长城证券 GREAT WALL SECURITIES
证券研究报告

政策护航保险发展，疫情长期影响有限

——近期保险行业政策及疫情影响的专题评析

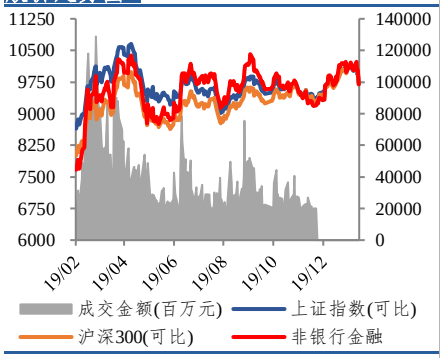
投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 02 月 03 日

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001
☎ 021-31829700
✉ liuwq @cgws.com
联系人（研究助理）：张永 S1070118090027
☎ 010-88366060-8865
✉ zhangyong@cgws.com

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关报告

<<监管定调资本市场发展六大方向，引导市场预期>> 2020-01-20

<<政策利好+市场回暖增厚业绩，逆周期政策催化保险股配置价值>> 2019-09-08

<<政策红利释放、权益市场推动业绩修复，行业向上空间开启>> 2019-09-07

核心观点

- **要点 1：新版《健康险管理办法》在多方面制定了规范标准。**近期发布的《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知（征求意见稿）》对短期健康险产品的定价、销售、理赔、续保等环节作出明确规定，即不得随意停售在售的短期健康险产品，不得混淆短期健康险与长期健康险产品，保险公司要定期披露综合赔付率，定价不得随意约定或与经验实际出现较大偏差等。《征求意见稿》一定程度上可以抑制短期健康险的价格竞争，降低赔付风险，有利于行业长期健康发展。《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》定调回归保障本源，强调保险机构要高质量发展，发挥经济“减震器”和社会“稳定器”的作用，更好的为经济社会发展提供风险保障和长期稳定资金。

- **要点 2：新版《健康险管理办法》首次将医疗意外保险纳入健康保险范围，鼓励保险公司提供新型健康险产品。**继《健康险管理办法》之后，52 号文与《关于促进社会服务领域商业保险发展的指导意见》鼓励保险机构提供医疗、疾病、照护、生育等综合保障服务，鼓励保险机构提供覆盖群众生命周期、满足不同收入群体需要的健康保险产品。同时，《关于促进社会服务领域商业保险发展的指导意见》指出要完善健康保险产品和服务，将研究扩大税优健康保险产品范围。我们认为在监管政策的指引下，税优政策带来的实质性利好将促使健康险增速进一步维持高增长。

- **要点 3：新版《健康险管理办法》明确规定“医疗保险、疾病保险和医疗意外保险产品不得包含生存保险责任，护理保险只能以生活能力障碍引发护理需求作为赔付条件”，护理险设计成中短期存续产品的做法难以再施行。**此外，新版《健康险管理办法》规定长期险可进行费率调整，短期险严格按照审批或者备案的产品费率销售，一定程度上考验险企的定价能力。《关于落实<健康保险管理办法>做好产品过渡有关问题的通知》要求不符合《健康保险管理办法》的产品，2020 年 4 月 1 日前停止销售。《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知（征求意见稿）》进一步明确规定，条款和宣传不得含有“连续投保”“自动续保”“承诺续保”“终身限额”等词句、退保现价需按照未满期保费计算等，不符合要求的产品应于 2020 年 6 月 1 日前停止销售。《征求意见稿》进一步限制了短期健康险产品的销售，引导险企发展长期健康险产品。

  新版《健康险管理办法》第六章明确了险企提供健康管理服务的定价、服务内容等，将健康管理服务分摊成本由 12%提高至 20%；鼓励保险公司加强与医疗机构、健康管理机构、康复服务机构等合作；同时较 06 年版本删除了“在医疗机构场所内销售健康保险产品”。《关于促进社会服务领域商业保险发展的指导意见》明确提出支持商业保险机构参与医保服务

和医保控费，完善大病保险运行监管机制；探索健康险与国家医保信息平台对接；推动健康保险与健康管理融合发展等。险企与医疗机构、健康服务机构的合作将加强，医+保渠道将成为健康险销售的重要途径。健康险与国家医保信息平台对接、管理式医疗的探索实践将促使险企打造健康管理服务闭环，提高精算定价水平，合理控制费用，提升服务质量，促进健康险的高速发展。险企之间的竞争也会逐步从前端的产品定价、产品设计转移到后端的健康管理、健康服务方面。

- **要点 4：健康险有望超额完成。**2014 年《国务院关于加快发展保险服务业的若干意见》提出，到 2020 年，保险深度达到 5%，保险密度达到 3500 元/人。此次，《关于促进社会服务领域商业保险发展的指导意见》指出，力争到 2025 年，健康险市场规模超过 2 万亿，健康险发展迎来政策红利。截至 2019 年 11 月，健康险保费 6564 亿元，同比增速 29.75%。我们预计 2019 年健康险市场规模 8000 亿元，未来 6 年的健康险复合增速为 16.50%。当前健康险保费增速维持在 30%左右。虽然短期健康险增速下降，但是目前增速 29.75%远大于 16.5%，2 万亿元市场规模有望超额完成。

- **要点 5：保险行业加快开放，竞争将加剧。**2018 年 4 月以来，监管部门持续放松外资持股比例、股东资质等方面的限制。2019 年 5 月和 7 月监管部门先后共宣布 19 条金融市场对外开放措施，放宽外资限制。12 月进一步明确自 2020 年 1 月 1 日起，正式取消合资寿险公司的外资比例限制。友邦上海分公司已经开始筹备改建友邦全资寿险子公司的工作。保险市场对外开放有利于引进国外先进的管理经验、人才及产品。

- **要点 6：《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》积极发展多样化的商业养老年金保险、个人账户式商业养老保险。**完善个人税收递延型商业养老保险政策，支持养老保险第三支柱发展。拓宽商业养老保险资金运用范围，实现长期保值增值。力争到 2025 年，为参保人积累 6 万亿元养老保险责任准备金。探索满足 60 岁及以上老年人保险需求，研发价格适当、责任灵活、服务高效的老年人专属保险产品。优化老年人住房反向抵押养老保险支持政策。支持保险资金投资健康、养老等社会服务领域；促进养老服务产业发展。目前我国老龄人口（65 岁以上）占总人口比重已经超过 12%，且人口老龄化加重趋势明显。我国养老体系三大支柱分别为公共养老金（第一支柱）、职业养老金（第二支柱）、个人养老金（第三支柱）。公共养老金储备不足，职业养老金发展乏力，个人养老体系尚不成熟。《意见》鼓励开发老年人保险需求，支持多样化商业养老保险体系发展，有利于减轻养老体系压力，迎合了居民养老需求。

- **要点 7：疫情短期对保险业冲击，拐点可能在下半年出现。**开门红新单业务受冲击，影响一季度 NBV 增速。由于期缴及保障型产品结构是驱动公司 NBV 增速的重要因素，故代理人活动受限将直接影响行业新单增速和 NBV 达成，其中“开门红”销售不及预期的公司将承受较大压力。

  代理人展业和增员受限，营销模式由线下转线上。疫情期间部分地区延迟复工、居民活动量下降，将对寿险代理人展业及增员造成一定程度的冲击。赔付支出总体压力不大，险企偿付能力保持充足。而产险部分险种影响大，规模较小削弱整体影响。权益市场波动加剧下行，或将影响险资投资收益。

2003 年非典期间上证指数最大跌幅约 9%（2003 年 4 月 15 日至 6 月 30 日），截止 1 月 31 日香港恒生指数春节后的 3 个交易日累计下跌 6%。此次肺炎疫情导致的 A 股市场后续下跌的概率可能还是比较大，影响保险公司的投资收益，这将取决于疫情数据的改善及监管层的政策推进，按照目前专家的表述，可能会在未来的 10-15 天迎来高峰。

监管部门密集出台政策，金融措施支持疫情防控。长期有利于险种创新，树立行业正面形象。

- **投资建议：参照非典疫情，我们预计行业的拐点将出现在下半年。此次突发性的疫情事件及前期的相关政策出台，有望激发全民保险意识，将利好健康险发展。**

  我们看好行业的长期发展前景，综合考虑未来保险行业基本面的变化（如 NBV 增速放缓、派息率提升等），预计未来估值的驱动因素将与现在有所不同，除了传统的盈利能力指标之外，如 ROEV、NBV 增速、ROE 等，保险公司将有估值溢价，还需要具备具有下述特质。NBV 转化为利润和分红的路径更加清晰，NBV、利润/营运利润、分红增速的一致性高且较为稳定。投资者对于公司披露的 EV/NBV 认可的前提，我们认为应该是这些未来的收益可以最终转化为利润和分红。尤其是，公司必须需要向投资者明确说明：1）EV/NBV 转化为利润/营运利润的逻辑与路径；2）明确的分红政策，利润/营运利润如何演化为现金分红。

- **风险提示：中美贸易摩擦波动风险；宏观经济下行风险；股市系统性下跌风险；监管趋严风险；肺炎疫情加重风险；代理人增员压力及新单大幅不及预期风险。**

目录

1. 近期保险行业政策梳理及主要内容 6
2. 全面规范健康险发展，鼓励长期健康险 7
2.1 坚持保障属性，制定行业规范 7
2.2 丰富产品供给，扩大保障范围 8
2.3 “限短促长”，引导发展方向 8
2.4 推动健康管理与健康保险融合发展 8
2.5 五年新目标，健康险继续高速发展 9
3. 积极推进对外开放，鼓励险企“走出去” 9
3.1 取消持股比例限制，加速对外开放 9
3.2 双向开放，支持险企“走出去” 10
4. 支持养老保险第三支柱发展，支持康养领域投资 10
4.1 第一支柱仍显不足，比重结构尚需改善 10
4.2 加快顶层设计，预计政策将陆续落地 11
4.3 养老产业迎来政策风口 12
5. 疫情短期对保险业冲击，拐点可能在下半年 12
5.1 开门红新单业务受冲击，影响一季度 NBV 增速 12
5.2 代理人展业和增员受限，营销模式由线下转线上 13
5.3 赔付支出总体压力不大，险企偿付能力保持充足 14
5.4 产险部分险种影响大，规模较小削弱整体影响 15
5.5 权益市场波动加剧下行，或将影响险资投资收益 17
5.6 监管部门密集出台政策，金融措施支持疫情防控 18
5.7 长期有利于险种创新，树立行业正面形象 18
6. 投资建议 20
7. 风险提示 21

图表目录

图 1：健康险累计保费及增速 9
图 2：健康险单月保费及增速 9
图 3：我国养老保障“三支柱”体系 11
图 4：非典疫情期间寿险及分险种保费增速情况 单位：% 13
图 5：非典疫情期间分险种赔付金额情况 单位：亿元 14
图 6：非典疫情期间分险种赔付率情况 单位：% 14
图 6：2020 年春节前后全国发送旅客数量及同比增速 单位：万人/% 16
图 7：2019 年保险行业分险种占比情况 单位：% 16
图 9：保险板块估值图（上为 A 股，下为 H 股） 21

表 1：近期保险行业政策梳理及主要内容 6
表 2：保险行业对外开放步伐加速 10
表 3：六大上市险企综合偿付能力充足率 单位：% 15
表 4：新型冠状病毒疫情期间行业监管部门出台政策一览 18
表 5：主要险企针对新型冠状病毒疫情采取的保障举措 19

1. 近期保险行业政策梳理及主要内容

自 2019 年 11 月份以来，监管部门先后发布新版《健康险管理办法》、《关于明确取消合资寿险公司外资股比限制时点的通知》、《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》、《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知（征求意见稿）》等政策，内容主要集中在健康险、对外开放及养老保险三个方向。健康险方面，丰富健康险产品供给，鼓励长期健康险发展，规范短期健康险；对外开放方面，取消合资寿险公司外资持股比例限制，鼓励国内险企“走出去”；养老险方面，加快养老保险第三支柱制度改革，促进商业养老保险发展。

表 1：近期保险行业政策梳理及主要内容

时间	政策	发文单位	主要相关内容
2020/1/23	《关于促进社会服务领域商业保险发展的指导意见》	银保监会等 13 部门	（1）扩大商业健康保险供给；（2）提升商业保险机构参与医保服务质效；（3）加快发展商业长期护理保险；（4）促进健康服务业发展；（5）加快发展商业养老保险；（6）优化老年人住房反向抵押养老保险支持政策，促进养老服务产业发展，加快发展商业长期护理保险等
2020/1/13	国新办新闻发布会	-	（1）车险下一步改革内容及节奏；（2）加快养老第三支柱和粤港澳大湾区保险的发展
2020/1/11	银保监会工作会议	银保监会	（1）引导银行理财和信托业稳妥转型，建立完善养老保障第三支柱；（2）进一步扩大对外开放，加快已出台政策落地见效；（3）深入推进网络借贷专项整治，加大互联网保险规范力度；（4）大力发展绿色金融，推出一批有利于环境保护的金融产品，进一步提高环境污染责任强制保险覆盖面与渗透率等
2020/1/7	《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知（征求意见稿）》	银保监会	（1）对于含续保责任的产品，应当在保险条款中明确表述为“非保证续保”条款。保险期间届满，投保人需要重新向保险公司申请投保本产品，交纳保险费，并获得新的保险合同。保险公司不得在短期健康保险产品条款、宣传材料中使用“连续投保”“自动续保”“承诺续保”“终身限额”等易与长期健康保险混淆的词句；（2）在规范停售方面，保险公司不得随意停售在售的短期健康保险产品。保险公司主动停售保险产品的，应当至少在产品停售前 15 日披露相关信息；（3）通知印发前已经备案销售的短期健康保险产品，应于 2020 年 6 月 1 日前停止销售。
2020/1/4	《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	银保监会	（1）明确基本原则，其中四项为金融业既有的方针，突出第五项原则坚持科技赋能。转变发展方式，为银行保险机构创新发展提供有力支撑；（2）保险机构要回归风险保障本源，发挥经济“减震器”和社会“稳定器”作用，更好地为经济社会发展提供风险保障和长期稳定资金。支持发展相互保险、健康和养老保险等机构。推动构建新型保险中介市场体系。完善农业保险大灾风险分散机制，加快设立中国农业再保险公司。增强出口信用保险市场供给能力，推进再保险市场建设，扩大巨灾保险试点范围；（3）鼓励保险机构创新发展科技保险，推进首台（套）重大技术装备保险和新材料首批次应用保险补偿机制试点。支持保险资金、符合条件的资产管理产品投资面向科技企业的创业投资基金、股权投资基金等，拓宽科技企业融资渠道。
2019/12/21	鼓励保险公	银保监	（1）支持保险资金投资科创板上市公司股票。保险资金可通过新股配

时间	政策	发文单位	主要相关内容
	司增持优质上市公司股票	会	售、战略增发、场内交易等方式参与科创板股票投资，服务科技创新企业发展；（2）鼓励保险公司增持优质上市公司股票
2019/12/10	《关于规范两全保险产品有关问题的通知》	银保监会	有条件的放行 3-5 年期中短期存续产品
2019/12/6	《关于明确取消合资寿险公司外资股比限制时点的通知》	银保监会	自 2020 年 1 月 1 日起，正式取消经营人身保险业务的合资保险公司的外资比例限制，合资寿险公司的外资比例可达 100%。
2019/12/4	关于落实《健康保险管理办法》做好产品过渡有关问题的通知	银保监会	与《健康保险管理办法》不符的产品，应于 2020 年 4 月 1 日前停止销售
2019/11/22	《保险资产管理产品管理暂行办法（征求意见稿）》	银保监会	（1）保险资管产品不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务，不得承诺保本保收益，也不得在兑付困难时垫资兑付；（2）符合条件的保险资产管理机构可以开展债权投资计划、股权投资计划、组合类保险资产管理产品以及其他符合银保监会规定的保险资管产品业务等
2019/11/12	发布新修订的《健康保险管理办法》	银保监会	（1）在多方面制定了规范标准；（2）鼓励开发多样的健康保险产品；（3）明确长期医疗保险可以进行费率调整；（4）支持保险公司开展健康管理服务等

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

2. 全面规范健康险发展，鼓励长期健康险

2.1 坚持保障属性，制定行业规范

新版《健康险管理办法》在多方面制定了规范标准。首先在销售管理方面，较之前新增“不得拒绝销售备案产品（法定理由和另有约定除外），不得非法搜集/获取被保险人除家族遗传病史之外的遗传信息、基因检测资料，并以此作为核保材料”，有效规范了销售过程。其次，《健康险管理办法》规定“除健康保险公司外，保险公司经营健康保险业务应当成立专门健康保险事业部”，健康险需要单独核算，同时需要建立健康险精算、核保、信息披露等制度，标志着人身险公司实际运行中需要将人身险划分为寿险与健康险经营，也标志着险企将向专业化方向发展，一定程度上会加大中小型保险公司的经营成本。同时，新版《健康保险管理办法》着重统一财产险和人身险公司健康保险的监管制度，经营规则和准备金评估标准，有效地避免了监管标准不统一的情况。

近期发布的《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知（征求意见稿）》对短期健康险产品的定价、销售、理赔、续保等环节作出明确规定，即不得随意停售在售的短期健康

险产品，不得混淆短期健康险与长期健康险产品，保险公司要定期披露综合赔付率，定价不得随意约定或与经验实际出现较大偏差等。《征求意见稿》一定程度上可以抑制短期健康险的价格竞争，降低赔付风险，有利于行业长期健康发展。

《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》定调回归保障本源，强调保险机构要高质量发展，发挥经济“减震器”和社会“稳定器”的作用，更好的为经济社会发展提供风险保障和长期稳定资金。

2.2 丰富产品供给，扩大保障范围

新版《健康险管理办法》首次将医疗意外保险纳入健康保险范围，鼓励保险公司提供新型健康险产品。继《健康险管理办法》之后，52 号文与《关于促进社会服务领域商业保险发展的指导意见》鼓励保险机构提供医疗、疾病、照护、生育等综合保障服务，鼓励保险机构提供覆盖群众生命周期、满足不同收入群体需要的健康保险产品。同时，《关于促进社会服务领域商业保险发展的指导意见》指出要扩大商业健康保险供给，将研究扩大税优健康保险产品范围，鼓励商业保险机构适应消费者需求，提供包括医疗、疾病、康复、照护、生育等多领域的综合性健康保险产品和服务。我们认为在监管政策的指引下，税优政策带来的实质性利好将促使健康险增速进一步维持高增长。

2.3 “限短促长”，引导发展方向

新版《健康险管理办法》明确规定“医疗保险、疾病保险和医疗意外保险产品不得包含生存保险责任，护理保险只能以生活能力障碍引发护理需求作为赔付条件”，护理险设计成中短期存续产品的做法难以再施行。此外，新版《健康险管理办法》规定长期险可进行费率调整，短期险严格按照审批或者备案的产品费率销售，一定程度上考验险企的定价能力。《关于落实<健康保险管理办法>做好产品过渡有关问题的通知》要求不符合《健康保险管理办法》的产品，2020 年 4 月 1 日前停止销售。《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知（征求意见稿）》进一步明确规定，条款和宣传不得含有“连续投保”“自动续保”“承诺续保”“终身限额”等词句、退保现价需按照未满期保费计算等，不符合要求的产品应于 2020 年 6 月 1 日前停止销售。《征求意见稿》进一步限制了短期健康险产品的销售，引导险企发展长期健康险产品。

2.4 推动健康管理与健康保险融合发展

新版《健康险管理办法》第六章明确了险企提供健康管理服务的定价、服务内容等，将健康管理服务分摊成本由 12%提高至 20%；鼓励保险公司加强与医疗机构、健康管理机构、康复服务机构等合作；同时较 06 年版本删除了“在医疗机构场所内销售健康保险产品”。《关于促进社会服务领域商业保险发展的指导意见》明确提出支持商业保险机构参与医保服务和医保控费，完善大病保险运行监管机制；探索健康险与国家医保信息平台对接；提高健康管理费用在健康保险保费中的列支比例，允许商业保险机构有序投资设立中西医等医疗机构和康服务机构，推动健康保险与健康管理融合发展等。

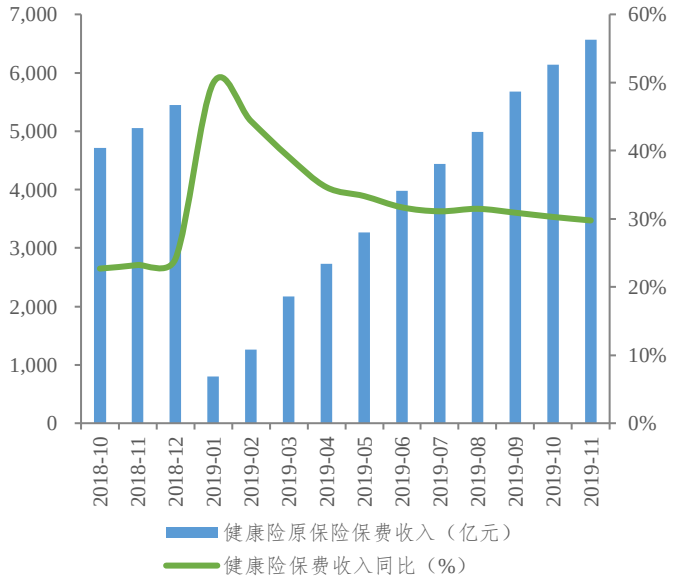
从“允许险企在医疗场所内展业”到“允许险企开设医疗机构、健康服务机构”，监管政策进一步放宽。险企与医疗机构、健康服务机构的合作将加强，医+保渠道将成为健康险销售的重要途径。与国家医保信息平台对接、管理式医疗的探索实践将促使险企打造健康管理服务闭环，提高精算定价水平，合理控制费用，提升服务质量，促进健康险的

高速发展。险企之间的竞争也会逐步从前端的产品定价、产品设计转移到后端的健康管理、健康服务方面。

2.5 五年新目标，健康险继续高速发展

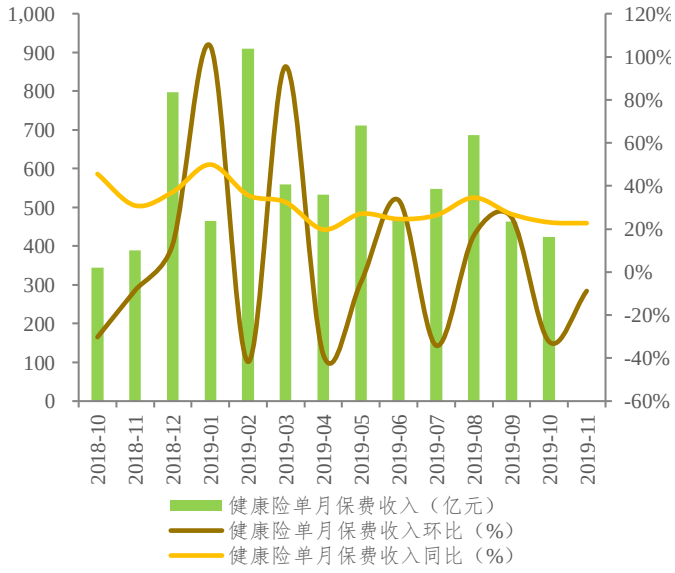
2014 年《国务院关于加快发展保险服务业的若干意见》提出，到 2020 年，保险深度达到 5%，保险密度达到 3500 元/人。截至 2019 年末，保险深度基本达到预定目标。此次，《关于促进社会服务领域商业保险发展的指导意见》指出，力争到 2025 年，健康险市场规模超过 2 万亿，健康险发展迎来政策红利。截至 2019 年 11 月，健康险保费 6564 亿元，同比增速 29.75%。我们预计 2019 年健康险市场规模 8000 亿元，未来 6 年的健康险复合增速为 16.50%。当前健康险保费增速维持在 30%左右。虽然短期健康险增速下降，但是目前增速 29.75%远大于 16.5%，2 万亿元市场规模有望超额完成。

图 1：健康险累计保费及增速



资料来源：wind，长城证券研究所

图 2：健康险单月保费及增速



资料来源：wind，长城证券研究所

3. 积极推进对外开放，鼓励险企“走出去”

3.1 取消持股比例限制，加速对外开放

2018 年 4 月以来，监管部门持续放松外资持股比例、股东资质等方面的限制。2019 年 5 月和 7 月监管部门先后共宣布 19 条金融市场对外开放措施，放宽外资限制。12 月进一步明确自 2020 年 1 月 1 日起，正式取消合资寿险公司的外资比例限制。友邦上海分公司已经开始筹备改建友邦全资寿险子公司的工作。保险市场对外开放有利于引进国外先进的管理经验、人才及产品。

表 2：保险行业对外开放步伐加速

时间	发文单位	文件名称	对外开放内容
2020 年 1 月	银保监会工作会议	银保监会	（1）进一步扩大对外开放，加快已出台政策落地见效；（2）深入推进网络借贷专项整治，加大互联网保险规范力度
2020 年 1 月	银保监会	《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	（1）深化银行业和保险业对外开放，放宽外资银行保险机构市场准入条件和业务范围，积极推动外资保险机构发展；（2）引进先进国际专业机构；（3）支持银行保险机构“走出去”。
2020 年 1 月	银保监会等	《关于促进社会服务领域商业保险发展的指导意见》	加快推进保险市场对外开放，完善配套政策，优化市场格局，促进保险业公平竞争、健康发展。
2019 年 12 月	银保监会	《关于明确取消合资寿险公司外资股比限制时点的通知》	自 2020 年 1 月 1 日起，正式取消经营人身保险业务的合资保险公司（以下简称合资寿险公司）的外资比例限制，合资寿险公司的外资比例可达 100%。
2019 年 7 月	银保监会新闻发言人	7 项对外开放新政策	（1）允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司；（2）允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司；（3）缩短外资人身险公司外资股比限制从 51%提高至 100%的过渡期至 2020 年；（4）放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求
2019 年 5 月	银保监会主席	12 条对外开放新措施	（1）允许境外金融机构入股在华外资保险公司；（2）取消外国保险经纪公司在华经营保险经纪业务需满足 30 年经营年限、总资产不少于 2 亿美元的要求；（3）允许外国保险集团公司投资设立保险类机构；（4）允许境内外资保险集团公司参照中资保险集团公司资质要求发起设立保险类机构。

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

3.2 双向开放，支持险企“走出去”

52 号文提出支持符合条件的银行保险机构在境外中资企业集中地有序发展，围绕“一带一路”倡议，提升金融服务水平和国际竞争力。“一带一路”建设以来，保险机构在风险保障、融资等方面发挥了重要作用。同时，货运险、船舶险、车辆险、出口信用保险等业务机会也增厚了险企的业绩，险企的国际化进程加速。

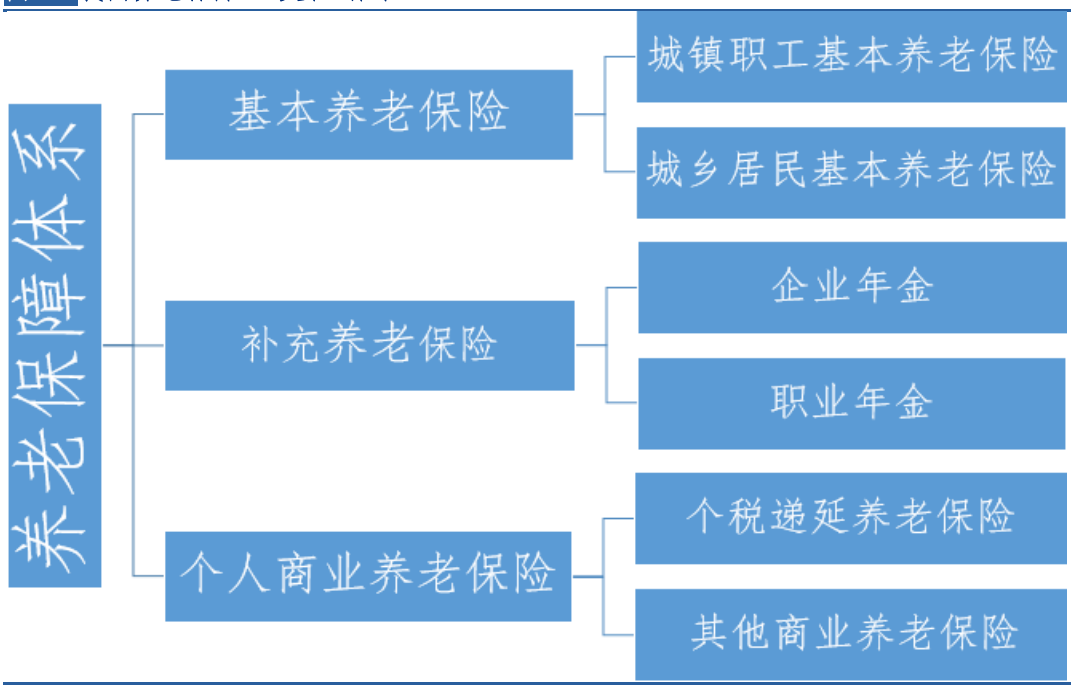
4. 支持养老保险第三支柱发展，支持康养领域投资

4.1 第一支柱仍显不足，比重结构尚需改善

截至 2019 年末，我国 60 周岁及以上人口 25388 万人，占总人口的 18.1%，其中 65 周岁及以上人口 17603 万人，占总人口的 12.6%，人口老龄化趋势明显。中国养老体系三大支

柱分别为公共养老金（第一支柱）、职业养老金（第二支柱）、个人养老金（第三支柱）。公共养老金作为第一支柱，覆盖人口超过 9 亿，截至 2019 年末，规模已经超过 6 万亿元，但是仍显不足。职业养老金规模约 2 万亿元，发展乏力。个人养老制度仅在部分地区实行，规模较小，制度尚不成熟。从三支柱结构来看，第一支柱比重高，达到 60 以上。2018 年，体系中，第一支柱、第二支柱、第三支柱比重分别为约为 10%、55%、30%。相对于美国的养老保障三支柱结构，我国养老保障二三支柱还有很大发展空间。

图 3：我国养老保障“三支柱”体系



资料来源：公开资料整理，城证券研究所

4.2 加快顶层设计，预计政策将陆续落地

《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》（以下简称《意见》），指出积极发展多样化的商业养老年金保险、个人账户式商业养老保险。完善个人税收递延型商业养老保险政策，加快发展商业长期护理保险，支持养老保险第三支柱发展。拓宽商业养老保险资金运用范围，实现长期保值增值。力争到 2025 年，为参保人积累 6 万亿元养老保险责任准备金。探索满足 60 岁及以上老年人保险需求，研发价格适当、责任灵活、服务高效的老年人专属保险产品。优化老年人住房反向抵押养老保险支持政策。支持保险资金投资健康、养老等社会服务领域；促进养老服务产业发展。银保监会副主席黄洪在国新办发布会上强调加快第三支柱的顶层设计，将把第三支柱的改革纳入国家重大改革内容，并把第三支柱的发展作为国家战略纳入到“十四五”规划之中。同时，要加强政策支持力度，加大对第三支柱特别是个人养老金的一些宣传，要建立个人养老金制度。预计后续将有更多个人养老保险政策落地。

《意见》及监管层近期讲话鼓励开发老年人保险需求，支持多样化商业养老保险体系发展，有利于减轻养老体系压力，预计后续将有更多利好个人养老保险产品的政策落地，养老金管理市场也将迎来新一轮扩容和政策宽松。个人养老保险市场空间广阔，预计养老保险产品将陆续推出，养老保险市场成为险企角逐的重点领域。

此外，《意见》鼓励商业保险机构在风险可控前提下，适度提高定期寿险产品定价利率。我们认为险企产品定价受政策影响较大，定价利率提高将促使产品价值率提升，也可以在一定程度上缓解竞争局面。

4.3 养老产业迎来政策风口

《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》明确指出促进健康服务业及养老服务产业发展。支持保险资金进一步加大养老产业投资力度；鼓励保险资金与其他社会资本合作设立具备医养结合服务功能的养老机构；商业保险机构投资设立养老、护理等服务机构，按规定享受相关税费优惠政策。符合条件的养老机构举办及内设的医疗机构，按规定纳入医保定点范围，加强绩效考核，优化经办服务。我们认为《意见》给予税收优惠政策、纳入医保定点范围及优化经办服务等释放出实质性利好。随着后续政策落地，养老产业将迎来发展风口。

5. 疫情短期对保险业冲击，拐点可能在下半年

截至 2020 年 2 月 2 日 0 时，全国新型冠状病毒肺炎新增确诊 2590 人，新增疑似病例 4562 人，累计确诊 14380 人，累计疑似病例 19544 人，死亡 304 人，治愈 328 人。其中疫情重灾区武汉新增确诊 894 人，累计确诊 4109 人。全国及武汉自 1 月 27 日以来新增确诊和新增疑似病例增速有所缓和，湖北（非武汉）地区新增病例反弹，武汉及湖北地区死亡率自 1 月 26 日峰值 9.03%和 5.35%以来出现下行拐点，其余地区死亡率较低且稳定。2 月 1 日首次出现治愈出院人数超死亡人数。

回顾 2003 年非典型性肺炎 SARS 疫情，及其对保险行业影响情况。SARS 首发于 2002 年 11 月 16 日广东河源，自 2003 年 2 月开始向全国及其他国家和地区蔓延，同年 3、4 月份北京疫情加剧，4 月 17 日全国加大防治工作，5 月疫情缓解，8 月卫生部宣布非典零病例，历时 9 个月。中国内地总发病数 5327 例，死亡 349 例，病死率 6.6%。

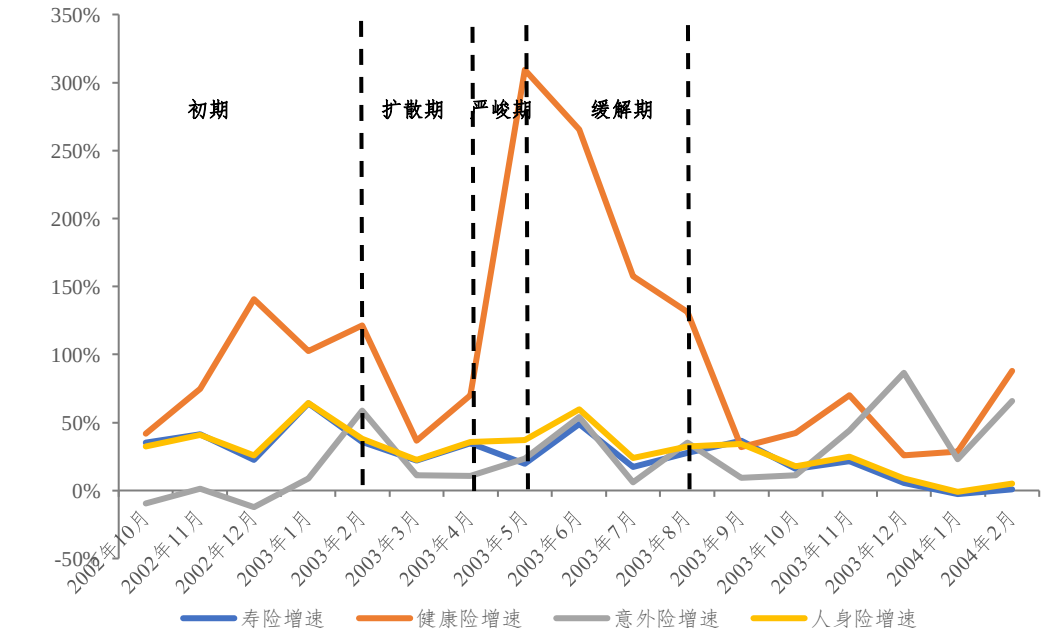
与 SARS 相比，此次新型冠状病毒疫情呈现如下特点：1）病毒传染性不低于 SARS，重症和死亡率相对较低，目前确诊及死亡总人数有所上升；2）据专家表示全国疫情仍处于上升期，但判断不会全国大爆发，应该是局部爆发；3）疫情防控加大工作力度，强化处置措施；4）存在异变可能和进一步扩散风险。疫情对一季度经济运行产生负面影响，保险业从短期看保费收入增速或有下滑，寿险代理人展业受阻，财产险航意险、货运险冲击最大，总体赔付支出有所增长但影响有限。中期一定程度促进健康险增长；长期保险行业整体影响可控。

5.1 开门红新单业务受冲击，影响一季度 NBV 增速

非典疫情期间我们可以根据疫情控制和市场波动情况将其分为四个阶段，寿险保费增速在疫情初期、扩散期和严峻期（2002 年 11 月至 2003 年 5 月）波动下滑，月度同比增速由 1 月的 64.1%降低至 5 月的 19.8%。疫情缓解期，寿险保费增速逐渐恢复，长期看对行业保费的负面影响不大。分险种看，意外险和人身险均显示在疫情扩散期和严峻期当月保费增速减弱，健康险逆势增长，反映出疫情爆发后消费者保险意识增强，潜在购买需求转化为大量购买行为。

新型冠状病毒疫情尚处于初期及扩散期，预计 1 月月度保费增速同比下滑 1-2pct，随着疫情严峻期的临近，增速将持续下降但整体影响可控。大部分寿险公司已于 2019 年末完成“开门红”产品的销售，春节后将进入长缴年金及保障型产品销售阶段。疫情影响下，代理人获客方式发生变化，陌拜模式受阻，互联网渠道一定程度缓和疫情造成的负面影响，短期内对出单造成压力。由于期缴及保障型产品结构是驱动公司 NBV 增速的重要因素，故代理人活动受限将直接影响行业新单增速和 NBV 达成，其中“开门红”销售不及预期的公司将承受较大压力。

图 4：非典疫情期间寿险及分险种保费增速情况　单位：%



资料来源：wind，长城证券研究所

5.2 代理人展业和增员受限，营销模式由线下转线上

疫情期间部分地区延迟复工、居民活动量下降，将对寿险代理人展业及增员造成一定程度的冲击。一方面基于安全考虑，代理人减少甚至取消面对面接触新客户，公司大型促销活动也将延迟或取消，一系列举措均会影响保险产品销售，特别是大单业务的达成；另一方面，后续代理人增员、培训等环节仍将需要线下场景，短期内负面影响不容忽视。非典期间政府为减少疫情传染取消人才市场，保监会 4 月份暂停代理人资格考试，使代理人队伍增员提质受阻。这次疫情针对预期出现的展业及增员困难，险企有必要及时调整考勤、佣金、考核及留存标准等指标，集中考验企业危机管理能力和调整成本。

同时，得益于互联网技术的进步，预期此次疫情对代理人的影响将小于非典时期，销售模式将实现由线下到线上的迁移，龙头险企通过科技赋能减缓负面冲击。截至 2018 年我国已有 100 余家保险公司开展互联网保险业务，且当前互联网保险渗透率为 5%左右，具有较大的提升空间。销售方面可以通过展业工具 App 实现短期险和部分产品的线上投保，增员方面包括使用视频会议、视频面试、线上培训等方式替代线下活动。龙头险企重视保险+科技应用，平安通过 AI 技术控制人员入口，人保运用科技助力大个险营销，太保使用智能化工具（AI 保单管家、掌上大师等）加强销售与服务支持。

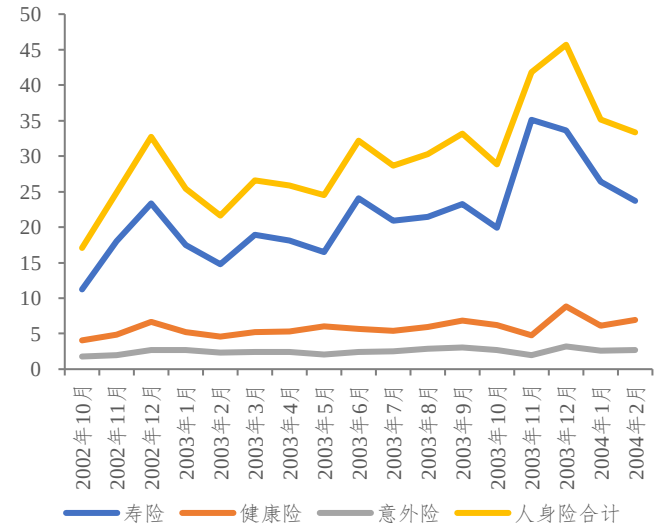
5.3 赔付支出总体压力不大，险企偿付能力保持充足

回顾非典疫情时期保险行业赔付支出及赔付率波动情况，总体压力有限。短期内赔付金额小幅波动上涨，赔付率稳定且维持较低水平，其中意外险及健康险赔付率在疫情扩散期和严峻期还出现短期下降，或归因于保费收入的逆势增长。

此次新型冠状病毒疫情对保险理赔的影响，涉及的主要险种包括重疾险、寿险和医疗险等险种。其中重疾险只赔付保险合同中约定的疾病，并且要触发相应的赔付条件才可以。寿险公司并未将此次新型冠状病毒引发的肺炎归类为重疾范畴（具体参考保险公司赔付条款），因而对重疾险赔付不造成影响；寿险赔付需要达到身故或者全残等标准，目前来看这次疫情死亡率较低，因死亡病例造成赔付的数量有限；医疗险赔付受此次疫情影响较大，目前市面上的报销型医疗险类产品对此病症均可赔付。但由于国家三部委已发文明确患者医疗费用由医保和财政补助兜底，险企赔付支出总体压力不大。

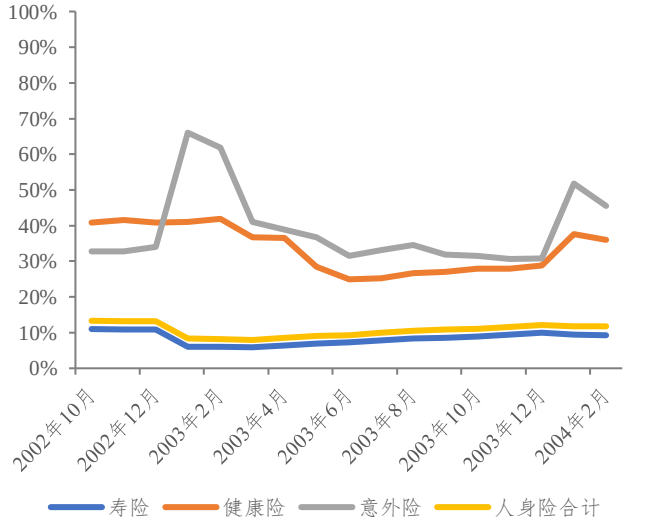
此外，上市险企综合偿付能力充足率自“偿二代”改革后一直保持较高水平，2019 年上半年太保、人保、新华和人寿综合偿付能力充足率均达到 250%以上，为行业防范风险提供充足保障。

图 5：非典疫情期间分险种赔付金额情况　　单位：亿元



资料来源：wind，长城证券研究所

图 6：非典疫情期间分险种赔付率情况　　单位：%



资料来源：wind，长城证券研究所

表 3：六大上市险企综合偿付能力充足率　　单位：%

	中国平安	中国太保	中国人保	新华保险	中国人寿	中国太平
2015/6/30	197.4	295	177	245.75	309.21	
2015/12/31	195.4	280	157	227.43	359.02	271
2016/6/30	210.4	291	282	281.83	329.09	250
2016/12/31	210	294	284	281.3	297.16	251
2017/6/30	211.1	297	296	293.31	279.9	244
2017/12/31	214.9	284	299	281.67	277.65	246
2018/6/30	217.3	292	320	271.55	262.25	235
2018/12/31	216.4	301	309	274.51	250.56	224
2019/6/30	223.9	296	309	289.52	269.09	232

资料来源：wind，长城证券研究所

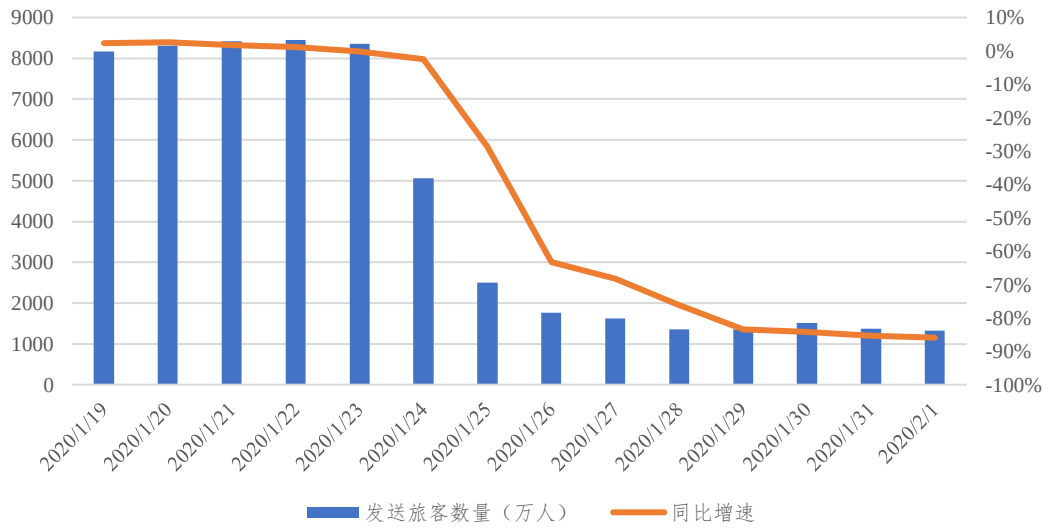
5.4　产险部分险种影响大，规模较小削弱整体影响

产险业务中意外险和货运险受疫情影响最大。回顾非典疫情期间，疫情扩张期和严峻期意外险（航空意外险）销售情况呈逐月下降趋势；货运流量较同期大幅缩减，以流动货物为风险标的的货物运输保险的业务量随之下降。据相关数据显示，以深圳市为例，2003 年 4 月份航意险保费收入较上年同期下降 18.18%，货运险承保金额由 339.52 亿元降到 137.9 亿元，降幅达 60%，保费收入从 908.54 万元降到 705.76 万元，降幅为 22.3%。

此次疫情正值春节，旅客返程及外出旅游人次较大。但由于疫情管控，极大地影响了旅客出行及返程计划，当前各大航空公司、旅行平台、铁路集团相继发布公告为旅客免费办理退票，使出行人次骤减。截至 2020 年 2 月 1 日，全国发送旅客数量单日不足 1500 万人次，远低于去年同期水平，增速自春节过后一直呈负增长，并骤降至-85.9%。包括火车、航空、陆运、水运在内的运输人次下降，也将相应地影响火车意外险、航空意外险及货运险的保费收入。

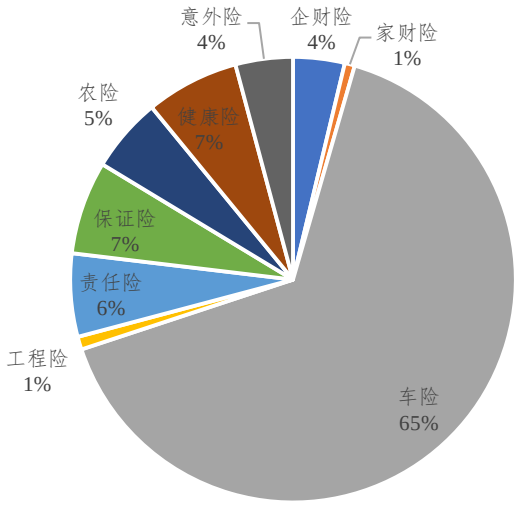
但从保费规模角度来看，意外险和货运险保费占比较小，2019 年财险行业保费收入中意外险占比仅 4%。因此整体而言，规模占比较小险种的负面影响对行业整体影响有限。

图 7：2020 年春节前后全国发送旅客数量及同比增速　　单位：万人/%



资料来源：wind，长城证券研究所

图 8：2019 年保险行业分险种占比情况　　单位：%



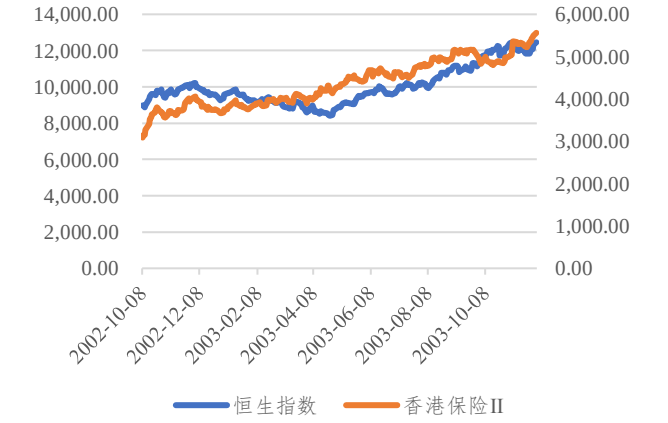
资料来源：银保监会官网，长城证券研究所

5.5 权益市场波动加剧下行，或将影响险资投资收益

2003 年非典期间上证指数最大跌幅约 9%（2003 年 4 月 15 日至 6 月 30 日），截止 1 月 31 日香港恒生指数春节后的 3 个交易日累计下跌 6%。此次肺炎疫情导致的 A 股市场后续下跌的概率可能还是比较大，影响保险公司的投资收益，这将取决于疫情数据的改善及监管层的政策推进，按照目前专家的表述，可能会在未来的 10-15 天迎来高峰。

港股春节后开市受挫，恒生指数一周下跌 5.9%。香港保险板块普遍跑输大盘，截至 2020 年 1 月 31 日收盘，中国平安、中国财险、新华保险、中国人寿、中国太保和中国太平分别较春节前大幅下跌。

图 8：非典疫情期间恒生指数及香港保险指数



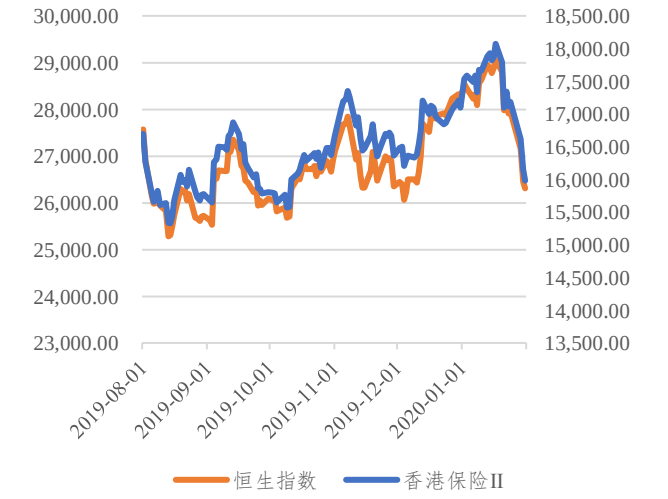
资料来源：wind，长城证券研究所

图 9：非典疫情期间上证综合指数变化



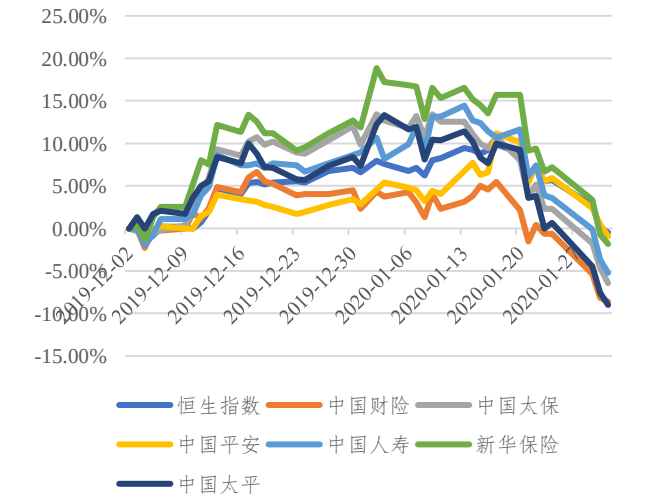
资料来源：wind，长城证券研究所

图 10：新型冠状病毒疫情期间恒生指数及香港保险指数



资料来源：wind，长城证券研究所

图 11：新型冠状病毒疫情期间恒生指数及个股走势



资料来源：wind，长城证券研究所

5.6 监管部门密集出台政策，金融措施支持疫情防控

为更好发挥金融对疫情防控工作和实体经济的支持作用，人民银行、财政部、银保监会、证监会、外汇局等五部门近期密集出台文件，通过引导金融机构加大对疫情防控领域，加大受疫情影响较大地区、行业和企业，以及社会和民生领域的信贷支持力度。

表 4：新型冠状病毒疫情期间行业监管部门出台政策一览

时间	发文单位	文件名称	主要内容
2020/1/26	银保监会	《关于加强银行业保险业金融服务 配合做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》	（1）全力协助有关部门和地方政府做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控；（2）各银行保险机构合理安排营业网点及时间，保障金融服务顺畅；（3）进一步加大对疫区的支持，减免手续费，简化业务流程，开辟快速通道；（4）强化疫情防控金融支持，积极满足合理融资需求；（5）做好受困企业金融服务，通过相关措施，提升受疫情影响严重地区的金融供给能力。
2020/1/29	银保监会	《关于动员系统各级党组织和党员干部积极投身新型冠状病毒感染肺炎疫情防控阻击战的通知》	激励系统内广大党员担当作为，要求（1）各级党组织提高政治站位，坚决扛起疫情防控的政治责任；（2）强化监管引领，指导银行保险机构全力配合做好金融服务；（3）抓住“关键少数”，发挥领导干部示范带动作用；（4）突出政治功能，发挥基层党组织战斗堡垒作用；（5）践行初心使命，发挥共产党员先锋模范作用。
2020/2/1	人民银行、财政部、银保监会、证监会、外汇局等部门	《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》	进一步强化金融对疫情防控工作的支持，重点包括：（1）保持流动性合理充裕，加大货币信贷支持力度；（2）合理调度金融资源，保障人民群众日常金融服务；（3）保障金融基础设施安全，维护金融市场平稳有序运行；（4）建立“绿色通道”，切实提高外汇及跨境人民币业务办理效率；（5）加强金融系统党的领导，为打赢疫情防控阻击战提供坚强政治保证。
2020/2/1	中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局	《关于做好春节假期后金融服务工作的通知》	（1）各类金融机构及金融基础设施相关机构，自 2020 年 2 月 3 日起正常上班；（2）实行弹性工作制，灵活调整作息时间。尽可能减少人员聚集；同时要切实做好员工疫情防控；（3）各单位员工正在湖北地区的，要严格遵守湖北地区当地政府就疫情防控*资料来源：采取的措施，不得擅自离开；（4）对湖*北地区金融管理部门和金融机构，可按照地方省级政府统一要求，延长假期，但延长期间，应当按照国家金融管理部门要求，

资料来源：公开信息整理，长城证券研究所

5.7 长期有利于险种创新，树立行业正面形象

回顾非典疫情结束后对行业的影响。以香港为例， SARS 过后香港寿险业迅速恢复。2003Q3 和 Q4 单季度个人业务年化新单保费的增速达到 22.3%和 27.8%，使得 2003 年全年新单同比增速达到 18.2%，高于 2002 年同期的 10.96%。我们认为，一方面疫情的蔓延唤起了大众的保险意识，配合媒体宣传教育的助力，极大地激发了全民对长期包括意外、医疗、重疾、定寿及终身寿险的需求。另一反面疫情的出现也倒逼险企不断创新适应市

场变化的保险产品，增加针对“非典”肺炎病情的相关条款。保险服务方面采取缩短疾病等待期和免责期、简化理赔手续等服务措施，有力促进保险行业的长期发展。

此外，在此次新型冠状病毒疫情发生后，保险公司积极履行企业社会责任，捐款捐物，推出具有针对性的保险保障产品，设立赔付绿色通道，取消诸多限制条件，通过大量参与相关公益，树立了行业的正面形象，将推动保险公司及行业的长期发展。

表 5：主要险企针对新型冠状病毒疫情采取的保障举措

公司	保障举措	保障条款
国寿	1.向涉及武汉市 18 万名抗击新冠肺炎疫情的本地医护人员和外地支援医护人员捐赠保险保障，每人保障额度为 50 万元。 2.向武汉抗击疫情一线数十万公务员和武警官兵捐赠保险保障，每人保障额度为 100 万元。	取消纸质版理赔申请资料，取消定点医院限制，取消等待期限制，取消药品及诊疗项目限制，取消免赔额。
平安	1.为全国 800 万疾控和医护人员无偿提供专属风险保障，人均保额 50 万元。 2.联合相关机构共同发起"抗击疫情一线媒体人保障计划",为在湖北一线采访的媒体工作者提供人身意外保障和因公染病定向补助，人均保障额度 50 万元，总保额超 10 亿元	推出"五大关怀"举措，包括取消药品限制、取消诊疗项目限制、取消定点医院限制、取消等待期限制、取消免赔额。
太保	1.为湖北抗疫第一线的 50 万医护人员、上海 25 万医护人员及其家属和云南疫情防控 40 万医务人员提供每人 20 万元的专属保险，总保额逾千亿元。 2.为雷神山医院和火神山医院项目近 6000 名参与建设的工作人员免费提供专属风险保障，人均保额为 60 万元，总保额数十亿元，覆盖因意外伤害及疾病导致的身故、伤残等保险责任。	1.产险理赔：取消定点医院限制，取消非医保自费费用限制。 2.寿险理赔：凡购买公司医疗险产品的客户，确诊新型冠状病毒肺炎的，公司做出“五项取消限制”承诺（取消医院等级限制、取消等待期限制、取消 “特定传染病”等免责事项、取消医保范围限制、取消医疗险免赔额、免赔天数、免赔比例）
人保	1.向武汉市医护人员提供 30 万元保额的保险保障。 2.向武汉市所有参与抗击肺炎疫情的疾控和医务人员及其家属捐赠保险，人均保险额度 50 万元，赔付总限额 2000 万元。	取消条款等待期限制；取消“特定传染病”免责限制；取消费用补偿型医疗保险免赔额的限制；取消医疗险案件就诊医院限制；取消药品类别、自费用药等限制。对于治疗中的重症患者可进行预付赔款或垫付医疗费服务。因新型冠状病毒肺炎引起的重疾、医疗或者疾病身故，取消条款等待期限制。
新华	向在武汉地区抗击疫情的近 20 万名医护人员每人赠送 30 万元保额的保险保障，总风险保额约 600 亿元。	取消医院限制
阳光	向武汉一线抗击疫情的医护人员、全国医疗驰援人员及家属捐赠每人 50 万元保险，承担疫情身故和全残责任。	1.财险：取消理赔医院限制 2.寿险：取消医疗险定点医院限制、取消自付自费药品及诊疗项目限制
泰康	1.向抗战在武汉、天津、深圳等地的 300 多位一线病毒检验人员赠送了为期一年的新型冠状病毒肺炎特定疾病保险。 2.对奋斗在武汉市抗击新型冠状病毒前线的十万余医护人员捐赠每人 20 万元保额的保险	明确因感染新型冠状病毒引起的肺炎属于医疗险的赔付范围
太平	E 家安康保险产品	取消免赔额、取消等待期、取消赔付比例限制、取消医院限制、取消单次住院天数限制、取消用药限制、简化理赔手续；提供住院垫付服务；7*24 小时理赔服务热线。

资料来源：公开信息整理，长城证券研究所

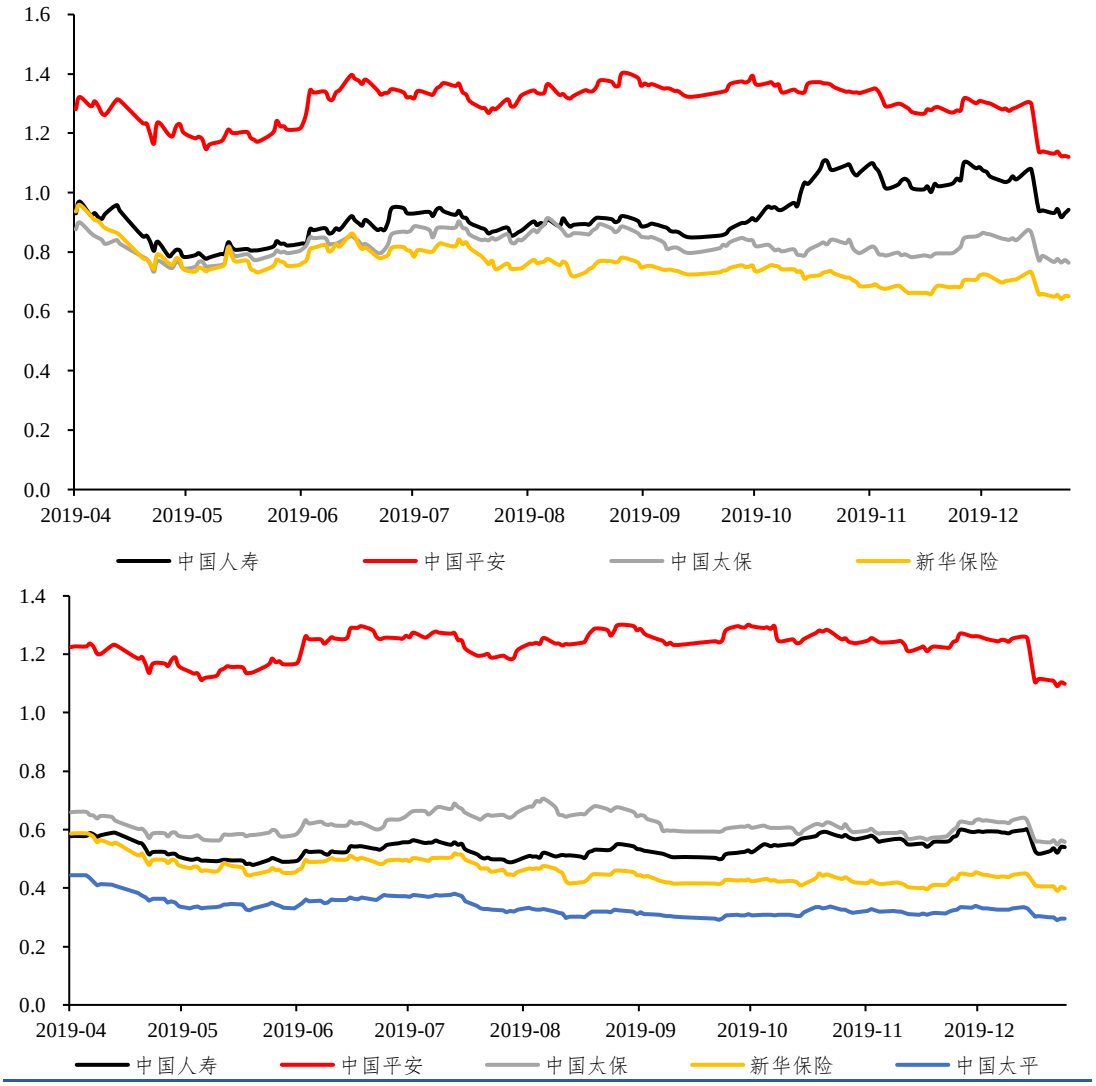
6. 投资建议

参照非典疫情，我们预计行业的拐点将出现在下半年。此次突发性的疫情事件及前期的相关政策出台，有望激发全民保险意识，将利好健康险的长期发展。我们看好行业的长期发展前景，综合考虑未来保险行业基本面的变化（如 NBV 增速放缓、派息率提升等），预计未来估值的驱动因素将与现在有所不同，除了传统的盈利能力指标之外，如 ROEV、NBV 增速、ROE 等，保险公司将有估值溢价，还需要具备具有下述特质。NBV 转化为利润和分红的路径更加清晰，NBV、利润/营运利润、分红增速的一致性高且较为稳定。投资者对于公司披露的 EV/NBV 认可的前提，我们认为应该是这些未来的收益可以最终转化为利润和分红。尤其是，公司必须需要向投资者明确说明：1）EV/NBV 转化为利润/营运利润的逻辑与路径；2）明确的分红政策，利润/营运利润如何演化为现金分红。

而友邦除了高质量发展外，如产品业务结构及产品质量，更为重要是的阐述了自上市以来的逻辑关系，估值水平持续大幅领先所有中国保险公司；而中国平安在 2017 年开始对上述逻辑关系进行了必要的明确指引，其估值水平开始大幅跑赢其他中国公司。需要注意的是，若 NBV、利润/营运利润、分红增速不一致或稳定性低，则投资者会质疑逻辑关系，用脚投票而估值折价。如中国人寿 2019 年之前的 NBV 增长、EV 增长与利润变化有明显背离，市场质疑 EV 等稳健性，压制估值。此外，资产负债久期较小、分红高等也是重要特征。

我们重点推荐中国人寿（2019 年归母净利润较 2018 年度预计增加约 455.80-478.59 亿元，同比增速约为 400%-420%；扣非净利润同比增速约为 350%-370%；公司坚定推进“鼎新工程”，对投资部进行市场化改革，持续加强资产负债管理，预计 2020 业务会比 2019 要优化，自有流通市值小；但预计 2020 年总体涨幅相对有限）；重点推荐中国太保（全面推进转型 2.0，聚焦价值、聚焦队伍、聚焦赋能，下半年推出的主力核心产品，新业务价值率相对较高，一定程度上弥补了新业务价值增长的缺口；拟 GDR 发行优化公司股权结构，提升国际知名度，预计 2019 年净利润约 270 亿-288 亿元，同比增长 50%-60%）；推荐关注中国平安（产品策略调整、销售队伍调整等转型需要时间；三季度人力下降，但人均产能提升，以产能为导向的方略已经取得一定效果，四季度业绩值得期待；2019 前三季度 NBV 增速 4.5%，新业务价值率 48.1%，居行业前列）；中国人保（公司坚定推进“3411”工程人保财险实现保费收入 3318 亿元，同比增长 13%，优于行业增速；产险结构优化，非车险比重提高；寿险坚定做大个险期缴业务，新业务价值快速增长）；推荐关注新华保险（公司三季度提取保险责任准备金净额大幅增长拖累业绩增速；代理人数量屡创新高。截至 2019 年 10 月底，公司代理人数量约 46 万人，创历史新高，代理人产能提高尚需时间。预计 2019 年净利润增加 63.38 亿元，同比增长约 80%。2020 年需要关注在新管理层下的公司转型进程）；港股建议关注中国太平经营层面发生的变化，人民币口径下 NBV 同比-9.5%（港币口径 NBV-13.3%、EV+12.6%），NBV margin26.4%。

图 9：保险板块估值图（上为 A 股，下为 H 股）



资料来源：wind，长城证券研究所，数据截至 2020 年 1 月 10 日

7. 风险提示

中美贸易摩擦波动风险；宏观经济下行风险；股市系统性下跌风险；监管趋严风险；肺炎疫情加重风险；代理人增员压力及新单大幅不及预期风险。

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126　传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES