

保险

保险行业：2021，战歌起！！

作者：

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号：S1110518110003

联系人 舒思勤、周颖婕



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要：

■ 目前市场仍担忧人身险销售会长期陷于低谷，原因一是大增大脱的人海战术难以持续导致代理人数量难以明显提升，原因二是互联网保险与保险经代公司持续冲击个险渠道。不同于这种预期，我们判断：

一、疫情后的经济复苏，与居民收入预期的持续提升将带来保费好转。2020年销售队伍受到了疫情的极大削弱，队伍的“质态”逐月下滑，导致“同比数据”逐月恶化。疫情的改善对于销售队伍将会构成“与去年相反，但程度相近”的作用，环比改善逐渐反应到同比数据之后，会有一个加速的趋势。

二、年金险、医疗险的需求在提升。我们判断保险公司的年金险业务(包括养老险)能够持续不断地在大资管行业中分得更多的市场份额。我们判断医疗险未来有10倍增长空间。

三、差异化服务打造 + 专业化队伍建设 + 科技赋能将有效提升人均产能，打破“增员”驱动的传统模式。我们判断“差异化服务”已开始与基层代理人队伍的经营进行了深度融合，已开始成为了增员、出单的重要亮点。

四、国务院层面明确要求了“扩面提质”，未来的监管政策有望能促进健康险、养老险的增长。

基于以上因素，我们认为2021年行业有望走出低谷，开始进入到一个向上周期。

摘要：

- 长期视角下，上市保险公司的唯一破局之策就是“差异化服务”，即通过延伸产业链，进入大健康产业与大养老产业，获取差异化服务资源，并与产品绑定，从而提升产品吸引力，以及借此吸引优秀人才加入销售队伍。
- 长期视角下，人身险行业的增长空间仍大，“供给决定需求”。我们引入了“调整后的人身险深度”，能更准确地衡量行业的渗透率。调整后的人身险深度=(寿险保费+社保自付金额)/居民可支配收入。结果：英国(25%)>中国台湾(23%)>中国香港(20%)>日本(14%)>中国大陆(12%)>美国(9%)。另外，我们判断重疾险的客均保额的潜在提升空间较大。
- 展望2021年：保险公司负债端有望进入向上周期，预计2021Q1平安、太保、国寿、新华、太平、友邦的NBV同比增速为+22%、+13%、-16%、+21%、+30%、+25%；全年增速为+12%、+10%、-15%、+12%、+18%、+20%。寿险行业有望出现人均NBV、人均保费收入、人均收入的明显提升，即在数据上第一次体现出这一轮寿险改革与转型的效果。
- 资产端：1)宏观环境类似于2017年，长端利率的当前趋势与长期预期有了积极变化。2)保险公司的资产负债久期缺口正在缩小，利率风险减小。
- 截至2月22日，国寿、平安、太保、新华A股的2021PEV分别为0.82、1.02、0.79、0.62倍；友邦、太平的2021PEV分别为2.23、0.29倍。推荐中国太保、中国平安、中国太平，建议关注友邦保险。

风险提示：居民收入预期修复缓慢；差异化服务布局进度及带动效果不及预期；保障型产品销售不及预期。

目录

一、负债端：走出低谷 OR 持续低迷

二、资产端：长期改善 OR 短期反弹

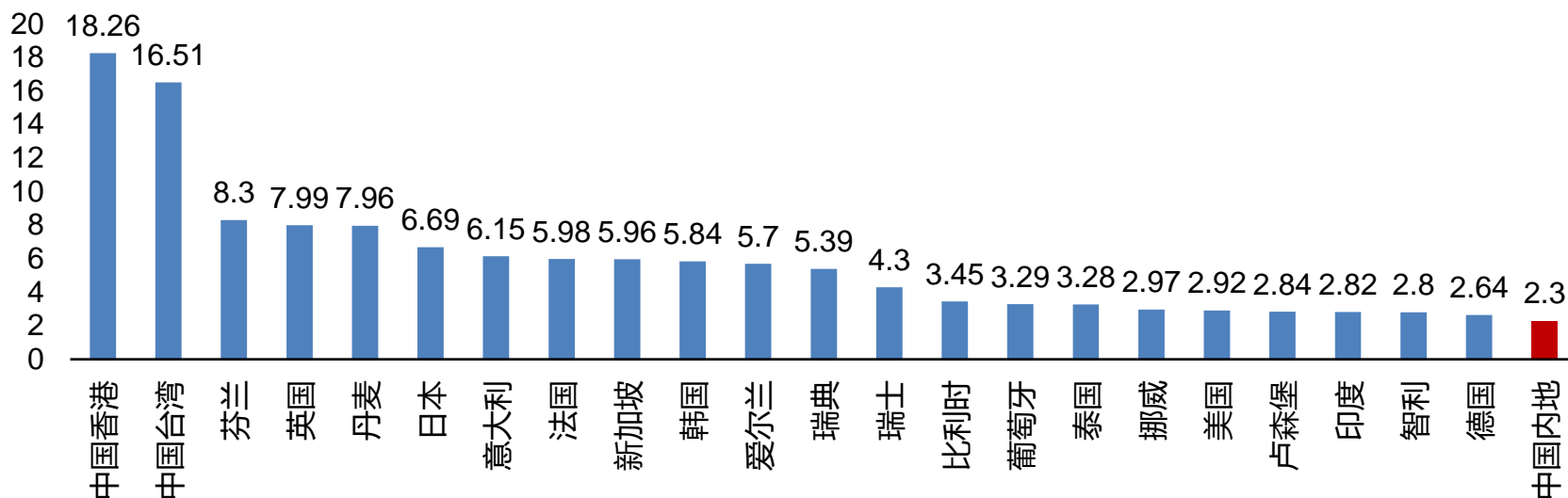
三、投资建议

四、风险提示

1.1 长期视角：人身险行业的空间有多大？——传统指标

- 2019年中国内地寿险深度为2.3%，显著低于全球平均水平。2.3%的寿险深度仅相当于美国1985年、欧洲1992年、日本70年代的水平。
- 国际经验显示，“人均GDP1万美元”是发达国家寿险业发展进入到快车道的一个标志性节点。2019年我国人均GDP首次突破1万美元。
- 但传统的“寿险深度”（即“寿险保费/GDP”）存在着较大的局限性，因此我们对其进行了改良。

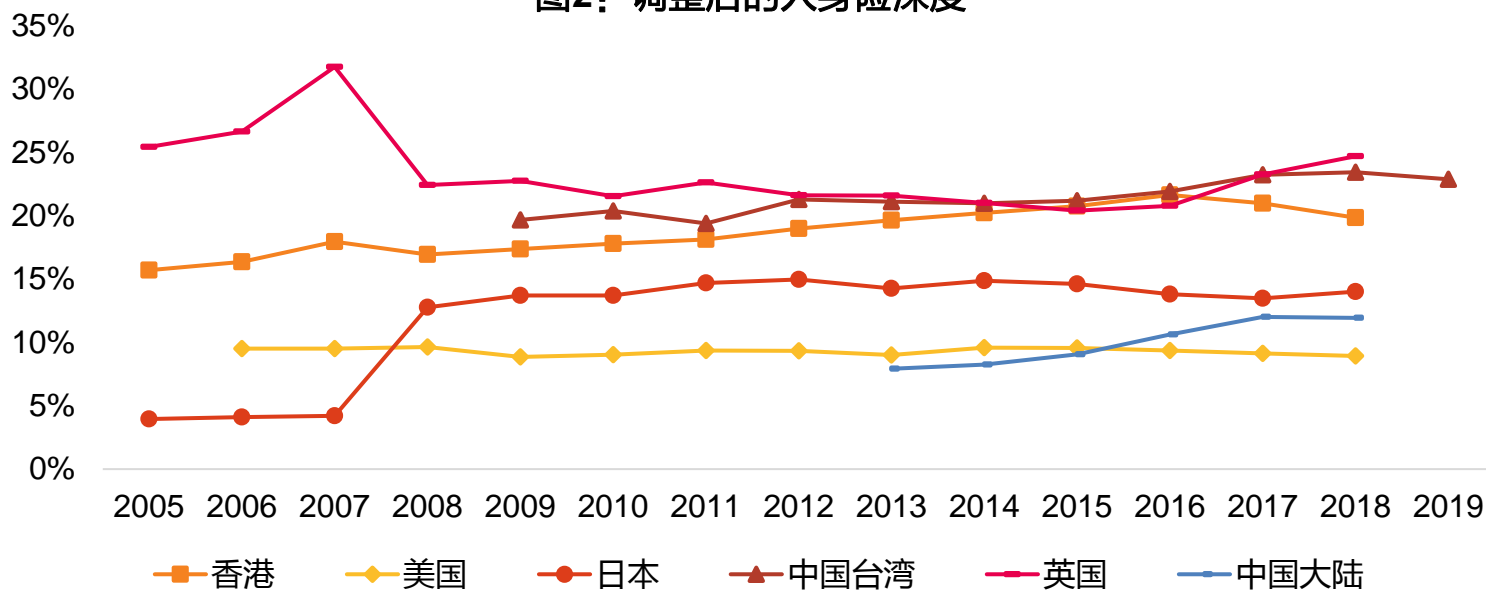
图1：2019年全球寿险深度（单位：%）



1.1 长期视角：人身险行业的空间有多大？——我们的创新指标

- 我们引入了“调整后的人身险深度”，能更准确地衡量人身险行业的渗透率。
- 调整后的人身险深度 = (人身险保费 + 社保自付金额) / 居民可支配收入。1) 加入“社保自付金额”能更全面地体现出不同社保体系下的居民的人身险支出水平。2) 用“居民可支配收入”代替GDP，更能匹配人身险 to C 的“消费 + 理财”特征。
- “调整后的人身险深度”（2018年）：英国（25%）>中国台湾（23%）>中国香港（20%）>日本（14%）> 中国内地（12%）>美国（9%）。

图2：调整后的人身险深度



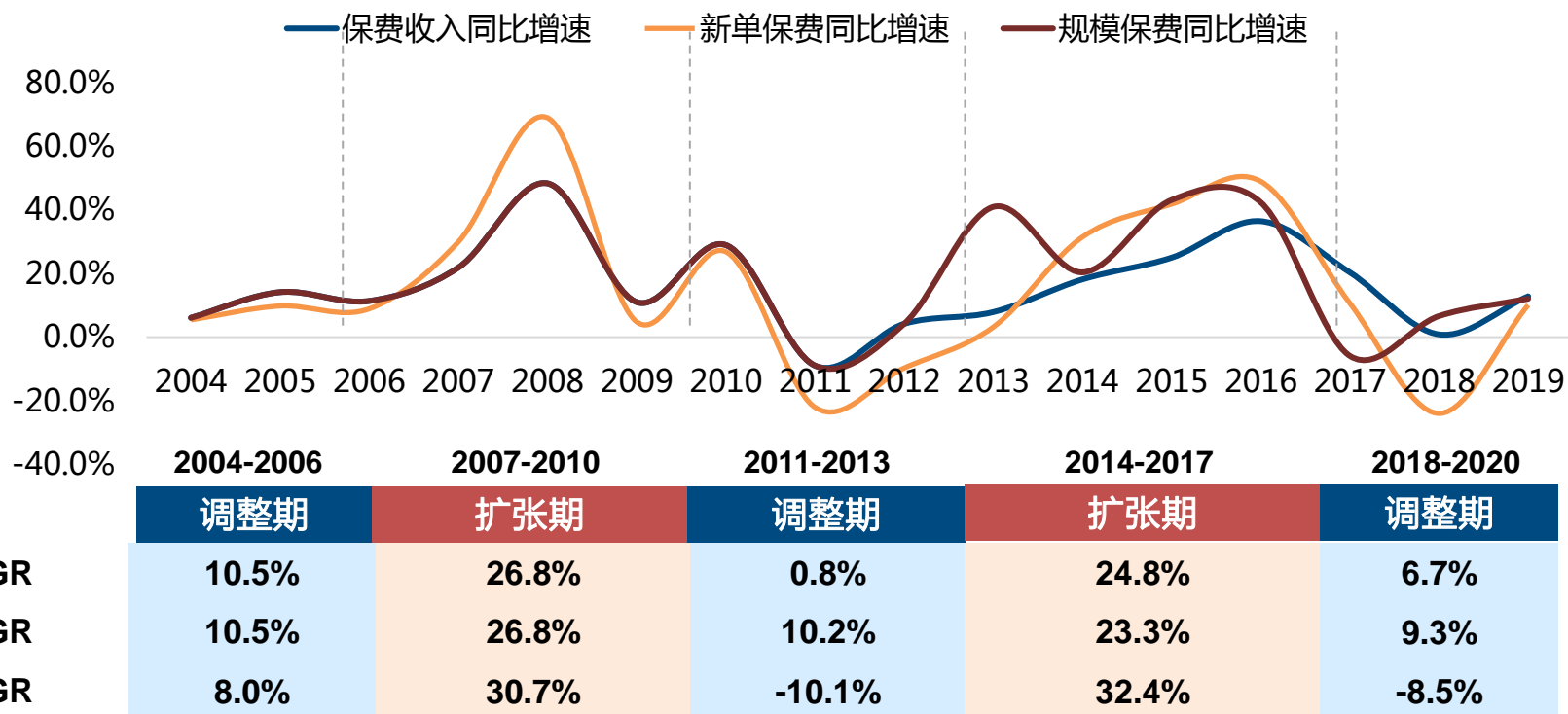
1.1 长期视角：重疾险行业的空间有多大？——保额提升的潜在空间较大，“供给决定需求”

- **覆盖比例尚有提升空间。**根据中国银行保险报，截至到2019年上半年，我国重疾险保单数量已达3亿张，平均每年新增3000万张保单，**测算出截至2020年人均重疾险保单约0.32件（仅计算0-54岁人口）**。目前重疾险在健康险业务总保费中占比近60%，可测算出**2020年重疾险总保费约4904亿**，人均保费466元（仅计算0-54岁人口），仍有可观的成长空间。
- **保额较低，已覆盖人群尚有加保空间。**据公司业绩发布会报告披露，太保客均重疾险保额约15万（截至2019年上半年末）。按照行业经验，重疾险保额应为年收入的3倍以上，即重疾险保额平均需要27万及以上。（2019年城镇单位就业人员平均工资约为9万/年）。

2.1 中期视角：人身险行业保费的周期性——3至4年的周期

- 1) 历史经验显示，行业的保费周期一般为3-4年。周期变化的触发因素主要为监管政策。

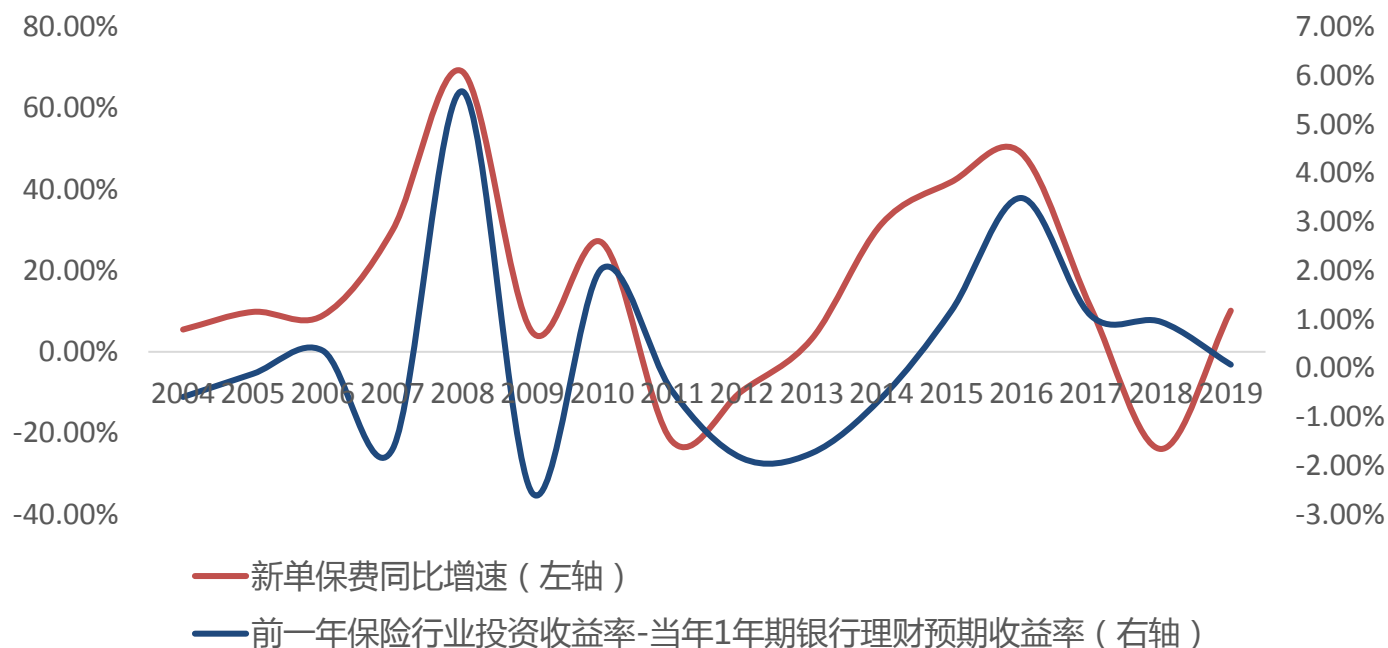
图3：人身险行业的保费周期示意图



2.1 中期视角：人身险行业保费的周期性——3至4年的周期

- 2) 历史经验显示，“年度保费的同比增速”与“上一年的投资收益率 - 当年的银行理财预期收益率”有着显著的正相关关系。
- 据此推断，2021年的人身险行业保费有望触底回升，进入新周期。当然，历史并不代表未来。

图4：前一年险资投资收益率-当年银行理财收益率”与新单保费同比增速正相关



2.2 中期视角：行业竞争格局正改善

- 寿险行业（人身险）目前有两大竞争壁垒的成长赛道：
 1. 赛道一：拥有“**线上流量优势**”的大型互联网保险流量平台（蚂蚁保险、微保等）。此赛道的特征：1）大众客户、互联网客户、年轻客户；2）简单产品、“展示保额/保费”高。
 2. 赛道二：拥有“**线下专业化代理人优势**”的主要服务高净值人群的保险公司、保险经代公司（友邦、大都会；大童、明亚、永达理等）。此赛道的特征：1）高净值客户、健康与财富管理客户；2）复杂产品、全面的保障内容、包含优质服务。
- 赛道一与赛道二所销售的产品有本质区别。我们判断赛道一无法颠覆赛道二，即线上无法颠覆线下，因为“复杂产品”无法“简单化”。因为长期保障型产品和长期储蓄型产品均包含着复杂的法律、医学、金融概念与知识，目前无法在互联网界面上简单呈现。
- 但是，赛道一的客户（购买了简单产品），可能会误以为所获保障已充足且全面，从而在心里抵触复杂产品，故而增加了线下展业的难度。**这在本质上提高了对线下代理人专业性的要求，凸显了“线下专业化代理人优势”的重要性。**
- 赛道一的核心是拥有自己的线上流量，赛道二的核心是拥有自己的线下专业化代理人队伍，这两个赛道的壁垒与成长性都很好。

2.2 中期视角：行业竞争格局正改善

- 除此之外，另外一些新模式也拥有较好的前景：
 1. 保险的线上内容平台：1) 线上文章，如公众号（深蓝保、小雨伞等）；2) 线上广告，基于搜索（百度、头条等）；3) 线上视频（抖音、快手等）
 2. 基于互联网慈善筹款、互助保险的线上保险销售平台（水滴筹、轻松筹等）
 3. 线上的“线下代理人”服务平台（i云保等）
- 目前平安、太保、国寿、新华等上市寿险公司的破局之策包括：
 1. 将线上经营能力赋能给代理人。传统公司积极获取各类线上流量，为代理人提供增量的客户来源，并提升代理人对客户的线上服务能力。
 2. 打造差异化的服务体系。通过优质的服务来吸引客户，摆脱受制于流量平台的状况。差异化服务包括大健康产业、大养老产业等。
 3. 提升代理人专业能力。扩大“专业化代理人”的数量与质量，大力发展“赛道二”。

2.2 中期视角：行业竞争格局正改善

- 主要互联网保险流量平台如下：

类别	平台	优势	局限	主要代销产品	销售模式	产品合作方	流量来源/客群定位	对产品方的议价能力
互联网巨头	蚂蚁保险	流量+场景 (出行、购物、理财等场景)	保险教育环节较弱、无促成环节，销售高件均长期险种难度大	产品覆盖最全，包括健康、意外、财产、寿险(含年金)，主要销售短期险种	保险超市模式，产品多覆盖广，有与保险公司合作的定制产品，也有普通的代销产品	大中小型公司均有	大众、年轻客群	较强
	微保	流量+社交		仅覆盖保障型险种，包括车险、健康、意外、人寿等险种类型，主要销售短期险种，无理财险、非车险	严选模式，每一个险种挑选2到3款高性价比产品，与保险公司合作定制产品，当前代销的保险产品仅22款	大中小型公司均有健康险与大公司合作		最强
互助平台	水滴筹	场景(焦虑引发需求)	流量有限，保险教育无优势，且市场较为下沉	覆盖人身险各险种，以短期险为主，长期健康险、寿险产品较少	以互助、筹资业务激发需求，引流至保险商城	大中小型公司均有	募捐者和潜在/实际捐助者，下沉市场	
	轻松筹							
微信自媒体	深蓝保	内容+个人IP	对于内容生产要求高，吸引流量难度大	覆盖人身险，以长期健康险为主	从最初的内容生产延伸至保险代销，销售方式为：通过内容吸引流量、保险教育，提供保险测评、对比相关内容，通过1对1咨询服务促成销售	主要与中小公司合作	大众、年轻客群，有初步的保险需求，学习能力强	弱
	梧桐树			覆盖人身险，另有年金险、旅游险、财险、团险等				
	蜗牛保险			仅覆盖保障型人身险，以长期健康险为主，无理财险				
线上广告引流平台	抖音	流量+内容+个人IP	对于内容生产要求高，吸引流量难度大	/	主要作用为吸引关注+引流，不直接销售	/	大众、年轻客群，新事物接受能力强	
	快手							
	搜索引擎	有需求的流量	被动流量					

2.2 中期视角：行业竞争格局正改善

- 但我们判断互联网保险对线下保险冲击最大的阶段已经过去，影响低于市场预期。
- 我们将互联网保险的流量来源分为三类：1) 投放广告获取的流量；2) 互联网巨头的自有平台流量（规模大，但教育程度弱，从短险向长险的转化较为困难）；3) 内容平台的自有流量（规模小，但教育程度强，转化效率更高）。

私域流量：个人IP流量

内容流量

- ✓ 通过优质、专业的内容生产来吸引阅读量。
- ✓ 对于客户的保险教育充分，适合长期险种的后续转化。

直播、短视频流量

- ✓ 依托高日活的短视频平台打造个人IP，产出有吸引力的内容。
- ✓ 保险教育的效果较弱。



公域流量：平台流量

社交流量

- ✓ 依托社交场景中的规模效应，熟人社交的互信程度。

工具流量

- ✓ 用户在支付宝场景内已经接受了各类金融消费场景。
- ✓ 支付宝APP：支付 + 金融 + 生活。

场景流量

- ✓ 用户的健康风险意识高，构建了从筹款、互助、保险的流量链条。

2.2 中期视角：行业竞争格局正改善

- 1) 第一类难以实现盈利（投放广告获取流量）。发展面临如下难题：①获客成本较高且不可自控、②流量转化率较低、③保单继续率较低、④逆向选择导致赔付率高。我们判断这种模式难以持续盈利。

图5：保险类投放TOP10的投放广告数、投放趋势和投放金额估算

品牌名称	投放平台	投放广告数	近30天投放趋势	投放金额估算
 众安保险 众安在线财产保险股份有限公司	10 	7,469		¥8,737,695
 水滴保 保多多保险经纪有限公司	9 	6,591		¥95,918,658
 度小满金融 北京百付宝科技有限公司	8 	5,414		¥10,963,593
 微众银行 深圳前海微众银行股份有限公司	10 	3,343		¥9,968,598
 平安银行 平安银行股份有限公司	7 	3,269		¥25,315,222
 中国人保 中国人民保险集团股份有限公司	8 	2,253		¥5,680,919
 中国平安 中国平安保险（集团）股...	12 	2,139		¥14,995,039
 拍拍贷 上海拍拍贷金融信息服务有限公司	6 	2,099		¥25,176,004
 微保 微民保险代理有限公司	6 	1,938		¥4,133,490
 中国银行 中国银行股份有限公司	9 	232		¥10,761,129

2.2 中期视角：行业竞争格局正改善

- 2) 第二类难以持续高速增长（互联网巨头的自有流量，以蚂蚁保险和腾讯微保为代表）。
 - ① 我们判断其经历了高速发展后，增速将进入平稳区间。“相互宝”用户规模开始负增长，目前相互宝整体参与分摊人数1.03亿左右，我们推断，1亿人为支付宝平台上具有保险付费意识的客群规模极值。
 - ② 此类流量较难切入长险市场，较低的客均保费将带来“天花板”。若假设相互保1.05亿参保用户均可转化为蚂蚁保险平台上购买保险的客户，且人均件均保费为1000元，则蚂蚁保险的保费空间极值为1100亿元。

图6：相互保的参与人数（万人）

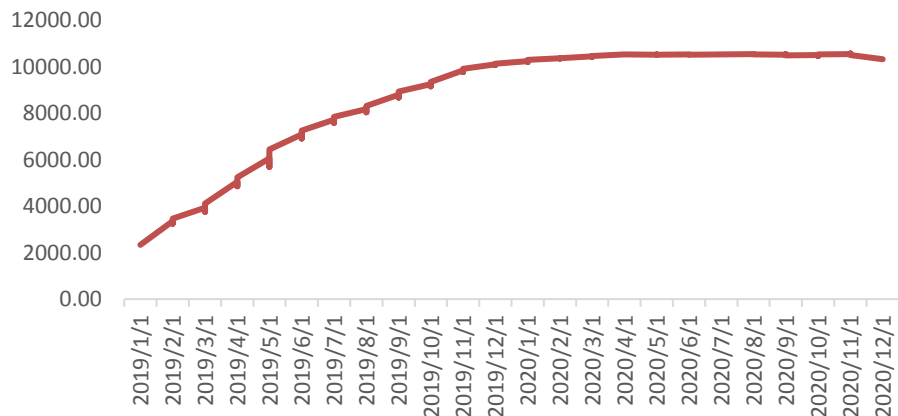


图7：头部互联网平台的保费增长空间的极值测算

	蚂蚁保险	腾讯微保
目前客户数	相互保1.05亿人	微保注册数7000万
长期空间假设		
保险销售客户数（万人）	11000	7000
人均保费（元）	1000	1000
保费空间极值（亿元）	1100	700
占寿险总保费的比重	3.71%	2.36%

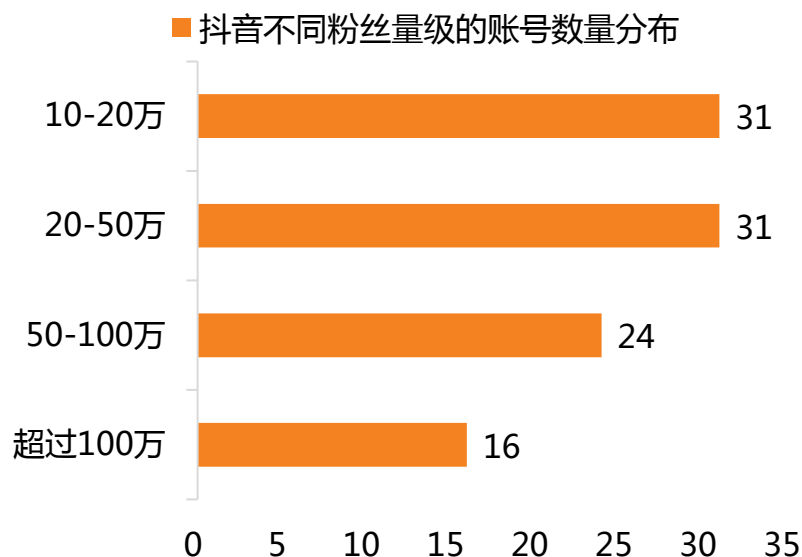
2.2 中期视角：行业竞争格局正改善

- 3) 第三类难以形成较大规模（内容平台的自有流量，以深蓝保、i云保等为代表）。
 - ① 头部内容平台“深蓝保”服务用户数仅230万余人。内容平台的优势在于客源精准，通过较为充分的保险教育，能够产生较高的转化率，且可向长险转化。但其覆盖人数较少，规模有限。
 - ② 短视频的内容平台中，超过100万的保险大V仅有16位。

图8：头部保险内容平台的成立时间及规模

平台	成立时间	规模
深蓝保	2016年	成立至今，深蓝保在微信、知乎、今日头条、小红书、抖音等全平台已沉淀了230多万高粘度用户。2019年，全网用户突破100万；2020年，微信公众号用户突破100万，全网突破230万用户。每月的保费规模已达千万级人民币。
多保鱼	2017年	近2000万用户关注。
小帮规划	2014年	服务超过10万人次，交易转化率在30%左右。
蜗牛保险	2013年	服务600多万用户。
小雨伞	2015年	累计服务用户1300多万，累计完成保单1700多万件
i云保	2015年	已累积为超300万家庭提供保障服务。

图9：抖音粉丝数量超过10万的账号数量



2.2 中期视角：行业竞争格局正改善

- 互联网保险的政策层面已有较为明显的规范。

- ① 保险自媒体等非持牌机构和个人被禁止展业。银保监会正式发布《互联网保险业务监管办法》（以下简称“办法”）于2021年1月1日正式实施，强化了持牌机构的持牌经营原则，对互联网保险宣传进行严格的规范。近年来，各类保险自媒体（非持牌）通过提供保险咨询、比较保险产品等行为获得了不少的线上保险流量，并向保险经代公司导流，客观上减少了上市保险公司的客户。这将减少保险自媒体（保险KOL）的流量，并导致网络舆情边际利好上市保险公司。
- ② 《关于进一步规范互联网人身保险业务有关事项的通知（征求意见稿）》规定，偿付能力、风险综合评级、责任准备金率、公司治理评估不达标的公司不能进行互联网人身险销售。据初步统计，至少有6家寿险公司不得经营互联网人身险业务，包括两年在线上销售大量“网红”产品的公司；仅有不到20家寿险公司可以经营10年期及以上普通型人寿保险和普通年金险业务。

图10：未达到经营人身险互联网业务标准的公司

公司	风险评级				综合偿付能力充足率				核心偿付能力充足率			
	2020年3季度	2020年2季度	2020年1季度	2019年4季度	2020年3季度	2020年2季度	2020年1季度	2019年4季度	2020年3季度	2020年2季度	2020年1季度	2019年4季度
百年人寿	C	C	C	C	136%	130%	107%	128%	122%	114%	91%	109%
前海人寿	C	B	B	B	133%	133%	130%	144%	84%	76%	73%	72%
渤海人寿	C	B	B	A	252%	265%	281%	320%	252%	265%	281%	320%
中法人寿	D	D	D	D	-24409%	-22688%	-18227%	-16131%	-24409%	-22688%	-18227%	-16131%
珠江人寿	B	B	B	B	140%	137%	123%	122%	86%	84%	71%	76%
君康人寿	C	C	C	B	102%	101%	109%	140%	102%	101%	109%	140%

2.2 中期视角：行业竞争格局正改善

- 中小保险公司的经营压力加剧，且受限增加。
 - ① 偿二代二期或将于今年试运行，制约产品、投资风格激进的公司。部分投资风格、产品风格比较激进的中小型企业会承受比较大的压力，核心偿付能力充足率将大幅下降，而大型险企受影响很小（其偿付能力充足率相较于50%的监管红线还有很大差距）。
 - ② 《保险公司偿付能力管理规定》出台，中小保险公司偿付能力监管压力增大。新规中偿付能力达标的要求为“综合偿付能力充足率 $\geq 100\%$ ，核心偿付能力充足率 $\geq 50\%$ ，风险综合评级 $\geq B$ 类”。在原08版偿付能力管理规定中，要求仅有偿付能力充足率 $\geq 100\%$ 。
 - ③ 中小险企在健康险领域的价格战空间开始变小，2019年下半年来，中小保险公司的长期重疾险变相涨价，2020年来这一趋势加速。

2.3 中期视角：大型公司转型进行时

- 大型保险公司的转型路径：通过差异化服务打造 + 专业化队伍建设 + 科技赋能，提升人均产能。
- ① 大型保险公司正在通过“差异化服务”吸引优秀新人加入，同时提升产品的竞争力。具体有：1) 健康管理服务方面，太保、平安、友邦的服务体系构建得更加完善，包含了诊前、诊中、诊后的全方位服务，可促进健康险销售。2) 养老服务方面，各家公司在布局养老社区，以助力高端客户经营与年金险大单销售。
 - ② 保险公司的基本法调整正在将“管理利益”显著让渡给“销售利益”，鼓励各级别代理人积极开单，激励达成“绩优”。太保、平安、太平等公司也开始发力绩优代理人的招募和培育。
 - ③ 我们判断代理人队伍的各项质量指标的改善在2021年开始有望从理论开始变成现实，体现在人均产能、人均NBV的提升，即在数据上第一次体现出这一轮寿险改革与转型的效果。

2.3 中期视角：大型公司转型进行时

- 健康医疗服务方面，太保、平安、友邦的服务体系构建得更加完善，包含了诊前、诊中、诊后的全方位服务。健康医疗服务可促进健康险销售。

保险公司	健康医疗服务
平安人寿	•平安run：平安福客户可加入的运动奖励计划
	•线上诊疗服务：金管家用户不同等级对应不同次数线上问诊
	•健康守护360服务：重疾险客户可附加，费用199元，发生重疾理赔可免费使用3年；2021年开始将为重疾险客户提供免费的就医服务
	•单一产品专享健康服务：针对e生保·长期医疗、药品险、慢病保险客户；针对平安福和六福客户，推出涵盖的运动奖励、健康管理、线上/线下医疗、重疾专案管理的体系化、分层次健康医疗服务
太保人寿	•太保蓝本重疾绿通服务：全平台所有用户
	•太保蓝本医疗特权服务：期交保费3500元及以上的客户可以享受，免费使用3年，不同保费标准，享受的权益有差异
	•单一产品专享健康服务：针对部分医疗险客户
	•生命银行：期交保费9万以上可享受
太平人寿	•重疾绿通服务：针对重疾险客户
	•太平圆和全能卡：针对太平福禄重疾险客户
新华人寿	•就医绿通服务：针对购买附加康健华安保险计划、健康无忧重疾险的客户和具有相应级别会员客户
中国人寿	•国寿大健康服务：针对购买国寿福提前给付重疾险、国寿康宁终身重疾险、菁英人生、粉红人生保险计划和税优健康保险的客户。
友邦保险	•健康友行：重疾险客户及传世无忧客户可加入健康友行运动奖励计划
	•全球就医医疗服务：针对传世无忧系列高端医疗险客户
	•“愈从容”重疾专案管理：针对全佑系列重疾险客户

2.3 中期视角：大型公司转型进行时

- 养老服务方面，各家公司均在布局养老社区，以助力高端客户经营与年金险大单销售。其中，“太保家园”入住资格函的累计发放量已经突破万份。平安第一家养老社区将落子深圳蛇口。养老服务可促进年金险销售，并提升职业吸引力。

		平安	太保	太平	新华	国寿
定位		城区智慧养老	高端城郊型+度假型+城市型医养社区	高端度假型+CCRC社区	高端城郊型+度假型+城市型社区	以高端度假型为主
投资模式		与联营地产公司合作投资	自建，引入法国欧葆庭养老照护体系	自建+第三方合作	自建	自建
布局情况	落地项目	深圳蛇口，将于2024年正式建成	成都、大理的养老社区于2021年开业	自建：上海梧桐人家 第三方：上海、大连、昆明、宁波、北京	北京、海南	自建：苏州、天津、北京、三亚合作：福保社区颐康之家
	未来规划	聚焦北京、上海、深圳3个核心城市，然后向周边扩展	成都、大理、杭州、上海、厦门、南京、武汉	南京、无锡、苏州、杭州等15个城市	-	-
入住资格	非保险客户	-	-	会籍制（100~400万）	押金5万	押金10万+嘉园卡（90/150/180万）
	保险客户	新客户长险新保保单累计保费≥1000万	老客户长险新保保单累计保费≥200万，新客户长险新保保单累计保费≥220万	保单总保费200万	-	老保险客户保单总保费200万，新保险客户保单总保费300万

2.3 中期视角：大型公司转型进行时

- “太保蓝本”是太保医疗服务的品牌化的载体，包括：1、无门槛即可享受的重疾绿通服务，作为代理人获客工具；2、特定医疗险享受的服务，提升客户从短险向长险的转化；3、长险客户可享受的医疗特权服务，有助于推动长险件均的提升及客户加保。
- 太保医疗服务的力度强于其他公司（服务的层次多、提供的次数多、启用的标准低）。

图11：太保蓝本服务体系

无门槛享受

服务内容：	
基础服务	邀请好友解锁服务
重疾专家预约：1次	健康咨询：无限次
重疾专家病房：1次	齿科预约：1次
重疾专家手术：1次	陪诊服务：1次
120急救补贴：上限200元，1年2次	购药优惠：30元现金抵扣券

重疾绿通服务

单一产品专享服务

医疗特权服务

- 当年购买过健康险且同一保单长险保费 ≥ 3500 元，服务期3年，服务根据保费不同有差异

服务内容：	
健康咨询	二次诊疗
专家预约	MDT多学科会诊
专家病房	海外就医协助
专家手术	线上购药
陪诊服务	视频医生
120急救补贴	

购买特定医疗险享受

心安质重防癌医疗险	心安怡住院费用医疗险	乐享百万医疗险		畅想未来少儿医疗险	
健康咨询：5次	二次诊疗：1次	住院垫付：不限	专家手术：1次	儿科健康咨询：3次	专家病房：1次
专家预约：1次		专家预约：1次	二次诊疗：1次	亲子成长咨询：4次	专家手术：1次
		专家病房：1次	康复指导：1次	专家预约：1次	儿童齿科门诊预约：1次

2.3 中期视角：大型公司转型进行时

- 平安针对中高端重疾险产品—平安六福和平安福客户，推出涵盖的运动奖励、健康管理、线上/线下医疗、重疾专案管理的体系化、分层次健康医疗服务。

图12：平安新重疾险体系

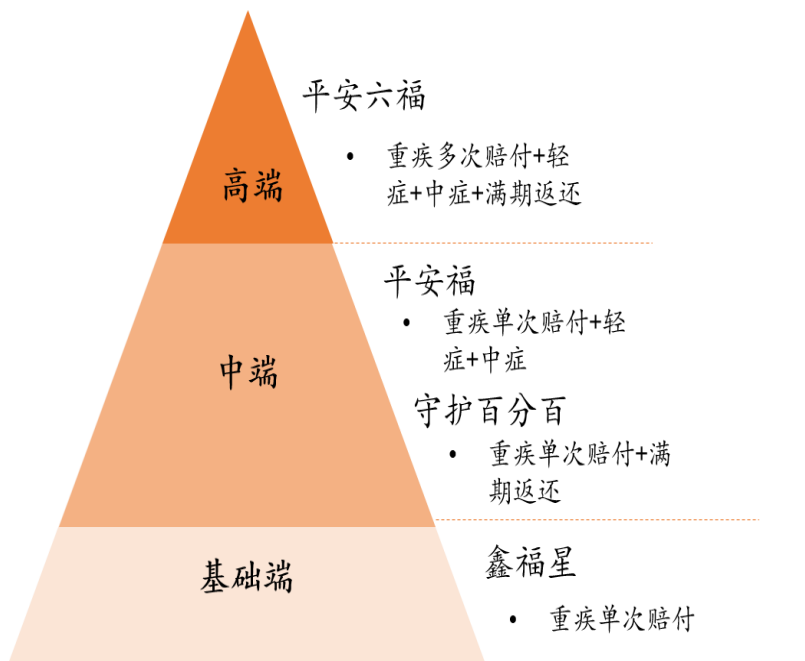
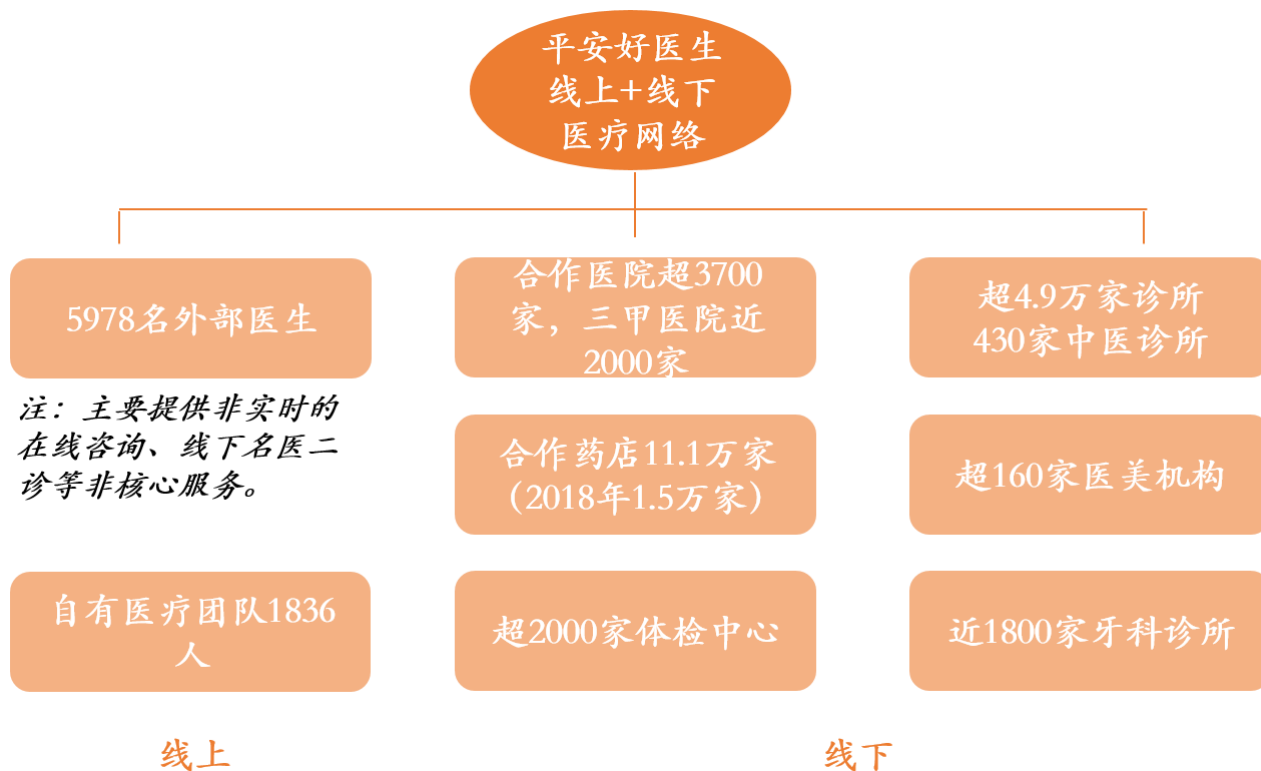


图13：平安六福和平安福的专属服务



2.3 中期视角：大型公司转型进行时

- 平安好医生作为平安寿险健康医疗服务供应商，在持续完善线上和线下的医疗网络，可以为客户提供更好的医疗服务体验。
- 好医生亦在进行医疗服务的产品创新，使得寿险和平安好医生的合作路径更加多样化。比如，2019年推出了新产品“平安好医生私家医生会员”。



2.3 中期视角：大型公司转型进行时

- 平安医疗生态圈深度参与医疗体系，构建服务政府、医院、医护人员、患者的医疗网络，对主业的赋能有望继续深化。

图14：平安健康医疗生态圈



2.3 中期视角：大型公司转型进行时

- 友邦在新重疾定义下，创新推出模块定制化重疾系列“友如意”，通过“核心保障+个性化配置”组合形式，实现专属保障方案的灵活定制。
- 友邦的健康友行+愈从容配合“友如意”系列新产品而升级，打造“健康+重疾险+医疗”的保障闭环。1) 达成运动目标，最高可增加50% 额外保障保险金；2) “愈从容”重疾专案管理服务，提供健康咨询、专家门诊、专家住院、专家手术、术后指导等重疾全诊疗过程服务。

图15：友邦新重疾体系

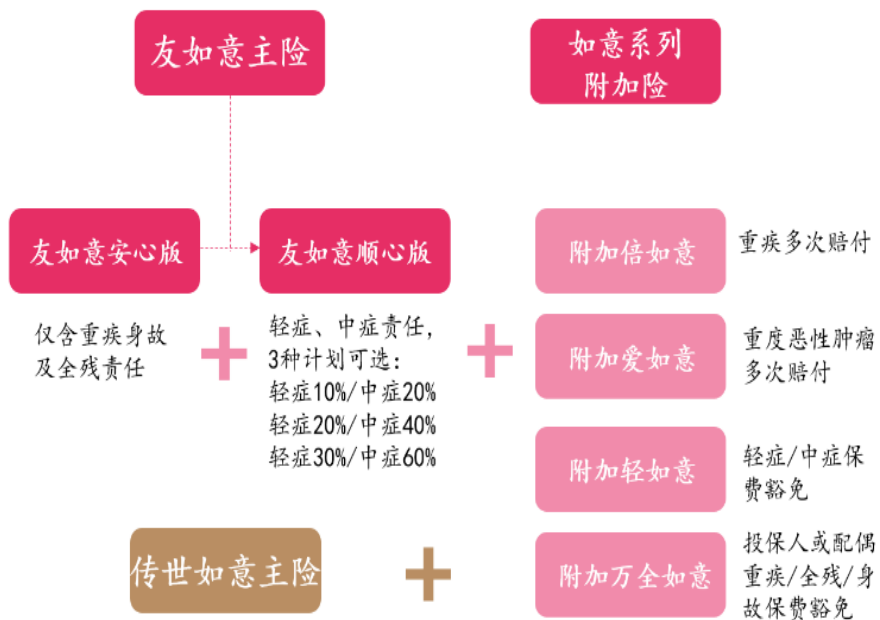
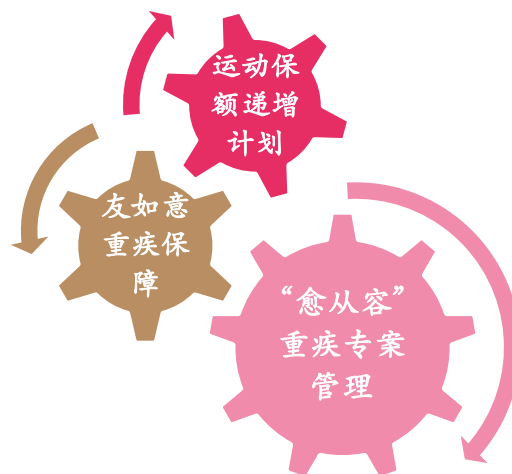


图16：友邦新重疾产品+服务



2.3 中期视角：大型公司转型进行时

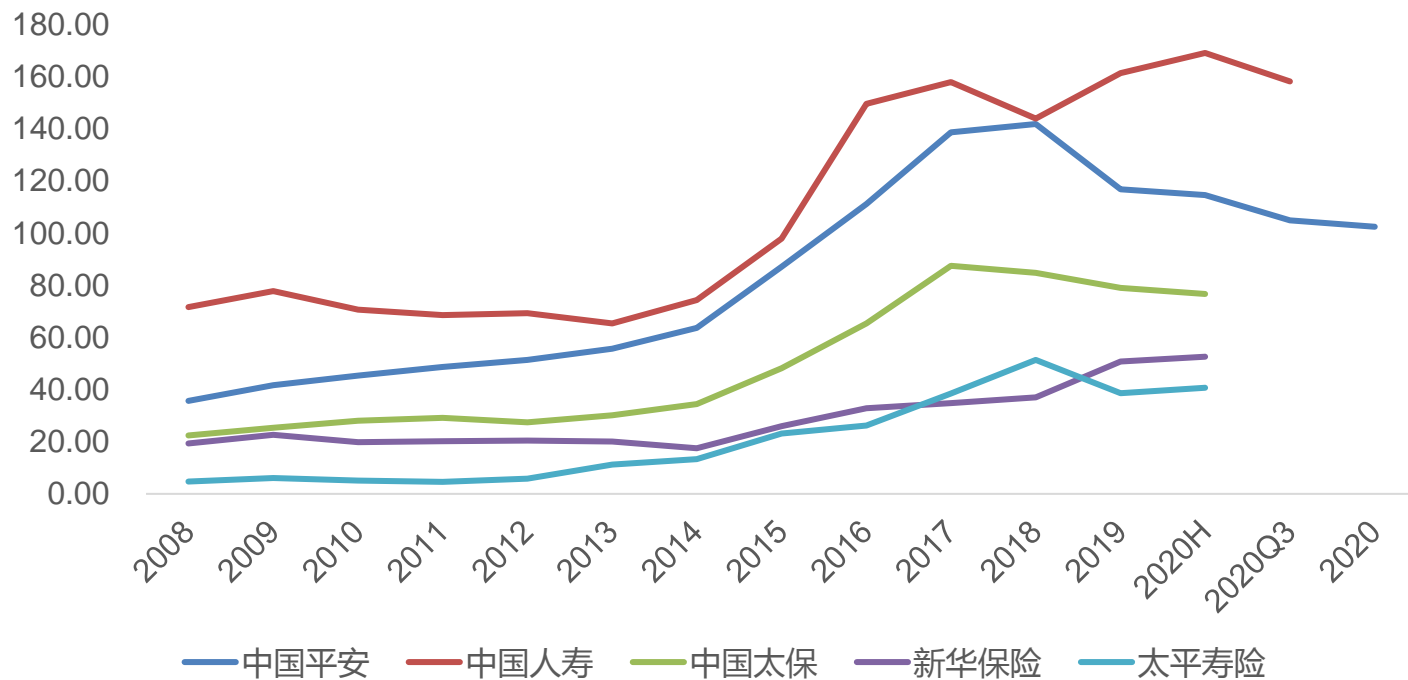
- 友邦医疗健康服务的优势在于自建医疗网络及海外高端医疗资源。通过自有医疗服务部门对接客户需求、协调全球就医资源，消除中间中介环节，保障客户服务的高品质。

服务产品	高端医疗险服务		“愈从容”重疾专案管理	健康管理及药品服务
享受条件	拥有高端医疗险保单的客户		“全佑”重疾险客户	购买健康友行系列保单和特种药品 医疗保险客户
服务体系与 项目	直付		诊前	健康管理
	对接医院、直接支付、先行垫付		电话关怀	步数记录
	国际部医疗		健康咨询	休息时间管理
	高端医院	高端病房	疑似重疾先赔	健康问题回答
	全球保障体系		诊中	问诊服务
	全球紧急救援	陪诊	优质医疗资源协调	医疗咨询
	全球第二诊疗意见	药品直送	专家门诊安排	
	医疗资源协调		住院安排	健康问诊
	专家挂号诊疗	住院手术安排	手术安排	
	专家床位	地区医疗资源协调	术前指导与关怀	
	自建医疗网络		诊后	药品服务
	诊断咨询	诊断意见	术后关怀随访	送药上门
协助预约	康复指导	预后健康指导	药品服务	

2.3中期视角：大型公司转型进行时

- “大增大脱”的人海战术已难以为继，人口红利消失，寿险公司的代理人规模或难以重现类似2015-2017年的高速增长。
- 大型公司的业务增长由代理人规模驱动正向质量驱动转变，即优质增员、结构优化、存量提升。

图17：上市公司的个险代理人数量（单位：万人）



注：太保为月均代理人规模，其他公司为月末代理人规模。

2.4 中期视角：后续促进“人身险扩量、扩面提质”的监管利好政策值得期待

- 近期各个重要会议为后续政策指明了方向：第三支柱养老保险、长期护理保险、城乡居民大病保险、商业健康保险均会有政策出台，其中“商业养老保险”最值得期待。另外，“金融创新必须在审慎监管的前提下进行”，互联网保险业态受到监管正在趋严。具体有：

1、12.18中央经济工作会议：“要规范发展第三支柱养老保险”。

2、12.9国务院常务会议：“促进人身保险扩面提质稳健发展”。

1) 将商业养老保险纳入养老保障第三支柱加快建设。

2) 鼓励保险公司提供老龄照护、养老社区等服务。

3) 鼓励保险业参与长期护理保险试点。

4) 加快发展商业健康保险。

2.4 中期视角：后续促进“人身险扩量、扩面提质”的监管利好政策值得期待

3、12.16国务院政策例行吹风会：

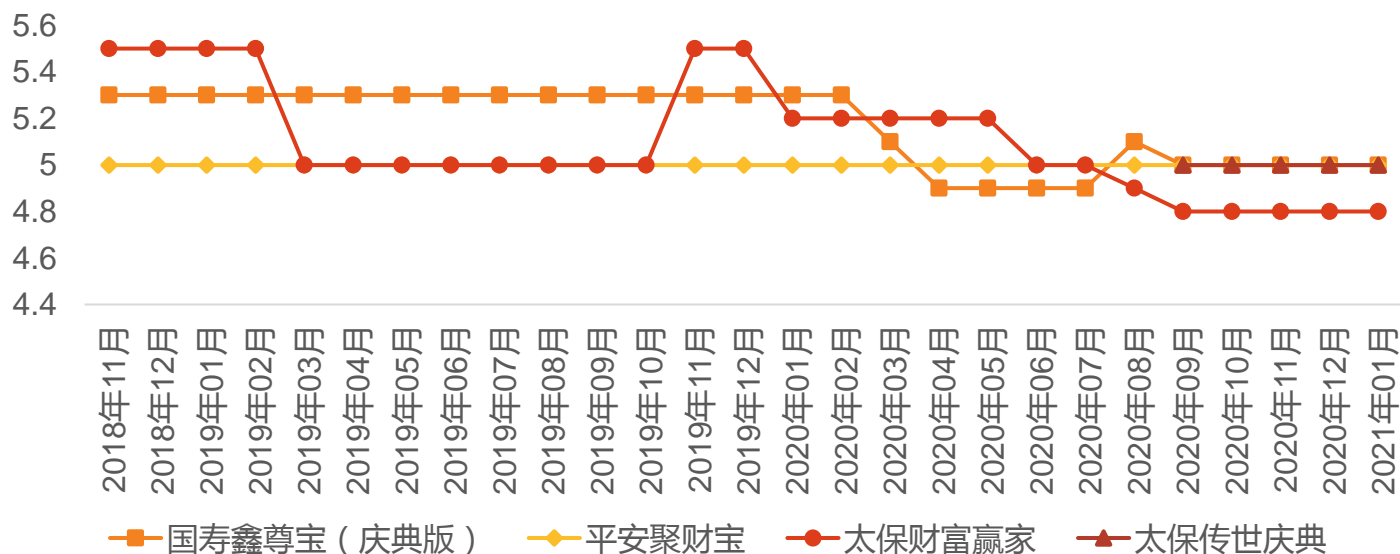
- ✓ 商业养老保险：1) 加快发展专业化经营市场主体，支持设立养老保险公司、养老金管理公司等专业机构。2) 开展专属商业养老保险试点，提供更加灵活的养老金积累和领取服务。
- ✓ 商业健康保险：1) 加大对商业健康保险的宣传力度，着力提高覆盖面。2) 尽量推出一些保险责任期限长的长期健康保险。3) 鼓励引导保险公司尽量把目录外合理的医疗费用作为保障责任范围。4) 要积极参与管控不当的医疗行为，减少不合理的医疗费用支出，缓解“医疗通胀”问题。
- ✓ 长期护理保险：将出台一个试点规范性文件，重点对保险公司参与长期护理保险服务进行规范。
- ✓ 城乡居民大病保险：将进一步修订完善制度，正在研究把一部分目录外的费用纳入到商业保险公司承办的大病保险之内。

4、2月21日，《关于开展专属商业养老保险试点的通知（征求意见稿）》正在业内征求意见，拟自3月1日起在北京市、浙江省开展专属商业养老保险试点，并规定了该险种可转换的“保证+浮动”收益模式，以及针对新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员的特殊保障等。

3.1短期视角：年金险的需求提升

- 当前市场环境有利于年金险销售，年金险的需求提升。银行理财、信托等资管产品的收益性及安全性双降，而万能账户的结算利率稳定在5%左右。
- 年金险的销售好转将提振高级别代理人的收入，提高增员意愿和队伍士气，进而带动整个代理人数量提升，从而也促进其他险种的增长。

图18：万能账户结算利率（%）



3.1短期视角：年金险的需求提升

- 资管新规、非标融资收紧、信用风险上升的大环境下，资产管理行业的资金正在流向两大方向：1) 公募基金与私募基金（权益类净值化产品）；2) 保险资管（不受“打破刚兑”的影响）。
- 我们判断保险公司的年金险业务（包括养老年金险）能够持续不断地在大资产管理行业中分得更多的市场份额。

图19：规模承压的资产管理子行业（万亿元）

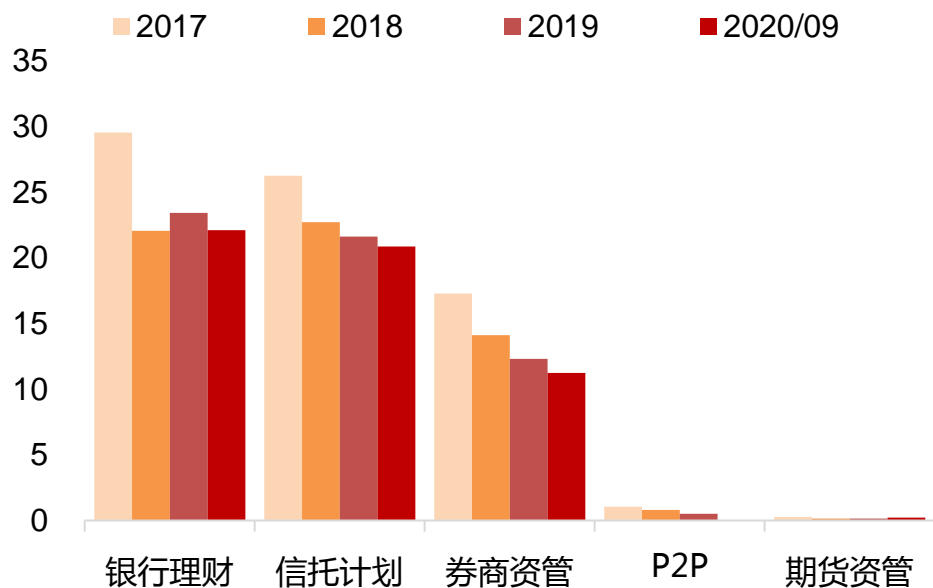
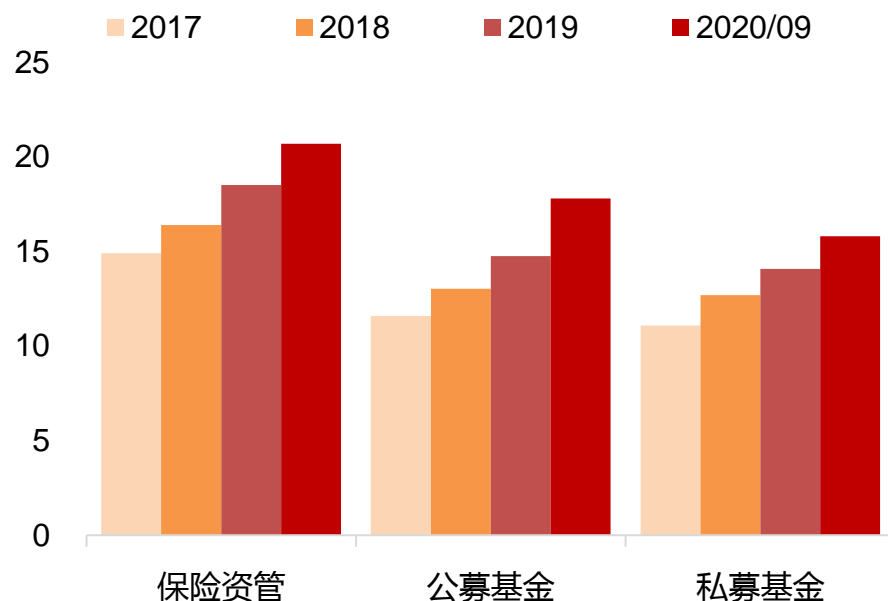


图20：规模提升的资产管理子行业（万亿元）



3.2短期视角：疫情后的经济复苏，与居民收入预期的持续提升是关键

- 寿险产品对于大众人群具有“奢侈品”的特性。寿险产品本质上是一种能够转移风险的消费品，居民对寿险产品的消费受到收入的限制。目前我国人均GDP水平较低，社会财富主要集中在无风险资产上（包括存款和现金等），因此重疾险产品对大众人群具有“奢侈品”的可选消费特征。
- 我们发现，寿险保费与汽车及房产增速呈现一定正相关。与商品房兼具投资属性不同，汽车销售作为耐用品消费，我们判断与保单销售更为相关，从两者的保有量及每年新增销量上亦能验证：截止2019年中，存量重疾险保单为3.0亿件，平均每年新增3000万张保单；2019年中汽车保有量2.5亿件，2019年新车销量2576万辆。

图21：13万以上乘用车增速与寿险保费增速

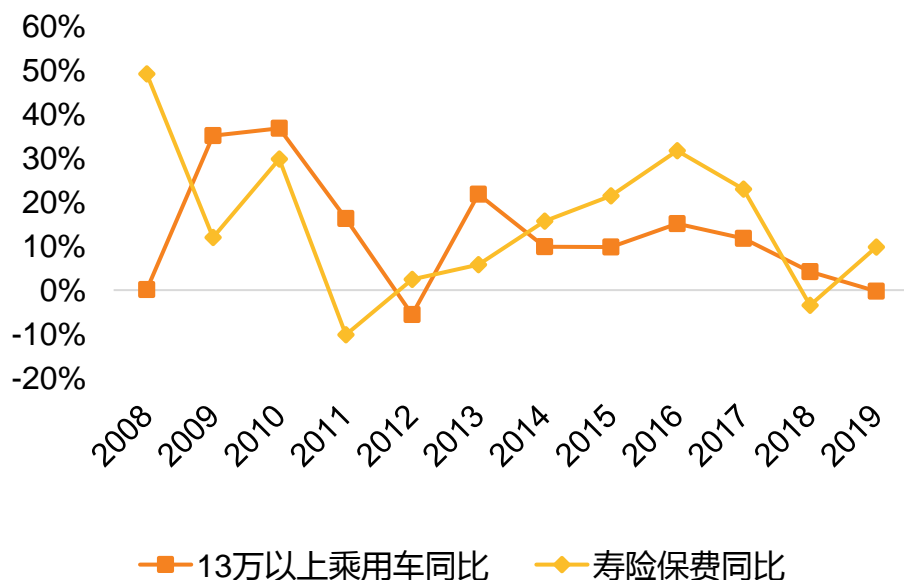
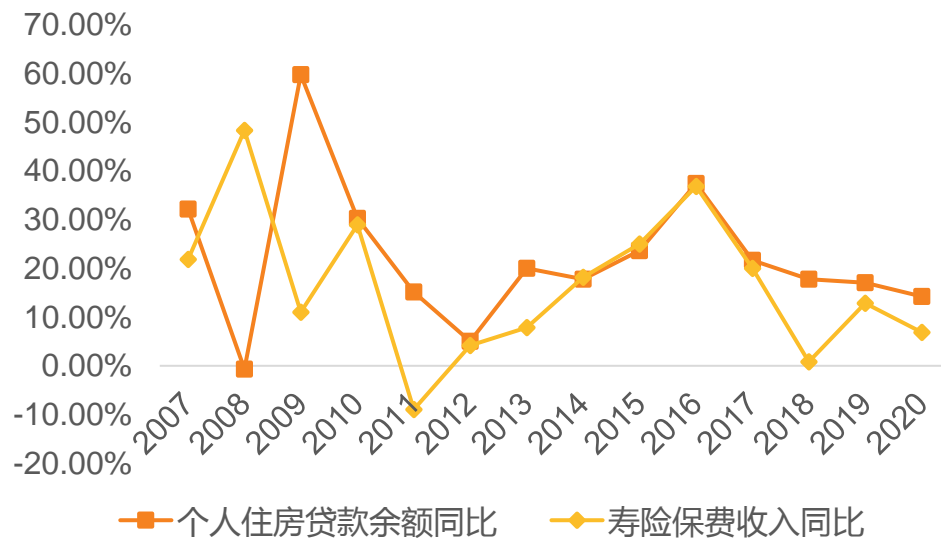


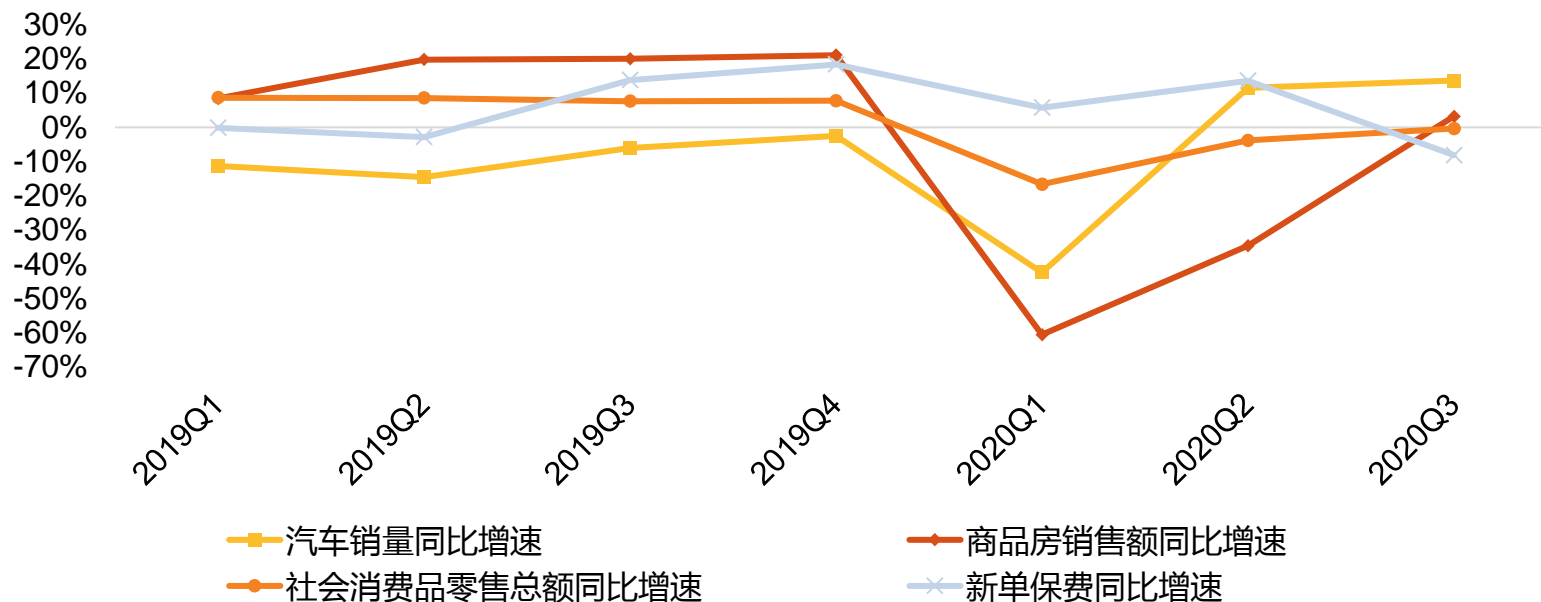
图22：寿险保费与个人住房贷款余额同比增速



3.2短期视角：疫情后的经济复苏，与居民收入预期的持续提升是关键

- 寿险行业受到疫情导致的居民收入及未来收入预期下降的影响很大。我们判断寿险销售的复苏将滞后于汽车、商品房等产品，但有望于2021年到来。

图23：新单保费、汽车销量、商品房销售额与社零总额的季度同比增速



3.3展望2021年：NBV改善将至，人均NBV的向上通道正式开启！

- 短期改善因素：1) 开门红在低基数下实现较快增长。2) 2020Q1受到疫情影响，保费与NBV的基数很低。3) 老重疾产品停售拉高1月-2月增速。
- 保费与增员双轮驱动的寿险行业具有容易形成正向反馈或负向反馈的特征，“士气”因素至关重要。我们判断负向反馈有望结束，正向反馈有望开启。
- 长期改善因素：我们判断2021年，寿险行业将出现人均NBV、人均保费收入、人均收入的明显提升。这将在数据上首次体现出优质上市保险公司的转型成果，转型成果的确认有望提升估值水平。

图24：上市保险公司的NBV预估（单位：百万元）

	2020Q1	2021Q1	NBV同比	2019	2020	2021	2020NBV 同比	2021NBV 同比
中国平安	16453	20057	21.9%	75945	49575	55558	-34.7%	12.1%
中国人寿	17729	14937	-15.8%	58698	58464	49849	-0.4%	-14.7%
中国太保	6542	7366	12.6%	24597	18358	20193	-25.4%	10.0%
新华保险	2552	3090	21.1%	9779	8888	9955	-9.1%	12.0%

目录

一、负债端：走出低谷 OR 持续低迷

二、资产端：长期改善 OR 短期反弹

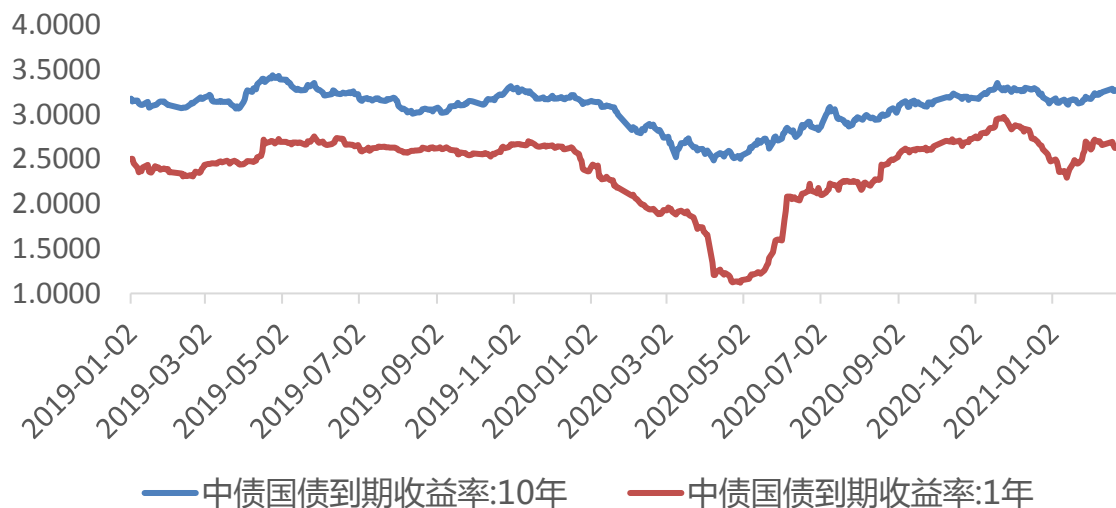
三、投资建议

四、风险提示

1. 短期视角：长端利率的预期有了积极变化，资产负债久期缺口在缩短

- 外围环境方面，我们判断，长端美债利率将持续上行，同时短端美债利率保持低位，有利于保险股。
- 国内长端利率上升动力亦强。1月下旬以来，银行贷款利率有所上升（可以看到票据贴现利率显著上行，截止2月20日，国股行、城商行银票转贴现利率分别为3.76%、3.83%，较年初分别上升123bps、127bps）。预计5月会完成从新增到存量贷款的置换。另外，1月社融数据已印证了实体经济融资需求的旺盛。

图25：国债收益率（%）



2. 长期视角：投资收益率的稳定性远高于利率，预期中国上市险企未来5年净投资收益率将维持在4.5%左右

- 美国寿险投资收益率=0.93*10年期国债收益率+2.63%，收益率的稳定性远高于利率，且利率越低，“收益率-利率”越大，虽然10年期国债利率持续走低，但投资收益率持续维持在4.2%以上。
- 美国寿险行业主要通过两大举措实现低利率环境中投资端的平稳，第一是持续拉长投资久期，美国企业债的平均到期期限约15年左右；第二是信用资质下沉，适度提升信用风险偏好（企业债市场发达，高等级企业债相较于国债有150bps利差），企业债的配置占比达债券投资的70%，美国较为优质的企业债供给支撑NII收益率。

图26：美国寿险业固收类资产投资收益率相较于国债收益率下降更为平缓

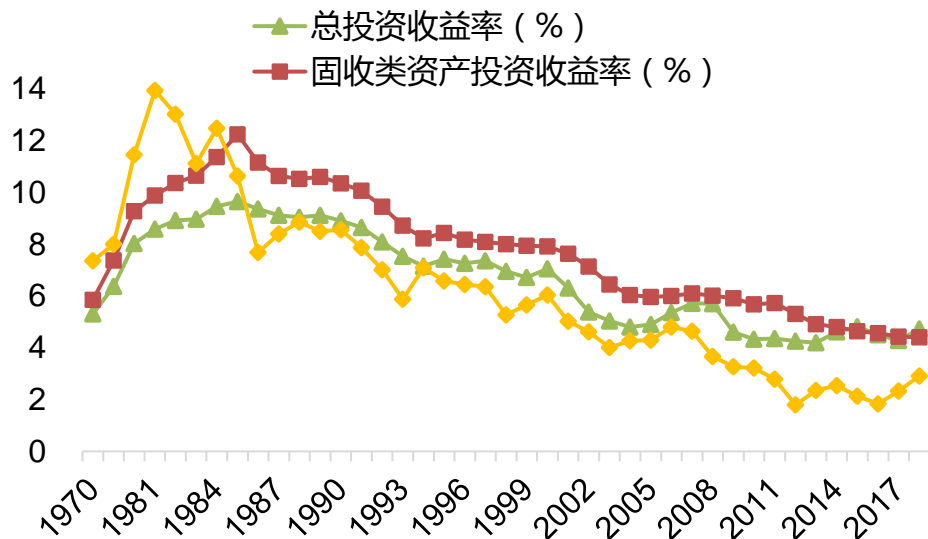
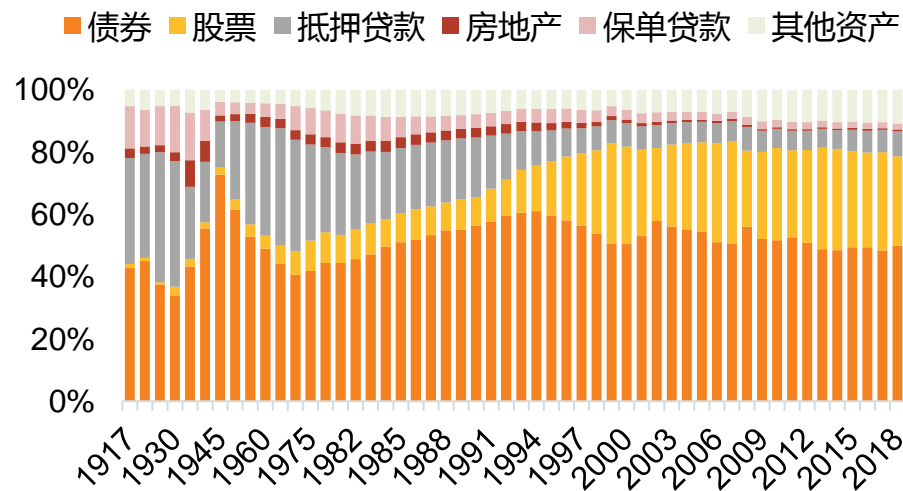


图27：美国人身险行业的大类资产配置情况

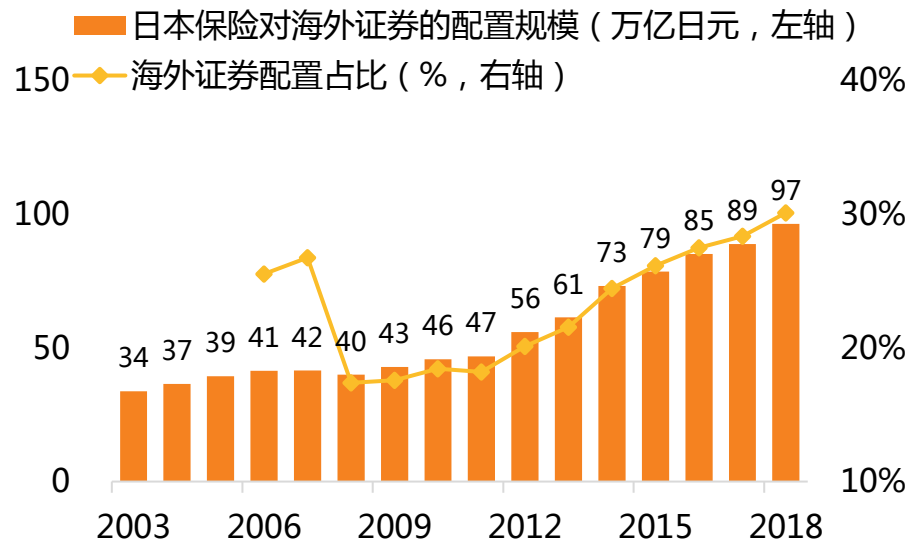
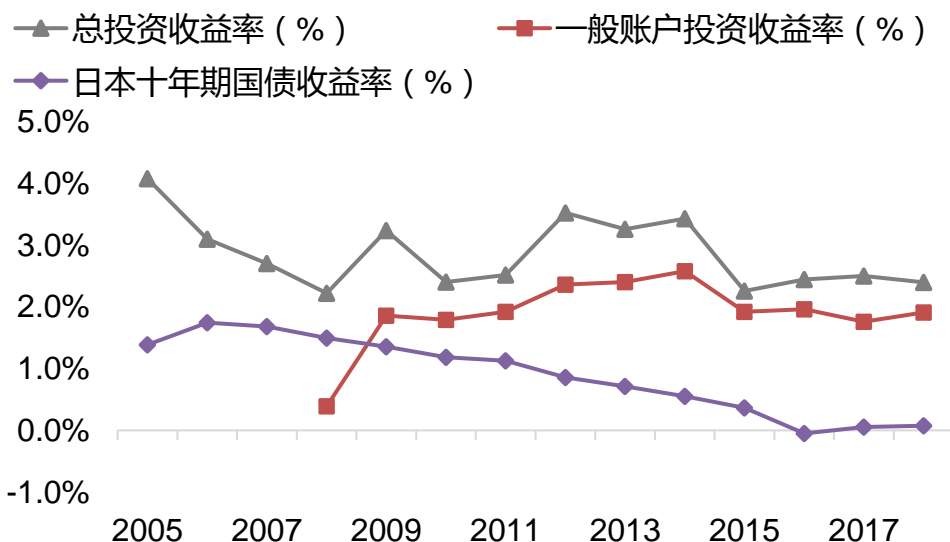


2. 长期视角：投资收益率的稳定性远高于利率，预期中国上市险企未来5年净投资收益率将维持在4.5%左右

- 日本寿险投资收益率已与利率脱钩，主要源于大量配置海外资产。截止2018年末，海外资产的配置比例达到28.4%，且近10年来海外证券的投资收益率均值达3.1%，对投资端形成有效支撑。日本保险公司近年投资收益率企稳并保持在2.5%-3%，且利差损已转为利差益。

图28：日本保险行业的投资收益率与利率没有显著相关性

图29：日本保险资金对海外证券的配置规模和占比



2. 长期视角：投资收益率的稳定性远高于利率，预期中国上市险企未来5年净投资收益率将维持在4.5%左右

- 国内：2009年至今，上市保险公司的净投资收益率与利率相关性并不显著，且稳定性更强。2014年以来，净投资收益率与10年期国债利率基本可维持100-200bps正向利差。
- 投资收益波动率低于利率，主要源于国内保险公司已建立起跨周期的资产负债管理能力，逢高配置以对冲无风险收益率下行。

图30：2014年以来，净投资收益率与国债利率基本可维持100-200bps正向利差

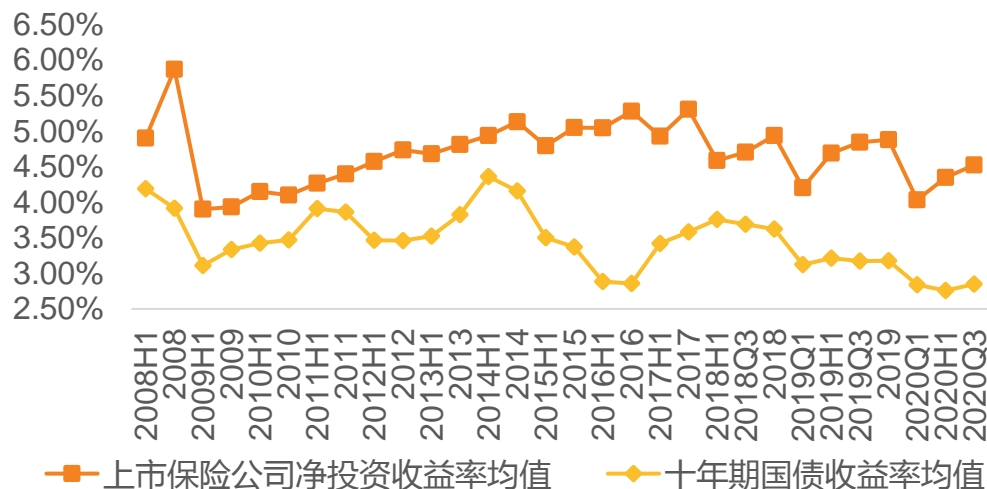
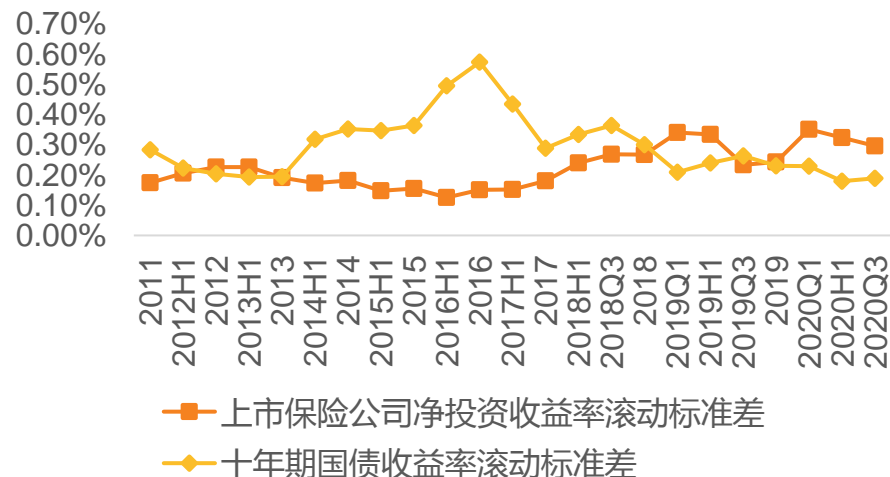


图31：净投资收益率波动率（滚动标准差）显著低于10年期国债利率的波动率



2. 长期视角：投资收益率的稳定性远高于利率，预期中国上市险企未来5年净投资收益率将维持在4.5%左右

• 国内：超长期利率债+高股息率股票+长股投+优质非标将能稳定投资收益率。

1) 超长期利率债适合头部寿险公司配置，能够有效稳定投资收益率与拉长资产久期。去年财政部发文限制10年以上（不含10年）新增一般债券发行规模，预计长期地方政府债（15年、20年、30年）明年会明显下降。假设2021年10年期以上地方政府债发行量下滑50%，经测算，2020年的长期利率债的发行量已足够寿险公司进行新增配置。

2) 高股息率股票增配+优质上市公司举牌加速，平均收益率超过5%。

3) 参与定制化非标的投行能力正显著增强，获取流动性溢价。

图32：长期利率债发行量

单位：亿元	2019	2020	2021E	2020同比增长	2021同比增长	
国债	10年期	4,771	12664	14563	165%	15%
	10年期以上	4,630	5476	6297	18%	15%
政府债	10年期	12325	18735	28103	52%	50%
	10年期以上	8105	29487	14744	264%	-50%
合计	29,831	66,362	63,707	122%	-4%	

注：2020年数据截至11月20日。

图33：保险公司新增配置资产配置长久期利率债测算

单位：亿元	2019	2020E	2021E
保险行业需新配资金（新增投资+到期再投资）（预计值）	27,791	31,681	35,483
上市保险公司（国寿、平安、太保、新华）的需新配资金（预计值）	13,564	15,123	16,938
长期利率债的发行规模	29,831	66,362	63,707
新配长期利率债/需新配资金（保险行业层面） （假设保险行业获取新发行长期利率债的50%）	54%	105%	90%
新配长期利率债/需新配资金（4家上市保险公司层面） （假设4大保险公司获取新发行长期利率债的20%）	44%	88%	75%

注：新配资产通过“存量可投资资产*15%”来估算。

2. 长期视角：投资收益率的稳定性远高于利率，预期中国上市险企未来5年净投资收益率将维持在4.5%左右

- 经测算，我们预计未来5年净投资收益率将维持在4.5%左右，未来15年净投资收益率不低于3.5%。

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
1、债券											
10年期国债利率	2.85%	2.72%	2.58%	2.45%	2.31%	2.18%	2.04%	1.91%	1.77%	1.64%	1.50%
债券投资收益率（免税效应后）	4.75%	4.62%	4.48%	4.34%	4.19%	4.05%	3.90%	3.75%	3.60%	3.45%	3.30%
债券配置占比	44%	44%	43%	43%	42%	42%	42%	41%	41%	40%	40%
2、非标											
新增非标收益率	5.70%	5.60%	5.50%	5.30%	5.20%	5.00%	4.80%	4.60%	4.40%	4.20%	4.00%
存量非标收益率	5.70%	5.69%	5.66%	5.60%	5.54%	5.46%	5.36%	5.25%	5.12%	4.98%	4.84%
非标配置占比	20.0%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
3、股票&基金											
高股息股票分红率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
高股息股票/股基资产规模	15%	20%	25%	30%	33%	35%	38%	40%	43%	47%	50%
股基配置占比	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
高股息股票占比	1.7%	2.2%	2.8%	3.3%	3.6%	3.9%	4.2%	4.4%	4.7%	5.2%	5.5%
4、长期股权投资											
长期股权收益率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
长期股权配置占比	3.5%	3.7%	3.8%	4.0%	4.1%	4.3%	4.4%	4.6%	4.7%	4.9%	5.0%
5、定期存款											
新增定存协议利率	3.75%	3.70%	3.60%	3.50%	3.40%	3.30%	3.20%	3.00%	2.70%	2.60%	2.50%
存量定存协议利率	4.39%	4.28%	4.18%	4.08%	3.98%	3.88%	3.77%	3.66%	3.51%	3.38%	3.25%
定存配置占比	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.0%	9.0%	8.0%	8.0%	7.0%	7.0%
6、其他											
其他固收类收益率	4.0%	3.8%	3.6%	3.4%	3.2%	3.0%	2.8%	2.5%	2.2%	1.8%	1.5%
其他固收类占比	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
现金及其他收益率	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
现金及其他占比	5.0%	4.3%	3.5%	2.8%	2.0%	3.3%	3.5%	4.8%	5.0%	6.3%	6.5%
净投资收益率	4.72%	4.67%	4.61%	4.55%	4.49%	4.34%	4.21%	4.05%	3.92%	3.75%	3.61%

目录

一、负债端：走出低谷 OR 持续低迷

二、资产端：长期改善 OR 短期反弹

三、投资建议

四、风险提示

1. 保险股复盘：近三年，“股价表现排名”与“NBV增速排名”趋同

图34：NBV增速与股价表现

	年度相对收益(%)				NBV同比增速			
	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
2009	11.19	-25.28	37.15		38.22%	27.21%	36.95%	
2010	15.42	-18.36	3.09		31.36%	12.00%	22.00%	
2011	-12.91	9.67	10.32	30.42	8.48%	1.81%	10.07%	-8.04%
2012	25.17	15.46	11.50	-2.64	-5.39%	3.14%	5.15%	-4.31%
2013	0.97	-20.99	-8.20	-12.96	14.13%	2.24%	6.22%	1.53%
2014	30.48	79.03	26.63	66.44	20.94%	9.17%	16.35%	15.96%
2015	-8.02	-21.80	-14.67	0.31	40.39%	35.59%	37.79%	34.79%
2016	11.35	-1.87	11.20	-4.28	32.24%	56.40%	56.46%	36.36%
2017	79.68	5.75	30.35	39.84	32.58%	21.91%	40.34%	15.44%
2018	7.83	-6.61	-4.37	-13.81	7.33%	-17.64%	1.49%	1.23%
2019	19.78	35.97	0.60	-17.95	5.05%	18.56%	-9.30%	-19.91%
2020	-22.56	-15.05	-21.49	-6.33	-34.7%	-1.0%	-25.4%	-11.4%

2. 估值情况

- 截至2月22日，国寿、平安、太保、新华A股的2021PEV分别为0.82、1.02、0.79、0.62倍；友邦、太平的2021PEV分别为2.23、0.29倍。

图35：保险公司PEV估值

	最大值	最小值	均值	中位数	当前估值	分位数	
A股	中国人寿A	2.11	0.60	1.12	1.02	0.82	13%
	中国平安A	1.74	0.62	1.06	1.08	1.02	40%
	中国太保A	1.69	0.52	1.02	1.00	0.79	16%
	新华保险A	2.12	0.51	1.06	0.97	0.62	5%
H股	中国人寿H	1.82	0.31	0.91	0.81	0.33	1%
	中国平安H	1.62	0.77	1.11	1.12	0.97	8%
	中国太保H	1.64	0.32	0.96	0.93	0.61	19%
	新华保险H	1.63	0.25	0.75	0.71	0.31	3%
	友邦保险H	2.42	1.18	1.75	1.77	2.23	99%
	中国太平H	1.40	0.24	0.64	0.59	0.29	10%

注：从2012年1月4日开始计算

3.创新估值指标：PAAV

- 我们在P/EV的基础上提出调整后评估价值估值法（Price Adjusted Appraised Value Ratio，以下简称“P/AAV”）来解决P/EV估值法存在两个缺陷：一是，没有考虑未来新业务带来的价值增量（即未来年度的NBV）；二是，没有考虑EV在不同投资收益率假设（或利率预期）下的调整。
- $AAV = (\text{调整后EV} + \text{调整后未来NBV的贴现值}) * \text{不透明折价} + \text{调整后其他业务净资产}$ ，这里的“调整”是指“通过投资收益率预期来重新调整财报中的EV和NBV”。
- 调整后评估价值估值法（P/AAV）不仅反映公司“历史”价值，还反映未来创造新业务价值的的能力，且更好反映市场对险资投资收益率的预期（主要受利率预期的影响）。
- P/AAV估值可以更为合理的对比公司间的估值水平差异，因为P/AAV包含了对于各家新业务价值未来增长预期的差异，以及在对投资收益率假设进行调整时，内含价值和新业务价值对于投资收益率变动的敏感性差异（业务结构的差异）。

3.创新估值指标：PAAV

- AAV的计算有以下要点：
 - ① 基于保守原则，假设各公司经营年限为20年，统一应用11%的“风险贴现率”水平对未来20年的NBV进行折现。
 - ② 未来20年NBV预估方式为：2019年及以前为实际值（隐含假设：对未来的最优预估无限接近于实际情况），2020-2021年NBV为基于接近现实假设的预估值，基于保守考虑，2022年及以后新业务价值增速假设为0。
 - ③ 通过假设保险资金的配置比例及不同投资产品的收益率，我们测算出：调整后长期投资收益率假设= $\text{MIN}(5\%, \text{年均10年期国债到期收益率}+130\text{bps})$ 。
 - ④ 对有效业务价值和NBV根据调整后长期投资收益率假设进行调整（通过公司财报披露的敏感性测试线性外推）。
 - ⑤ 保险公司的内含价值依赖于大量精算假设，存在信息黑箱，因此对EV和NBV进行不透明折价，使用四家公司P/AAV的历史均值为1时的折价率作为不透明折价系数，计算出折价率为75%。

3.创新估值指标：PAAV

- 理论上讲，估值指标历史波动越小，其指导投资决策的应用性会越强。
- 我们从估值指标的稳定性上来验证P/EV和P/AAV这两个指标的应用性。我们选取2012年1月4日-2021年2月22日的数据进行验证，检验的结果显示：①除平安外，其他公司的P/AAV的标准差显著小于P/EV；②P/AAV的波动区间均小于P/EV。说明P/AAV的稳定性高于P/EV，P/AAV的应用性更好。

图36： P/EV和P/AAV的标准差

PEV				PAAV			
平安	国寿	太保	新华	平安	国寿	太保	新华
20.45%	31.66%	24.21%	33.65%	24.30%	25.56%	11.79%	21.76%

图47： P/EV和P/AAV的波动区间

	最小值				最大值				估值波动区间			
	平安	国寿	太保	新华	平安	国寿	太保	新华	平安	国寿	太保	新华
PEV	0.62	0.60	0.52	0.51	1.74	2.12	1.71	2.12	1.12	1.52	1.19	1.61
PAAV	0.36	0.67	0.55	0.54	1.29	1.91	1.35	1.77	0.93	1.25	0.80	1.23

3.创新估值指标：P/AAV

- 目前国寿、平安、太保、新华的P/AAV为0.94、0.97、0.83、0.69倍，处于相对低位。

图38：P/AAV估值走势图

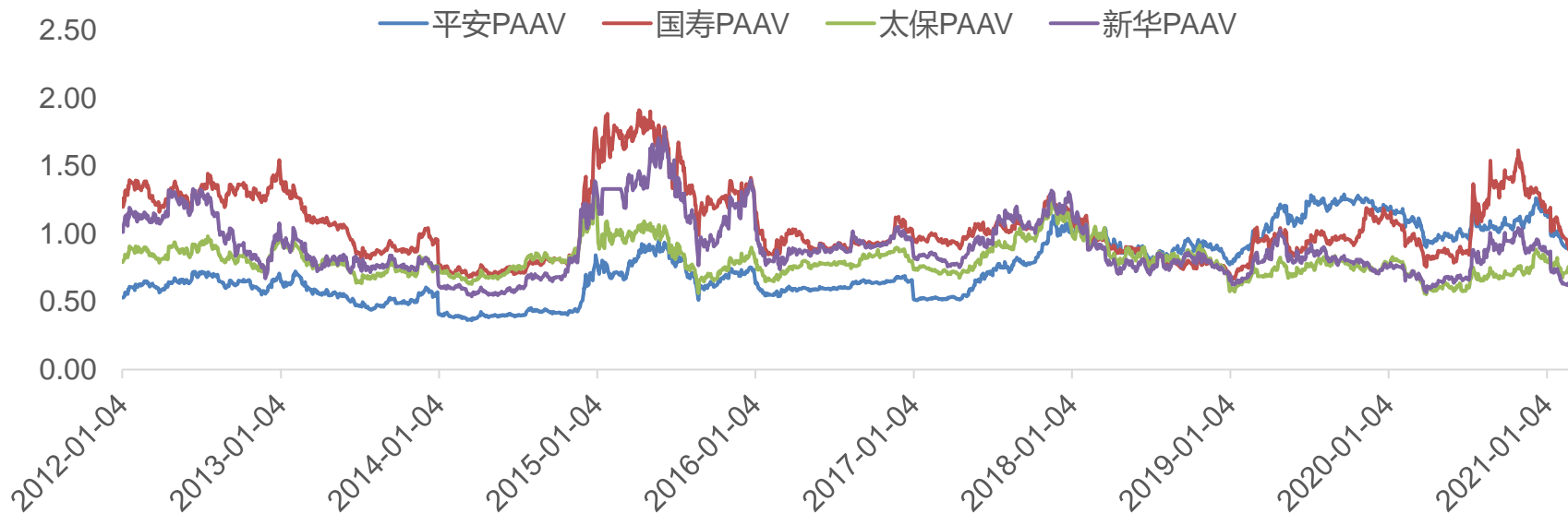


图39：P/AAV结果表（基于2月22日股价）

2021/2/22	股价（元）	PEV	PAAV	PAAV历史均值	PAAV中位数
中国人寿(A股)	34.72	0.82	0.94	1.34	1.20
中国平安(A股)	83.00	1.02	0.97	0.87	0.84
中国太保(A股)	42.62	0.79	0.83	0.87	0.81
新华保险(A股)	52.39	0.62	0.69	0.90	0.85

目录

一、负债端：走出低谷 OR 持续低迷

二、资产端：长期改善 OR 短期反弹

三、投资建议

四、风险提示

风险提示：

- 1) 居民收入预期修复缓慢：疫情导致国内经济压力增加，叠加海外疫情仍然具有不确定性，亦对国内经济增长形成压力，若居民收入预期修复缓慢，将会影响保险需求的修复。
- 2) 差异化服务布局进度及带动效果不及预期：健康医疗产业和养老产业布局难度较大，需要投入大量的人力、物力，布局情况或会慢于预期。
- 3) 保障型产品销售不及预期：若消费者未来收入预期修复缓慢，后续新重疾定义下的产品销售可能不及预期。

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

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