

平衡发展，深挖需求

保险行业 2020 年策略报告

报告摘要：

截止至 2019 年前三季度人身险与财产险均实现正增长。但 1 月至 9 月保费同比增速逐月下降，仍反映出我国保险行业的开门红效应。我们认为目前行业股价体现出了短期对于保费好转的乐观验证，但对我国市场新增中产阶级所带来的主动保险需求视而不见，我们认为 11% 的年均增速在未来三年可以达到，直至 2022 年保险密度深度达到全球平均水平。其包含产品的结构调整，新业务价值率的小幅提升，给予行业“推荐”的评级。

► 寿险进入平稳发展期，健康险占比破 20% 大关

2019 年与 2018 年的保费数据发展方向恰恰相反，财险与寿险均取得不同程度的开门红“红”，一定程度上受 2018 年基数较低的影响。但后劲略显乏力，一季度后明显增速下滑，截止至 2019 年 9 月底，财险和寿险分别实现 8.18% 和 14.14% 的增长，预计全年实现正增长已可确认。在寿险保费中，健康险前 9 月同比增长 30.9%，健康险占比在 2019 年 6 月以后历史首次超过 20% 大关。高价值率保单对新业务价值贡献巨大。我们认为需求的释放和保险产品结构的调整是增长的源动力，此趋势将持续。

► 个险渠道占比继续提升，代理人数量结构性调整

2019 年上半年四大险企中个险渠道占比有较 2018 年有所提升，中国平安寿险的个险新单占新单保费收入最高，占比最大，主要得益于平安一直注重保险销售人员梯队建设；虽然平安的代理人数量较一年前有一定程度的下滑，但是淘汰低效代理人后，人均年化新业务价值贡献从 27027 元提升至 29314 元。

受近年来市场环境变化的影响，个险渠道新单保费收入下滑，代理人收入下降，导致代理人总数量减少。从保险业务开始转型以来，各大险企都开始重视代理人梯队的调整。代理人团队的建设已经从粗放式转向专业化精良化。此结构性调整代理人从长远来看有利于提升代理人对公司业务的熟悉程度与粘性，更有利于建立起客户信任度，提升长期销售能力。从整体来看代理人数量下滑可控，并未对总的新业务价值带来非常大的影响。

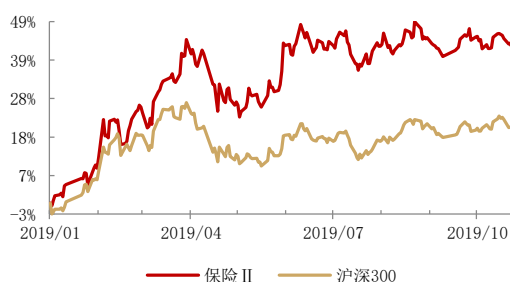
► 长期看代理人质量，短期看开门红超预期销售

从长期来看，中国平安（业绩龙头+科技赋能）受益于代理人人均产能提升在未来长期发展的作用，我们认为优质的代理人团队能够进一步带动主动保险需求的释放，公司保险产品品牌溢价，新业务价值率有望进一步提升。从短期来看，开门红提前带来的 2020 年一季度保费同比增长超预期可能，我们认为中国人寿能够享受这一波开门红所带来的价值提升。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519070003
联系电话：13520983701

分析师：曹杰

邮箱：caojie@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110003
联系电话：13761105953

风险提示：

监管的进一步加强。权益市场下跌影响投资收益率。

正文目录

1. 保险需求仍在，稳定增长确定性高	3
1.1. 健康险占比破 20% 大关	3
1.2. 政策影响出尽，挖掘需求为未来保费增长的关键因素	3
1.3. 保费增长中枢 11% 验证，顺势增长三年可达全球平均水平	4
2. 寿险业务平稳发展，价值率继续提升	5
2.1. 寿险行业进入平稳发展期，开门红策略淡化不一	6
2.2. 个险渠道占比继续提升，代理人数量结构性调整	7
3. 降税利好，财险利润恢复高增长	8
3.1. “巴菲特模式”下的中国财险龙头企业	8
4. 投资收益兑现，资产端表现优异	9
4.1. 行业资金运用余额不断上涨，投资收益率略有下降	10
4.2. 投资环境短期好转，未来仍有担忧	10
5. 投资建议	12
5.1. 负债端改善有上行空间，“推荐”看好保险行业未来增长	12
6. 风险提示	12

图表目录

图 1 2019 年财产险、人身险保费及增速	3
图 2 2019 我国健康险保费占比（左）及增速（右）	3
图 3 保险需求因素分类	4
图 4 2017 年至 2019 年 9 月当月保费数据	4
图 5 未来保险深度预测	5
图 6 未来保险密度预测（单位：美元）	5
图 7 2017 年至 2019 年 9 月底四大上市险企市占率	6
图 8 2019 年前 9 月中国平安保费（单位：百万元）	6
图 9 2019 年前 9 月中国太保保费（单位：百万元）	6
图 10 2019 年前 9 月新华保险保费（单位：百万元）	7
图 11 2019 年前 9 月中国人寿保费（单位：百万元）	7
图 12 四大险企 2019 年 H1 个险渠道分析	8
图 13 四大上市险企个险销售人力	8
图 14 中国平安人均新业务价值数据	8
图 15 2019 年前 9 月财险公司保费（单位：百万元）	9
图 16 保险行业当年累计原保费收入占比	9
图 17 综合成本率 2019H1 对比 2018H1	9
图 18 截止至 2019 年 9 月保险行业资金运用余额	10
图 19 截止至 2019 年 9 月保险行业资金运用配置	10
图 20 截止至 2019 年 9 月权益类投资余额	10
图 21 截止至 2019 年 9 月权益类投资占比	10
图 22 2019 年 H1 四大险企资产配置	11
图 23 2018 年 H2 四大险企资产配置	11
图 24 2019 年 H1 四大险企投资收益率	11
图 25 2018 年 H1 四大险企投资收益率	11
表 1 2017 年至今保监会规范性文件	4
表 2 截止至 2019 年 9 月四大上市险企保费数据	6

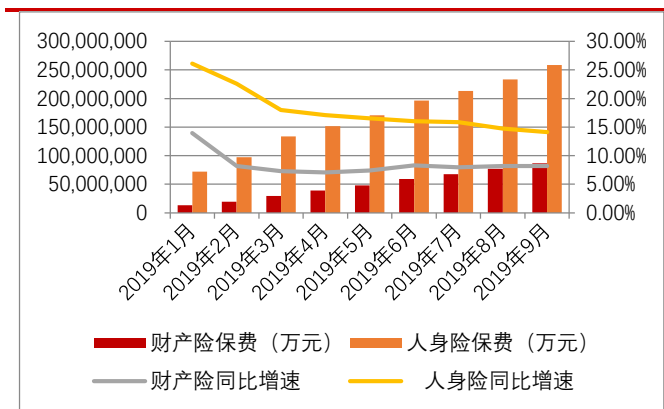
1. 保险需求仍在，稳定增长确定性高

经历了 2018 年的行业调整后，2019 年保险行业整体成稳步发展的态势。人身险与财产险截止至 2019 年前三季度均实现正增长。1 月至 9 月保费同比增速逐月下降，仍反映出我国保险行业的开门红效应。各家上市保险公司对于 2020 年开门红的策略虽然不一，但在政策稳定之后，外界环境变化不大的情景下，我们预计 2020 年与 2019 年的保费增速一样仍将保持正增长，人身险保费将保持两位数增长。

1.1. 健康险占比破 20% 大关

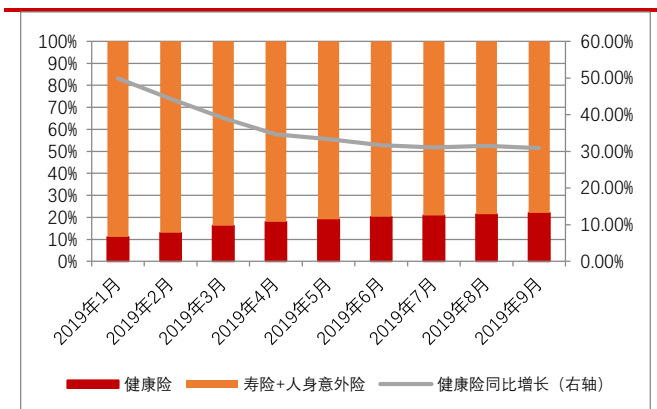
2019 年与 2018 年的保费数据发展方向恰恰相反，财险与寿险均取得不同程度上的开门“红”，一定程度上受 2018 年基数较低的影响。但后劲略显乏力，一季度后明显增速下滑，截止至 2019 年 9 月底，财险和寿险分别实现 8.18% 和 14.14% 的增长，预计全年实现正增长已可确认。在寿险保费中，健康险前 9 月同比增长 30.9%，自 2019 年 6 月以后，健康险占比历史首次开始超过 20% 大关。高价值率保单对新业务价值贡献巨大。我们认为需求的释放和保险产品结构的调整是增长的源动力，此趋势将持续。

图 1 2019 年财产险、人身险保费及增速



资料来源：银保监会，华西证券研究所

图 2 2019 我国健康险保费占比及增速



资料来源：银保监会，华西证券研究所

1.2. 政策影响出尽，挖掘需求成为未来保费增长的关键因素

2017 年以来，保监会制定规范性文件频出，其核心目的是规范保险市场，引导保险公司回归“保险姓保”的本源，严防利差损、现金流等风险。出台相当文件后，尤其是 134 号文在 2017 年 10 月实施以后，2017 年四季度保费增速放缓，2018 年开门红数据同比大幅下滑达到 -24.71%，其背后原因是政策起到了决定性作用。

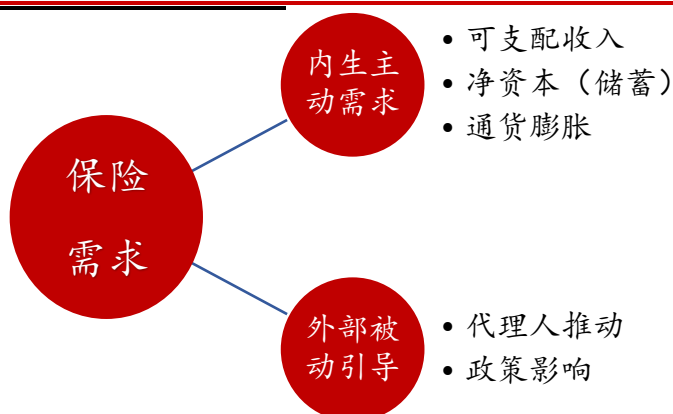
数据表明 2018 年二季度以后，保险公司改善策略积极应对保费下滑所带来的影响。复苏的态势一直延续到 2019 年，2019 年前三季的寿险保费已接近 2018 年全年，调整期接近尾声。在一系列政策影响出清后，我们认为行业整顿已接近尾声，未来将进入保险内生需求的稳定释放期，保险负债端波动将变小。

表 1 2017 年至今保监会规范性文件

<ul style="list-style-type: none"> ➢ 专项整治工作部署 ➢ 落地性文件 ➢ 补齐监管短板 ➢ 子类风险专项管控 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 资金 128 号文：关于开展保险资金运用风险排查专项整治工作的通知 ➢ 人身险 134 号文：关于规范人身保险产品开设计划行为的通知 ➢ 人身险 136 号文：关于进一步加强人身保险公司销售管理工作的通知 ➢ 资金部函 157 号文：人身保险公司资产负债管理能力定性评估标准（征求意见稿）
---	---

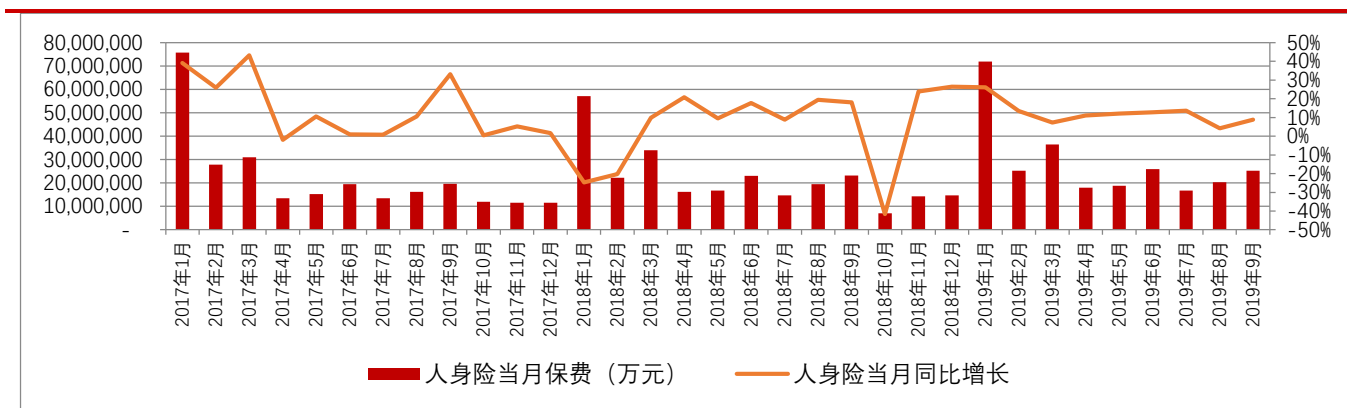
资料来源：银保监会，华西证券研究所

图 3 保险需求因素分类



资料来源：银保监会，华西证券研究所

图 4 2017 年至 2019 年 9 月当月保费数据



资料来源：银保监会，华西证券研究所

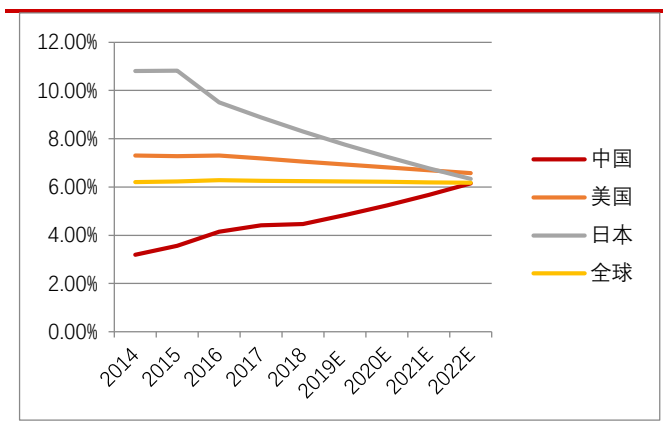
通胀因素是我们最新关注的点。从学术上理论解释，通胀腐蚀了货币的购买力，更加腐蚀了寿险的实际保障，使得投保人的保额不能达到当初购买保险时期望的保障意愿。所以，在高通胀时期，寿险的需求是被抑制的，并导致退保率上升，保费的机会成本太高，房产、股票、投资的替代性显现。同时在历史上，高通胀也给保险公司造成了负面影响。比较典型的的就是我国在 1999 年之前的保单大都出现了利差损问题，当时由于处于高利率时代，保单的定价利率高达 8~10%，随着数次降息，保险公司的长期投资收益率无法覆盖负债成本。据保监会公布的数据，我国 1999 年之前保险行业利差损至少在 500 亿元。2003 年中国人寿上市时，将 1999 年之前的利差损保单全部划分到集团才得以实现上市，当时国寿集团的净资产为-1764 亿元，大部分是由利差损造成的。处理这些利差损保单耗时耗利，在 2007 年股市暴涨时期通过沟通退保了相当部分，但影响仍十分深远。所以，在货币政策处于“比过去低的 M2 增速可能成为新常态”的引导下，对于保险行业提供了良好的发展良机，投保人投保意愿强烈，保险公司安心做好投资实现利差。过去通胀因素往往被忽略的原因是被动因素影响保费增速波动巨大，而政策阶段出清，代理人数量稳定之后，主动内生需求将成为未来阶段保费增长的源动力。

1.3. 保费增长中枢 11%，顺势增长三年可达全球平均水平

我们认为，未来 3-5 年我国的整体保费收入的增长中枢可以保持在 2019 年的 11%。理由基于瑞再 Sigma 上公布的数据，即我国还在保费的高速增长期：2017 年我国已晋升全球第二大保险市场，仅次于美国，占新兴市场寿险保费份额的一半以上，占全球寿险保费总额的 11%，在 2008 年到 2017 年这 10 年间的年均增速为 14%。保险深度密度大幅提高，虽然中国内地保险密度以及深度远远不及发达国家以及中国香港和中国台湾，但是相比前几年已有较大提升。考虑到 2018 年增速均值回归，只实现 0% 的增长，但 2014~2018 这 5 年的复合增长仍可以达到 11%，而 2019 年预测到年底的 11% 增速符合中枢假设，我们认为这样的增速可以持续。

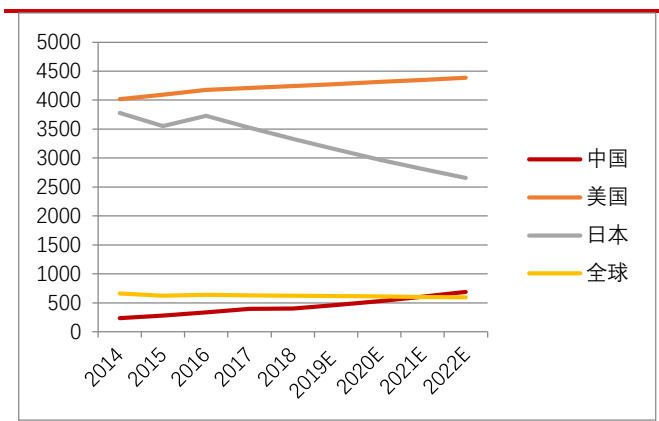
截止至 2019 年 9 月底，我国整体保费收入同比增长 12.58%，其中财险同比增长 8.18%，寿险同比增长 14.14%。由于四季度保费占全年的比例较小，全年可以实现 11% 的中枢假设。按照 11% 的增速继续增长，到 2020 年，保险深度（保险费用/国内生产总值）达到 5%，保险密度（保险收入/总人口）达到 3500 元/人，正好达到 2014 年 8 月我国发布《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》俗称“国十条”提出的发展目标，增速大致相当于 2 倍 GDP 增速，我们认为 2020 年达到目标值的可能性很高。保持其增速直至到 2022 年，保险的深度与密度都将超过全球平均水平，也就是说未来 3-5 年仍将是保险业发展的黄金时期，我国的 GDP 增长与保险主动需求的释放可以支持深度与密度持续增长，我们认为我国的保险深度与密度至少应高于全球平均水平。

图 5 未来保险深度预测



资料来源：瑞再 sigma，华西证券研究所

图 6 未来保险密度预测 (单位: 美元)



资料来源：瑞再 sigma，华西证券研究所

2. 寿险业务平稳发展，价值率继续提升

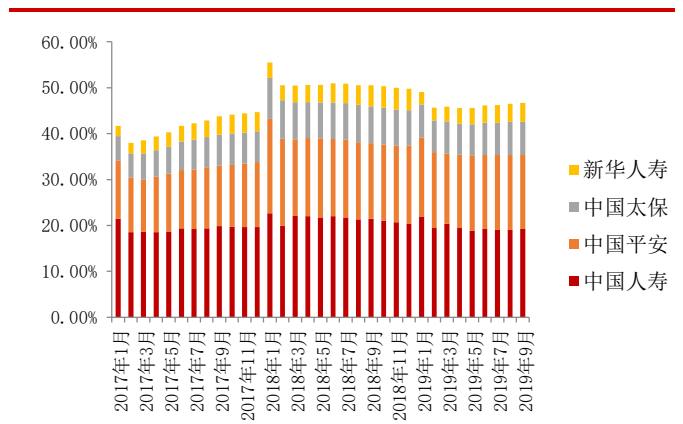
寿险行业整体较 18 年发展乐观，2019 年前 9 个月，中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险分别实现保费收入增长 6.08%、5.66%、9.85%、7.90%。市占率方面，四大上市险企寿险业务市占率较 18 年微量下滑，在行业增长的情况下，表明中小保险公司在 19 年发力明显。前 9 个月，中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险的市占率分别为 19.22%、7.19%、16.16%、4.17%，我国保险行业寡头垄断格局不变。保户储金规模与投连账户规模分别增长 13.44%与 1.49%。

表 2 截止至 2019 年 9 月四大上市险企保费数据

公司名称	原保费收入 (亿元)	市场占有率	同比增长率
中国人寿	4,970.00	19.22%	6.08%
中国太保	1,858.79	7.19%	5.66%
中国平安	4,178.52	16.16%	9.85%
新华保险	1,079.12	4.17%	7.90%

资料来源：公司三季报，华西证券研究所

图 7 2017 年至 2019 年 9 月底四大上市险企市占率

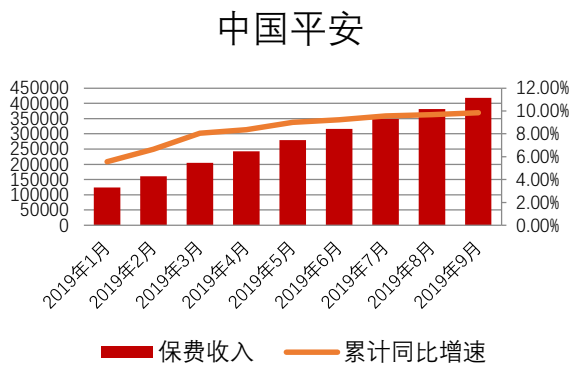


资料来源：公司三季报，华西证券研究所

2.1. 寿险行业进入平稳发展期，开门红策略淡化不一

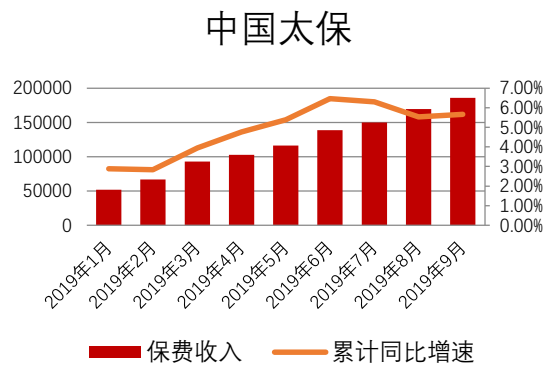
从四大上市险企的全年保费同比增速变化来看，中国人寿先扬后抑，在一季度的高增长下后程乏力，原因是开门红提前透支了一点需求。相反中国平安采取淡化开门红的策略，在销售端全年重推保障型产品，逐月保费增速成上升趋势。中国太保与新华保险增长也都维持在单位数，增长相对稳定。

图 8 2019 年前 9 月中国平安保费 (单位：百万元)



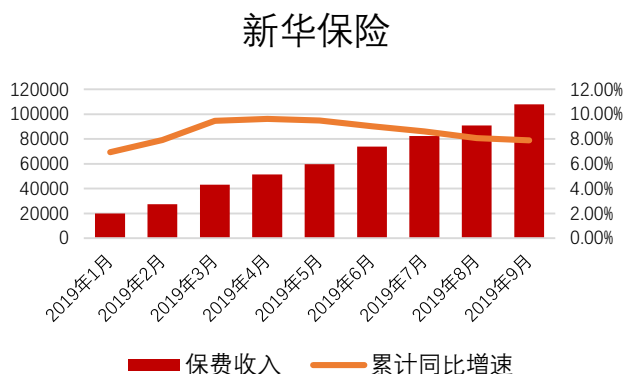
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 2019 年前 9 月中国太保保费 (单位：百万元)



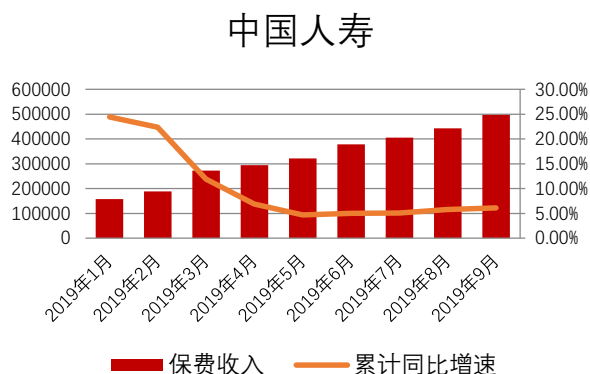
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 2019 年前 9 月新华保险保费（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 11 2019 年前 9 月中国人寿保费（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

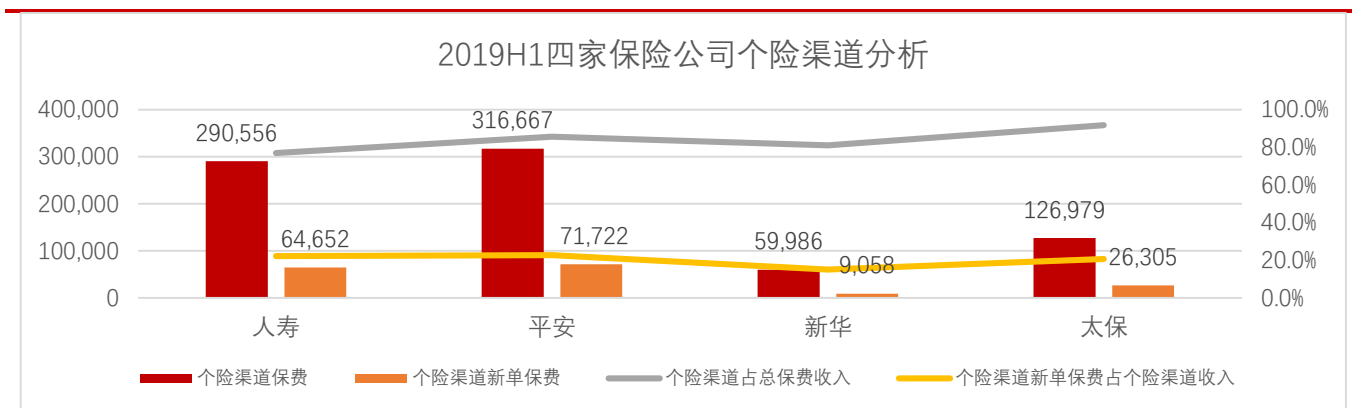
中国人寿与新华保险均在 10 月公布开门红产品，宣布重点布局 2020 年的开门红的策略。而中国平安和中国太保开门红计划并未较往年提前，而是淡化开门红对全年的影响，实施每个季度相对平滑的策略，重点依然是高价值保单的全年性销售。由于开门红往年的占比很高，开门红的销售基本上能奠定全年的保费基础，从行业 2019 年的趋势来看也是如此。但随着开门红年金产品的定价利率与无风险收益率利差的缩减，利差损风险是不得不长期考虑的因素。开门红销量已经不能成为全年最重要的评判标准，更重要的是全年的总体发展与高价值保单的销量。

2.2. 个险渠道占比继续提升，代理人数量结构性调整

从新单渠道来看，2019 年上半年，中国人寿（下图简称：人寿）、中国平安（下图简称：平安）、新华保险（下图简称：新华）、中国太保（下图简称：太保）四大险企中个险渠道占比分别达到 76.9%、85.6%、81.1%、91.7%，4 家上市险企中，平安寿险的个险新单占新单保费收入最高，占比最大，主要得益于平安一直注重保险销售人员梯队建设；虽然平安的代理人数量较一年前有一定程度的下滑，但是淘汰低效代理人后，人均年化新业务价值贡献从 27027 元提升至 29314 元。

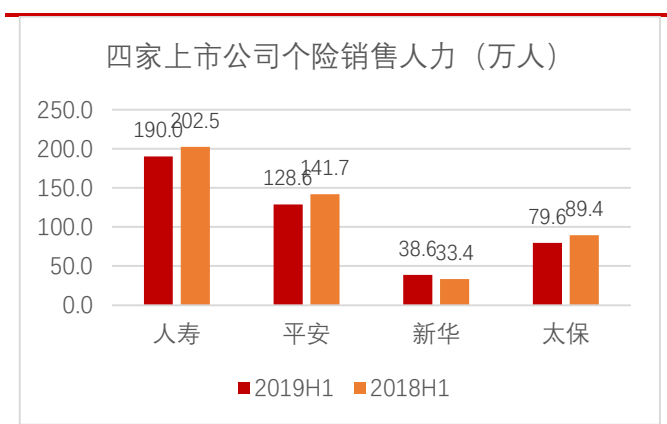
受近年来市场环境变化的影响，个险渠道新单保费收入下滑，代理人收入下降，导致代理人总数量减少。从保险业务开始转型以来，各大险企都开始重视代理人梯队的调整。代理人团队的建设已经从粗放式转向专业化精良化。此结构性调整代理人从长远来看有利于提升代理人对公司业务的熟悉程度与粘性，更有利于建立起客户信任度，提升长期销售能力。从整体来看代理人数量下滑可控，并未对总的新业务价值带来非常大的影响。

图 12 四大险企 2019 年 H1 个险渠道分析



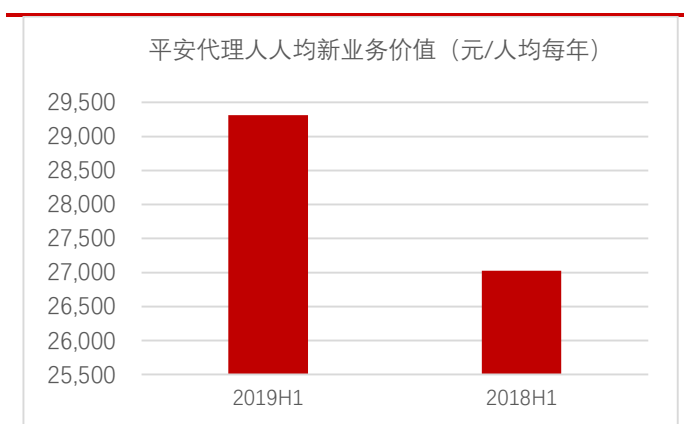
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 四大上市险企个险销售人力



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 中国平安人均新业务价值数据



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 降税利好，财险利润恢复高增长

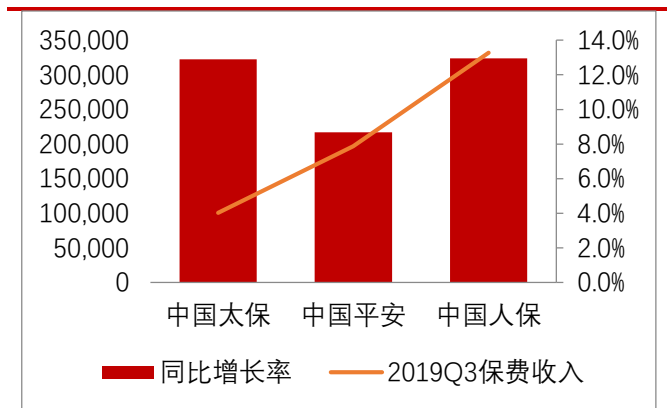
3.1. “巴菲特模式”下的中国财险龙头企业

截止到 2019 年前三季度，财险保费占总体保费的比例为 21%（包含投连险与保户储金），保费同比增长 8.18%。受手续费率下降所导致的所得税率同比下降的影响，产险公司的净利润实现高增长。中国平安 2019 年前三季度实现经营利润增长为 75.5%。叠加上半年投资收益的增长，中国人保 2019 年前三季度实现净利润 73.8% 的增长。而我国三大财险企业的综合成本率为中国人保 97.8%、中国平安 96.2%、中国太保 98.6%（Q2），均低于 100% 的承保盈利平衡线，是长期盈利保证的“巴菲特模式”。政策与外部投资环境的改善有利于提升财险公司估值。

2019 年前三季度，三大财险公司的保费增速保持在 10% 左右，中国财险 12.95%、中国平安 8.78%、中国太保 12.89%。保费中车险对增速贡献较少仅为 4.55%，而非车险同比增长 26.28%。2019 年国家政策有所倾向扶持农险与责任险业务，使得非车险明显受益，中国太保与中国财险非车险保费分别增长 32.34% 与 31.68%。中国平安得益于其客户迁徙与集团内的产品交叉销售，车险增长 6.28%，明显超过行业水平。

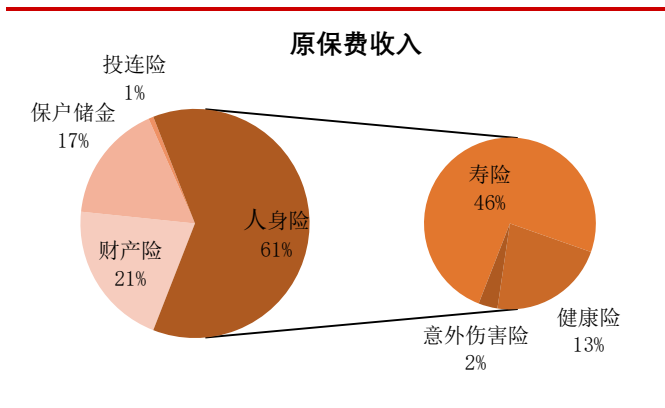
巴菲特模式为财险公司获取的保费等价于浮存金，在承保盈利即综合成本率低于100%的情况下，再稳定地实现一定的投资收益，达成长久且确信的盈利模式。我国财险行业也属于寡头垄断的格局，大型险企规模优势成本优势明显，渠道占优，盈利情况清晰且确信度高。在寿险阶段性压力较大的情景下，财险对于内含价值的贡献度与可信度提升。我们看好未来我国财险行业集中度更强，非车险行业发展潜力极大，三大险企均受益。

图 15 2019 年前 9 月财险公司保费（单位：百万元）



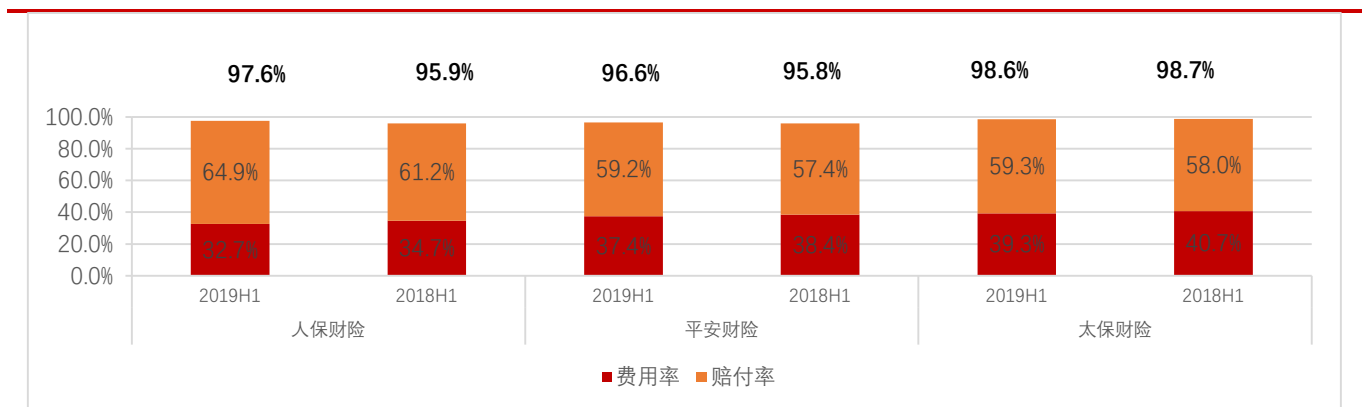
资料来源：公司三季报，华西证券研究所

图 16 保险行业 2019 年 1-9 月累计原保费收入占比



资料来源：银保监会，华西证券研究所

图 17 综合成本率 2019H1 对比 2018H1



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 投资收益兑现，资产端表现优异

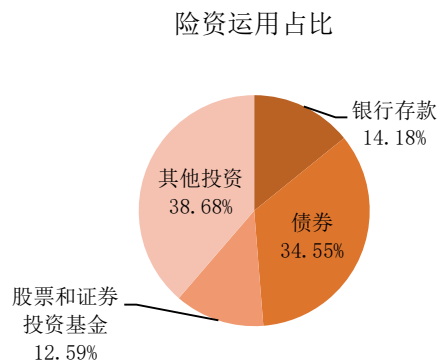
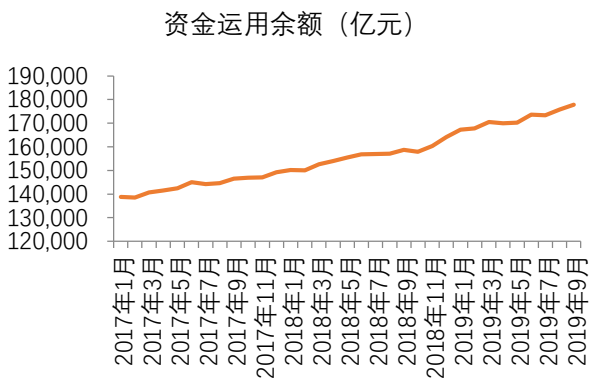
负债端的改善事在人为，可以通过监管层的政策调控来解决如保费结构，负债利率等问题。投资端的表现相当程度上依赖于宏观的环境，如股市的涨跌、长端收益的多少。总体而言，保险公司长期实现 5% 的投资收益率假设有一定的难度。这也倒逼负债端发售 4.025% 产品的压力。未来利差的实现除了合理的资产配置以外，怎样控制风险收益（如非标）将成为保险公司后一阶段的核心问题。所幸 2019 年上半年权益市场表现较好，保险公司的总投资收益率提升，投资收益兑现良好。

4.1. 行业资金运用余额不断上涨，投资收益率略有下降

2019年9月，保险资金运用余额达到177772亿元，相比2018年9月同比增长11.99%。同时，受2019年权益市场上涨的影响，保险公司投资收益率均有上升。从投资结构来看，银行存款余额为25212亿，占资金运用余额的比例为14.18%，较去年同期下降0.21个百分点；债券余额为61427亿元，占资金运用余额的比例为34.55%，较去年同期下降0.25个百分点。股票和证券投资基金余额合计22330亿元，占资金运用余额的比例为12.59%，较去年同期下降0.39个百分点，其他投资余额为68756亿，较去年同期上升0.86个百分点。

图 18 截止至 2019 年 9 月保险行业资金运用余额

图 19 截止至 2019 年 9 月保险行业资金运用配置

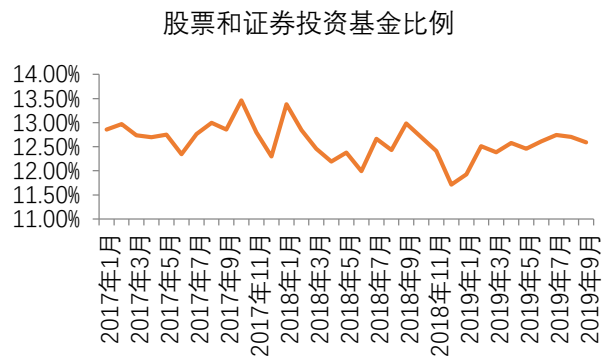
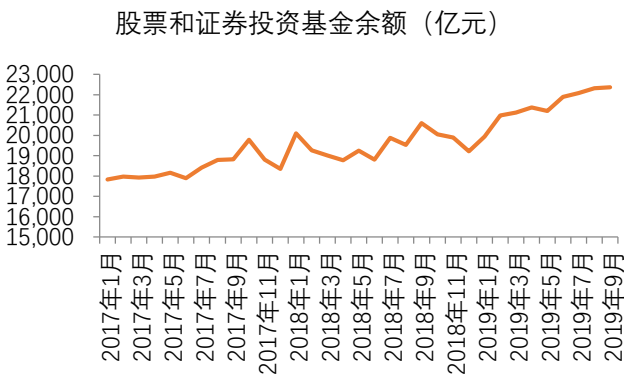


资料来源：银保监会，华西证券研究所

资料来源：银保监会，华西证券研究所

图 20 截止至 2019 年 9 月权益类投资余额

图 21 截止至 2019 年 9 月权益类投资占比



资料来源：银保监会，华西证券研究所

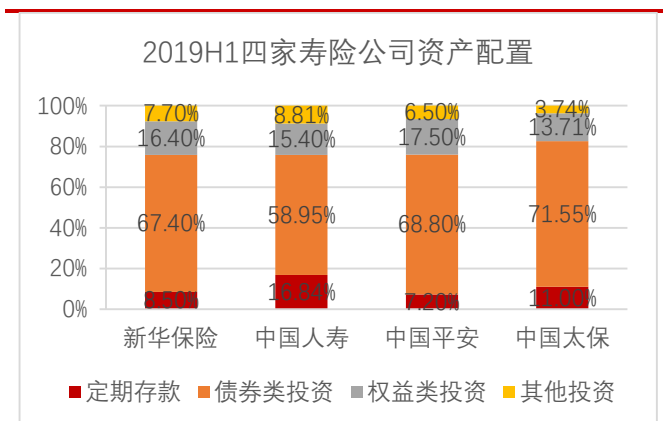
资料来源：银保监会，华西证券研究所

4.2. 投资环境短期好转，未来仍有担忧

而从新华、人寿、平安、太保的资产配置情况来看，除新华保险以外，其余各家的权益投资比例都有一定的提升。从长期来看，无风险利率下行行为大势所趋，使得保险公司实现利差有相当的困难。只有适当地增持权益资产，才有望提升总投资收益。由于 2019 年下半年权益市场指数涨跌幅不大，2019 年全年的资产配置情况预计与 2019 年 H1 变化不会太大。

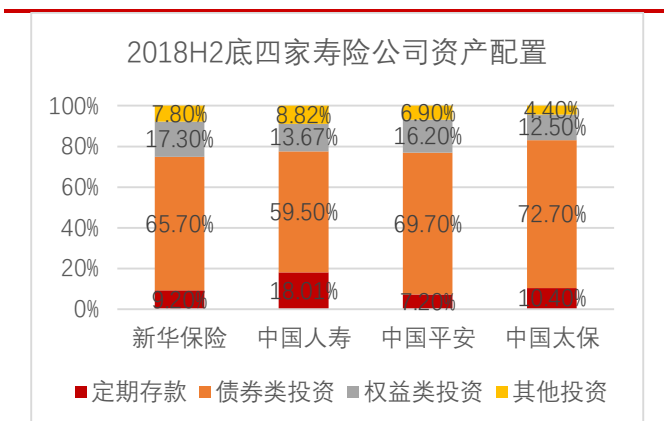
从投资收益率来看，截止到 2019 年上半年，表现最好的是中国人寿，其总投资收益率和净投资收益率分别达到 5.77%、4.66%。总投资收益率都有一定的提升，平安和国寿完成 5% 的投资收益率假设难度不大。新华保险的净投资收益率保持稳定为 5%。从长期来看非标产品到期后，再投资收益率下降，高净投资收益率难以维持。

图 22 2019 年 H1 四大险企资产配置



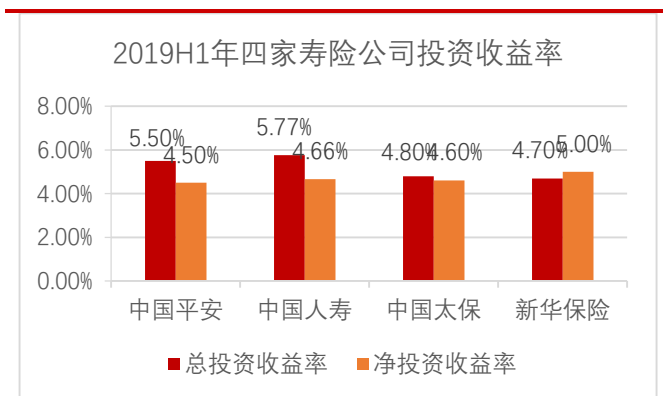
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 2018 年 H2 四大险企资产配置



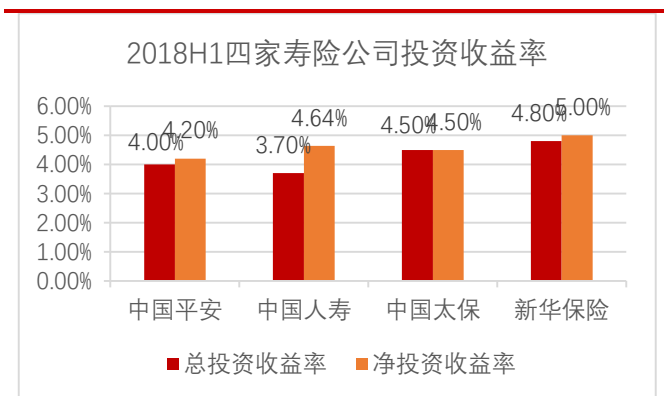
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 2019 年 H1 四大险企投资收益率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 25 2018 年 H1 四大险企投资收益率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 投资建议

5.1. 负债端改善有上行空间，“推荐”看好保险行业未来增长

保险行业 PEV 估值在 2018 年一季度达到近年来的底部，新华保险甚至出现历史绝对底部，其低估值反映了对保费负增长会持续的悲观预期，也包含了权益市场下跌造成的贝塔效应。随着负债端边际改善，2019 年行业估值提升，相对于沪深 300 有明显的超额收益。我们认为目前行业股价体现出了短期对于保费好转的乐观验证，但对我国市场新增中产阶级所带来的主动保险需求视而不见，我们认为 11% 的复合年均增速在未来三年可以达到，直至 2022 年保险密度深度达到全球平均水平。其包含产品的结构调整，新业务价值率的小幅提升，给予行业“推荐”的评级。

从长期来看，中国平安（业绩龙头+科技赋能）受益于代理人人均产能提升在未来长期发展的作用，我们认为优质的代理人团队能够进一步带动主动保险需求的释放，公司保险产品品牌溢价，新业务价值率有望进一步提升。从短期来看，开门红提前带来的 2020 年一季度保费同比增长超预期可能，我们认为中国人寿能够享受这一波开门红所带来的价值提升。

6. 风险提示

监管的进一步加强。虽然我们判断政策方面已集中出尽，未来引导保费结构巨变的可能性不大。但监管政策的导向仍能一定程度上的影响负债端保费的增长。

权益市场下跌影响投资收益率。由于保险股的贝塔属性，权益市场不振会导致 EPS 和估值的双杀，影响当期投资收益率。

分析师简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

曹杰：英国肯特大学精算学硕士，复旦大学学士，4年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、浙商证券研究所、普华永道精算服务部。致力于深耕保险行业贡献价值研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。