



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

保险年度策略报告：拥抱产品转型，重塑行业发展逻辑

核心观点：

负债成本在持续优化。2024年，在预定利率下调、报行合一压降银行渠道费用、拉长缴费期限的作用下，上市公司新业务价值率显著提升。同时，新业务价值对于投资收益率下降的敏感性在显著降低，新业务价值打平收益率降低，但存量业务变化尚不明显。

产品转型是下阶段行业转型的主题，借鉴海外经验，需要向着浮动收益产品、产品多元化转变。1) 储蓄险：亟需开发并推动浮动收益类产品的销售，并匹配适合销售的队伍，以专业的销售队伍培育市场需求。从美国经验看，其在固定收益年金险基础上开发了固定利率、固定指数、注册指数关联、可变年金等的产品形态，匹配不同风险偏好客户的储蓄需求，同时通过固定收益调整、与客户共担风险等机制，极大程度上规避利差损风险。2) 健康险：当前我国健康险占比20%左右，从海外保费结构来看，健康险占比仍有进一步提升的空间（美国、德国都是30%左右），产品创新将是重要驱动。结合日本发展经验看，商业医疗险的发展在于紧密衔接政府医保，并拓展住院津贴、先进医疗、长期护理等责任覆盖，拓展可保人群挖掘非标体蓝海市场。

各公司将在2025年加强分红险推动力度，队伍销售能力和服务布局是制胜关键。分红险对于销售专业化要求更高，队伍的能力差异更能显著的体现在业绩结果上。近年来渠道转型的方向是培养专业化代理人，围绕分层经营、优增、基本法升级等方面来进行。经历了几年的清虚，核心销售人力企稳回升，且销售能力也有一定提升，后续转型效能有望继续释放。未来产品销售难度加大，服务在销售中促进作用将更加重要，需要用服务布局构建差异化竞争力。在分红险销售方面，预计大型公司更有优势（分红险更需要稳定的投资水平、质态良好的代理人渠道），并且行业“新国十条”进一步明确了未来行业风险主体出清的方向，未来行业竞争格局将优化。

新准则下，保险公司报表波动变大，资产负债的重要性提升。负债成本是险资配置的最核心约束，长期利差损压力来自于净投资收益率（随长端利率下降而下降）是否能覆盖刚性负债成本。未来配置方向：1) 拉长资产久期对于减缓净投资收益率下滑、降低利差损风险、降低资产负债表波动尤为重要。因此未来超长期利率债仍是主要配置方向。2) 24年开始新配债券收益率低于3%，难以覆盖新流入保费的负债成本，且非标资产逐步到期，优质非标资产荒，险资未来需要增加其他资产配置弥补非标收益的缺口，因此提升高股息股票配置，用股息补票息将会持续。3) 各公司2025年将提升分红险占比，配置权益资产的比例也将逐步提升。19和117同时实行，利润表和资产负债表的波动加大，通过提升FVOCI股票占比可以平滑利润表波动，但股票市场波动进入资产负债表；通过收窄资产负债久期缺口、将债券分类为FVOCI可以平滑利率下降对资产负债表的波动。更重要的是，提高分红险占比可以本质上同时平抑两表波动。

投资建议：

短期预计仍以贝塔驱动的行市为主，开门红NBV有望实现双位数增长将是超额收益的重要支撑。居民风险偏好整体偏低叠加储蓄需求强劲，且预定利率再次下调后，储蓄险的收益率仍优于银行定期存款且具备长期保值增值优势，预计销售端良好态势仍将延续，预计25年开门红新单保费仍有望实现正增长，NBV有望实现双位数增长。如开门红数据表现较好，将会是12月-Q1保险股阶段性行情的重要数据支撑。中长期看顺周期逻辑的启动，复盘2015年来的保险股表现，经济修复预期下长端利率上行将直接抬升险企投资收益率预期，催化顺周期行情，且长端利率震荡下，若权益市场表现较好且负债端不算太差，保险股也有望触发β行情。

风险提示

1) 监管趋严：或对新单销售形成负面影响；2) 权益市场波动：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；3) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；4) 销售端不及预期。



内容目录

一、产品转型是行业转型主线.....	4
1.1 产品发展复盘：转向长期、传统储蓄险，重疾险销售持续低迷.....	4
1.2 预定利率下调叠加报行合一，新业务负债成本快速下降.....	5
1.3 未来产品转型方向.....	6
1.4 产品转型的关键：队伍销售能力.....	8
二、从资产负债来看资产配置趋势.....	9
2.1 险资配置的变化趋势.....	9
2.2 新准则下保险公司报表波动增大.....	13
2.3 未来险资配置趋势.....	15
三、投资建议.....	16
3.1 保险行情复盘：24 年保险股的强 β 属性带来超额收益.....	16
3.2 后续行情驱动：关注开门红销售情况及顺周期逻辑开启.....	17
四、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：寿险行业险种变迁.....	4
图表 2：人身险险种构成.....	4
图表 3：重疾险保费收入、增速及占比（单位：亿元）.....	4
图表 4：重疾险新单保费收入、增速及代理人规模增速（单位：亿元/万人）.....	4
图表 5：上市公司长期健康险占比.....	5
图表 6：国寿健康险新单期交保费增速和占比.....	5
图表 7：新华健康险新单保费增速和占比.....	5
图表 8：各公司价值率提升.....	5
图表 9：投资收益率下降 50bpsNBV 折价对比.....	6
图表 10：投资收益率下降 50bps 有效业务价值折价对比.....	6
图表 11：新业务价值打平收益率.....	6
图表 12：有效业务价值打平收益率.....	6
图表 13：增额终身寿热销驱动传统寿险占比大幅提升.....	7
图表 14：未来产品转型方向.....	7
图表 15：2023 年主流险企险种结构.....	7
图表 16：日本生命保险产品结构.....	7
图表 17：代理人规模基本企稳（单位：万人）.....	8



图表 18: 代理人人均首单保费提升 (单位: 元/人/月)	8
图表 19: 各家险企差异化服务布局	8
图表 20: 保险公司大类资产配置	9
图表 21: VIF 口径打平收益率	10
图表 22: 上市公司总投资收益率	10
图表 23: 上市公司净投资收益率	10
图表 24: 保险公司债券配置比例	11
图表 25: 保险公司债券配置比例	11
图表 26: 净投资收益率对比	11
图表 27: 新配债券收益率难以覆盖新流入保费负债成本	12
图表 28: 2024H1 股息和分红占净投资收益比例提升	12
图表 29: 非标资产配置比例	12
图表 30: 太保非标行业构成和收益率	12
图表 31: 平安债权非标行业构成和收益率	12
图表 32: FVPL 资产占投资资产规模大幅提升	13
图表 33: 保险公司利润对权益市场变动的敏感性测算	13
图表 34: 市场波动对保险公司报表影响	14
图表 35: 保险投资资产账户分类	14
图表 36: 2024 前三季度净利润同比	14
图表 37: 2024 前三季度净资产变化	14
图表 38: 2024 前三季度投资收益对比	15
图表 39: 资产负债对冲效果	15
图表 40: FVOCI 股票规模及占比	15
图表 41: 2024 年前 11 月 H 股保险股涨跌幅	16
图表 42: 2024 年前 11 月 A 股保险股涨跌幅	16
图表 43: 隐含投资收益率测算	17
图表 44: 保险股顺周期行情复盘	17
图表 45: 保险股利率震荡行情复盘	18
图表 46: 各险企 PEV 估值表 (截至 12 月 4 日)	18
图表 47: 各险企 PB 估值表 (MRQ, 截至 12 月 4 日)	18

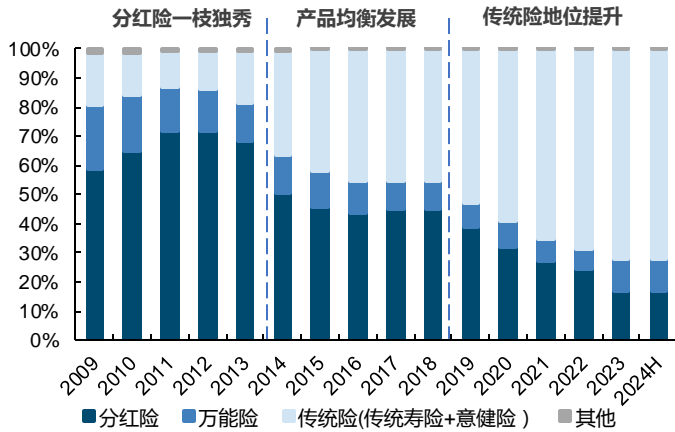


一、产品转型是行业转型主线

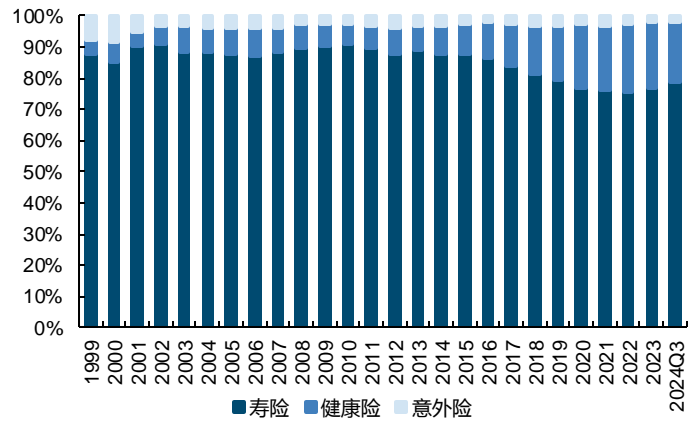
1.1 产品发展复盘：转向长期、传统储蓄险，重疾险销售持续低迷

1999年统一下调预定利率，居民理财需求推动寿险产品转向分红/万能/投连等理财；2013年费改后，各公司纷纷推出3.5%定价的长期健康险，开启了健康险的黄金发展期，与传统寿险共同驱动传统险占比持续提升；2020年开始，居民储蓄需求旺盛+银保渠道步入快车道+增额终身寿热销共同驱动传统险地位大幅提升。

图表1：寿险行业险种变迁



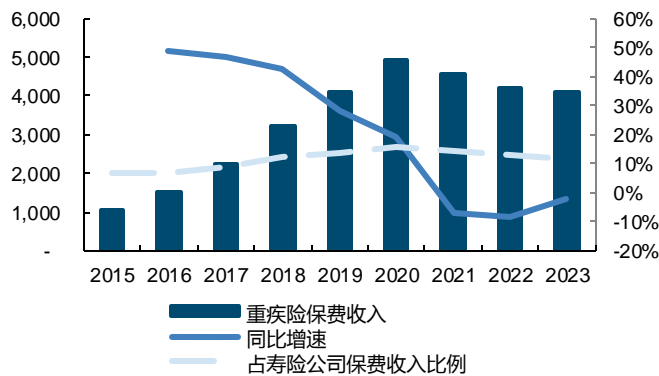
图表2：人身险险种构成



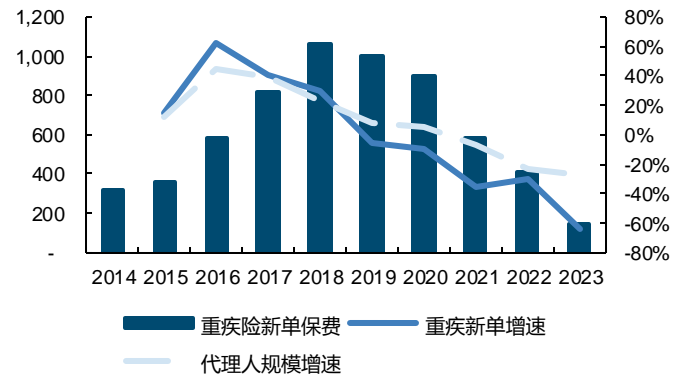
来源：金融监管总局、各公司财报，国金证券研究所 注：险种结构为平安、太保、新华、太平、人保寿的合计值，各公司除平安外均剔除了万能险

重疾险在2013年人身险费改后迎来发展高峰，2021年保费收入开始出现连续负增长，新单保费在2018年达到1000亿峰值后，已连续5年出现下滑，2023年预计仅剩150亿水平。在过去十年历经了一个相对完整的周期，“重疾+寿险人海战术”帮助中国消费者在早期实现了一定程度的健康保障教育普及。但随着增员困难、居民收入预期下滑、重疾险可保人群覆盖率相对较高、高杠杆医疗险挤出等因素，重疾险发展低迷，短期难有扭转。

图表3：重疾险保费收入、增速及占比（单位：亿元）



图表4：重疾险新单保费收入、增速及代理人规模增速（单位：亿元/万人）



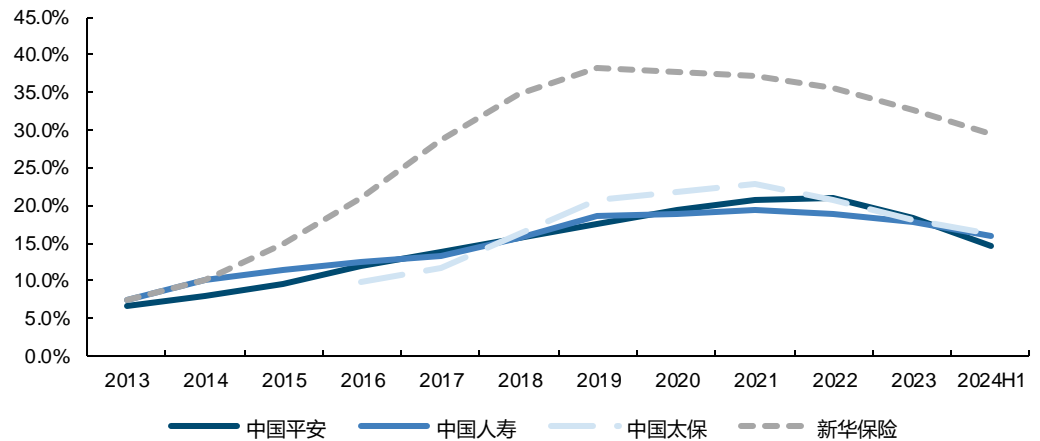
来源：国家金融监管总局、慧保天下，国金证券研究所

来源：今日保、华经产业研究院、长寿时代研究、广东保险公众号、中南大风险管理研究中心，国金证券研究所

上市公司重疾险新单保费2022年来深度下滑，长期健康险保费收入占比下降。

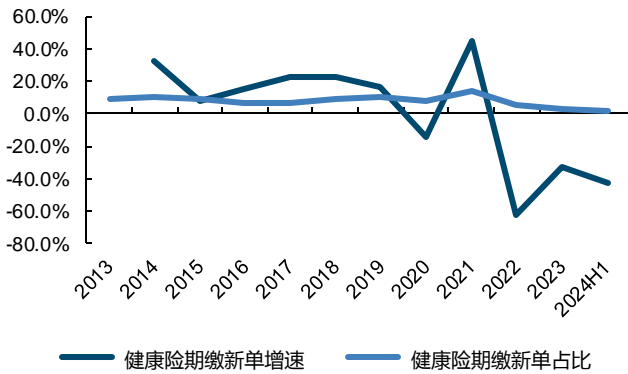


图表5: 上市公司长期健康险占比

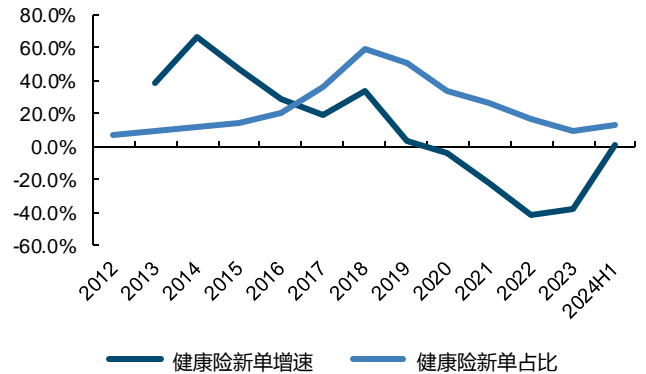


来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 国寿、新华为健康险占比; 平安、太保为长期健康险占比

图表6: 国寿健康险新单期交保费增速和占比



图表7: 新华健康险新单保费增速和占比



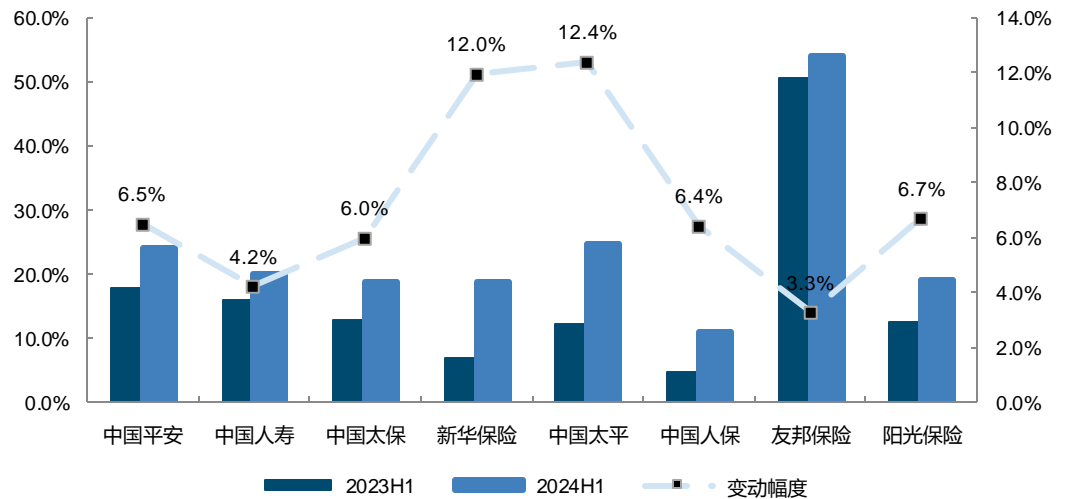
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2 预定利率下调叠加报行合一, 新业务负债成本快速下降

预定利率下调、报行合一压降银行渠道费用、拉长缴费期限的作用下, 上市公司新业务价值率显著提升。

图表8: 各公司价值率提升

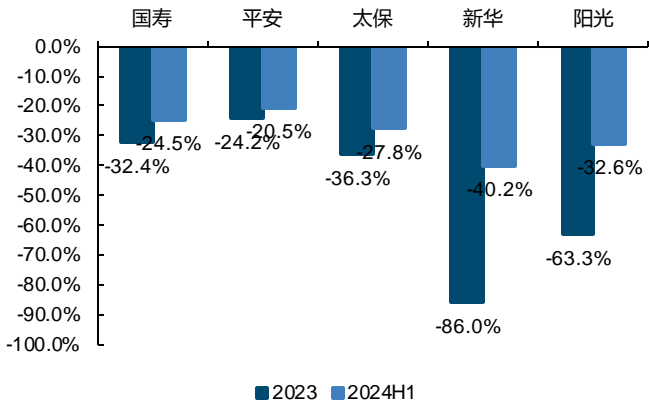


来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 太平为投资收益率和风险贴现率同时下滑 50BPS

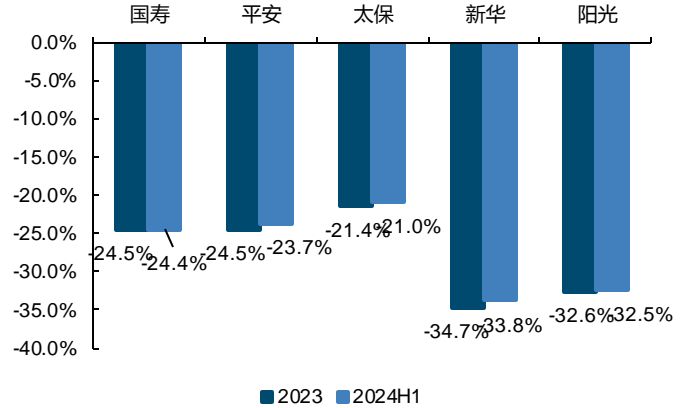


前述原因也使得新业务对投资收益率下降的敏感性大幅改善，但存量业务改善尚不明显。

图表9：投资收益率下降 50bps NBV 折价对比



图表10：投资收益率下降 50bps 有效业务价值折价对比

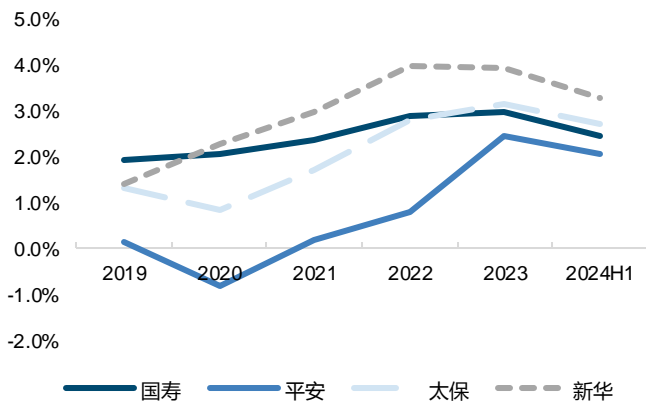


来源：各公司公告，国金证券研究所

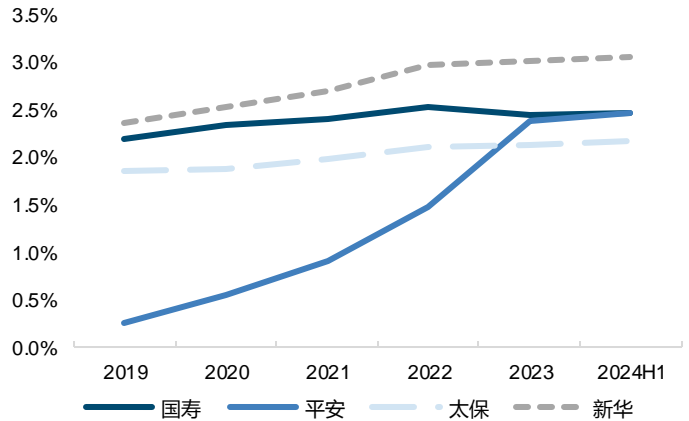
来源：各公司公告，国金证券研究所

从价值口径计算的打平收益率来看，新业务的打平收益率快速下降，除新华外，其他公司均低于 3%；但存量业务的打平收益率还处于提升趋势中（2023 年销售的 3.5% 预定利率保单仍有续期保费流入）。

图表11：新业务价值打平收益率



图表12：有效业务价值打平收益率



来源：各公司公告，国金证券研究所

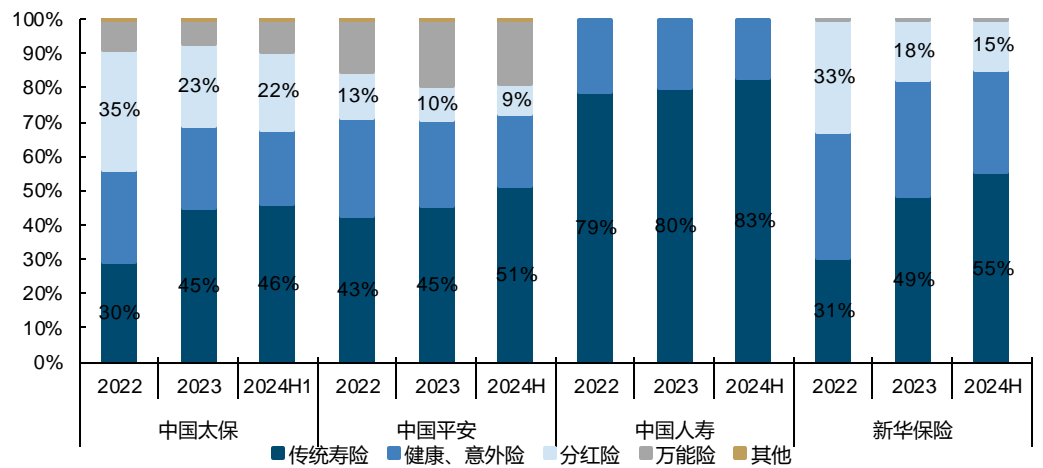
来源：各公司公告，国金证券研究所

1.3 未来产品转型方向

复盘大公司储蓄险的发展趋势，2018 年及以前以终身分红年金险为主，其后逐步转为传统中期年金险，在 2022 年大部分公司开始转向主销终身增额寿险。目前“终身+刚兑”的增额寿险所隐含的利差损风险高于以前的储蓄险，可能带来风险集聚，产品转型迫在眉睫。



图表13: 增额终身寿热销驱动传统寿险占比大幅提升



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 国寿披露的寿险数据未拆分传统、分红、万能型。

图表14: 未来产品转型方向

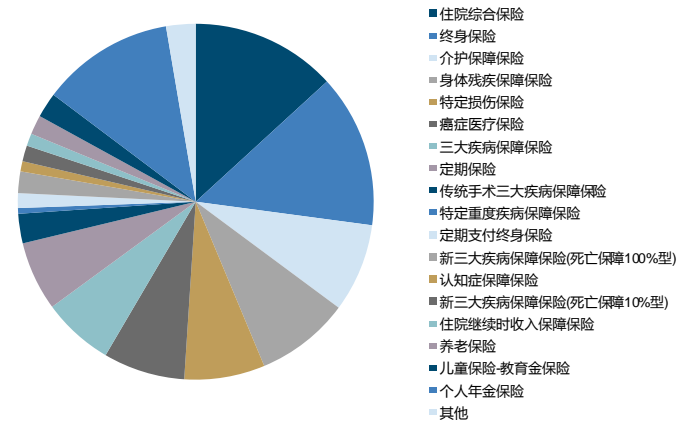
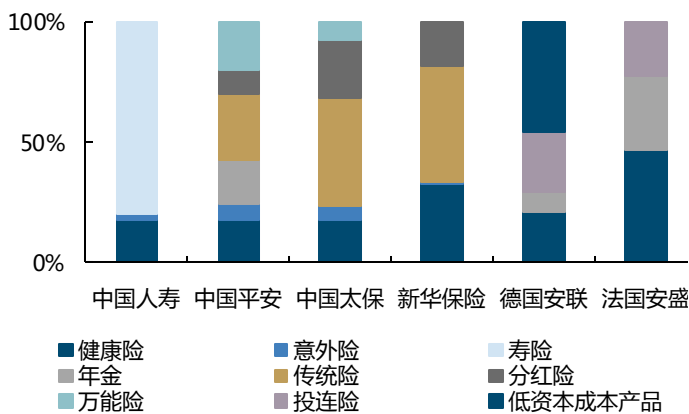
- **固定收益向浮动收益转变, 降低刚性成本:** 加强分红险推动力度; 进行浮动收益产品创新 (如变额年金)
- **产品多元化, 降低产品集中度:** 创新健康险, 提升产品吸引力; 丰富储蓄险形态, 教育年金、养老年金、增额寿等全年开花
- **利源多元化, 提升死费差占比**

来源: 国金证券研究所

产品转型势在必行, 参考境外主流险企险种结构, 一是保障型产品形态更为丰富, 二是储蓄险产品形态更为多样, 刚性负债成本的产品占比更低。

图表15: 2023年主流险企险种结构

图表16: 日本生命保险产品结构



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

我国寿险业前几十年的发展属于“供给驱动”, 目前处于“供给主导”向“需求主导”过渡的阶段。在需求主导阶段, 一国的产品体系演进一般有几个决定性因素: 经济发展水平、人口结构、税优政策、社会保障制度, 不同国家或不同发展阶段, 4个因素的作用力有强有弱。

人口年龄结构的变化和社会保障制度是未来影响我国长期产品发展的核心因素: 1) 人口结构年轻时, 以生死两全的储蓄险 (现在热销的增额寿就有这种性质)、重疾险、定期寿



险为主要需求；随着中老年、老年的人口大幅增加，终身寿险、年金险将迎来持续的发展，前者将死亡保障作为一种利他险，消费者购买出发点主要为了家人；后者为养老进行储备。同时，随着人口进入中老年，医疗费力的开支压力大，以医疗为主的健康险发展空间亦很大（要么链接优质医疗资源、要么高保障杠杆）。

我国基本养老保险和基本医疗都存在覆盖广、保基本的特点，且近年来支付负担加重，需要商业的储蓄险、健康险来满足养老储蓄、补充高额医疗支出的功能。

健康险（医疗险为主）、储蓄险未来发展空间大，但当前面临亟需突破的发展瓶颈：1）健康险：从海外保费结构来看，健康险占比仍有进一步提升的空间（美国、德国都是30%左右），税收优惠和产品创新将是重要驱动。产品创新方面，拓展住院津贴、先进医疗、长期护理等责任覆盖，拓展可保人群等。2）储蓄险：亟需开发并推动浮动收益类产品的销售，并匹配适合销售队伍。需要用专业的销售队伍培育市场需求。

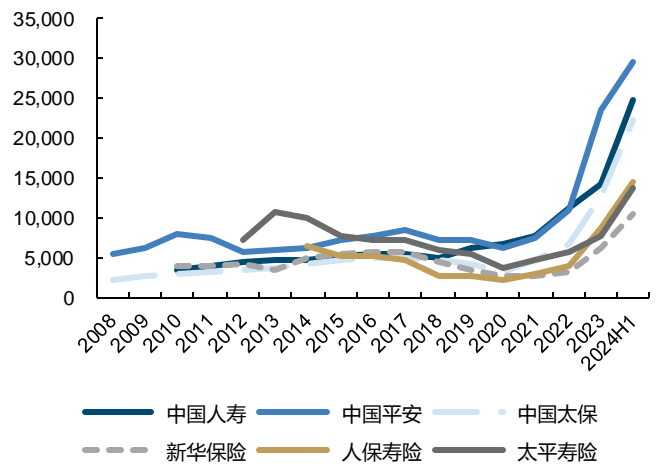
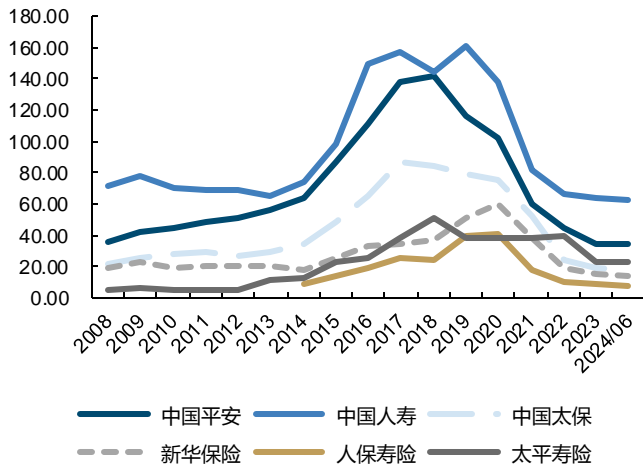
1.4 产品转型的关键：队伍销售能力

预计下一阶段各个公司将大力推动分红型增额终身寿、年金险销售，负债端刚性成本有望继续降低在浮动收益产品销售背景下，对于销售专业化要求更高，队伍的能力差异能更显著的体现在业绩结果上。

“队伍”因素正在明显改善。渠道转型的方向是培养专业化代理人，同时创新其他渠道发展，围绕分层经营、优增、基本法升级等方面。经历了几年的清虚，核心销售人力企稳，且销售能力也有一定提升，后续转型效能有望继续释放。

图表17：代理人规模基本企稳（单位：万人）

图表18：代理人人均首单保费提升（单位：元/人/月）



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

未来产品销售难度加大，服务在销售中促进作用将更加重要，需要用服务布局构建差异化竞争力。

图表19：各家险企差异化服务布局

特点总结	养老	健康医疗
服务资源丰富，进入养老市场晚于其他公司，但错位发展居家养老，自建平台对接服务，可能较有前景。	1、率先搭建居家养老服务平台，围绕医/住/护等十大场景，上线600项养老服务，通过智能音箱+线上管家+线下专业服务专员构建专业管家团队，实现7*24小时全程服务。 2、重资产建设聚焦一线、二线城市的高端CCRC社区，落地5个城市。保费门槛高于其他公司。	1、结合北大方正医疗资源，新开发“平安家医”服务，储蓄险客户也可享受。其他公司无此项服务。 2、针对重疾险客户的臻享run健康医疗服务，打造健康管理服务+就医服务，就医服务的丰富程度低于太保，健康管理服务多于太保。
服务资源丰富、分层细致，形成了养老社区、细胞储存、太保蓝本等较为成熟的产品线，	1、养老社区：“城郊颐养、城市康养、旅居乐养”三大产品线，落地15家，开业9家。	1、保险+服务的产品化方面，“太保蓝本”服务体系，提供就医服务，累计覆盖客户2200万人；护工卡、特药卡、特药卡等碎片化的服务产品作为获客或



并不断拓展居家养老、医美、教育等其他服务。服务与销售的结合紧密，深入代理人销售理念中；服务的定位明确，有获客类、客户经营类、促进中大单销售类等多类型服务。

2、试点居家养老服务：在个别城市试点“百岁居”居家养老服务。平安居家养老服务以自建平台、智能助手为特色，太保目前是外购服务打包为服务包，以年卡/多年卡形式进行销售。

绑定保单；与上海细胞集团合作提供保单+细胞储存服务。

2、完成了康复医疗机构建设发展规划，将系统推进康复医疗体系布局，规划五年内，通过新建与收购，构建10家康复医院、20家诊所、超3000张康复床位的高品质康复医疗服务网络，轻重结合打造康复医院、康复诊所、康复中心三大业态。

国寿

2022年提出的养老布局新战略，兼顾中高端与普惠养老布局。

2022年开始提出大养老战略：以城中心的养老公寓为主，大型的城郊养老社区、居家养老、跟政府合作的社区型养老为辅。已在全国10余个城市投资布局养老养生项目，涵盖城心公寓养老、城郊机构养老（4家重资产CCRC养老社区）、居家社区养老等业态。同时，发展普惠养老项目的模式创新，与深圳市政府合作开发4个“普惠型嵌入式”社区居家养老项目，在新投资的养老项目中也积极规划普惠型养老床位，如厦门乐境项目规划普惠床位144张，深圳长者公寓项目规划普惠床位45张，昆明长者公寓项目规划普惠床位45张。

1、与万达信息合作推出蛮牛健康健康管理服务平台，蛮牛健康基于AI及大数据技术，提供健康筛查、健康计划、医疗服务、健康商城、生活检测等服务。

2、国寿为客户提供的就医、问诊服务大多是分公司层面对第三方采购获取，未形成统一体系。

太平

形成了一定的服务体系，养老布局采用“重中轻”相结合的模式，服务网络铺设快，养老社区入住权的门槛低于其他公司。

采用“重中轻”相结合，形成“乐享家”康养社区、“乐享游”旅居养老社区、“乐享居”居家养老服务三大养老服务业态。

“重疾一体化”和“跨境医疗服务方案”两大服务体系为核心。前者针对重疾险客户提供就医绿通服务，后者针对高端客户提供海外医疗资源。

友邦

纯轻资产服务布局，通过自建服务协调团队，协调第三方资源。高端医疗网络布局较其他公司成熟，海外就医资源丰富，但养老布局无优势。

自建医学专家团队、专案管理团队携手广泛的医疗网络一起，为客户提供包括“北上广直通车”、“专案管理体系”、“佑未来”等多项服务在内的全旅程、一站式的健康服务。高端医疗资源方面协调能力强。

以“康养管家”服务为抓手，为客户协调第三方养老社区、居家养老服务。

来源：平安人寿、经济观察报、中国平安、平安随行公众号、中国银行保险报、太保家园、21世纪经济报道、太平洋寿险、乐橙保、券商中国、中国人寿、今日保、友邦保险、国金证券研究所

二、从资产负债来看资产配置趋势

2.1 险资配置的变化趋势

除新华外，其他公司债券比例继续提升；股票+基金配置比例除新华大幅提升、太保小幅提升外，其他公司略有下降；另类投资都呈下降趋势。

横向对比，太平和平安的债券投资占比最高，超60%，寿险公司中新华债券占比最低49%；股票+基金投资占比除新华达18%之外，其他公司基本在10%-13%之间

图表20：保险公司大类资产配置

	平安		太保		国寿		新华		太平		人保		中国财险	
	2023	2024H	2023	2024H	2023	2024H	2023	2024H	2023	2024H	2023	2024H	2023	2024H
现金等价物及定期存款	6.9%	7.1%	8.9%	9.6%	10.6%	9.4%	20.6%	20.4%	7.1%	7.2%	7.7%	10.1%	12.4%	15.7%
债券投资	58.1%	60.7%	51.7%	55.6%	54.1%	57.4%	50.1%	49.1%	68.7%	73.3%	43.7%	46.5%	34.3%	35.5%

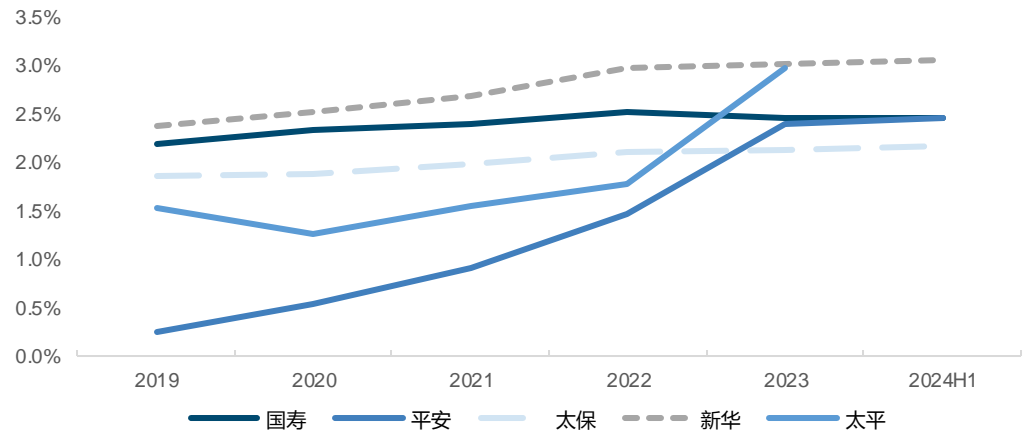


	平安		太保		国寿		新华		太平		人保		中国财险	
股票+基金	11.5%	10.8%	11.1%	11.6%	11.8%	11.8%	13.6%	17.6%	14.5%	12.6%	11.4%	9.3%	13.7%	12.0%
其中：股票	6.2%	6.4%	8.4%	9.0%	7.9%	7.3%	7.3%	9.5%	8.4%	7.5%	3.2%	2.9%	6.0%	6.2%
其中：基金	5.3%	4.4%	2.8%	2.6%	3.8%	4.5%	6.3%	8.1%	6.1%	5.1%	8.2%	6.4%	7.7%	5.8%
其中：股票+权益型基金	9.2%	8.5%	10.7%	11.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
长股投	4.3%	4.0%	1.0%	0.9%	4.8%	4.5%	0.4%	1.1%	2.1%	2.3%	10.9%	10.4%	10.4%	9.9%
投资性房地产	2.7%	2.5%	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.7%	0.6%	1.8%	1.6%	1.1%	1.0%	1.3%	1.2%
另类投资	16.0%	14.5%	26.1%	21.5%	18.5%	16.8%	13.5%	9.8%	7.5%	5.3%	25.2%	22.7%	26.9%	24.7%
其中：非标投资	10.3%	8.5%	18.6%	14.4%	16.6%	16.1%	11.7%	8.9%	7.5%	5.3%	20.4%	17.8%	16.8%	15.2%
其中：债权投资计划	4.0%	3.6%	13.2%	11.0%	8.9%	8.2%	5.9%	4.3%	5.7%	4.6%	-	-	6.3%	5.3%
其他	0.4%	0.4%	0.7%	0.4%	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	-1.6%	-2.3%	0.0%	0.0%	1.0%	1.0%

来源：各公司公告，国金证券研究所

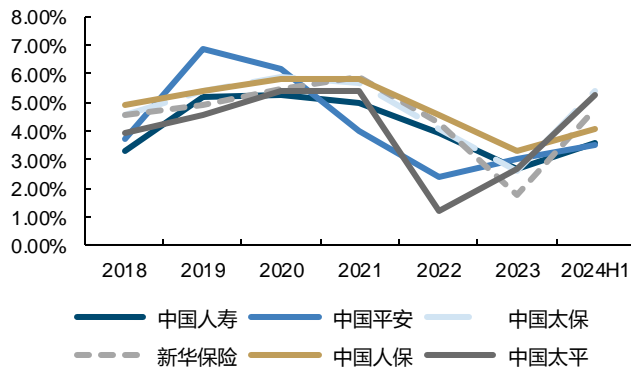
负债成本是险资配置的最核心约束，长期利差损压力来自于净投资收益率（随长端利率下降而缓慢下降）是否能覆盖负债成本。

图表21: VIF口径打平收益率

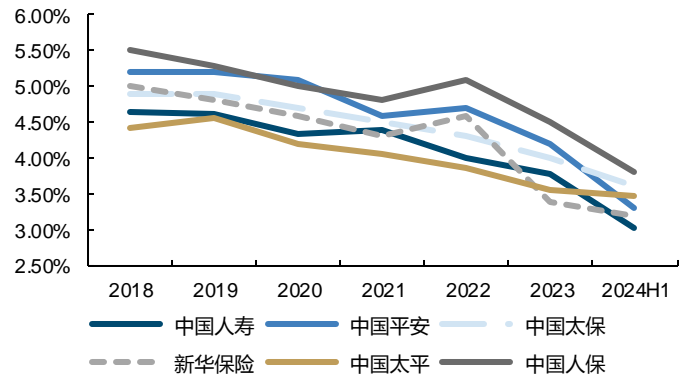


来源：各公司公告，国金证券研究所 注：平安2020-2022年为投资收益率与风险贴现率同步下降50个基点

图表22: 上市公司总投资收益率



图表23: 上市公司净投资收益率



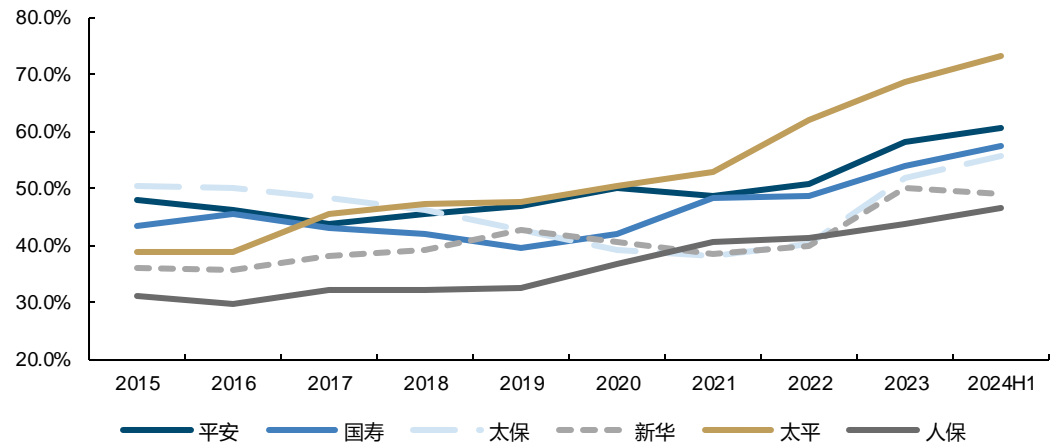
来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

继续通过增配超长期政府债拉长久期。拉长资产久期对于减缓净投资收益率下滑、降低利差损风险、降低资产负债表波动尤为重要。资产久期越长，未来净投资收益率下降将更缓慢。



图表24: 保险公司债券配置比例



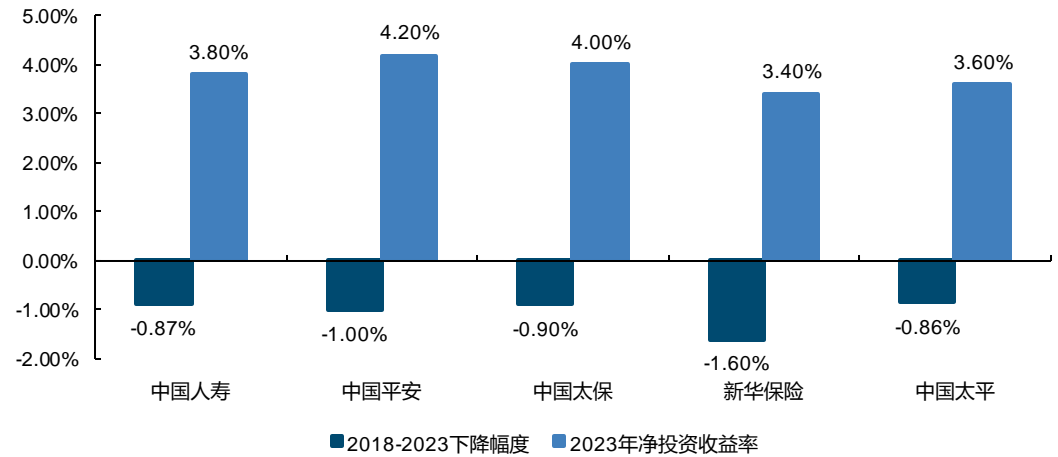
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表25: 保险公司债券配置比例

	太保		新华		国寿		平安		人保	
	2023	2024H	2023	2024H	2023	2024H	2023	2024H	2023	2024H
政府债	65%	66%	70%	63%	65%	70%	77%	75%	36%	45%
金融债	20%	21%	21%	28%	16%	11%	18%	20%	34%	30%
企业债	15%	13%	10%	9%	19%	19%	4%	5%	30%	25%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表26: 净投资收益率对比

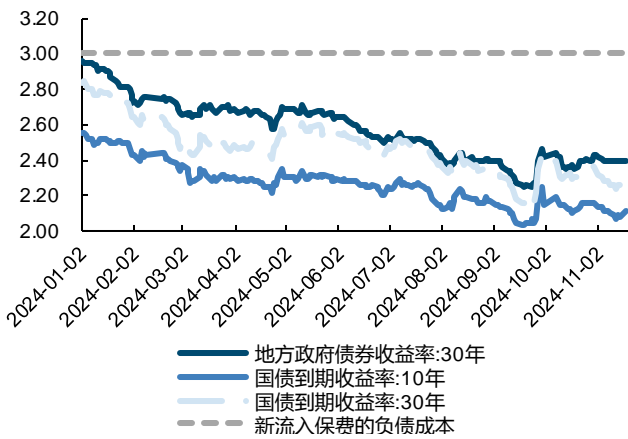


来源: 各公司年报, 国金证券研究所

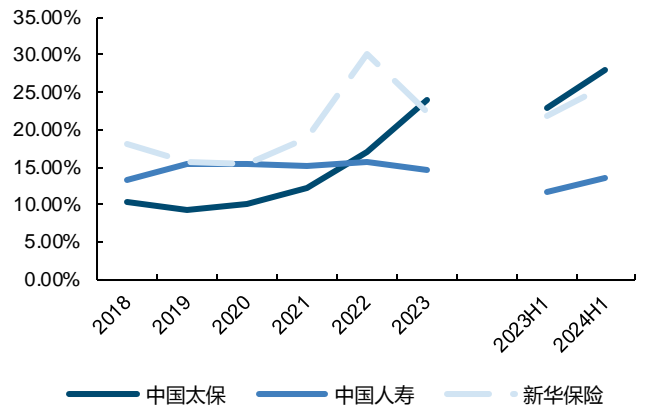
提升高股息股票配置, 用股息补票息。24 年开始新配债券收益率预计低于 3%, 难以覆盖新流入保费的负债成本, 通过提升高股息股票配置, 以股息补票息是提升净投资收益率的重要路径。



图表27: 新配债券收益率难以覆盖新流入保费负债成本



图表28: 2024H1 股息和分红占净投资收益比例提升

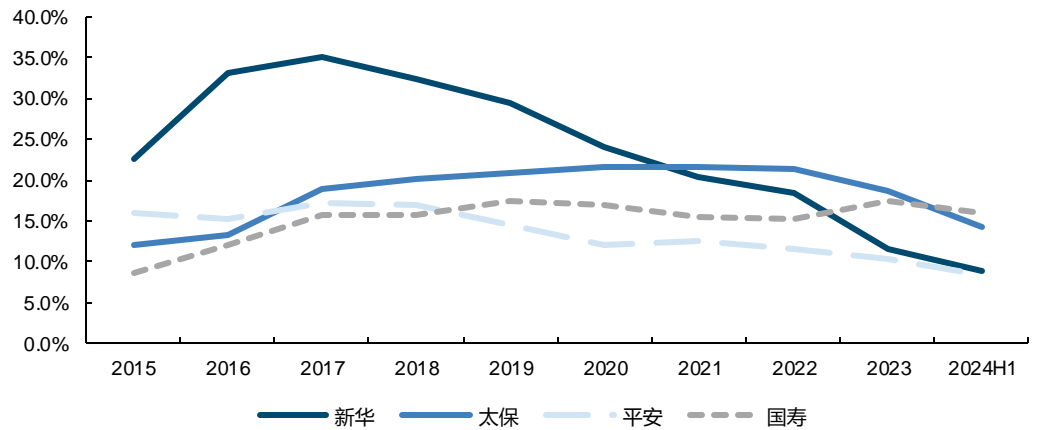


来源: wind, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

非标规模呈下降趋势, 优质非标资产荒, 因此险资未来需要增加其他资产配置弥补非标收益的缺口, 高股息是较好的替代资产。

图表29: 非标资产配置比例



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 国寿非标规模包括债权型金融产品、其他权益类投资(包括私募股权基金、未上市股权、优先股、股权投资计划等), 新华非标包括债权投资计划、资产管理计划、未上市股权、私募股权、股权计划、理财产品等。平安、太保非标包括债权计划、理财产品投资、其他权益投资(不包括未上市公司股权、优先股)

图表30: 太保非标行业构成和收益率

行业	投资占比 (%)	名义投资收益率 (%)	平均剩余期 (年)
基础设施	41.6	4.5	5.2
交通运输	20.3	4.4	5.6
不动产	13.7	4.4	4.8
非银金融	11.3	4.7	1.1
能源、制造业	5.2	4.5	4.2
其他	7.9	4.5	5.1
总计	100	4.5	4.7

来源: 中国太保公司公告, 国金证券研究所

图表31: 平安债权非标行业构成和收益率

行业	投资占比 (%)	名义投资收益率 (%)	剩余到期期限 (年)
基建	61.5	4.59	4.01
高速公路	10.1	4.67	2.92



行业	投资占比 (%)	名义投资收益率 (%)	剩余到期期限 (年)
电力	7.4	4.67	4.66
基础设施及园区开发	20.7	4.56	5.02
其他 (水务、环保、 铁路投资等)	23.3	4.55	3.40
非银金融	13.9	4.93	2.12
不动产行业	12.6	4.70	2.54
其他	12	4.36	2.90
合计	100	4.62	3.43

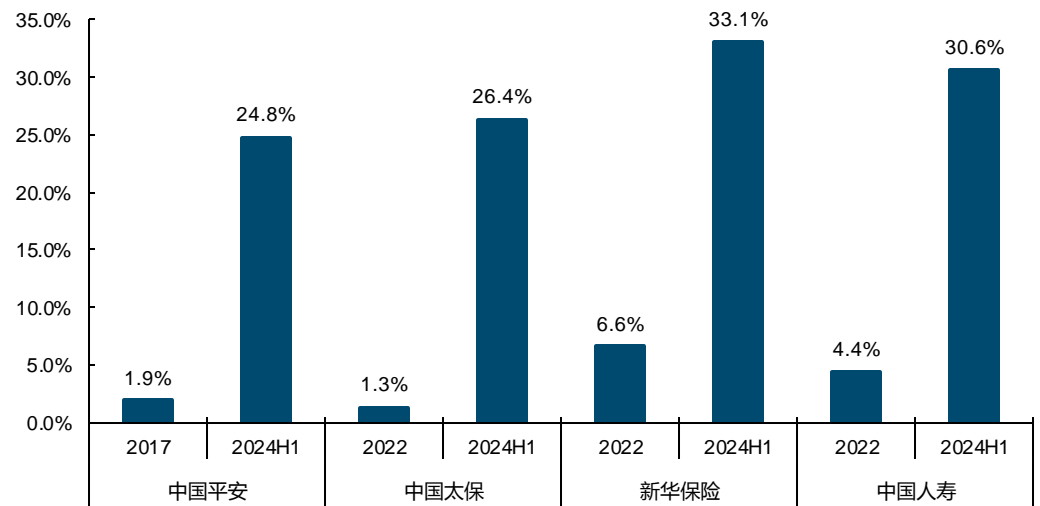
来源：平安公司公告，国金证券研究所

2.2 新准则下保险公司报表波动增大

新会计准则下，更多金融资产会计分类以公允价值计量且其变动计入当期损益，投资业绩波动将直接影响公司利润，财务波动明显增加，新会计准则对资产负债管理提出了更高的要求。

不同的权益配置比例、以及 FVPL 股票占比，使得各公司利润表对于股市波动的敏感性有差异。敏感性排序：新华>国寿>太保>太平>平安。

图表32: FVPL 资产占投资资产规模大幅提升



来源：各公司年报及半年报，国金证券研究所

图表33: 保险公司利润对权益市场变动的敏感性测算

	平安	太保	国寿	新华	太平	人保	中国财险
股票+基金占比	10.8%	11.6%	11.8%	17.6%	12.6%	9.3%	12.0%
其中：股票+权益型基金占比	8.5%	11.2%	10.0%	14.9%	10.6%	6.8%	9.7%
权益投资杠杆 (股票+权益型基金/归母净资产)	0.48	1.03	1.23	2.38	1.99	0.41	0.26
直接影响利润表的权益资产占比 (FVPL 股票+权益基金)	4.5%	9.3%	9.4%	13.7%	8.1%	5.6%	4.8%

注：未披露权益基金规模的公司用基金规模*60%估算

亿元	平安	太保	国寿	新华	人保	太平
股市上涨 5%	118.24	114.30	285.90	98.62	42.64	59.52
负债吸收 50%后对利润表影响	59.12	57.15	142.95	49.31	31.98	29.76
对 24 年利润增速的影响 (考虑所得税后)	5.2%	15.7%	23.2%	42.5%	10.5%	36.1%
2023 年利润	857	273	462	87	228	62

来源：各公司公告，国金证券研究所



IFRS17 与 IFRS9 的同步推进下，保险公司负债端与资产端的波动加大，资产负债管理将更为重要。

图表34：市场波动对保险公司报表影响

	利润	净资产	总结
利率下降	<ul style="list-style-type: none"> 传统账户：利息收入下降（新配资产）、FVPL债券增值，直接体现在利润表 分红万能账户：收入端记收入，支出端镜像对冲，由CSM吸收后释放 	<ul style="list-style-type: none"> 传统账户：合同准备金增加、OCI债券增值，一定程度上对冲 分红万能账户：折现率对未来现金流影响被CSM吸收后释放，OCI债券增值镜像体现在合同准备金的增加，完全对冲 	<ul style="list-style-type: none"> 利率下降对净资产带来较大波动，对利润表影响有限 股市波动，对利润表影响更为直接，对净资产影响有限
股市上涨	<ul style="list-style-type: none"> 传统账户：FVPL权益资产增值，直接体现在利润表 分红万能账户：收入端记收入，支出端镜像对冲，由CSM吸收后释放 	<ul style="list-style-type: none"> 传统账户：FVOCI权益资产增值 分红万能账户：FVOCI权益资产增值，同时在OCI中镜像完全对冲 	<ul style="list-style-type: none"> 分红险增加可以平滑净资产和净利润的波动

来源：国金证券研究所

实行 19 和 117 之后，寿险公司将大部分债券（除新华）从 HTM 划入的 FVOCI，以对冲利率下行导致的保险合同负债提升；此外部分股票+所有基金计入 FVPL，所以 FVPL 资产规模较旧准则大幅提升，其中新华最高，导致其利润表受资产价格波动的影响最大。

图表35：保险投资资产账户分类

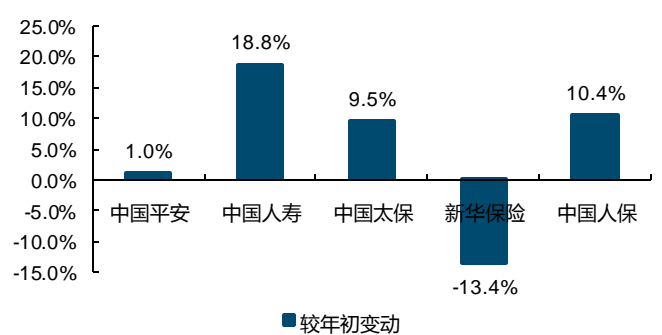
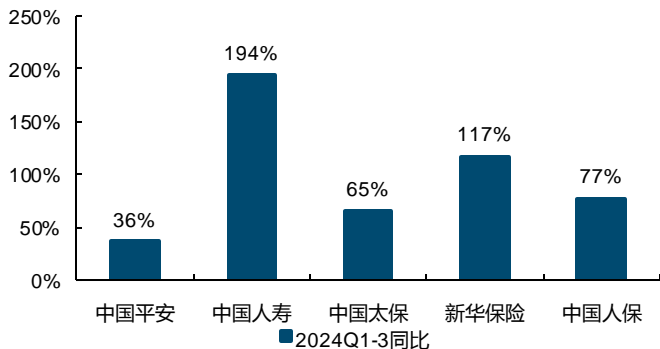
	太保		新华		平安		国寿		太平		人保		人保财险		阳光	
	2023	2024H	2023	2024H	2023	2024H	20240101	2024H1	2023	2024H	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1
AC	3.7%	2.7%	23.8%	21.7%	13.3%	12.8%	3.7%	3.1%	9.3%	7.9%	22.2%	20.6%	21.0%	21.1%	0.0%	0.2%
FVPL	25.8%	26.4%	28.3%	33.1%	23.6%	24.8%	30.1%	30.6%	34.1%	30.1%	26.7%	21.7%	24.0%	18.9%	26.1%	26.4%
债权类	13.0%	13.8%	12.7%	14.2%	14.3%	16.9%		9.7%	19.7%	19.5%						
股权类	12.9%	12.6%	15.5%	18.8%	9.3%	7.9%		20.9%	14.4%	10.5%						
FVOCI	59.8%	59.7%	26.2%	23.0%	56.0%	55.8%	50.8%	52.0%	47.3%	53.3%	30.4%	35.4%	30.0%	32.2%	61.0%	63.7%
债权类	55.4%	54.7%	25.8%	21.9%	52.3%	51.8%	48.4%	49.4%	45.4%	50.5%	23.6%	28.6%	15.8%	18.0%	54.3%	54.2%
股权类	4.4%	4.9%	0.4%	1.2%	3.7%	4.0%	2.4%	2.6%	1.9%	2.8%	6.7%	6.8%	14.2%	14.2%	6.6%	9.6%
长股投	1.0%	0.9%	0.4%	1.1%	4.3%	4.0%	4.6%	4.5%	2.1%	2.3%	10.9%	10.4%	10.4%	9.9%	1.9%	1.9%
其他	9.7%	10.3%	21.3%	21.1%	2.7%	2.6%	10.9%	9.7%	7.2%	6.5%	9.7%	12.0%	14.6%	17.9%	11.0%	7.7%

来源：各公司公告，国金证券研究所

新准则下资产、负债匹配尤为重要。新准则下净资产和净利润的波动加大，24 年前三季度虽然各家寿险净利润均大幅增长，但各家净资产变动幅度存在明显差异，主要由资产负债不一致导致。

图表36：2024 前三季度净利润同比

图表37：2024 前三季度净资产变化



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所



图表38: 2024 前三季度投资收益对比

		2023H1	2023Q3	2023Q1-3	2024H1	2024Q3	2024Q1-3	同比变动
总投资收益率	太保	1.83%	0.39%	2.21%	2.37%	1.69%	4.06%	1.85%
	国寿	1.83%	0.23%	2.06%	2.13%	2.25%	4.45%	2.39%
	新华	1.79%	-0.06%	1.58%	2.25%	2.39%	4.58%	3.00%
综合投资收益率	太保	1.94%	0.38%	2.30%	2.70%	1.68%	4.37%	2.07%
	国寿	1.89%	0.20%	2.08%	2.25%	2.23%	4.55%	2.47%
	新华	1.84%	-0.09%	1.60%	2.31%	2.43%	4.69%	3.09%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表39: 资产负债对冲效果

2024Q3	国寿	太保	新华	平安	
其他债权投资公允价值变动 (1)	132,114	54,354	7,757	132,338	对冲效果与资产负债久期缺口、计入FVOCI的债券规模有关
可转损益的保险合同金融变动 (2)	-141,596	-64,047	-41,857	-187,602	
对冲后的缺口/负债变动 (1+2) / 2	6.70%	15.13%	81.47%	29.46%	
其他权益工具投资公允价值变动 (3)	4,283	5,575	1,124	22,555	对冲效果与VFA规模占比、将VFA账户资产计入FVOCI的占比有关
不能转损益的保险合同金融变动 (4)	-126	-662	-67	-16,762	
对冲后的缺口/其他权益工具投资公允价值变动 (3+4) / 3	97.06%	88.13%	94.04%	25.68%	
对冲后的缺口/负债变动 (1+2+3+4) / (2+4)	3.76%	7.39%	78.82%	24.21%	

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2.3 未来险资配置趋势

负债成本是险资配置的最核心约束, 平安、国寿、太保的负债成本在 3% 以下, 新华超过 3%, 长期利差损压力来自于净投资收益率 (随长端利率下降而缓慢下降) 是否能覆盖刚性负债成本。拉长资产久期对于减缓净投资收益率下滑、降低利差损风险、降低资产负债表波动尤为重要。因此未来超长期利率债仍是主要配置方向。

24 年开始新配债券收益率低于 3%, 难以覆盖新流入保费的负债成本, 且非标资产逐步到期, 优质非标资产荒, 险资未来需要增加其他资产配置弥补非标收益的缺口, 因此提升高股息股票配置, 用股息补票息将会持续。各公司 2025 年将提升分红险占比, 配置权益资产的比例也将逐步提升。

19 和 117 同时实行, 利润表和资产负债表的波动加大, 通过提升 FVOCI 股票占比可以平滑利润表波动, 但股票市场波动进入资产负债表; 通过收窄资产负债久期缺口、将债券分类为 FVOCI 可以平滑利率下降对资产负债表的波动。更重要的是, 提高分红险占比可以本质上同时平抑两表波动。

2024 年险资高股息配置比例均有所提升, 上市公司上半年新增 OCI 高股息股票配置近千亿, 增长了 38%。结合前述的整体股票的规模变化, 说明有的公司加仓高股息的同时减仓其他风格股票的持仓。

假设除平安、中国财险之外的其他公司 FVOCI 股票占股基比例从 9.5% 提升至 15%, 其 FVOCI 还需配置近 900 亿, 以此比例推算行业其他公司, 合计将增加高股息配置 1700 亿+; 中期来看, 如果这一比例提升至 20%, 不考虑投资资产规模增长的情况下, 将有 3300+ 的增量配置空间。

图表40: FVOCI 股票规模及占比

亿元	FVOCI 股票			FVOCI 股票占股票比例			FVOCI 股票占股票+基金的比例			FVOCI 股票占投资资产的比例		
	2023	2024H1	较年初增	2023	2024H1	较年初变	2023	2024H1	较年初	2023	2024H1	较年初



亿元	FVOCI 股票		FVOCI 股票占股票+基金的比例				FVOCI 股票占股票+基金的比例		FVOCI 股票占投资资产的比例			
	长	动	长	动	变动	变动	长	动	变动	变动		
平安	1,751	2,060	17.70%	59.90%	62.10%	2.1pct	32.20%	36.60%	4.4pct	3.70%	4.00%	0.3pct
太保	271	460	69.60%	14.40%	20.80%	6.4pct	10.80%	16.10%	5.3pct	1.20%	1.90%	0.7pct
国寿	148	341	130.90%	3.40%	7.70%	4.3pct	2.30%	4.80%	2.5pct	0.30%	0.60%	0.3pct
新华	53	168	219.60%	5.00%	11.70%	6.7pct	2.80%	6.50%	3.7pct	0.40%	1.20%	0.8pct
人保	160	182	13.60%	35.20%	40.50%	5.3pct	9.80%	12.80%	2.9pct	1.10%	1.20%	0.1pct
太平	224	373	66.40%	19.80%	33.70%	13.9pct	11.40%	20.00%	8.5pct	1.70%	2.50%	0.9pct
中国财险	279	315	12.70%	77.80%	78.90%	1.1pct	33.90%	40.90%	7.0pct	4.70%	4.90%	0.3pct
上市公司合计 (未含中国财险, 太平换算为人民币)	2587	3559	37.60%	22.20%	27.60%	5.5pct	13.20%	16.60%	3.5pct	1.60%	2.00%	0.4pct
上市公司合计 (未含中国财险、平安, 太平换算为人民币)	836	1498	79.30%	9.60%	15.70%	6.1pct	5.90%	9.50%	3.6pct	0.70%	1.20%	0.4pct

FVOCI 股票目标规模	上市公司 2024H1 增量	其他公司增量	合计增量	
假设其他公司 FVOCI 占股基比例提升至 15%	2366	868	903	1771
假设其他公司 FVOCI 占股基比例提升至 20%	3155	1656	1724	3380
假设其他公司 FVOCI 占股基比例提升至 30%	4732	3234	3365	6599

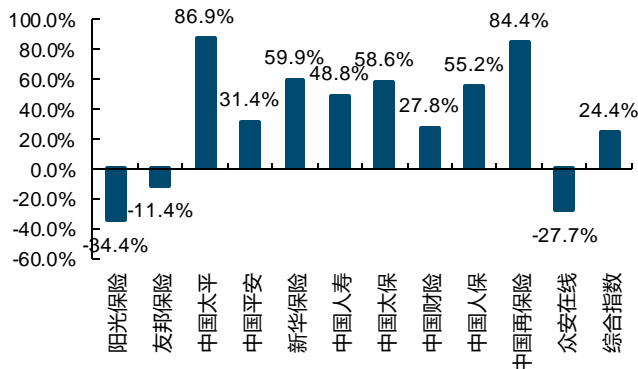
来源：各公司公告，国金证券研究所

三、投资建议

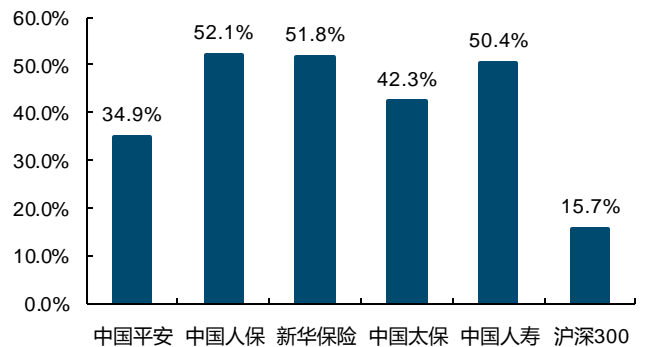
3.1 保险行情复盘：24 年保险股的强 β 属性带来超额收益

2024 年保险股整体取得明显超额收益，主要受强贝塔行情驱动。保险公司利润对股市的敏感性较高，Q2-Q3 利润高速增长，同时销售端超预期。

图表41：2024 年前 11 月 H 股保险股涨跌幅



图表42：2024 年前 11 月 A 股保险股涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所



3.2 后续行情驱动：关注开门红销售情况及顺周期逻辑开启

2025 年开门红整体判断：居民风险偏好整体偏低叠加储蓄需求强劲，预计负债端偏强状态仍将持续，且预定利率再次下调后，储蓄险的收益率仍优于银行定期存款且具备长期保值增值优势，预计销售端偏强态势仍将延续，预计 25 年开门红新单保费仍有望实现正增长，NBV 有望实现双位数增长。综合考虑增长诉求、产品结构演变、基数等因素，预计 1 月 NBV 增速排序为：平安>太保>新华>太平>国寿。

图表43：隐含投资收益率测算

当前市值隐含的投资收益率估算（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	阳光
市值	9,821	12,012	3,370	1,512	7,767	3,965	2,254	708	446	295
2023 年 EV	13,901	12,606	5,295	2,505	13,901	12,606	5,295	2,505	2,031	1,041
2023 年 PEV	0.71	0.95	0.64	0.60	0.56	0.31	0.43	0.28	0.22	0.28
对应的投资收益率假设	2.6%	4.3%	2.6%	2.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	0.8%	1.5%
3.0%投资收益率假设下 2023EV	10732	8320	3795	1615	10732	8320	3795	1615	1396	670
合理估值	0.77	0.66	0.72	0.64	0.77	0.66	0.72	0.64	0.69	0.64
估值修复空间	9.3%	-30.7%	12.6%	6.8%	38.2%	109.8%	68.4%	128.2%	213.3%	126.7%
3.5%投资收益率假设下 2023EV	11789	9749	4295	1912	11789	9749	4295	1912	1608	793
合理估值	0.85	0.77	0.81	0.76	0.85	0.77	0.81	0.76	0.79	0.76
估值修复空间	20.0%	-18.8%	27.4%	26.4%	51.8%	145.9%	90.6%	170.1%	260.8%	168.5%
3%投资收益率假设下 2023EV	12845	11177	4795	2208	12845	11177	4795	2208	1819	917
合理估值	0.92	0.89	0.91	0.88	0.92	0.89	0.91	0.88	0.90	0.88
估值修复空间	30.8%	-7.0%	42.3%	46.1%	65.4%	181.9%	112.7%	212.0%	308.3%	210.3%

来源：各公司公告，国金证券研究所

短期预计仍以贝塔驱动的行市为主，开门红 NBV 有望实现双位数增长将是超额收益的重要支撑。居民风险偏好整体偏低叠加储蓄需求强劲，且预定利率再次下调后，储蓄险的收益率仍优于银行定期存款且具备长期保值增值优势，预计销售端良好态势仍将延续，预计 25 年开门红新单保费仍有望实现正增长，NBV 有望实现双位数增长。如开门红数据表现较好，将会是 12 月-Q1 保险股阶段性行情的重要数据支撑。中长期看顺周期逻辑的启动，复盘 2015 年来的保险股表现，经济修复预期下长端利率上行将直接抬升险企投资收益率预期，催化顺周期行情，且长端利率震荡下，若权益市场表现较好且负债端不算太差，保险股也有望触发β行情。

图表44：保险股顺周期行情复盘

	保险指数	中国平安 A	中国人寿 A	中国太保 A	新华保险 A	中国平安 H	中国人寿 H	中国太保 H	新华保险 H	友邦保险	中国太平	
20161021-20171123	绝对收益	95.9%	121.5%	53.4%	57.2%	60.0%	105.0%	34.3%	37.8%	59.5%	30.0%	93.7%
	相对收益	87.4%	113.1%	45.0%	48.7%	51.6%	77.9%	7.2%	10.7%	32.4%	2.9%	66.6%
	驱动原因	负债端高增叠加长端利率上行										
	长端利率走势	上行 134BP										
20200408-20201119	绝对收益	25.1%	26.6%	67.5%	29.1%	51.4%	20.0%	18.8%	22.5%	39.7%	24.5%	5.5%
	相对收益	5.7%	7.1%	48.1%	9.7%	31.9%	10.1%	8.8%	12.5%	29.8%	14.5%	-4.5%
	驱动原因	长端利率上行与股市共振										
	长端利率走势	上行 87BP										
20221031-20230128	绝对收益	41.3%	44.1%	35.7%	38.2%	41.8%	97.9%	75.7%	71.0%	77.8%	47.4%	111.8%
	相对收益	28.5%	31.3%	22.9%	25.3%	28.9%	47.8%	25.6%	20.9%	27.7%	-2.7%	61.7%
	驱动原因	长端利率上行带来的顺周期行情										
	负债端情况	-34.7%	-0.6%	-27.5%	-10.5%	-34.7%	-0.6%	-27.5%	-10.5%	-33.4%	-16.4%	



长端利率走势

上行 29BP

负债端情况	-24.0%	-19.6%	-31.4%	-59.5%	-24.0%	-19.6%	-31.4%	-59.5%	-8.1%	-18.1%
-------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	-------	--------

来源: wind、各公司公告, 国金证券研究所 注: 负债端情况为对应年 NBV 复合增速, 2016-2017 年行情为 2016-2017 年复合增速, 2022-2023 年为 2022 年增速, A 股相对收益为相对上证指数, 港股为相对恒生指数

图表45: 保险股利率震荡行情复盘

	保险指数	中国平安 A	中国人寿 A	中国太保 A	新华保险 A	中国平安 H	中国人寿 H	中国太保 H	新华保险 H	友邦保险	中国太平
绝对收益	-5.7%	-6.1%	-21.8%	6.5%	-5.3%	-21.6%	-43.6%	-16.3%	-27.0%	-1.6%	-41.3%
相对收益	9.5%	9.1%	-6.6%	21.6%	9.9%	-11.3%	-33.3%	-6.0%	-16.8%	8.6%	-31.0%
20151027-20160601 归因分析	负债端向好下, A 股仍存在超额收益										
长端利率走势	长端利率 3.0% 左右震荡										
负债端情况		52.1%	45.6%	47.7%	45.9%	52.1%	45.6%	47.7%	45.9%	22.1%	45.2%
绝对收益	50.9%	58.6%	71.9%	40.9%	19.1%	39.3%	33.5%	29.4%	12.7%	29.0%	-5.5%
相对收益	29.0%	36.7%	50.0%	19.0%	-2.8%	28.4%	22.6%	18.5%	1.8%	18.1%	-16.4%
20191012-20191220 归因分析	权益市场上行带来的 β 行情										
长端利率走势	长端利率 3.2% 左右震荡										
负债端情况		5.1%	18.6%	-9.3%	-16.0%	5.1%	18.6%	-9.3%	-16.0%	5.0%	-20.6%
绝对收益	-18.2%	-15.6%	3.7%	-17.2%	-22.8%	-26.0%	-2.8%	-17.7%	-6.4%	-8.2%	-20.9%
相对收益	-12.9%	-10.2%	9.0%	-11.8%	-17.5%	-5.2%	18.0%	3.1%	14.4%	12.6%	-0.1%
20210805-20220714 归因分析	负债端与权益市场双杀										
长端利率走势	长端利率 2.8% 左右震荡										
负债端情况		-23.8%	-21.5%	-28.2%	-48.6%	-23.8%	-21.5%	-28.2%	-48.6%	5.7%	-7.9%

来源: wind、各公司公告, 国金证券研究所 注: 负债端情况为对应年 NBV 复合增速, 2015-2016 年行情为 2015-2016 年复合增速, 2021-2022 年为 2021-2022 年复合增速, A 股相对收益为相对上证指数, 港股为相对恒生指数

图表46: 各险企 PEV 估值表 (截至 12 月 4 日)

	最大值	最小值	均值	中位数	当前估值	2012 年来分位数	2018 年来分位数	2023 股息率	
A 股	中国人寿 A	2.82	0.57	1.14	1.08	0.95	38%	71%	1.0%
	中国平安 A	2.25	0.47	1.10	1.12	0.71	23%	43%	4.5%
	中国太保 A	2.03	0.35	1.00	1.02	0.64	26%	48%	2.9%
	新华保险 A	2.56	0.28	1.02	0.98	0.60	26%	49%	1.8%
H 股	中国人寿 H	1.99	0.17	0.82	0.68	0.31	25%	47%	3.1%
	中国平安 H	2.10	0.36	1.12	1.17	0.56	13%	24%	5.7%
	中国太保 H	1.95	0.21	0.89	0.87	0.43	25%	47%	4.4%
	新华保险 H	1.89	0.14	0.69	0.63	0.28	25%	47%	3.7%
	友邦保险 H	2.60	0.98	1.85	1.85	1.20	3%	6%	2.8%
	中国太平 H	1.85	0.09	0.66	0.61	0.22	23%	44%	2.4%
	阳光保险 H	0.64	0.22	0.38	0.41	0.28	21%	21%	7.0%

来源: wind、各公司公告, 国金证券研究所 注: 最大值/最小值/均值/中位数均为自 2012 年或上市之日开始计算, 静态估值为当天市值/上一年末内含价值

图表47: 各险企 PB 估值表 (MRQ, 截至 12 月 4 日)

财险 PB 分位图	最大值	最小值	均值	中位数	当前估值	2012 年来分位数	2018 年来分位数	2023 股息率
A 股 中国人寿	3.91	1.46	2.14	2.14	1.21	53%	53%	2.1%
H 股 中国人寿	4.14	0.47	1.28	1.04	0.56	37%	65%	4.5%



财险 PB 分位图		最大值	最小值	均值	中位数	当前估值	2012 年来 分位数	2018 年来 分位数	2023 股息率
H 股	中国财险	3.82	0.75	1.84	1.67	1.03	37%	68%	4.3%
H 股	众安在线	17.30	0.74	3.20	2.17	0.84	3%	3%	/

来源：wind、各公司公告，国金证券研究所

四、风险提示

- 1) 监管趋严：或对新单销售形成负面影响；
- 2) 权益市场波动：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；
- 3) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；
- 4) 销售端不及预期：受产品转型、停售消耗客户影响，开门红销售可能低于预期。



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：北京市东城区建国内大街 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