

负债端受疫情影响承压，投资端表现良好 ——保险行业 2020 年报综述

推荐 (维持)

2021 年 4 月 2 日

相关报告

《兴证金融组——非银周报 (210322—210328): 两大保险互助平台关停, 券商 Q1 业绩或好于预期》 2021-03-28

分析师:

王尘

wangchenyjy@xyzq.com.cn
S0190520060001

投资要点

- **上市险企 2020 年净利润主要受税收基数和会计估计变更和疫情的影响出现负增长, 内含价值在正向投资偏差带动下保持健康的增速。**上市险企 2020 年归母净利润 2,523 亿元, 同比-7.4%, 利润负增长主要原因包括: 1. 减税政策的一次性影响导致去年同期利润基数较高; 2. 会计估计变更影响, 险企均计提了较多的准备金; 3. 疫情对于经济的负面影响传导至保险负债端。虽然负债端受疫情影响承压, 运营经验偏差整体也不如去年, 但在投资偏差整体正向贡献下, 各家上市险企 2020 年内含价值增速在 10%-18% 之间。
- **寿险: 1. 上市险企寿险新单分化, 新业务价值受疫情影响普遍出现了不同程度的负增长。**2020 年上市险企共实现寿险新单保费 4,724 亿元, 同比-1.3%; 新业务价值 1,411 亿元, 同比-19.7%, 整体增速较低, 主要原因是疫情对于重疾等长期保障型产品的影响。其中, **国寿**在“重振国寿”转型下寿险负债端表现优于同业, NBV 同比-0.6%; **太保** NBV 同比-26.7%, 公司保障型产品占比相对于同业更高且更依赖于个险渠道, 受疫情影响相对更大; **平安** NBV 同比-34.7%, 除疫情影响外, 公司代理人规模下降以及去年 Q4 基数较高也对 NBV 增速造成了负面影响; **新华**的新单保费同比+47.6%, 增量主要来源于银保趸交, NBV 同比-6.1%, 好于行业平均; **人保**(含人保健康) NBV 同比-9.7% (同一假设下同比+9.7%)。2. **代理人规模有所分化, 提质是未来主要发展思路。**代理人规模上, 新华同比大幅增长, 人保小幅增长, 国寿、太保和平安则均有不同程度的下滑; 各家险企代理人质态指标受疫情影响均有所下降, 但目前都提出了提质的发展方向, 代理人新基本法也先后落地, 重点关注提质成效。
- **产险: 上市险企 2020 年产险业务保费增速放缓, 综合成本率有所上升。**2020 年上市险企产险保费合计 8,656 亿元, 同比+3.6%, 由于信保业务压缩和车险综合改革的实施, 产险增速放缓, 人保、太保和平安产险保费同比分别为+0.1%、+11.1%和+5.5%。险种结构上, 上市险企车险保费同比+1.3% (Q4 单季度-10.6%), 下半年新车销量逐渐回暖, 但 9 月后车险综合改革的实施还是导致了车险保费在 Q4 出现一定幅度的负增长, 该影响在 2021 年仍会持续; 非车险保费同比+8.1%, 其中意健险、农险和责任险的增速要高于其他险种, 信保业务规模大幅压缩。2020 年, 人保、太保和平安的产险综合成本率分别为 98.9% (同比持平)、99.0% (同比+0.7pcts)、99.1% (同比+2.7pcts), 上市险企产险综合成本率的提升, 一方面是由于保证保险业务赔付率上升, 一方面是由于车险和非车险的竞争均有所加剧。
- **投资端: 净投资收益率均有下降, 总投资收益率整体有所提升。**上市险企 2020 年资产配置上大多险企增加长久期债券、股票和基金, 非标资产占比普遍有所下降。2020 年, 国寿、太保、平安、新华和人保的净投资收益率分别为 4.34% (-0.27pcts)、4.7% (-0.2pcts)、5.1% (-0.1pcts)、4.6% (-0.2pcts) 和 5.0% (-0.3pcts), 险企净投资收益率下降的主要原因是下行的利率环境以及早期收益更高的固收类资产逐渐到期; 总投资收益率分别为 5.3% (+0.1pcts)、5.9% (+0.5pcts)、6.2% (-0.7pcts)、5.5% (+0.6pcts) 和 5.8% (+0.4pcts), 由于权益市场行情较好, 总投资收益率整体有所提升。
- **我们的观点: 低估值结合基本面改善, 继续看好保险板块估值提升。**负债端上, 前两月保费数据良好, 3 月虽数据较弱但不必过度担忧, 我们看好全年储蓄型产品的销量, 同时经济逐渐改善后亦有利于保障型产品的销售; 资产端上, 十年期国债收益率保持至 3.2% 上方, 且短期内长端利率仍有继续向上的空间。目前对应 2021 年 0.55-0.96 倍 PEV, 继续看好估值提升。个股上, 我们推荐长期竞争优势较强且寿险改革成效有望逐渐显现的中国平安, 以及估值相对较低且战略转型持续推进的中国太保。

风险提示: 保障型产品销量不及预期; 利率下行; 投资收益率下降。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

我们以中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险、中国人保（以下简称“上市险企”）披露的 2020 年报为数据基础，对上市险企进行分析和总结。

1. 经营概览：净利润受税收基数、会计估计变更和疫情的影响出现负增长

上市险企 2020 年营业收入稳健增长，净利润主要受税收基数和会计估计变更和疫情的影响出现负增长。上市险企 2020 年共实现营业收入 32,557 亿元，同比+7.5%；归母净利润 2,523 亿元，同比-7.4%，利润出现负增长的主要原因包括：1. 减税政策的一次性影响导致去年同期利润基数较高；2. 会计估计变更影响，2020 年 750 天移动平均国债收益率曲线有所下行，全年十年期国债 750 天移动平均下降 21bp，部分险企也考虑了重疾发生率上升的情况，因此上市险企均对准备金有所补提，国寿、太保、平安（仅折现率影响）和新华补提的准备金分别为 385 亿元、79 亿元、57 亿元和 116 亿元；3. 疫情对于经济的负面影响传导至保险负债端，包括保障型产品等险种的销量以及产险业务中的信用保证保险等险种的盈利能力均受到负面影响。**个股上**，国寿、太保、平安、新华和人保 2020 年归母净利润分别为 471 亿元（-18.4%）、196 亿元（-14.3%）、1030 亿元（-20.5%）、111 亿元（-14.6%）和 187 亿元（-12.3%），人保的利润增速要略高于同业。**不考虑短期因素**，平安和太保 2020 年营运利润同比分别+4.9%和+11.7%。

图 1、上市险企营业收入合计及同比增速（亿元，%）

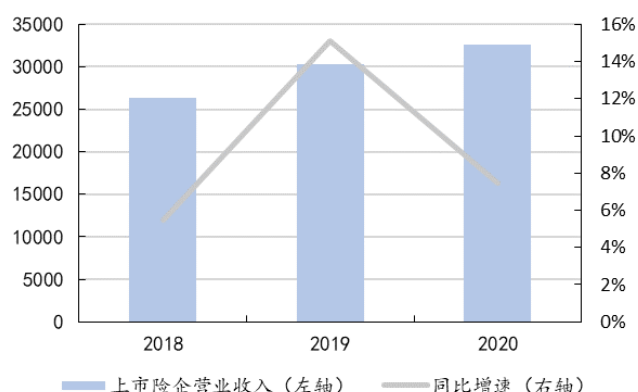
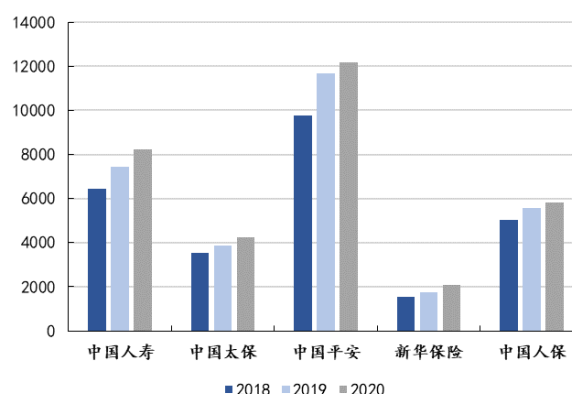


图 2、各家上市险企营业收入（亿元）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、上市险企归母净利润合计及同比增速（亿元，%）

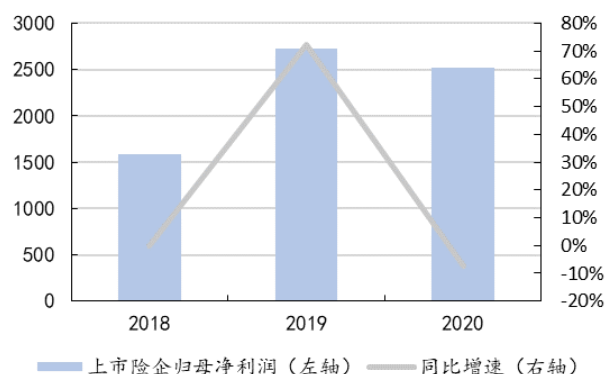
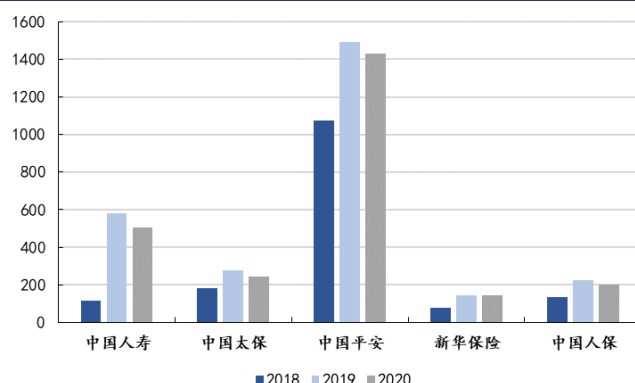


图 4、各家上市险企归母净利润（亿元）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

虽然负债端受疫情影响承压，但投资偏差整体上表现较好，上市险企内含价值仍保持相对健康的增速。2020年国寿、太保、平安和新华集团内含价值分别为 10,721 亿元(+13.8%)、4,593 亿元(+16.0%)、13,281 亿元(+10.6%)和 2,406 亿元(+17.3%)，增速较去年同期分别变化了-4.7pcts、-1.8pcts、-9.1pcts、和-1.1pcts。上市险企 2020 年 EV 增速低于去年同期的主要原因是疫情导致新业务价值贡献下降，2020 年各家险企新业务价值贡献的 EV 增速在 4.8%-6.2%之间，去年则在 5.6%-9%之间，另外运营经验偏差整体上也不如去年（其中新华保险运营经验偏差有较为明显的改善）。由于 2020 年权益市场环境较好，上市险企的投资偏差整体上表现较好，贡献的 EV 增速在 -0.5%-4.3%之间，在一定程度上缓冲了负债端的负面影响。

图 5、上市险企集团内含价值增速（%）

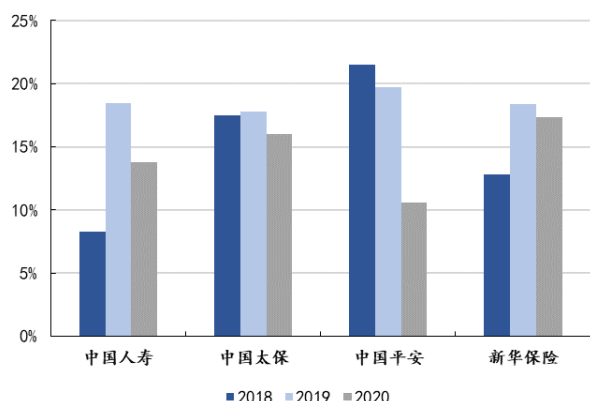
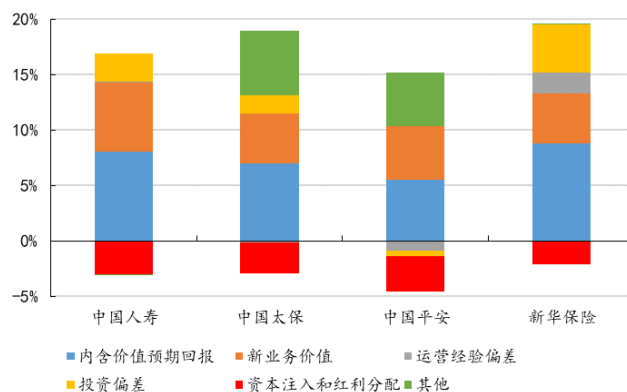


图 6、2020 年上市险企内含价值增速拆分（%）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

上市险企的总资产和净资产基本保持稳健增长。截止至 2020 年末，上市险企的总资产合计为 178,112 亿元，同比+15%，其中中国太保的总资产增速为 15.9%，高于同业；上市险企的净资产合计为 17,318 亿元，同比+13.7%，其中中国太保的净资产增速为 20.6%，高于同业。

图 7、上市险企总资产合计及增速（亿元，%）

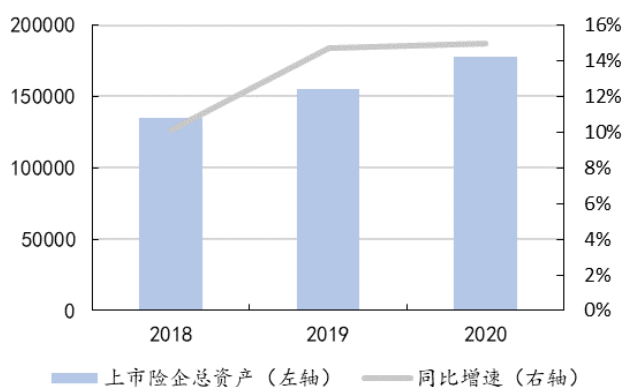
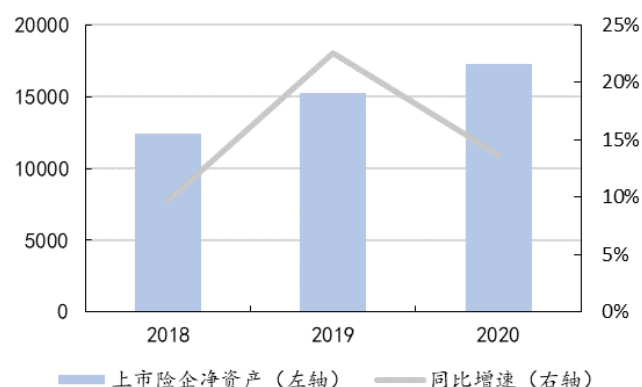


图 8、上市险企净资产合计及增速（亿元，%）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 寿险：上市险企寿险增速受疫情影响承压，代理人规模变化有所分化

上市险企 2020 年寿险新单分化，新业务价值受疫情影响普遍出现了不同程度的负增长，国寿和人保寿险增速好于同业。2020 年上市险企共实现寿险新单保费 4,724 亿元，同比-1.3%；寿险新业务价值 1,411 亿元，同比-19.7%，整体增速相对较低，主要原因是疫情对于重疾等长期保障型产品的影响，其中上半年主要是客户线下见面意愿低，代理人线下展业难，下半年更多的是疫情对经济负面影响，客户整体的可支配收入有所下降，导致消费属性较强的保障型产品继续承压，另外险企提早布局 21 年开门红也对 20 年 Q4 的新单保费有一定的负面影响。其中，国寿、太保（代理人渠道）、平安（个人业务）、新华和人保（含人保健康）的寿险新单保费增速分别为+7.8%、-26.9%、-14.2%、+105.7%和-4.5%；新业务价值增速分别为-0.6%、-27.5%、-34.7%、-6.1%和-9.7%（统一假设口径下为+9.7%），具体如下：

- **国寿**：“重振国寿”转型下寿险负债端表现优于同业，全年新单保费收入（含短期险）1939 亿元，同比+7%，其中长险期交保费同比+5.5%；新业务价值 584 亿元，同比-0.6%；个险新业务价值率 47.9%，同比下降 1.5 个百分点。在疫情的负面影响下，公司负债端表现远好于同业，一方面

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

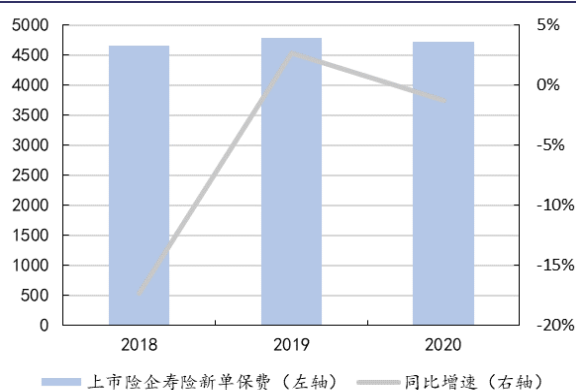
是由于公司 2020 年提早布局开门红并提前进入了第二、三阶段长期保险的销售,受疫情的影响略小于同业,另一方面是公司在鼎新工程战略下,多元业务板块增长较好,全年贡献保费 1012 亿元,同比+22.6%。

- **太保:** 公司 2020 年实现寿险总保费 2120 亿元,同比增长 0.2%; 寿险代理人渠道新单保费 290 亿元,同比-26.7% (Q4 单季度为-24.8%); 新业务价值 178 亿元,同比-27.5%; 新业务价值率 38.9%, 同比下降 4.4 个百分点。由于太保的保障型产品占比相对于同业更高,且相对更依赖于个险渠道,因此受疫情影响相对更大,另外 Q4 单季度新单负增长也有部分原因在于公司提早开始开门红。
- **平安:** 公司 2020 年个人新业务规模保费为 1,320 亿元,同比-14.3%, 新业务价值 496 亿元,同比-34.7% (Q4 单季度-60.7%), 出现负增长的主要原因是疫情对于保障型产品的负面影响,其中 Q4 单季度新业务价值下降幅度较大主要是由于公司在 Q4 将更多的精力放入了开门红以及 2019 年 12 月由于部分开门红提早确定导致基数较高。公司 2020 年新业务价值率为 33.3%, 同比下降 14 个百分点,预计主要是产品结构的影响。
- **新华:** 公司 2020 年新单保费 (含短险, 不包括团险渠道) 442 亿元, 同比+47.6%, 其中价值较高的个险渠道长险首年期交保费为 152.5 亿元, 同比+0.5% (Q4 单季度同比-19%), 新单保费的增量主要来源于 173.6 亿的银保趸交业务,原因是新管理层提出“规模价值全面发展”的转型思路后,公司重新开始大力发展银保业务。公司 2020 年实现新业务价值 91.8 亿元, 同比-6.1%, 增速好于大多数同业, 新业务价值率 19.7%, 同比下降 10.6 个百分点, 主要是由于产品结构的变化。
- **人保:** 人保寿险高质量转型成效显著,人保健康高速增长。公司 2020 年寿险及健康险新单保费收入 (含短险) 为 732 亿元, 同比-0.5%, 其中人保寿险新单保费 488 亿元, 同比-9.9% (价值更高的期交业务同比-2.3%), 人保健康新单保费 244 亿元, 同比+25.9%, 在好医保等互联网产品带动下,人保健康的医疗保险和疾病保险均有较高的增长,另外分红型两全险实现了高增长。同一假设回溯口径下,人保寿险和人保健康 2020 年的新业务价值同比分别增长 5.6% 和 56.6%, 增速好于同业。

寿险总保费增速保持增长,增速略低于行业平均。我们以原保费收入为口径,2020 年上市险企寿险总保费收入合计 16,237 亿元, 同比+4.0%, 略高于全行业寿险平均增速 (+7.5%), 国寿、太保、平安、新华和人保的寿险总保费增速分别为+8.0%、-0.3%、-2.3%、+15.5% 和 +6.5%, 新华增速相对较高, 也是由银保带动; 平安寿险总保费增速出现负增长, 原因包括新单的负增长以及部分产品缴费期结束对续期保费的负面影响。

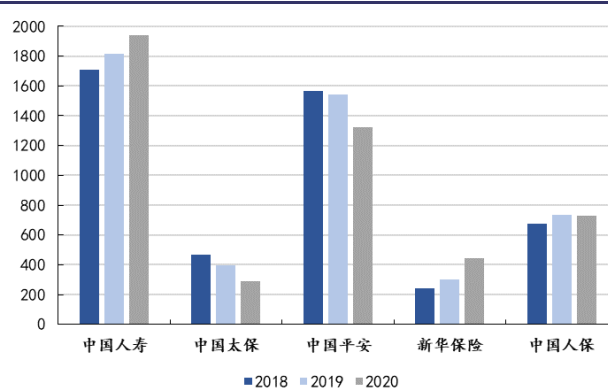
各家险企代理人规模有所分化，提质是未来主要发展思路。截止至 2020 末，国寿代理人规模 137.8 万人，同比-14.6%，部分原因是公司主动清虚的结果，公司坚持高质量队伍的发展策略，个险板块月均有效销售人力同比增长 9.7%；太保月均人力 74.9 万人，同比-5.2%，月人均保费 3259 元，同比-22.6%，产能受疫情影响下降，公司 2020 年末发布了新基本法，有利于队伍转型升级和产能提升。平安代理人规模为 102.4 万，同比-12.3%，代理人月收入、人均每年新业务价值和留存率等指标也有一定的下滑；新华注重个险队伍建设，推行了新基本法，年末代理人规模达 60.6 万人，同比+19.5%，人均指标受疫情和增员较多等原因影响有所下降；人保 2020 年末代理人规模 41.4 万人，同比+5.9%，但较上半年末（51.2 万人）下滑 19.1%，月均有效人力 10.2 万人，同比+8.8%。目前各家险企均提出了提质的发展方向，代理人新基本法也先后落地，并通过更优化的制度激励和科技赋能等方式提升产能，未来重点关注提质的成效。

图 9、上市险企新单保费合计及同比增速（亿元，%）



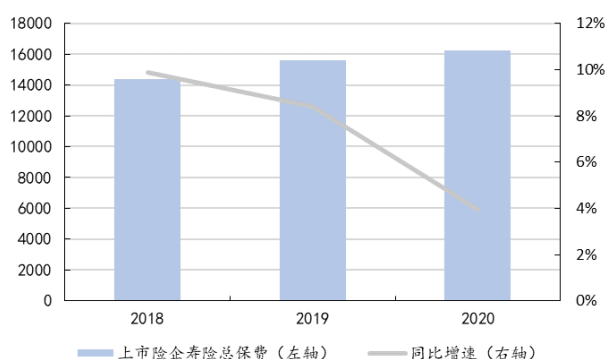
资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、各家上市险企寿险新单保费（亿元）



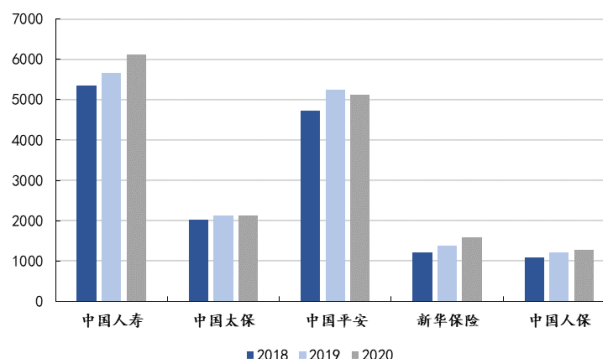
资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、上市险企寿险总保费合计及同比增速（亿元，%）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

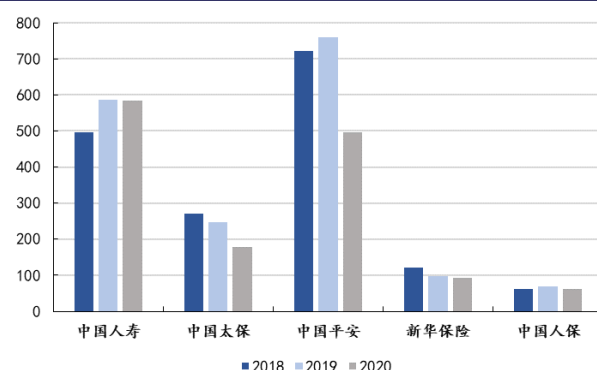
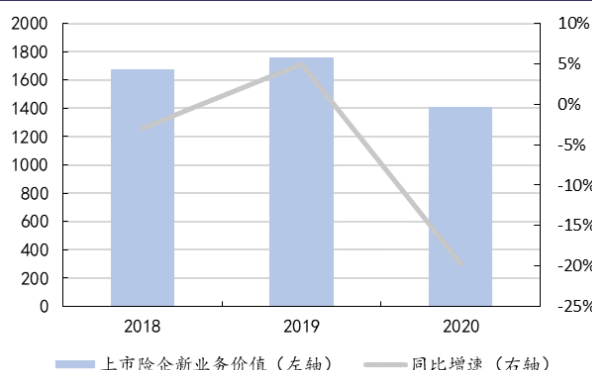
图 12、各家上市险企寿险总保费（亿元）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、上市险企新业务价值合计及同比增速（亿元，%）

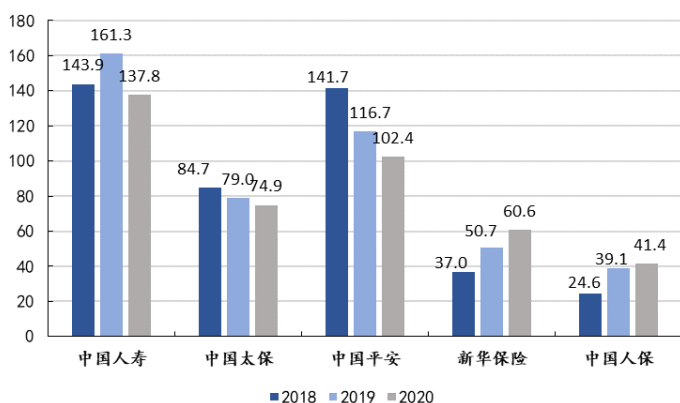
图 14、各家上市险企新业务价值（亿元）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据为不回溯口径

图 15、各家上市险企代理人规模变化（亿元）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：太保为月均代理人规模，其他几家均为期末代理人规模

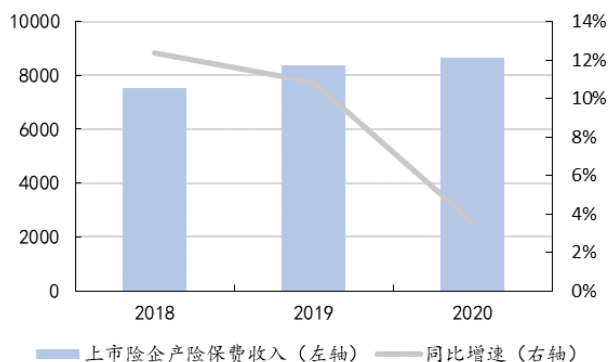
3. 产险：信保业务压缩和车险综合改革导致产险增速放缓，综合成本率有所上升

上市险企 2020 年产险业务保费增速放缓。2020 年，上市险企产险保费收入总和为 8,656 亿元，同比+3.6%，由于信保业务压缩和车险综合改革的实施，产险增速较前两年有所放缓。人保、太保和平安全年产险保费收入同比增速分别为+0.1%、+11.1%和+5.5%，其中太保的产险保费增速相对较高。**险种结构上**，上市险企全年实现车险保费 5,575 亿元，同比+1.3%（Q4 单季度-10.6%），下半年新车销量逐渐回暖，但 9 月后车险综合改革的实施还是导致了车险保

费在 Q4 出现了一定幅度的负增长，该影响在 2021 年仍会持续；非车险保费 3081 亿元，同比+8.1%，其中意健险、农险和责任险的增速要高于其他险种，信用保证保险由于受疫情影响出现了赔付风险，今年规模有较大幅度的压缩，这也是非车险增速放缓的主要原因之一。

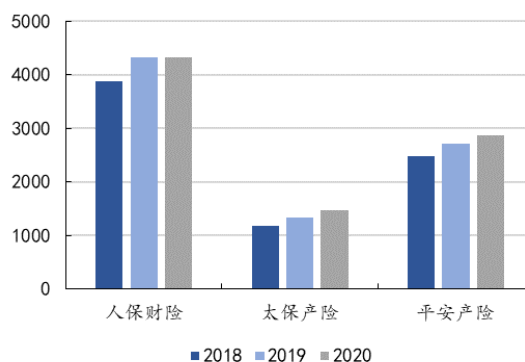
上市险企产险业务综合成本率整体有所上升。2020 年，人保财险的综合成本率为 98.9%，同比持平；太保财险的综合成本率为 99%，同比上升 0.7 个百分点；平安产险的综合成本率为 99.1%，同比上升了 2.7 个百分点。上市险企产险综合成本率的提升，一方面是由于融资类保证保险业务赔付率上升，一方面是由于车险和非车险的竞争均有所加剧。

图 16、上市险企产险保费合计及同比增速（亿元，%）



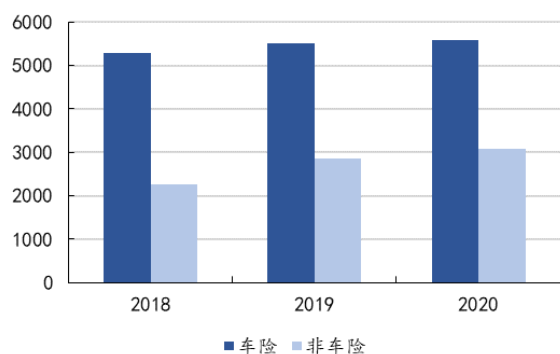
资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、各家上市险企产险保费（亿元）



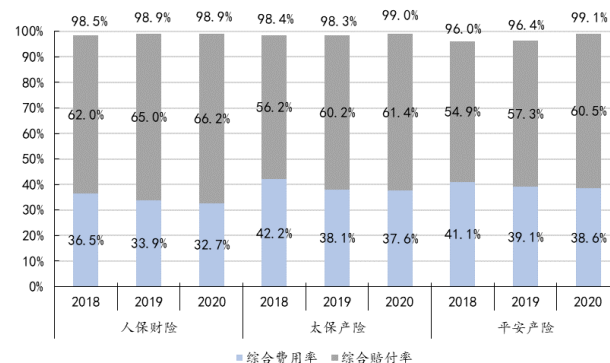
资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、上市险企车险及非车险保费收入（亿元）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、各家上市险企综合成本率（%）

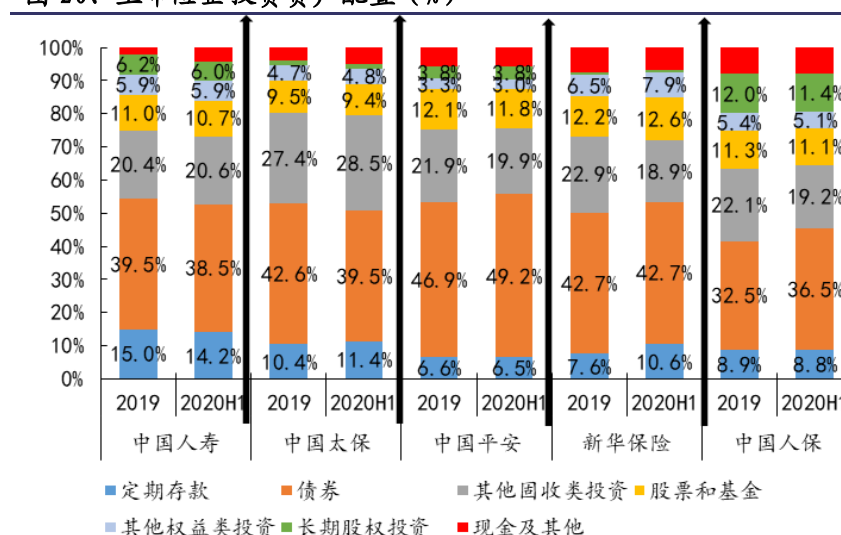


资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

4. 投资端：增配长期久债券和权益类资产，非标资产占比下降，总投资收益率同比提升

上市险企 2020 年总投资资产均稳健增长，资产配置上大多险企增加长久期债券、股票和基金，非标资产占比普遍有所下降。截止到 2020 年末，国寿、太保、平安、新华和人保的总投资资产分别为 4.10 万亿 (+14.6%)、1.65 万亿 (+16.1%)、3.74 万亿 (+16.6%)、0.97 万亿 (+15.0%) 和 1.09 万亿 (+11.3%)。资产配置上，上市险企大多选择增加了国债和地方债等长久期债券的占比，缩短资产负债久期的缺口，另外在权益市场行情较好的情况下，大多险企的股票和基金占比有所提升。上市险企 2020 年非标资产的占比普遍有所下降，新华年末非标资产占比 24.1%，同比下降了 5.3pcts，同一口径下，国寿、太保、平安、新华和人保的其他固收类资产同比分别下降了 0.6pcts、0.1pcts、1.9pcts、4.6pcts 和 4.5pcts。

图 20、上市险企投资资产配置 (%)

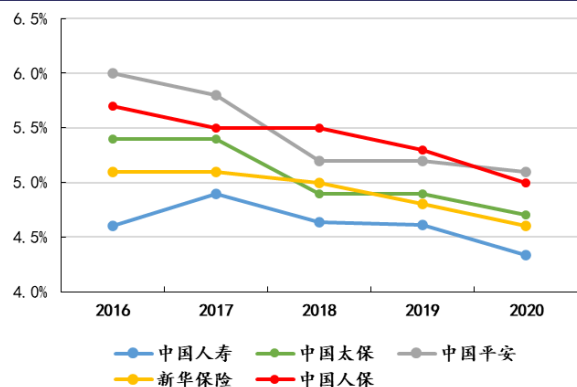


资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：各家险企对于优先股、银行理财产品、债券型基金等的分类有所不同（分入其他固定收益类投资或其他权益类投资），我们做了一定的调整。

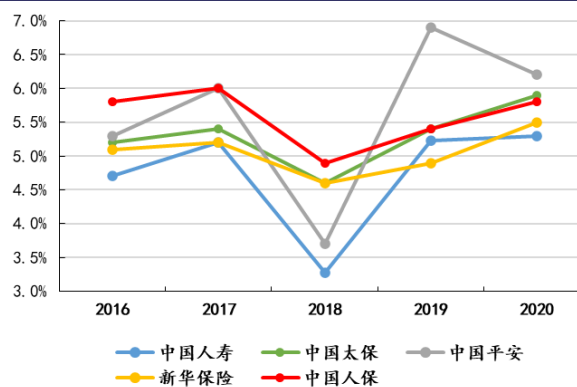
上市险企 2020 年净投资收益率均有下降，总投资收益率整体有所提升。2020 年，国寿、太保、平安、新华和人保的净投资收益率分别为 4.34% (-0.27pcts)、4.7% (-0.2pcts)、5.1% (-0.1pcts)、4.6% (-0.2pcts) 和 5.0% (-0.3pcts)，险企净投资收益率下降的主要原因是下行的利率环境以及早期收益更高的固收类资产逐渐到期；总投资收益率分别为 5.3% (+0.1pcts)、5.9% (+0.5pcts)、6.2% (-0.7pcts)、5.5% (+0.6pcts) 和 5.8% (+0.4pcts)，由于权益市场行情较好，上市险企总投资收益率整体有所提升。

图 21、上市险企净投资收益率 (%)



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、上市险企总投资收益率 (%)



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

5. 我们的观点

低估值结合基本面改善，继续看好保险板块估值提升。 负债端上，前两月保费数据良好，3月虽数据较弱但不必过度担忧，我们看好全年储蓄型产品的销量，同时经济逐渐改善后亦有利于保障型产品的销售；资产端上，十年期国债收益率保持至3.2%上方，且短期内长端利率仍有继续向上的空间。目前对应2021年0.55-0.96倍PEV，继续看好估值提升。个股上，我们推荐长期竞争优势较强且寿险改革成效有望逐渐显现的中国平安、以及估值相对较低且战略转型持续推进的中国太保。

- **风险提示：保障型产品销量不及预期；利率下行；投资收益率下降。**

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn