保险行业 2020 年中报综述

——疫情综合影响增设前进中障碍，直面阻力差异化寻求发展

行业跟踪

行业简介

A 股上市险企公布 2020 年中期业绩。在税收政策一次性调整，准备金增提，以及投资收益、公允价值变动损益、资产减值损失波动的综合影响下，上市险企 2020 上半年归属于母公司股东净利润都出现了同比负增长，并且与扣除非经常性损益的净利润同比增速产生了较大差异。在人身险业务方面，代理人队伍数量较上年末保持稳定，销售承压寻求平衡发展；个险新单增速分化，健康险、储蓄型产品差异化发展；新业务价值增长压力较大，新业务价值率整体下降。在财险业务方面，综合成本率有所改善，非车险业务助力保费增长。保险资金大类资产配置结构相对稳定，投资收益率整体略降。

短期观点

人身险业务方面，行业逐步进入常态发展，人力及销售策略回归公司正常节奏；财产险业务方面，随着生产、生活的逐步恢复，预计保费增速将逐步回升。十年期国债到期收益率企稳，压制板块估值的重要因素短期内相对弱化。

长期观点

行业成长的方向依然比较明确，为实体经济提供风险保障和长期资金支持的职能得到稳定和强化，作为估值基础的内含价值预计也将稳健增长，板块具备长期配置价值。

投资建议

行业逐步恢复常态发展，十年期国债到期收益率企稳，资产端对板块压制的负面影响相对弱化，维持行业“推荐”评级。受益标的：新华保险(601336.SH)/(01336.HK)、中国人保(601319.SH)、中国平安(601318.SH)/(02318.HK)、中国太保(601601.SH)/(02601.HK)、中国人寿(601628.SH)/(02628.HK)。

● **风险提示：**外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导。保险风险发生率发生重大变化带来的损失风险、巨灾风险、利率风险、行业政策风险等。受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

重点公司财务及估值

证券代码	股票名称	市值（亿元）	ROE（%）	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
601336.SH	*新华保险	1,531	17.24	4.67	5.24	6.36	10.53	11.78	9.70
601319.SH	中国人保	2,758	12.23	0.51	0.50	0.59	14.98	14.36	12.15
601318.SH	中国平安	13,742	22.19	8.41	8.07	9.76	10.46	9.63	8.07
601601.SH	中国太保	2,639	15.55	3.06	2.95	3.47	12.36	10.43	8.92
601628.SH	中国人寿	10,339	14.44	2.05	1.97	2.32	16.91	22.25	18.85

资料来源：Wind、新时代证券研究所（带*为新时代非银行业覆盖标的，其余公司均采用 Wind 一致预期，市值为 2020 年 8 月 31 日市值。）

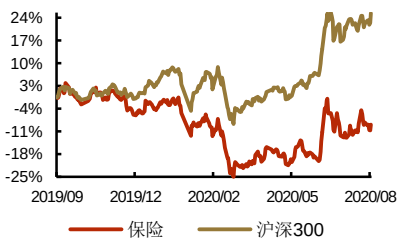
推荐（维持评级）

鲍淼（分析师）
baomiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050001

行业主要数据

10 年期国债到期收益率：3.0672%
年内产险业务同比增速：6.17%
年内寿险业务同比增速：4.62%
年内健康险业务同比增速：19.31%
年内股票及基金配置比例：13.65%
年内行业净资产较年初增长幅度：8.33%

行业指数一年走势



相关报告

《保险行业 2020 年 1 至 7 月概况》2020-08-30
《保险行业 2020 年 1 至 6 月概况》2020-07-29
《保险行业 2020 年 1 至 5 月概况》2020-06-28
《保险行业 2020 年 1 至 4 月概况》2020-05-28

目 录

1、 税收政策及准备金调整影响，净利润增速普遍承压 3
2、 人力数量较上年末保持稳定，销售承压寻求平衡发展 4
3、 个险新单增速分化，健康险、储蓄型产品各有所长 5
4、 新业务价值增长压力较大，新业务价值率整体下降 6
5、 综合成本率有所改善，非车险业务助力保费增长 8
6、 大类资产配置结构相对稳定，投资收益率整体略降 8
7、 行业内部变化 10
8、 行业估值：整体处于底部位置 11
9、 投资建议 12
10、 风险分析 12

图表目录

图 1: 上市险企 2020 年中期及去年同期所得税费用金额（百万元） 3
图 2: 上市险企归属于母公司股东净利润（百万元） 4
图 3: 上市险企 2020 中期（扣非）归母净利润同比增速 4
图 4: 上市险企寿险代理人增长情况 4
图 5: 上市险企寿险代理人规模（万人） 4
图 6: 上市险企寿险代理人渠道新单保费同比增长情况 5
图 7: 上市险企寿险续期业务占比 5
图 8: 上市险企健康险业务同比增长情况 6
图 9: 上市险企健康险在人身险业务中占比情况 6
图 10: 上市险企新业务价值同比增长情况 6
图 11: 上市险企新业务价值率情况 7
图 12: 上市险企有效业务价值在寿险业务内含价值中占比情况 7
图 13: 上市险企财险保费结构（%） 8
图 14: 上市险企综合成本率情况（%） 8
图 15: 上市险企保险投资资产配置结构（%） 9
图 16: 上市险企保险投资资产收益率情况（%） 10
图 17: 中债国债到期收益率（10 年）(%) 11
图 18: A 股险企 P/EV 估值情况（倍） 12

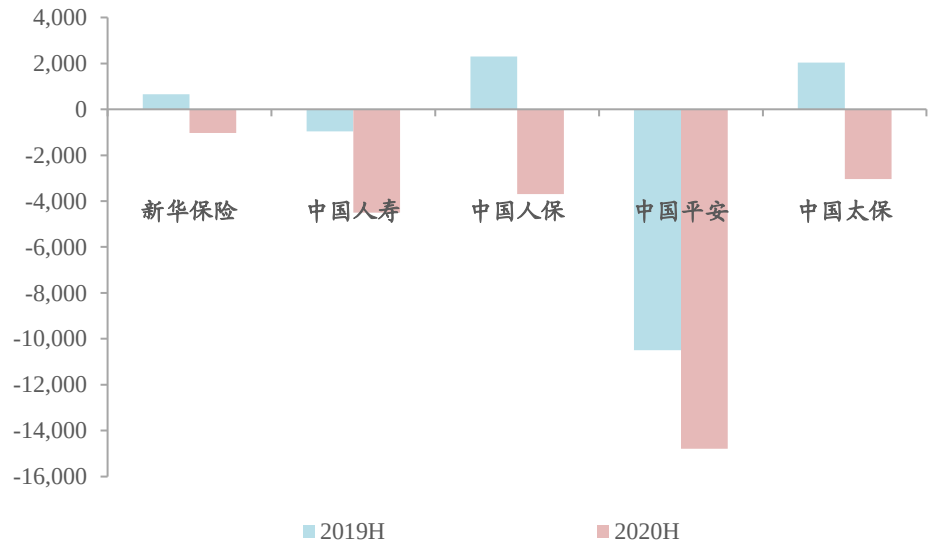
表 1: 重点公司盈利预测及估值 12

1、 税收政策及准备金调整影响，净利润增速普遍承压

2019 年 5 月，财政部发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》（财政部 税务总局公告 2019 年第 72 号），规定“保险企业发生与其经营活动有关的手续费及佣金支出，不超过当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 18%（含本数）的部分，在计算应纳税所得额时准予扣除；超过部分，允许结转以后年度扣除”（原规定为“发生与生产经营有关的手续费及佣金支出，不超过以下规定计算限额以内的部分，准予扣除；超过部分，不得扣除；其中，财产保险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 15%计算限额；人身保险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 10%计算限额”）。该公告自 2019 年 1 月 1 日起执行，保险企业 2018 年度汇算清缴按照该公告规定执行。

在此政策影响下，上市险企 2019 年都获得了不同程度的税收摊回，形成了较高的业绩基数。

图1： 上市险企 2020 年中期及去年同期所得税费用金额（百万元）

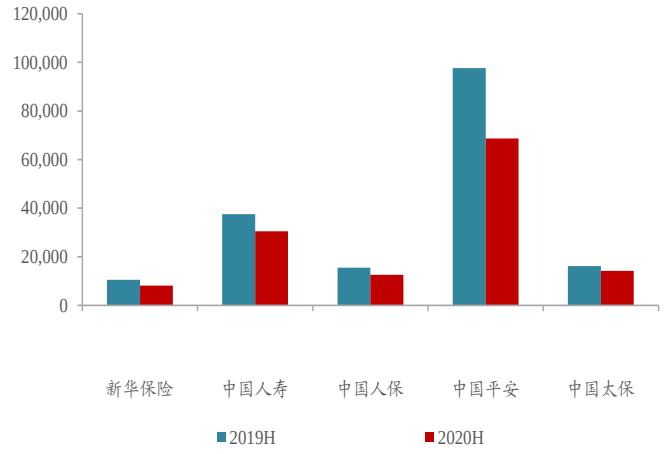


资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

同时，由于近一段时期 10 年期国债到期收益率曾出现较明显下行，寿险和长期健康险责任准备金的评估基准 750 日移动平均曲线出现下移，导致人身险业务增加准备金计提并减少当期利润。2020 年中期，中国人寿、新华保险、中国太保、中国人保分别因增提寿险和长期健康险责任准备金而减少公司税前利润 126.56、24.81、42.36、16.72 亿元。

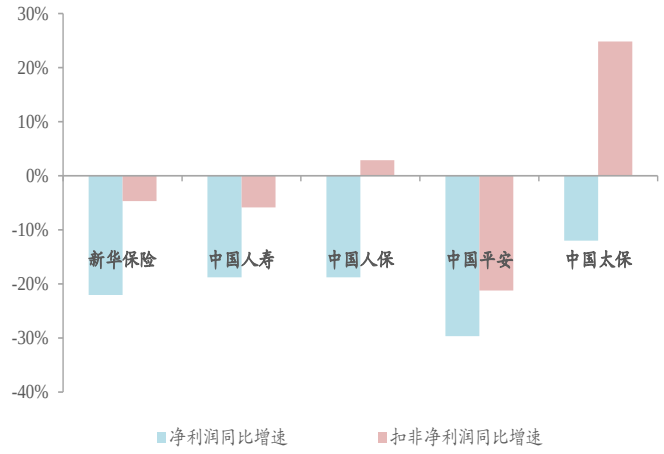
在税收政策一次性调整，准备金增提，以及投资收益、公允价值变动损益、资产减值损失波动的综合影响下，上市险企 2020 上半年归属于母公司股东净利润都出现了同比负增长，并且与扣除非经常性损益的净利润同比增速产生了较大差异。

图2： 上市险企归属于母公司股东净利润（百万元）



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

图3： 上市险企 2020 中期（扣非）归母净利润同比增速



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

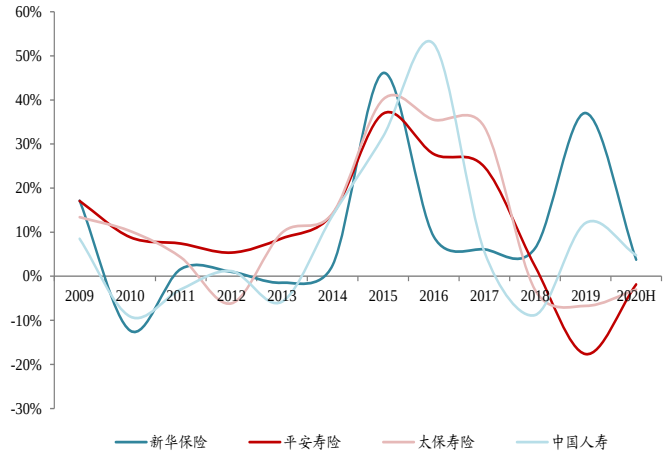
2、 人力数量较上年末保持稳定，销售承压寻求平衡发展

新华人寿在 2019 下半年积极扩充人力，代理人站上 50 万平台，2020 年中期代理人数量达 52.6 万人，较上年末增长 3.75%，创历史新高。中国人寿持续推进人力稳定增长，2020 年中期代理人规模达 169.0 万人，较上年末增长 4.77%。平安寿险持续推进改革，2020 年中期寿险代理人数量为 114.51 万人，较上年末下降 1.87%。太保寿险 2020 上半年月均人力为 76.6 万人，较上年末下降 3.04%。

在疫情影响下，线下业务开展在年初受到严重影响，同时销售难度也有所加大。新华保险上半年月均合格人力为 13.5 万人，同比下降 3.5%；月均人均综合产能 3,578 元，同比下降 20.0%。平安寿险代理人 2020 上半年活动率为 53.0%，同比下降 8.8 个百分点；代理人寿险业务月均收入为 5,127 元，同比下降 13.1%。太保寿险营销员月均首年保险业务收入、佣金收入同比分别下滑 28.9%、31.3%，新保件数同比增长 18.8%。

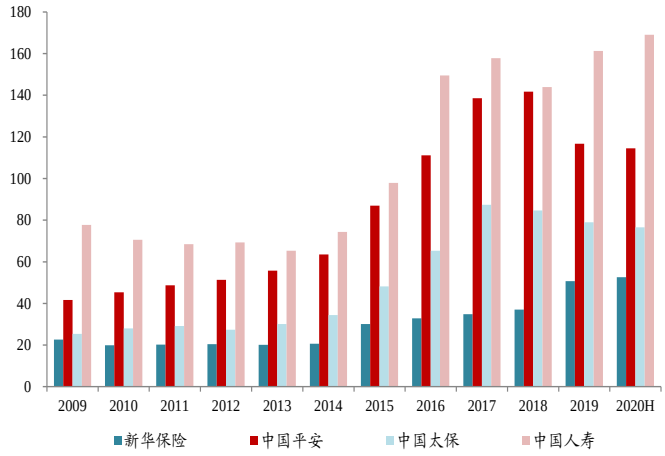
在销售压力陡增的情况下，部分公司对基本法进行优化，更加有利于队伍的维系。

图4： 上市险企寿险代理人增长情况



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

图5： 上市险企寿险代理人规模（万人）



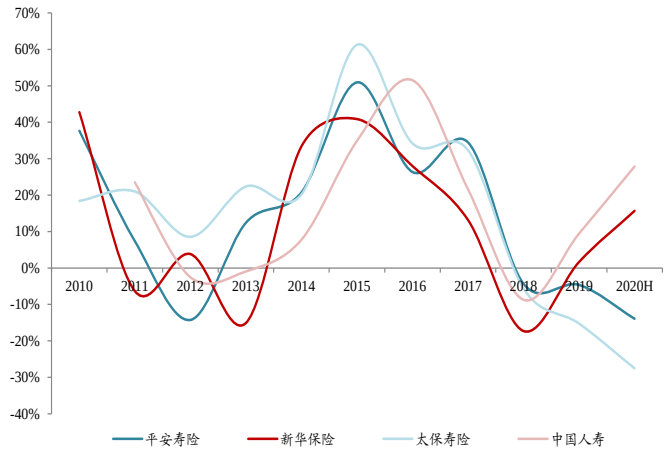
资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

3、 个险新单增速分化，健康险、储蓄型产品各有所长

2020 年中期，新华、国寿、平安、太保的个险新单业务同比增速分别为 15.66%、27.82%、-13.96%、-27.52%；新华加大趸交产品投入，个险趸交保费同比增长 4,709.1%，助力新单业务增长；国寿在推动业务持续增长的同时，根据“一体多元”发展体系对个险渠道的统计口径进行调整，个险板块保费收入包括营销队伍保费收入和收展队伍保费收入；平安在 2020 上半年依然延续寿险改革，新单增速持续面临压力；太保寿险传统的代理人线下展业、增员和基础管理模式受阻，个险新单增速较上年末继续下滑，公司积极探索保险和相关产业结合的业务模式。

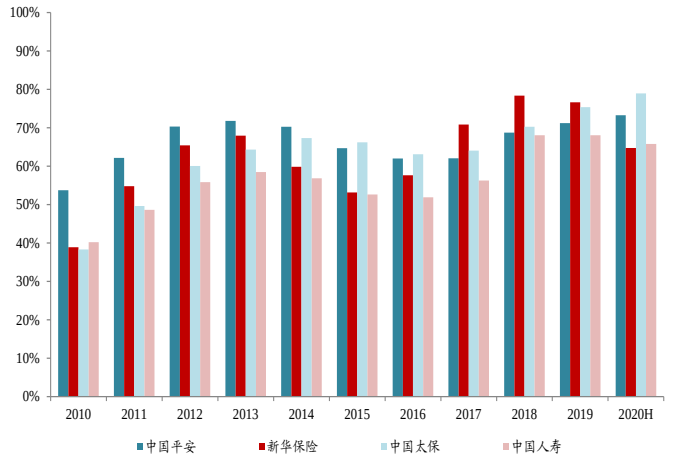
续期业务在整体保费中的占比变化出现分化；新华保险随着趸交和银保渠道业务的复苏，其续期业务的占比从 2019 年起开始下降；国寿在新单业务持续增长的带动下，续期业务的占比也有所下降；而平安寿险和太保寿险在期交业务增长和新单业务乏力的共同影响下，续期业务的占比保持提升。

图6： 上市险企寿险代理人渠道新单保费同比增长情况



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

图7： 上市险企寿险续期业务占比



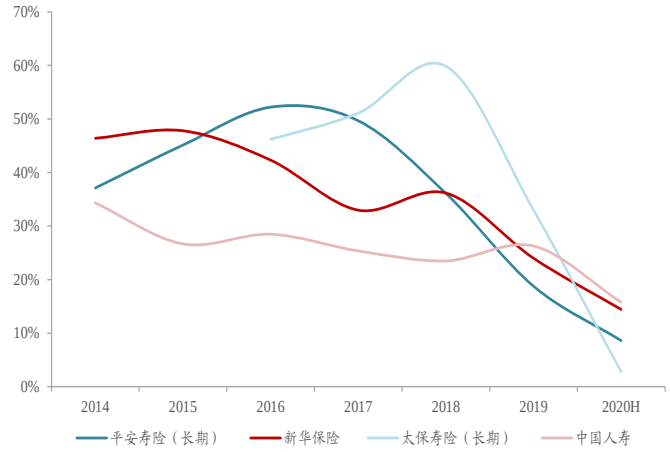
资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

从产品类型来看，健康险增速虽然较之前年度有所下降，但依然保持着较快增长；传统型、储蓄型产品发展各异；不同类型产品在整体保费收入中的占比也有相对变化。

2020 年中期，新华保险加大分红险销售力度，保费收入同比增长 55.95%，保费占比达 41.34%，同比提升 6.63 个百分点；健康险保持了 14.44%的同比增长，保费占比下降 4.76 个百分点。国寿保费增长较为均衡，寿险业务同比增长 12.58%，保费占比 80.99%；健康险业务同比增长 15.78%，保费占比 16.91%。平安人寿分红险有较大调整，保费收入同比下降 33.48%，保费占比 25.02%，同比下降 11.08 个百分点；年金险相应有大幅增长，同比增长 67.56%，保费占比 14.93%，同比提升 6.38 个百分点；长期健康险同比增长 8.61%，保费占比 16.73%，同比提升 1.95 个百分点。太保寿险长期健康型产品保费收入同比增长 2.79%，保费占比 20.56%，同比提升 0.54 个百分点；分红型产品有所调整，保费收入同比下降 11.11%，保费占比 50.68%，同比下降 6.40 个百分点；传统型业务和短期意外与健康险取得了一定

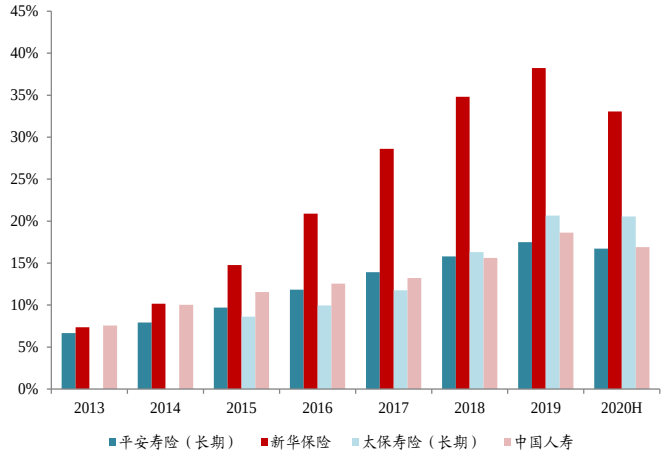
发展。

图8： 上市险企健康险业务同比增长情况



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

图9： 上市险企健康险在人身险业务中占比情况

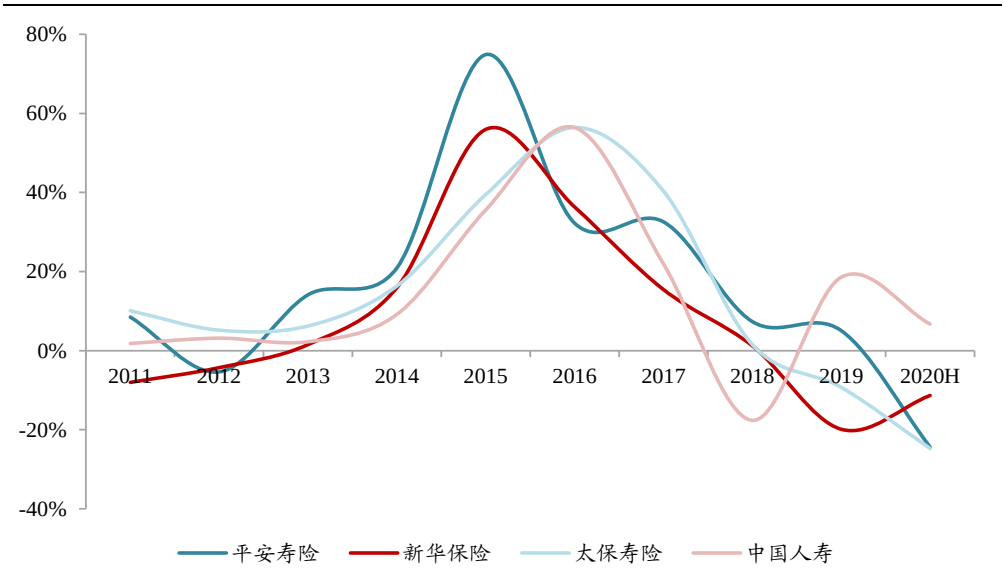


资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

4、 新业务价值增长压力较大，新业务价值率整体下降

受新冠疫情冲击、个险新单业务增速下降、产品及渠道策略调整影响，新华、平安寿险、太保寿险的新业务价值出现较大幅度的负增长；2020 年中期，新华实现新业务价值 52.21 亿元，同比下降 11.36%；平安实现寿险及健康险新业务价值 310.31 亿元，同比下降 24.41%；太保寿险实现新业务价值 112.28 亿元，同比下降 24.78%。国寿业务质量相对稳定，在新单业务增长带动下，实现新业务价值 368.89 亿元，同比增长 6.71%。

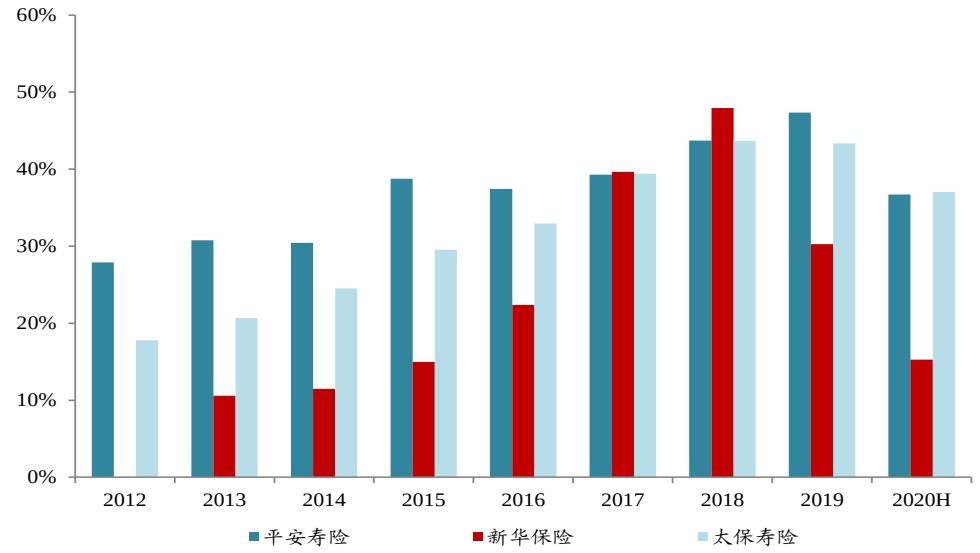
图10： 上市险企新业务价值同比增长情况



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

新华保险按首年保费计算新业务价值率为 15.27%，同比下降 22.64 个百分点。平安寿险及健康险新业务价值率为 36.70%，同比下降 7.96 个百分点；其中，代理人渠道新业务价值率为 55.16%，同比下降 3.73 个百分点。太保寿险新业务价值率为 37.04%，同比下降 2.00 个百分点。国寿个险渠道保费归属重新调整，实现新业务价值率 39.30%，同比提升 2.70 个百分点。

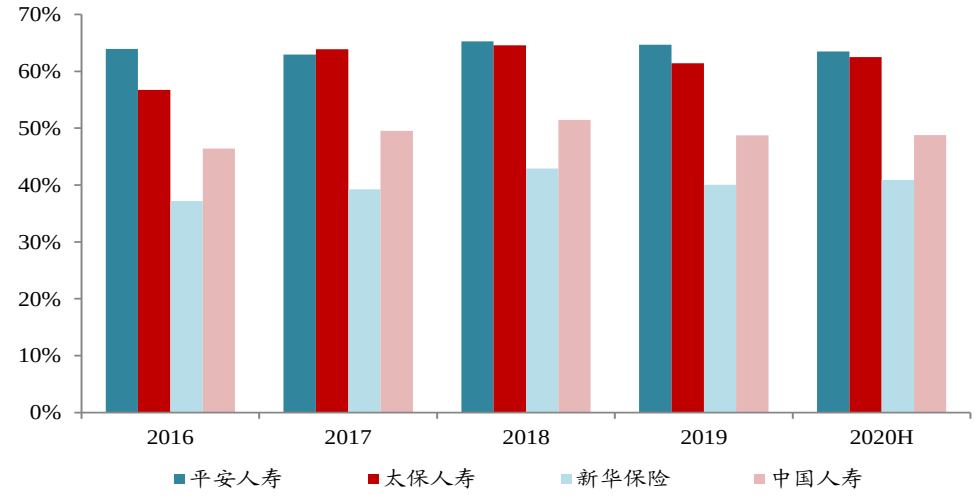
图11： 上市险企新业务价值率情况



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

2020 上半年上市公司投资表现稳定，净资产得到有效增厚；同时，部分公司新业务价值增速下降，新业务价值率走低。在多种因素综合影响下，扣除要求资本成本后的有效业务价值在寿险业务内含价值中的占比较前期略有下降，2020 年中期占比较 2019 年末基本保持稳定。

图12： 上市险企有效业务价值在寿险业务内含价值中占比情况



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

2020 上半年，上市公司内含价值保持了稳健增长。中国平安 2020 年中期内含价值为 12,570.92 亿元，较 2019 年末增长 4.71%；中国太保集团内含价值达 4,304.20 亿元，较上年末增长 8.70%；国寿实现内含价值 10,158.56 亿元，首次站上万亿平台，较上年末提升 7.83%；新华在 2020 年中期对内含价值假设进行调整，将风险贴现率由 11.5%调整为 11%，实现内含价值 2,247.57 亿元，较上年末增长 9.61%。。

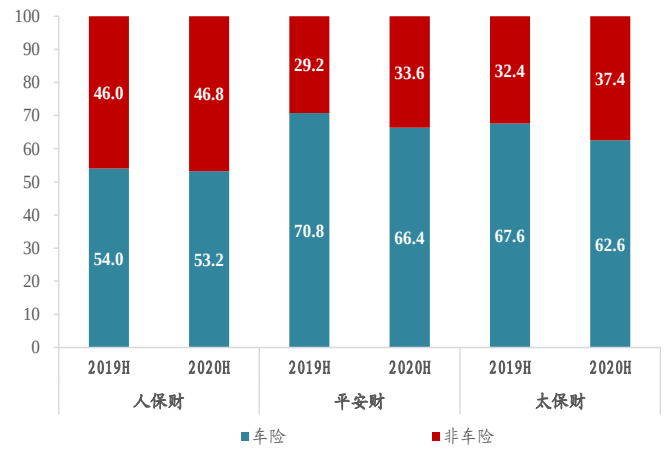
5、 综合成本率有所改善，非车险业务助力保费增长

2020 上半年，上市险企财险业务在新冠疫情影响下仍取得了稳步增长。受新车销量下滑影响，车险业务增速趋缓，人保财险、平安财险、太保财险的车险保费同比增速分别为 2.77%、3.58%、3.96%，保费占比都出现不同程度的下降。非车险业务保持了快速发展，人保、平安、太保的非车险保费同比增速分别达到 6.21%、27.13%、29.83%，带动了整体保费增长。

从业务结构来看，人保财险更加均衡，2020 年中期非车险业务占比达 46.81%；平安和太保财险目前仍较为依赖车险业务，预计高速增长的非车险保费收入将持续带来业务结构的优化。

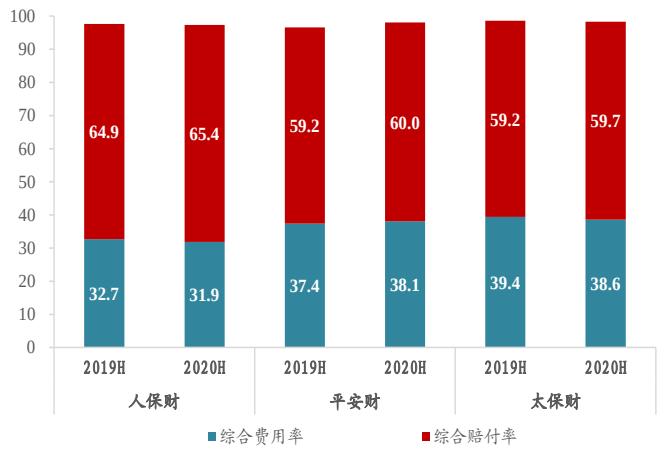
2020 上半年，人保财险、太保财险实现了综合成本率的改善，综合费用率同比下降、综合赔付率提升；平安财险在低基数的情况下出现综合费用率和赔付率的抬升；总体来看，大型财险公司依然良好控制了综合成本率的水平。从全年来看，经济恢复带来的业务增长、市场竞争带来的费用投入增加、自然灾害造成的损失等不确定因素，都会对综合成本率的变化带来影响。

图13： 上市险企财险保费结构（%）



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

图14： 上市险企综合成本率情况（%）



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

6、 大类资产配置结构相对稳定，投资收益率整体略降

截至 2020 年中期，新华保险债权型金融资产投资金额为 5,544.99 亿元，在总投资资产中占比为 61.6%，较 2019 年末下降 4.0 个百分点；股权型金融资产投资金额为 1,844.33 亿元，在总投资资产中占比为 20.5%，较上年末增加 1.8 个百分点，股票投资的占比较上年末提升 0.8 个百分点至 7.4%。

中国人寿 2020 年中期投资资产规模达 37,828.55 亿元，其中权益类金融资产占

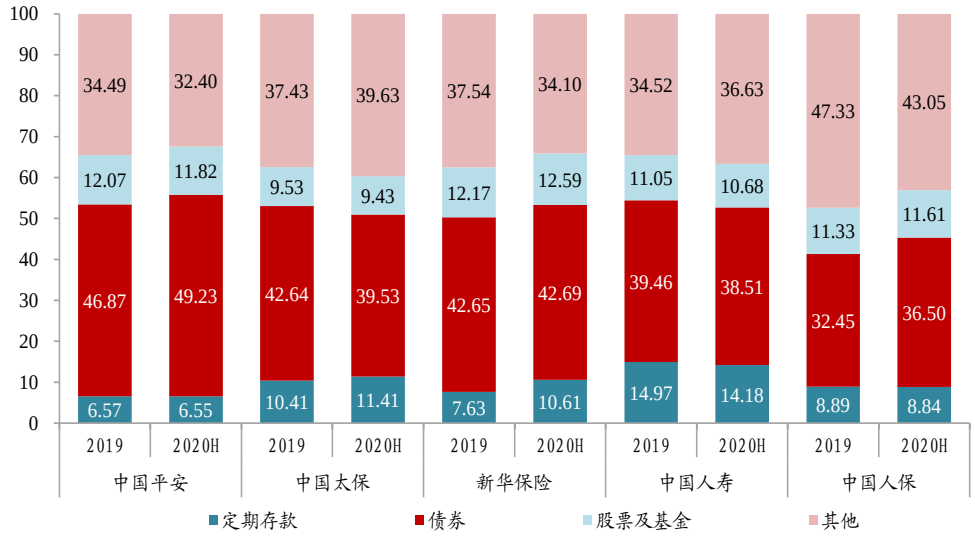
比为 16.53%，较上年末下降 0.42 个百分点；股票占比达 8.06%，较上年末提升 0.32 个百分点。

中国平安保险资金投资组合规模为 34,420.35 亿元，其中债券投资占比 49.2%，较上年末提升 2.3 个百分点；股票资产占比为 8.3%，较上年末下降 0.9 个百分点；非上市股权占比 2.0%，较上年末下降 0.1 个百分点；长期股权投资占比 3.8%，较上年末持平。

中国太保集团投资资产规模达 15,528.66 亿元，其中债券投资占比 39.5%，较上年末下降 3.1 个百分点；权益类投资占比 15.5%，较上年末下降 0.2 个百分点，股票和权益型基金占比 8.3%，较上年末持平；固定收益类金融产品占比有所提升。

中国人保投资资产规模达 10,461.29 亿元，其中国债占比 9.1%，较上年末提升 4.5 个百分点；股票占比 5.5%，较上年末提升 0.5 个百分点。

图15： 上市险企保险投资资产配置结构（%）



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

2020 上半年股市及债市都曾出现大幅波动，利率下行带来固定收益类金融资产收益的下降，整体上加大了保险资金运用的难度。

新华保险投资组合年化净投资收益率为 4.6%，同比下降 0.4 个百分点；年化总投资收益率为 5.10%，同比提升 0.4 个百分点。

中国人寿投资组合年化净投资收益率为 4.29%，同比下降 0.37 个百分点；总投资收益率为 5.34%，同比下降 0.43 个百分点；综合投资收益率为 5.40%，同比下降 2.84 个百分点。

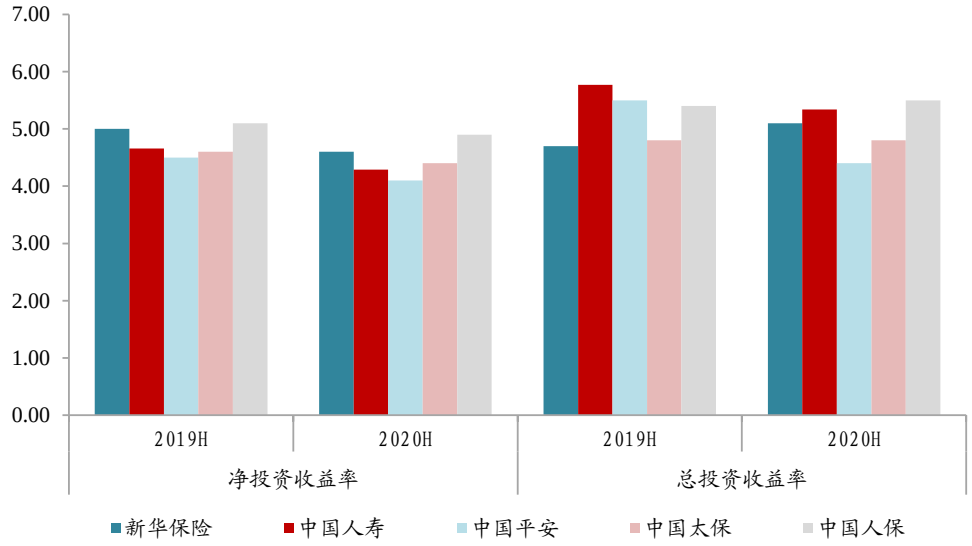
中国平安实现年化净投资收益率 4.1%，同比下降 0.4 个百分点；总投资收益率为 4.4%，同比下降 1.1 个百分点。公司债权计划及债权型理财产品名义投资收益率为 5.69%，剩余到期年限为 3.66 年。

中国太保实现年化净投资收益率 4.4%，同比下降 0.2 个百分点；总投资收益率为 4.8%，同比持平，其中权益类收益率达 4.1%，同比提升 1.0 个百分点；年化净

值增长率 5.3%，同比下降 0.6 个百分点。在非公开市场融资工具的投资方面，名义投资收益率整体为 5.2%，平均剩余年限为 5.0 年。

中国人保实现年化净投资收益率 4.9%，同比下降 0.2 个百分点；实现总投资收益率 5.5%，同比提升 0.1 个百分点。

图16： 上市险企保险投资资产收益率情况（%）



资料来源：上市公司财报、新时代证券研究所

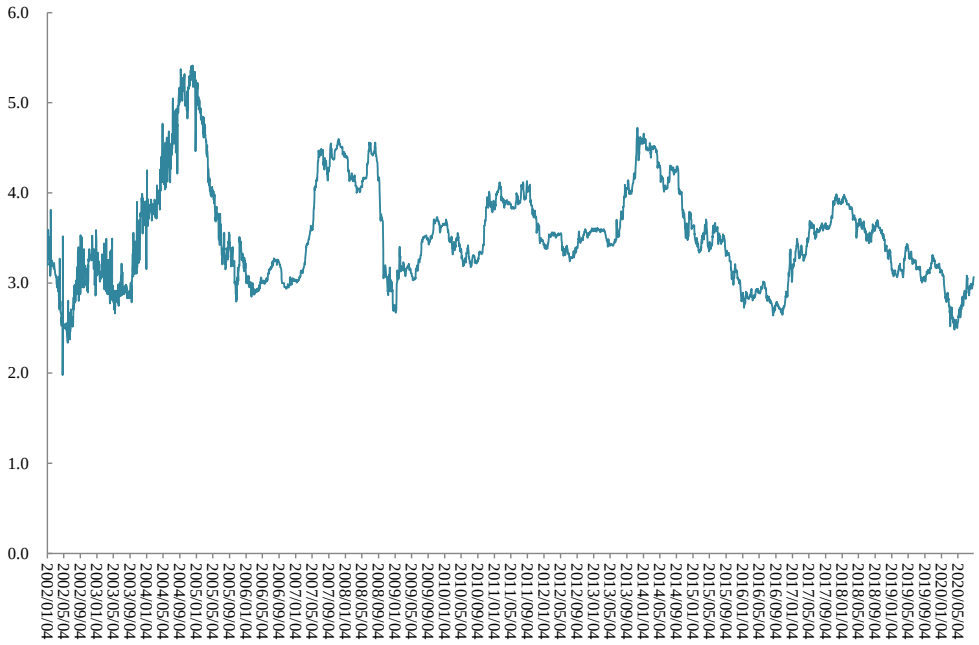
7、 行业内部变化

人身险业务方面，疫情对线下业务冲击逐渐消除，行业逐步进入常态发展。在销售人力方面，一方面疫情对经济的负面影响会一定程度上增加从业人员的供给，另一方面保险公司也会维持销售队伍的整体质量，二者对人力规模的影响有一定抵消。在产品方面，除继续坚持保障型产品的销售外，出于规模增长、维系销售队伍等考虑，保险公司也会推动中长期储蓄型产品的销售，但对于价值的整体要求不会过于放松。此外，疫情对经济的后续影响可能会带来居民储蓄型保险购买力的短期下降，制约保费规模的快速提升，但居民配置中长期资产的需求仍将增长。

财产险业务方面，随着生产、生活的逐步恢复，预计保费增速将逐步回升。在汽车消费政策刺激，以及居民受疫情影响所提升的安全私人出行需求的增加，汽车消费有可能会得到修复，车险增速有望提升。同时，以责任保险、农险和意健险为代表的非车业务将继续维持或带动行业增速的稳定提升。

近期十年期国债到期收益率企稳，资产端对板块压制的负面影响相对弱化，但中长期行业依然要承受低利率的压力。随着保险公司负债久期逐步拉长、负债成本有效控制，以及保险资金更加多元化的配置权益类、类固收金融产品等资产，无风险收益率下行的负面影响会得到相应的缓解，但依然更加考验保险公司资产负债管理和投资能力。

图17： 中债国债到期收益率（10 年）（%）



资料来源：Wind、新时代证券研究所

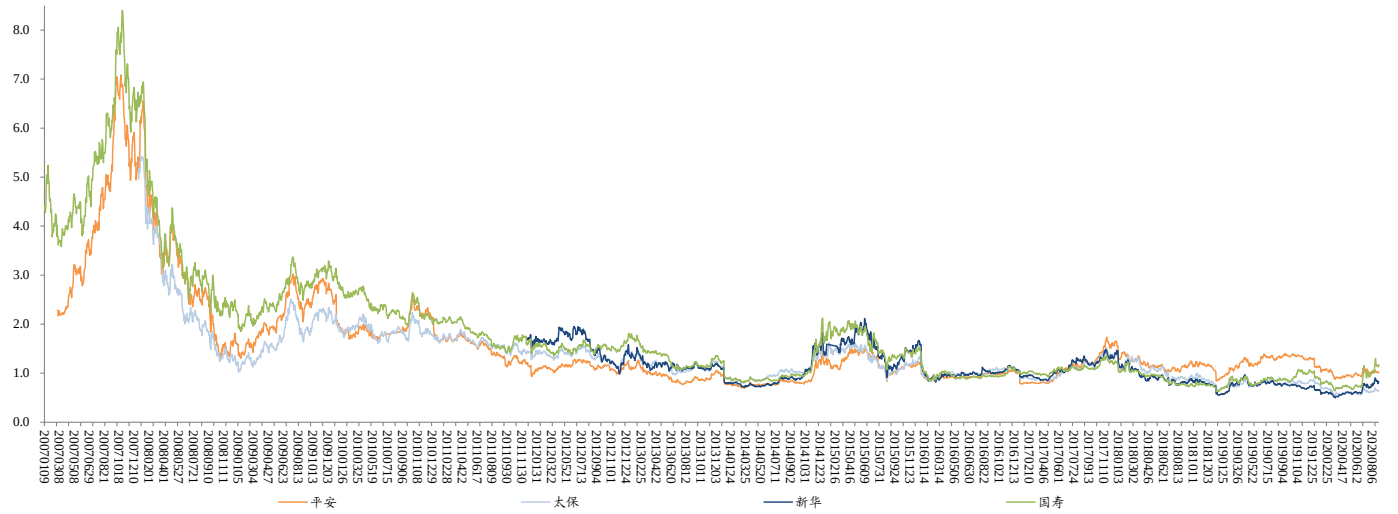
8、 行业估值：整体处于底部位置

A 股保险板块 P/EV 估值水平主要受行业成长、利率水平、行业政策及资本市场环境影响。

在 2007 年上市之初，叠加牛市效应，板块估值达到历史最高位置；此后，受行业景气度低迷、险资投资收益率不振、估值回归常态等因素影响，板块估值呈下行趋势。在 2014 年二级市场回暖、保险资金运用收益率大幅提振，以及新国十条政策刺激下，板块估值水平有所反弹。随着 2015 年股市大幅下挫，板块估值亦有所回调。2016 年，10 年期国债到期收益率持续走低，板块估值受到明显压制。随着 2017 年 10 年期国债到期收益率回升，以及保险负债端规模和价值高速增长，板块估值水平再次得到提振。受人身险产品监管政策及经济环境影响，自 2018 年起寿险新单增长受挫，板块估值受到较大影响。

在 2020 年初，受疫情冲击保费增长、利率下行、市场调整等多方面影响，保险板块估值下行。随着疫情的改善，保险线下业务逐步恢复，保费增速从 2 季度起逐步回暖；10 年期国债到期收益率在 6 月份开始企稳回升；A 股市场在 7 月份出现了大幅快速上涨，保险板块在行业负债和资产端持续改善的支撑以及贝塔属性的带动下出现明显反弹，估值得到一定修复，但仍处于相对较低水平；同时，相关公司基本经营情况和贝塔属性存在差异，估值水平仍存在较明显分化。

图18： A 股险企 P/EV 估值情况（倍）



资料来源：Wind、新时代证券研究所

9、 投资建议

保险行业成长的方向依然比较明确，为实体经济提供风险保障和长期资金支持的职能得到稳定和强化，作为估值基础的内含价值预计也将稳健增长。人身险业务方面，疫情对线下业务影响逐渐减弱，行业逐步进入常态发展；财产险业务方面，随着生产、生活的恢复，预计保费增速将逐步回升。十年期国债到期收益率企稳，压制保险板块估值的重要因素短期内相对弱化。

维持行业“推荐”评级。受益标的：新华保险(601336.SH)/（01336.HK）、中国人保（601319.SH）、中国平安(601318.SH)/（02318.HK)、中国太保(601601.SH)/（02601.HK）、中国人寿(601628.SH)/（02628.HK)。

表1： 重点公司盈利预测及估值

证券代码	股票名称	市值（亿元）	ROE（%）	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
601336.SH	*新华保险	1,531	17.24	4.67	5.24	6.36	10.53	11.78	9.70
601319.SH	中国人保	2,758	12.23	0.51	0.50	0.59	14.98	14.36	12.15
601318.SH	中国平安	13,742	22.19	8.41	8.07	9.76	10.46	9.63	8.07
601601.SH	中国太保	2,639	15.55	3.06	2.95	3.47	12.36	10.43	8.92
601628.SH	中国人寿	10,339	14.44	2.05	1.97	2.32	16.91	22.25	18.85

资料来源：Wind、新时代证券研究所 （带*为新时代非银行业覆盖标的，其余公司均采用 Wind 一致预期，市值为 2020 年 8 月 31 日市值。）

10、 风险分析

外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导。保险风险发生率发生重大变化带来的损失风险、巨灾风险、利率风险、行业政策风险等。受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

鲍淼，非银首席分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2020 年 5 月进入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/