

证券研究报告—深度报告

保险

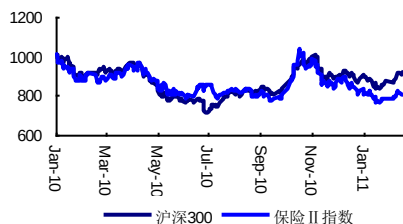
寿险会计利润专题/深度研究

推荐

(维持评级)

2011年3月4日

一年该行业与沪深300走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《保险行业加息快评：加息符合预期，维持保险受益于加息周期的判断》——2011-2-9

《尽管加息符合预期，仍有望再度成为股价催化剂》——2010-12-27

《保险行业 2011 年投资策略：受益于加息周期+安全边际》——2010-12-14

证券分析师：邵子钦

电话：0755-82130468

E-mail: shaozq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120052

证券分析师：童成墩

电话：0755-82130513

E-mail: tongcd@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120043

行业专题报告

即使从市盈率角度亦显著低估

● 市场的启示：法人股交易价格高于二级市场

2010 年新华人寿和泰康人寿两笔法人股交易价格，分别为 2009 年市盈率 19.4 倍和 19.2 倍。综合考虑 IPO 摊薄效应，以及业绩高增长，其估值并不低于二级市场。虽然短期看实业投资价值对二级市场不起作用，但我们依然认为二级市场显著低估。

 ● 剔除投资和准备金异常波动，寿险公司利润增速 $\geq$ 新单增速

我们通过构建简化模型，说明利润与保费、准备金、净资产之间的关系。通过新单恒定增速 15% 和新单增速递减两个模型演示，得出如下结论：由于保费叠加+准备金叠加，带来准备金增速 $>$ 新单增速，在单纯考虑利差收益的情况下，利润增速 $\geq$ 新单增速。

● 模型没有考虑的因素和启示

1. 应根据公司产品结构给出不同估值。产品结构决定保单期缴年限和给付久期，间接决定了利润增长的可持续性。2. 因利差有缓慢收窄趋势，长期利润增速要打折。3. 为体现投资波动风险，可适当调低回报率假设。

● 即使从市盈率角度，目前股价亦明显低估

从存量保单情况看，利润增长的持续性由高到低依次为：平安、太保、人寿。过去 5 年平安、人寿、太保 NBEV 复合增长率分别为 33%、18%、29%，考虑至少 15 年的赔付久期带来的 10-15 年的叠加式增长，我们认为未来 5-10 年利润有望维持 20-30% 的复合增长。目前股价隐含 PE 平均仅为 17.3 倍，没有体现利润复合增长率，以及利润增长的长周期属性。维持行业“推荐”的投资评级。

重点公司盈利预测及投资评级

2011	股价	NBEVPS	EVPS	EPS	BVPS	PE	PB	P/EV	NBM	评级
	(元)	(元)	(元)	(元)	(元)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	
中国人寿	21.7	0.78	13.41	1.54	8.81	14.1	2.5	1.6	10.6	谨慎推荐
中国平安	50.7	2.51	30.45	2.87	16.65	17.7	3.0	1.7	8.1	推荐
中国太保	23.1	0.80	14.88	1.15	10.29	20.1	2.2	1.6	10.3	谨慎推荐
平均						17.3	2.6	1.6	9.6	

资料来源：公司资料和国信证券预测

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资摘要

关键结论与投资建议

剔除投资和准备金异常波动，寿险公司利润增速 $\geq$ 新单增速。通过新单恒定增速15%和新单增速递减两个模型演示，得出如下结论：由于保费叠加+准备金叠加，带来准备金增速 $\geq$ 新单增速，在单纯考虑利差收益的情况下，利润增速 $\geq$ 新单增速。

即使从市盈率角度，目前股价亦明显低估。从存量保单情况看，利润增长的持续性由高到低依次为：平安、太保、人寿。过去5年平安、人寿、太保 NBEV 复合增长率分别为 33%、18%、29%，考虑至少 15 年的赔付久期带来的 10-15 年的叠加式增长，我们认为未来 5-10 年利润有望维持 20-30% 的复合增长。目前股价隐含 PE 平均仅为 17.3 倍，没有体现利润复合增长率，以及利润增长的长周期属性。维持行业“推荐”的投资评级。

核心假设

为了直观说明利润与保费的关系，我们构建了一个简化的模型。核心假设如下：

①公司只销售单一类型期缴保单。该保单分 10 年期缴，30 年后到期。当期保费=上期保费*（1-退保率）。保单资金成本为 4%，当期准备金=（上期准备金+当期保费）*（1-退保率或给付率）*（1+资金成本）。

②因死差和费差相对稳定，这里只考虑利差。新会计准则下，首日利得摊销应选取合理的驱动因素作为摊销因子，由于利差益和准备金规模密切相关，我们假设利润=准备金平均余额*1%，即利润率为 1%。

③剔除投资收益和准备金评估利率的异常波动，我们选择长期均衡假设。因投资收益率的大幅波动，以及由国债 750 日均线带来的准备金大幅波动，对会计利润的影响，是无法通过会计假设变更来平滑的，但是从复合增长率角度来看，影响相对有限，在此我们剔除该影响因素，选择长期均衡假设。

与市场预期的不同之处

市场认为保险股 PE 估值不低，我们认为目前股价隐含 PE17.3 倍，没有体现未来 5-10 年 20-30% 的利润复合增长率，以及利润增长的长周期属性。

市场认为保险公司可以按照统一 PE 估值。我们依然坚持内含价值法是最能反映寿险行业属性的最优估值方法。即使用 PE 估值，针对不同公司的产品结构应给出不同估值。因产品结构决定保单期缴年限和给付久期，间接决定了利润增长的可持续性。

股价变化的催化因素

加息带动债券 750 日均线上移，减少准备金提转差，提高会计利润。

权益投资回报率大幅提高，带来 EPS 与股价的循环效应。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、保费增速低于预期。
- 2、经济进入通缩，利率进入下降周期。

内容目录

一、市场的启示：法人股交易价格高于二级市场	5
二、剔除投资和准备金异常波动，寿险公司利润增速 $\geq$ 新单增速	5
2.1 模型核心假设	5
2.2 假设新单增速恒定 15% 的模型演示	6
2.3 假设新单增速递减的模型演示	7
三、模型没有考虑的因素和启示	9
3.1 应根据公司产品结构给出不同估值	9
3.2 因利差有缓慢收窄趋势，长期利润增速要打折	10
3.3 为体现投资波动风险，可适当调低回报率假设	10
四、即使从市盈率角度，目前股价亦明显低估	10
4.1 利润增长的持续性由高到低：平安、太保、国寿	10
4.2 从盈利增速和可持续性看，目前股价严重低估	11

图表目录

表 1: 泰康和新华法人股交易情况	5
表 2: 保单假设.....	6
图 1: 新单增速维持 15%时总保费和准备金增速.....	7
图 2: 新单增速维持 15%时利润增速	7
图 3: 新单增速从 20%下降至 15%时总保费和准备金增速	8
图 4: 新单增速从 20%下降至 15%时利润增速	8
图 5: 新单增速从 20%下降至 5%时偿付能力充足率变化情况.....	9
图 6: 缴费期限和保单存续年限决定了叠加式增长的可持续性.....	9
图 7: 利差收窄, 则降低净资产增速, 但仍趋向新单长期增速.....	10
表 3: 不同情形下投资收益率假设	10
表 4: 过去 5-7 年 NBEV/VIF 比例	11
表 5: 过去 3 年新单/续期比例	11
表 7: 保险股相对估值.....	12

我们坚持内含价值法是寿险估值的最优方法。内含价值是以法定准备金准则为基础，在保守假设下，考虑偿付能力支付成本后，计算的可供股东分配利润的现值。

该方法的特点是：

- ①充分考虑寿险行业的特殊估值因子变化。
- ②因法定准备金准则具有统一性，便于公司间的估值比较。

目前股价隐含的新业务倍数严重低估。

市盈率法正在成为一个观察视角。随着期缴保单积累，上市公司利润正步入平稳增长阶段。虽然市盈率法存在诸多不足，但也正日益成为一个观察视角。本文所探讨的正是：如何预测保险公司会计利润，以及如何进行市盈率估值。

一、市场的启示：法人股交易价格高于二级市场

新华和泰康法人股交易价格隐含的市盈率并不低于二级市场。法人股市场的两笔交易耐人寻味。一笔是，2010年11月世纪金源和华泽集团分别以42.75元/股和43.09元/股购得新华人寿3%和2.71%的股权。依照09年净利润和净资产计算的PE19.4倍、PB12.3倍。另一笔是，2010年5月高盛和新政泰达、嘉德国际以11亿美元购得泰康人寿15.6%的股权。依照09年净利润和净资产计算的PE19.2倍、PB5.5倍。综合考虑IPO后的收益摊薄效应，以及较高的业绩增速，上述两家公司的PE估值并不低于二级市场。

是法人股市场高估？还是二级市场低估？虽然短期看实业投资价值对二级市场定价不起作用，这一点从民生银行向大股东定向增发并未带动股价上涨，可见一斑。但我们依然认为，二级市场股价显著低估，且低估是最好的推荐理由。目前股价隐含的2011年平均市盈率17.2倍，并未体现未来5-10年20-30%的利润复合增长率，以及利润增长的长周期属性。那么如何预测盈利增长，做市盈率估值呢？我们通过构建简化模型来说明。

表 1：泰康和新华法人股交易情况

时间	标的	收购方	每股价格 元	交易股数 百万	持股比例 %	交易总价 百万	隐含市值 百万	BVPS 元	EPS 元	PB 倍	PE 倍	净资产 百万	净利润 百万	总股本 百万
2010年5月	泰康	高盛	56.3	132.9	15.60%	7,480	47,949	10.2	2.9	5.5	19.2	8,691	2,495	852
2007年5月	新华	保监会	6.0	465.8	38.82%	2,790	7,188	1.2	1.5	5.2	3.9	1,381	1,833	1,200
2010年1月	新华	中央汇金	8.7	465.8	38.82%	4,052	10,440	3.5	2.2	2.5	3.9	4,200	2,649	1,200
2010年11月	新华	世纪金	42.9	68.5	5.70%	2,939	51,494	3.5	2.2	12.3	19.4	4,200	2,649	1,200

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

二、剔除投资和准备金异常波动，寿险公司利润增速≥新单增速

为了直观说明利润与保费的关系，我们构建了一个简化的模型。

2.1 模型核心假设

①公司只销售表1所示的单一类型期缴保单。该保单分10年期缴，30年后到期。当期保费=上期保费*(1-退保率)。保单资金成本为4%，当期准备金=(上期准备金+当期保费)*(1-退保率或给付率)*(1+资金成本)。

②因死差和费差相对稳定，这里只考虑利差。新会计准则下，首日利得摊销应选取

合理的驱动因素作为摊销因子，由于利差益和准备金规模密切相关，我们假设利润=准备金平均余额*1%，即利润率为1%。

③剔除投资收益和准备金评估利率的异常波动，我们选择长期均衡假设。因投资收益率的大幅波动，以及由国债 750 日均线带来的准备金大幅波动，对会计利润的影响，是无法通过会计假设变更来平滑的，但是从复合增长率角度来看，影响相对有限，在此我们剔除该影响因素，选择长期均衡假设。

表 2: 保单假设

年度	退保率/ 给付率	资金成 本	利润 率	保费（期 初缴费）	准备金 （期初）	保单利 润	备注
0					0.00		
1	10%	4.0%	1.0%	1.00	0.94	0.01	
2	5%	4.0%	1.0%	0.90	1.81	0.02	
3	2%	4.0%	1.0%	0.86	2.72	0.03	
4	2%	4.0%	1.0%	0.84	3.63	0.04	
5	2%	4.0%	1.0%	0.82	4.53	0.05	
6	2%	4.0%	1.0%	0.80	5.44	0.06	
7	2%	4.0%	1.0%	0.79	6.35	0.07	
8	2%	4.0%	1.0%	0.77	7.26	0.08	
9	2%	4.0%	1.0%	0.76	8.17	0.08	
10	2%	4.0%	1.0%	0.74	9.08	0.09	缴费结束
11	2%	4.0%	1.0%		9.26	0.09	
12	2%	4.0%	1.0%		9.43	0.09	
13	2%	4.0%	1.0%		9.62	0.10	
14	2%	4.0%	1.0%		9.80	0.10	
15	2%	4.0%	1.0%		9.99	0.10	
16	5%	4.0%	1.0%		9.87	0.10	开始给付
17	5%	4.0%	1.0%		9.75	0.10	
18	5%	4.0%	1.0%		9.63	0.10	
19	5%	4.0%	1.0%		9.52	0.10	
20	5%	4.0%	1.0%		9.40	0.09	
21	5%	4.0%	1.0%		9.29	0.09	
22	5%	4.0%	1.0%		9.18	0.09	
23	5%	4.0%	1.0%		9.07	0.09	
24	5%	4.0%	1.0%		8.96	0.09	
25	5%	4.0%	1.0%		8.85	0.09	
26	5%	4.0%	1.0%		8.75	0.09	
27	5%	4.0%	1.0%		8.64	0.09	
28	5%	4.0%	1.0%		8.54	0.09	
29	5%	4.0%	1.0%		8.44	0.08	
30	100%	4.0%	1.0%		0.00	0.04	保单结束，完全给付

资料来源：国信证券经济研究所

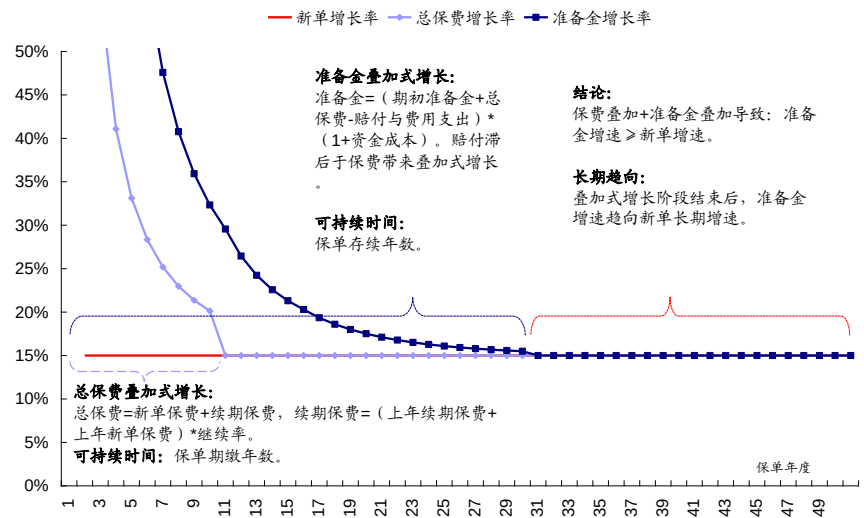
2.2 假设新单增速恒定 15% 的模型演示

①保费叠加+准备金叠加：准备金增速>新单增速。叠加式增长阶段结束后，准备金增速趋向新单的长期增速。叠加过程如下：

总保费叠加式增长。由于总保费=新单保费+续期保费，续期保费=（上年续期保费+上年新单保费）*继续率，在续期保费基数较低、续期保单集中结束缴费以前，总保费获得远快于新单的增速（15%）。这个过程可持续时间为保单期缴年限（10 年）。

准备金叠加式增长。准备金=（期初准备金+总保费-赔付与费用支出）*（1+资金成本）。由于赔付明显滞后于保费收入，准备金获得叠加式增长，增速≥新单增速。这个过程可持续时间为保单存续年限（30 年），之后趋向长期的新单增速。

图 1: 新单增速维持 15% 时总保费和准备金增速



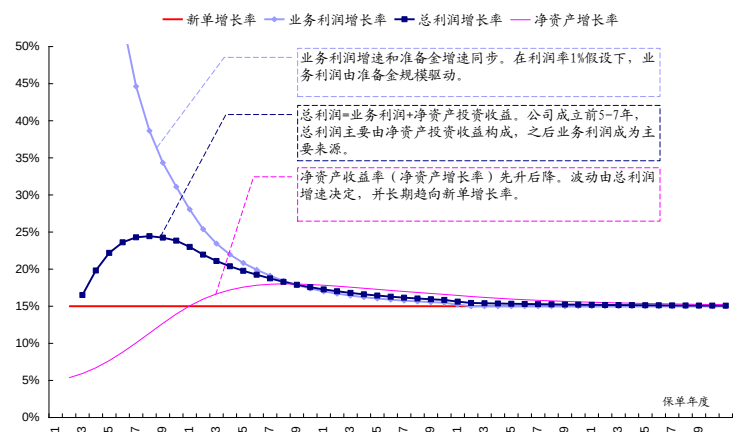
资料来源: 国信证券经济研究所

②净资产收益率取决于业务利润和净资产投资收益，其最终趋向新单的长期增速。

总利润=业务利润+净资产投资收益。假设前期合理的资本金投入，使得新单维持 15% 增速情况下，正常盈利能够满足偿付能力充足率 150% 以上的监管需要，则总利润=业务利润+净资产投资收益。公司成立前 5-7 年，总利润主要由净资产投资收益构成，之后业务利润成为主要来源，并实现自我循环满足业务增长对资本的需求。

净资产收益率（净资产增长率）先升后降。在利润率 1% 假设下，业务利润由准备金规模驱动，增速和准备金增速同步。净资产投资收益率为 5%，公司成立初期是主要利润来源，随后占比逐渐降低。净资产收益率将随着业务利润占比上升而上升，而随着叠加式增长阶段的消退而渐进回落，并长期趋向新单增长率。

图 2: 新单增速维持 15% 时利润增速



资料来源: 国信证券经济研究所

2.3 假设新单增速递减的模型演示

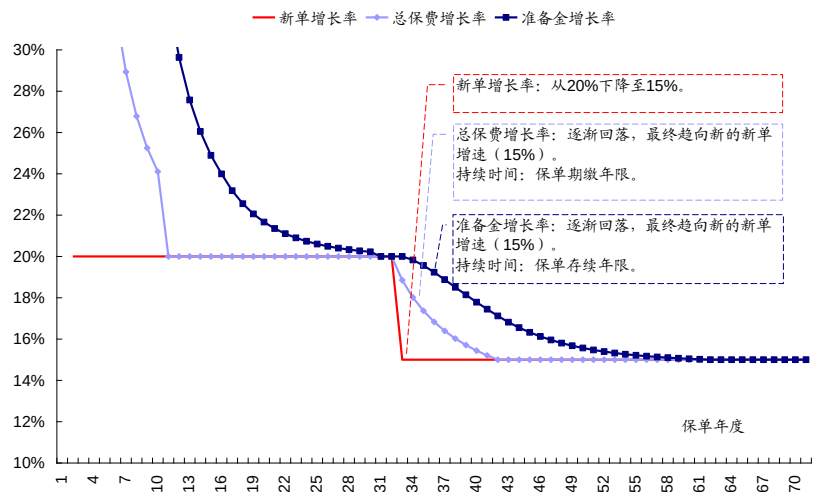
假设新单增长率第 1-30 年为 20%，从第 31 年期起下降至 15%，并维持 15% 不变。则：

总保费增长率和准备金增长率：渐进回落，最终趋向最后的新单增速（15%）。回落持续时间分别为：保单期缴年限（10年）和保单存续年限（30年）。

净资产增长率：渐进回落，最终趋向最后的新单增速（15%）。回落持续时间：大于保单存续年限（30年）。其中业务利润增长率回落持续时间为保单存续年限（30年）。而总利润增长率回落持续时间大于保单存续年限。由此推断，虽然未来5-10年新单增速可能会阶梯式下降，但总利润增长率和净资产增长率下降的时间和空间将缓慢得多。

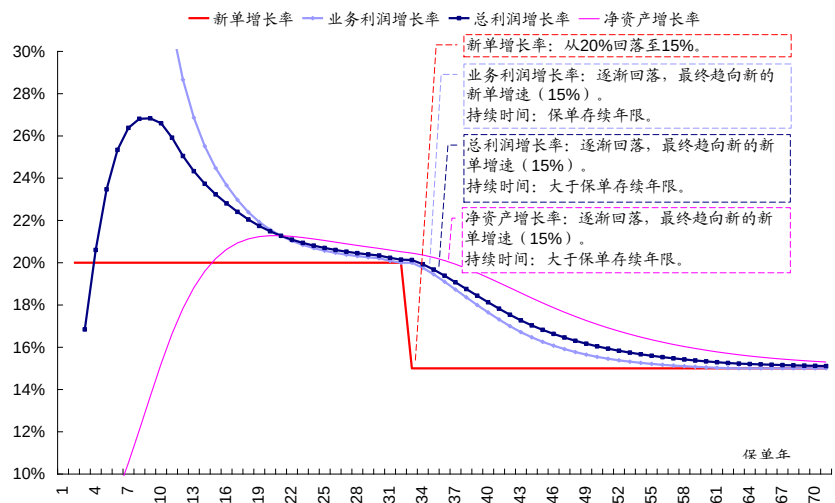
如果新单增速长期下降至3%-5%，则寿险公司将成为现金牛。公司净资产增长率将长期趋向3%-5%，但资本金将远远高于偿付能力需求，此时大幅支付股息成为必然选择。

图 3：新单增速从 20%下降至 15%时总保费和准备金增速



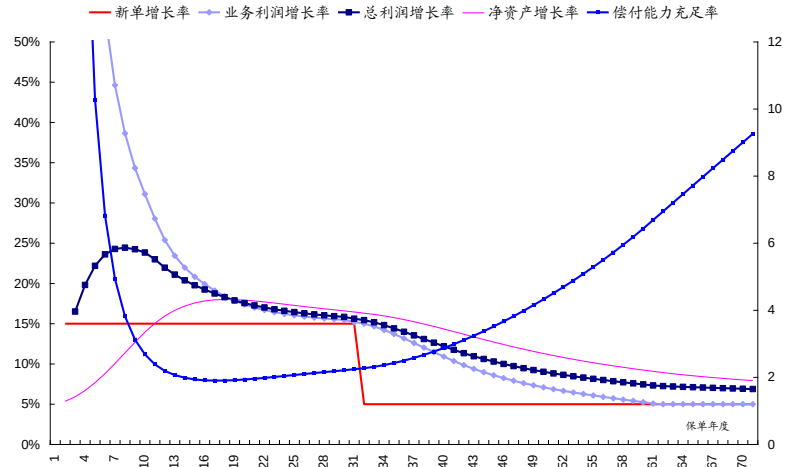
资料来源：国信证券经济研究所

图 4：新单增速从 20%下降至 15%时利润增速



资料来源：国信证券经济研究所

图 5: 新单增速从 20%下降至 5%时偿付能力充足率变化情况



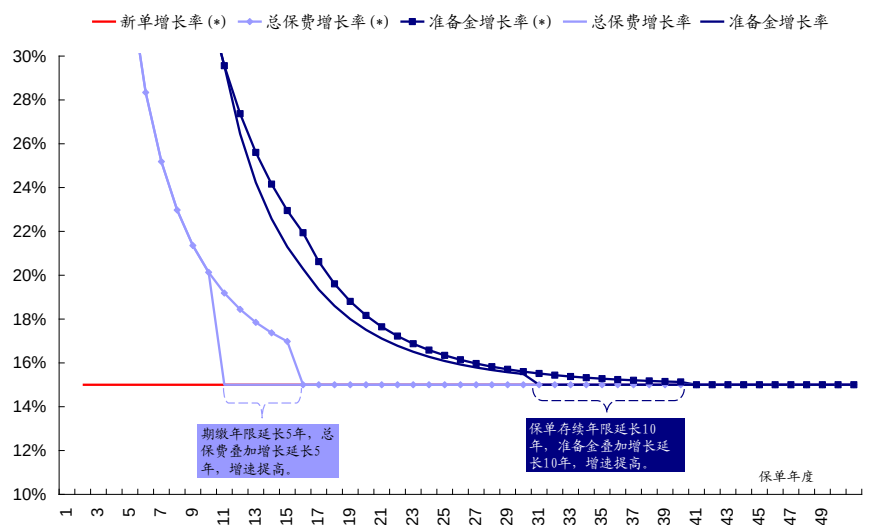
资料来源: 国信证券经济研究所

三、模型没有考虑的因素和启示

3.1 应根据公司产品结构给出不同估值

产品结构决定利润增长的可持续性。利润增长的可持续性取决于保单期缴年限和给付久期。如果表 1 所示保单延长缴费期至 15 年, 延长保单存续期至 40 年, 则总保费和准备金叠加式增长将分别维持 15 年和 40 年, 它决定了利润增长的持续年限。

图 6: 缴费期限和保单存续年限决定了叠加式增长的可持续性



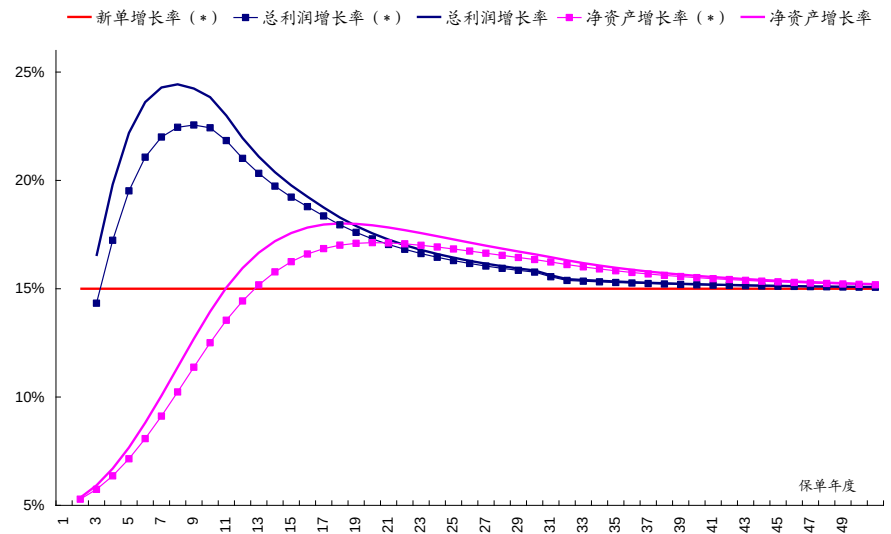
注: *表示缴费期限延长 5 年至 15 年, 保单存续年限延长 10 年至 40 年。

资料来源: 国信证券经济研究所

3.2 因利差有缓慢收窄趋势，长期利润增速要打折

如果表 1 所示保单利润/准备金由 1% 下调为 0.8%，即使总保费和准备金叠加式增长率维持不变，总利润增长率和净资产增长率将下降。如果缩小后的盈利能力仍能满足自身业务的资本需求，总利润增长率和净资产增长率最终仍将趋向新单的长期增速。但如果偿付能力不足，则假设的增速持续期限缩短，长期利润增速打折，市盈率估值下移。

图 7：利差收窄，则降低净资产增速，但仍趋向新单长期增速



注：*表示利润率从 1% 下降至 0.8%。

资料来源：国信证券经济研究所

3.3 为体现投资波动风险，可适当调低回报率假设

虽然可以通过计算复合增长率来剔除波动性的影响，但波动本身即是风险，可以通过采用更保守的投资回报率基准假设来解决。如表中所示情形 A 和情形 B，虽然复合收益率都是 0%，但情形 B 往往更受投资者青睐。

表 3：不同情形下投资收益率假设

收益率	第一年	第二年	CAGR
情形 A	100%	-50%	0%
情形 B	0%	0%	0%

资料来源：国信证券经济研究所

四、即使从市盈率角度，目前股价亦明显低估

4.1 利润增长的持续性由高到低：平安、太保、国寿

利润增长来自于存量保单增长。无论死差、费差还是利差，都来自于存量保单。虽然会计方法各有差异，首日利得可能按保单剩余时间、预期未来赔付的现值、预期未来保费收入的现值、预期未来有效保单红利成本的现值（分红险）、账户价值（投连和万能险）、两个或多个利润驱动因素的组合等不同方法进行摊销，但存量保单增长是最核心的绕不开的影响因素。

存量保单短期增速=(新单-到期)/存量保单。以当期 NBEV/上期末 VIF 衡量, 2010 年平安、人寿、太保分别为 26%、16%、23%。以个险新单保费/当期续期保费衡量, 2010 年平安、人寿、太保分别为 43%、27%、34%。尽管我们不知保单到期情况, 但以上比例大体反映了存量保单的短期增长潜力。

存量保单的长期增速趋向新单的长期增速。平安、人寿、太保过去 4 年的新单保费复合增长率分别为 37%、-1%、8%, 过去 5 年 NBEV 复合增长率分别为 33%、18%、29%。由于业务结构调整, 人寿和太保新单规模保费波动较大, 但 NBEV 增速基本可以预示未来 5-10 年利润的增长潜力。

表 4: 过去 5-7 年 NBEV/VIF 比例

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	04-10E	06-10E
百万	NBEV						CAGR		
平安	3,913	4,539	5,132	7,187	8,541	11,805	15,980	26.4%	32.8%
人寿	6,504	7,489	10,481	12,047	13,924	17,713	19,975	20.6%	17.5%
太保			2,176	3,015	3,651	5,000	6,014	-	28.9%
	VIF						CAGR		
平安	12,087	15,291	19,291	43,278	43,843	60,651	76,631	36.0%	41.2%
人寿	37,164	43,811	64,290	84,393	102,271	125,282	151,522	26.4%	23.9%
太保			9,248	14,326	18,417	26,454	33,792	-	38.3%
	当年 NBEV/上年 VIF						平均		
平安		37.6%	33.6%	37.3%	19.7%	26.9%	26.3%	30.2%	27.6%
人寿		20.2%	23.9%	18.7%	16.5%	17.3%	15.9%	18.8%	17.1%
太保			32.6%	25.5%	27.1%	22.7%	22.7%	27.0%	27.0%

注: NBEV 为一年新业务价值, VIF 为有效业务价值资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 5: 过去 3 年新单/续期比例

单位: 亿元	平安			人寿			太保		
	总保费	续年	新单	总保费	续年	新单	总保费	续年	新单
累计保费									
2007	636	484	151	1,083	755	329	233	162	71
2008	784	584	200	1,235	841	393	258	190	68
2009	987	710	278	1,342	995	347	303	225	78
2010	1,279	892	387	1,481	1,162	319	359	268	91
YoY									
2008	23.4%	20.6%	32.4%	14.0%	11.4%	19.7%	10.8%	17.6%	-4.8%
2009	25.9%	21.5%	38.7%	8.7%	18.3%	-11.9%	17.4%	18.4%	14.6%
2010	29.5%	25.7%	39.2%	10.4%	12.5%	3.1%	18.3%	18.9%	16.7%
新单/续期									
2007		31.2%			43.6%			44.0%	
2008		34.3%			46.8%			35.6%	
2009		39.2%			34.8%			34.4%	
2010		43.3%			27.4%			33.8%	

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

4.2 从盈利增速和可持续性看, 目前股价严重低估

平安、人寿、太保过去 5 年一年新业务价值总和占 2010 年末有效业务价值分别为 64%、49%、59%, 复合增长率分别为 33%、18%、29%, 考虑至少 15 年的赔付久期带来的 10-15 年的叠加式增长, 我们认为未来 5-10 年利润有望维持 20-30% 的复合增长。保守预计未来 3-5 年新单复合增长率 15%, 按照相同的叠加原理推算, 利润增长周期可以拉长且增速缓慢降至 15%。

目前股价隐含 PE 平均仅为 17.3 倍, 没有体现未来 5-10 年 20-30% 的利润复合增

长率，也没有体现利润增长的长周期属性。维持行业“推荐”的投资评级。

表 6: 06-10E 年 NBEV 占 VIF 比重

单位: 百万	NBEV (04-10E 年总和)	NBEV (06-10E 年总和)	VIF(10E)	NBEV(04-10E) /VIF(10E)	NBEV(06-10E) /VIF(10E)
平安	57,097	48,645	76,631	74.50%	63.50%
人寿	88,133	74,140	151,522	58.20%	48.90%
太保	-	19,856	33,792	-	58.80%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

表 7: 保险股相对估值

	股价	EPS				P/E				BPS	P/B
	(RMB)	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	10E	10E
中国人寿	21.7	1.16	1.27	1.54	1.82	18.7	17.1	14.1	11.9	7.7	2.8
中国平安	50.7	1.89	2.22	2.87	3.53	26.8	22.9	17.7	14.4	14.4	3.5
中国太保	23.1	0.87	0.95	1.15	1.39	26.7	24.3	20.1	16.7	9.3	2.5
平均值	-	-	-	-	-	24.1	21.4	17.3	14.3	-	2.9

名称	股价	NBEV		EV		NBM		P/EV		BPS	P/B
	(RMB)	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	11E	11E
中国人寿	21.7	0.71	0.78	11.3	13.4	14.8	10.6	1.9	1.6	8.8	2.5
中国平安	50.7	2.09	2.51	25.7	30.4	12	8.1	2	1.7	16.6	3
中国太保	23.1	0.69	0.8	12.9	14.9	14.8	10.3	1.8	1.6	10.3	2.2
平均值	-	-	-	-	-	13.9	9.6	1.9	1.6	-	2.6

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观			固定收益			策略		
周炳林	0755-82130638		李怀定	021-60933152		黄学军	021-60933142	
林松立	010-66026312		侯慧娣	021-60875161		闫莉	010-88005316	
崔嵘	021-60933159		张旭	010-66026340		吴土金	0755-82130833-1332	
			刘子宁	021-60933145				
交通运输			银行			房地产		
郑武	0755-82130422		邱志承	021-60875167		方焱	0755-82130648	
陈建生	0755-82133766		黄飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678	
岳鑫	0755-82130432		谈煜	010-66025229		黄道立	0755-82133397	
高健	0755-82130678							
机械			汽车及零配件			钢铁		
郑武	0755-82130422		左涛	021-60933164		郑东	010-66025270	
陈玲	0755-82130646					秦波	010-66026317	
杨森	0755-82133343							
商业贸易			基础化工			医药		
孙菲菲	0755-82130722		张栋梁	0755-82130532		贺平鸽	0755-82133396	
祝彬	0755-82131528		陈爱华	0755-82133397		丁丹	0755-82139908	
田惠蓝	0755-82133263		邱斌	0755-82130532		杜佐远	0755-82130473	
			罗洋	0755-82150633				
			吴琳琳	0755-82130833-1867				
			梁丹	0755-82134323				
石油与石化			电力设备与新能源			传媒		
严蓓娜	021-60933165		杨敬梅	021-60933160		陈财茂	021-60933163	
有色金属			电力与公用事业			非银行金融		
彭波	0755-82133909		徐颖真	021-60875162		邵子钦	0755-82130468	
谢鸿鹤	0755-82130646		谢达成	021-60933161		田良	0755-82130513	
						童成敦	0755-82130513	
通信			造纸			家电		
严平	021-60875165		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
程锋	021-60933167		邵达	0755-82130706		黄海培	021-60933150	
计算机			电子元器件			纺织服装		
段迎晟	0755-82130761		段迎晟	0755-82130761		方军平	021-60933158	
黄磊	0755-82151833		高耀华	0755-82130771				
农业			旅游			食品饮料		
张如	021-60933151		陈财茂	021-60933163		黄茂	0755-82138922	
建材			煤炭			建筑		
						邱波	0755-82133390	
						刘萍	0755-82130678	
新兴产业			研究支持			量化投资产品		
陈健	010-66022025		沈瑞	0755-82132998		焦健	0755-82133928	
李筱筠	010-66026326		雷达	0755-82132098		阳瑾	0755-82133538	
			袁剑	0755-82139918		周琦	0755-82133568	
			余辉	0755-82130741		赵学昂	0755-66025232	
			王越明	0755-82130478		邓岳	0755-82150533	
基金评价与研究			量化投资策略			量化交易策略与技术		
杨涛	0755-82133339		葛新元	0755-82133332		戴军	0755-82133129	
康亢	010-66026337		董艺婷	021-60933155		黄志文	0755-82133928	
刘舒宇	0755-82133568		程景佳	010-88005326		秦国文	0755-82133528	
彭甘霖	0755-82133259		郑云	021-60875163		赵斯尘	021-60875174	
李腾	0755-82130833-6223		毛甜	021-60933154		徐左乾	0755-82133090	
刘洋	0755-82150566							

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	