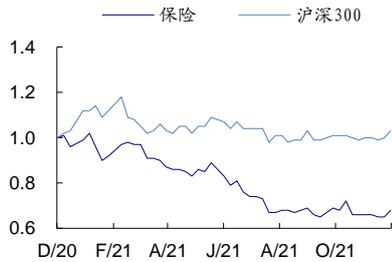


2021 年 12 月 12 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



行业投资策略

触达重疾险中速增长平台

相关研究报告:

- 《保险十二月策略: 压力有缓和, 关注价值型股票机会》——2021-12-06
- 《三季报总结及月度策略: 负债承压, 资产端利好可期》——2021-11-07
- 《保险十月策略: 地产和通胀驱动, 资产端持续利好》——2021-10-11
- 《保险业中报综述: 投资决定业绩, 储蓄险支撑销售》——2021-09-06
- 《保险八月策略: 寿险公司估值或已见底》——2021-08-01

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

证券分析师: 王可

电话: 021-61761053
E-MAIL: wangke4@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521060001

● 投资观点: 上半年股价或有超额收益, 下半年新单企稳于中速增长平台

投资观点: 展望明年, 我们预计大型寿险企业的新单销售在上半年继续维持下滑态势, 但下滑幅度或有所缓和, 二季度后有望达到中速增长平台, 并重拾增长态势。看股价, 随着新单销售的逐步趋稳, 以及降准等有利因素在一季度的逐步释放, 寿险股价在明年上半年或有一定幅度的表现, 但到下半年情况便变得复杂, 需要审时度势, 维持“中性”评级。

明年的情况会复杂一些, 但我们认为正效应更大: 一方面是《人身保险销售管理办法》会出台, 可能会对代理人施行分级管理, 制定佣金上限, 延长佣金获取期限, 这会加速代理人的清虚, 短期对销售有影响; 另一方面, 《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》要求所有不符合有关条件的主体和产品自 2022 年 1 月 1 日起不得通过互联网渠道经营, 这将有效遏制行业恶性竞争的趋势, 帮助人身险赛道重回正轨, 有利于龙头寿险企业重拾正常发展状态。

● 寿险投资框架: 长期为新单利润, 短期为周期因素

从长期来看, 经济周期的影响被时间熨平, 寿险股价的关键驱动因素是新单利润。短期来看, 经济周期的影响更大, 股价的主要驱动因素变为周期因素, 相关的客观指标包括 GDP 增速和十年期国债利率等。

● 长期关键: 探讨重疾险首年保费的中速增长平台

判断寿险企业的新单利润, 核心就是判断重疾险的首年保费。正是因为中国平安长期占据重疾险市场份额的 50%, 所以走出了与众不同的股价走势。我们测算重疾险首年保费的中速增长平台大约在 800 亿元上下, 而根据中再寿险的预估, 2020 年约为 900 亿元, 2021 年上半年下滑 30%-40%, 所以我们预估明年一二季度的下滑幅度会逐步变小, 直至稳定并重拾中速增长。

● 明年竞争格局: 大型企业的市占率有望稳定

经纪公司等平台凭借高性价比产品, 在 2021 年一季度实现超高增速, 其部分产品采用激进假设, 在一定程度上导致恶性竞争。同时, 经纪公司等平台不鼓励金字塔式的代理人扩张模式。这在一定程度上解释了为什么 2021 年一季度重疾险的新单保费是上升的, 但是上半年总人力却出现了断崖式下滑。对于此, 明年新政策的执行将稳定行业竞争格局。

● 风险提示

地产风险, 居民收入增速降低。

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, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	EVPS/EPS		PEV/PE	
				2020	2021E	2020	2021E
601318	中国平安	买入	51.22	75	86	0.93	0.82
601628	中国人寿	买入	30.40	37	43	0.88	0.76
601601	中国太保	买入	28.14	49	56	0.66	0.58
601336	新华保险	买入	39.38	72	82	0.66	0.58
1299.HK	友邦保险	买入	81.80	50	57	2.03	1.78

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (港股收盘价为港元)

寿险投资框架：长期关键和短期波动

观察分析寿险企业的股价，例如中国平安的股价，我们发现影响股价的长期关键是负债端的新单利润，短期因素则是资产端的风险情况，主要受经济周期的影响，即宏观经济因素。

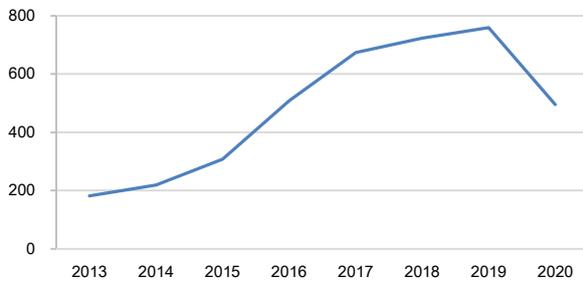
长期关键：新单利润

新单利润，其专业术语是**新业务价值**，指的是**寿险企业当期通过销售保单所获取的利润总和**。一般而言，新单保费规模越大，新业务价值越高。具体到产品层面，重疾险的利润率要比其他产品高，一般贡献的利润最大，所以重疾险的新单保费越大，新业务价值越高。

显而易见，新业务价值是寿险企业成长的核心驱动力。卖的保单越多，利润规模越大，寿险企业的 ROE 就越高。

所以，长期而言，新业务价值增长是寿险企业股价的核心驱动力。

图 1：平安的寿险新业务价值



资料来源：各年年报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图 2：中国平安股价走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

短期波动：经济周期因素

这里的宏观经济因素，我们主要指的是 GDP 增速和十年期国债利率。

(1) GDP 增速提升，意味着经济正在变好，经济增长预期也在改善，那么居民对保险产品的需求会提升，同时保险企业的投资业务预期也会改善。回顾历史，在 GDP 增速提升的情况下，保险企业的股价上涨幅度较大，例如 2008 年、2014 年和 2017 年等。

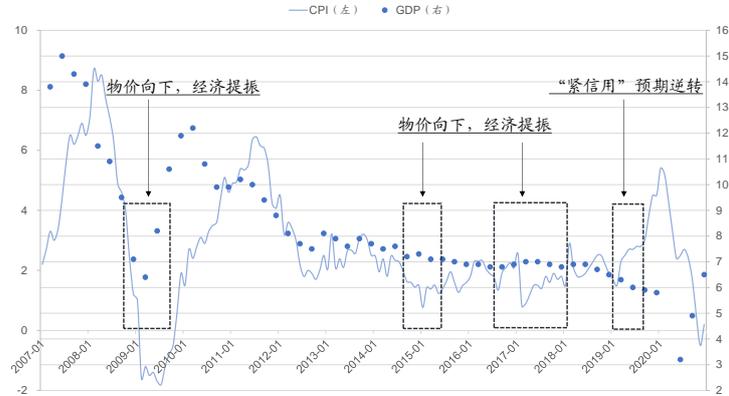
表 1：A 股寿险 4 次股价大幅上涨的具体情形

涨幅排序	时间点	之后具体情形
2	2008 年 10 月	GDP 增速见底回升
1	2014 年 11 月	经济形势见高回落，但资金面预期改善
3	2017 年 4 月	一季度 GDP 增速提升，之后维持在较高水平
4	2019 年 1 月	M2 同比增速见底回升，全年 GDP 增速的预期改善

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

借鉴美林时钟的周期分析框架，我们也可以按照 GDP 增速和 CPI 的情况来表述寿险股价与经济周期的关系，证明寿险企业的股价在短期确实会受到经济周期波动的影响。

图 3: 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

图 4: 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

(2) 再看十年期国债利率。我们分析短期的股价数据，可以发现保险指数的表现与十年期国债利率的表现有着明显的正关系。这背后的逻辑就是，寿险企业一般要在资产端配置超过70%以上的固定收益资产，而这些资产的收益率都是以十年期国债利率为基准利率，所以十年期国债利率越高，保险企业在资产端获得的投资收益率就越高。

图 5: 十年期国债利率和保险指数表现 (左)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 十年期国债利率和中国平安股价表现 (左)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

长期关键：探讨重疾险中速增长平台

因为重疾险是寿险企业最赚钱的业务，其新业务价值率可以达到 90%以上，也是首年佣金率最高的业务之一，最能帮助代理人留存，所以我们主要分析重疾险的长期趋势。这也是行业内外人士普遍关注的重点。

举个例子，行业内最具投资价值且最具前瞻性的寿险企业，中国平安，多年占据重疾险赛道市场份额近 50%。同时，鉴于中国平安有很强的代表性，我们主要分析中国平安的情况，进而判断上市寿险企业整体。

表 2：中国平安历年新业务价值（新单利润）的结构

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 H
个人业务	38,050	50,527	67,027	71,874	75,486	48,756	27,081
代理人渠道	34,393	46,413	60,786	64,401	68,209	42,913	23,684
长期保障型（重疾险）	26,812	37,848	46,933	48,975	49,998	25,756	9,326
长交保障储蓄混合型	2,616	1,977	3,431	5,192	6,661	7,195	5,965
短交保障储蓄混合型	3,900	4,905	8,113	7,577	8,640	6,187	6,356
短期险	1,065	1,683	2,309	2,657	2,909	3,775	2,036
电销、互联网及其他渠道	3,339	3,800	5,524	6,608	6,087	4,234	2,475
银保渠道	318	314	716	865	1,191	1,609	923
团险业务	370	278	330	420	459	820	306
合计	38,420	50,805	67,357	72,294	75,945	49,575	27,387
长期保障型（重疾险占比）	70%	74%	70%	68%	66%	52%	34%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

存量需求：基本已经满足

根据近年的数据，我们判断重疾险的需求已经完成了从 0 到 1 的过程，即有一定经济实力的消费者都已经配置了重疾险。接下来，重疾险需求的增长与居民收入的增长同步。所以，我们认为寿险业务的利润增速已经从高速增长期步入了中速增长期。

首先，从消费人群上来看：较为富裕的人群大概都买了重疾险。根据监管数据，我国在 2018 年 10 月提升个税起征点至 5000 元，相应城镇就业人口中，有资格缴纳个税的人员数量约为 6512 万人，而在个税起征点为 3000 元的时候，这个人员数量约为 1.8 亿人左右。

同时，根据中再寿险的数据，我国的重疾险保单自 1994 年到 2018 年累计销售 3.6 亿件，2018 年底仍然有效的重疾险保单合计 2.2 亿件，保障超过 1.7 亿被保险人，与上文中的数字大致吻合。

综合以上数据，对于有一定经济条件的投保人而言，从无重疾保单到有重疾保单的这个从 0 到 1 的过程，伴随着代理人数量的下滑，就基本结束了。

新增需求：空间大，关键是居民收入增长

从长期需求来看，空间还是非常大。我们通过估算重疾险的总市场空间与已消耗的市场空间的差值，来测算重疾险现有的潜在投保需求。

(1) 总市场空间：我们假设一定的保额规则，来估算五等份分组下各收入层级人群的保额需求，再根据各上市险企主要重疾险产品的平均费率测算出各群体件均保费的估计值。根据国家统计局的数据，2020 年的中国人口中 55 岁及以上人士约占 26%，18 岁以下人士约占 19%，这两类人群皆无法成为被保险人。在剔除以上两者后，我们估算出各收入层群体的需求人数，将其与各群体件均保费相乘即可得到重疾险行业当年年交保费的上限约为 6.5 万亿元。

表 3：各收入层级人群重疾险需求估算

		低收入组	中间偏下收入组	中间收入组	中间偏上收入组	高收入组
人均可支配收入		7,869	16,442	26,249	41,171	80,294
件均保额需求估计值	医疗费用	10,000	18,000	35,000	55,000	80,000
	收入损失	23,607	52,614	89,247	152,333	321,176
	其它支出	0	20,000	40,000	60,000	80,000
	合计	33,607	90,614	164,247	267,333	481,176
预期件均保费(20 年交)		934	2,589	4,831	8,101	15,037
需求人数估计值(亿人)		1.55	1.98	2.09	2.09	2.09
年交保费上限估计值(亿元)		1,450	5,118	10,095	16,929	31,423

资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理（每组为总人口的 20%，预期件均保费通过“平安福”、“国寿福”、“健康无忧”等上市公司寿险产品系列的费率测算，年交保费上限估计值单位为人民币亿元）

(2) 已消耗的市场空间：前文数据已经显示，我国 2015 年重疾险行业保费收入约为 1000 亿元。考虑到当下重疾险行业的有效保单中还包括缴费期结束的保单，因此我们以 2015 年重疾险行业保费收入加上其后数年的新单保费收入来估算当下已消耗的重疾市场空间，算得其约为 5300 亿元。

两者相减可求得目前重疾险仍有约 5.97 万亿元的市场空间有待挖掘。因此，我们认为新投保群体件均保额的上升空间以及老客户的加保空间依然充足，重疾险的现有需求仍较大，只是需求的增速要依赖于现有居民收入的增速。

中速增长平台：新增需求的年度释放

在新增需求的基础上，我们再测算其每年的释放规模，以指引未来每年基本的需求规模。这是我们计算中速增长平台的方法，结果大概在 800 亿元左右。

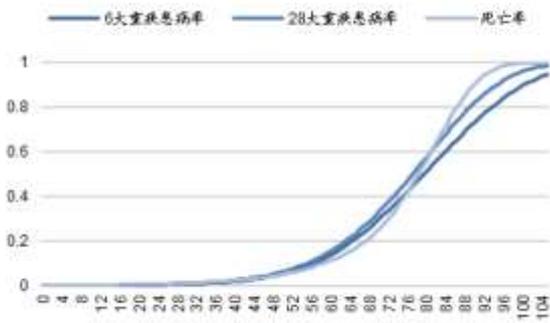
具体方法逻辑：我们首先需要估算出一个人购买重疾险的最合适的保额。根据中国精算师协会发布的 6 种重大疾病和 28 种重大疾病的发生率表以及经验生命表，我们可以求得一个男性在 60 岁、70 岁和 80 岁前罹患 28 种重大疾病的概率分别约为 16%、33% 和 58%，而女性的患病率普遍低于男性 5%-15%，这说明随着年龄的增长，罹患重疾已不再是小概率事件，而且其给患病者家庭带来的远不止是医疗费用，因此我们认为重疾险是当下所有适龄人群都应购买的保险产品，但其具体保额应取决于个人或家庭收入。我们从以下三个方面分析一个人购买重疾险时需要选择的保额：

(1) 医疗费用：从中国精算师协会的数据来看，重大疾病的总医疗费用基本在 10 万元以上，而部分疾病每年均需支付 10 万元以上，最高总医疗费用可高达百万。考虑到不同疾病治疗周期不同，以及额外购买的医疗险（包括百万医疗险及惠民保）在部分疾病上已有覆盖，我们推算重疾险用于负担医疗险外的相关医疗费用方面需要至多 10 万元的保额。

(2) 收入损失：一个人患重疾后通常 3 至 5 年不能工作，若其是单职工家庭中的顶梁柱，那么这一家将完全丧失收入来源，这一点是医疗险完全无法弥补的。另外，收入损失保险这一险种在中国目前的人身险市场上并不常见，因此重疾险在弥补收入损失上是一个比较好的选择。我们推算重疾险用于防范收入损失方面需要可支配收入 3-5 倍的保额。

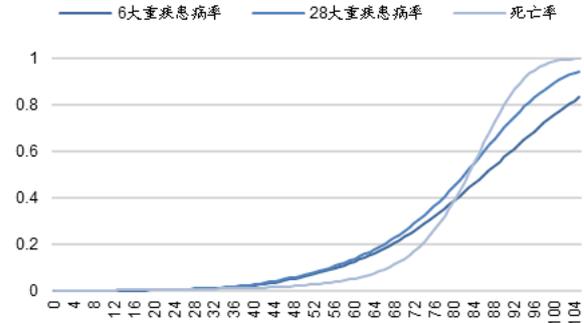
(3) 其它支出: 住院期间及术后疗养开支部分可通过附加险和额外购买的各类医疗险来负担, 但我们认为还应当增加至多 10 万保额用于应对未来在赡养老人、养育子女、贷款支出上可能出现的增长, 以及各种突发状况。

图 7: 男性死亡率及重疾患病率 (%)



资料来源: 银保监会、国信证券经济研究所整理

图 8: 女性死亡率及重疾患病率 (%)



资料来源: 银保监会、国信证券经济研究所整理

表 4: 重大疾病医疗费用

病种	医疗费用
癌症	22-80 万
冠状动脉搭桥术	10-30 万
急性心肌梗死	10-30 万
心脏瓣膜手术	10-25 万
重大器官或造血干细胞移植术	22-50 万
脑炎后遗症或脑膜炎后遗症	20-40 万
良性脑肿瘤	10-25 万
严重脑损伤	10 万/年
慢性肝功能衰竭	10 万/年
终末期肾病	10 万/年
终末期肺病	10-30 万
昏迷	12 万/年
双耳失聪	20-40 万
双目失明	8-20 万
肢体切断	10-30 万
瘫痪	5 万/年
严重阿尔兹海默病	5 万/年
帕金森病	7.5 万/年
严重烧伤	10-20 万
语言功能丧失	10 万/年

资料来源: 中国精算师协会《国民防范重大疾病健康教育读本》、国信证券经济研究所整理 (单位: 人民币元)

接下来, 我们从现有需求和新增需求两个角度来测算重疾险的市场空间, 其中现有需求指当前人口结构下各收入群体的潜在投保需求, 而新增需求指未来新增成年人口可能带来的新增投保需求。

我们通过计算未来数年新成年人口数量与预期件均保费之积，来测算这一源源不断出现的群体在未来的重疾险新单消费需求。考虑到 18 岁人群为被保险人时年交保费相对较低，我们推测其件均保额会相对较高，并按照近年全国人均可支配收入、总体 CPI、医疗保健 CPI 的变化趋势来推算未来数年的新成年人口购买重疾险所需保额，再根据各上市险企各年主要重疾险产品的平均费率测算出各年的预期件均保费。除此之外，每年新成年的人数也由于往年出生率不同而有所变化，因此我们以各年的预期件均保费与当年新满 18 岁人数之积测算出 2021 至 2024 年的新成年人口带来的重疾险新单消费需求分别约为 794 亿元、797 亿元、834 亿元和 849 亿元。其中 2020 与 2021 年的件均保费上升减缓主要是因为 2020 年重疾险新规落地后，产品费率整体出现下降，但我们认为重疾险的费率在未来终会走向稳定，从而使得件均保费增速趋于平稳。并且由于 2003 至 2017 年的新生人口数都未发生明显下降，我们预测未来 14 年间新成年人口带来的重疾险新单消费需求会继续扩大。

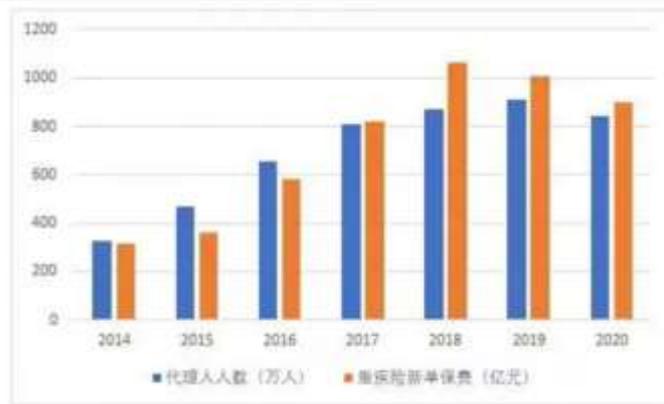
表 5：重疾险市场空间上升值及预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
人均可支配收入	32,189	33,573	34,916	36,243	37,548
件均保额需求估计值					
医疗费用	57,625	58,374	58,957	59,429	59,845
收入损失	128,756	134,293	139,664	144,971	150,190
其它支出	54,705	55,963	57,474	58,911	60,384
合计	241,086	248,630	256,096	263,312	270,420
预期件均保费（20 年交）	4,942	4,992	5,045	5,214	5,408
当年满 18 岁人数（亿人）	0.163	0.159	0.158	0.16	0.157
新成年人口带来的新单消费需求（亿元）	806	794	797	834	849

资料来源：Wind、国家统计局、银保监会官网、保险师 APP、国信证券经济研究所整理（每组为总人口的 20%，预期件均保费通过“平安福”、“国寿福”、“健康无忧”等上市公司寿险产品系列的费率测算，新单消费需求单位为人民币亿元）

上面的这个新增需求估算与中再寿险对 2019 年和 2020 年的重疾险首年保费的估算基本一致。如果线性外推并容纳一定的误差值，考虑每年居民收入的增长以及新增人口的需求，我们认为全行业重疾险的需求可能就在 800 亿元左右。这或许就是未来一段时间内重疾险首年保费中速增长平台的起点。

图 9：重疾险新单保费及行业代理人数量



资料来源：中再寿险，国信证券经济研究所整理

竞争格局：明年有望迎来稳定期

如果我们综合一下中再寿险和中国平安的相关数据，中国平安在重疾险赛道上的市占率是在下滑的，特别是在 2020 年。

表 6：中国平安在重疾险赛道的市场占有率

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
中国平安的重疾险首年保费	268	378	469	490	500	258
行业的重疾险首年保费	360	584	817	1062	999	870
中国平安的市占率	74%	65%	57%	46%	50%	30%

资料来源：中再寿险、中国平安财报，国信证券经济研究所整理

同时，中再寿险预估 2021 年前三季度的全行业首年保费同比下滑 40%-30%，再考虑到中国平安前三季度的新业务价值，那么我们线性外推，中国平安的市占率在 2021 年可能约为 28% 左右。

根据中保协的数据，2021 年一季度，长期重疾险的新单保费同比增长约 45%。行业的竞争非常激烈。显而易见，行业竞争的加剧，是导致中国平安等大型企业市占率下滑的主因。

表 7：各渠道重疾险的规模保费占比及同比增速

	直销	个人代理	专业代理	银行邮政	其它兼业	经纪业务
2020 年四季度						
医疗保险	26.84%	57.22%	2.47%	0.72%	7.81%	4.94%
重疾险	5.23%	86.48%	4.48%	1.63%	0.56%	1.63%
2021 年一季度						
医疗保险	30.62%	46.65%	5.56%	0.61%	8.10%	8.46%
重疾险	5.66%	83.72%	5.45%	1.61%	0.56%	3.01%
同比增速						
重疾险	8.22%	-3.19%	21.65%	-1.23%	0.00%	84.66%

资料来源：中保协，国信证券经济研究所整理

大型寿险企业失去的市占率大概率流向了中小型寿险公司、经纪平台及互联网平台等，因为这些平台产品的性价比确实非常高，部分产品的重疾发生率等假设过于激进，造成恶性竞争。同时，经纪平台的运营模式及代理人管理办法不鼓励金字塔式的扩张模式。这在一定程度上解释了为什么 2021 年一季度重疾险的新单保费是上升的，但是上半年总人力却出现了断崖式下滑。本质上是因为大型寿险企业的代理人运营模式在疫情阶段受到了冲击。

针对以上情况，《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》已经出台，要求所有不符合有关条件的主体和产品自 2022 年 1 月 1 日起不得通过互联网渠道经营，这将有效遏制行业恶性竞争的趋势，帮助人身险赛道重回正轨，有利于龙头寿险企业重拾正常发展状态。

但明年的形势还是很复杂，因为还有一项政策会出台，即《人身保险销售管理办法（征求意见稿）》，可能会对代理人施行分级管理，制定佣金上限，并延长佣金期限，这在一定程度上还是会冲击以往金字塔式的代理人扩张模式，这对大型寿险企业是不利的，将加速代理人渠道的整顿和转型。但是，如果该政策不影响重疾险方面的授权及销售，那么短期内该政策的影响对于中国平安等企业还是偏积极的。

考虑到以上两个不可控的变量，综合下来，我们倾向认为正效应更大，且长期来看肯定如此。再考虑到重疾险中速增长平台的支撑效应，在乐观的情景下，如果中国平安的优质人力能够持续保持稳定，那么我们预估中国平安的重疾险新单保费低点有可能在明年出现，或许是明年三季度。从 2021 年第三季度的数据来看，中国平安在代理人数量大幅下滑的情况下，其核心人力应当是比较稳定的，人均新业务价值同比有较大幅度的提升。我们将密切跟踪行业及龙头企业的代理人情况，尤其是活跃人力的情况。

表 8：中国平安历年代理人人均新业务价值

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年三季度
代理人人均新业务价值 (万元)	48,243	48,789	56,791	40,688	49,896
代理人数量 (万人)	139	142	117	102	71

资料来源：中国平安财报，国信证券经济研究所整理

投资建议：上半年股价有超额收益，下半年新单企稳于中速增长平台

投资观点：展望明年，我们预计大型寿险企业的新单销售在一二季度将继续维持下滑态势，但下滑幅度或有所缓和，二季度左右有望达到中速增长平台，并重拾增长态势。看股价，随着新单销售的逐步趋稳，以及降准等有利因素在一季度的逐步释放，寿险股价在明年上半年或有一定幅度的表现，但到下半年情况便变得复杂，需要审时度势。我们对行业维持“中性”评级。

从政策面来看，明年的情况会复杂一些，但我们认为正效应更大：一方面是《人身保险销售管理办法（征求意见稿）》会出台，可能会对代理人施行分级管理，制定佣金上限，延长佣金获取期限，这会加速代理人的清虚，短期对销售有影响；另一方面，《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》要求所有不符合有关条件的主体和产品自 2022 年 1 月 1 日起不得通过互联网渠道经营，这将有效遏制行业恶性竞争的趋势，帮助人身险赛道重回正轨，有利于龙头寿险企业重拾正常发展状态。

从宏观经济因素来看，降准降息等促进经济增长的政策是有利于保险股的：一方面是短期无风险利率的降低有助于提升长期险债券的利率，利好寿险资产端，另一方面是经济预期改善，资产质量预期提升，例如房地产相关资产，居民收入增长的预期提升。根据国信宏观分析，明年 GDP 同比提升，财政发力，但考虑到后期 CPI 的上升，货币或收紧，所以后期或不利于寿险股价。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司	评级	收盘价 (元/港元)	EPS/EV		PE/PEV	
				2020	2021E	2020	2021E
601318	中国平安	买入	51.22	75	86	0.64	0.56
601628	中国人寿	买入	30.40	37	43	0.81	0.69
601601	中国太保	买入	28.14	49	56	0.55	0.48
601336	新华保险	买入	39.38	72	82	0.56	0.49
1299.HK	友邦保险	买入	81.80	50	57	1.81	1.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

地产风险，居民收入增速降低。

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