



保险

2016.04.25

评级: **增持**
上次评级: 增持

盈利模式暂难变，行业格局正分化

——从盈利模式剖析到 CRIA 模型构建和详解

| | | | |
|---|--------------------|----------------------|---------------------|
|  | 刘欣琦 (分析师) | 耿艳艳 (研究助理) | 孔祥 (分析师) |
|  | 021-38676647 | 021-38676640 | 021-38674744 |
|  | liuxinqi@gtjas.com | Gengyanyan@gtjas.com | Kongxiang@gtjas.com |
| 证书编号 | S0880515050001 | S0880115060008 | S0880515080006 |

本报告导读:

我国寿险公司的盈利模式本质上是赚取利差，我们构建了 CRIA 模型，该模型表明中国平安和中国太保的基本面最好，且修正 EV 后两家公司估值最低，推荐。

摘要:

- **寿险公司盈利模式主要为赚取利差，提升寿险公司盈利能力有三条路径：降低负债成本、提高投资收益率、扩大投资资产规模。** 1) 我国寿险公司利润主要来自利差，而死差和费差对利润的贡献很小。2) 基于我国寿险公司目前的业务结构、险种结构、渠道结构以及我国居民对理财的需求大于保障需求的消费习惯，我们判断，我国寿险公司盈利模式短期内不会发生重大变化。3) 在降低负债成本、提高投资收益率、扩大投资资产规模三条路径的实现上，大型保险公司保持稳健的风格，而风格激进的民营保险公司若风险控制得当，存在弯道超车的可能性。
- **我们构建基于利差的 CRIA 模型 (Cost-Return-Investment Asset Model)：寿险公司盈利=(投资收益率-负债成本)×投资资产规模。** CRIA 模型是寿险公司基本面分析的总纲。1) 负债成本 (包括预定利率和非保证的收益率) 的影响因素主要包括渠道结构和产品策略，同时受到投资收益率的影响。个险渠道强的大型保险公司控制负债成本的自由裁量权更高，2016 年以来上市保险公司负债成本有下行迹象；民营保险公司负债成本下行不明显。2) 投资收益率。2009-2015 年中国太保和中国平安的平均投资收益率高于中国人寿和新华保险。随着中国经济增速下行，保险公司的投资收益率中枢有下行压力，但由于中国仍是世界上经济增速相对较快的经济体，且外部投资环境变差也会倒逼保险公司在投资上精耕细作，因此保险公司投资收益率下行有底。3) 投资资产规模增长主要来自于两方面，一是保费增长扣除退保、赔付、佣金手续费、业务管理费等相关支出后能够投资出去的现金；二是投资资产本身的增值。2013 年以后业务增长带来的投资资产增长下降明显，主要由于赔付和退保等导致现金大量流出。保费增长带来的投资资产的积累效率上，近年中国太保的效率高于中国人寿和新华保险，而平安寿险和平安产险的效率分别高于太保寿险和太保产险。CRIA 模型能很好地解释民营保险公司通过大力推动万能险迅速做大投资资产规模的做法，即若其投资收益率能覆盖负债成本，则投资资产规模越大对盈利的正向作用越明显。
- **投资建议：推荐中国平安和中国太保。** 1) CRIA 模型表明中国平安和中国太保基本面更好：个险渠道占比高，控制负债成本的自由裁量权高；投资收益率历史表现良好，且近年建立起了市场化的委托机制；保费增速高且业务质量好。2) 充分考虑悲观预期并将投资收益率假设下调至 5% 后，中国平安和中国太保修正后的 2016 年 P/EV 分别为 0.89 和 1.04 倍，估值较低，推荐中国平安和中国太保。

相关报告

- 保险:《业务转型有成效，投资寻求新突破》
2016.04.04
- 保险:《规范方向不改，影响尚可控制》
2016.03.18
- 保险:《增量资金入市，保险板块雄起》
2015.12.29
- 保险:《举牌解惑篇：六大问题直击内心最深疑惑》
2015.12.28
- 保险:《监管篇：偿二代，险企监管新起点》
2015.12.23

目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 导读..... | 3 |
| 1. 寿险公司盈利模式..... | 3 |
| 1.1. 寿险公司盈利模式：名为三差鼎立，实为利差独大..... | 3 |
| 1.2. 短期内盈利模式不会发生重大变化..... | 4 |
| 1.3. 提高盈利能力的三条路径..... | 5 |
| 2. 寿险公司盈利的 CRIA 模型..... | 5 |
| 2.1. 负债成本..... | 6 |
| 2.2. 投资收益率..... | 8 |
| 2.3. 投资资产规模..... | 10 |
| 2.3.1. 业务增长带来的投资资产规模增长..... | 10 |
| 2.3.2. 投资资产本身增值带来的投资资产规模增长..... | 13 |
| 3. 投资建议：推荐中国平安和中国太保..... | 14 |
| 3.1. CRIA 模型表明中国平安和中国太保基本面更好..... | 14 |
| 3.2. 修正 EV 后看估值：中国平安和中国太保估值最低..... | 15 |
| 3.2.1. EV 修正前的估值..... | 15 |
| 3.2.2. EV 修正后的估值..... | 16 |

导读

我们观察到，寿险行业目前分化明显：大型保险公司形成共识，大力发展个险渠道和期缴业务，保费收入稳步提升，业务质量正在改善；而部分民营保险公司走的却是另外一种路径，一方面在负债端主要依靠银保渠道，大力推动高结算利率的万能险等产品迅速提升保费规模，另一方面在投资端也保持较为激进的投资策略，通过承担较高的风险获取较高的投资收益率。

上述两种发展策略看似完全不同，但实际上都是围绕寿险公司的盈利模式制定的策略，只是侧重点不一样而已。本文我们通过剖析寿险公司的盈利模式，构建基于利差的 CRIA 模型，并详细解读 CRIA 模型中的三个关键变量和影响因素。透过现象看本质，CRIA 模型能帮助我们清晰地理解寿险行业正在发生的变化。

1. 寿险公司盈利模式

1.1. 寿险公司盈利模式：名为三差鼎立，实为利差独大

寿险公司的利润来源主要来自于三差，即利差、费差和死差。利差是实际投资收益率和定价利率之差，费差是实际的费用率和定价时假设的附加费用率之差，死差是实际的死亡率或者发病率和定价时假设的死亡率或发病率之差。目前我国寿险公司利润来源主要来自利差，与成熟市场，如日本寿险行业利润主要来自于死差和费差的状况不同。比如中国人寿 2004-2012 年利差在三差中的占比高达 76%-114%，而中小保险公司普遍主要以理财型险种为主打产品，可以推测其利润来源更是主要来自于利差。因此，目前中国的寿险公司的盈利模式本质上是一方面卖保单收取保费，另一方面进行投资获取投资收益，利差为其利润的主要来源。

图 1：中国人寿利差占三差比例



数据来源：中国人寿 2013 年全球开放日材料

表 1：1999-2002 财年日本寿险业三差及贡献率

| 项目 | 1999 财年 | | 2000 财年 | | 2001 财年 | | 2002 财年 | |
|----|----------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 规模 | 贡献率 | 规模 | 贡献率 | 规模 | 贡献率 | 规模 | 贡献率 |
| 费差 | 1,143.30 | 50.55% | 999.9 | 48.80% | 789.7 | 39.95% | 703.9 | 33.57% |

| | | | | | | | | |
|----|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| 死差 | 2,517.70 | 111.32% | 2,519.50 | 122.97% | 2,706.70 | 136.93% | 2,690.60 | 128.33% |
| 利差 | -1,399.30 | -61.87% | -1,470.60 | -71.78% | -1,519.80 | -76.89% | -1,297.80 | -61.90% |
| 合计 | 2,261.70 | 100% | 2,048.80 | 100% | 1,976.70 | 100% | 2,096.70 | 100% |

数据来源：中国人寿 2013 年全球开放日材料，国泰君安证券研究

单位：十亿日元

1.2. 短期内盈利模式不会发生重大变化

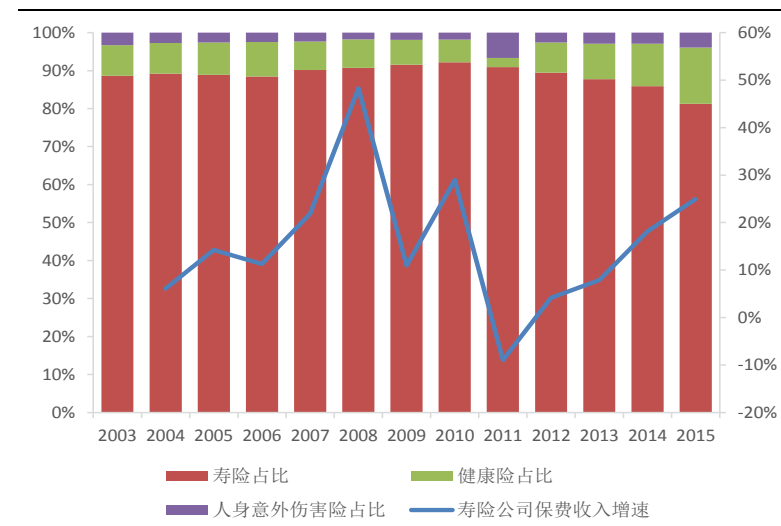
基于寿险公司业务结构、险种结构、渠道结构现状以及我国居民对理财的需求大于保障需求的消费习惯，我们判断，目前的保险市场和外部环境尚不能支持中国的寿险公司大力发展主要依靠死差益和费差益获得利润的产品，寿险公司利润来源主要来自利差益的模式短期内不会发生重大变化。

从业务结构看，从 2013 年 8 月传统险预定利率放开以后，健康险占比逐步加大，但是截至 2015 年末仍然不足 15%，与成熟市场的差距仍然较大。由于我国的保险公司很难介入到医院的诊疗体系，且短期内这一根本问题很难得到实质性的解决，因此健康险爆发式增长短期内很难看到。

从险种结构看，2014 年分红险、万能险合计占比近 70%，2015 年分红险和万能险合计占比有所下降，但是万能险占比进一步提升，从 2014 年的 23.6% 提升至 31.6%，意味着市场对于更加透明的理财型的万能险的需求量在加大，而保险公司也主动顺应这一需求加大力度推动发展这一险种。从我们观察到的情况看，我国居民对于理财型险种的需求较大，在保障型险种方面也比较偏好于返本型产品，纯消费型的保障型产品有效需求不足。

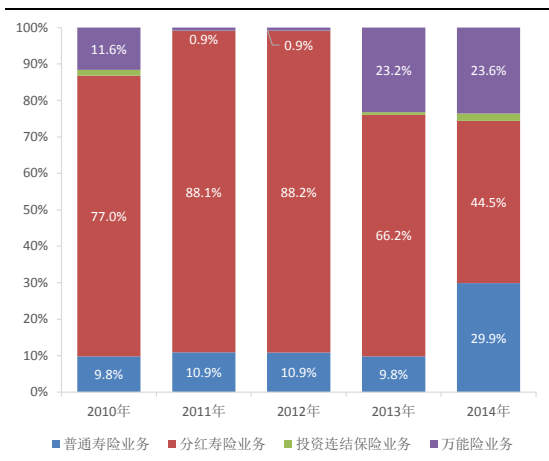
从销售渠道看，2014 年银行渠道的占比近 40%，根据我们了解的情况，2015 年银行渠道的占比高于 2014 年。而银行渠道的销售方式决定了该渠道销售的险种多数只能是理财型的产品。

图 2：寿险公司业务结构：健康险占比不足 15%



数据来源：wind，保监会，国泰君安证券研究

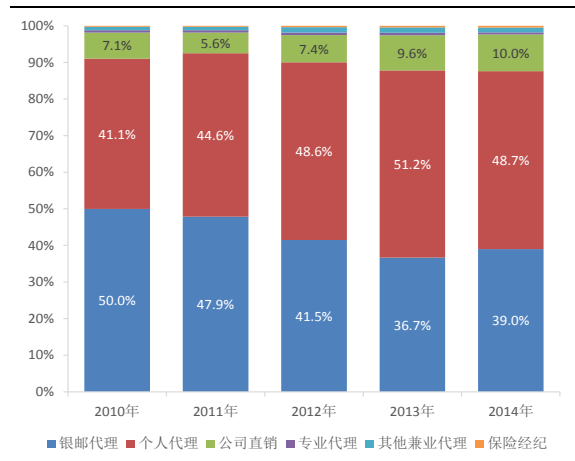
图 3: 分险种占比: 分红、万能占比近 70%



数据来源: 保险年鉴, 国泰君安证券研究

注: 2010-2012 年为保费收入占比, 2013-2014 年为规模保费占比

图 4: 渠道占比: 银行渠道占比仍较大



数据来源: 保险年鉴, 国泰君安证券研究

1.3. 提高盈利能力的三条路径

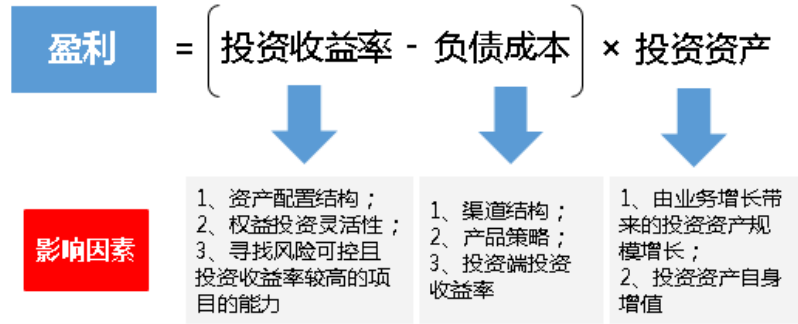
在盈利模式不发生重大变化的前提下, 寿险公司提高盈利能力有三条路径, 一是降低承保端的成本; 二是提高投资能力, 获得更高的投资收益率; 三是做大投资资产规模。根据这三条路径, 我们对行业的整体判断是: 行业分化较大, 大型保险公司的生存状态整体优于中小保险公司, 部分中小保险公司采取较为激进的方式寻求突破, 虽然风险较大, 但是存在突围成功和弯道超车的可能性。

在第一条路径上, 大型保险公司拥有渠道优势 (主要是形成了中小保险公司难以建立的个险渠道优势) 和品牌优势, 能够以较低的负债成本销售保单获取保费。在第二条路径上, 大型保险公司较稳健, 更加注重资产配置, 但随着优质资产越来越稀缺, 大型保险公司也在探索新的投资方向和投资项目; 而中小保险公司投资端的风险偏好较高, 同时策略也比较灵活, 在风险控制得当的前提下, 能够获得优于大型保险公司的投资收益率。第三条路径, 大型保险公司稳步扩大投资资产规模, 而部分民营保险公司通过大力推动万能险等理财型险种迅速做大投资资产规模, 但是随着保监会下发《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》(保监发〔2016〕22号), 风格激进的民营保险公司也面临调整业务结构、培养长期产品的开发和销售能力的问题。

2. 寿险公司盈利的 CRIA 模型

在寿险公司的盈利模式不发生重大变化的前提下, 我们忽略死差和费差, 构建基于利差的 CRIA 模型 (Cost-Return-Investment Asset Model): 寿险公司的盈利=(投资收益率-负债成本)×投资资产规模。

图 5: 寿险公司盈利 CRIA 模型



数据来源：国泰君安证券研究

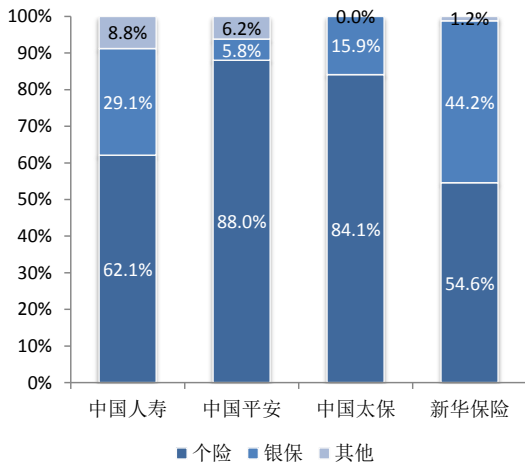
2.1. 负债成本

在我们的模型中，负债成本指给到客户的真实收益率，包括预定利率和非保证的收益率，不含渠道费用（因为渠道费用是在费率框架下讨论的问题）。其中，传统险的负债成本为预定利率；分红险的负债成本为预定利率加分红；万能险的负债成本为万能结算利率。

首先，负债成本跟渠道结构相关度较高，拥有强大的个险渠道的公司负债成本通常较低。一方面个险渠道有能力销售风险保障型产品，且个险渠道销售的产品缴费期限长、保障期限长，客户购买产品的出发点并不完全是看中收益率，因此个险渠道的客户对收益率的敏感性较低，对产品的收益率要求总体上低于银行渠道客户；另一方面，个险渠道完全由公司自己把控，若需降低负债成本，公司单方面即可做决策，而公司对银行渠道的把控能力较弱，在与银行合作时保险公司往往处于弱势地位。目前四家上市保险公司已经获得了足够的渠道优势，而尚未建立起个险渠道的中小保险公司基本很难再建立起强大的个险渠道，主要原因在于个险渠道的建立前期投入较大，需要先铺设分支机构，全部内勤配备到位后，方可发展营销员队伍，且活动量管理、差勤管理、培训管理、早夕会管理等基础管理工作的标准化和营销文化的建立都不是一蹴而就的，因此已经建立了个险渠道的大型保险公司相当于已经形成了一道护城河，其他未建立起个险渠道的中小保险公司很难在此分得一杯羹。中小保险公司普遍比较依赖银行渠道，因此其负债成本往往较高。

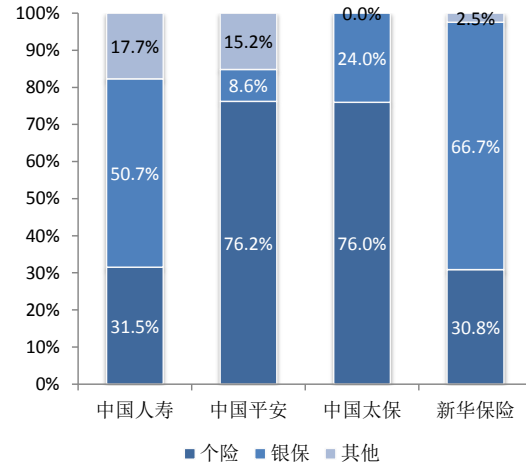
图 6：四家公司个险渠道保费占比(2015)

图 7：四家公司个险渠道新保占比(2015)



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

注：新华保险个险渠道数据包含服务经营渠道



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

注：新华保险个险渠道数据包含服务经营渠道

其次，负债成本跟保险公司的产品策略相关度也较高，比如大型保险公司在开门红期间也会销售一些预定利率较高的策略性产品，而一些比较激进的民营保险公司为了迅速做大资产规模主要依靠销售大量高预期收益率的万能险等产品。

第三，负债成本也跟投资端的投资收益率有关，如果投资端长期承压，最终一定会向负债端传导，保险公司会被动调整产品策略和调整相关结算利率。

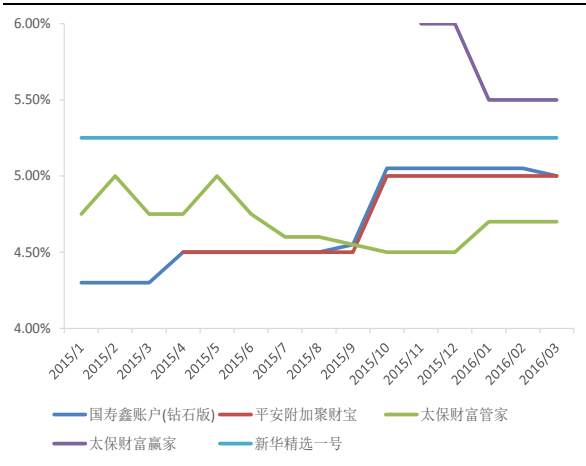
从 2014 年初利率明显下行以来，保险公司负债端的成本不降反升，一方面是保险公司的资产久期较长，对短期的利率下行不敏感；另一方面 2014 年和 2015 年股市行情较好，保险公司投资收益率处于高位，足以支撑较高的负债成本。但进入 2016 年以来，我们观察到上市保险公司负债端成本有下行迹象：

- 1) 部分万能险的结算利率在下调，且根据我们的了解，部分上市公司开门红期间销售的较高结算利率的附加万能险从 4 月 1 日以后已经停止销售，改为销售结算利率较低的其他附加万能险；
- 2) 开门红期间销售的预定利率为 4.025% 的产品已经停售。

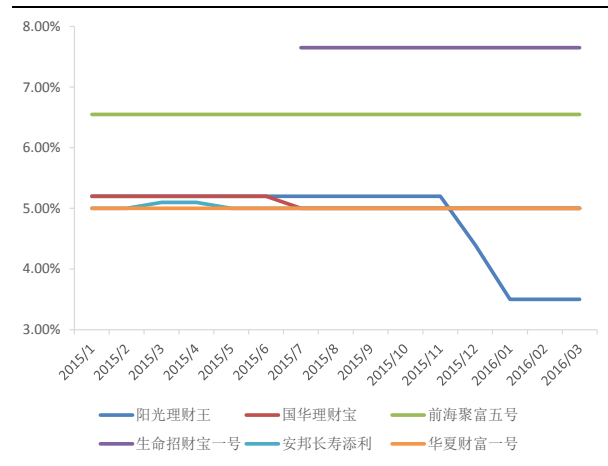
上述出现的负债成本下行迹象主要是由于保险公司调整产品策略带来的，其次也是由于受到投资端压力的影响。

图 8：四家保险公司主要万能险结算利率

图 9：民营保险公司主要万能险结算利率



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

六家在 2015 年有举牌行为的民营保险公司主要万能险产品的结算利率下行不明显，除阳光人寿下调结算利率外，其他保险公司目前没有下调结算利率。我们预计若投资端压力持续得不到改善，最终一定会向负债端传导，后续各家保险公司负债端成本均有下行压力，包括上市保险公司和民营保险公司在内。

2.2. 投资收益率

各上市保险公司 2015 年总投资收益率均创新高，主要由于 2015 年上半年权益市场牛市行情，保险公司及时兑现浮盈锁定收益。但由于受到利率下行的影响，除中国平安净投资收益率逆势上升以外，其他三家公司净投资收益率均不同程度下降。

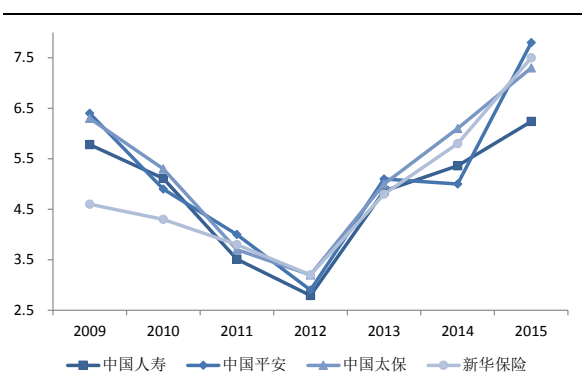
回顾四家上市保险公司 2009-2015 年以来的投资收益率情况：

2009-2015 年平均总投资收益率排序：中国太保(5.27%)>中国平安(5.16%)>新华保险(4.86%)>中国人寿(4.81%)；

2009-2015 年平均净投资收益率排序：中国太保(4.80%)>中国平安(4.79%)>新华保险(4.46%)>中国人寿(4.45%)。

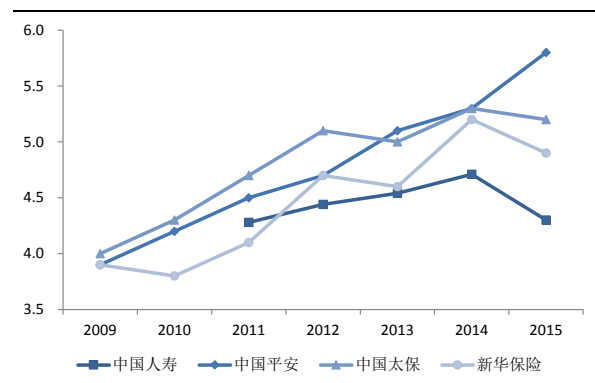
总体上，中国太保和中国平安的投资收益率略高，新华保险 2014-2015 年的投资收益率排名在提升。

图 10：2015 年总投资收益率创近年来新高



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

图 11：2015 年净投资收益率受到利率下行影响



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

单位：%

单位：%

从四家上市保险公司 2009-2015 年投资资产配置情况来看, 股票+基金的占比在 10% 上下波动, 债券+定期存款占比有所下降, 非标资产占比显著提升。在非标资产的占比上, 中国平安和中国太保的债权投资计划和理财产品占比较高, 新华保险的信托计划占比较高, 其次为债权计划。

表 2: 四家上市保险公司各类投资资产占比

| 公司 | 投资资产 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中国人寿 | 定期存款 | 29.4% | 33.0% | 34.8% | 35.8% | 35.9% | 32.8% | 24.6% |
| | 债券 | 49.7% | 45.5% | 44.6% | 46.2% | 47.3% | 44.8% | 43.5% |
| | 股票 | 8.8% | 7.5% | 6.4% | 5.7% | 4.3% | 4.5% | 4.9% |
| | 基金 | 6.5% | 7.2% | 5.7% | 3.3% | 3.2% | 4.0% | 7.4% |
| | 非标资产 | | | | | | 5.7% | 8.7% |
| | 其他 | 5.6% | 6.8% | 8.5% | 9.0% | 9.3% | 8.2% | 10.9% |
| | 合计 | | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| 中国平安 | 定期存款 | 15.5% | 17.4% | 19.6% | 22.5% | 18.3% | 16.0% | 11.2% |
| | 债券 | 59.6% | 59.2% | 58.2% | 52.1% | 52.0% | 46.9% | 47.9% |
| | 股票 | 7.5% | 6.8% | 8.6% | 7.1% | 7.1% | 9.5% | 9.7% |
| | 基金 | 3.3% | 3.0% | 2.9% | 2.3% | 2.7% | 2.4% | 3.9% |
| | 非标资产 | | | | 3.5% | 8.7% | 15.6% | 17.2% |
| | 其中: 债权计划投资 | | | | 3.5% | 8.7% | 8.0% | 7.9% |
| | 理财产品投资 | | | | | | 6.6% | 8.2% |
| 其他 | 14.1% | 13.6% | 10.7% | 12.4% | 11.2% | 9.6% | 10.1% | |
| 合计 | | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| 中国太保 | 定期存款 | 23.6% | 24.5% | 26.3% | 26.2% | 21.6% | 21.7% | 18.1% |
| | 债券 | 49.9% | 53.4% | 53.0% | 52.8% | 56.0% | 55.2% | 51.8% |
| | 股票 | 6.6% | 5.7% | 5.1% | 4.3% | 4.7% | 3.8% | 4.2% |
| | 基金 | 5.2% | 5.7% | 3.9% | 4.5% | 5.0% | 4.4% | 5.4% |
| | 非标资产 | 5.5% | 5.0% | 6.1% | 5.7% | 6.9% | 9.9% | 14.0% |
| | 其中: 债权投资计划 | | 3.7% | 4.9% | 4.5% | 5.2% | 6.2% | 6.2% |
| | 理财产品 | | | | 0.1% | 0.5% | 2.2% | 6.0% |
| 其他 | 9.2% | 5.7% | 5.6% | 6.5% | 5.7% | 5.0% | 6.6% | |
| 合计 | | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| 新华保险 | 定期存款 | | 18.9% | 32.9% | 35.9% | 29.7% | 26.7% | 20.1% |
| | 债券 | | | | | 44.7% | 37.9% | 36.1% |
| | 股票 | | 7.7% | 4.5% | 3.4% | 3.5% | 5.5% | 5.3% |
| | 基金 | | 5.6% | 3.2% | 3.3% | 2.4% | 3.6% | 8.2% |
| | 非标资产 | | | | | 10.9% | 17.9% | 22.6% |
| | 其中: 信托计划 | | | | | 4.7% | 9.5% | 7.9% |
| | 债权计划 | | | | | 0.8% | 4.0% | 4.6% |
| 其他 | | | | | 8.9% | 8.4% | 7.7% | |
| 合计 | | | | | 100.0% | 100.0% | 100.0% | |

数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究

注: 1、由于历史披露口径与最新披露口径不一致, 因此部分数据为空白;

2、新华保险 2010-2012 年未披露债权型投资相关明细数据, 故表中缺少相关数据

大型保险公司由于投资资产体量大，更加注重资产配置，其抗周期波动的能力较强，风险偏好较低。未来大型保险公司在增加权益市场投资的灵活性、寻找风险可控且投资收益率较好的优质项目、逐步布局海外资产进行全球资产配置等方面获得持续的突破。中小保险公司在投资端整体风险偏好较高，在权益资产和风险较高的资产上占比较高。

预计 2016 年投资收益率下行压力较大，且随着中国经济增速下行，长期看，保险公司的投资收益率中枢也有下行的压力，但是我们认为，投资收益率中枢下行空间有限。因为尽管中国经济增速下行，但仍然是世界上经济增速保持相对较快的经济体，且外部投资环境变差也会倒逼保险公司在投资上精耕细作，寻找收益相对较高且风险可控的资产，即通过投资的精耕细作能缓冲投资收益率一定程度的下行，因此未来投资收益率中枢有下行的压力，但是下行有底。

2.3. 投资资产规模

截至 2015 年末，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险四家公司的总投资资产规模分别为 2.29 万亿元/1.73 万亿元/8545 亿元/6357 亿元，2010-2015 年年均复合增速分别为 11.4%/17.8%/14.4%/16.8%。

表 3:四家公司投资资产规模保持较快增速

| 年份 | 中国人寿 | | 中国平安 | | 中国太保 | | 新华保险 | |
|--------|-----------|-------|-----------|-------|---------|-------|---------|-------|
| | 金额 | 增速 | 金额 | 增速 | 金额 | 增速 | 金额 | 增速 |
| 2010 | 1,336,161 | 14.0% | 762,953 | 29.4% | 435,751 | 19.1% | 292,866 | 41.7% |
| 2011 | 1,494,912 | 11.9% | 867,301 | 13.7% | 522,530 | 19.9% | 373,956 | 27.7% |
| 2012 | 1,790,803 | 19.8% | 1,074,188 | 23.9% | 627,328 | 20.1% | 478,481 | 28.0% |
| 2013 | 1,848,744 | 3.2% | 1,230,367 | 14.5% | 666,799 | 6.3% | 549,596 | 14.9% |
| 2014 | 2,100,954 | 13.6% | 1,474,098 | 19.8% | 761,886 | 14.3% | 625,718 | 13.9% |
| 2015 | 2,287,800 | 8.9% | 1,731,619 | 17.5% | 854,458 | 12.2% | 635,688 | 1.6% |
| 年均复合增速 | | 11.4% | | 17.8% | | 14.4% | | 16.8% |

数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

单位：百万元

投资资产规模的增长主要来自于两方面，一是来自于承保端新增保费扣除退保、赔付、佣金手续费、业务管理费等相关支出后能够投资出去的现金；二是来自于投资资产本身的增值。

2.3.1. 业务增长带来的投资资产规模增长

由于只有实实在在进入保险公司的现金才能投资出去成为投资资产，因此业务增长带来的投资资产的增长应该以收付实现制为基础进行测算，而不是以权责发生制为基础。我们下面以现金流量表中的相关数据进行测算，因中国平安包含银行等非保险业务，部分项目无法拆分，因此我们以下仅测算中国人寿、中国太保和新华保险的数据。

说明：“退保金”在现金流量表中没有单独列示，各家体现的科目略有不同，中国平安和中国太保是将退保金归集到“支付其他与经营活动有

关的现金”中，而中国人寿和新华保险是将退保金归集到“支付原保险合同赔付款项的现金”。

表 4: 中国人寿 2010-2015 年由于承保端业务发展带来的投资资产增长情况

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 收到原保险合同保费取得的现金(1) | 317,288 | 318,318 | 320,953 | 328,866 | 339,186 | 379,802 |
| 收到再保业务现金净额(2) | -31 | -45 | -109 | -156 | -133 | -347 |
| 收到其他与经营活动有关的现金(3) | 2,408 | 2,817 | 3,310 | 3,039 | 3,422 | 4,717 |
| 保户储金净增加额(4) | 2,783 | -368 | -3,171 | -1,229 | 7,513 | 12,120 |
| 经营活动现金流入小计(5)=(1)+(2)+(3)+(4) | 322,448 | 320,722 | 320,983 | 330,520 | 349,988 | 396,292 |
| 支付原保险合同赔付款项的现金(6) | 77,176 | 105,701 | 110,874 | 197,281 | 204,618 | 236,688 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金(7) | 9,179 | 10,886 | 12,256 | 12,717 | 14,098 | 14,901 |
| 支付手续费的现金(8) | 26,632 | 27,507 | 27,166 | 26,519 | 26,858 | 34,890 |
| 支付的各项税费(9) | 12,080 | 6,517 | 7,854 | 3,375 | 2,275 | 13,502 |
| 支付其他与经营活动有关的现金(10) | 11,321 | 12,351 | 13,456 | 13,272 | 13,018 | 15,549 |
| 支付保单红利的现金(11) | 7,000 | 10,065 | 8,198 | 10,492 | 10,683 | 13,203 |
| 经营活动现金流出小计(12)=(6)+.....+(11) | 143,388 | 173,027 | 179,804 | 263,656 | 271,550 | 328,733 |
| 业务增长带来的投资资产增长(13)=(5)-(12) | 179,060 | 147,695 | 141,179 | 66,864 | 78,438 | 67,559 |

数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

单位：百万元

表 5: 中国太保 2010-2015 年由于承保端业务发展带来的投资资产增长情况

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 收到原保险合同保费取得的现金(1) | 138,394 | 155,545 | 161,689 | 177,155 | 193,952 | 211,967 |
| 收到再保业务现金净额(2) | -4,199 | -3,287 | -1,510 | -567 | -2,406 | -1,525 |
| 收到其他与经营活动有关的现金(3) | 895 | 820 | 991 | 1,121 | 1,298 | 1,730 |
| 保户储金净增加额(4) | -2,167 | -5,979 | -7,029 | -9,232 | -923 | 2,199 |
| 经营活动现金流入小计(5)=(1)+(2)+(3)+(4) | 132,923 | 147,099 | 154,141 | 168,477 | 191,921 | 214,371 |
| 支付原保险合同赔付款项的现金(6) | 34,002 | 39,776 | 44,743 | 54,519 | 64,142 | 80,151 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金(7) | 7,288 | 9,415 | 10,762 | 11,705 | 13,626 | 15,066 |
| 支付手续费的现金(8) | 11,034 | 13,179 | 14,615 | 16,385 | 19,394 | 24,405 |
| 支付的各项税费(9) | 4,262 | 7,446 | 6,871 | 5,999 | 8,459 | 11,437 |
| 支付其他与经营活动有关的现金(10) | 13,494 | 20,343 | 24,068 | 33,305 | 44,142 | 39,284 |
| 支付保单红利的现金(11) | 1,225 | 1,413 | 958 | 1,450 | 2,108 | 3,134 |
| 经营活动现金流出小计(12)=(6)+.....+(11) | 71,305 | 91,572 | 102,017 | 123,363 | 151,871 | 173,477 |
| 业务增长带来的投资资产增长(13)=(5)-(12) | 61,618 | 55,527 | 52,124 | 45,114 | 40,050 | 40,894 |

数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

单位：百万元

表 6: 新华保险 2010-2015 年由于承保端业务发展带来的投资资产增长情况

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 收到原保险合同保费取得的现金(1) | 91,240 | 94,444 | 97,450 | 103,528 | 111,720 | 112,453 |
| 收到再保业务现金净额(2) | 166 | 505 | 939 | 450 | -84 | -185 |
| 收到其他与经营活动有关的现金(3) | 223 | 593 | 302 | 375 | 422 | 756 |
| 保户储金净增加额(4) | -1,358 | -1,391 | -641 | 6,376 | 1,233 | -2,303 |
| 经营活动现金流入小计(5)=(1)+(2)+(3)+(4) | 90,271 | 94,151 | 98,050 | 110,729 | 113,291 | 110,721 |

| | | | | | | |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 支付原保险合同赔付款项的现金(6) | 12,981 | 21,012 | 25,643 | 37,880 | 65,848 | 78,849 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金(7) | 4,581 | 5,504 | 6,272 | 6,163 | 7,213 | 8,295 |
| 支付手续费的现金(8) | 7,072 | 7,214 | 7,054 | 6,177 | 7,470 | 10,179 |
| 支付的各项税费(9) | 222 | 522 | 1,389 | 564 | 2,600 | 1,489 |
| 支付其他与经营活动有关的现金(10) | 3,821 | 3,854 | 3,440 | 3,740 | 5,108 | 4,460 |
| 支付保单红利的现金(11) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流出小计(12)=(6)+.....+(11) | 28,677 | 38,106 | 43,798 | 54,524 | 88,239 | 103,272 |
| 业务增长带来的投资资产增长(13)=(5)-(12) | 61,594 | 56,045 | 54,252 | 56,205 | 25,052 | 7,449 |

数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

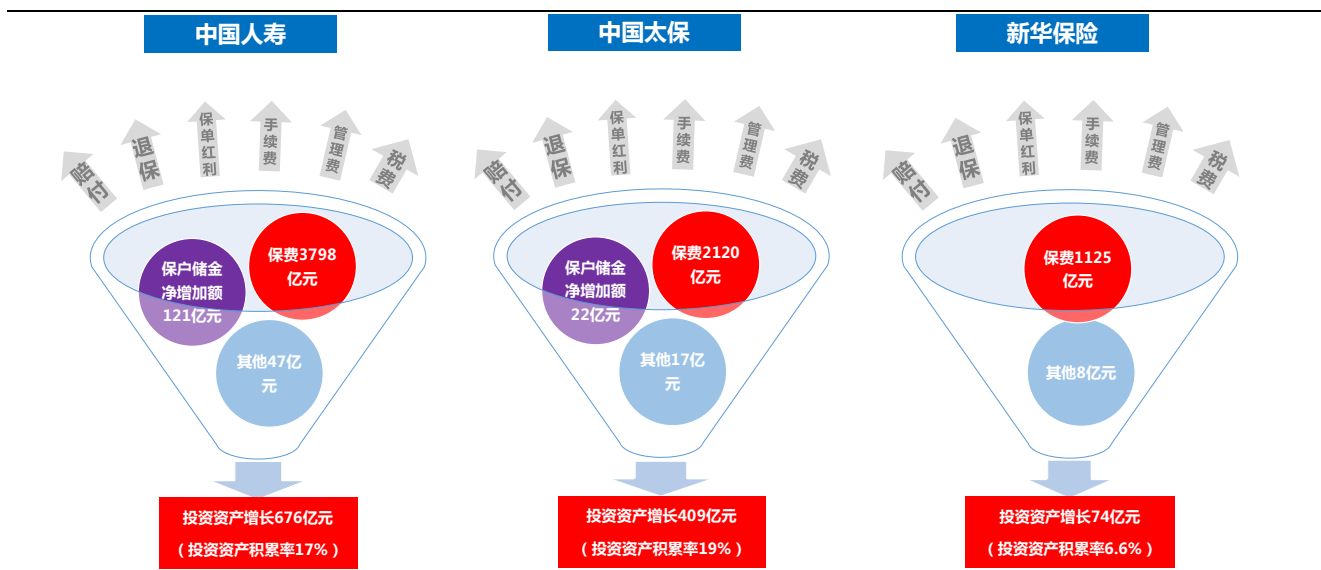
单位：百万元

从上述明细数据中能看到：

- 1) 能带来投资资产规模增加的科目主要是收到保费取得的现金，而保户储金净增加额较小（中国平安的保户储金净增加额较大）；
- 2) 对投资资产规模增加有负面影响的因素从大到小主要包括赔付和退保、手续费、支付给职工的现金等。

因此只有保费规模（包括保费收入和保户储金净增加额）的有效增加才能带来资产规模的增加，因此控制赔付支出、改善退保支出、减少手续费等支出对于投资资产规模的稳定积累非常重要，即承保端业务的较快增长和保持较高质量对投资资产的增加影响较大。

图 12：中国人寿、中国太保、新华保险业务增长带来投资资产规模增长情况（2015）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

投资资产积累率=由于业务增长带来的投资资产增长规模/(保费现金+保户储金净增加额)

三家公司业务增长对投资资产的增长贡献走势略有差异：

- 1) 中国人寿：2013 年以后业务增长带来的投资资产增长金额较 2013 年以前下降一半左右，主要由于赔付（含退保金）大幅增加所致。
- 2) 中国太保：2013 年以后业务增长带来的投资资产增长金额有所下降，但尚平稳，下降的主要原因也是赔付和退保增加所致。
- 3) 新华保险：2014 年业务增长带来的投资资产增长金额较 2013 年大幅下降超过一半，2015 年较 2014 年大幅下降超过 70%，主要由于赔付（含退保金）大幅增加所致。

从保费增长带来的投资资产增长效率上考量，2015 年中国太保的效率高于中国人寿和新华保险。需要注意的是，太保包括寿险和产险业务，由于产险业务多数是短期险种，因此，产险业务保费增长带来的投资资产累积效率低于寿险业务。分析太保寿险和太保产品披露的年度信息披露报告中的数据，太保寿险的投资资产规模积累效率相对中国人寿和新华保险具备优势，而平安寿险和平安产险的效率分别高于太保寿险和太保产险。

表 7:业务增长带来的投资资产增长值占收到保费现金的比例

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国人寿 | 56.4% | 46.4% | 44.0% | 20.3% | 23.1% | 17.8% |
| 中国太保 | 44.5% | 35.7% | 32.2% | 25.5% | 20.6% | 19.3% |
| 新华保险 | 67.5% | 59.3% | 55.7% | 54.3% | 22.4% | 6.6% |

数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

表 8:业务增长带来的投资资产增长值占收到保费现金的比例

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 太保寿险 | 57.0% | 49.3% | 50.1% | 41.7% | 35.4% |
| 太保产险 | 22.9% | 15.5% | 8.8% | 6.6% | 5.1% |

数据来源：公司年度信息披露报告，国泰君安证券研究

表 9:业务增长带来的投资资产增长值占收到规模保费现金的比例

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 平安寿险 | 72.4% | 67.7% | 62.5% | 64.3% | 60.8% | 52.3% |
| 平安产险 | 28.0% | 21.0% | 10.7% | 11.5% | 12.9% | 14.5% |

数据来源：公司年度信息披露报告，国泰君安证券研究

2.3.2. 投资资产本身增值带来的投资资产规模增长

投资资产增值主要跟投资收益率有关，从理论上讲，如果当年投资收益率为正，投资资产本身就是增值的，投资资产增值对于投资资产规模增长的贡献应该为正，那么业务增长带来的投资资产增长占总投资资产增长总金额的比例应该小于 100%。但是我们观察到 2010 年国寿、2013 年国寿和 2013 年太保业务增长带来的投资资产增长占总投资资产增长总金额的比例超过 100%。

表 10:业务增长带来的投资资产增长占总投资资产增加额的比例

| 公司 | 项目 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------|---------------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 中国人寿 | 业务增长带来的投资资产增长 | 179,060 | 147,695 | 141,179 | 66,864 | 78,438 | 67,559 |
| | 总投资资产增加额 | 164,068 | 158,751 | 295,891 | 57,941 | 252,210 | 186,846 |
| | 占比 | 109.1% | 93.0% | 47.7% | 115.4% | 31.1% | 36.2% |
| 中国太保 | 业务增长带来的投资资产增长 | 61,618 | 55,527 | 52,124 | 45,114 | 40,050 | 40,894 |
| | 总投资资产增加额 | 69,733 | 86,779 | 104,798 | 39,471 | 95,087 | 92,572 |
| | 占比 | 88.4% | 64.0% | 49.7% | 114.3% | 42.1% | 44.2% |
| 新华保险 | 业务增长带来的投资资产增长 | 61,594 | 56,045 | 54,252 | 56,205 | 25,052 | 7,449 |

| | | | | | | |
|----------|--------|--------|---------|--------|--------|-------|
| 总投资资产增加额 | 86,248 | 81,090 | 104,525 | 71,115 | 76,122 | 9,970 |
| 占比 | 71.4% | 69.1% | 51.9% | 79.0% | 32.9% | 74.7% |

数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

单位：百万元

我们分析相关数据后发现主要有两方面原因造成这三个数据超过100%：一是这三个数据对应的可供出售金融资产公允价值下降幅度较大；二是这三个数据对应的卖出回购金融资产款下降幅度较大，投资时所用的杠杆降低，造成投资资产规模有一定幅度降低。

表 11: AFS 公允价值变动和卖出回购金融资产款变动对投资资产影响

| | 可供出售金融资产公允价值变动净额 | 卖出回购金融资产款变动金额 | 合计 |
|----------|------------------|---------------|---------|
| 2010 年国寿 | -21,428 | -10,488 | -31,916 |
| 2013 年国寿 | -28,279 | -48,073 | -76,352 |
| 2013 年太保 | -4,385 | -24,944 | -29,329 |

数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

单位：百万元

在投资环境较好和杠杆较高（卖出回购金融资产款较高）的年份里，投资资产本身增值对投资规模增长贡献较大。

大型保险公司的投资资产规模稳步增长，而部分风险偏好较高的民营保险公司近年来通过销售高预期收益率的理财型保险产品迅速做大投资资产规模。从 CRIA 模型来看，如果民营保险公司的投资收益率能覆盖负债成本，则投资资产规模越大对盈利的正向作用越明显。

表 12: 部分保险公司万能险爆发式增长

| 公司名称 | 2015 年 | | | | 2014 年 | | | | 2013 年 | | | |
|------|-----------------|-------------------|-------------------|---------|-----------------|-------------------|-------------------|--------|-----------------|-------------------|-------------------|--------|
| | 原保险 保费收 入 | 保户投 资款新 增交费 | 投连险 账户新 增交费 | 合计 ↓ | 原保险 保费收 入 | 保户投 资款新 增交费 | 投连险 账户新 增交费 | 合计 | 原保险 保费收 入 | 保户投 资款新 增交费 | 投连险 账户新 增交费 | 合计 |
| 生命人寿 | 789.98 | 859.27 | 2.69 | 1651.94 | 367.11 | 323.79 | 4.25 | 695.15 | 222.43 | 485.46 | 0.00 | 707.89 |
| 华夏人寿 | 52.24 | 1519.90 | 0.00 | 1572.13 | 31.65 | 673.52 | 0.00 | 705.17 | 37.64 | 331.98 | 0.00 | 369.62 |
| 安邦人寿 | 545.27 | 405.26 | 0.00 | 950.53 | 528.88 | 90.16 | 0.00 | 619.04 | 13.68 | 82.07 | 0.00 | 95.76 |
| 前海人寿 | 173.76 | 605.54 | 0.00 | 779.30 | 33.74 | 314.46 | 0.00 | 348.20 | 3.93 | 139.14 | 0.00 | 143.08 |
| 阳光人寿 | 310.50 | 190.91 | 0.42 | 501.83 | 174.94 | 86.64 | 0.69 | 262.27 | 157.56 | 48.17 | 2.03 | 207.75 |
| 和谐健康 | 308.06 | 182.14 | 0.00 | 490.19 | 1.59 | 74.98 | 0.00 | 76.58 | 1.32 | 103.65 | 0.00 | 104.97 |
| 国华人寿 | 236.67 | 218.23 | 22.32 | 477.21 | 41.32 | 140.57 | 2.38 | 184.28 | 23.24 | 82.44 | 0.00 | 105.69 |
| 中融人寿 | 34.50 | 142.78 | 0.00 | 177.28 | 47.58 | 55.84 | 0.00 | 103.41 | 38.22 | 4.71 | 0.00 | 42.93 |

数据来源：保监会，国泰君安证券研究

单位：亿元

3. 投资建议：推荐中国平安和中国太保

3.1. CRIA 模型表明中国平安和中国太保基本面更好

根据我们构建的 CRIA 模型，低负债成本、高投资收益率、资产规模扩张较快的保险公司具备更好的盈利能力，基本面更好：

- 1) 中国平安和中国太保个险渠道占比高，在控制负债成本方面的自由裁量权更高；
- 2) 中国平安和中国太保在过去年份中，净投资收益率和总投资收益率都处于四家中较高的水平，且平安和太保在投资上都建立了市场化的委托机制，市场化的机制有利于激励被委托方提高投资收益率；
- 3) 中国平安和中国太保保费增速较高，且由于渠道结构和业务结构较好，退保较低，业务质量较高，投资资产稳步扩张。

3.2. 修正 EV 后看估值：中国平安和中国太保估值最低

3.2.1. EV 修正前的估值

目前四家保险公司 2016 年 P/EV 估值平均为 0.98 倍，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险四家公司的估值分别为 0.98/0.85/1.01/1.07，处于 2011 年以来历史估值的低位。

图 13: 保险股目前处于 2011 年以来历史估值的低位



数据来源：wind，公司年报，国泰君安证券研究

表 13: 目前估值及评级

| EVPS | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | P/EV | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 评级 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| 中国人寿 | 16.09 | 19.82 | 22.68 | 24.97 | 27.82 | 中国人寿 | 1.38 | 1.12 | 0.98 | 0.89 | 0.80 | 增持 |
| 中国平安 | 25.10 | 30.24 | 37.93 | 45.09 | 53.96 | 中国平安 | 1.29 | 1.07 | 0.85 | 0.72 | 0.60 | 增持 |
| 中国太保 | 18.90 | 22.69 | 27.33 | 31.18 | 35.72 | 中国太保 | 1.46 | 1.22 | 1.01 | 0.89 | 0.77 | 增持 |
| 新华保险 | 27.33 | 33.10 | 36.91 | 40.49 | 44.76 | 新华保险 | 1.45 | 1.19 | 1.07 | 0.98 | 0.88 | 增持 |
| EPS | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | P/E | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 评级 |
| 中国人寿 | 1.14 | 1.23 | 1.37 | 1.51 | 1.67 | 中国人寿 | 19.52 | 18.12 | 16.18 | 14.73 | 13.35 | 增持 |
| 中国平安 | 2.15 | 2.97 | 3.41 | 3.91 | 4.61 | 中国平安 | 15.09 | 10.93 | 9.50 | 8.29 | 7.04 | 增持 |
| 中国太保 | 1.22 | 1.96 | 2.15 | 2.37 | 2.61 | 中国太保 | 22.68 | 14.13 | 12.85 | 11.68 | 10.58 | 增持 |
| 新华保险 | 2.05 | 2.76 | 3.06 | 3.38 | 3.72 | 新华保险 | 19.25 | 14.34 | 12.94 | 11.71 | 10.63 | 增持 |
| BVPS | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | P/B | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 评级 |

| | | | | | | | | | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|----|
| 中国人寿 | 10.05 | 11.41 | 12.35 | 13.80 | 15.44 | 中国人寿 | 2.21 | 1.95 | 1.80 | 1.61 | 1.44 | 增持 |
| 中国平安 | 15.84 | 18.28 | 24.73 | 28.74 | 33.53 | 中国平安 | 2.05 | 1.77 | 1.31 | 1.13 | 0.97 | 增持 |
| 中国太保 | 12.93 | 14.71 | 16.41 | 18.38 | 20.61 | 中国太保 | 2.14 | 1.88 | 1.69 | 1.50 | 1.34 | 增持 |
| 新华保险 | 15.50 | 18.54 | 20.82 | 23.49 | 26.69 | 新华保险 | 2.55 | 2.13 | 1.90 | 1.68 | 1.48 | 增持 |

数据来源: wind, 公司年报, 国泰君安证券研究

注: 股价为 4 月 22 日数据

3.2.2. EV 修正后的估值

当前我国经济增速下行, 利率维持在较低水平可能是个长期的现象, 保险公司投资收益率中枢有下行压力, 市场普遍对当前保险公司以 5.2-5.5% 为长期投资收益率假设的内含价值的真实性有所怀疑, 因此我们将此悲观预期予以充分考虑, 并据此对 EV 进行修正。

表 14: 上市保险公司投资收益率精算假设

| 公司 | 投资收益率假设 |
|------|--|
| 中国人寿 | 投资收益率假设从 5.1% 开始, 每年增加 0.1% 至 5.5% 后保持不变。 非投资连结型寿险资金的未来年度每年投资收益率为自 4.75% 起, 以后每年增加 0.25%, 至 5.5% 并保持不变。 |
| 中国平安 | 投资连结型资金的未来投资回报在上述假设的基础上适当上调。 |
| 中国太保 | 长期险业务的未来投资收益率假设为 2016 年 5.2%, 以后年度保持在 5.2% 水平不变。 |
| | 2016 2017 2018 2019+ |
| 新华保险 | 传统非分红 5.00% 5.10% 5.20% 5.20% |
| | 分红 5.00% 5.10% 5.30% 5.50% |
| | 万能 5.00% 5.20% 5.50% 5.60% |
| | 投连 7.60% 7.60% 7.80% 7.90% |

数据来源: 公司 2015 年年报, 国泰君安证券研究

新华保险是分险种确定了投资收益率假设, 为定量计算投资收益率假设下调对内含价值的影响, 我们需要先确定新华保险的加权平均投资收益率假设。首先需要确定新华保险有效保单的险种结构。根据 2015 年资产负债表披露的保险合同准备金和保户储金及投资款数据, 我们计算得出万能险的占比为 4.9%; 四家保险公司只有中国平安披露了准备金的险种结构, 传统险占比接近 40%, 我们假设新华保险的传统险占比为 30%; 新华保险投连险占比很小 (根据保监会披露的 2015 年保费数据, 新华保险投连险占比只有 0.004%), 因此我们此处忽略投连险, 假设分红险的占比为 65.1%。这样得到新华保险的加权平均投资收益率假设为 5.4%。

我们分两种情形测算四家保险公司的 2016 年内含价值, 一种是假设四家公司的投资收益率假设下调至 5.0%; 另外一种假设四家公司的投资收益率假设下调至 4.5%。

表 15: 在投资收益率假设下调至 5% 和 4.5% 两种情形下四家上市保险公司的 P/EV 估值

| 公司 | 股价 | 2016 年 EVPS | | 2016 年 P/EV | |
|----|----|-------------|-------|-------------|-------|
| | | 修正前 | 投资收益率 | 修正前 | 投资收益率 |
| | | | 投资收益率 | | 投资收益率 |

| | | | 假设调至 5% | 假设调至 4.5% | | 假设调至 5% | 假设调至 4.5% |
|------|-------|------|---------|-----------|------|---------|-----------|
| 中国人寿 | 22.24 | 22.7 | 20.9 | 19.1 | 0.98 | 1.06 | 1.16 |
| 中国平安 | 32.42 | 37.9 | 36.4 | 34.9 | 0.85 | 0.89 | 0.93 |
| 中国太保 | 27.65 | 27.3 | 26.6 | 24.9 | 1.01 | 1.04 | 1.11 |
| 新华保险 | 39.53 | 36.9 | 34.4 | 31.4 | 1.07 | 1.15 | 1.26 |

数据来源：公司 2015 年年报，国泰君安证券研究

注：股价为 4 月 22 日数据

我们认为在维持贴现率不变的情况下，将投资收益率精算假设下调至 4.5% 的可能性非常小，投资收益率假设为 5% 的情形已经能充分反映悲观预期。如果投资收益率假设进一步下调至 4.5%，我们认为贴现率也会随之下调，而贴现率的下调对内含价值有正向作用，会部分抵消投资收益率假设下调对内含价值的负面影响。

可以看到，即使下调投资收益率假设至 5%，中国平安和中国太保的估值仍然较低，2016 年 P/EV 分别为 0.89 和 1.04 倍。因此，我们推荐基本面好且估值较低的中国平安和中国太保。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|------|--------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |
| 2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

国泰君安证券研究

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编 | 200120 | 518026 | 100140 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 59312799 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |