

## 价值增速逐渐趋稳，利润高位增长承压

### ——保险行业 2020 年度策略报告

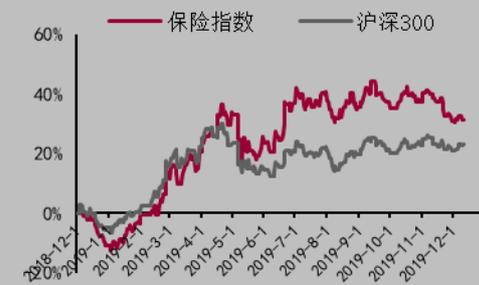
强于大市（维持）

日期：2019 年 12 月 12 日

#### 投资要点：

- 业务：**储蓄型业务销售环境明显改善，产品策略配合下 2020 年增速有望大幅回升，需求偏刚性的保障型业务有望持续中高速增长，而寿险代理人在经历 2019 年增速低谷后，2020 年有望稳中有升。上市险企个险发展策略明显分化，平安太保坚持产能提升，国寿追求量质齐升，新华诉求规模驱动。财险方面，保源增速放缓大背景下，车险市场增长仍承压，非车险增速有回落可能，财险行业保费难言乐观。
- 投资：**利率方面，全球低利率浪潮下我国宏观利率有下行压力，但考虑到现金流时点和存量债券占比，预计对险资 2020 年配置和收益率影响有限；权益方面，2020 年经济增速阶段性企稳概率较大，场外资金的大规模入市也将会是大概率事件，市场走牛的经济基础和资金面改善均存在，权益市场表现有望延续较好表现，但因 2019 年投资收益率基数较高，2020 年股市对投资端的改善效应将会明显减弱；准备金折现率方面，2020 年将迎来向下拐点，准备金增提压力制约寿险公司利润增长。
- 价值：**寿险方面，上市险企新业务价值增速在经历 2019 年分化后，2020 年有望迎来全面正增长，推动剩余边际增速企稳，营运利润保持较快增长，内含价值增速或高位回落，但仍将保持在两位数以上。财险方面，2020 年综合成本率边际向好，承保盈利有望低位反弹，中性投资收益率假设下主要财险公司 ROE 有望保持较高水平。2019 年上市险企利润基数较高，在减税效应减弱、投资高基数、折现率拐点三因素共振下，2020 年利润高位增长承压，如果投资端表现不尽理想，净利润负增长亦有可能。
- 投资建议：**2019 年在股市复苏、利率企稳、减税新政等因素驱动下，保险股表现较好，我们判断 2020 年业务端将持续改善，新业务价值有望全面正增长，剩余边际、营运利润、内含价值等长期价值指标仍将保持较快增长，净利润虽然高位增长承压，但上市险企 ROE 将维持较高水平。从估值指标（PEV/PB/PE）看，目前保险股整体估值处于合理区间，个股有所分化，上市险企负债成本较低，有望保持较好的长期盈利能力，维持保险行业“强于大市”评级，推荐估值处于低位的纯寿险标的以及盈利能力保持优秀的综合保险集团。
- 风险提示：**新业务价值增长不及预期、权益市场大幅下跌、利率超预期下行、系统性风险

#### 保险指数相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 12 月 11 日

#### 相关研究

万联证券研究所 20190627\_行业策略\_AAA\_保险行业 2019 年中期策略报告

#### 分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-56508503

邮箱：jiaowc@wlzq.com

#### 研究助理：喻刚

电话：010-56508503

邮箱：yugang@wlzq.com.cn

#### 分析师：张译从

执业证书编号：S0270518090001

电话：010-56508503

邮箱：zhangyc1@wlzq.com

## 目录

1、一图看懂保险公司经营逻辑	4
1.1 寿险公司：业务+投资+价值	4
1.2 财险公司：承保+投资	5
2、业务：新单期交有望两位数增长，车险增速或继续低位	6
2.1 经济中高速增长支撑行业发展，长期来看保障+储蓄双轮驱动	6
2.2 寿险人力有望稳中有升，上市险企个险策略有所分化	7
2.3 保障型业务保持中高速增长+储蓄型业务增速继续改善，寿险新单期交有望保持两位数增长	9
2.4 车险增速承压+非车险增速回落，2020年财险保费难言乐观	10
2.5 保源增速放缓+新车销量有限回暖，车险市场增长仍承压	11
2.6 严监管持续，行业综合成本率有望稳中有降	11
3、投资：投资收益率基数较高，准备金折现率迎向下拐点	12
3.1 行业投资资产将保持较快增长，大类资产配置整体平稳	12
3.2 2020年利率有下行压力，权益市场表现决定总体收益率水平	13
3.3 折现率迎向下拐点，准备金增提制约寿险公司利润增长	14
4、价值：NBV增速有望全面回暖，剩余边际、营运利润、内含价值较快增长，但净利润高位增长承压	15
4.1 新业务价值有望全面正增长	15
4.2 内含价值增速高位回落，剩余边际增速企稳	15
4.3 上市寿险公司修正负债成本较低，营运利润将保持较快增长	16
4.4 综合成本率边际向好，财险公司2020年ROE将保持较高水平	17
4.5 三因素共振，上市险企2020年利润高位增长承压	18
5、现金流与偿付能力：现金流稳中有升，偿付能力保持高位	20
5.1 行业现金流总体稳中有升	20
5.2 大型险企偿付能力保持充足，中小险企略有压力	21
6、投资建议	22
6.1 2019年保险股表现亮眼，前11月相对收益19.4%	22
6.2 当前估值整体合理，长期价值成长仍具吸引力，维持保险行业“强于大市”评级	22
7、风险提示	24
图表 1：寿险公司经营逻辑	4
图表 2：财险公司经营逻辑	5
图表 3：2018年亚洲经济体保险密度及保险深度（美元）	6
图表 4：我国保险密度及保险深度（元）	6
图表 5：中国与美国保险支出系数（保险密度/人均可支配收入）情况	7
图表 6：我国保险行业营销员数量及增速（万人）	7
图表 7：主要寿险公司个险渠道平均人力增速	7
图表 8：主要寿险公司个险队伍月人均价值产能（元/人/月）	9
图表 9：寿险行业新单期交增速与规模人力增速	9
图表 10：主要理财产品收益率情况	10
图表 11：财险原保费收入及增速（亿元）	11
图表 12：车险与非车险保费收入及增速（亿元）	11
图表 13：我国汽车保有量及增速（万辆）	11

图表 14: 我国汽车销量及增速 (万辆)	11
图表 15: 主要财险公司综合成本率	12
图表 16: 保险资金运用余额及增速	13
图表 17: 保险资金运用配置情况	13
图表 18: 国债到期收益率变化情况	13
图表 19: 750 日移动平均国债收益率变化情况	14
图表 20: 保险合同准备金计量基准 (10 年) 变化情况	14
图表 21: 主要寿险公司新业务价值增速	15
图表 22: 主要寿险公司内含价值增速	16
图表 23: 主要寿险公司剩余边际增速	16
图表 24: 主要寿险公司修正负债成本	17
图表 25: 主要寿险公司 2020 年营运利润预测	17
图表 26: 主要财险公司 2019 年上半年税前利润结构 (亿元)	17
图表 27: 主要财险公司 ROE (年化)	18
图表 28: 五大上市险企归母净利润及增速	19
图表 29: 平安寿险及健康险业务净利润组成	19
图表 30: 保险行业总资产及增速 (万亿)	20
图表 31: 主要上市保险公司经营现金流和占保费收入比例 (亿元)	20
图表 32: 主要寿险公司综合偿付能力充足率	21
图表 33: 主要寿险公司核心偿付能力充足率	21
图表 34: 主要财险公司综合偿付能力充足率	21
图表 35: 主要财险公司核心偿付能力充足率	21
图表 36: 2018 年以来保险指数、沪深 300 指数、国债收益率走势	22
图表 37: A 股主要上市险企 2014 年以来静态 PEV 估值水平	23
图表 38: A 股主要上市险企 2014 年以来静态 PB 估值水平	23

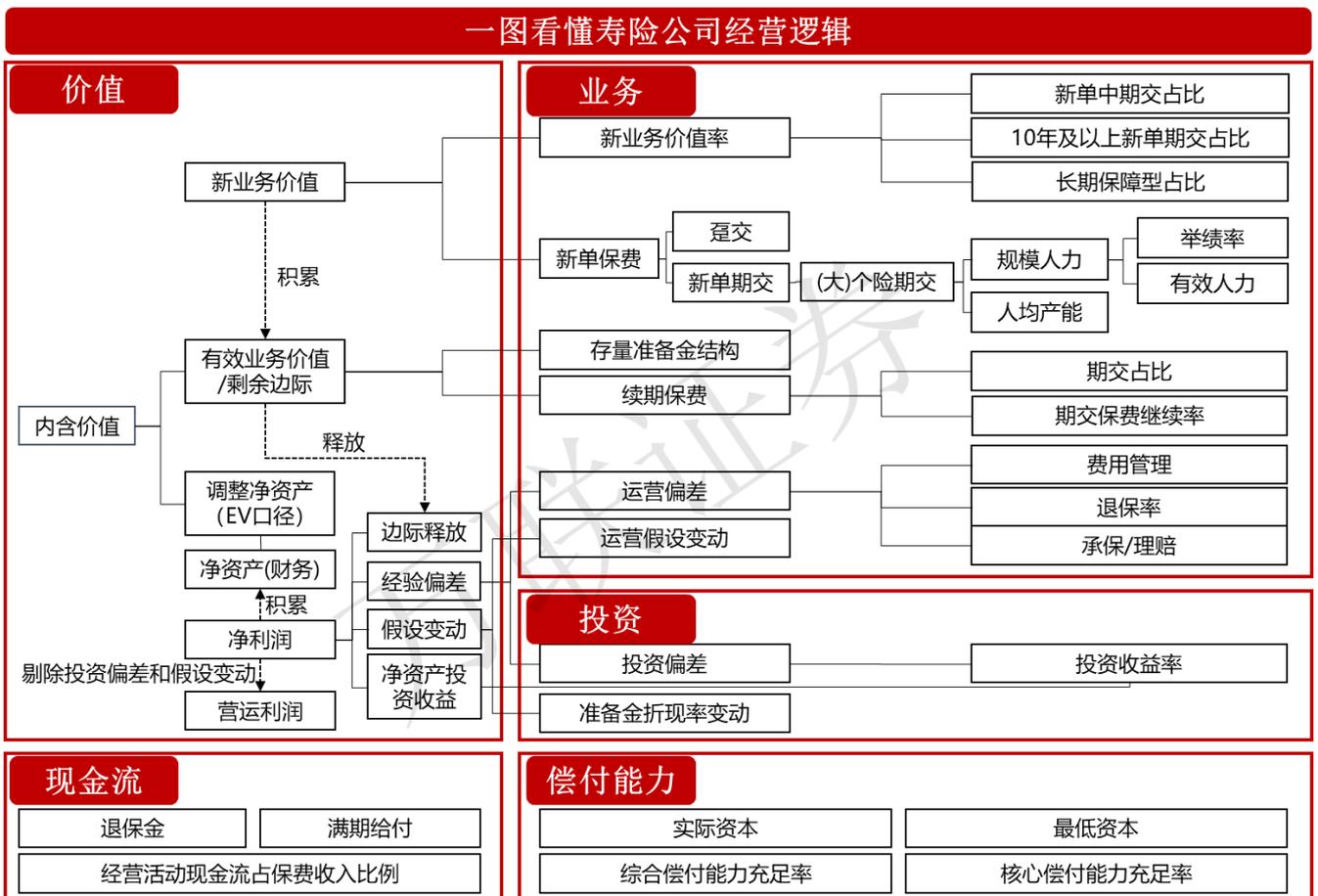
## 1、一图看懂保险公司经营逻辑

### 1.1 寿险公司：业务+投资+价值

保险公司的经营逻辑是金融业中相对最为复杂的，特别是寿险公司，其长期寿险产品的缴费期限一般远低于保险期限，导致其财务报表保费收入中有很大大一部分是对未来各项支出的准备，因此需要计提准备金。由于保费收入不能在当期完全确认，以及准备金计算的复杂性，使得寿险公司的财务报表可读性相对较差，同时由于各家公司经营差异导致精算评估假设也存在一些差异，横向比较也存在一定难度。

为更好的看懂寿险公司经营逻辑，我们基于在保险公司精算评估、产品市场、风险管理、运营管理、战略规划、经营分析等领域长期以来的实务经验，以及对保险公司估值体系和方法的研究，试图用一张图绘制出寿险公司的经营全貌。

图表1：寿险公司经营逻辑



资料来源：万联证券研究所

在研究过程中，我们从价值类、业务类、投资类、现金流和偿付能力类等公开披露数据出发，既包括了人力、产能、保费结构等业务指标，也涵盖了保费继续率、退保率、费用管理等经营指标，同时还囊括了内含价值、财务报表、偿付能力等不同的评估准则，另外还加入了一些我们认为能够有助于理解寿险公司经营逻辑的指标，然后我们以内含价值和营运利润为核心目标，按照价值创造的驱动链条，通过对数十个关键指标的梳理，找出指标间存在的逻辑关系，绘制出了基于业务、投

资、价值、现金流和偿付能力五大模块的寿险经营逻辑图，核心逻辑如下：

- 内含价值的持续增长来源于新业务价值的不断积累，剩余边际释放是净利润的重要稳定来源
- 大个险期交是寿险公司的核心价值来源，新单期交增速与队伍成长息息相关
- 长期投资能力是寿险公司估值的重要支撑，短期投资和利率波动影响当期利润
- 现金流和偿付能力是寿险公司持续健康经营不可逾越的红线

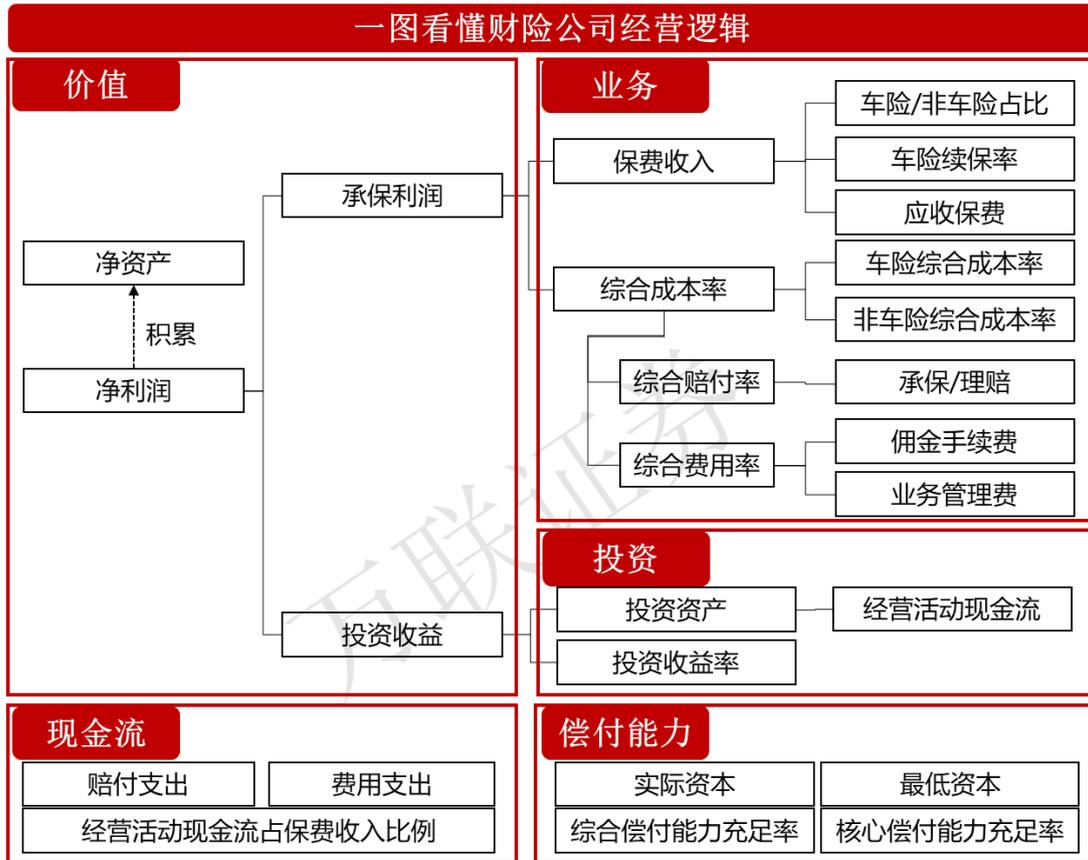
### 1.2 财险公司：承保+投资

由于财险业务都是短期险业务，其经营结果都会在一周内体现出来，虽然计提准备金过程也比较复杂，但由于期限较短，相对来说比寿险公司要更容易理解。

财险公司的盈利能力主要从承保端和投资端两方面出发，税前利润主要为承保利润与投资收益之和：

- 承保利润=已赚保费\*(1-综合成本率)，财险公司的保费收入主要分为车险和非车险，近几年非车险持续高速增长，占比不断提升；
- 投资收益=投资资产\*投资收益率，由于财险公司的资金成本为零（财险产品定价不考虑利率成本），通过资产的不断积累，投资资产越来越大，杠杆效应使得财险公司的投资收益对利润形成很大贡献。

图表2：财险公司经营逻辑



资料来源：万联证券研究所

与寿险公司类似，我们也从价值类、业务类、投资类、现金流和偿付能力类等公开披露数据出发，包括了保费、综合成本率、费用、投资收益、净利润、现金流与偿

付能力等相关指标，然后我们以净资产和净利润为核心目标，按照利润驱动链条，梳理指标间存在的逻辑关系，绘制出了基于业务、投资、价值、现金流和偿付能力五大模块的财险经营逻辑图，核心逻辑如下：

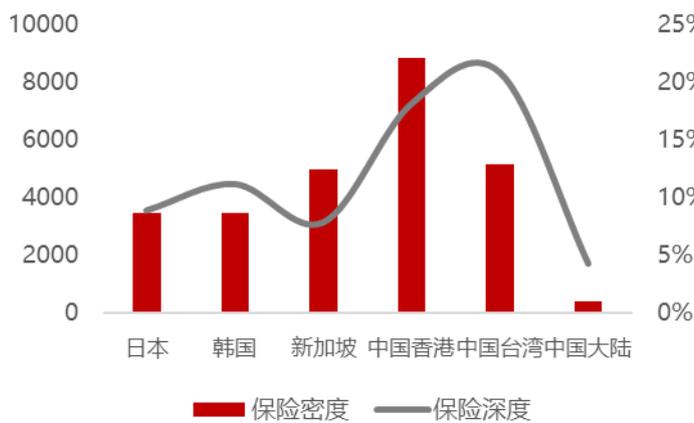
- 利润由承保和投资双轮驱动，承保端决定财险公司的估值基础，投资端决定财险公司估值高度
- 现金流和偿付能力也是财险公司持续健康经营不可逾越的红线

## 2、业务：新单期交有望两位数增长，车险增速或继续低位

### 2.1 经济中高速增长支撑行业发展，长期来看保障+储蓄双轮驱动

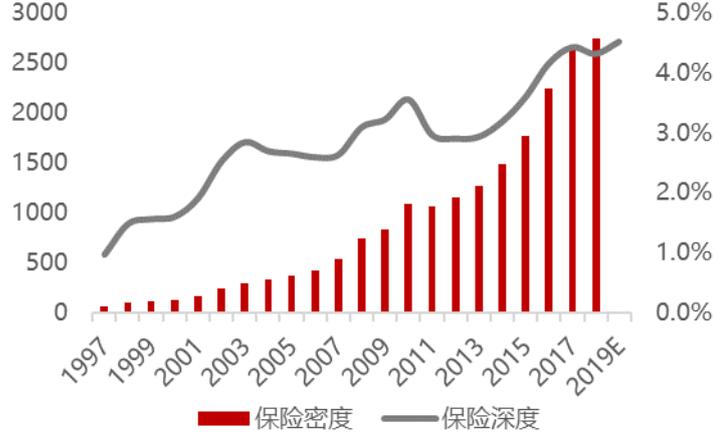
我国保险市场发展水平与亚洲主要经济体存在明显差距，经济中高速增长背景下远期市场潜力巨大。瑞再数据显示，2018年我国大陆地区保险密度为406美元，保险深度4.22%，虽然近几年保险密度和保险深度整体呈上升趋势，但仍显著落后于日本、韩国、新加坡和我国香港和台湾地区。结合最新行业数据，预计2019年我国保险深度有望升至4.5%左右，同时我国经济仍处于中高速增长阶段，居民的保险意识持续提升、可支配收入不断提高、居民财富不断扩大，保险保障和财富管理需求将持续释放，未来我国保险深度及保险密度将继续提升。

图表3：2018年亚洲经济体保险密度及保险深度（美元）



资料来源：瑞再、万联证券研究所

图表4：我国保险密度及保险深度（元）

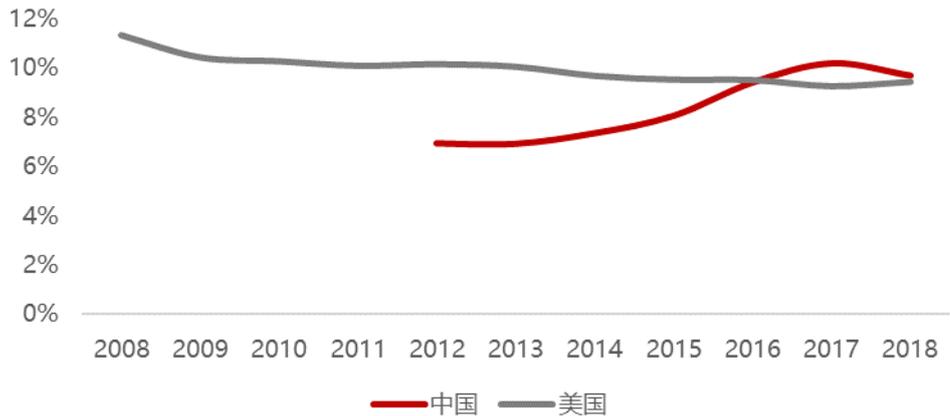


资料来源：wind、万联证券研究所

**保障+储蓄双轮驱动，保障型业务持续高速增长，储蓄型业务周期性增长。**保障型产品和储蓄型产品是寿险公司目前销售产品的两大方向，共同促进行业保费收入不断增长。一方面，保障型产品是行业近几年回归保障背景下的主要发展方向，其更依赖于死差和费差长期稳定贡献利润，有助于险企降低利差依赖和资本市场相关性，能够推动险企更加稳健的经营。特别是2018年行业开门红受宏观环境和严监管影响销售不及预期以来，各家保险公司纷纷调整战略及产品定位，加大保障型产品投放和销售力度，促进业务结构回归保障。长期来看，我国居民保险保障缺口仍然很大，未来5-10年内有望驱动保障型业务保持高速增长。另一方面，我们认为长期来看储蓄型业务仍然会是保险公司保费增长的重要动力。基于我们提出的“保险支出系数”概念（等于保险密度/人均可支配收入），用于衡量居民所负担的人均保费情况。经过过去几年的快速提升，2017年我国保险支出系数已经超过美国，2018年小幅降至9.7%，但仍略高于美国，说明从增量角度看，我国人均保费负担并不低，

单纯靠人均收入的增加难以促进行业规模高速增长，而随着我国人口老龄化问题日益严峻，养老保障需求将有望加速释放，因此面向存量居民财富的储蓄型业务仍然是未来很长时间内驱动保险行业增长的重要因素，虽然2018年以来受宏观环境和严监管影响销售不理想，但周期性的波动不改长期趋势，近期随着低利率预期加剧和银行理财收益率下行，储蓄型产品销售环境已有所好转。长期来看，由于储蓄型业务的销售受宏观环境和监管政策影响较大，预计未来将呈现周期性增长趋势。

图表5：中国与美国保险支出系数（保险密度/人均可支配收入）情况



资料来源：wind、万联证券研究所

## 2.2 寿险人力有望稳中有升，上市险企个险策略有所分化

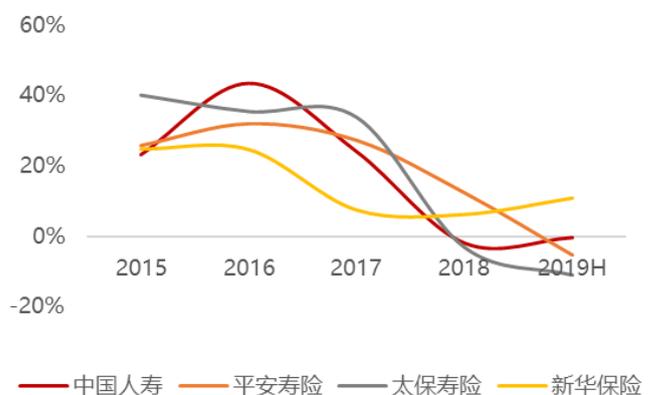
**寿险代理人增速持续下滑，2020年有望稳中有升。**2015-2017年行业代理人规模持续上升，年均增长率达35.7%，但2017年开始人力增速有所放缓，2018年受利率高位及严监管影响，主要寿险公司的代理人数量整体小幅负增长，进入2019年，行业代理人增速继续下滑，代理人高增长时代已经结束。但近期储蓄型业务销售转好背景下，代理人佣金收入有望提升，有利于队伍增员和留存，我们预计2020年行业代理人增速将企稳，部分公司人力规模甚至有望实现较快扩张。

图表6：我国保险行业营销员数量及增速（万人）



资料来源：银保监会、万联证券研究所

图表7：主要寿险公司个险渠道平均人力增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

上市险企个险发展策略明显分化，平安太保坚持产能提升，国寿追求量质齐升，新华诉求规模驱动。从个险队伍看，各公司规模人力增速明显分化，国寿三季度末个险规模人力达到166.3万人，较年初增长15.6%，在高基数的基础上实现快速增长，

而平安寿险三季度末为124.5万人，较年初下降12.1%，对比十分明显。太保寿险和新华虽未披露个险人力数据，但我们判断太保人力较年初也有小幅下滑，而新华在新一届管理层上任后提出适度扩张规模，加快发展个险队伍，预计三季度人力增长较快。

**中国人寿在“重振国寿”战略引导下，个险队伍实现量质齐升。**今年，国寿启动“鼎新工程”对未来变革转型进行全面规划，构建新的发展格局，提升价值创造能力，建立市场化投资管理体系，提升投资收益水平，给负债端产品策略提供更大空间，强化科技驱动和运营支撑，提升公司经营效率，完善市场化激励机制，增强队伍活力。前三季度，国寿以客户为中心，采用多元化产品策略，通过储蓄型业务创佣队伍，拉动高价值的保障型业务高速增长，推动业务转型和销售队伍升级，不仅规模人力实现快速增长，月均有效人力也同比增长37.4%，月均销售特定保障型产品人力规模同比高速增长49.2%，队伍质量明显提升。

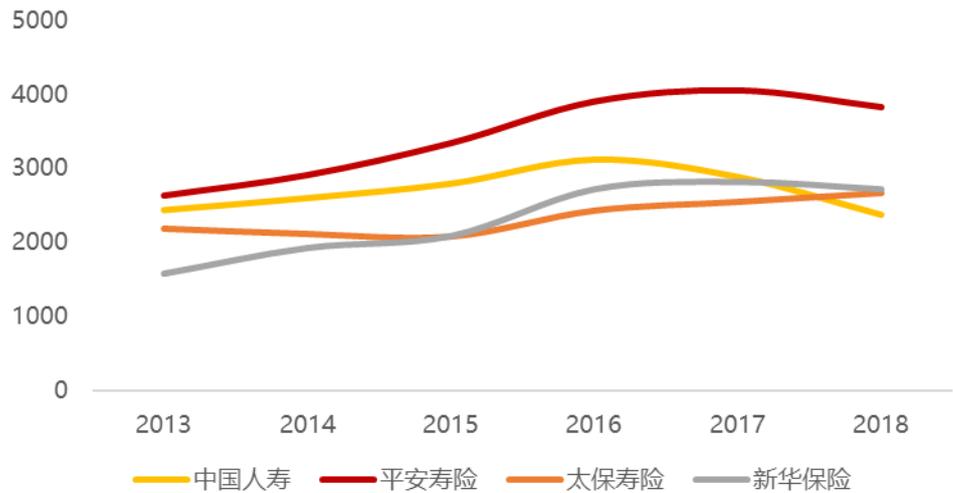
**平安寿险坚持“有质量的人力发展”策略，人均价值创造能力继续提升。**平安寿险今年通过AI技术等措施加强增员入口的管控、严格执行考核清退机制，继续夯实代理人渠道基础管理，同时加快推进增员、培训、客户开拓等环节的科技应用，提升管理水平，进一步吸引高素质人才的加盟，进而实现有质量的人力发展。虽然前三季度个险规模人力下降12.1%，但新业务价值仍实现4.5%的稳健增长，说明其人均价值产能大幅提升，中报数据显示代理人价值产能同比提升8.5%，预计三季度同比提升仍然较为明显。未来，平安寿险个险渠道将继续坚持质量驱动，通过科技赋能，持续推动个险队伍转型升级，实现效能提升。

**太保寿险“量稳质优”，打造关键队伍，推动转型升级。**中国太保在10月31日的资本市场开放日上发布了新的个险发展思路，提出在转型2.0阶段，公司将实施队伍升级、服务增值、科技赋能，打造新周期发展新动能。个险队伍方面，实施队伍分层分类画像与精细管理，打造三支关键队伍，做大核心人力，做强顶尖绩优，培育新生代，推动队伍结构不断优化，准备通过三年的时间将核心人力占比从当前的25%提升至40%，顶尖绩优从当前的600人增至2000人以上，新生代队伍从15%提升至30%，形成面向未来的竞争力。

**新华强调规模与价值并重，加大个险队伍发展力度。**新华前几年坚持健康险转型，摒弃低价值的规模型业务，业务结构明显改善，负债成本持续下行，公司盈利能力得到较好提升。在新的管理层到位后提出资产负债双轮驱动、强调规模与价值并重的发展模式，继续依靠长期保障型业务提升价值创造能力，以年金险业务上规模。个险队伍将加大发展力度，增加财务投入，同时加强培训，提升销售技能，上半年个险队伍较年初增长4.3%，三季度预计仍在继续增长，规模人力可能已突破40万人，年底有望达到50万人。

**高价值产能个险队伍仍是寿险公司未来队伍建设的重心。**此前我们在专题报告《从代理人价值产能看寿险业可持续发展——保险行业专题研究之三》中研究了寿险公司个险队伍发展路径，四大上市寿险公司均追求“量”与“质”的提升，但实施路径有所不同，这里不再重复介绍。当前我国保险代理人数量已接近900万人，规模提升空间已不大，产能提升将是寿险公司未来队伍建设的重心，从2019年前三季度情况看，国寿和平安寿险个险队伍的价值产能均有明显提升。展望2020年，在个险队伍发展策略分化背景下，预计平安和太保仍将以提升价值产能为主要目标，国寿在2019年实现量质齐升后2020年价值产能继续大幅提升的空间相对有限，新华规模人力增长目标较高，价值产能或将有所下降。

图表8：主要寿险公司个险队伍月人均价值产能（元/人/月）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

### 2.3 保障型业务保持中高速增长+储蓄型业务增速继续改善，寿险新单期交有望保持两位数增长

从人力与产能角度看，寿险新单期交增长主要由人力驱动，2020年有望保持两位数增长。2015-2017年，寿险行业新单期交实现高速增长，主要由规模人力快速增长（45%/39.5%/22.8%）驱动，这一特点在个险渠道更为明显。受134号文的影响，寿险行业短期内面临产品结构调整问题，及由此带来的新单保费收入增速特别是新单期交增速下降现象。2018年受人力增速继续下滑影响，寿险行业新单期交同比下降3.4%，进入2019年，人力规模保持相对平稳，受产能改善推动，预计行业新单期交增速在10%左右，其中中小公司表现优于大公司。2020年，我们预计人力稳中有升，同时大部分公司依然注重产能提升，行业新单期交有望保持两位数增长。

图表9：寿险行业新单期交增速与规模人力增速

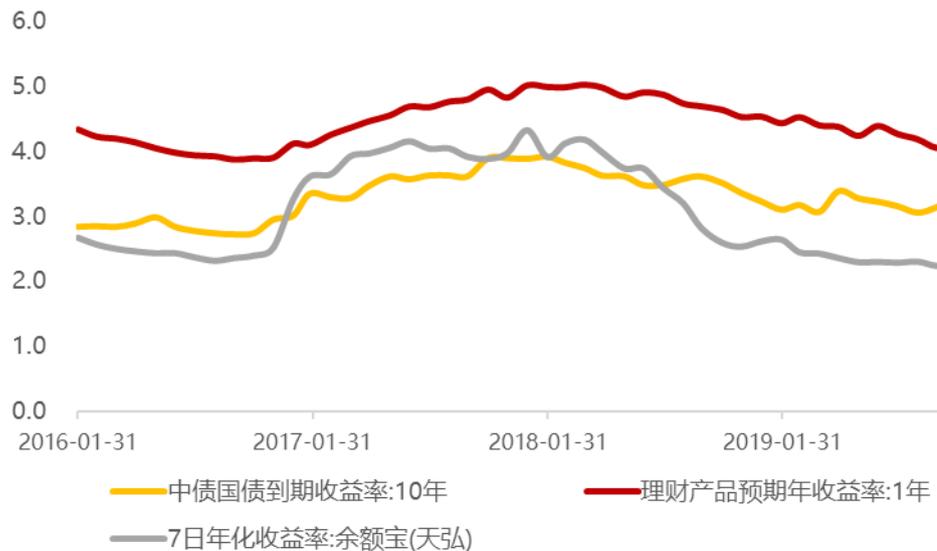


资料来源：银保监会、万联证券研究所

储蓄型业务销售环境明显改善，产品策略配合下2020年增速有望大幅回升。2017-2018年理财产品的收益率高企，对储蓄型产品的销售产生了一定冲击。进入2019年，10年期国债利率在3%-3.5%区间震荡，余额宝等理财产品收益率逐渐下行，保险

产品的收益率竞争力有所提升，但各公司产品策略出现分化，国寿推出收益率相对较高的储蓄型产品，新单销量较好，但平安太保并未大量投放此类产品，新单负增长。展望2020年，从竞品收益率看，近期余额宝收益率已降至2016年水平，一年期银行理财收益率也非常接近2016年低点位置，同时考虑到国寿、新华等大公司开门红产品预期收益率较高、保险期限较短，市场竞争力较强，预计储蓄型业务增速有望明显优于2019年。

图表10：主要理财产品收益率情况



资料来源：wind、万联证券研究所

需求偏刚性的保障型业务有望持续中高速增长，长期发展空间较大。2019年行业健康险保费增速保持高位，1月增速高达50%，之后虽有下滑，但截至2019年10月，行业健康险保费收入6141亿，同比增速仍然达到30.3%，全年预计在7000亿左右。展望未来，在我国居民保障缺口较大且保险意识逐渐提升背景下，保障型产品将是寿险公司持续发展的重点业务，长期发展空间较大，有望保持快速增长，预计2020年健康险增速保持在20%以上。但如果仅看新单，在营销员增速放缓的情况下，产能大幅提升并非易事，很难出现爆发式的增长，对于人力规模增长较快的公司，保障型业务新单保费有望实现两位数的中高速增长。

#### 2.4 车险增速承压+非车险增速回落，2020年财险保费难言乐观

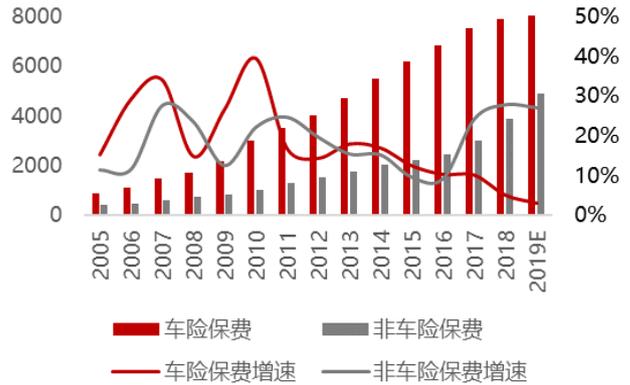
2020年财险行业保费增速10%左右，车险占比或将降至60%以下。2017年以来，车险和非车险增速明显分化，车险保费增速连年下滑，而非车险增速明显提升，导致财险行业保费收入中车险占比在2018年降至70%以下。2019年该趋势仍然延续，截至10月，财险行业保费收入10736亿，其中车险6576亿，占比61.3%，较2018年明显下降。展望2020年，在保源增速持续放缓背景下，预计全年车险保费增速将继续低位，而非车险虽有望保持较快增长，但在连续三年高增长后增速有回落可能，难以推动行业保费大幅增长，预计2020年财险行业保费增速在10%左右，其中车险占比或将降至60%以下。

图表11: 财险原保费收入及增速 (亿元)



资料来源: 银保监会、万联证券研究所

图表12: 车险与非车险保费收入及增速 (亿元)

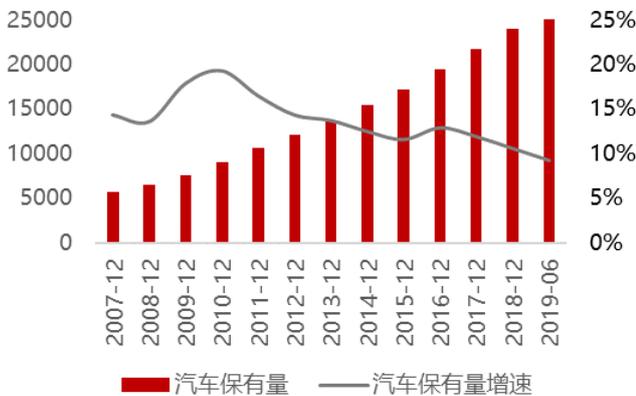


资料来源: 银保监会、万联证券研究所

## 2.5 保源增速放缓+新车销量有限回暖, 车险市场增长仍承压

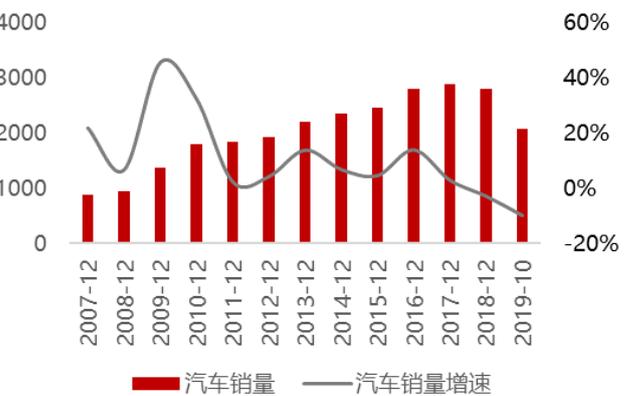
2019年新车销量降幅扩大, 汽车保有量增速继续稳中有降。我国汽车保有量逐年增长, 但增速在2010年达到19.2%的高点后, 受汽车销量不振影响持续下行, 近几年持续下滑, 截至2019年6月末, 汽车保有量为2.5亿量, 同比仅增长9.2%, 增速已降至个位数。新车销量方面, 2018年汽车销量负增长2.8%, 为近年来首次负增长, 而截至2019年10月, 汽车销量2065万辆, 同比下降9.7%, 降幅较2018年有所扩大, 近期国家陆续出台政策刺激汽车消费, 预计2020年汽车销量将有所回暖, 或实现小幅正增长, 但难以推动车险增速大幅改善。

图表13: 我国汽车保有量及增速 (万辆)



资料来源: wind、万联证券研究所

图表14: 我国汽车销量及增速 (万辆)



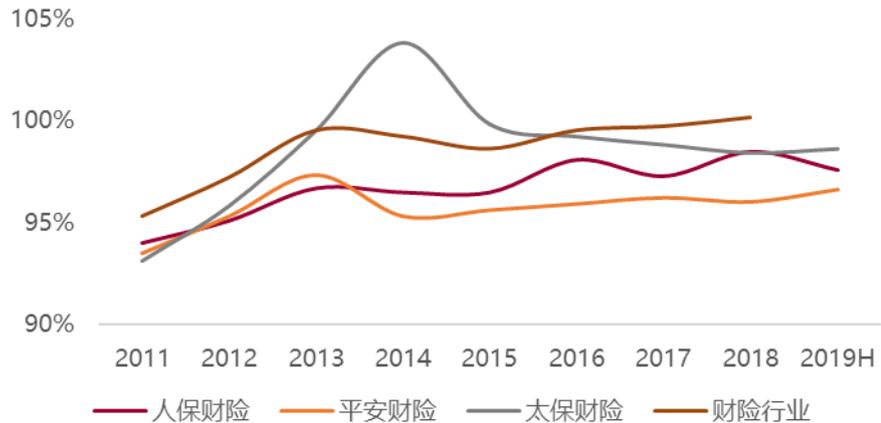
资料来源: wind、万联证券研究所

## 2.6 严监管持续, 行业综合成本率有望稳中有降

费用严监管持续, 2020年费用率有望稳中有降。2019年, 银保监会继续加强费用监管, 多地保监局对违规机构采取叫停车险业务的处罚, 价格战暂时得到缓和, 车险费用率短期内得到控制, 上半年主要财险公司费用率均有下降, 预计2020年仍有望延续强监管, 费用率总体保持平稳, 部分公司有下降空间。但长期来看, 中小险企迫于生存和竞争压力, 为抢占市场份额, 仍有突破手续费上限的可能, 行业自律能否长期坚持下去仍有一定不确定性。

**2019年赔付率上行判断得到验证，2020年或将企稳。**二次费改扩大了NCD系数（无赔款优待系数）浮动范围，对车主进行“奖优罚劣”，驾驶习惯良好的车主将获得更高的折扣，而车险次数较多的车主将按照惩罚性的费率续保。受此影响，二次费改后，小额赔付明显减少，导致赔付率早期有一定下降，但随着时间推移，受车均保费下降影响，赔付率开始上行，2019年上半年人保、平安、太保赔付率均出现明显上行。由于三次费改推进情况相对较慢，2020年车均保费可能保持平稳，赔付率也有望企稳。

图表15：主要财险公司综合成本率



资料来源：银保监会、公司公告、万联证券研究所

**2020年行业综合成本率有望稳中有降，大公司仍具相对优势。**在费用率仍有下行空间、赔付率企稳趋势下，且三次费改推进暂缓，2020年行业整体综合成本率有望小幅下降，相对而言，大型险企相对优势依然明显，2011年以来人保财险、平安财险综合成本率一直优于行业，承保盈利能力较强。但2019年上半年上行较多，承保盈利空间受到挤压，上半年人保财险综合成本率97.6%，同比上行1.6pct，平安财险96.6%，上行0.8pct。

### 3、投资：投资收益率基数较高，准备金折现率迎向下拐点

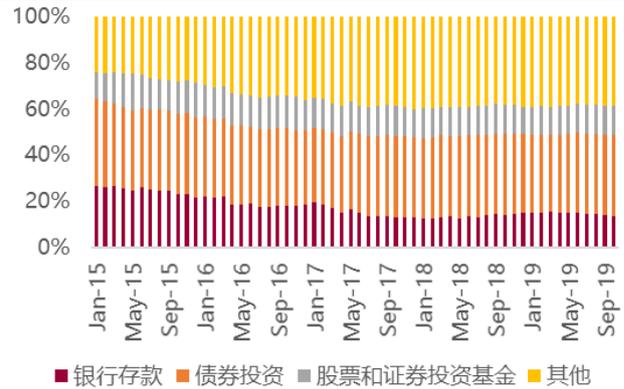
#### 3.1 行业投资资产将保持较快增长，大类资产配置整体平稳

**负债端持续改善，2020年行业投资资产有望保持两位数增长。**从2017年起，寿险保费结束高速增长长期增速持续放缓，尤其进入2018年，在严监管的大背景下，受到134号文等影响，行业保费增速在9月份才实现由负转正，截止2018年末，行业资金运用余额16.41万亿，同比增长10.0%，勉强实现两位数增长。2019年，受益于保费增速回暖和权益市场表现较好，行业投资资产增速有所回升，截至10月末，行业投资资产17.81万亿，同比增长12.8%，优于前两年。2020年，寿险销售环境转好，产品端监管或略有放松，行业保费有望保持较快增长，进而推动行业投资资产实现两位数增长。

图表16: 保险资金运用余额及增速



图表17: 保险资金运用配置情况



资料来源: 银保监会、万联证券研究所

资料来源: 银保监会、万联证券研究所

**2019年股市回暖推升股基占比, 利率下行给险资长期配置带来压力。**2019年, 保险资金大类资产配置比例保持相对稳定, 主要表现为存款转权益, 截止10月末, 银行存款占比13.7%, 较2018年末下降1.1pct, 股票和证券投资基金占比为12.7%, 较2018年末增加1.0pct, 主要是受股市上行驱动(2019年1-10月沪深300指数累计上涨29%), 以非标为主的其他投资占比为38.8%, 较2018年末下滑0.3pct。从中长期看, 在经济增速下滑背景下, 利率下行预期较为强烈, 存款、债券类资产收益率可能逐渐下降, 非标固收类资产由于收益率相对较高, 对于险资仍有吸引力, 在严控项目风险的前提下, 非标资产未来仍是险资的重要配置方向, 但近两年高收益、低风险的优质非标资产获取难度加大, 未来险资配置存在一定压力。短期来看, 2020年这种压力并不明显, 大类资产配置或将保持相对平稳。

### 3.2 2020年利率有下行压力, 权益市场表现决定总体收益率水平

全球低利率浪潮下我国宏观利率有下行压力, 但对险资2020年配置和收益率影响有限。2019年, 全球降息潮席卷而来, 美联储三次降息, 欧洲央行重启量化宽松, 澳大利亚联储三次降息, 俄罗斯、印度、巴西等金砖国家也多次降息, 除此之外, 新西兰、土耳其、韩国、印尼、马来西亚、菲律宾等数十个国家也纷纷打开降息窗口。但我国货币政策保持相对独立, 整体保持稳健, 松紧适度, 十年期国债收益率在3%-3.5%附近区间震荡, 截至11月29日为3.17%。

图表18: 国债到期收益率变化情况



资料来源: wind、万联证券研究所

从宏观经济看，当前我国固定资产投资增速下滑，中美贸易摩擦仍有不确定性，经济下行压力依然较大，未来利率有下行压力，受结构性通胀制约，利率下行通道有望在2020年通胀见顶后开启。虽然2020年利率有下行压力，但对险资的资产配置和收益率影响较为有限：一方面，险资的现金流入高峰在一季度，预计利率仍在相对高位，配置难度不大；另一方面，险资的存量债券基数较大，新增债券投资对收益率的边际影响有限。

**2019年A股估值修复，2020年表现有望延续，但投资收益率高基数下提升空间有限。**2018年在经济下行压力、去杠杆下资金面偏紧、中美贸易摩擦等多重因素拖累下，A股经历了较大幅度的持续调整，估值跌入历史底部区间。进入2019年，随着资金面有所宽松，股市大幅回暖，截至11月底，沪深300指数年累计上涨27.2%，受益于此，险资投资收益率较2018年（低基数）大幅改善，行业全年投资收益率有望超过5.5%。展望2020年，经济增速阶段性企稳概率较大，场外资金的大规模入市也将会是大概率事件，市场走牛的经济基础和资金面改善均存在，权益市场表现有望延续较好表现。但由于2019年投资收益率基数较高，2020年股市对投资端的改善效应将会明显减弱，如果股市出现下行，险资投资收益率将有所回落。

### 3.3 折现率迎向下拐点，准备金增提制约寿险公司利润增长

自2017年下半年开始，750日移动平均国债收益率进入上行通道，并持续至2019年底，中债网数据显示，保险合同准备金计量基准（10年）在2018年上行9bp，2019年预计上行12bp左右，但2020年开始，750日移动平均国债收益率拐头向下，如果2020年国债收益率维持当前水平，到2020年末，保险合同准备金计量基准（10年）或将下降12-15bp左右。若不考虑溢价变动，准备金折现率的下行将增加准备金计提，从而减少保险公司的当期利润，同时由于2019年折现率上行12bp（增加利润），因此2020年的折现率拐点将对寿险公司利润产生较大影响。

图表19：750日移动平均国债收益率变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所

图表20：保险合同准备金计量基准（10年）变化情况

	2018	2019E	2020E
Q1	3	2	
Q2	1	3	
Q3	1	3	
Q4	3	3	
全年	上行 9bp	上行 12bp	下行 12-15bp 左右

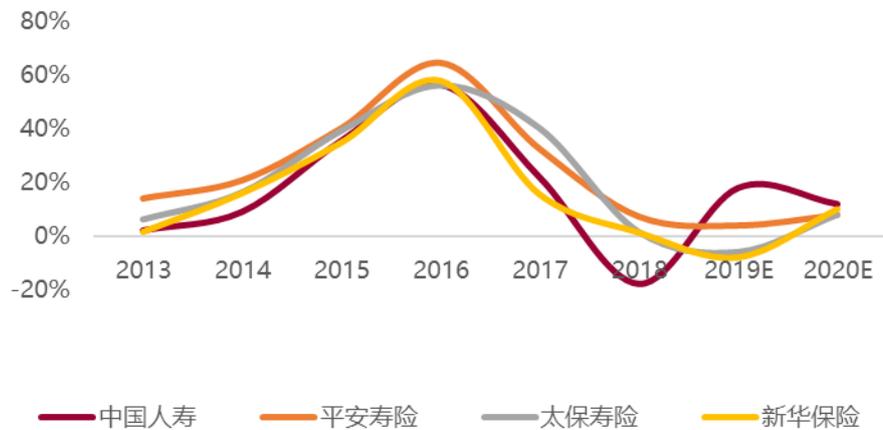
资料来源：中债网、万联证券研究所

## 4、价值：NBV 增速有望全面回暖，剩余边际、营运利润、内含价值较快增长，但净利润高位增长承压

### 4.1 新业务价值有望全面正增长

经营策略差异导致2019年新业务价值增速分化。2019年，上市险企个险策略出现分化，国寿提早布局开门红且产品策略相对更具竞争力，带动个险队伍和新业务价值增速（前三季度20.4%）明显领先同业。平安和太保淡化开门红，控制储蓄型业务规模，导致个险队伍脱落较为明显，新业务价值增速不理想，前三季度平安仅增长4.5%，太保预计仍为负增长。新华受管理层换届影响，2019年价值增长不理想，预计全年也是负增长。

图表21：主要寿险公司新业务价值增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

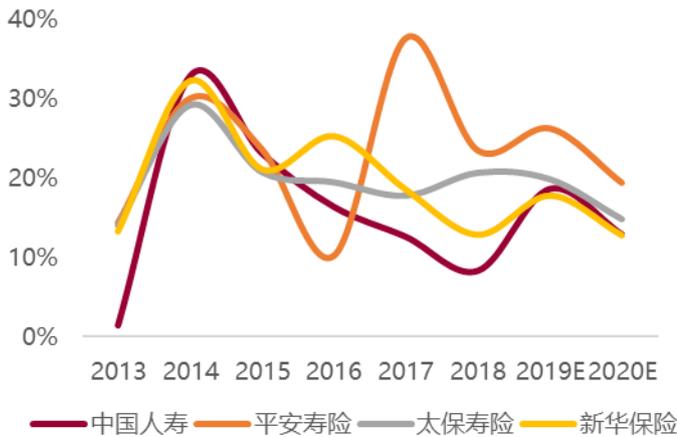
2020年分化现象或将缓解，有望迎来全面正增长。前文已提到2020年行业新单期交有望实现两位数增长，且高价值的保障型业务保持较快增长，因此行业整体新业务价值增长可期。而从公司维度看，亦有望实现全面正增长：国寿三季度末个险人力较2018年末增长15.6%，为2020年开门红和全年价值增长奠定了坚实基础，新业务价值增速有望保持主要同业领先水平；平安和太保在2019年经历调整后，个险队伍驱稳，2020年有望稳中有升，同时价值产能改善推动价值实现稳健增长，但在人力增长有限的情况，新业务价值较难实现高速增长；新华在新一届管理层到任后加大队伍发展力度，三季度末个险人力已超过40万，年底预计达到50万人，虽然2020年加大规模型业务的发展力度，但并非抛弃价值增长，坚持规模与价值并重，在人力高速增长的情况下，新业务价值有望实现两位数增长。

### 4.2 内含价值增速高位回落，剩余边际增速企稳

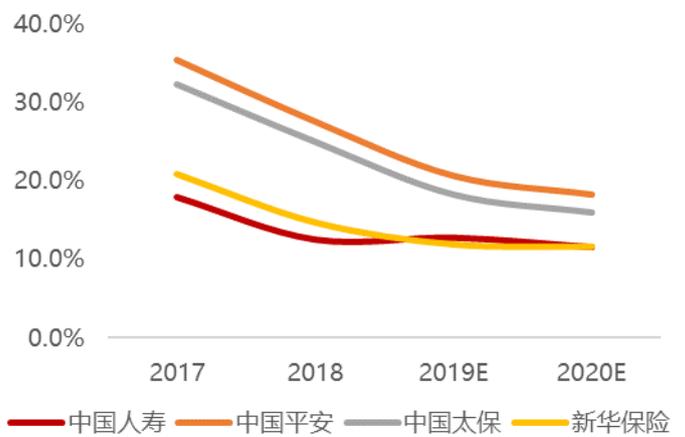
高基数效应+新业务价值贡献减弱，内含价值增速或将高位回落。2019年，虽然新业务价值增速有所分化，部分公司增长并不理想，但其绝对值贡献依然较大，推动有效业务价值实现较快增长，预计全年增长均超过10%，另外由于投资转好和减税效应，利润高速增长推升净资产增速，使得全年内含价值均实现高速增长。展望2020年，在新业务价值无法实现高速增长的情况下，其对内含价值的增速贡献在持续减弱，另外净资产在高基数基础上较难继续保持快速增长，因此主要上市寿险公司2020年内含价值增速或将有所回落，但增速仍将会保持在两位数以上。我们预计平

安寿险增速将降至18%-20%左右，国寿、太保、新华在12%-16%左右。

图表22：主要寿险公司内含价值增速



图表23：主要寿险公司剩余边际增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

**剩余边际增速企稳，将推动营运利润持续增长。**从剩余边际变动过程看，新业务贡献是剩余边际增长的主要因素，预期利息增长主要是期初剩余边际和新业务贡献在当期的利息滚存，对整体贡献较小，而剩余边际释放主要受负债结构影响，每年的释放比例比较稳定。2018-2019年，因新业务价值增速整体并不理想，主要寿险公司剩余边际增速持续下滑，2019年国寿因新业务价值快速增长推动剩余边际增速有所回升。2020年，新业务价值有望实现全面正增长，整体增速有望达到两位数，虽然无法带动剩余边际增速回升，但可以防止其增速继续下滑，维持较快增长。

根据预测，我们对各公司增速判断为：平安>太保>国寿、新华，其中平安寿险及健康险业务2020年剩余边际增速较2019年小幅下降，预计在18%-20%左右，太保寿险增速在15%-18%左右，国寿和新华在12%-15%左右。剩余边际保持较快增长将推动寿险公司营运利润保持较快增速，同时剩余边际的“蓄水池”效应将提升上市险企未来盈利的持续性和确定性。

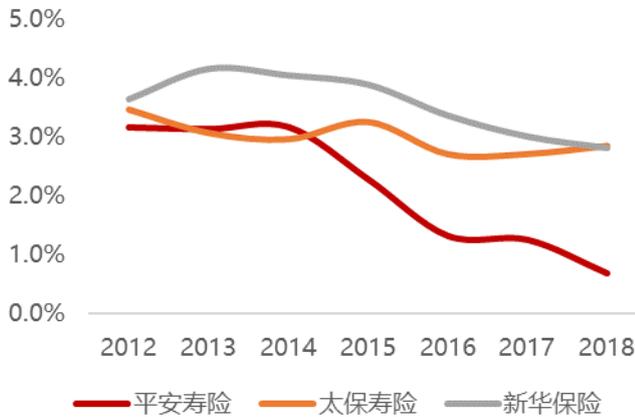
#### 4.3 上市寿险公司修正负债成本较低，营运利润将保持较快增长

**修正负债成本是剔除精算假设变动和投资波动影响的显性负债成本。**我们在专题报告《从综合负债成本到修正负债成本》中提出了修正负债成本概念，将其定义为，在稳定投资收益率预期、不考虑精算假设变动情况下的综合负债成本，综合负债成本是使得负债端实现正利润的最低投资收益率。修正负债成本可以理解为，在一定的投资收益率假设下，寿险公司的综合负债成本，即如果投资收益率是5%，修正负债成本是3.5%，则寿险公司负债端能够实现1.5%的综合利差（利差、死差、费差等）。修正负债成本是剔除短期投资波动和精算假设变动之后的显性负债成本指标，更能反映寿险公司长期盈利能力，与营运利润概念有内在逻辑一致性。

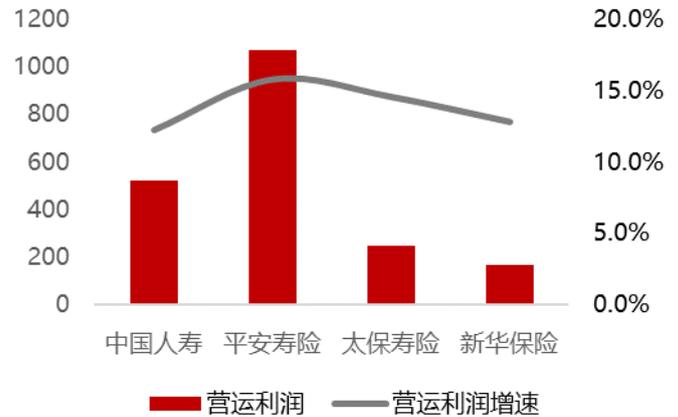
**预计主要寿险公司2019-2020年修正负债成本有望实现稳中有降，个别公司可能小幅上行。**从2012年以来数据看，主要寿险公司修正负债成本整体呈下降趋势，其中平安寿险下降最为明显，2012-2014年稳定在3.2%左右，2015、2016年连续两年大幅下降，2018年继续降至0.7%，负债端盈利能力明显领先；新华2013年修正负债成本较高为4.2%，2014年开始逐年下降，2016、2017年加快转型期间降幅较大，2018年进一步降至2.8%，负债端盈利能力已接近太保寿险。太保寿险因转型早于新华，修正负债成本在2012-2016年下降，2017、2018年稳定在2.7%-2.8%左右。2019年，各

公司均坚持价值导向，负债成本较低，预计修正负债成本稳中有降，2020年有望整体延续该趋势，但新华因实施规模与价值并重战略，将投放适量规模模型产品，可能会导致成本小幅上行。

图表24：主要寿险公司修正负债成本



图表25：主要寿险公司2020年营运利润预测



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

**主要寿险公司2020年营运利润增速预计在12%-18%区间。**虽然目前只有平安和太保披露营运利润数据，但根据我们提出的修正负债成本，通过对投资资产和负债成本趋势的判断，同时结合剩余边际摊销的利源分析方法，也可以对所有上市寿险公司营运利润进行预测。根据我们预测，四大上市寿险公司2020年营运利润均超过10%，平安依然保持领先优势，增速在15-18%左右，较前几年有明显下滑，国寿、太保、新华营运利润增速在12-15%左右，其中新华因加大队伍发展力度，短期投入较大，或对营运利润产生一定影响。

#### 4.4 综合成本率边际向好，财险公司2020年ROE将保持较高水平

**2020年财险承保盈利有望低位反弹，投资收益对利润贡献度或将下降。**2019年受赔付率上行较多，承保利润明显下降，上半年人保财险仅实现承保利润43.4亿，同比下降35.8%，平安财险承保利润38.5亿，同比下降10.4%。另一方面，由于2019年权益市场表现较好，财险公司投资收益明显好转，导致投资收益对税前利润的贡献度继续提升，人保财险、平安财险分别为76.8%、73.7%。2020年，综合成本率边际向好，承保利润在低位基础上有望回升，投资方面若不能延续优异表现，投资收益的利润贡献度将有所下降。

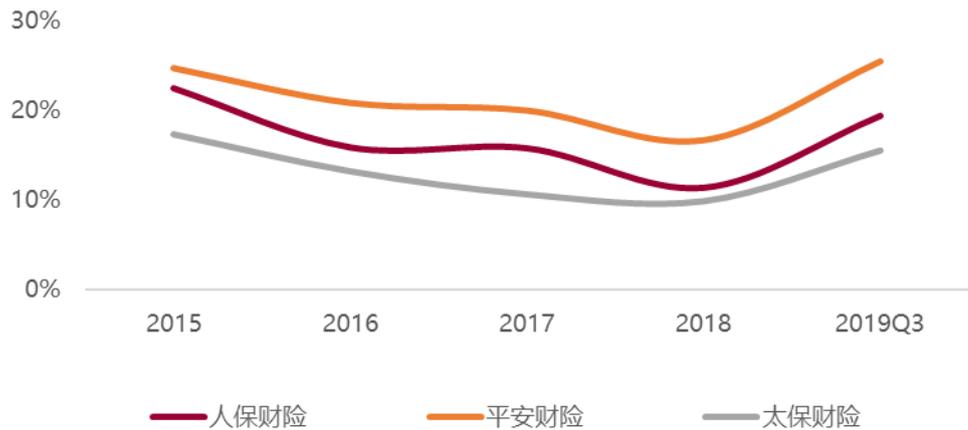
图表26：主要财险公司2019年上半年税前利润结构（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

减税新政和投资改善带来的高基数将导致2020年财险公司ROE高位回落。过去几年激烈的市场竞争使得财险公司费用率居高不下，其中手续费的快速增长导致实际所得税率大幅攀升，财险公司的盈利能力大打折扣，2018年又因股市下跌，ROE降至近几年低位。2019年，减税新政落地叠加投资转好，主要财险公司盈利大幅回升，人保财险、平安财险、太保财险前三季度净利润分别达到220亿、154亿、43亿，均已超过2018年全年水平，年化ROE升至19%、26%、16%。展望2020年，承保利润有望低位反弹，在中性投资收益率假设下ROE有望保持较高水平，但由于减税和投资转好带来的利润高基数或对利润增长形成一定压力。

图表27：主要财险公司ROE（年化）

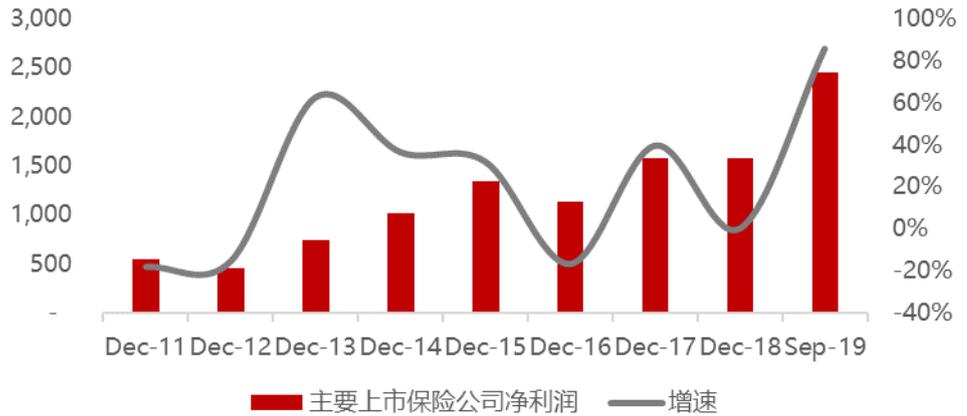


资料来源：公司公告、万联证券研究所

#### 4.5 三因素共振，上市险企2020年利润高位增长承压

减税新政实施+投资大幅改善，上市险企2019年利润高速增长。2019年5月底，财政部和国税总局联合发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，调升佣金手续费税前扣除比例，人身险行业从10%升至18%，财险行业从15%升至18%，使得税前扣除金额明显提升，保险业高税负压力大幅缓解，同时将2018年追溯调整金额一并反映至2019年报表。同时，2019年权益市场大幅回暖，上市险企投资收益率明显改善，国寿、平安前三季度总投资收益率分别高达5.7%、6.0%，明显高于5%的长期投资收益率假设，对净利润贡献较大。在两方面影响下，前三季度五大上市险企归母净利润合计2446亿，同比增速高达86%，由于2018年四季度基数较低，预计2019年全年增速仍有提升空间。

图表28：五大上市险企归母净利润及增速

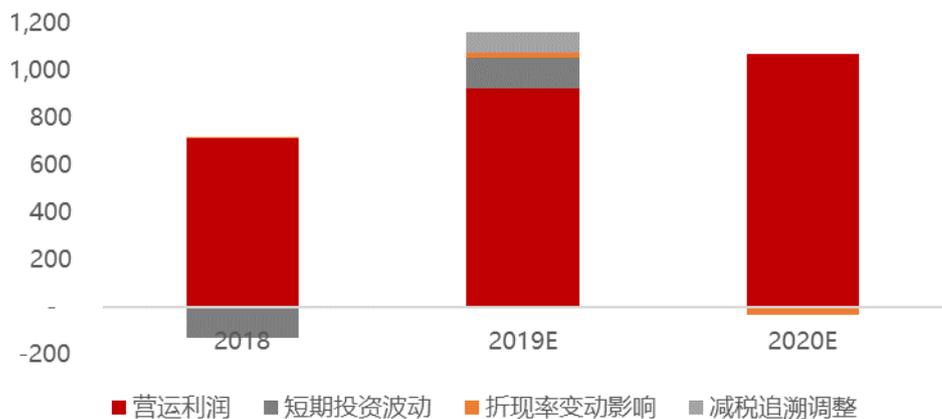


资料来源：公司公告、万联证券研究所

**减税效应减弱+投资高基数+折现率拐点，上市险企2020年净利润增长承压。**第一，2019年净利润既包括2019年减税金额，也包括了减税新政对2018年的追溯调整，五大上市险企追溯调整金额合计达到270亿。第二，2019年权益市场表现较好，主要上市险企投资收益率较高，特别对于净利润贡献较大的中国平安和中国人寿，全年投资收益率预计在6%左右，为2015年之后最好水平，推升2019年利润基数。从对利润增速贡献的角度看，如果2020年投资收益率不能比2019年更好，投资端将难以拉动利润增长。第三，2020年将迎来准备金折现率拐点，预计全年下行幅度在12-15bp左右，上市险企将面临准备金增提压力（减少利润）。因此，整体来看，在减税效应减弱、投资高基数和折现率拐点三因素影响下，2020年上市险企净利润将面临增长压力，如果投资端表现不尽理想，净利润负增长亦有可能。但即使利润负增长，也无需过分担忧，上市险企盈利能力依然较强，ROE将保持较高水平。

**以平安寿险及健康险业务为例，在中性投资收益率假设下，2020年净利润可能负增长。**从下图可以看出，平安寿险及健康险业务2020年营运利润保持较快增长，但由于2019年短期投资波动和减税追溯调整对净利润增长贡献较大，折现率变动也有少许正贡献，2020年折现率拐点出现，下行幅度或将超过2019年上行幅度，预计将对净利润产生负面影响，同时由于减税追溯调整贡献不再，在中性投资收益率假设下，短期投资波动为零，其2020年净利润或有可能出现负增长。

图表29：平安寿险及健康险业务净利润组成



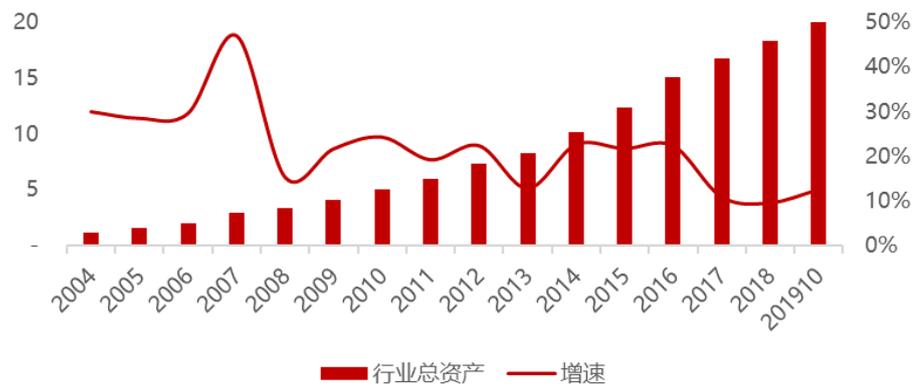
资料来源：公司公告、万联证券研究所

## 5、现金流与偿付能力：现金流稳中有升，偿付能力保持高位

### 5.1 行业现金流总体稳中有升

现金流持续流入，行业总资产将保持两位数增长。行业总资产增速在经历2018年的低谷（9.4%）后，2019年受益于保费增速回暖和退保率下降，以及投资收益率较高等因素，重回两位数增长，截至2019年10月末，保险行业总资产19.99万亿，同比增长12.4%。2020年行业保费预计保持较快增长，在经过前几年转型后满期退保压力已逐渐释放，现金流将保持较好水平，有望继续推动行业总资产保持两位数增长。

图表30：保险行业总资产及增速（万亿）



资料来源：银保监会、万联证券研究所

寿险现金流稳中有升，财险低位企稳回升。寿险方面，平安、太保现金流状况保持较好，国寿、新华改善较为明显，2019年前三季度经营活动现金流占保费收入比例分别提升至41.7%、26.0%，主要原因均是保费稳健增长和退保率大幅下降。目前主要寿险公司业务结构均已调整到位，在保费较快增长情况下，预计2020年整体现金流情况较好，部分公司因适当扩张规模，现金流将继续改善。财险方面，前几年因保费增速放缓、综合成本率上行和应收保费大幅增长，主要财险公司经营活动现金流持续下降，2019年前三季度，人保财险经营活动现金流为106亿，占保费收入的3.2%，较同期（-1.9%）有明显好转。2020年行业综合成本率边际向好，同时各公司更加重视应收保费管理，财险公司经营活动现金流有改善预期。

图表31：主要上市保险公司经营现金流和占保费收入比例（亿元）

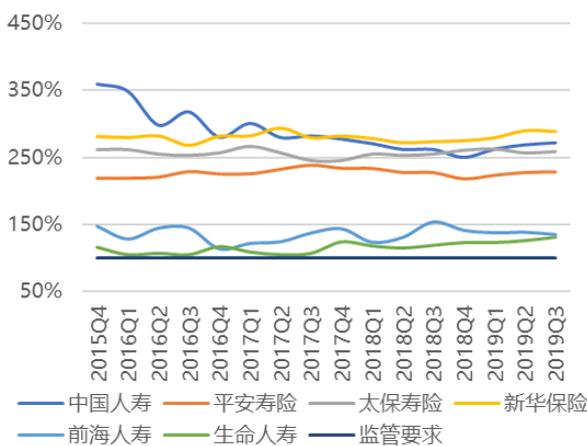
保险公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
中国人寿	782	-188	891	2,010	1,476	2,074
	23.6%	-5.2%	20.7%	39.3%	27.5%	41.7%
中国平安	1,703	1,356	2,278	1,213	2,063	3,309
	52.2%	35.1%	48.5%	20.0%	28.7%	53.8%
中国太保	401	409	631	861	894	893
	20.9%	20.1%	27.0%	30.6%	27.8%	31.1%
新华保险	251	74	73	79	138	281
	22.8%	6.7%	6.5%	7.2%	11.3%	26.0%
中国人保	-4	204	238	-20	-168	164
	-0.1%	5.3%	5.4%	-0.4%	-3.4%	3.7%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

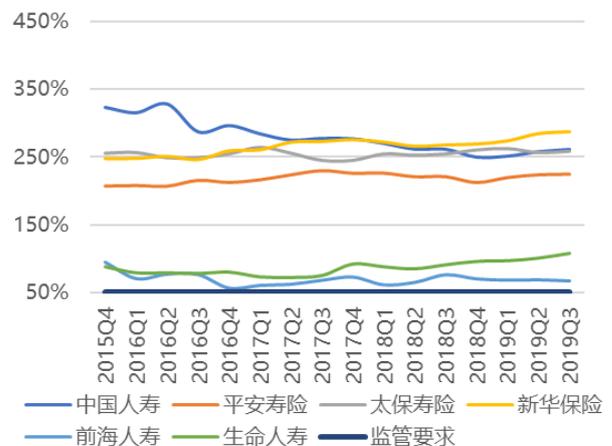
## 5.2 大型险企偿付能力保持充足，中小险企略有压力

**寿险偿付能力充足率将保持平稳。**截至2019年三季度末，四大寿险公司的偿付能力充足率依然维持高位，中国人寿、平安寿险、新华保险较2018年末均有提升，仅太保寿险有所下降，主要是向母公司分红所致。中国人寿、太保寿险、新华保险的综合/核心偿付能力充足率均保持在250%以上，平安寿险的综合/核心偿付能力充足率保持在200%以上，大公司由于业务结构较好，预计2020年资本消耗有限，因此偿付能力充足率仍将维持高位。中小险企方面，前海人寿因业务增长较快，2019年偿付能力充足率有所下降，三季度末核心偿付能力充足率仅为67%，略高于监管标准，有一定压力，生命人寿则因业务转型，规模有所收缩，偿付能力充足率逐渐提升，2020年走势主要取决于规模扩张对资本的消耗程度。

图表32：主要寿险公司综合偿付能力充足率



图表33：主要寿险公司核心偿付能力充足率

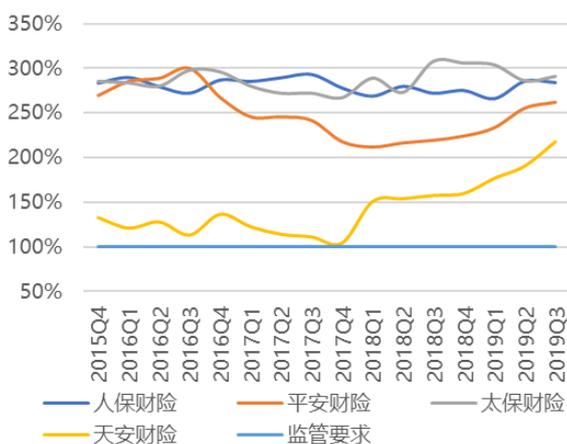


资料来源：公司公告、万联证券研究所

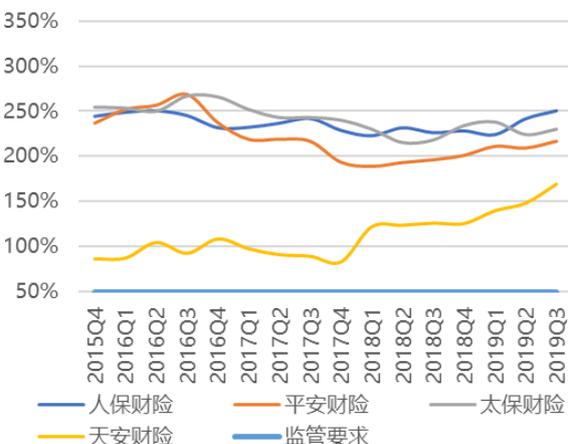
资料来源：公司公告、万联证券研究所

**财险偿付能力充足率稳中有升。**2019前三季度，大型财险公司的偿付能力充足率整体上行，其中人保财险、平安财险的综合偿付能力充足率分别为284%、262%，核心偿付能力充足率分别为251%、217%，太保财险受次级债到期及向母公司分红影响充足率有所下降。同时，我们观察以天安财险为代表的中小险企，2019年继续压缩理财型业务规模，资产负债表持续收缩，偿付能力充足率逐季提升，三季度末综合/核心偿付能力充足率分别达到217%/170%。

图表34：主要财险公司综合偿付能力充足率



图表35：主要财险公司核心偿付能力充足率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

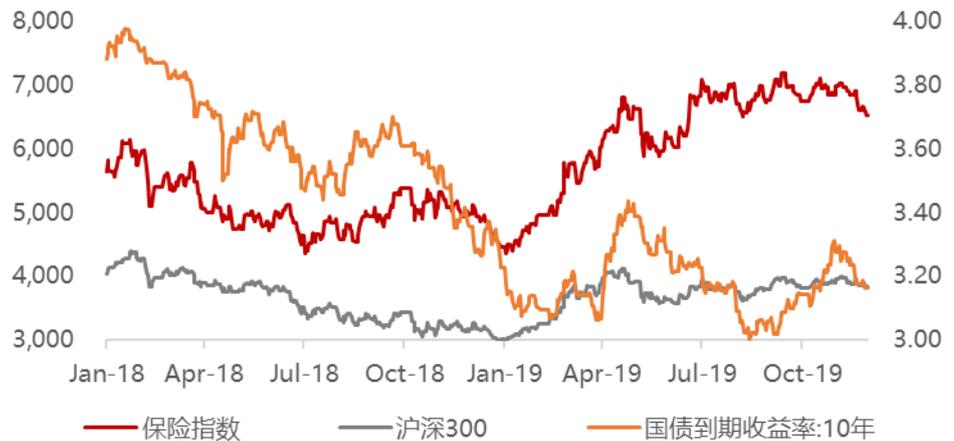
资料来源：公司公告、万联证券研究所

## 6、投资建议

### 6.1 2019年保险股表现亮眼，前11月相对收益19.4%

股市回暖、利率走势与减税新政共同驱动保险股上行，保险股前11月上漲46.6%，相对收益19.4%。回顾2019年，保险股年初估值处于历史低位，受益于今年A股估值修复行情，上市险企投资端大幅改善，贝塔属性尽显，估值持续提升，保险指数一季度上漲35.2%，相对收益6.6%。4月份，十年期国债收益率低位反弹至3.4%附近，在利率上行和一季报业绩靓丽双重利好因素下，保险指数单月上漲10.2%，年累计涨幅达到49.0%，相对收益升至19.1%。5月底，减税新政出台，带动保险股6月继续保持强势，单月再上漲11.0%，上半年累计涨幅53.6%，相对收益26.6%。三季度保险股表现相对平稳，11月受利率震荡下行和新单数据不理想影响，估值有所回落。截至11月末，保险指数年累计涨幅达到46.6%，相对收益19.4%。

图表36：2018年以来保险指数、沪深300指数、国债收益率走势



资料来源：wind、万联证券研究所

### 6.2 当前估值整体合理，长期价值成长仍具吸引力，维持保险行业“强于大市”评级

2019年在股市复苏、利率企稳、减税新政等因素驱动下，保险股表现较好，我们判断2020年业务端将持续改善，新业务价值有望全面正增长，剩余边际、营运利润、内含价值等长期价值指标仍将保持较快增长，净利润虽然高位增长承压，但上市险企ROE将维持较高水平。从估值指标（PEV/PB/PE）看，目前保险股整体估值处于合理区间，个股有所分化，上市险企负债成本较低，有望保持较好的长期盈利能力，维持保险行业“强于大市”评级，推荐估值处于低位的纯寿险标的以及盈利能力保持优秀的综合保险集团：

- **业务：**储蓄型业务销售环境明显改善，产品策略配合下2020年增速有望大幅回升，需求偏刚性的保障型业务有望持续中高速增长，而寿险代理人在经历2019年增速低谷后，2020年有望稳中有升。上市险企个险发展策略明显分化，平安太保坚持产能提升，国寿追求量质齐升，新华诉求规模驱动。财险方面，保源增速放缓大背景下，车险市场增长仍承压，非车险增速有回落可能，财险行业保费难言乐观。
- **投资：**利率方面，全球低利率浪潮下我国宏观利率有下行压力，但考虑到现金

流时点和存量债券占比，预计对险资2020年配置和收益率影响有限；权益方面，2020年经济增速阶段性企稳概率较大，场外资金的大规模入市也将会是大概率事件，市场走牛的经济基础和资金面改善均存在，权益市场表现有望延续较好表现，但因2019年投资收益率基数较高，2020年股市对投资端的改善效应将会明显减弱；准备金折现率方面，2020年将迎来向下拐点，准备金增提压力制约寿险公司利润增长。

- **价值：**寿险方面，上市险企新业务价值增速在经历2019年分化后，2020年有望迎来全面正增长，推动剩余边际增速企稳，营运利润保持较快增长，内含价值增速或高位回落，但仍将保持在两位数以上。财险方面，2020年综合成本率边际向好，承保盈利有望低位反弹，中性投资收益率假设下主要财险公司ROE有望保持较高水平。2019年上市险企利润基数较高，在减税效应减弱、投资高基数、折现率拐点三因素共振下，2020年利润高位增长承压，如果投资端表现不尽理想，净利润负增长亦有可能。

图表37：A股主要上市险企2014年以来静态PEV估值水平



资料来源：wind、万联证券研究所

图表38：A股主要上市险企2014年以来静态PB估值水平



资料来源：wind、万联证券研究所

## 7、风险提示

新业务价值增长不及预期、权益市场大幅下跌、利率超预期下行、系统性风险

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场