

负面因素已经体现，估值有望得到修复

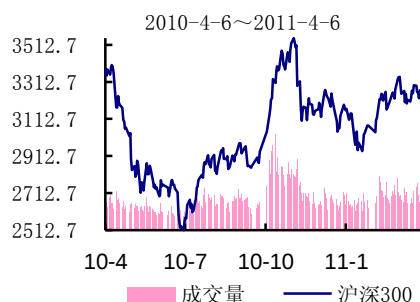
——保险行业 2 季度投资策略

研究员：许国玉
执业证书编号：S0570510120060
电话：025-83290953
E-mail: jason1884@gmail.com
地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：增持(首次评级)

保险 II

市场走势图



相关研究

投资要点：

- **2 季度保险行业估值或将得到修复。**无论是从内含价值还是从新业务价值上考虑，目前保险股的估值均处于历史底部。考虑到 1 季度保险行业的走势基本反映了保费收入减缓等负面因素，我们认为保险股目前正处于一个底部形成的过程之中，股价下跌空间和概率远远小于上涨空间和上涨概率。建议投资者关注“中国平安”和“中国太保”。
- **加息周期初期有利于增厚投资收益。**加息周期初期有利于保险企业扩大利差水平，提高保险企业的投资收益率。一方面，保险企业传统产品的成本相对固定，而利率的提升将提高公司的投资收益，即使是带有投资性质的分红险、万能险，保险公司也可以通过成本调整相对缓慢的特点获益；另一方面保险资产的久期短于保险负债，在利率上行的趋势下，再投资项目将获得较高的利差。
- **保费收入增速放缓在市场预期之中。**

寿险方面，受限于 10 年的增长高基数以及银保合作新规限制，2011 年 1-2 月，寿险业务实现保费收入 2,273 亿元，同比略增 3%。由于保费增长背后的经济影响因素没有发生实质性变化，预计 2 季度寿险业务保费收入增速有一定回暖。

财险方面，受限于新车销售量增长速度放缓，2011 年 1-2 月，财险保费收入整体实现保费收入 727 亿元，同比增长为 9.5%。虽然汽车保有量增速仍将保持 15% 左右的增长，但受新车销售增速放缓影响，2 季度财险保费收入增速面临一定压力。

- **经济增长方式转变，倒逼销售渠道改革。**
在国内经济增长方式转变的环境下，单纯依靠代理人的“人海”战术时代已经过去，提高代理人效率和产能的改革迫在眉睫。虽然银保渠道短期内面临着政策压力，但从长期来看，由于银行具有广大的销售网络，银保销售具有强大的成本优势，银行和保险业的发展必将脱离目前的简单的代理关系，向更高层次的合作发展。当前银保合作模式现状来看，股权渗透模式主体较多，发展较快。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
中国平安	49.46	推荐	2.30	2.76	3.48	4.07	21.50	17.92	14.21	12.15
中国太保	22.12	推荐	1.00	1.25	1.46	1.70	22.12	17.70	15.15	13.01
中国人寿	20.99	中性	1.19	1.35	1.60	1.81	17.64	15.55	13.12	11.60

目 录

一、2 季度保险行业估值或将得到修复	4
二、加息周期和政策支持将增厚投资收益	4
1. 加息周期初期，“给力”利差水平	4
2. 持续优化投资结构，增加投资收益	5
3. 政策放行，险资不断开拓新的投资领域	7
三、保费收入增速放缓在市场预期之中	7
1. 寿险保费收入增速放缓	7
2. 财险保费收入面临一定的压力	8
四、经济增长方式转变，倒逼销售渠道改革	10
1. 代理人渠道需要探索新的道路	10
2. 银保合作向更深层次方向发展	11
五、财险成本率持续下降	12

图表目录

图表 1: A 股上市保险公司市场表现	4
图表 2: 不同期限国债收益率变化	5
图表 3: 固定收益类产品投资收益率	5
图表 4: 平安集团可供出售金融资产结构变化	6
图表 5: 平安集团持有到期金融资产结构变化	6
图表 6: 国寿可供出售金融资产结构变化	6
图表 7: 国寿持有到期金融资产结构变化	6
图表 8: 太保可供出售金融资产结构变化	6
图表 9: 太保持有到期金融资产结构变化	6
图表 10: 保险资金运用投资渠道新旧比较	7
图表 11: 三大寿险公司寿险保费收入增速	8
图表 12: 2008-2011 年 1-2 月份寿险保费收入对比	8
图表 13: 财险公司财险保费收入增速	9
图表 14: 2008-2011 年 1-2 月份财险保费收入对比	9
图表 15: 2009 年财险各险种占比分布	9
图表 16: 汽车按月销售量变动趋势	9
图表 17: 2008-2010 年保险代理人增长情况	10
图表 18: 2008-2010 年代理人销售收入增长情况	10
图表 19: 2005-2010 年居民可支配收入变动情况	11
图表 20: 2005-2010 年代理人佣金收入变动	11
图表 21: 2010 年保险销售渠道一览	11
图表 22: 2010 年三大险企银保渠道占比	11
图表 23: 2010 年保险兼业代理机构数量占比	12
图表 24: 2010 年保险兼业代理机构保费收入占比	12
图表 25: 2010 年保险兼业代理机构佣金收入占比	12
图表 26: 保险兼业代理机构保费收入	12
图表 27: 太保和平安综合成本率对比	13
图表 28: 太保和平安综合赔付率对比	13

一、2 季度保险行业估值或将得到修复

保险行业在 2011 年 1 季度表现相对弱于整体市场。截止到 3 月 25 日，受再融资等传闻影响，中国平安跌幅最大，达到 11.15%；中国人寿和中国太保分别下挫 1.35%和 3.39%，而同期沪深 300 指数上涨 4.4%，保险行业的走势基本反映了保费收入减缓等负面因素。

图表 1：A 股上市保险公司市场表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

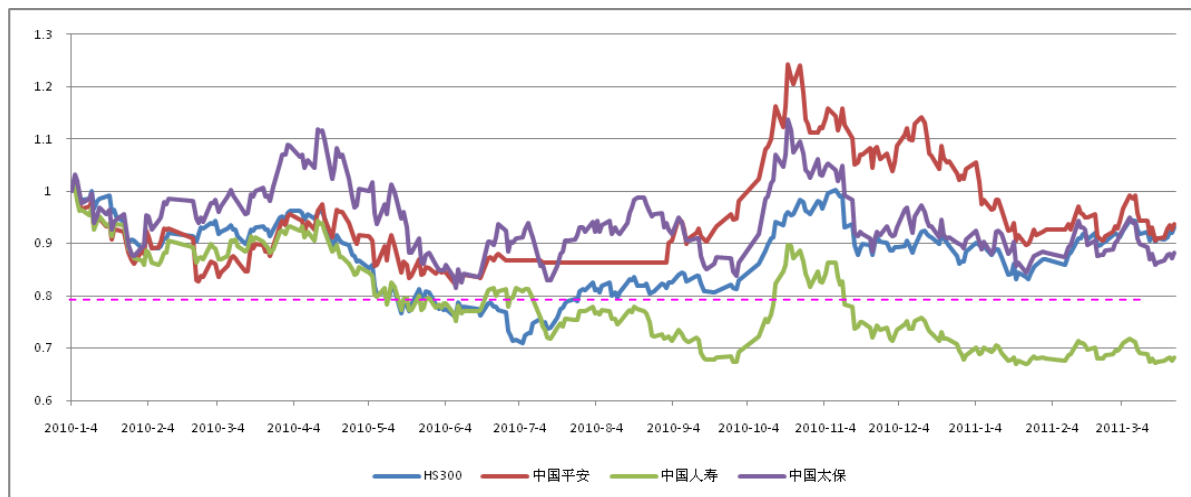
由于保险企业的业绩对投资收益率非常敏感，其本身的涨跌幅受到市场影响非常大。2010 年保险股走势主要受市场低迷拖累，保费收入的高速增长实际上并没有反映到公司的股价之上，市场反而担忧保费收入增长过快可能带来再融资，进而对业绩带来摊薄。但无论是从内含价值还是从新业务价值上考虑，目前保险股的估值均处于历史底部。考虑到 1 季度保险行业的走势已经反映出保费收入增速放缓的预期，我们认为保险股目前正处于一个底部形成的过程之中，股价下跌空间和概率远小于上涨空间和上涨概率，因此 2 季度对保险行业由“中性”评级调高为“增持”评级。

二、加息周期和政策支持将增厚投资收益

1. 加息周期初期，“给力”利差水平

我国已经进入了一个新的加息周期，在加息周期初期，国债的到期收益率水平快速攀升，例如：10 年期固定利率国债的到期收益率 2009 年初为 2.7%，目前收益率水平已经达到 3.88%，提高了 118BP。从不同期限的收益率的对比来看，由于最近央行连续提升存款准备金率，同时大量发行央行票据来回笼资金，短期固定利率国债到期收益率有所降低；但长期固定利率国债到期收益率仍处于高位运行状态，这意味着国债到期收益率长期在较高位置运行的状态仍将持续。

图表 2: 不同期限国债收益率变化



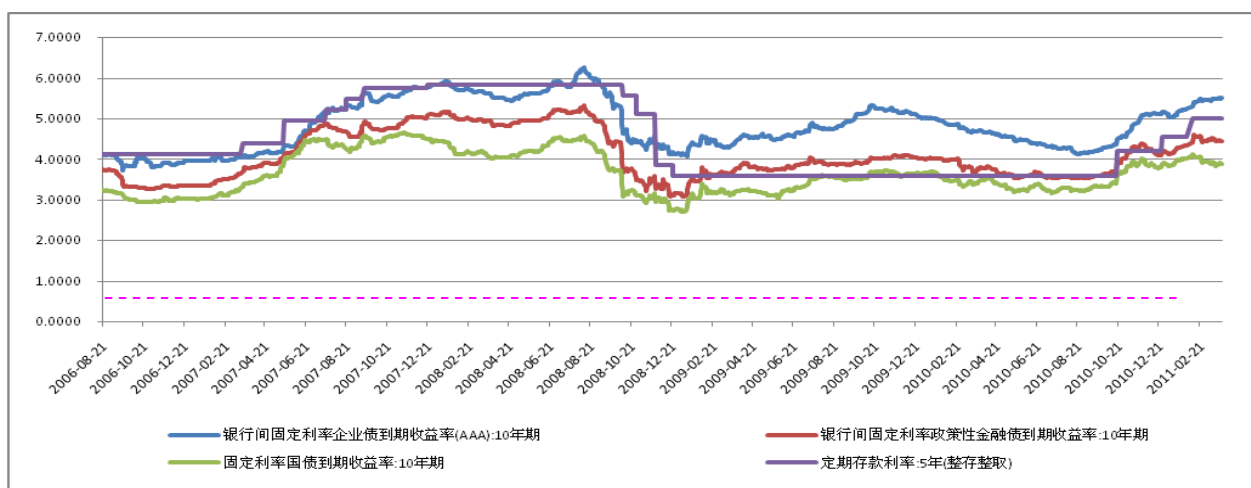
资料来源: Wind、华泰证券研究所

我们认为加息周期初期有利于保险企业扩大利差水平, 提高保险企业的投资收益率。一方面, 保险企业传统产品的成本相对固定, 而利率的提升将提高公司的投资收益, 即使是带有投资性质的分红险、万能险, 保险公司也可以通过成本调整相对缓慢的特点获益; 另一方面保险资产的久期短于保险负债, 在利率上行的趋势下, 再投资项目将获得较高的利差。

2. 持续优化投资结构, 增加投资收益

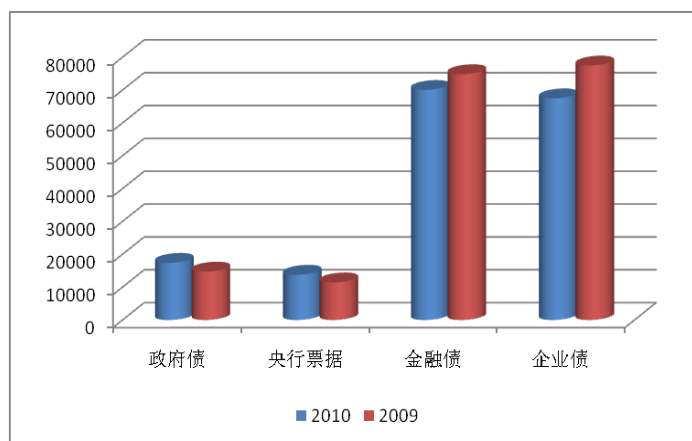
从投资结构上看, 保险企业不断优化投资产品配置比例, 提高潜在投资收益。在可供出售金融资产科目下, 相对于低风险的国债和金融债, 企业债的收益率相对较高, 而且风险也具有可控性。目前, 10 年期金融债的到期收益率为 4.46%, 国债的到期收益率为 3.88%, 银行间交易企业债的收益率为 5.52%, 我们看到三大保险公司不同程度上加大企业债配置比例, 减少或维持其他两种债券的配比。在持有至到期金融资产科目下, 保险企业更注重资产的安全性以及资产负债的久期匹配情况, 国债和金融债相对于企业债增长速度更快。

图表 3: 固定收益类产品投资收益率



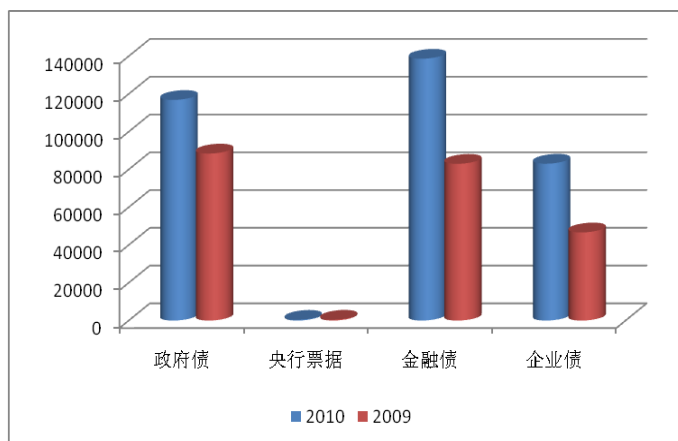
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 4: 平安集团可供出售金融资产结构变化



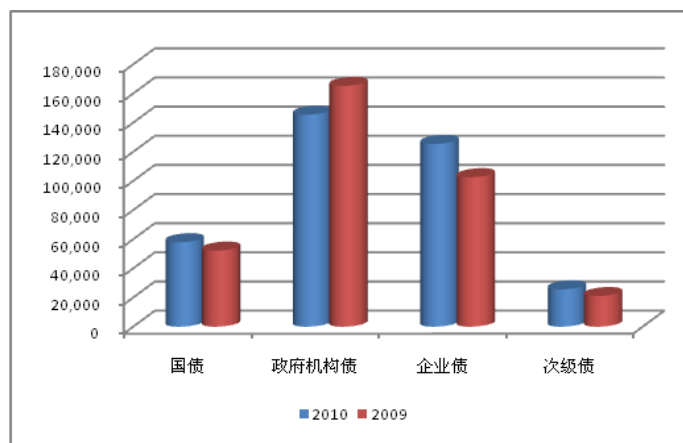
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 5: 平安集团持有到期金融资产结构变化



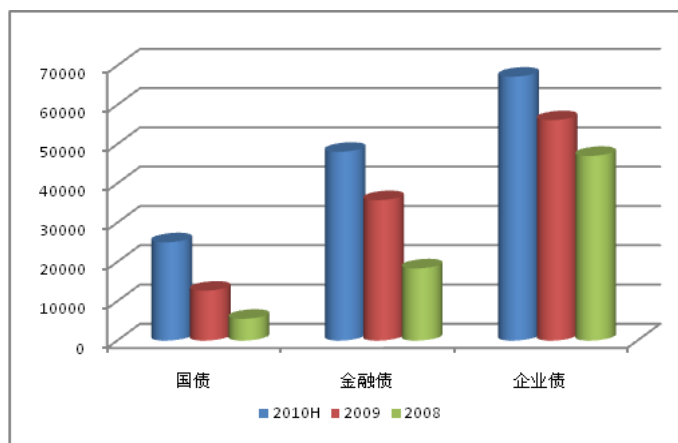
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 6: 国寿可供出售金融资产结构变化



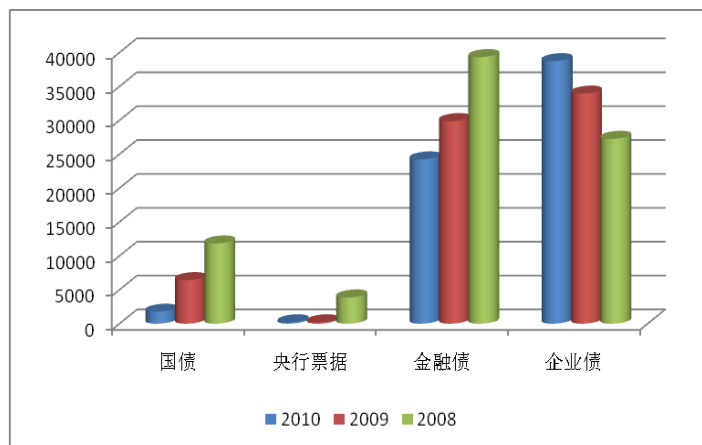
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 7: 国寿持有到期金融资产结构变化



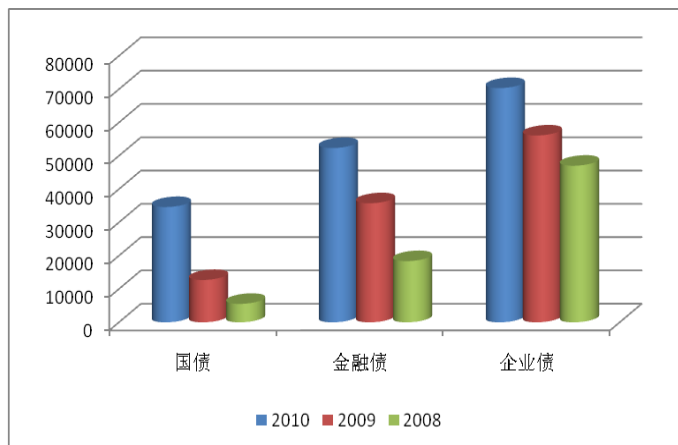
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 8: 太保可供出售金融资产结构变化



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 9: 太保持有到期金融资产结构变化



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

3. 政策放行，险资不断开拓新的投资领域

除了权益类和固定收益类投资之外，保险企业也在为其庞大的资产探索新的管理方式。目前，基础设施项目是险资增长较快的投资方向，例如：中国太保已经投资了包括京沪高铁在内投资项目，2007 年，基础设施类投资仅占公司投资总额的 1.64%；到 2010 年底，该比重已经达到 4.60%。

《保险资金运用管理暂行办法》于 2010 年 8 月 31 日起施行，保险资金投资范围和投资比例都有一定的放松，例如可投资未上市企业股权及相关金融产品和不动产及相关金融产品，投资比重分别不高于 5% 和 10%；基础设施等债权投资计划的投资比重也增加到 10%。

图表 10、保险资金运用投资渠道新旧比较

	新政策	旧政策
银行活期存款、政府债券、中央银行票据、政策性银行债券和货币市场基金	不低于 5 %	自主确定
无担保企业（公司）债券和非金融企业债务融资工具	不高于 20 %	投资无担保债权余额不得高于 15 %
股票和股票型基金	不高于 20 %	基金不超过 15 %； 股票不超过 10 %
未上市企业股权及相关金融产品	合计不高于 5 %	无
不动产及相关金融产品	合计不高于 10 %	无
基础设施等债权投资计划	不高于 10 %	寿险不超过 6 %； 产险不超过 4 %

资料来源：华泰证券研究所

我们判断保障房建设投资将是险资 2 季度重要的投资方向。根据相关部门估计，中国的保障房建设资金缺口巨大，达 1.2 万亿，急需资金填补。2011 年 3 月 9 日，中国太保宣布的“太平洋-上海公共租赁房项目债权投资计划”正式通过了保监会的备案，中国太保牵头以 10 年期债权投资计划方式融资 40 亿元，用于上海部分公租房建设，而中国人寿和中国平安也在考虑加入保障房建设投资的盛宴中。

三、保费收入增速放缓在市场预期之中

1. 寿险保费收入增速放缓

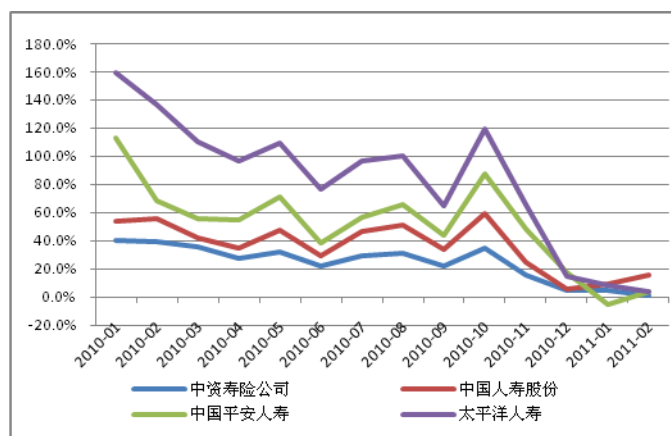
1 季度保费收入增速出现大幅度下滑，但在市场预期之中。2011 年 1-2 月，寿险业务实现保费收入 2,273 亿元，同比略增 3%；而 10 年同期保费收入 2,207 亿元，10 年同期保费增长速度为 40%。由于保费增长背后的经济影响因素没有发生实质性变化，预计 2 季度寿险业务保费收入增速有一定回暖。

除去 10 年保费收入的高基数原因，1 季度寿险业务开门不“红”的原因在于 2010 年的保费

收入一定程度上出现了提前透支。2009 年，在金融危机影响下，整个宏观经济处于一个不景气的状态，国民手中保有货币应付危机，货币沉积下来，国民对保险等流动性较差的投资产品需求降低，导致 2009 年的寿险收入增长乏力；而当金融危机消除之时，居民对于保险等投资产品需求出现快速释放，带来 2010 年 1 季度保费收入开门大“红”。

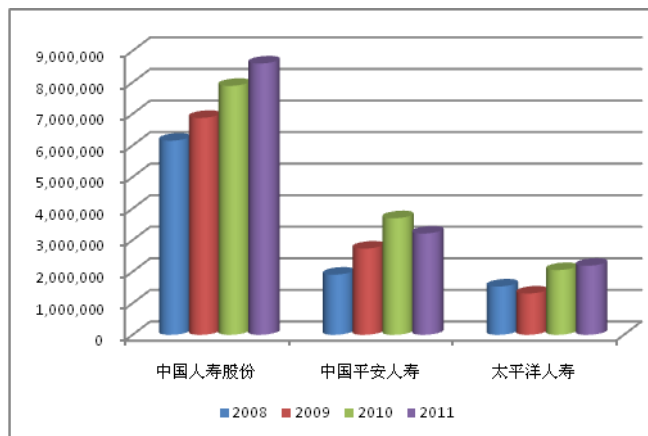
此外，银监会对银行保险渠道的限制对整个寿险销售也产生了很大的影响。2010 年 11 月中旬，银监会颁布了《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》（以下简称《新规》），对银保“驻点销售”方式加以限制，变“驻点”为“巡点”，同时规定 1 家银行网点最多只能与 3 家保险公司签订协议。由于银行保险销售 10 年占国内寿险公司总保费收入的 24% 左右，《新规》使得银保渠道寿险业务增速明显下降。3 月 13 日，银监会和保监会共同颁布了《商业银行代理保险业务监管指引》，条文中取消了“1 对 3”的规定，为《新规》带来了一定的缓冲空间。考虑到培训银行员工使之熟悉保险业务需要半年左右的时间，《新规》对于寿险业务的影响将持续到今年下半年。

图表 11：三大寿险公司寿险保费收入增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 12：2008-2011 年 1-2 月份寿险保费收入对比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

中国人寿和中国太保 1-2 月份寿险保费收入同比分别增长了 9.0%和 6.7%，中国平安寿险保费则下降了 13%，三大险企之间的寿险收入增长差异主要来源于销售寿险产品结构的不同：中国平安正在尝试改变其产品结构，由短期期缴产品向长期期缴产品转变，其主要分红险产品金裕人生去年 12 月开发 10 年期交产品，因此 1-2 月份分红产品中以 5-10 年交费期为主，对平安的保费收入短期影响较大。而与之相对应，国寿加大推出 3 年期的期缴产品，短期内保费增长迅速。

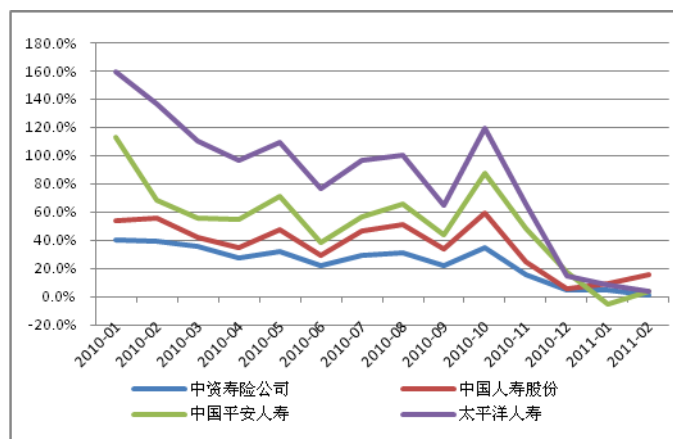
2. 财险保费收入面临一定的压力

2011 年 1-2 月，财险保费收入整体实现保费收入 727 亿元，而去年同期保费收入则为 664 亿元，2011 年同比增长为 9.5%，而 10 年同期保费增长速度为 39%，财险保费收入同比增速也出现了快速下滑。中国财险和中国太保财险 1-2 月份财险保费收入同比分别增长 2.8%和 5.0%，中国平

安财险保费则上涨了 29.5%。平安财险的快速上涨得益于其电销和网销方面的渠道拓展，同时，中国平安的金融控股集团模式正在逐步完善，各个业务之间正在逐步打通，各项产品之间的交叉销售模式对于财险业务是一个巨大的提振。

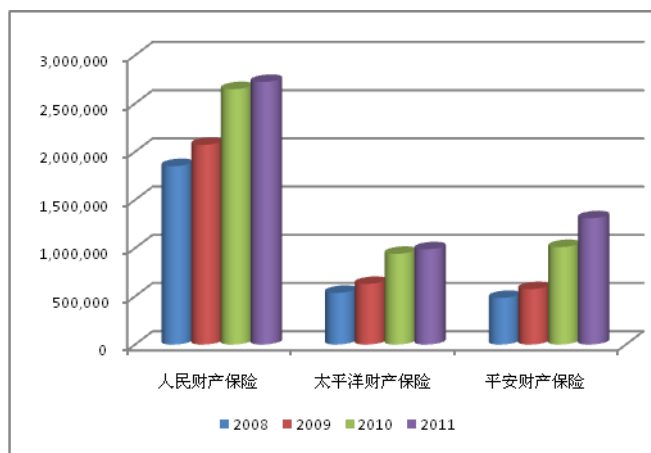
车辆险保费收入占整个财险保费收入的 75%左右，车辆销售情况的变化直接决定财险保费收入的高低。由于“汽车购置税减免”、“汽车下乡”和“汽车以旧换新”等补贴政策已经相继退出，“节能车补贴”力度也面临缩减，华泰交运设备研究小组预计 2 季度汽车销量与去年基本持平。虽然汽车保有量增速仍将保持 15%左右的增长，但受新车销售增速放缓影响，2 季度财险保费收入增速面临一定压力。

图表 13: 财险公司财险保费收入增速



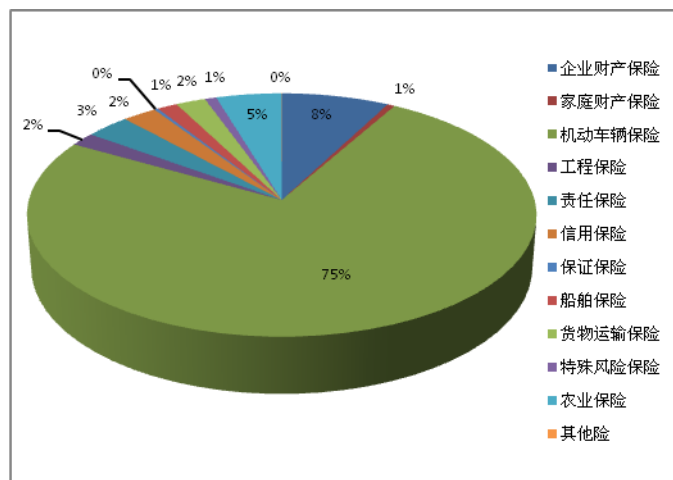
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 14: 2008-2011 年 1-2 月份财险保费收入对比



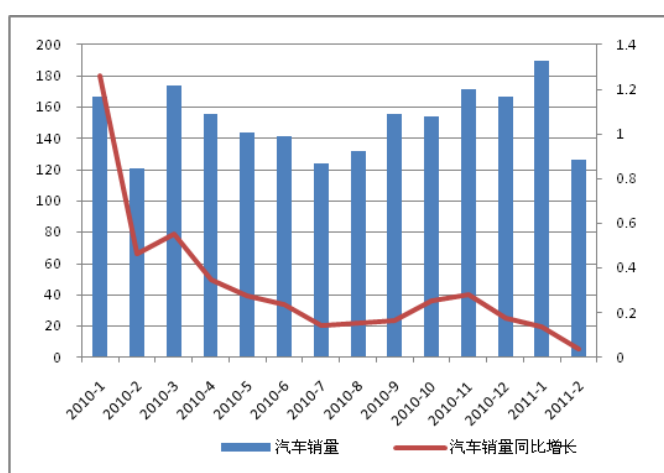
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 15: 2009 年财险各险种占比分布



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 16: 汽车按月销售量变动趋势



资料来源: Wind、华泰证券研究所

四、经济增长方式转变，倒逼销售渠道改革

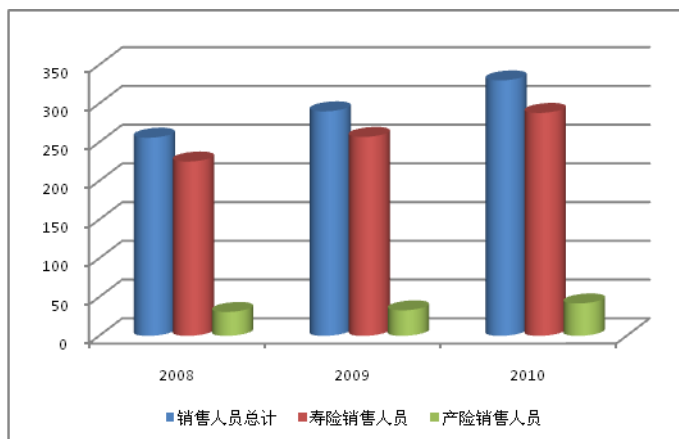
1. 代理人渠道需要探索新的道路

2010 年底，全国共有保险营销员 330 万人，同比增长 13.7%，其中寿险营销员 288 万人，产险营销员 42 万人。2010 年保险营销员共实现保费收入 4,682.08 亿元，占总保费收入的 32.29%，同比增长 13.4%。代理人销售渠道是保险销售重要的渠道之一。

然而，在国内经济增长方式转变的环境下，单纯依靠代理人的“人海”战术时代已经过去。从代理人渠道的经营状况可以看出，2005-2010 年间，我国保费收入由最初的 4,932 亿元增长至 14,528 亿元，增长近 200%；而代理人渠道保费收入由 2,128.59 亿元增长至 46,82.08 亿元，增长幅度远小于保费收入增长幅度，占总保费收入的比重也由 43% 下滑至 32%。与此同时，随着劳动成本和人均可支配收入的提高，代理人的佣金收入增速相对保费收入增长更快，佣金收入由 2005 年的 210.14 亿元增长至 2010 年的 568.96 亿元，增幅超过 150%。因此，依靠代理人基数增长逐渐丧失了以往的光环，提高代理人效率和产能的改革迫在眉睫。

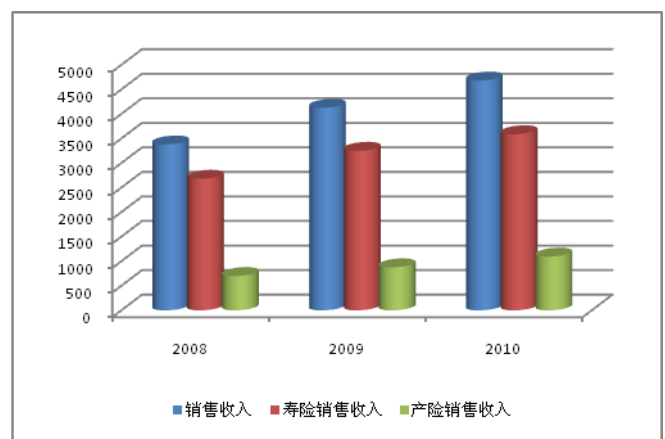
从政策角度考虑，保监会出台了《关于改革完善保险营销员管理体制的意见》的通知以规范代理人制度，代理人制度正在悄然发生变革，各保险企业正在进行新的尝试，改变“人海战术”，专注于代理人产能的提升。

图表 17：2008-2010 年保险代理人增长情况



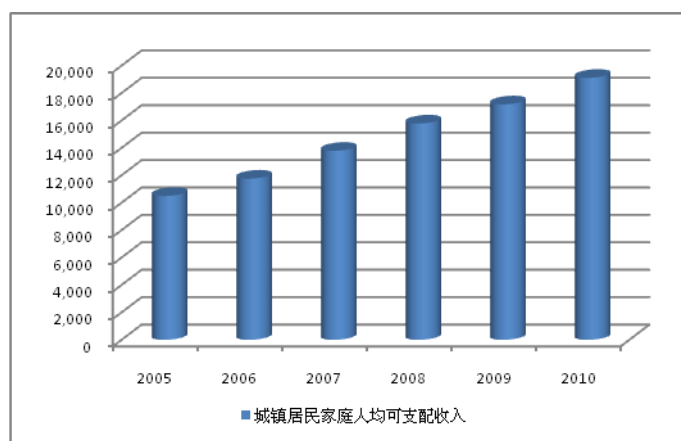
资料来源：《中国保险年鉴 2010》、华泰证券研究所

图表 18：2008-2010 年代理人销售收入增长情况



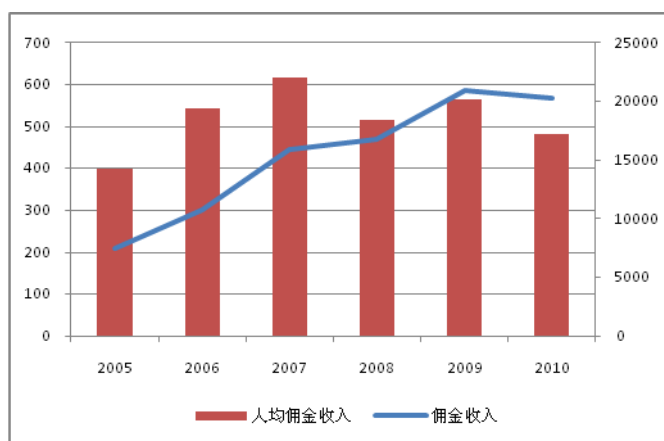
资料来源：《中国保险年鉴 2010》、华泰证券研究所

图表 19: 2005-2010 年居民可支配收入变动情况



资料来源:《中国保险年鉴 2010》、华泰证券研究所

图表 20: 2005-2010 年代理人佣金收入变动



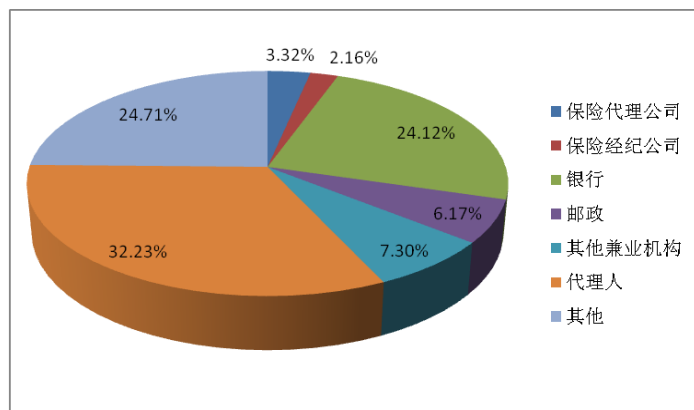
资料来源:《中国保险年鉴 2010》、华泰证券研究所

2. 银保合作向更深层次方向发展

银保销售逐渐成为保险销售中重要的销售方式。2007 年,银保渠道保费收入为 1,410.19 亿元,到 2010 年,银保渠道的保费收入已达到 3,503.79 亿元,增长 148.5%,其占行业总保费收入的比重也由 2007 年的 20% 上升至 2010 年的 24%。

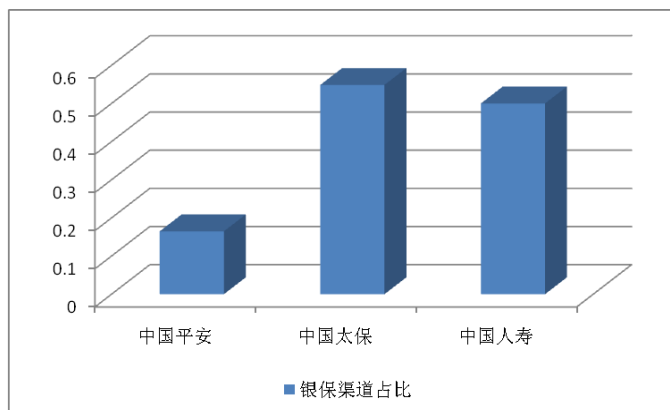
银保渠道最大的优势在于银行的广大客户群体和相对低佣金率。与代理人渠道不同,银保渠道客户的参与度更高,而不是保险公司专程去推销保险,从而大大降低了销售成本。2010 年,银保渠道的佣金率约为 4.2%,而代理人渠道的佣金率则为 12.1%。

图表 21: 2010 年保险销售渠道一览



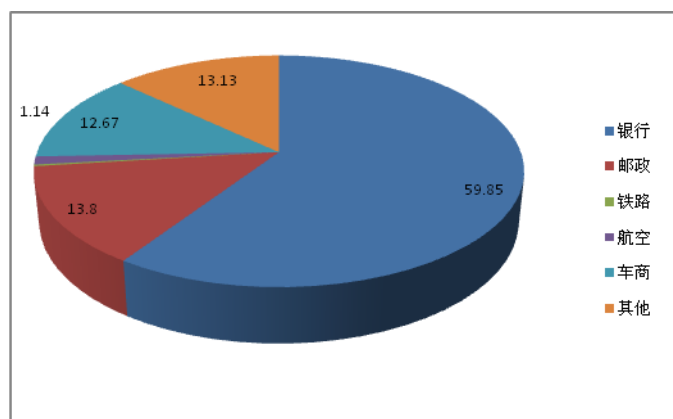
资料来源: 华泰证券研究所

图表 22: 2010 年三大险企银保渠道占比



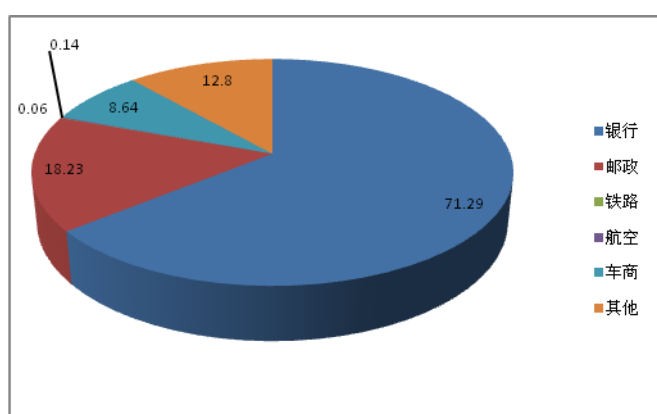
资料来源: 华泰证券研究所

图表 23: 2010 年保险兼业代理机构数量占比 (%)



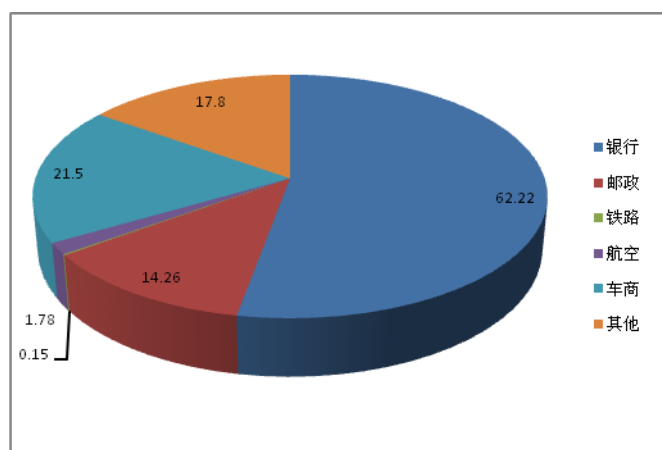
资料来源:《中国保险年鉴 2010》、华泰证券研究所

图表 24: 2010 年保险兼业代理机构保费收入占比 (%)



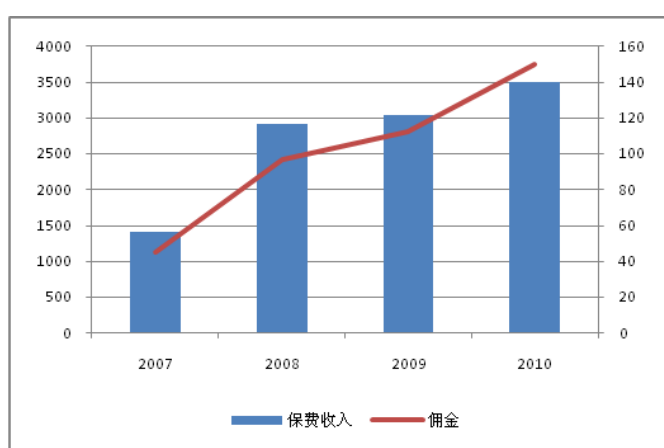
资料来源:《中国保险年鉴 2010》、华泰证券研究所

图表 25: 2010 年保险兼业代理机构佣金收入占比 (%)



资料来源:《中国保险年鉴 2010》、华泰证券研究所

图表 26: 保险兼业代理机构保费收入 (亿元)



资料来源:《中国保险年鉴 2010》、华泰证券研究所

虽然银保渠道短期内面临着政策压力,但从长期来看,由于银行具有广大的销售网络,银保销售具有强大的成本优势,银行和保险业的发展必将脱离目前的简单的代理关系,向更高层次的合作发展。从当前银保合作模式现状来看,股权渗透模式主体较多,发展较快;此外,金融集团模式也是大型保险公司的战略首选目标。目前,已有多家保险公司和银行互相涉及对方的领域,例如:中国太保参股天津银行、上海农商行等小型城商行;中国平安通过深发展、平安银行进入银行业;以及众多家银行系的保险公司。可以预见的是,随着银保合作关系逐步深化,银行保险一体化融合程度会逐步加快,从而在功能上,实现从银保联合销售到联合开发产品,再到整合服务乃至综合一体化经营。

五、财险成本率持续下降

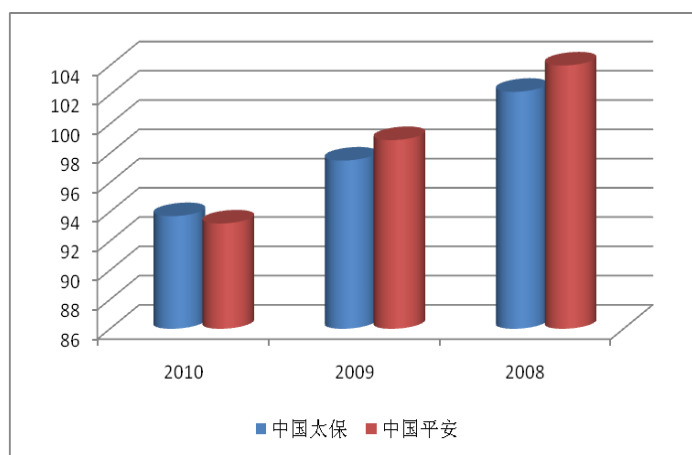
财险业务的综合成本率和综合赔付率在 2010 年迅速下降。2008 年,太保和平安财险的综合成本率分别为 102.2%和 104%,2010 年已经下降至 93.7%和 93.2%,分别下降 7.7%和 7.5%;综合

赔付率在 2008 年分别为 64.9%和 68.1%，2010 年已经下降至 57.4%和 55.4%，分别下降 10.4%和 12.3%。

财险成本率的快速下降来自于三方面原因。首先，2010 年财险保费收入同比增长 34.5%，与快速增长的财险保费收入相比较，险企赔付支出相对来说滞后一个时间段，从而降低了财险成本率；其次，行业监管的严格化一定程度上抑制了恶性竞争，节约了保险企业的成本；再者，车险信息共享平台的推广有效防止投保人的道德风险问题，使整个财险的综合成本率下降。

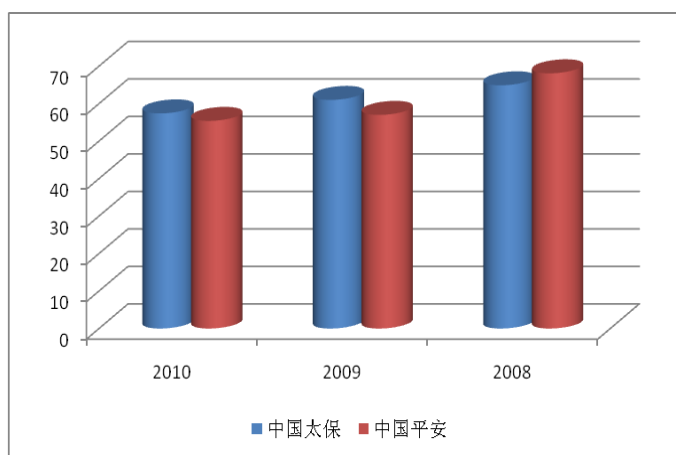
从风险管理的角度看，保险企业逐步改变其以规模扩张为目标的发展方式为承保盈利的发展方式，追求业务的长期可持续发展，逐步建立起以综合成本率为重点考核体系；其次，建立属于自己的专业人才队伍，对投保人及理赔事件具有较强的选择和风险辨别能力，从源头上减少风险的产生，降低综合赔付率；再次，保险公司开始建立以客户为中心的服务体系，注重倾听客户的声音，理赔服务质量较高，其业务投诉率行业最低，提高挽留优质客户资源的能力。

图表 27：太保和平安综合成本率对比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 28：太保和平安综合赔付率对比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

综上所述，我们认为 2011 年是保险行业巩固阵地的一年。经过 2010 年的保费收入急剧增长的之后，1 季度的保费收入增速已经略显艰难，经济增长模式转变倒逼销售渠道改革、政策限制冲击银保渠道拓展、新车销售减缓给财险收入带来压力。当然，从 A 股市场三家险企的股价来看，市场在 1 季度已经较为充分反映出保险行业面临的困难一面。然而，从另一方面看，债券利率的提高以及 A 股市场逐步转暖，给保险的投资收益带来较好的投资回报，毕竟投资收益率将决定保险企业的超额利润。

从估值角度看，无论是从内含价值还是从新业务价值上考虑，目前保险股的估值均处于历史底部。虑到 1 季度保险行业的走势已经反映出行业增速放缓的预期，我们认为保险股目前正处于一个底部形成的过程之中，股价下跌空间和概率远小于上涨空间和上涨概率，因此 2 季度对保险

行业由“中性”评级调高为“增持”评级。建议投资者关注代理人渠道完善、财险业务快速推进的中国平安以及另类投资为行业领先、财险成本控制优秀的中国太保。

中国平安（601318）

公司的优势在于其金融控股模式带来的强大的销售能力，其营销效率在行业内处于领先地位。寿险银保渠道上，平安由于拥有自己的银行渠道，受银保新规影响较小；代理人渠道上，平安长期专注于代理人队伍的建设，个险增长稳定。产险方面，受益于车险信息平台的上线，已在电销渠道上占绝对优势的平安产险将能够继续提高市场份额。目前，公司已公告 H 股再融资，偿付能力充足，短期内不会再有再融资计划。我们预计公司 11 年、12 年和 13 年的 EPS 分别为 2.76 元、3.48 和 4.07 元，给予公司“推荐”评级。

中国太保（000562）

公司的优势在于其财险成本控制能力十分优秀，在行业内处于领先水平。在寿险银保渠道上，公司与银行之间合作十分紧密，业务增长非常迅速；在代理人渠道，公司正在逐步打造一只业务能力突出的代理人团队。公司的另类投资是一大看点，处于行业领军地位，预计在保障房巨额投资建设中，公司将获得较好的投资收益。我们预计公司 11 年、12 年和 13 年的 EPS 分别为 1.25 元、1.46 和 1.70 元，给予公司“推荐”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。