



# 保险行业研究

增持（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 联系人：黄佳慧

shusiqin@gjzq.com.cn

huangjiahui@gjzq.com.cn

## 2024 中报综述：投资改善驱动 Q2 利润高增，Margin 提升 NBV 高增延续

### 核心观点：

上半年保险公司财报整体超预期。利润方面，得益于高股息配置风格占优带来投资收益高弹性增长。寿险方面，Margin 提升带来 NBV 均实现双位数增长，margin 提升来源于：银保报行合一降费、预定利率下调、产品缴费期限拉长；队伍方面呈现量稳质升的态势。财险方面，保费增速放缓，一方面车均保费下滑，另一方面，收缩亏损业务及政策性业务招标延迟；但 COR 整体表现较好，源自于：报行合一车险费用监管趋严带来费用率下降，以及非车险业务结构优化。

**2024H1 五家大陆上市险企归母净利润合计+11.4%，其中 Q2 同比+52.5%，主要受益于高股息风格下的权益投资收益大幅提升，以及利率下行带来 FVPL 债券增值。**2024H1 归母净利润增速分别为：友邦（+47.3%）>太保（+37.1%）>太平（+15.4%）>人保（+14.1%）>新华（+11.1%）>阳光（+8.6%）>平安（+6.8%）>国寿（+5.9%）>中国财险（-9.2%，净利润），其中 Q2 新华（+100.6%）>国寿（+100.3%）>太保（+99.4%）>人保（+68.2%）>平安（+20.4%）>中国财险（+19.1%）。

**寿险：缴期改善+银保降费+预定利率下调，Margin 回升驱动 NBV 高增。**2024H1 上市险企 NBV 增速分别为：人保（+115.6%）>太平（+108.3%）>新华（+57.7%）>阳光（+39.9%）>太保（+29.5%）>友邦（+25.0%）>国寿（+18.6%）>平安（+11.0%）。

1) 个险渠道：NBV 全面正增长，代理人量稳质升。2024H1 个险渠道 NBV 增速分别为人保（+90.8%）>太平（+59.8%）>阳光（+47.8%）>新华（+39.5%）>太保（+21.5%）>友邦（+15.3%）>国寿（+14.6%）>平安（+10.8%）；代理人规模较年初增速分别为国寿（-0.8%）>平安（-2.0%）>太平（-3.0%）>人保寿（-7.7%）>太保（-8.0%）>新华（-10.3%），且从环比来看，2024H1 国寿、平安代理人规模分别较 Q1 末+1.1%、+2.1%，企稳回升态势明显，且产能持续改善。

2) 银保渠道：银保降费+缴期结构改善，NBV Margin 大幅提升使得 NBV 高增，新单保费普遍负增长。2024H1 银保渠道 NBV 增速表现分别为太平（+303.7%）>人保（+181.4%）>新华（+97.1%）>国寿（+80.6%）>友邦（+39.5%）>阳光（+31.4%）>太保（+26.6%）>平安（+17.3%），NBV Margin 表现分别为友邦（41.7%/+4.2pct）>平安（22.5%/+6.8pct）>太平（20.0%/+16.4pct）>国寿（17.5%/+13.0pct）>阳光（16.2%/+6.0pct）>新华（13.8%/+11.1pct）>太保（12.5%/+5.6pct）>人保（8.4%/+6.0pct）。

**财险：保费收入增速放缓，但 COR 整体表现优异。**2024H1 保费增速分别为太保（7.7%）>众安（5.3%）>平安（4.1%）>人保（3.7%），车险增速在 2.5%-3.5% 区间，增速差异主要由非车险带来，分别为太保（12.3%）>平安（5.3%）>人保（4.6%）；分季度来看，人保、太保上半年保费增速较 Q1 有所回升，一方面受益于车均保费降幅收窄，另一方面得益于政府类业务招标逐步开展；平安、众安环比放缓，且众安 Q2 保费负增长。承保盈利方面，中国财险（96.2%/+0.4pct）<太保财险（97.1%/-0.8pct）<平安财险（97.8%/-0.2pct）<众安在线（97.9%/+2.1pct），人保财险 COR 优于其他公司；太保财险 COR 改善最为明显，主要由于赔付率改善；众安在线 COR 抬升最为明显，主要由于保证险、健康险 COR 提升。

### 投资建议与估值：

展望后续，去年基数极低，利润预计仍将保持增长趋势。寿险负债端，去年停售 3.5% 传统险后，8-12 月基数较低，下半年增长压力不大，后续需观察分红险的销售情况。财险方面，去年 Q3 大灾导致承保、利润基数较低，在 9 月不发生极端自然灾害的情况下，Q3 业绩拐点可期。长期来看，大型保险公司存量负债成本并不高，各公司通过拉长久期、增配高股息资产稳定净投资收益率，净投资收益作为险资投资的基本盘，覆盖成本的压力不大，且后续新单保证利率将下降，叠加分红险占比提升，将逐步拉低整体负债成本。**当前保险公司估值隐含的投资收益率假设仍然较低，短期估值向上弹性来自于市场  $\beta$  及 3 季报预期，中长期来自于利差过度悲观预期的改善带来的估值中枢抬升。**

### 风险提示

监管趋严；权益市场波动；长端利率大幅下行；宏观经济复苏不及预期。



## 内容目录

1. 财务表现：投资业务向好驱动 Q2 利润同比高增.....	4
2. 寿险：缴期改善+银保降费，Margin 回升驱动 NBV 高增.....	6
3. 财险：保费收入增速放缓，但 COR 整体表现优异.....	10
4. 投资建议.....	12
风险提示.....	13

## 图表目录

图表 1：上市险企归母净利润情况.....	4
图表 2：上市险企总投资收益同比增量对比（亿元）.....	4
图表 3：上市险企权益金融资产分类.....	4
图表 4：上市险企债券金融资产分类.....	5
图表 5：上市险企投资收益率对比.....	5
图表 6：上市险企营运利润基本实现正增长.....	5
图表 7：合同服务边际摊销比例微降.....	6
图表 8：税前营运利润构成.....	6
图表 9：合同服务边际恢复正增长.....	6
图表 10：上市险企 NBV 情况对比.....	6
图表 11：上市险企 NBV Margin 同比大幅改善.....	7
图表 12：银保端销售积极性下降叠加趸交压降致使新单保费普遍负增.....	7
图表 13：高基数下上市险企传统寿险占比提升速度放缓.....	8
图表 14：上市险企个险 NBV 表现对比.....	8
图表 15：上市险企个险渠道新单保费增速分化.....	8
图表 16：平安、国寿代理人环比提升.....	9
图表 17：上市险企代理人产能持续改善（元/月/人）.....	9
图表 18：上市险企代理人活动率（%）.....	9
图表 19：上市险企银保渠道 NBV 表现对比.....	10
图表 20：高基数+报行合一政策下趸交压降，银保新单普遍负增长.....	10
图表 21：财险保费收入对比.....	10
图表 22：车险&非车险保费收入对比.....	11
图表 23：上市险企 COR 对比.....	11
图表 24：上市险企赔付率和费用率对比.....	11
图表 25：上市险企车险 COR 对比.....	11



图表 26: 上市险企非车险 COR 对比.....	12
图表 27: 中国平安分险种情况.....	12
图表 28: 中国太保分险种情况.....	12
图表 29: 中国财险分险种情况.....	12
图表 30: 保险公司当前估值隐含投资收益率测算 (亿元) .....	13
图表 31: 保险公司静态 PEV (截至 8.30) .....	13



## 1. 财务表现：投资业务向好驱动 Q2 利润同比高增

2024H1 五家大陆上市险企归母净利润合计+11.4%，其中 Q2 同比+52.5%，主要受资产端改善驱动，高股息配置风格下的权益投资收益大幅提升，以及利率下行背景下 FVPL 债券增值。新准则下（I9 与 I17 均实施），2024H1 上市险企归母净利润表现增速排序分别为：友邦（33 亿美元/+47.3%）>太保（251 亿元/+37.1%）>太平（60 亿元/+15.4%）>人保（227 亿元/+14.1%）>新华（111 亿元/+11.1%）>阳光（31 亿元/+8.6%）>平安（746 亿元/+6.8%）>国寿（383 亿元/+5.9%）>中国财险（175 亿元/-9.2%），其中 Q2 排序为新华（+100.6%）>国寿（+100.3%）>太保（+99.4%）>人保（+68.2%）>平安（+20.4%）>中国财险（+19.1%），主要由投资业绩向好驱动。

Q2 利润弹性与差异主要来自于各公司 FVPL 和 FVOCI 股票占比差异（见图表 3）。2024Q2 各险企总投资收益增速分别为太保（+196%）>新华（+161%）>国寿（+86%）>平安（+56%）>人保（+47%）。此外，利率下行背景下 FVPL 债券增值对投资收益也有贡献，2024H1，国寿、太保、新华 FVPL 债券占比分别为 17%、19%、20%。

图表1：上市险企归母净利润情况

归母净利润 (亿元)	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H1	同比
中国平安	384	367	-4.3%	315	379	20.4%	698	746	6.8%
中国人寿 (可比口径)	273	206	-24.5%	88	176	100.3%	362	383	5.9%
中国人寿 (披露口径)	228	206	-9.3%	118	176	48.9%	346	383	10.6%
中国太保	116	118	1.1%	67	134	99.4%	183	251	37.1%
新华保险	69	49	-28.6%	31	61	100.6%	100	111	11.1%
中国太平							52	60	15.4%
中国人保	117	90	-23.5%	82	137	68.2%	199	227	14.1%
中国财险 (净利润)	95	59	-38.3%	97	116	19.1%	192	175	-9.2%
阳光保险							29	31	8.6%
友邦保险							23	33	47.3%

来源：上市公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元、友邦为美元，中国人寿可比口径为同时应用 I9 与 I17 准则，披露口径 2023 年数据未根据 I9 重述

图表2：上市险企总投资收益同比增量对比 (亿元)

	平安			太保			国寿			新华			人保		
	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1
总投资收益	-19.6	225.9	206.3	-7.9	186.0	178.1	43.6	266.4	310.0	-7.6	104.3	96.8	-75.8	53.2	-22.5
利息收入	-5.9	-10.6	-16.5	-8.4	-7.1	-15.5	-3.6	-14.7	-18.3	4.0	-2.3	1.7	0.1	2.1	2.1
投资收益	-137.9	86.3	-51.6	-26.5	51.6	25.2	-119.3	104.1	-15.2	0.4	20.2	20.6	-55.8	7.7	-48.1
公允价值变动	124.2	150.2	274.4	29.1	127.1	156.1	166.5	186.5	353.0	-11.4	89.3	77.9	-23.2	39.9	16.7
减值损失				-2.1	14.4	12.4	0.0	-9.5	-9.4	-0.5	-2.9	-3.4	3.2	3.6	6.8

来源：上市险企财报，国金证券研究所 注：平安减值损失中包括银行等业务，因此计算时不考虑该科目

图表3：上市险企权益金融资产分类

亿元	平安		太保		国寿		新华		人保		太平		中国财险	
	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1
股票	2,921	3,319	1,885	2,213	4,302	4,417	1,062	1,443	455	450	1,134	1,107	359	399
FVOCI 股票	1,751	2,060	271	460	200	341	53	168	160	182	224	373	279	315
FVOCI 股票占比	59.9%	62.1%	14.4%	20.8%	4.6%	7.7%	5.0%	11.7%	35.2%	40.5%	19.8%	33.7%	77.8%	78.9%
FVOCI 股票占股票+基金比例	32.2%	36.6%	10.8%	16.1%	3.1%	4.8%	2.8%	6.5%	9.8%	12.8%	11.4%	20.0%	33.9%	40.9%
FVOCI 股票占投资资产比例	3.7%	4.0%	1.2%	1.9%	0.4%	0.6%	0.4%	1.2%	1.1%	1.2%	1.7%	2.5%	4.7%	4.9%



来源：上市公司财报，国金证券研究所 注：未披露权益基金的公司，统一按照基金的 60%估算

图表4：上市险企债券金融资产分类

	债券账户构成			占投资资产比例		
	国寿	太保	新华	国寿	太保	新华
AC	0%	2%	39%	0%	1%	19%
FVPL	17%	19%	20%	10%	11%	10%
FVOCI	83%	79%	41%	48%	44%	20%

来源：各公司财报，国金证券研究所

利率下行，资产再配置收益降低，净投资收益率同比有所下滑，高股息配置风格下权益投资收益大幅提升，驱动总/综合投资收益率好转。1) 2024H1 上市险企年化净投资收益率表现分别为：人保 (3.8%/-0.6pct) = 阳光 (3.8%/+0.4pct) > 太保 (3.6%/-0.4pct) > 太平 (3.5%/-0.1pct) > 平安 (3.3%/-0.2pct) > 新华 (3.2%/-0.2pct) > 国寿 (3.0%/-0.7pct)。2) 2024H1 上市险企年化总投资收益率表现分别为：太保 (5.4%/+1.4pct) > 太平 (5.3%/+1.4pct) > 新华 (4.8%/+1.1pct) > 中国财险 (4.4%/-0.8pct) > 人保 (4.1%/-0.8pct) > 国寿 (3.6%/+0.3pct) = 阳光 (3.6%/+0.1pct) > 平安 (3.5%/+0.1pct)；3) 剔除 FVOCI 固收资产的浮盈，综合投资收益率表现分别为：太平 (7.3%/+2.9pct) > 阳光 (7.2%/+2.3pct) > 太保 (6.0%/+1.8pct) > 财险 (5.9%/+1.1pct) > 新华 (5.4%/+1.4pct) > 人保 (4.5%/-0.5pct) > 平安 (4.2%/+0.1pct) > 国寿 (3.6%/+0.3pct)。平安对买入返售金融资产利息收入、卖出回购金融资产款及拆入资金利息支出、分红收入等未做年化处理，净投资收益率与其他险企相比存在低估，国寿亦存在部分低估。

图表5：上市险企投资收益率对比

	平安		太保		国寿		新华		太平		人保		财险		阳光	
	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1
净投资收益率	3.5%	3.3%	4.0%	3.6%	3.7%	3.0%	3.4%	3.2%	3.6%	3.5%	4.4%	3.8%			3.4%	3.8%
总投资收益率	3.4%	3.5%	4.0%	5.4%	3.3%	3.6%	3.7%	4.8%	3.9%	5.3%	4.9%	4.1%	5.2%	4.4%	3.5%	3.6%
综合投资收益率	4.1%	4.2%	4.2%	6.0%	3.3%	3.6%	4.0%	5.4%	4.4%	7.3%	5.0%	4.5%	4.8%	5.9%	4.9%	7.2%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平、新华披露的综合投资收益率为 5.01%、6.5%，含 FVOCI 固收资产的浮盈，上述对比中把这部分浮盈剔除掉；年化规则的差异：1、平安仅对利息收入和租金收入等进行年化处理，对买入返售金融资产利息收入、卖出回购金融资产款及拆入资金利息支出、分红收入、投资差价收入、公允价值变动损益等均不做年化处理。2、阳光在年化投资收益率计算中，仅对固定收益类金融资产的利息收入、权益类金融资产的股息收入、投资性房地产的经营租赁收入、应占联营企业和合营企业收益及亏损、买入返售证券及活期存款的利息收入进行年化处理。3、国寿在计算 2024 年 1-6 月投资收益率时，分母平均投资资产不含其他债权投资的公允价值变动额，以反映公司资产负债管理的战略意图，同时仅对固定到期类资产的利息收入和投资性房地产的租金收入等进行年化，对买入返售金融资产和卖出回购金融资产款的利息收入/支出、股息收入、价差收入、公允价值变动损益等均不年化。4、简单年化：太平、太保、新华、人保、财险

投资业绩向好驱动营运利润正增（有两个原因：虽然营运利润投资收益率锁定 4.5%，但是投资好转仍有助于提升营运利润：1) 提升投资资产增长水平；2) VFA 模型下投资收益的增长对应要提升公司的利润部分会被 CSM 吸收），平安集团受科技业务拖累微负增长。2024H1 平安、太保集团归母营运利润分别同比-0.6%、+3.3%，平安集团主要受科技业务影响（同比-83%至 2.9 亿元），寿险、财险、银行三大核心业务保持稳健，同比+1.7%；平安寿险、太保寿险、友邦保险归母营运利润分别同比+0.7%、+1.8%、+3.5%。具体来看，平安寿险营运利润中的保险服务业绩受前些年 NBV 持续下滑导致合同服务边际负增长、摊销比例下滑等因素影响同比-2.2%，但 2024H1 各险企合同服务边际均已实现正增长，预计后续营运利润有望稳健增长。

图表6：上市险企营运利润基本实现正增长

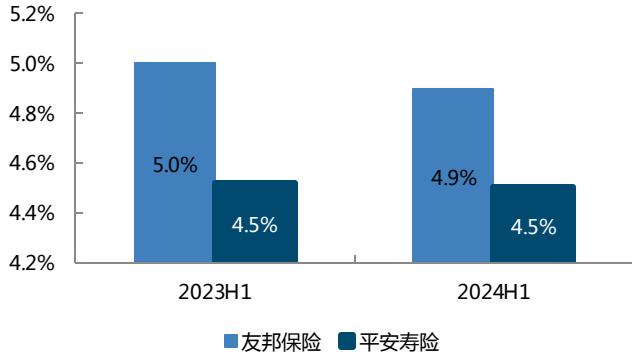
归母营运利润 (亿元)	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H1	H1 同比
中国平安	399	387	-3.0%	390	398	1.9%	790	785	-0.6%
平安寿险	267	273	2.2%	276	274	-0.8%	543	547	0.7%
中国太保							191	197	3.3%



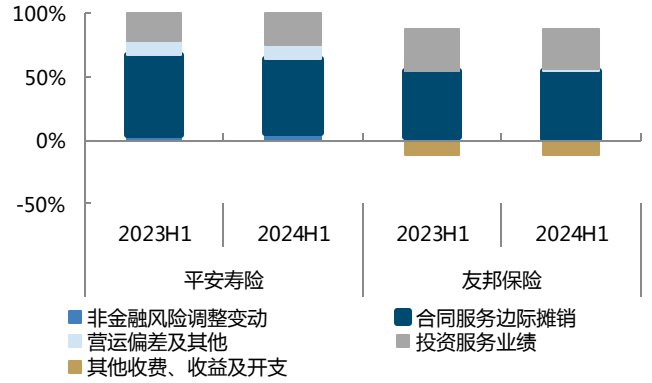
归母营运利润 (亿元)	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H1	H1 同比
太保寿险							149	152	1.8%
友邦保险							33	34	3.5%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：友邦为美元

图表7：合同服务边际摊销比例微降



图表8：税前营运利润构成



来源：各公司财报，国金证券研究所

来源：各公司财报，国金证券研究所

图表9：合同服务边际恢复正增长

累计合同服务边际 (亿元)	2023	2024H1	较年初	当期合同服务边际 (亿元)	2023H1	2024H1	较年初
中国平安	7,684	7,744	0.8%	中国平安	272	237	-12.6%
中国太保	3,240	3,326	2.7%	中国太保	75	89	18.5%
中国人寿	7,691	7,740	0.6%	中国人寿	374	380	1.6%
新华保险	1,690	1,718	1.7%	新华保险	38	57	49.1%
中国太平	2,112	2,155	2.0%	中国太平	107	134	25.2%
中国人保	926	1,062	14.7%	中国人保	84	131	56.6%
人保寿险	756	877	15.9%	人保寿险	59	79	34.7%
人保健康	170	186	9.3%	人保健康	25	52	108.8%
友邦保险	531	541	1.8%	友邦保险	34	38	11.3%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元、友邦为美元

## 2. 寿险：缴期改善+银保降费，Margin 回升驱动 NBV 高增

NBV Margin 大幅改善驱动 NBV 高增延续。2024H1，上市险企 NBV 增速表现分别为：人保 (+115.6%) > 太平 (+108.3%) > 新华 (+57.7%) > 阳光 (+39.9%) > 太保 (+29.5%) > 友邦 (+25.0%) > 国寿 (+18.6%) > 平安 (+11.0%)，阳光、新华未按照 4.5% 投资收益率假设重述基数。

图表10：上市险企 NBV 情况对比

NBV (亿元)	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H1	同比
中国平安(可比口径)	107	129	20.7%	94	94	0.0%	201	223	11.0%
中国人寿(可比口径)			26.3%				272	323	18.6%
中国太保(披露口径)	40	52	30.7%	34	38	13.5%	74	90	22.8%
中国太保(可比口径)	36	52	43.6%	34	38	14.4%	70	90	29.5%
新华保险(披露口径)			51.0%				25	39	57.7%
中国太平(可比口径)							32	67	108.3%
中国人保(可比口径)							32	70	115.6%
人保寿险(可比口径)			81.6%				21	39	91.0%
人保健康(可比口径)							12	30	159.0%
友邦保险(实质汇率)	11	13	26.7%	10	11	14.9%	20	25	21.0%



NBV (亿元)	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H1	同比
友邦保险 (固定汇率)	10	13	31.0%	9	11	18.6%	20	25	25.0%
阳光保险 (披露口径)							27	38	39.9%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 友邦为美元; 披露口径意为公司未根据投资收益率等经济假设调整重述 NBV 指标, 重述后同比增速将更高, 可比口径均为 4.5% 投资收益率假设对应的 NBV, 其中太保可比口径 2024Q1NBV 按照 2023 年精算假设下调的折价率折算

2024H1 上市险企 NBV Margin 同比大幅回升, Margin 及提升幅度分别为友邦 (53.9%/3.3pct) > 国寿 (20.1%/4.2pct) > 太平 (24.6%/12.4pct) > 平安 (24.2%/6.5pct) > 阳光 (19.1%/6.7pct) > 新华 (18.8%/12.0pct) > 太保 (18.7%/6.0pct) > 人保 (11.1%/6.4pct), 驱动因素有差异, 主要源于: 银保渠道报行合一降费, 以及银保趸交大幅压缩 (国寿、新华), 提升 5 年/6 年交产品占比 (太保、太平、平安) 以及提升 10 年交产品占比 (国寿、新华)。

图表11: 上市险企 NBV Margin 同比大幅改善

NBV Margin	2023H1	2024H1	变动
中国平安 (可比口径)	17.7%	24.2%	6.5%
中国人寿 (可比口径)	15.9%	20.1%	4.2%
中国太保 (披露口径)	13.4%	18.7%	5.3%
中国太保 (可比口径)	12.7%	18.7%	6.0%
新华保险 (披露口径)	6.8%	18.8%	12.0%
中国太平 (披露口径)	12.2%	24.6%	12.4%
中国人保 (可比口径)	4.6%	11.1%	6.4%
人保寿险 (可比口径)	4.7%	11.3%	6.5%
人保健康 (可比口径)	4.5%	10.9%	6.4%
友邦保险 (实质汇率)	50.8%	53.9%	3.1%
友邦保险 (固定汇率)	50.6%	53.9%	3.3%
阳光保险 (披露口径)	12.4%	19.1%	6.7%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 国寿 NBV Margin 使用原保费口径计算

高基数、报行合一阶段性地影响银行端销售积极性以及部分公司压降银保趸交 (新华、国寿), 致使新单保费普遍负增长。2024H1 新单保费增速分别为友邦 (+14.1%) > 国寿 (-6.4%) > 太平 (-8.8%) > 阳光 (-9.0%) > 人保 (-9.7%) > 太保 (-11.8%) > 平安 (-19.0%) > 新华保险 (-41.7%), 除友邦外均为负增长。

图表12: 银保端销售积极性下降叠加趸交压降致使新单保费普遍负增

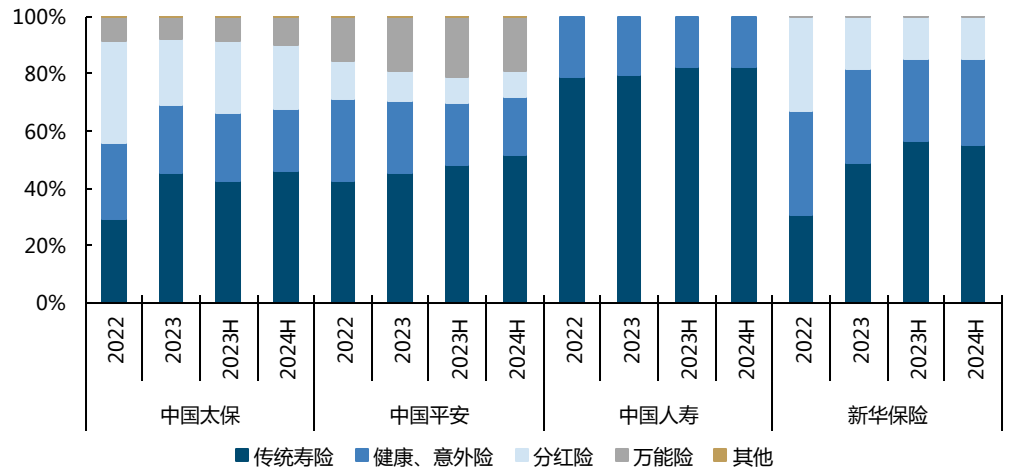
新单保费 (亿元)	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H1	同比
中国平安	655.1	566.3	-13.6%	483.9	355.9	-26.4%	1139.0	922.2	-19.0%
中国人寿	1176.7	1124.4	-4.4%	535.4	478.2	-10.7%	1712.1	1602.7	-6.4%
中国太保	326.6	328.3	0.5%	229.0	161.9	-29.3%	555.6	490.2	-11.8%
新华保险	213.5	125.9	-41.0%	149.5	85.7	-42.7%	363.0	211.6	-41.7%
中国太平							332.8	303.4	-8.8%
中国人保	504.2	455.2	-9.7%	190.7	172.3	-9.6%	694.9	627.5	-9.7%
人保寿险	319.0	253.4	-20.6%	115.2	96.4	-16.3%	434.1	349.8	-19.4%
人保健康	185.3	201.8	8.9%	75.5	75.9	0.6%	260.8	277.7	6.5%
友邦保险	20.0	24.5	22.6%	19.9	21.0	5.6%	39.8	45.5	14.1%
阳光保险							215.5	196.1	-9.0%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 太平为港元、友邦为美元

产品形态看, 3.0% 预定利率下增额终身寿继续热销, 驱动传统寿险占比普遍提升。9 月起传统险预定利率将下调至 2.5%, 预计各险企将转向分红险销售。



图表13: 高基数下上市险企传统寿险占比提升速度放缓



来源: 各公司财报, 国金证券研究所

1) 个险渠道: NBV 全面正增长, 代理人企稳回升态势显现且质态持续改善

储蓄险需求依旧旺盛, 大部分公司新单保费在高基数下继续增长, 叠加缴别改善、预定利率下调驱动 Margin 提升, 个险渠道 NBV 延续高增。2024H1 上市险企个险渠道 NBV 增速表现分别为人保(+90.8%)>太平(+59.8%)>阳光(+47.8%)>新华(+39.5%)>太保(+21.5%)>友邦(+15.3%)>国寿(+14.6%)>平安(+10.8%), 其中 NBV Margin 表现分别为友邦(67.2%/+4.4pct)>阳光(34.7%/+7.5pct)>平安(33.0%/+10.5pct)>国寿(30.6%/+5.4pct)>新华(30.5%/+8.6pct)>太保(29.4%/+2.8pct)>人保(28.7%/+12.7pct)>太平(27.5%/+8.9pct), 新单保费表现分别为阳光(+15.7%)>太保(+10.0%)>友邦(+7.8%)>太平(+7.3%)>人保(+6.5%)>国寿(+5.2%)>新华(+0.4%)>平安(-24.5%), 平安负增长主要源于高基数叠加万能账户销售削减。

图表14: 上市险企个险 NBV 表现对比

个险 NBV (亿元)	2023H1	2024H1	同比	个险 NBV Margin	2023H1	2024H1	变动 pct
中国平安(可比口径)	163.4	181.1	10.8%	中国平安(可比口径)	22.5%	33.0%	10.5%
中国人寿(可比口径)	255.6	292.9	14.6%	中国人寿(可比口径)	25.2%	30.6%	5.4%
中国太保(披露口径)	59.4	72.2	21.5%	中国太保(披露口径)	26.7%	29.4%	2.8%
新华保险(披露口径)	19.9	27.8	39.5%	新华保险(披露口径)	21.9%	30.5%	8.6%
中国太平(披露口径)	32.8	52.4	59.8%	中国太平(披露口径)	18.6%	27.5%	8.9%
中国人保(可比口径)	24.0	45.9	90.8%	中国人保(可比口径)	16.0%	28.7%	12.7%
人保寿险(可比口径)	14.8	19.7	33.2%	人保寿险(可比口径)	12.8%	17.7%	5.0%
人保健康(可比口径)	9.3	26.2	182.6%	人保健康(可比口径)	26.9%	53.4%	26.5%
友邦保险(实质汇率)	16.1	18.6	15.3%	友邦保险(实质汇率)	62.8%	67.2%	4.4%
阳光保险(披露口径)	9.1	13.4	47.8%	阳光保险(披露口径)	27.1%	34.7%	7.5%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 太平为港元、友邦为美元

图表15: 上市险企个险渠道新单保费增速分化

个险新单保费 (亿元)	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H1	同比
中国平安							726.4	548.2	-24.5%
中国人寿							896.0	942.8	5.2%
中国太保	122.8	161.24	31.3%	100.1	84.0	-16.1%	222.9	245.2	10.0%
新华保险	47.0	55.3	17.6%	43.9	35.9	-18.1%	90.8	91.2	0.4%
中国太平							177.8	190.7	7.3%
中国人保							150.2	160.0	6.5%
人保寿险							115.8	111.0	-4.2%





个险新单保费 (亿元)	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H1	同比
人保健康							34.4	49.0	42.6%
友邦保险							25.7	27.7	7.8%
阳光保险							33.5	38.7	15.7%

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元、友邦为美元

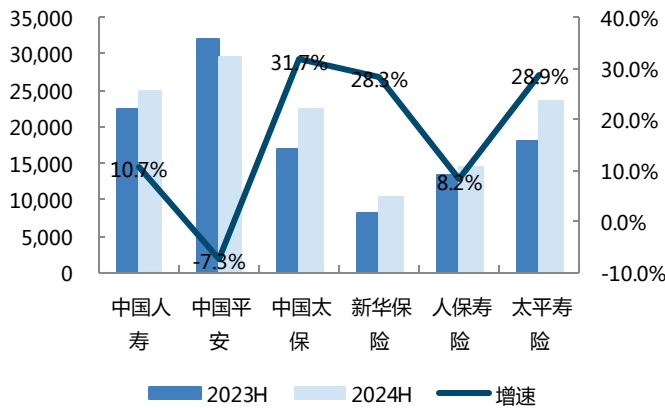
代理人企稳回升态势显现，质态持续改善，产能大幅提升。1) 从规模看，截至 2024H1，代理人规模分别为国寿 (62.9 万) > 平安 (34.0 万) > 太平 (22.8 万) > 太保 (18.3 万) > 新华 (13.9 万) > 人保寿 (8.2 万)，较年初增速分别为国寿 (-0.8%) > 平安 (-2.0%) > 太平 (-3.0%) > 人保寿 (-7.7%) > 太保 (-8.0%) > 新华 (-10.3%)，且从环比来看，2024H1 国寿、平安代理人规模分别较 Q1 末 +1.1%、+2.1%，企稳回升态势明显。2) 从产能看，各险企代理人产能继续增长，产能及增速情况分别为平安 (29651 元/-7.3%) > 国寿 (24883 元/+10.7%) > 太平 (23415 元/+28.9%) > 太保 (22332 元/+31.7%) > 人保寿 (14458 元/+8.2%) > 新华 (10400 元/+28.3%)，平安负增长主要源于高基数与万能险规模压降。3) 从活动率看，代理人活动率继续改善，太保表现优异，2024H1，活动率分别为太保 (73.8%/+4.1pct) > 平安 (55.9%/+1.8pct)。

图表16：平安、国寿代理人环比提升

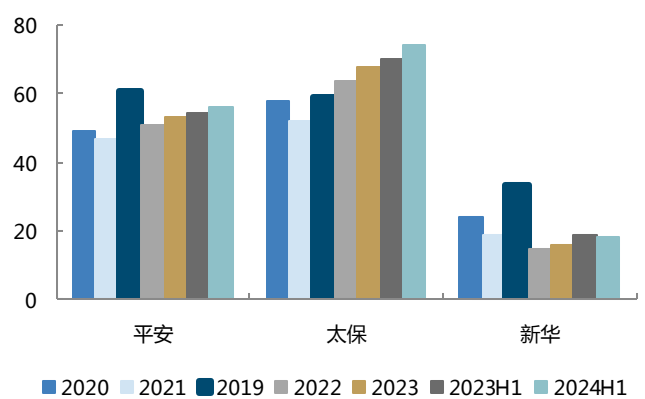
期末代理人规模 (万人)	2023H1	2023	2024Q1	2024H1	同比	较年初	较 Q1
中国平安	37.4	34.7	33.3	34.0	-9.1%	-2.0%	2.1%
中国人寿	66.1	63.4	62.2	62.9	-4.8%	-0.8%	1.1%
中国太保	21.6	19.9		18.3	-15.3%	-8.0%	
新华保险	17.1	15.5		13.9	-18.7%	-10.3%	
人保寿险	7.9	8.9		8.2	3.7%	-7.7%	
中国太平	32.0	23.5		22.8	-28.9%	-3.0%	

来源：各公司财报，国金证券研究所

图表17：上市险企代理人产能持续改善 (元/月/人)



图表18：上市险企代理人活动率 (%)



来源：各公司财报，国金证券研究所

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：太保为举绩率，新华为合格率

## 2) 银保渠道：NBV 全面正增长，代理人质态持续改善

主要受益于银保降费、缴期结构改善 (国寿、新华压缩趸交，太平提升 5 年交产品占比)，NBV Margin 大幅提升驱动 NBV 高增，新单保费普遍负增长。2024H1，上市险企银保渠道 NBV 增速表现分别为太平 (+303.7%) > 人保 (+181.4%) > 新华 (+97.1%) > 国寿 (+80.6%) > 友邦 (+39.5%) > 阳光 (+31.4%) > 太保 (+26.6%) > 平安 (+17.3%)，NBV Margin 表现分别为友邦 (41.7%/+4.2pct) > 平安 (22.5%/+6.8pct) > 太平 (20.0%/+16.4pct) > 国寿 (17.5%/+13.0pct) > 阳光 (16.2%/+6.0pct) > 新华 (13.8%/+11.1pct) > 太保 (12.5%/+5.6pct) > 人保 (8.4%/+6.0pct)，新单保费表现分别为友邦 (+25.9%) > 阳光 (-16.9%) > 平安 (-18.1%) > 人保 (-20.6%) > 太平 (-30.0%) > 太保 (-30.4%) > 国寿 (-53.3%) > 新华 (-60.8%)，负增长主要受高基数、趸交规模压降、手续费下降阶段性地影响银行端销售积极性三重影响。



图表19: 上市险企银保渠道NBV表现对比

银保 NBV (亿元)	2023H1	2024H1	同比	银保 NBV Margin	2023H1	2024H1	变动 pct
中国平安(可比口径)	22.5	26.4	17.3%	中国平安(可比口径)	15.7%	22.5%	6.8%
中国人寿(可比口径)	16.5	29.7	80.6%	中国人寿(可比口径)	4.5%	17.5%	13.0%
中国太保(披露口径)	13.8	17.5	26.6%	中国太保(披露口径)	6.9%	12.5%	5.6%
新华保险(披露口径)	7.0	13.8	97.1%	新华保险(披露口径)	2.7%	13.8%	11.1%
中国太平(披露口径)	5	18.7	303.7%	中国太平(披露口径)	3.6%	20.0%	16.4%
中国人保(可比口径)	9.5	26.8	181.4%	中国人保(可比口径)	2.4%	8.4%	6.0%
人保寿险(可比口径)	5.3	19.3	262.9%	人保寿险(可比口径)	1.8%	8.6%	6.9%
人保健康(可比口径)	4.2	7.4	77.5%	人保健康(可比口径)	4.3%	7.8%	3.6%
友邦保险(实质汇率)	5.3	7.4	39.5%	友邦保险(实质汇率)	37.5%	41.7%	4.2%
阳光保险(披露口径)	16.8	22.0	31.4%	阳光保险(披露口径)	10.3%	16.2%	6.0%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 太平为港元、友邦为美元, 假设国寿银保渠道 NBV=NBV-个险渠道 NBV, NBV Margin 使用原保费口径计算

图表20: 高基数+报行合一政策下趸交压降, 银保新单普遍负增长

银保新单保费 (亿元)	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H1	同比
中国平安							143.4	117.5	-18.1%
中国人寿							364.3	169.9	-53.3%
中国太保	111.5	87.18	-21.8%	89.5	52.6	-41.2%	200.9	139.8	-30.4%
新华保险	154.9	56.2	-63.7%	99.6	43.5	-56.3%	254.5	99.7	-60.8%
中国太平							135.2	94.6	-30.0%
中国人保							401.8	318.9	-20.6%
人保寿险							303.7	224.0	-26.2%
人保健康							98.2	94.9	-3.3%
友邦保险							14.1	17.8	25.9%
阳光保险							163.4	135.8	-16.9%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 太平为港元、友邦为美元

### 3. 财险: 保费收入增速放缓, 但 COR 整体表现优异

财险原保险保费收入增长整体放缓, 太保(7.7%)>众安(5.3%)>平安(4.1%)>人保(3.7%), 行业整体为 4.5%。增速差异主要由非车险带来, 车险同比增速在 2.5%-3.5% 区间, 差异不大。非车险同比增速: 太保(12.3%)>平安(5.3%)>人保(4.6%), 行业整体增速为 6.2%。具体来看: 1) 太保非车险增速较快, 主要由企财险(+22.6%)、健康险(+21.4%) 高增驱动, 农险招投标延后保费增速放缓至 9.8%; 2) 平安非车险增速放缓主要由于保证险保费由正转负, 今年上半年-18 亿元, 责任险保费收入同比-0.3%, 但健康险和农业险保费同比高速增长 43.5%、32.9%; 3) 人保财险主要受农险招投标延迟及盈利性不佳的商业性农险压降致使农险增速放缓至 3.4%, 及信保险同比-6.3%拖累, 意健险同比+5.7%增长稳健。

分季度来看, 人保、太保上半年保费收入同比增速较 Q1 有所回升, 一方面受益于车均保费降幅收窄带来的车险保费增速环比改善, 另一方面得益于政府类业务招标逐步开展; 平安、众安环比放缓, 其中仅众安 Q2 保费收入为负增长, 主要由于收缩外部流量投放导致健康险增长承压以及从风控角度主动收缩保证险业务。

图表21: 财险保费收入对比

保费收入 (亿元)	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H1	同比
人保财险	1,676	1,740	3.8%	1,333	1,380	3.5%	3009	3120	3.7%
平安财险	770	791	2.8%	772	813	5.4%	1541	1604	4.1%
太保财险	575	625	8.6%	474	505	6.6%	1049	1130	7.7%
众安在线	60	71	18.1%	85	82	-3.7%	145	152	5.3%
行业	4,667	4,905	5.1%	4,111	4,271	3.9%	8778	9176	4.5%

来源: 各公司财报、金融监管总局, 国金证券研究所; 太保财险保费收入来自于保费收入公告, 与财报口径略有差异, 此口径包含了 12.25 亿安信农险的保费



图表22: 车险 & 非车险保费收入对比

车险保费收入 (亿元)	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H1	同比
人保财险	679	692	1.9%	680	701	3.2%	1359	1394	2.5%
平安财险	500	518	3.5%	513	530	3.3%	1013	1048	3.4%
太保财险	259	265	2.2%	249	257	3.3%	508	522	2.8%
行业	2087	2142	2.6%	2,109	2,169	2.9%	4195	4311	2.7%
非车险保费收入 (亿元)	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H1	同比
人保财险	997	1047	5.0%	653	679	3.9%	1650	1726	4.6%
平安财险	269	273	1.3%	259	283	9.4%	528	556	5.3%
太保财险	316	360	13.8%	225	248	10.2%	542	609	12.3%
行业	2580	2763	7.1%	2002	2103	5.0%	4583	4865	6.2%

来源: 各公司财报、金融监管总局, 国金证券研究所

承保盈利方面, 中国财险 (96.2%/+0.4pct) < 太保财险 (97.1%/-0.8pct) < 平安财险 (97.8%/-0.2pct) < 众安在线 (97.9%/+2.1pct), 中国财险 COR 虽然因为自然灾害有所抬升, 但绝对水平优于其他公司; 太保财险 COR 改善最为明显, 主要由于赔付率改善; 众安在线 COR 抬升幅度最为明显, 主要由于保证险、健康险 COR 提升。

具体来看: 1) 中国财险车险 COR 同比-0.3pct 至 96.4%, 主要由报行合一监管趋严费用率下降 1.8pct 带来; 非车险 COR 95.8%, 同比抬升 1.5pct, 农险 COR 同比-2pct 至 89% 表现优异, 受益于盈利性较差的商业农险业务的压降; 意健险、责任险、企财险、其他险种 COR 分别同比+1.4、+1.3、+7.6、+3.5pct 至 99.9%、104.1%、99.6%、87.6%; 2) 太保车险 COR 同比-0.9pct 至 97.1%, 主要受益于费用监管趋严带来费用率下降; 非车险 COR 同比-0.7pct 至 97.2%, 公司对高成本领域业务的重点攻坚, 健康险、农险、企财险同比-0.4pct、-0.3pct、-1.2pct 至 100.8%、97.8%、94.1% 全面改善, 责任险 99.4% 同比持平。3) 平安车险 COR 同比提升 1.0pct, 预计主要由自然灾害带来赔付率提升导致, 非车险 COR 大幅改善 2.7pct, 主要由于公司于 23Q4 暂停新增融资性保证保险业务, 且保证险 COR 同比-10.9pct 至 106.8%, 以及责任险 COR 同比优化 1.5pct。

图表23: 上市险企 COR 对比

COR	2023Q1	2024Q1	同比	2023H1	2024H1	同比
中国平安	98.7%	99.6%	0.9%	98.0%	97.8%	-0.2%
中国太保	98.4%	98.0%	-0.4%	97.9%	97.1%	-0.8%
人保财险	95.7%	97.9%	2.2%	96.4%	96.8%	0.4%
中国财险				95.8%	96.2%	0.4%
众安在线				95.8%	97.9%	2.1%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所; 人保财险、中国财险数据前者是中国会计准则、后则是国际会计准则, 差异为农险准备金

图表24: 上市险企赔付率和费用率对比

赔付率	2023H1	2024H1	同比	费用率	2023H1	2024H1	同比
中国平安	70.6%	70.6%	0.0%	中国平安	27.4%	27.2%	-0.2%
中国太保	70.4%	69.6%	-0.8%	中国太保	27.5%	27.5%	0.0%
人保财险	69.5%	70.7%	1.2%	人保财险	26.9%	26.1%	-0.8%
中国财险	68.9%	70.1%	1.2%	中国财险	26.9%	26.1%	-0.8%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所

图表25: 上市险企车险 COR 对比

车险 COR	2023H1	2024H1	同比	车险赔付率	2023H1	2024H1	同比	车险费用率	2023H1	2024H1	同比
中国平安	97.1%	98.1%	1.0%	中国平安				中国平安			
中国太保	98.0%	97.1%	-0.9%	中国太保	70.8%	71.4%	0.6%	中国太保	27.2%	25.7%	-1.5%
人保财险	96.7%	96.4%	-0.3%	人保财险	69.7%	71.2%	1.5%	人保财险	27.0%	25.2%	-1.8%
中国财险	96.7%	96.4%	-0.3%	中国财险	69.7%	71.2%	1.5%	中国财险	27.0%	25.2%	-1.8%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所



图表26: 上市险企非车险 COR 对比

非车险 COR	2023H1	2024H1	同比
中国平安	99.9%	97.2%	-2.7%
中国太保	97.9%	97.2%	-0.7%
人保财险	95.9%	97.3%	1.4%
中国财险	94.4%	95.8%	1.5%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所

图表27: 中国平安分险种情况

	原保费收入 (亿元)			COR		
	2023H1	2024H1	同比增速	2023H1	2024H1	同比变化
车险	1013	1048	3.4%	97.1%	98.1%	1.0%
责任保险	142	142	-0.3%	99.5%	98.0%	-1.5%
保证保险	22	(18)	/	117.7%	106.8%	-10.9%
企财险	58	62	7.6%	89.0%	94.7%	0.0%
健康保险	70	101	43.5%	92.3%	95.9%	5.7%
农业保险	55	73	32.9%	93.4%	95.9%	3.6%

来源: 中国平安公司财报, 国金证券研究所

图表28: 中国太保分险种情况

	原保费收入 (亿元)			COR		
	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
机动车辆险	508	522	2.8%	98.0%	97.1%	-0.9%
非机动车辆险	529	596	12.7%	97.9%	97.2%	-0.7%
健康险	133	161	21.4%	101.2%	100.8%	-0.4%
农业险	124	137	9.8%	98.1%	97.8%	-0.3%
责任险	111	125	11.8%	99.4%	99.4%	0.0%
企财险	37	45	22.6%	95.3%	94.1%	-1.2%
其他	124	129	4.0%	95.4%	93.7%	-1.7%
合计	1,037	1,118	7.8%	97.9%	97.1%	-0.8%

来源: 中国太保公司财报, 国金证券研究所 注: 半年报披露数据, 不含安信农险

图表29: 中国财险分险种情况

综合成本率	原保费收入 (亿元)			COR		
	2023H1	2024H1	同比	2023H1	2024H1	同比
机动车辆险	1,359	1,394	2.5%	96.7%	96.4%	-0.3%
企业财产险	100	106	5.4%	92.0%	99.6%	7.6%
意外及健康险	724	766	5.7%	98.5%	99.9%	1.4%
责任险	210	217	3.2%	102.8%	104.1%	1.3%
农险	441	456	3.4%	91.0%	89.0%	-2.0%
其他险种	175	154	-11.7%	84.1%	87.6%	3.5%
合计	3,009	3,120	3.7%	95.8%	96.2%	0.4%

来源: 中国财险公司财报, 国金证券研究所

## 4. 投资建议

上半年保险公司财报整体超预期。利润方面, 主要得益于高股息配置风格占优带来投资收益高弹性增长。寿险方面, margin 同比提升带来 NBV 均实现双位数增长, margin 提升来源于: 银保报行合一降费、预定利率下调、产品缴费期限拉长; 队伍方面呈现量稳质升的态势。财险方面, 保费增速放缓, 一方面车均保费下滑, 另一方面, 收缩亏损业务及政策



性业务招标延迟；但 COR 整体表现较好，源自于：报行合一车险费用监管趋严带来费用率下降，以及非车险业务结构优化。

展望后续，虽然 7-8 月股市震荡向下，但在去年基数极低的情况下，利润预计仍将保持增长趋势。寿险负债端，去年下半年停售 3.5%传统险后，各家 8-12 月基数较低，下半年增长压力不大，后续需观察传统险预定利率下调至 2.5%后，分红险的销售情况。财险方面，去年 Q3 大灾导致承保、利润基数较低，在 9 月不发生极端自然灾害的情况下，Q3 业绩拐点可期。

大型保险公司存量负债成本并不高，各公司通过拉长久期、增配高股息资产稳定净投资收益率，净投资收益作为险资投资的基本盘，覆盖成本的压力不大，且后续新单保证利率将下降，叠加分红险占比提升，将逐步拉低整体负债成本。但当前保险公司估值隐含的投资收益率假设仍然较低，短期估值向上弹性来自于市场  $\beta$  及 3 季报预期，中长期来自于利差过度悲观预期的改善带来的估值中枢抬升。

图表30：保险公司当前估值隐含投资收益率测算（亿元）

标的名称	平安 A	国寿 A	太保 A	新华 A	平安 H	国寿 H	太保 H	新华 H	太平
市值	8,018	9,435	2,851	1,031	6,213	3,048	1,786	481	364
2023 年 EV	13,901	12,606	5,295	2,505	13,901	12,606	5,295	2,505	2,031
2023 年 PEV	0.58	0.75	0.54	0.41	0.45	0.24	0.34	0.19	0.18
折价后的有效业务价值 (总市值-调整净资产)	-1,419	2,677	-64	-597	-3,224	-3,710	-1,129	-1,146	-1,022
折价比例	-131.8%	-54.2%	-102.7%	-168.0%	-172.2%	-163.4%	-147.5%	-230.7%	-258.5%
对应的投资收益率假设	1.7%	3.4%	2.1%	2.0%	0.9%	1.2%	1.1%	1.1%	0.6%
3.5%投资收益率假设下 2023 年 EV	11789	9749	4295	1912	11789	9749	4295	1912	1608
合理估值	0.85	0.77	0.81	0.76	0.85	0.77	0.81	0.76	0.79
增长空间	47.0%	3.3%	50.6%	85.4%	89.7%	219.9%	140.5%	297.0%	342.0%

来源：wind、各公司财报，国金证券研究所 注：太平为港元

图表31：保险公司静态 PEV (截至 8.30)

	最大值	最小值	均值	中位数	PEV 估值	2018 年来分位数	2023 股息率	2023 分红比例	
A 股	中国人寿 A	1.56	0.57	0.87	0.84	0.75	27%	1.3%	58%
	中国平安 A	1.74	0.47	0.98	1.00	0.58	18%	5.5%	37%
	中国太保 A	1.36	0.35	0.71	0.65	0.54	35%	3.4%	36%
	新华保险 A	1.44	0.28	0.65	0.62	0.41	27%	2.6%	30%
H 股	中国人寿 H	0.85	0.17	0.41	0.35	0.24	23%	4.0%	58%
	中国平安 H	1.75	0.36	0.94	0.96	0.45	11%	7.1%	37%
	中国太保 H	1.08	0.21	0.51	0.46	0.34	29%	5.5%	36%
	新华保险 H	0.95	0.14	0.36	0.31	0.19	17%	5.5%	30%
	友邦保险 H	2.60	0.98	1.87	1.91	1.17	4%	2.9%	37%
中国太平 H	1.01	0.09	0.34	0.26	0.18	37%	3.0%	17%	

来源：wind、各公司财报，国金证券研究所 注：最大值/最小值/均值/中位数均为自 2018 年或上市之日开始计算，平安、友邦分红比例为营运利润口径；静态估值为当天市值/上一年末内含价

## 风险提示

- 1) 监管趋严：若前端销售的监管政策趋严，或导致各保险公司新单增长不及预期；
- 2) 权益市场波动：将直接降低保险公司的投资收益从而拖累利润表现；
- 3) 长端利率大幅下行：净资产波动加大、投资收益减少，将进一步引发市场对保险公司利差损的担忧，对保险公司估值水平形成压制；
- 4) 宏观经济复苏不及预期：压制保险需求释放。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究