

证券研究报告—动态报告

金融

非银行金融

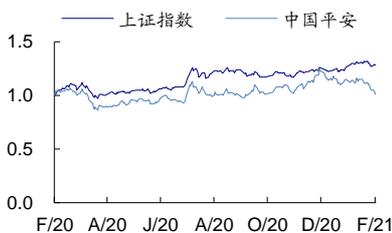
中国平安(601318)
买入

2020 年财报点评

(维持评级)

2021 年 02 月 05 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	18,280/18,280
总市值/流通(百万元)	1,399,170/829,132
上证综指/深圳成指	3,517/15,233
12 个月最高/最低(元)	94.62/66.00

相关研究报告:

《中国平安-601318-2020 年三季报点评: 寿险逐步好转, 科技布局远大》——2020-10-29
 《中国平安-601318-2020 年中报点评: 寿险承压, 铁甲仍在》——2020-08-28
 《中国平安-601318-深度报告: 寿险改革, 布局未来》——2020-07-31
 《中国平安-601318-2020 年一季报点评: 顺势而为, 深化转型》——2020-04-24
 《中国平安-601318-深度报告: “金融+科技”引领者》——2020-04-02

证券分析师: 王鼎

电话: 0755-81981000
 E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110003

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 戴丹苗

电话: 075581982379
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

首推分组赔付, 业绩或迎来拐点

● 财务业绩基本符合预期, 基本盘仍然强健

截止于 2020 年年末, 集团实现归属于母公司股东的净利润为 1431 亿元 (-4.2%), 略超此前 1388 亿元的预期。寿险及健康险业务的营运 ROE 仍然达到了 35%, 财产险业务为 16.4%, 集团合并为 19.5%, 符合此前的预期 20%, 基本盘仍然强健。

● 寿险及健康险: 加大产品创新力度, 或现低点

受疫情的影响大。全年的新业务价值贡献为 496 亿元 (-34.7%), 同时下半年, 公司恢复了代理人考核机制, 致使代理人数量下降至 102 万人 (-12.3%)。鉴于 2021 年 1 月有“择优赔付”的销售利好, 待疫情影响式微, 新产品或逐步获得市场认可, 包括首款重疾分组赔付产品, 平安六福(类似于守护百分百的升级款, 定期两全+终身重疾), 代理人队伍有望迎来拐点, 寿险业务业绩有望迎来拐点。预计 21 年新业务价值增速达到 20%。

● 其他业务: 资产端稳健, 车险运营能力强, 亮点很多

(1) 寿险业务净投资收益率达到 5.1%, 总投资收益率达到 6.2%, 其中资产减值 5 亿, 资产质量稳健, 华夏幸福敞口有限; (2) 5 年期以上资产占比 5 年期以上负债的比例进一步提升至 50%, 利率风险敞口进一步降低; (3) 虽保证保险亏损, 但车险市场份额提升, 同时综合成本率稳定, 为 98.2%, 整体业务价值凸显; (4) 陆金所上市。

● 投资建议: 提升盈利预测, 维持“买入”评级

我们预计 2021-2023 年归母净利润为 1711/1946/2240 亿元, 摊薄 EPS 为 9.07/10.32/11.88 元, 当前股价对应 PE 为 8.8/7.7/6.7x。

目前对应 2021 年的每股内含价值, 中国平安的 PEV 为 0.95, 已经到了底部, 充分反应了不利的周期预期, 继续下探的空间不大, 但上升的空间却很大, 弹性充足。短期而言, 接下来 GDP 增速向上, CPI 维持于稳定区间, 非常有利于寿险股价的表现。我们维持中国平安的“买入”评级, 目标价 108 元。

● 风险提示: 资金面收紧超出预期。
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,273,091	1,321,418	1,498,620	1,666,915	1,876,573
(+/-%)	17.60%	3.80%	13.41%	11.23%	12.58%
净利润(百万元)	149,407	143,099	171,067	194,643	224,056
(+/-%)	39.11%	-7.13%	19.54%	13.78%	15.11%
摊薄每股收益(元)	8.17	7.59	9.07	10.32	11.88
每股内含价值	63.65	72.66	83.60	96.49	111.73
(+/-%)	16.07%	13.78%	15.07%	15.42%	15.79%
PEV	1.25	1.10	0.95	0.83	0.71

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

数据分析：财务数据符合预期，内含价值符合预期

在内含价值方面，新单贡献较低，导致增速下滑：（1）2020年新业务价值贡献减半，影响内含价值增速；（2）受汇丰控股分红等因素的影响，投资收益偏差为负，造成亏损。

表 1：中国平安集团资本变动前内含价值

	2015年	2016年	2017H	2017年	2018H	2018年	2019年	2020年
EV (分红前)	333142	377601	452823	513099	586262	644448	807551	875369
ROEV	26%	16%	26%	42%	18%	30%	31%	17%
1.内含价值预期回报	9%	8%	5%	9%	5%	9%	9%	9%
2.新业务价值贡献	12%	21%	13%	24%	10%	19%	15%	8%
3.投资收益偏差	4%	0%	4%	8%	0%	-2%	5%	-1%
4.其他	1%	-14%	3%	1%	4%	2%	2%	1%

资料来源：历年财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

在财务数据方面，寿险及健康险的营运利润持续增长，维持稳健状态：（1）负债支持资产的投资回报率超过 5%，使得息差收入形成正贡献；（2）公司持续加大对科技以及队伍的战略投入，同时保单继续率下滑导致营运偏差及其他项形成负贡献。

表 2：寿险及健康险业务的营运利润分析

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
剩余边际摊销(A)	38,202	49,811	62,287	74,454	81,583
净资产投资收益(B)	5,648	7,357	8,959	11,738	13,170
息差收入(C)	3,715	5,637	5,048	3,947	4,565
营运偏差及其他(D)	6,317	10,108	21,749	10,406	4,607
税 前 营 运 利 润 合 计 (E=A+B+C+D)	53,882	72,912	98,043	100,545	103,926
所得税(F)	(13,365)	(20,088)	(26,698)	(11,595)	(10,260)
税后营运利润合计(G)	40,518	52,824	71,345	88,950	93,666
短期投资波动(H)	2,168	4,532	(12,853)	19,354	10,308
折现率变动影响(I)	(17,652)	(21,213)	265	(13,164)	(7,902)
其他一次性项目剔除				8,597	
净利润(J=G+H+I)	25,033	36,143	58,757	103,737	96,072

资料来源：历年财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

对于 2021 年，我们基于下文逻辑，预期如下：（1）新业务价值同比提升 20%，集团内含价值同比提升 15%；（2）集团营运利润同比提升 13.6%，净利润同比提升 19.54%。

寿险及健康险：产品创新力度加大，业务增速或见低点

鉴于 2021 年 1 月有“择优赔付”的销售利好，同时待疫情影响式微，新产品逐步获得市场认可，寿险业务业绩有望迎来拐点，预计 2021 年 EV 增速达到 15%，新业务价值增速达到 20%。

新产品——首度推出分组多次赔付重疾+返还产品：中国平安一月推出了一系列新款产品，特别是首次推出的重疾分组多次给付的“平安六福”（定期两全+终身重疾），类似于升级版的守护百分百，以及新款终身重疾险“平安福 21”，采取新定义，增加中症保障等。

平安六福的保障齐全，其保障条款基本与市面上流行的重疾产品相同，但同时额外多了一项满期返还的功能。我们预计该产品对消费者有较大的吸引力。这款产品与守护百分百相似，但根据调研数据，其首年佣金率各地不同。后期代理人的积极性，以及公司具体的激励方案都是观察的重点。我们预计这款产品的竞争性较强，能为集团在 2021 年的业绩做出贡献。

表 3：平安六福产品简要信息

投保年龄	0-55 岁
缴费期	0/15/20/30 年
保障期限	主险：至 80 岁；附加险：终身（2-6 次重疾赔付为 80 岁之前）
轻症	40 种，赔付 6 次，每次基本保额的 20%
中症	20 种，限赔 1 次，每次基本保额的 50%
重症	120 种，分六组，每组限赔 1 次，2-6 次的赔付在 80 岁之前
特定疾病保障	15 种少儿特疾
其他保障	身故赔付及重疾保费豁免；生存至 80 岁，给付满期生存金，附加险仍有效
30 岁男性 50 万保额 20 年交的保费	大约 16000 左右

资料来源：历年财务报表，国信证券经济研究所整理

升级后的平安福提升了轻症赔付次数，增加了中症保障，采用了新的重疾定义，在价格方面有一定程度降低，但重症及身故额外给付的条件有所提高，以前 3 次轻症就能额外赔付 60%，新款产品的要求是达 6 次才能获得额外给付 60%。平安福的佣金率较高，一般情况下是代理人愿意积极推荐的产品。这次升级产品的市场反响如何，有待 3 月验证。

表 4：平安福产品简要信息

	平安福 20	平安福 21
轻症	50 种，限赔 3 次，每次基本保额的 20%	40 种（新定义），限赔 6 次，每次基本保额的 20%
中症	无保障	20 种，限赔 1 次，赔付 50% 保额
重症	100 种（旧定义），基本保险；额外给付，轻症 3 次，给付最高 60%	120 种（新定义），赔付 100% 保额；额外给付，轻症 6 次最高 60%，中症 20%
身故责任	基本保险；额外给付，轻症 3 次，给付最高 60%	赔付基本保额；额外给付，轻症 6 次最高 60%，中症 20%
30 岁男性 50 万保额 30 年交的保费	12050	11450

资料来源：历年财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

以上是我们对明年重点的展望。

回顾 2020 年，集团在此前一直聚焦保障，侧重于高价值的长期保障型业务，对于代理人的线下展业较为依赖，所以受疫情的影响更大。全年的新业务价值贡献为 496 亿元（-34.7%），同时下半年在有质量的人力发展策略指导下，公司恢复了代理人考核机制，致使代理人数量下降至 102 万人（-12.3%）。

代理人渠道——受疫情影响较大：下半年在有质量的人力发展策略指导下，公司恢复了代理人考核机制，致使代理人数量下降至 102 万人（-12.3%）。但下半年的下降幅度明显弱于上半年的下降幅度，证明代理人队伍本身一定的韧性。我们预计代理人团队的规模及出单率在 2020 年见低点。

表 5: 中国平安代理人产能及收入

	2020 年	2020 年 H	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
代理人渠道新业务价值	42913	27,705	68209	64401	60786	46,413	34,393
	-37%		6%	6%	31%	35%	
月均代理人数量 (万)	105	111	120	132	126		
	-13%		-9%	5%			
代理人人均新业务价值 (元/人均每年)	40,688	25,003	56,791	48,789	48,243		
代理人活动率 (%)	49.3	53	60.9	62.6	65.5		
代理人收入 (元/人均每月)	5793	6,189	6309	6294	6250	6,016	5,124
其中: 寿险收入 (元/人均每月)	4629	5,127	5512	5414			
个人寿险销售代理人数量 (人)	1,023,836	1,145,142	1,166,914	1,417,383	1,385,987	1,110,805	869,895

资料来源: 历年财务报表, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元)

新单保费——保障型产品下降过快: 长期保障型产品的销售受到的影响较大, 例如平安福, 整体同比增速达到-44%, 影响了新单价值贡献, 其次是短交保障储蓄型, 但较往年的下降空间有限。同时, 只有长交保障储蓄型产品的销售还维持正增长, 受益于集团下半年对两全产品的推广, 但其增速也较往年有所收窄。

表 6: 计算新业务价值的首年保费

	2015	2016H	2016	2017H	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H	2020
个人业务	77,486	70,418	110,506	97,169	142,361	82,897	133,417	73,692	126,352	63,760	102,808
同比			43%	38%	29%	-15%	-6%	-11%	-5%	-13%	-19%
代理人渠道	62,544	56,771	90,357	84,596	121,798	72,089	112,712	61,472	105,043	50,229	78,230
同比			44%	49%	35%	-15%	-7%	-15%	-7%	-18%	-26%
长期保障型	31,697	22,665	45,637	29,518	53,588	27,779	51,701	25,419	47,662	16,281	26,815
同比			44%	30%	17%	-6%	-4%	-8%	-8%	-36%	-44%
短交保障储蓄型	20,536	27,247	32,158	48,465	51,842	37,145	44,717	27,593	39,125	23,756	32,860
同比			57%	78%	61%	-23%	-14%	-26%	-13%	-14%	-16%
长交保障储蓄型	5,848	3,808	6,370	2,951	9,204	3,632	9,365	5,109	11,845	7,387	12,941
同比			9%	-23%	44%	23%	2%	41%	26%	45%	9%
短期险	4,462	3,051	6,193	3,663	7,163	3,532	6,929	3,351	6,411	2,805	5,614
电网及其他渠道	7,258	4,088	8,837	6,781	13,071	8,006	16,091	8,307	15,477	7,967	15,477
银保渠道	7,684	9,559	11,311	5,792	7,492	2,802	4,613	3,913	5,832	5,564	9,100
团险业务	21,625	13,543	25,216	14,978	29,186	17,647	32,030	18,217	34,126	20,788	46,108
寿险和健康险合计	99,110	83,961	135,722	112,147	171,547	100,544	165,446	91,908	160,478	84,548	148,915

资料来源: 历年财务报表, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元)

在 2021 年, 随着集团在渠道以及产品端的发力, 业务有望重拾增长。

资产端：维持稳健，华夏幸福的风险敞口有限

中国平安的保险资金组合在 2020 年进一步提升对债券的配置，提升长期股权的投资占比，降低市值波动的风险敞口以及利率风险敞口，同时，集团降低非标资产配置，降低股票资产的比重，降低流动性资产的占比。整体而言，集团资产端在 2020 年表现靓丽，维持稳健。

表 7：中国平安保险资金投资组合的资产结构

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
现金、现金等价物	4.6%	6.3%	5.7%	4.2%	3.0%	2.3%
定期存款	11.2%	10.5%	6.7%	7.2%	6.6%	6.1%
债券型金融资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
债券投资	47.9%	46.2%	43.8%	45.5%	46.9%	50.2%
债券型基金	1.2%	0.6%	0.5%	1.6%	1.3%	1.3%
优先股	2.5%	3.8%	3.2%	2.9%	3.6%	3.2%
永续债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	1.4%
保户质押贷款	0.0%	0.0%	3.4%	4.0%	4.3%	4.3%
债权计划投资	7.9%	6.9%	5.7%	5.6%	4.1%	4.3%
理财产品投资	6.8%	6.3%	9.9%	10.2%	9.3%	6.7%
股权型金融资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股票	7.2%	6.9%	11.1%	8.3%	9.2%	8.4%
权益型基金	2.8%	1.5%	1.4%	1.6%	1.5%	1.8%
理财产品投资	1.4%	2.1%	1.6%	1.2%	1.2%	1.1%
非上市股权	1.1%	1.9%	1.6%	1.8%	2.1%	2.2%
长期股权投资	0.0%	0.0%	2.4%	3.3%	3.8%	4.2%
投资性物业	1.5%	2.2%	2.0%	1.9%	1.9%	1.7%
其他投资	4.0%	4.7%	1.2%	0.9%	0.7%	0.8%
投资资产合计	1731619	1971798	2449474	2794622	3208836	3740581

资料来源：历年财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

(1) 投资靓丽，资产稳健：寿险业务净投资收益率达到 5.1%，总投资收益率达到 6.2%，其中资产减值 5 亿，表明整体资产质量仍然稳健。

根据官方信息，平安对华夏幸福的股权投资 180 亿，表内债权投资 360 亿，一共 540 亿，敞口 540 亿，是集团 8 万亿组合中的一部分。目前，政府积极施救华夏幸福，当前已成立债委会，平安作为债委会的联席主席，对相关情况非常清楚。

(2) 即使在 2020 年，集团仍然坚持进一步降低风险敞口，足见集团对资产负债匹配的重视，有利于更好地保护股东利益。

表 8：中国平安的长期资产及长期负债数据

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 H	2020 年
5 年以上资产	1,595,899	1,925,623	2,150,316	3,000,165	3,440,416	3,740,401
5 年以上负债	4,411,080	5,252,160	6,068,392	6,813,182	7,128,191	7,347,068
占比	36%	37%	35%	44%	48%	51%

资料来源：历年财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

有瑕疵，也有亮点，但为何迟迟不涨？

集团今年有挫折，亦有亮点。但回归到投资主线，即寿险业务，投资者需要认识到寿险本身极强的周期属性。在大多数情况下，对于股东而言，寿险产品就是对赌协议，股东赌的是长期投资回报率可以超过保单的保底利率，投保人赌的是相反的情景，所以投保人才会买保单。

所以，一定要是周期环境利于股东，股价才能出现趋势性行情。纵然有再多的即时性利好因素，包括利润、分红、ROE 以及新单等即时性因素，可能一个周期性的不利因素就能逆转寿险的股价趋势。

同时，寿险与一般的金融行业不同，寿险的负债有效期非常长，其负债成本长期固定，导致其对短期因素不敏感，却对趋势性的因素十分敏感。回想以往，在 2008 年金融危机之后，GDP 增速持续下滑，驱使寿险企业的估值水平持续下探，直至 2014 年才回升至正常区间。

图 1：A 股寿险行业历次上涨时间



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（季度节点）

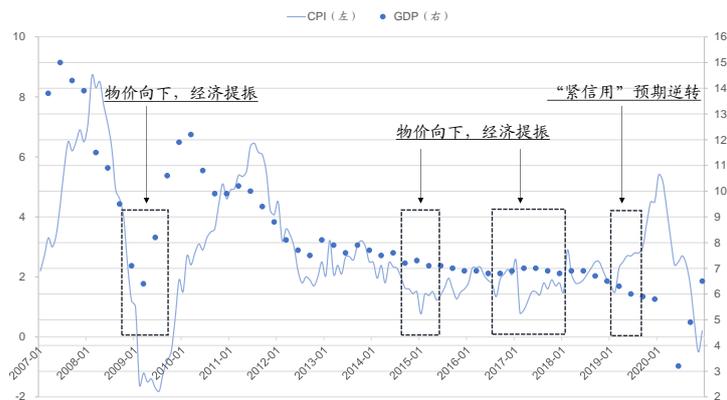
综合以上，我们认为，寿险迟迟不涨，还是因为宏观经济预期不明朗，疫情影响不明朗。

投资建议：我们推荐寿险，维持中国平安的“买入”评级

站在这个时点，我们仍然推荐中国平安。目前对应 2021 年的每股内含价值，中国平安的 PEV 为 0.95，已经触及近年的估值底部。我们认为接下来 GDP 会维持于稳定区间内，则中国平安的股价已经到了底部，继续下探的空间不大，但上升的空间却很大。此时，正是长期资产配置中国平安的好机会。

根据当下国信宏观固收团队的数据：（1）实际经济增速预期，2021 年 GDP 增速预计为 9%，四个季度分别是 18%、8.3%、6.7%和 5.2%；（2）物价走势预期，2021 年 CPI 增速预计为 1.5%，四个季度分别是 -0.2%、1.7%、1.7%和 2.7%。之后中国经济的预期如果能保持平稳增长，维持于中速增长平台，那么寿险企业股价上涨的概率很大。

图 2: 历年 CPI 数据 (左) 以及 GDP 当季同比 (右)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

短期而言, GDP 持续向上, CPI 维持稳定, 寿险能涨。但如果资金面收紧, 或者疫情影响加大, 情况或变得不一样。我们偏向于第一种情景。即使在第二种情景下, 寿险大概率会有相对收益。

同时, 鉴于中国平安的业绩或逢低点, 我们维持中国平安的“买入”评级。

风险提示

- (1) 通货膨胀超出预期, 压制资金面放松预期;
- (2) 地产行业的信用风险提升;
- (3) 疫情影响超出预期。

附表：财务预测与估值

寿险及健康险业务剩余边际变动分析 (百万元)					寿险及健康险业务营运利润及利润分析 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
期初剩余边际	918,416	960,184	1,033,032	1,119,286	剩余边际摊销(A)	81,583	97,039	104,401	113,118
新业务贡献	88,571	106,285	122,228	140,562	净资产投资收益(B)	13,170	16,463	20,578	25,723
预期利息增长	36,319	44,398	47,766	51,755	息差收入(C)	4,565	5,280	6,106	7,063
剩余边际摊销	(81,583)	(97,039)	(104,401)	(113,118)	营运偏差及其他(D)	4,607	5,759	7,198	8,998
营运偏差及其他	-1,539	19,204	20,661	22,386	税前营运利润合计(E=A+B+C+D)	103,926	124,540	138,284	154,902
期末剩余边际	960,184	1,033,032	1,119,286	1,220,870	所得税(F)	(10,260)	(18,681)	(20,743)	(23,235)
占期初剩余边际比重					税后营运利润合计(G)	93,666	105,859	117,542	131,666
新业务贡献	9.6%	11.1%	11.8%	12.6%	短期投资波动(H)	10,308	0	0	0
预期利息增长	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	折现率变动影响(I)	(7,902)	0	0	0
剩余边际摊销	-10.1%	-10.1%	-10.1%	-10.1%	其他一次性项目剔除				
营运偏差及其他	-0.2%	2.0%	2.0%	2.0%	净利润(J=G+H+I)	96,072	105,859	117,542	131,666
新业务价值	49,575	59,490	68,414	79,360					
净利润	143,099	171,067	194,643	224,056					
净资产	762,560	802,262	948,371	1,116,931					
股息	40,216	46,046	52,392	60,309					
股本	18,280	18,280	18,280	18,280					
每股内含价值(集团)	72.66	83.60	96.49	111.73					

寿险及健康险内含价值(百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
寿险上一年度内含价值	757,490	824,575	946,414	1,084,894
偿一代切换偿二代				
年初内含价值预计回报	66,121	75,072	86,164	98,772
其中:有效业务价值的预计回报	56,208			
调整净资产的预计回报	9,913			
一年新业务价值	57,571	65,163	74,876	86,941
其中:一年新业务价值	49,575	59,444	68,306	79,311
新业务内部分散效应	4,769	5,718	6,571	7,630
新业务与有效业务的风险分散	3,226	5,718	6,571	7,630
营运假定及模型变动	-2,990	4,462	5,350	6,148
营运模型差异及其他	-11,125			
寿险及健康险业务内含价值营运利润	109,577			
风险贴现率变动	15,677			
市场价值调整影响	-1,692			
投资回报差异	-5,683			
运营经验差异				
其他经验差异				

关键假设				
	2020	2021E	2022E	2023E
内含价值预期回报	68,964	75,072	86,164	98,772
内含价值预期回报贡献	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
首年保费	173,919	196,099	225,860	173,919
首年保费增速	17%	13%	15%	17%
新业务价值率(B)	34.2%	34.8%	35.1%	34.2%
新业务价值(=A*B)	59,444	68,306	79,311	59,444
新业务价值贡献	7.6%	9.1%	9.1%	9.2%
投资收益偏差	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	1.5%	0.3%	0.3%	0.2%
EV(分红前)	875,369	967,241	1,109,886	1,273,039
ROEV	17.0%	18.5%	18.5%	18.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032