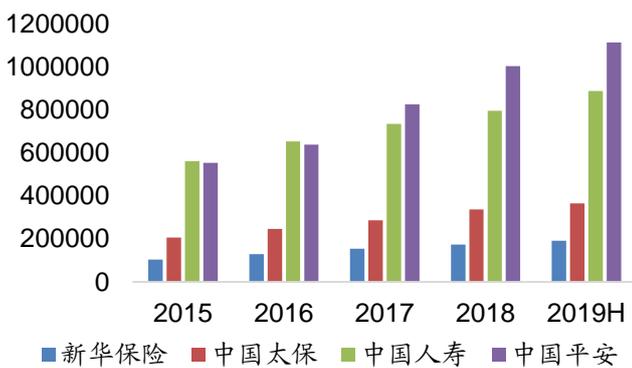
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 中国人寿因统计口径差异无法对比, 2019 中报披露个险渠道新业务价值率为 36.6%, 同比提升 4.2 个百分点; 银保渠道新业务价值率 21.5%, 同比提升 7.9 个百分点

内含价值增速基本平稳, 新业务贡献略有回落

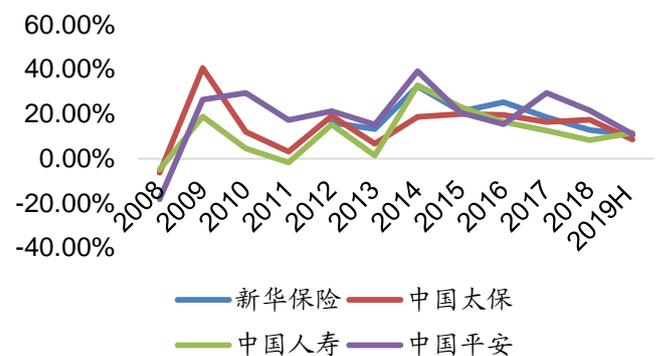
从2015年开始, 四家险企的内含价值都呈现增长趋势, 其中中国平安内含价值领先于行业, 达1.11万亿元, 内含价值较年初增速基本平稳, 除中国人寿内含价值增速有所上升外, 其他三家内含价值增速均有所回落。

图9: 四家险企内含价值 (百万元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图10: 内含价值增速 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心; 注: 2019 年 H1 为半年数据

新业务价值增速同比改善。行业负债端压力相对有所减缓, 除中国人寿上半年个险新单同比增长5%, 其余三家同比下降9.1%-11.7%, 趋势上降幅有所收窄。今年以来, 各家公司均强调弱化开门红, 预计未来全年保费增长将越发均衡, 产品更趋多元, 满足客户更多需求, 有助于新单增长复苏。

表 3: 保险公司一年新业务价值 (亿元)

亿元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
中国平安	155.07	168.22	159.15	181.63	219.66	308.38	508.05	673.57	722.94	410.52
中国人寿	198.39	201.99	208.34	213.00	232.53	315.28	493.11	601.17	495.11	345.69
中国太保	61.00	67.14	70.60	74.99	87.25	120.22	190.41	267.23	271.20	149.27
新华保险		43.6	41.72	42.36	49.12	66.21	104.49	120.63	122.10	58.90

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

内含价值作为衡量保险核心价值的重要指标,其变动受到市场高度关注。内含价值营运利润是剖析当期EV变动的核心,主要由预期内含价值回报、新业务价值和营运经验差异构成。从19年中报来看,NBV仍是驱动EV的最重要指标,对EV增长的贡献比例为38.3%-57.3%,但整体而言有所回落。而NBV的增长直接由新单保费和产品价值率决定。因此,18年以来行业新单下滑趋势是134文转型以来行业面临的共同问题。但持续回归保障的业务结构,也使得营运经验差异持续对EV贡献正增长。由于上半年部分公司采取组合销售年金储蓄产品维持保费规模,因此营运经验差异偏差率较18年有所收窄。另外,受益上半年投资收益较好,投资回报差异也对EV增长贡献正增长。

表 4: 新业务价值对 EV 溢利的驱动 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
中国人寿	41.5%	39.0%	37.9%	39.8%	49.5%	53.1%	45.00%	50.97%
中国平安	54.0%	53.7%	53.3%	55.0%	71.7%	62.4%	61.10%	57.33%
中国太保	48.6%	43.9%	45.0%	48.1%	56.6%	57.9%	58.60%	/
新华保险	44.8%	44.7%	44.4%	50.2%	44.5%	43.6%	41.50%	38.33%
友邦保险	33.8%	37.3%	39.5%	42.5%	46.1%	48.7%	46.70%	46.20%

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 5: 营运经验差异对 EV 溢利贡献增加 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
中国人寿	-2.0%	-48.8%	0.5%	2.5%	-2.0%	0.6%	0.50%	1.30%
中国平安	-3.2%	-2.0%	0.4%	1.3%	-0.7%	6.5%	11.90%	8.75%
中国太保	-2.0%	4.1%	1.0%	-0.3%	1.7%	0.9%	-0.40%	/
新华保险	8.5%	-6.6%	-7.8%	-11.6%	7.5%	12.8%	15.80%	9.07%

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)

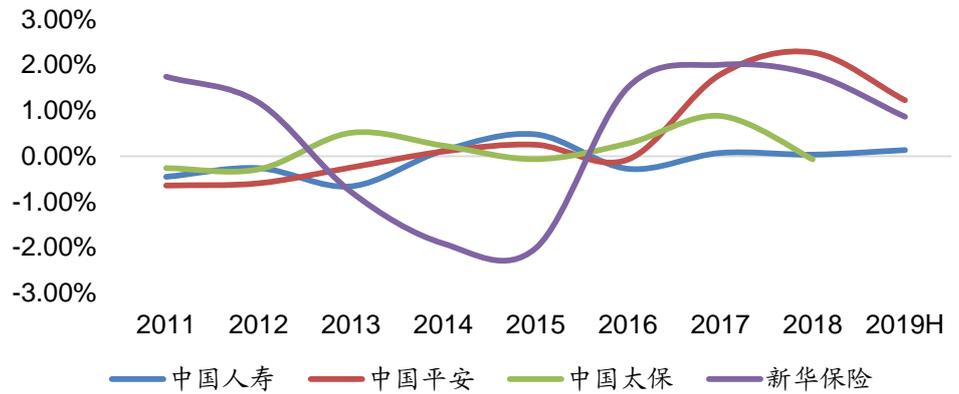
表 6: 投资回报差异对 EV 增长贡献 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
中国人寿	21.6%	-496.0%	34.9%	19.5%	-33.8%	-5.2%	-73.00%	28.62%
中国平安	-21.2%	5.5%	34.8%	18.5%	-1.6%	22.2%	-10.50%	15.77%
中国太保	3.6%	-25.8%	21.7%	12.6%	-3.3%	0.4%	0.50%	/
新华保险	-1.3%	-2.9%	55.5%	43.4%	-16.9%	1.3%	-29.90%	15.03%

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 11: 营运经验偏差率继续上升 (%)

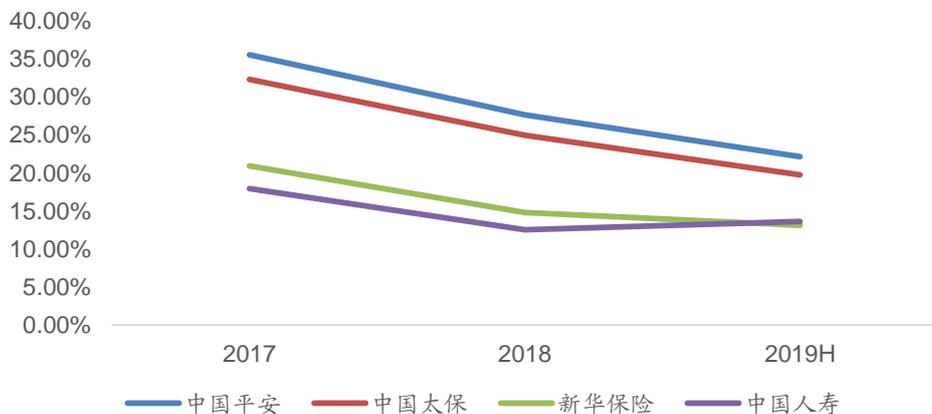


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

剩余边际保增长，稳定摊销抗波动

剩余边际是险企未来利润的现值，其摊销每年按照保单发出时刻锁定，不受资本市场波动影响，同时具备保增长和抗风险能力。2016年开始各家险企陆续披露这一指标，截止19年中报，各家公司剩余边际保持稳健增长态势。

图 12: 四家上市险企剩余边际增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

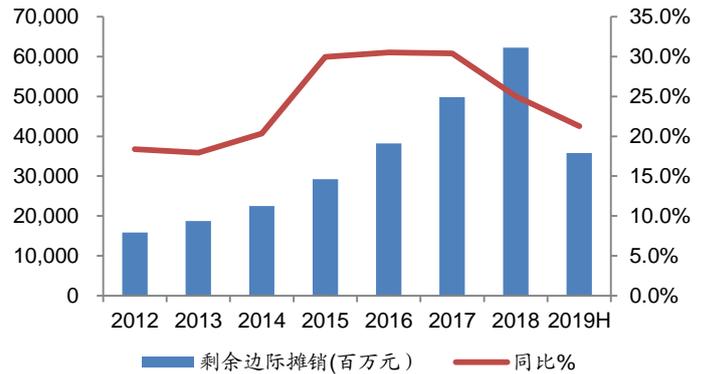
剩余边际摊销已成为险企利润的核心。面对低利率环境和波动加剧的资本市场，剩余边际摊销为险企每年带去稳健的利润来源，是保险公司相对确定的利润源泉。而剩余边际的积累主要依靠新业务价值，因此，负债端的压力可能不会立刻显现，但会持续影响未来。2019年中报显示，中国平安寿险及健康险剩余边际摊销占到税前营运利润的65.3%。

图13: 剩余边际持续增长 (百万元)



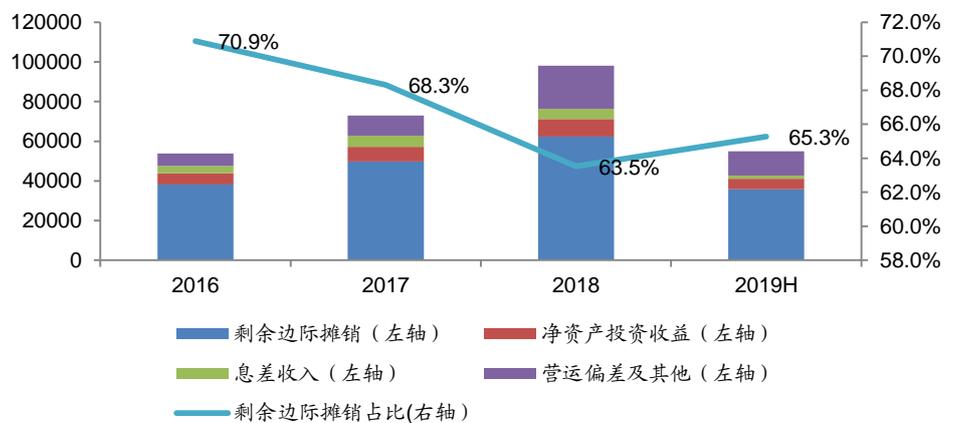
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图14: 中国平安剩余边际摊销 (左轴) 及增速 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图15: 中国平安税前营运利润构成 (百万元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

目前，中国平安和中国太保已经明确股息分红以营运利润为基准，因此，基于剩余边际为核心的营运利润的稳定增长，将给投资者带来稳定预期的股息回报。

中报利润大幅增长，后续压力料有所提升

四家上市险企上半年归母净利润均同比大幅增长，中国人寿、中国太保、新华保险和中国平安分别为129%、96%、82%和68%。原因之一，是财政部5月下发佣金手续费税前抵扣新政策，2018年新增抵扣部分作为2019年上半年一次性非经营性损益。

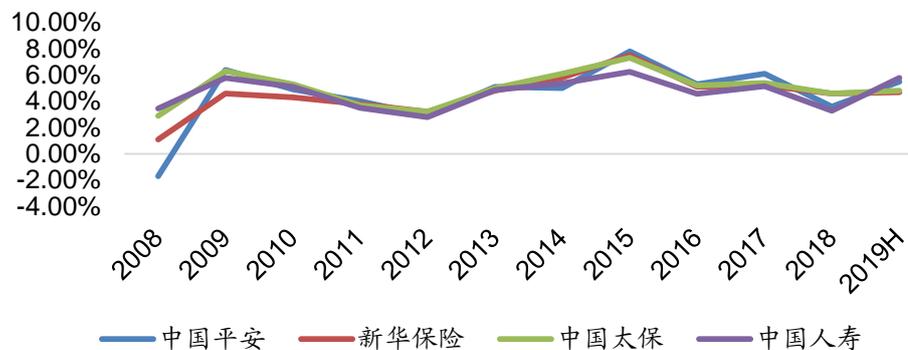
表7: 2019中报保险业业绩汇总

单位: 亿元	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保
EPS (元)	1.32	5.48	3.38	1.79
每股净资产(元)	12.76	34.21	24.55	17.93
净利润	375.99	976.76	105.45	161.83
净利润增长率	128.9%	68.1%	81.8%	96.1%
净资产	3684.34	6253.27	765.90	1625.26
净资产较年初增长率	15.7%	12.4%	16.8%	8.7%
内含价值	8868.04	11131.81	1914.03	3651.16
内含价值增长率	11.5%	11.0%	10.5%	8.6%
新业务价值	345.69	410.52	58.90	149.27
新业务价值增长率	22.7%	4.7%	-8.7%	-8.4%
总投资收益率	5.77%	5.5%	4.7%	4.8%
偿付能力充足率	269.09%	223.90%	289.52%	296.00%

数据来源: 2019 公司中报、广发证券发展研究中心

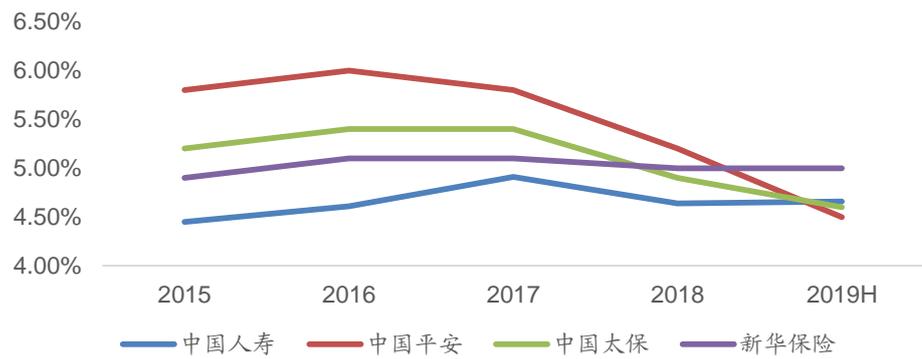
其二, 上半年资本市场表现较好, 保险公司权益投资浮盈助推整体收益率。上半年沪深300涨幅27%, 助力保险公司投资收益率回升。其中, 中国人寿和中国平安的总投资收益率超过5%, 而中国人寿的总投资收益率达5.77%, 居于行业领先; 新华保险和中国太保的总投资收益率低于5%, 分别为4.7%和4.8%。

图16: 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

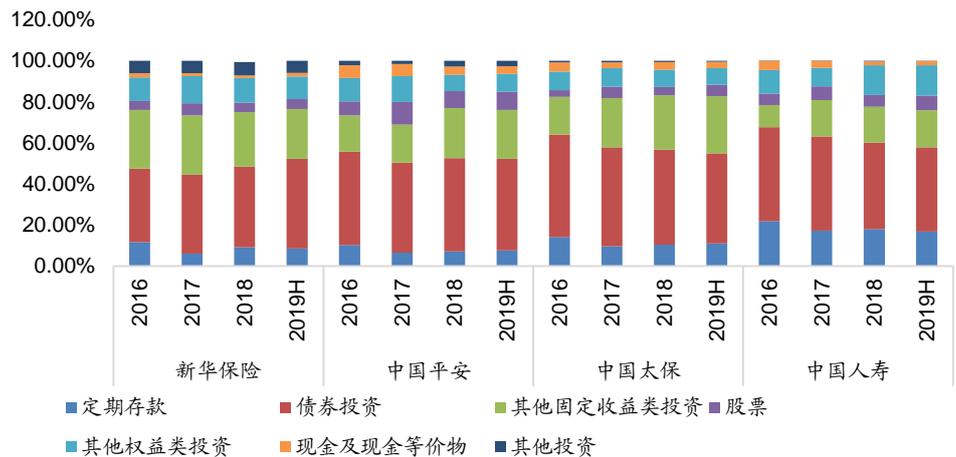
图17: 保险公司净投资收益率 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

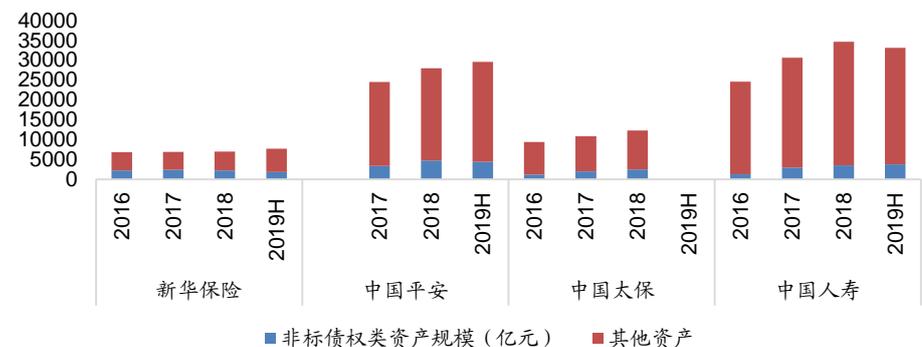
不过, 我们认为, 伴随利率下行, 保险资产端配置压力将有所提升。各家公司的应对之策主要包括: 一方面, 拉长资产久期, 获取更高的票面利率。这一点从平安、太保的久期缺口有所缩短可见。另一方面, 加大权益类资产的配置可能是重要方向。至于非标资产, 由于存在资产质量的担忧, 我们判断加持空间较为有限。

图18: 上市险企投资资产配置占比 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图19: 非标资产规模 (亿元)



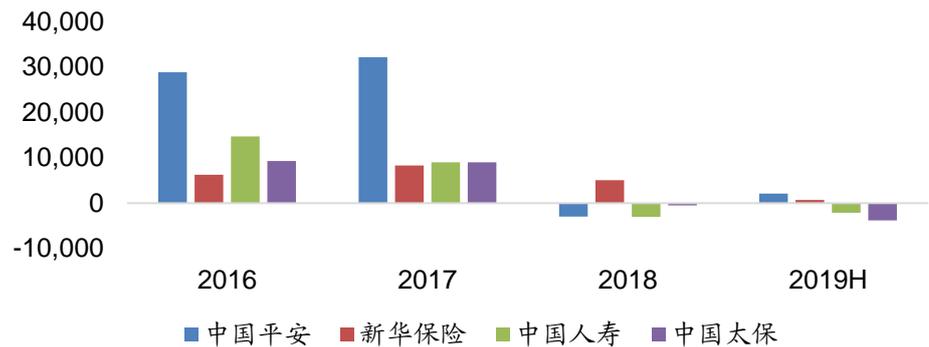
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 中国太保 19 年中报未披露

责任准备金尚处释放阶段，但拐点或将临近

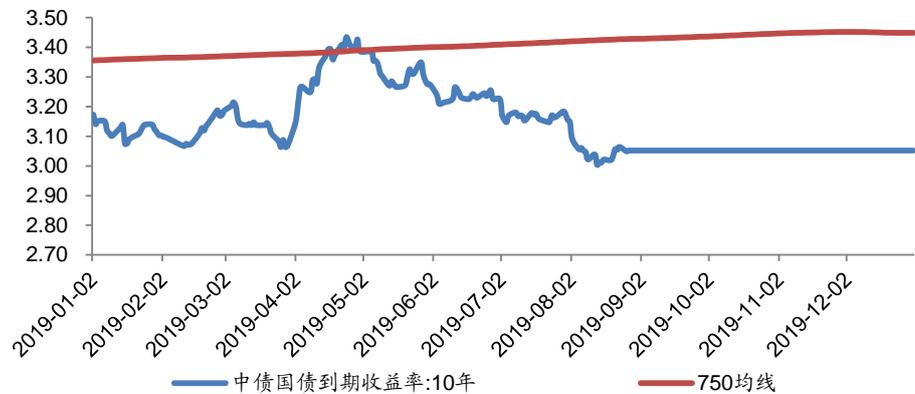
根据最新十年期国债收益率预测，750日均线下行拐点将在今年11月出现，在此之前，准备金计提仍然处于释放时段。从中报情况来看，平安、新华准备金小幅增提20.8、7.1亿元，国寿、新华释放准备金21.3、38.2亿元。

图20: 会计估计变更导致的准备金计提增加(减少)(单位: 亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图21: 750日均线年内出现下行拐点

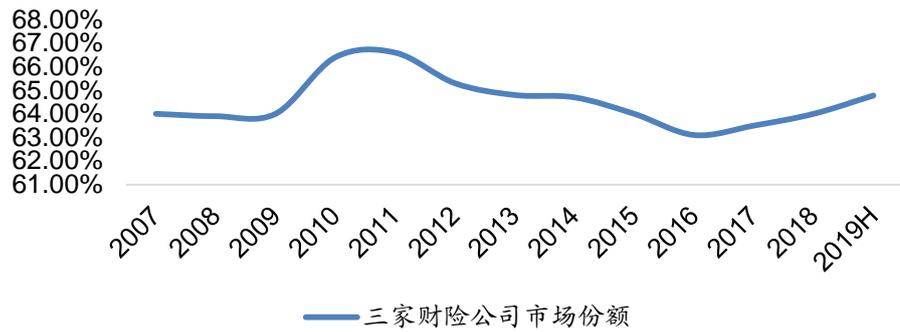


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心(预测时十年期国债收益率更新至8月26日)

财险集中度上升，综合成本率上半年逐季改善

财险市场上半年表现较为理想，主要表现在三个方面：一是财险行业集中度持续上升，三家上市险企上半年市占率提升至64.8%。

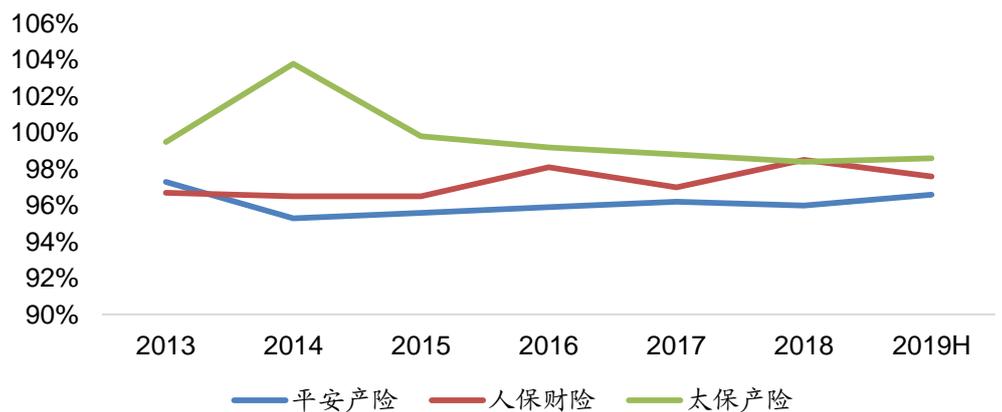
图22: 财险行业CR3市场集中度 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

二是综合成本率逐季改善。今年一季度综合成本率走高,既有已赚保费率偏低的季节性因素,也有对费用监控尚不完善之处,进入二季度,随着监管加强,各家公司报行合一执行到位,综合成本率有所回落。比如,中国人保财险一季度综合成本率98.3%,而上半年为97.6%。

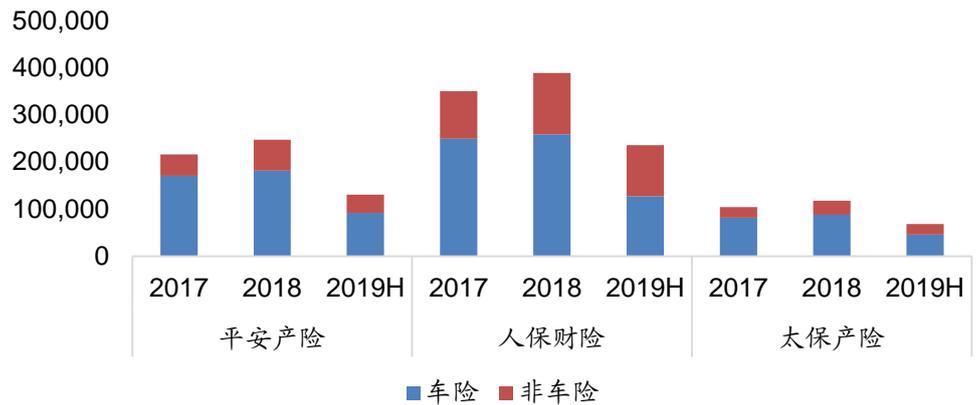
图23: 上市险企财险综合成本率 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

三是非车业务快速发展,带动了整体财险市场增长。与去年同期相比,2019年中期,平安产险中非机动车保险增速为7.4%,意外及健康保险增速高达39.5%;人保财险非车业务收入实现较快增长,其中,信用保证险增速达115.3%,意外伤害及健康险增速达41.0%;太保产险实现非机动车险业务收入 221.14 亿元,同比增长 31.4%。

图24: 上市险企财险业务中车险与非车业务情况 (百万元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

投资建议

站在当前时点, 保险板块虽然负债端仍有压力, 但边际向好趋势显现。资产端利率下行压力下, 更加考验各家公司投资运营和风险识别能力。虽然负债端、资产端均面临压力, 但行业赛道仍然清晰, 保险市场需求与发达国家相比仍有较大空间。且行业当前估值仍较低, 以时间换空间, 防御价值明显。推荐: 中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险。

风险提示

利率波动超预期, 人力增员缓慢, 产品价值率提升不及预期等。

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：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，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：资深分析师，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：高级分析师，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。