保险

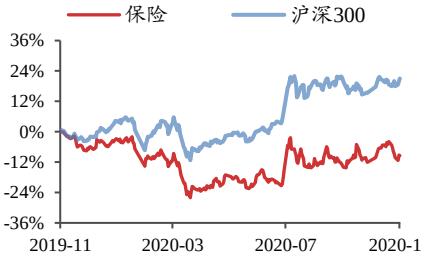
2020 年 11 月 04 日

NBV 增速有所放缓，开门红保费增速改善可期

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业深度报告-寿险代理人迈向质、量时代，开门红有望超预期》-2020.10.23

《行业点评报告-平安、太保保费增速持续改善，险企提前布局开门红》-2020.10.19

《上市险企 8 月保费数据点评-保费增速分化仍在，平安新单保费增速持续改善》-2020.9.14

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

● **投资观点：开门红保费增速改善可期，看好保险股估值修复机会**

上市险企提早积极布局开门红，主销产品对标银行理财类产品收益率优势提升，叠加代理人队伍质态提升和疫情带来的低基数，监管规范对规范化运营的大型险企影响较小，我们预计上市险企 2021 年开门红保费增速有望改善。经济复苏持续下，长端利率保持稳中有升趋势，保险资产端改善有望持续，看好保险股投资机会。受益标的：中国太保、新华保险、中国平安和中国人寿。

● **新单保费增速放缓，人力进一步清虚，以质备战**

前 3 季上市险企总计实现新单保费 4246 亿元，同比增速+4.65%，较中报的+6.36%下降 1.71pct。其中新华保险前 3 季度同比增长+95.25%，增长动力来源于银保渠道趸交业务的快速上量。中国平安 3 季度继续保持业务诉求，2020 年前 3 季新业务保费同比为-1.73%，较前两季度-8.01%回升 6.28 个 pct。由于线下活动及客户拜访尚未完全恢复，高价值率产品销售难度未能下降，前 3 季中国人寿 NBV 同比增速 2.70%，较中报的 6.70%下降 4pct，中国平安 NBV 同比增速-27.14%，较中报的-24.41%下降 2.73pct。根据 3 季报披露，个险渠道队伍人力季度环比分别下降：中国人寿-6.45%、中国平安-8.44%，略低于预期。增员未达到上市险企预期、主动清虚及被动考核是引起本次队伍规模下滑的原因。

● **财险保费同比增幅扩大，综合成本率有所提升**

财险方面，得益于车险及非车险业务同步发展，三家上市险企前 3 季保费收入同比均有所提升，平安财险前 3 季同比增速+11.49%（中报+10.46%），太保财险前 3 季同比增速+15.03%（中报+12.34%），人保财险受信用保证险拖累，前 3 季同比增速+3.74%，较中报的+4.35%有所下滑。受乘用车销售市场回暖影响，车险业务占比较前两季度回升。但由于新冠疫情造成信用险赔付上升及车险市场竞争加剧影响，平安财险及人保财险综合成本率均有所上升。

● **权益市场好转，投资收益率提升明显**

受权益市场好转及十年期国债收益率提升影响，2020 年前 3 季年化总投资收益率较中报明显提升，披露的四家上市险企均达到 5%以上水平，分别为：新华保险（+5.60%）>中国太保（+5.50%）>中国人寿（+5.36%）>中国平安（+5.20%）。同时近期十年期国债收益率升至 3.2%附近，利好保险资金长期配置。

● **投资收益提升、税改影响减弱，净利润同比降幅缩窄**

前 3 季上市险企净利润同比增速-18.38%，较中报的-24.36%同比降幅收窄。主要原因为股市上涨及 2019 年税改影响减弱，但我们认为后续净利润增速仍有所承压，主要原因是 750 天国债收益率曲线下移，增提保险合同责任准备金会给净利润带来压力。

● **风险提示：**开门红保费增速不及预期；经济复苏超预期受阻。

目　录

1、 负债端：寿险保费收入差异缩小，人力清虚，以质备战 3
1.1、 新单保费同比增速下滑，各险企差异收窄 3
1.2、 新业务价值同比增速下降 4
1.3、 人力清虚，代理人数量下滑，但基盘仍然稳固 5
1.4、 财险保费同比增幅扩大，综合成本率有所提升 6
2、 权益市场好转，投资收益率明显提升 8
3、 投资收益提升、税改影响减弱，净利润同比降幅缩窄 9
4、 投资结论 11
5、 风险提示 13

图表目录

图 1: 前 3 季度上市险企寿险保费收入同比增速差异缩窄 3
图 2: 中国人寿新业务价值同比增长持续下降 4
图 3: 中国人寿个险渠道代理人数量出现下滑 5
图 4: 中国平安个险渠道代理人数量逐年减少 5
图 5: 上市险企个险渠道月均人均代理人产能不断提高 6
图 6: 上市险企财险业务前 3 季度同比较前两季度提升 6
图 7: 前 3 季车险保费 YOY 回升速度明显 7
图 8: 2020 年前 3 季车险占比较前二季度占比有所回升 7
图 9: 乘用车累计销量逐步回升，新车市场好转 7
图 10: 平安财险及人保财险综合成本率均有所提升 8
图 11: 上市险企投资资产规模稳步提升 8
图 12: 前 3 季上市险企净投资收益率回升明显 9
图 13: 前 3 季上市险企总投资收益率明显优于前两季度 9
图 14: 十年期国债收益率回升至 3.2%附近 9
图 15: 上市险企归母净利润同比前 3 季较前二季度好转 10
图 16: 上市险企投资收益前 3 季较中期明显提升 10
图 17: 上市险企前 3 季利润总额同比表现各异 10
图 18: 税改引起所得税影响逐步减弱 10
图 19: 受投资收益提升及税改影响减弱，归母净利润前 3 季同比较中报改善 10
图 20: 中国人寿、新华保险、中国人保 2020 年前 3 季营业收入同比有所放缓 11
图 21: 上市险企开门红主销万能账户结算利率略高于同期银信发行理财产品平均预期收益率 12
图 22: 保险股 P/EV 估值处于历史中枢下方 13

表 1: 中国人寿、新华保险寿险新业务保费同比增速放缓 3
表 2: 中国平安新业务价值同比增速降幅扩大 4
表 3: 2020 年以来，中国人寿、中国平安新单价值率出现下滑 4
表 4: 2021 年上市险企均提前开门红启动时间节点 11
表 5: 部分上市险企 2021 年开门红主力产品上市时间早于 2020 年开门红备战阶段 12
表 6: 监管部门将加大市场行为监管力度，重点查处以下违法违规及严重侵害消费者合法权益的行为 12
表 7: 受益标的估值表 13

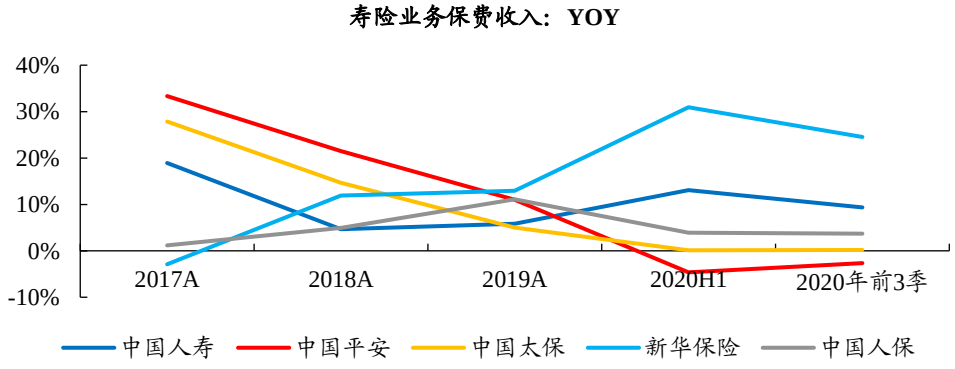
1、 负债端：寿险保费收入差异缩小，人力清虚，以质备战

1.1、 新单保费同比增速下滑，各险企差异收窄

前 3 季上市险企总计实现寿险业务保费收入 13803 亿元，同比增速+5.03%，新单保费 4246 亿元，同比增速+4.65%，较中期增速+6.26%有所下降，新业务保费增速分别为：新华保险（+95.25%）>中国人寿（+7.80%）>中国平安（-1.73%）>中国人保（-4.49%）>中国太保（-26.93%）。

上市险企新单保费表现各异。新华保险前 3 季新单保费同比增长+95.25%，较中报的+119.20%有所下滑，实现 422 亿元，增长动力主要来源于银保渠道趸交业务的快速上量，2019 年前 3 季银保趸交仅 4 百万元，2020 年前 3 季银保趸交已达成 174 亿元；中国人寿前 3 季新业务保费同比增长+7.80%，达成 1749 亿元，较中报的+14.37%有所回落，我们认为中国人寿 2020 年新业务保费指标达成情况较好，3 季度业务诉求有所下降，着手布局 2021 年开门红；中国平安前 3 季新业务保费同比-1.73%，较中报的-8.01%有所回升，实现 1201.52 亿元，较前两季度同比-8.01%有所恢复。

图1：前 3 季度上市险企寿险保费收入同比增速差异缩窄



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表1：中国人寿、新华保险寿险新业务保费同比增速放缓

新业务保费：YOY	2019A	2020 年 H1	2020 年前 3 季
中国人寿	5.93%	14.37%	7.80%
中国平安	-3.00%	-8.01%	-1.73%
中国太保	-15.22%	-27.52%	-26.93%
新华保险	22.27%	119.20%	95.25%
中国人保	9.06%	-4.60%	-4.49%
合计	2.11%	6.26%	4.65%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

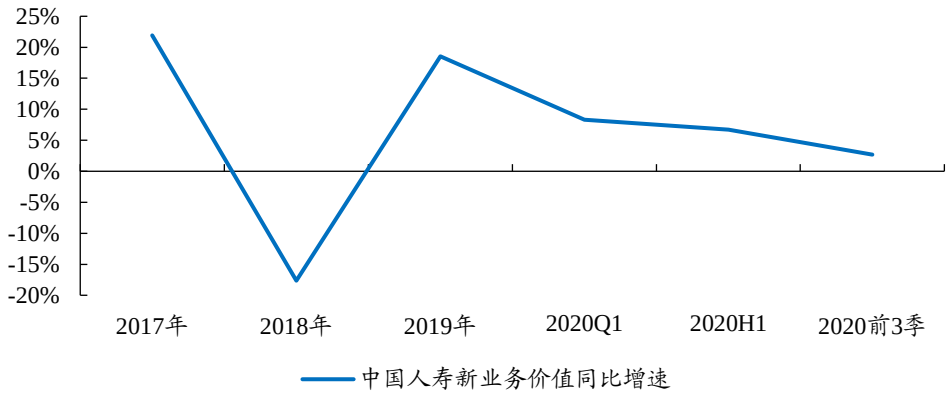
注：太保新业务保费数据为个险渠道新保业务数据

1.2、 新业务价值同比增速下降

新业务价值方面，中国人寿新业务价值同比增幅持续缩窄，2020 年前 3 季新业务价值同比为+2.70%，较中报的+6.70%下降 4pct，我们预计由于中国人寿 2020 年表现领先市场，3 季度重心已调整至 2021 年开门红备战。中国平安前 3 季新业务价值同比-27.14%，较中报的 24.41%下降 2.73pct，新业务价值率由中报的+36.70%降至+35.70%。

我们认为新业务价值承压的主要原因为：1）线下大型活动举办仍然受阻，且线下客户拜访尚未恢复至疫情前水平，高价值率产品无法顺利销售；2）部分上市险企上半年新业务保费同比较好，将 3 季度重心转向备战 2021 年开门红，其余险企选择常规推动 3 季度业务发展，不做价值诉求。

图2：中国人寿新业务价值同比增长持续下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：中国平安新业务价值同比增速降幅扩大

	2019A	2020H1	2020 前 3 季
用于计算新业务价值的首年保费	160,478	84,548	120,152
新业务价值	75,945	31,031	42,844
新业务价值率	47.30%	36.70%	35.70%
新业务价值 YOY	5.05%	-24.41%	-27.14%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：2020 年以来，中国人寿、中国平安新单价值率出现下滑

	2019 年			2020H1			2020 前 3 季		
上市险企	新单保费 YOY	NBV YOY	新单价值率	新单保费 YOY	NBV YOY	新单价值率	新单保费 YOY	NBV YOY	新单价值率
中国人寿	5.93%	18.56%	45.30%	14.37%	6.70%	39.30%	7.80%	2.70%	-
中国平安	-3.00%	5.05%	47.30%	-8.01%	-24.41%	36.70%	-1.73%	-27.14%	35.70%

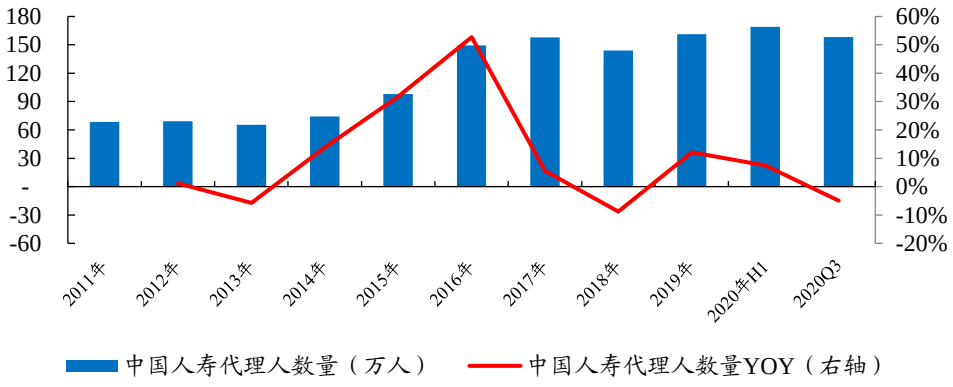
数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：中国人寿新单价值率为个险渠道新单价值率

1.3、 人力清虚，代理人数量下滑，但基盘仍然稳固

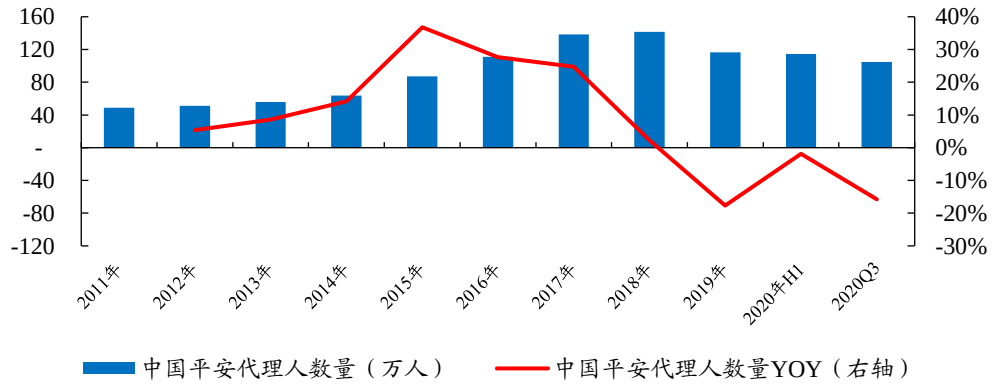
中国人寿与中国平安分别披露 2020 年 3 季度末个险渠道代理人数量，中国人寿 158 万人、季度环比-6.45%，中国平安 105 万人、季度环比-8.44%，均出现人力数量下滑。**人力数量情况略低于预期，主要原因为**：1）增员速度未达此前预期，疫情未能刺激劳动力加入保险行业；2）多家险企 2020 年上半年开展线上增员，增员质量参差不齐，主动脱落与被动考核清虚造成现有队伍人力下降。

图3：中国人寿个险渠道代理人数量出现下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

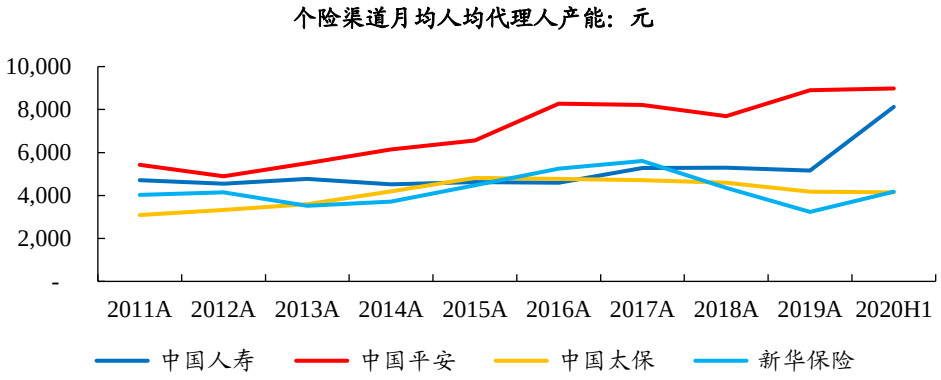
图4：中国平安个险渠道代理人数量逐年减少



数据来源：公司公告、开源证券研究所

代理人清虚已成为转型常态，寿险公司代理人队伍经营策略已向“质”转型。我们在《寿险代理人迈向质、量时代，开门红有望超预期》报告中已做过分析，目前各家上市险企代理人经营策略已将质置于量前，提升代理人素质、为客户提供专业服务提升产能是经营重点。以质为导向的代理人队伍经营策略逐步深化，代理人队伍规模逐渐下滑，具体表现为个险渠道月均人均产能不断提高，侧面反应队伍规模并非寿险业务发展关心的唯一指标，队伍规模的下滑并未影响新业务的发展，反而提升了月均人均代理人新业务保费产能。目前看，代理人数量基盘仍稳，能够保证 2021 年开门红业务基本盘不受影响。

图5：上市险企个险渠道月均人均代理人产能不断提高

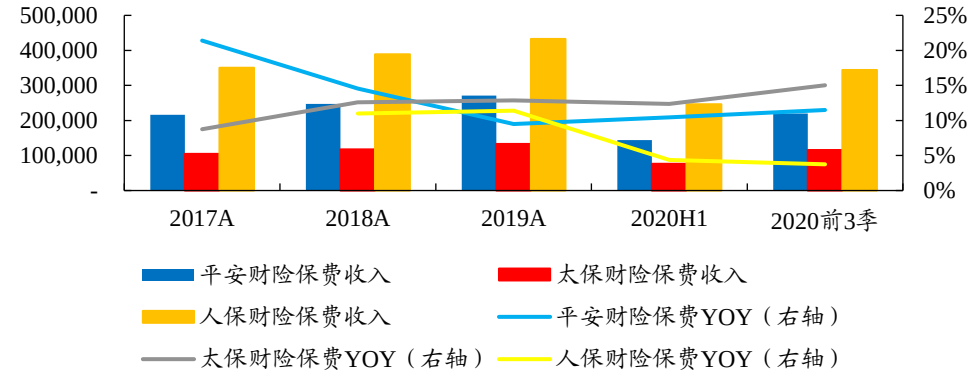


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.4、 财险保费同比增幅扩大，综合成本率有所提升

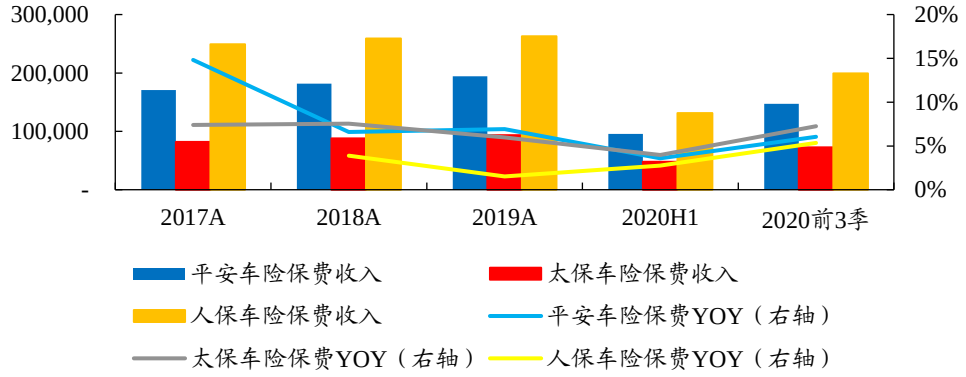
得益于车险保费增速改善，前 3 季财险保费同比增速维持正增长。财险方面，得益于车险及非车险业务同步发展，三家上市险企前 3 季保费收入同比均有所提升，平安财险前 3 季 YOY+11.49%（前两季度+10.46%）、保费收入 2195 亿元，太保财险前 3 季 YOY+15.03%（前两季度+12.34%）、保费收入 1156 亿元，人保财险受信用保证险拖累，前 3 季 YOY+3.74%（前两季度+4.35%）、保费收入 3442 亿元。受新车市场回暖影响，车险业务逐步回暖，车险业务占比较前两季度回升。

图6：上市险企财险业务前 3 季度同比较前两季度提升



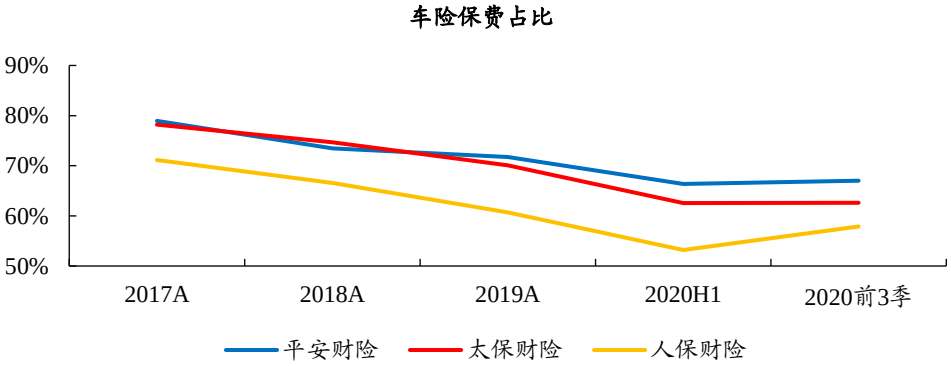
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：前 3 季车险保费 YOY 回升速度明显



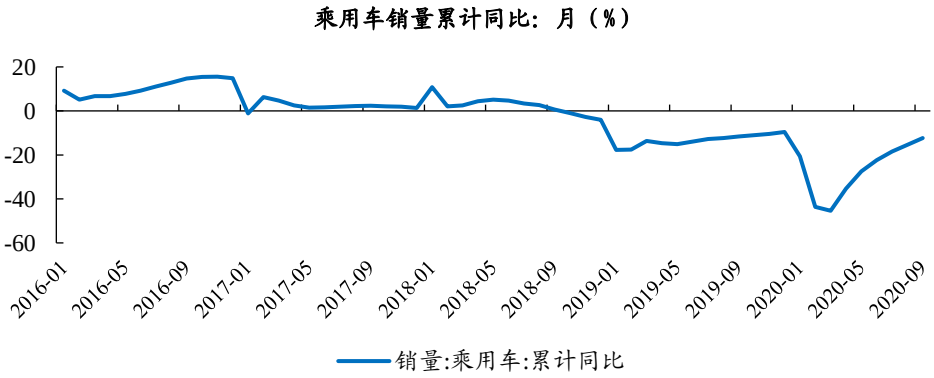
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020 年前 3 季车险占比较前二季度占比有所回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

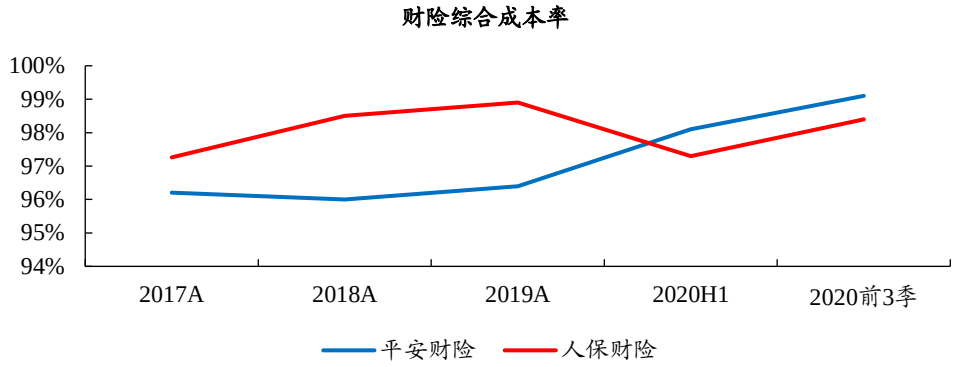
图9：乘用车累计销量逐步回升，新车市场好转



数据来源：Wind、开源证券研究所

受信用险赔付增加及车险市场竞争加剧影响，2020 年前 3 季财险综合成本率有所上升。受新冠疫情影响，保证险赔付支出有所提升，且各家险企在 2020 年 9 月 19 日车险费改前投放费用进行竞争，抢占市场份额，导致短期费用率有所上升，从而引起综合成本率上升。

图10：平安财险及人保财险综合成本率均有所提升

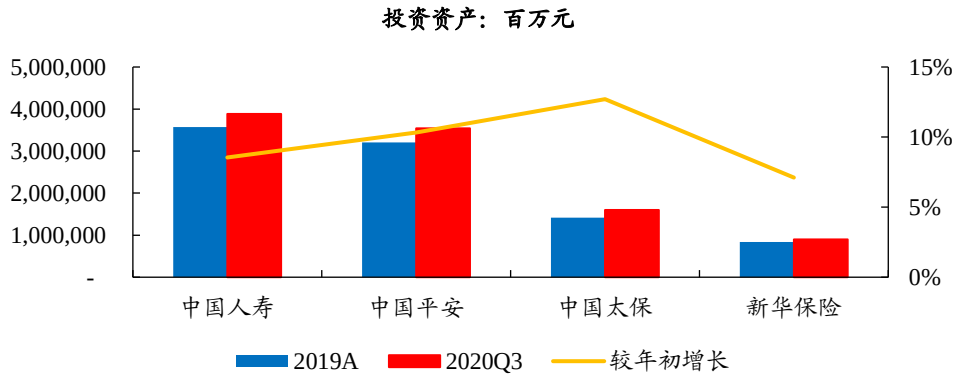


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 权益市场好转，投资收益率明显提升

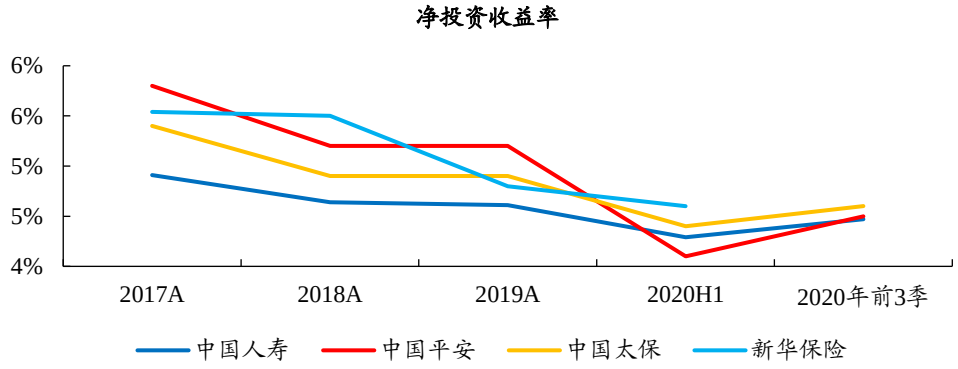
受益于 Q3 权益市场上涨及十年期国债收益率持续回升，2020 年前 3 季年化总投资收益率、净投资收益率较上半年明显提升。披露总投资收益率的四家上市险企，均达到 5%以上水平，分别为：新华保险（+5.60%）>中国太保（+5.50%）>中国人寿（+5.36%）>中国平安（+5.20%）；净投资收益率分别为：中国太保（+4.60%）>中国平安（+4.50%）>中国人寿（+4.47%）。投资收益方面，中国人寿总投资收益前 3 季同比增长+9.27%（中报+8.11%），中国平安前 3 季总投资收益同比增长-3.16%（中报-16.27%）。同时，十年期国债收益率在 9 月末回升至 3.1%附近，利于保险资金匹配长久期负债，做好险资资产负债匹配。2020 年前 3 季投资资产规模稳步提升。

图11：上市险企投资资产规模稳步提升



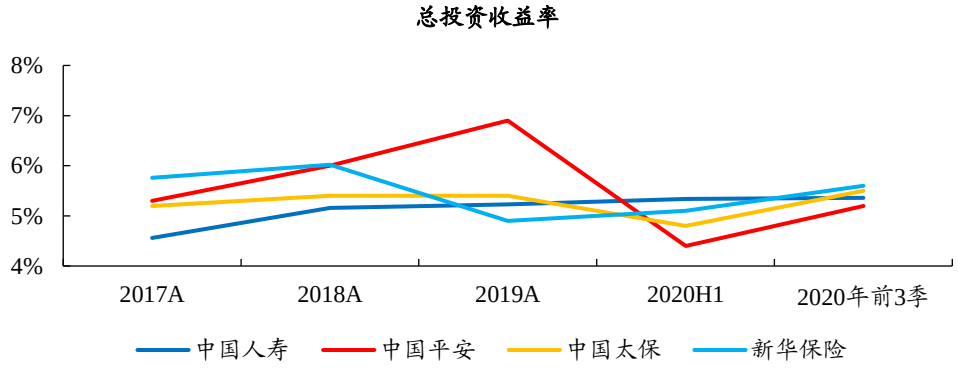
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：前 3 季上市险企净投资收益率回升明显



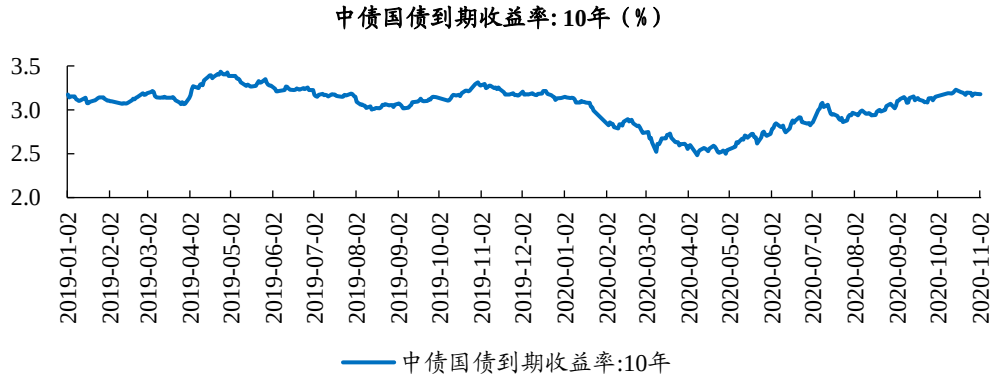
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：前 3 季上市险企总投资收益率明显优于前两季度



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：十年期国债收益率回升至 3.2%附近



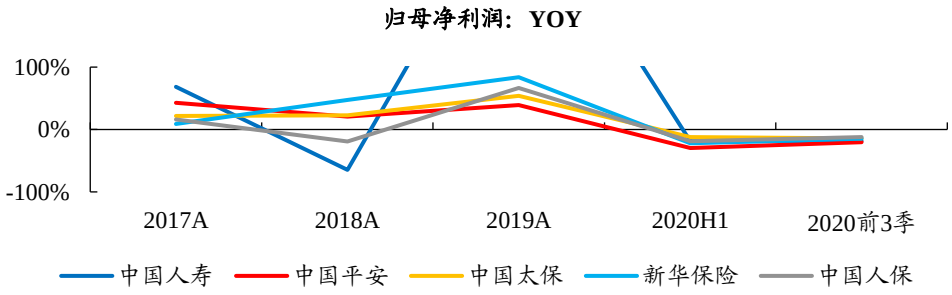
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 投资收益提升、税改影响减弱，净利润同比降幅缩窄

净利润同比增速降幅缩窄，上市险企净利润同比总计提升 5.98pct。2020 年前 3 季，上市险企总计实现净利润 1996 亿，同比-18.38%（中报-24.36%）；分别实现净利润：中国人寿 471 亿、同比-18.41%（中报-18.79%），中国平安 1030 亿、同比-20.47%（中

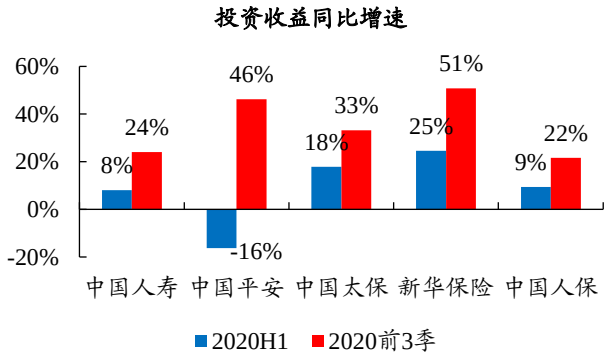
报-29.68%），中国太保 197 亿、同比-14.25%（中报-12.01%），新华保险 111 亿、同比-14.60%（中报-22.07%），中国人保 187 亿、同比-12.32%（中报-18.79%）。总体来看，受投资收益好转及手续费及佣金支出税改政策影响减弱因素影响，上市险企归母净利润有所改善，但 750 天国债收益率曲线下行，增提保险合同责任准备金，导致归母净利润承压。单个险企看，中国人寿、中国平安、新华保险、中国人保得益于总投资收益优于 2019 年同期，前 3 季净利润同比较前两季度降幅缩窄，中国太保由于退保金及赔付支出同比增加，前 3 季净利润同比较中报同比降幅有所扩大。

图15：上市险企归母净利润同比前 3 季较前二季度好转



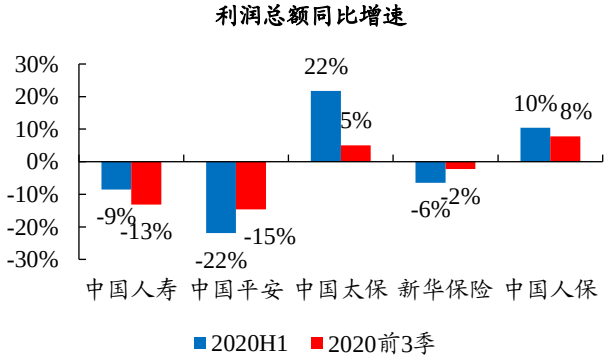
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：上市险企投资收益前 3 季较中期明显提升



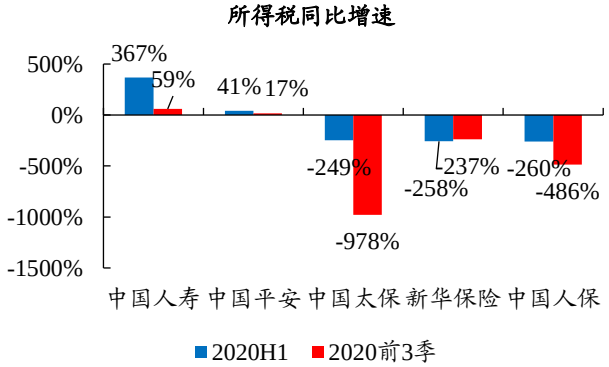
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：上市险企前 3 季利润总额同比表现各异



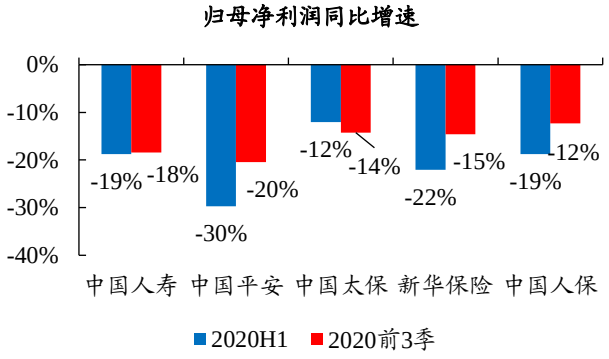
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：税改引起所得税影响逐步减弱



数据来源：公司公告、开源证券研究所

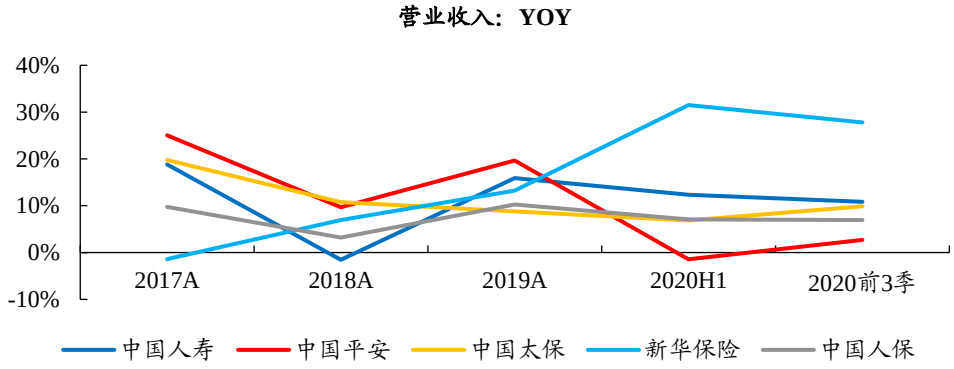
图19：受投资收益提升及税改影响减弱，归母净利润前 3 季同比较中报改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所

营业收入同比增长放缓，险企着力备战开门红。2020 年前 3 季，上市险企总计实现营业收入 25734 亿，同比增长+7.92%；分别实现营业收入：中国人寿 6916 亿、中国平安 9171 亿、中国太保 3419 亿、新华保险 1698 亿、中国人保 4531 亿，分别实现同比增长：中国人寿+10.82%、中国平安+2.72%、中国太保+9.86%、新华保险+27.80%、中国人保+6.92%。其中，中国人寿、新华保险、中国人保 2020 年前 3 季同比增速较 2020 年前二季度同比增速有所放缓，分别为中国人寿-1.53pct、新华保险-3.71pct、中国人保-0.16pct，我们认为以上三家上市险企 2020 年业务达成情况较好，3 季度对于保险业务诉求不高，导致营业收入同比增速有所放缓。

图20：中国人寿、新华保险、中国人保 2020 年前 3 季营业收入同比有所放缓



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 投资结论

上市险企积极备战 2021 年开门红。中国太保和中国人寿先后于 10 月开售开门红主打产品，我们预计产品销售情况良好。中国平安 2019 年意图淡化开门红概念，但由于新冠疫情黑天鹅事件爆发，影响全年达成计划，预计 2021 年开门红提前至 2020 年 11 月初启动。中国太保 2020 年备战启动较晚，2021 年开门红备战大幅提前，已于 2020 年 10 月 9 日正式启动。新华保险预计延续 2020 年开门红备战节奏，于 2020 年 11 月下旬正式启动。

表4：2021 年上市险企均提前开门红启动时间节点

公司	2020 年开门红启动时间	2021 年开门红预计启动时间
中国人寿	2019 年 10 月上旬	预计 2020 年 10 月 20 日
中国平安	2019 年 12 月中旬	预计 2020 年 11 月 1 日
中国太保	2019 年 12 月初	预计 2020 年 10 月 9 日
新华保险	2019 年 12 月初	预计 2020 年 11 月下旬

资料来源：开源证券研究所

开门红产品竞价优势较强，看好开门红保费改善。各家上市险企开门红主力产品形态已出，万能险账户结算利率略高于银行发行理财产品预期收益率，2021 年保险行业开门红有望超预期。中国人寿预计已于 10 月 20 日正式预售 2021 年开门红产品《鑫耀东方年金保险》（搭配万能险结算利率三档可选，最高可达 5.1%）。中国平安也提早布局 2021 年开门红，其 2021 年开门红产品也已现身—金瑞人生 21 版，继续以“年金+万能+健康”为客户提供养老、医疗等方面保障，于 2020 年 11 月 1 日上

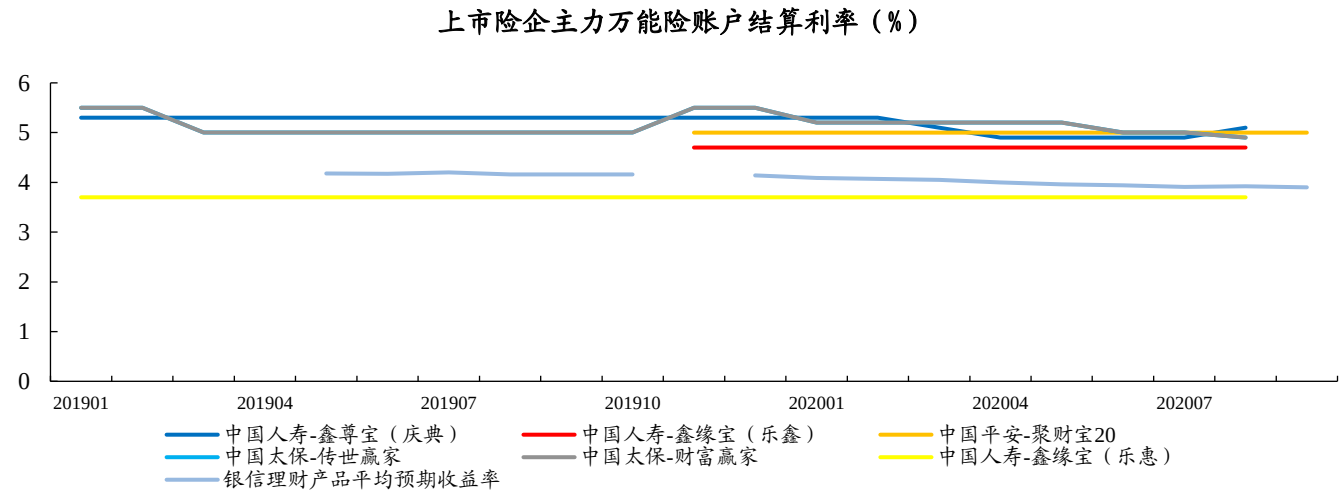
市销售。中国太保已于 10 月 9 日备战开门红，启动时间较 2020 年开门红有所提前，产品形态简单，预计达成较好，结合备战开门红的时间节点提前，中国太保有望超预期。

表5：部分上市险企 2021 年开门红主力产品上市时间早于 2020 年开门红备战阶段

上市险企	产品计划名称	产品形态	缴费期间	保障期间	万能险账户/附加险种	上市时间
中国人寿	鑫耀东方	年金+万能	趸交/3 年/5 年	10 年	鑫尊宝（庆典、A、C） 鑫缘宝（乐鑫）	2020 年 10 月 20 日
中国平安	金瑞人生 21	年金+万能 +轻症倍护疾病	3 年/5 年	10 年/15 年	聚财宝 20+附加轻症倍护疾病保险	预计 2020 年 11 月 1 日
中国太保	鑫享事诚	两全+万能	3 年/5 年	7 年	传世管家、传世赢家 财富管家、财富赢家	预计 2020 年 10 月 9 号
新华保险	-	-	-	-	-	预计 2020 年 11 月下旬

资料来源：保险师 APP、开源证券研究所

图21：上市险企开门红主销万能账户结算利率略高于同期银信发行理财产品平均预期收益率



数据来源：Wind、用益信托网、开源证券研究所

监管规范开门红，对规范化运营的大型险企影响较小。10 月 29 日，据 21 世纪经济报道，银保监会人身险部发布了《关于加强规范管理促进人身保险公司年度业务平稳发展的通知》。银保监会要求各人身保险公司应坚持“保险姓保”的发展理念，摒弃片面追求规模和业绩、以高费用换取短期业务发展的经营思路，回归风险保障本源。主要查处捆绑销售、销售误导等六种违规行为。我们认为，监管此时点出台政策，体现监管层对保险回归本源的监管定力，文件内容主要对违规销售行为进行规范，未对产品做出限制，对规范化运作的大型上市险企影响较小。目前中国太保和中国人寿已启动开门红销售，后续保险公司或严格规范销售行为。

表6：监管部门将加大市场行为监管力度，重点查处以下违法违规及严重侵害消费者合法权益的行为

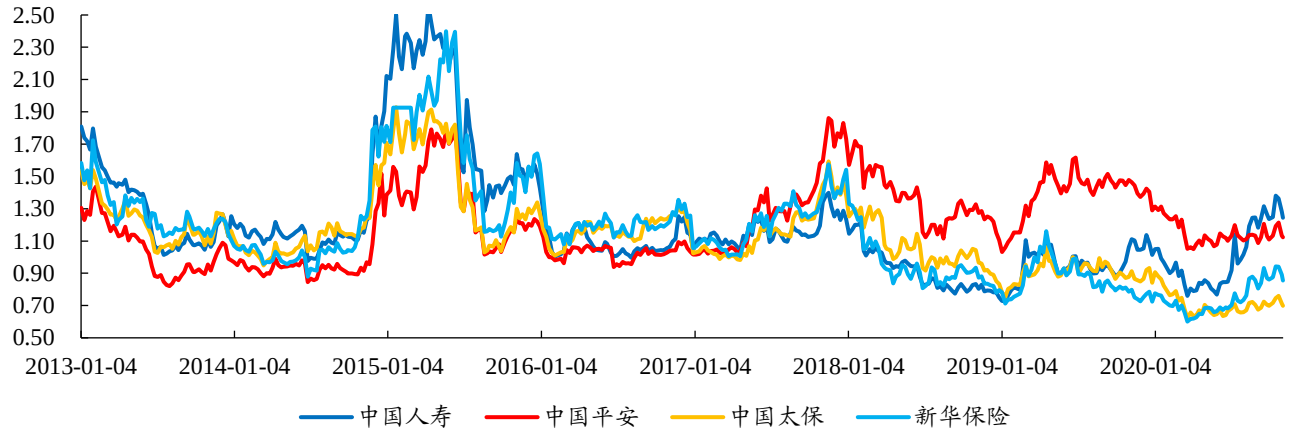
序号	重点查处违法违规行为
1	承保过程中异化保险产品功能，将不同保险产品功能错配，进行捆绑销售。违背客户意愿向客户销售与其实际需求不符、严重超出客户保费支付能力的保险产品。

序号	重点查处违法违规行为
2	保险公司分支机构及销售从业人员擅自印制、使用、发布保险产品宣传材料。通过短信、微信、朋友圈等制造传播虚假信息进行销售误导。通过歪曲监管政策、炒作产品停售等方式进行产品促销。
3	对投保人隐瞒与保险合同有关的重要情况，预收保费后不如实告知保险责任开始时间及退保损失。以银行理财产品、银行存款等其他金融产品的名义宣传销售保险产品。
4	违反新型产品信息披露相关要求，在宣传、销售新型产品时，仅按照高、中档水平演示保单账户利益。对保险产品或产品组合进行不当宣传，夸大保险责任或保险产品收益，不如实告知保险产品收益的不确定性。
5	给予投保人、被保险人、受益人保险合同约定之外的利益。通过虚列费用等方式套取资金向银邮代理机构等中介渠道账外暗中支付手续费。
6	以捏造、散布虚假事实等方式诋毁同业商誉，对同业人员进行“恶意挖角”等。

资料来源：21 世纪经济报道、开源证券研究所

整体看，上市险企提早积极布局开门红，对标银行理财类产品收益率优势提升，叠加代理人人力质态改善和疫情带来的低基数，我们预计上市险企 2021 年开门红保费增速有望超预期。经济复苏持续下，长端利率保持继续稳中有升趋势，保险资产端改善有望持续，看好保险股估值修复机会，维持行业看好评级。受益标的：中国太保、新华保险、中国平安和中国人寿。

图22：保险股 P/EV 估值处于历史中枢下方



数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			BVPS		P/B		评级
		2020/11/4	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E	
601601.SH	中国太保	31.81	3.06	2.73	3.34	19.69	21.13	1.62	1.51	未评级
601336.SH	新华保险	59.96	4.67	4.43	5.42	27.07	30.43	2.22	1.97	未评级
601318.SH	中国平安	79.50	8.41	7.25	8.79	36.83	41.69	2.16	1.91	未评级
601628.SH	中国人寿	43.43	2.05	1.87	2.20	14.01	15.00	3.10	2.90	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述公司数据来源于 Wind 一致性预期

5、 风险提示

开门红保费增速不及预期；经济复苏超预期受阻。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn