

保险行业专题报告

数据说话，跟上友邦，平安和新华还需三年

李文兵，2017年6月26日

CMS  **招商证券**

Jerry Li (李文兵),
Equities Research, Insurance
China Merchants Securities (HK) Co., Ltd
Direct: (852) 3189 6288
Wechat: liwenbing0316
Email: Jerryli@cmschina.com.hk
Address: 48/F, One Exchange Square, Central, Hong Kong

1.从数据比较来看，优质寿险公司负债结构将逐渐接近友邦。依据我们的测算，我们认为平安和新华的增量保单的死差占比已经接近目前友邦集团的水平。在不考虑利润实现的情况下，我们估计平安和新华存量业务中的死差占比在2020年会分别达58%和46.5%，基本接近友邦集团现在水平。通过比较IFRS下和CGAAP下友邦中国的财务表现，我们发现负债端中保障占比的提升能显著地提升寿险公司的ROA，进而提升其ROE。我们预计，2018年，在总投资收益率大概率维持5%以上、寿险准备金逐渐开始回拨和存量业务中保障产品占比增加带来的盈利加速释放的背景下，优秀的纯寿险公司（如新华保险）的ROE将回升至15%以上，寿险公司盈利能力将大幅改善。

2.我们认为优质股下半年依然有较确定的20%以上的上升空间。我们继续看好下半年中资保险股的表现，主要原因如下：1）强劲的中期业绩或支撑保险股股价进一步回升（寿险公司主要表现在产品结构改善、NBV和EV强劲增长，财险公司主要表现在盈利回升迅速）；2）即便中期业绩期保险股没有很好的表现，进入4Q17，当保险股估值轮替入2018年时，更为吸引力的估值将会吸引南下资金新一轮的配置；3）进入2018年，我们认为寿险公司NBV增长将依然维持在不错水平，且其ROE将快速反弹，这些有利因素都利于其估值进一步修复；对于财险公司而言，保监会近期开始加强车险市场监管，车险竞争格局或将逐步改善，财险综合成本率或将于2018年继续改善，有利于其估值回升。

3.推荐新华和PICC。基于强劲的业绩增长（2017-18E EV或净资产年均增长15%-20%）和具有吸引力的估值（2017/18E P/EV 0.84x/0.71x，低于历史平均水平1.2个标准差左右），我们建议投资者积极配置保险股。在选股方面，我们推荐新华（可以更好的受益于健康险的快速增长；估计到2020年左右，新华利润来源中非利差的占比可能接近50%；我们预计2018年新华代理人增长会跟上同业，其NBV增长与同业之间的差距将逐渐缩小；2018年寿险准备金评估利率将缓步上行，纯寿险盈利弹性更大；目前其2017/18E P/EV仅为0.75/0.63x，修复空间大）和PICC（近期监管部门开始整治车险的恶性竞争，有利于行业秩序的恢复；PICC 1Q17车险综合成本率为98%，即便全年车险成本率上升至100%，其ROE依然能维持在13.5%的优秀水平；其1.2x 2017E P/B Vs. 15.5% 2017E ROE是不匹配的，未来其估值向上修复的概率非常高）。

公司	股票代码	评级	目标价	股价	上涨	EVPS (港元)		P/EV(x)		NBM(x)	ROE(%)	
			(港元)	(港元)	空间	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY17E	FY18E
友邦保险	1299 HK	卖出	52.61	57.45	-8.4%	29.57	32.01	1.94	1.79	14.31	11.91	12.22
中国平安	2318 HK	买入	58.01	52.00	11.6%	44.70	52.99	1.16	0.98	1.78	16.97	17.55
中国人寿	2628 HK	买入	29.38	24.35	20.7%	29.38	34.25	0.83	0.71	(1.95)	7.79	10.32
中国太保	2601 HK	买入	41.51	29.95	38.6%	35.27	42.30	0.85	0.71	(1.61)	11.42	13.02
新华保险	1336 HK	买入	56.74	40.00	41.9%	53.34	63.02	0.75	0.63	(3.05)	12.24	14.88
中国太平	0966 HK	买入	23.41	20.00	17.1%	33.52	37.13	0.60	0.54	(5.16)	9.91	10.94
						EPS (港元)		P/E (x)		P/B (x)	ROE (%)	
中国财险	2328 HK	买入	15.82	13.20	19.8%	1.58	1.71	8.34	7.73	1.32	15.80	15.01

资料来源：彭博、招商证券（香港）



1. 寿险负债端：预计平安和新华还需三年可跟上友邦

- 1.1 平安和新华负债端与友邦相比还有一定差距
- 1.2 健康险助力，中资寿险公司负债结构显著改善
- 1.3 我们预计到2020年左右，平安和新华的存量业务中死差将接近友邦集团

2. 资产端：中资与友邦差距在于分散性较差，短期内差距很难缩小

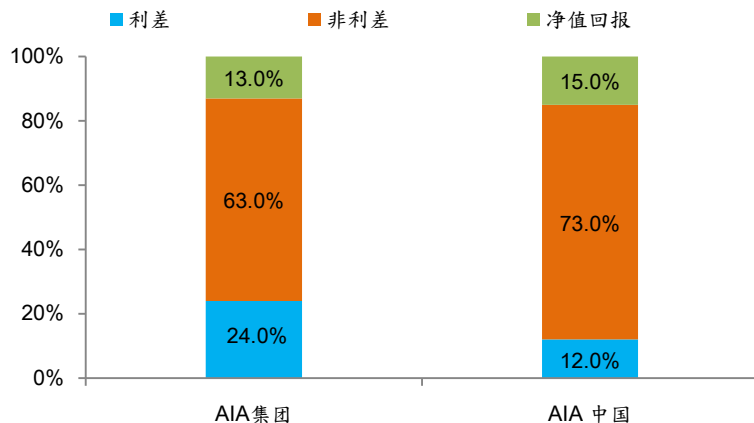
- 2.1 友邦EV对利率变化免疫力更高
- 2.2 中资保险公司资产减值风险高于友邦，但是影响也在可控范围之内

3. 保障提升ROE并非虚言 - 来自AIA中国的案例

- 3.1 友邦集团IFRS准则下ROE稳健，但是并不高
- 3.2 友邦中国在CGAAP下ROA显著高于同业
- 3.3 友邦中国的综合ROA也显著强于中资寿险公司
- 3.4 剔除准备金影响后，中资寿险公司2016年ROE显著回升

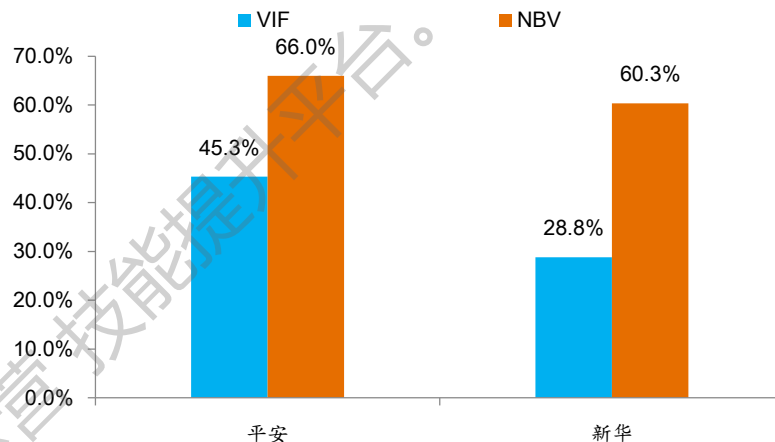
4. 我们认为下半年优质保险股依然具备20%以上的上涨空间

图1：IFRS下友邦集团和友邦中国的利润来源



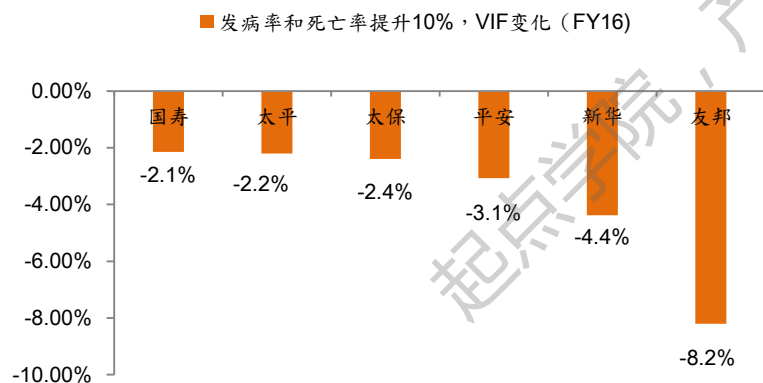
资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图2：平安和新华VIF和NBV中的非利差估算



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图3：不同公司的VIF对发病率和死亡率的敏感性



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

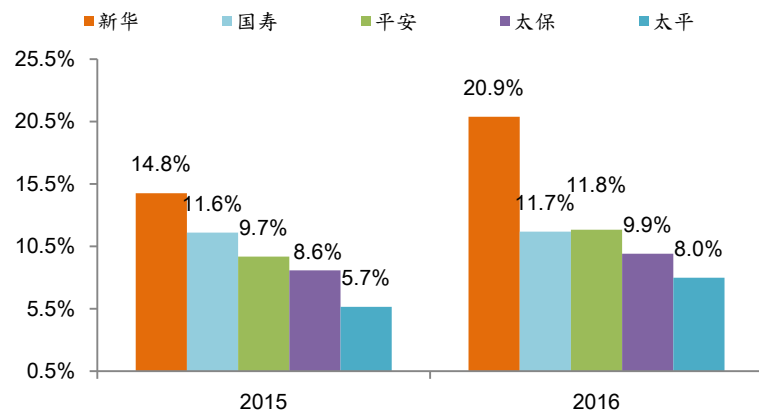
图4：我们估计仅靠健康险贡献，新华NBV中的死差占比可达六成左右

单位：人民币亿元	2015	2016
首年期缴保费	128	179
健康险首年保费	77	99
其他	51	80
个险渠道NBV	78	103
公司NBV	77	105
健康险NBV利润率（估算）	78%	80%
非健康NBV险利润率（估算）	33%	32%
健康险贡献NBV	60.06	79.2
健康险NBV中死差占比	80%	80%
健康险NBV中死差	48.05	63.36
健康险死差占公司NBV比例	62.4%	60.3%

资料来源：公司公告、招商证券（香港）预测

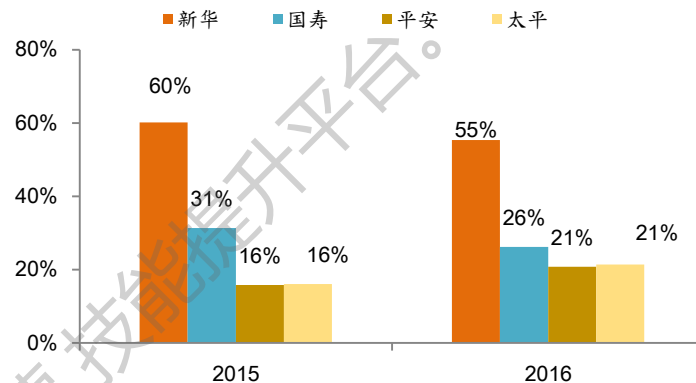
健康险助力，新华改善负债结构显著改善

图5：新华总保费中健康险占比显著高于同业



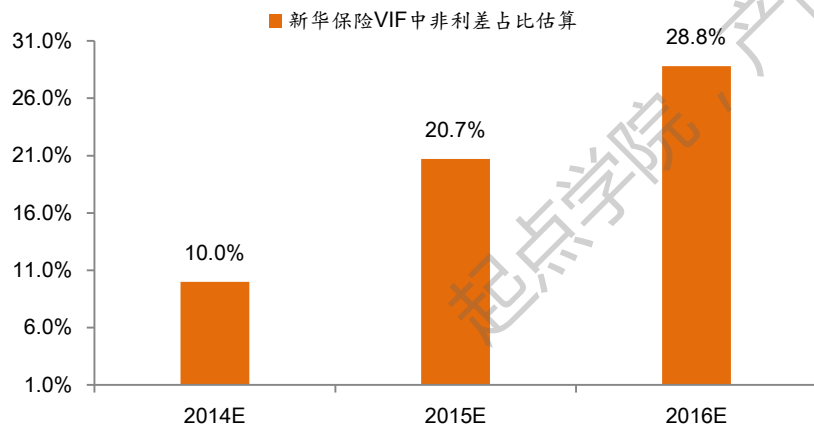
资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图6：个险新单中，新华健康险占比超过一半



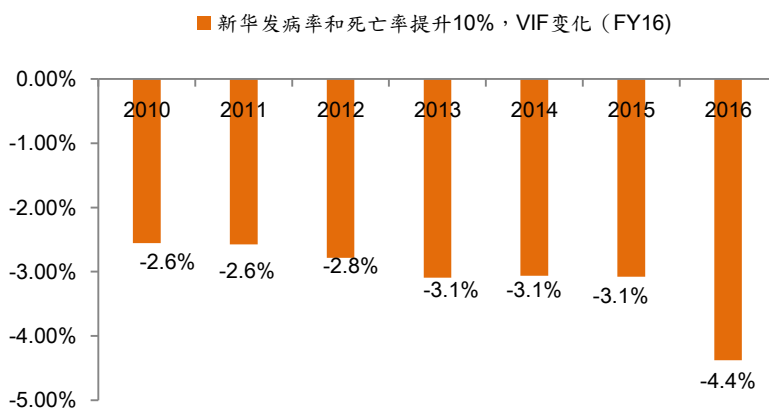
资料来源：WIND、公司公告、招商证券（香港）预测

图7：新华VIF中死差估算



资料来源：调研数据、招商证券（香港）预测

图8：新华VIF对发病率和死亡率的敏感性逐渐上升

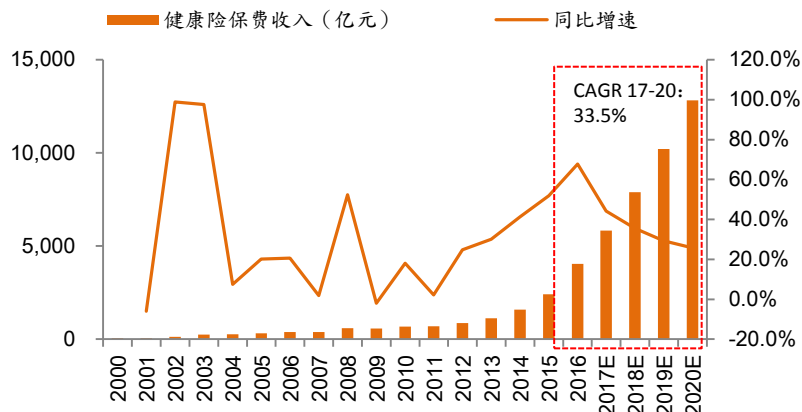


资料来源：公司公告、招商证券（香港）

备注：起点学院 学员收集资料于网络，版权为原作者所有。

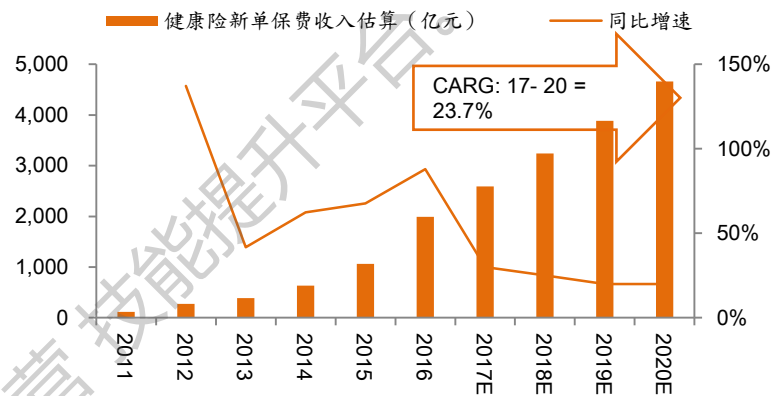
预计2020年前健康险会大发展，2020年后增速或放缓

图9：我们预计到2020年，健康险保费收入达到1.28万亿



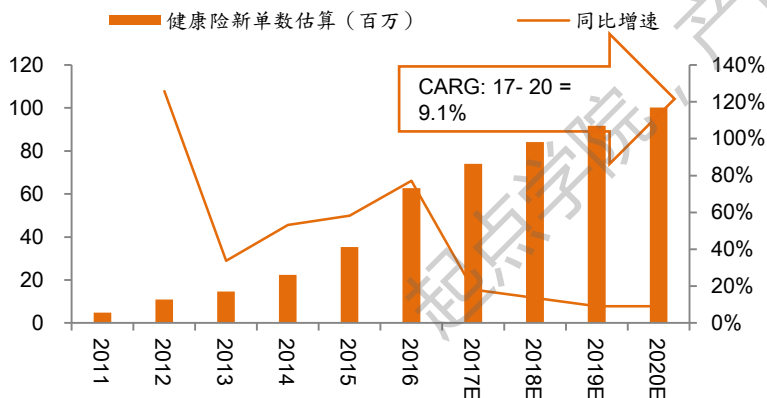
资料来源：Wind、招商证券（香港）

图10：我们预计到2020年，健康险新单保费收入达到4,665亿元，2017-2020年均复合增速为23.7%



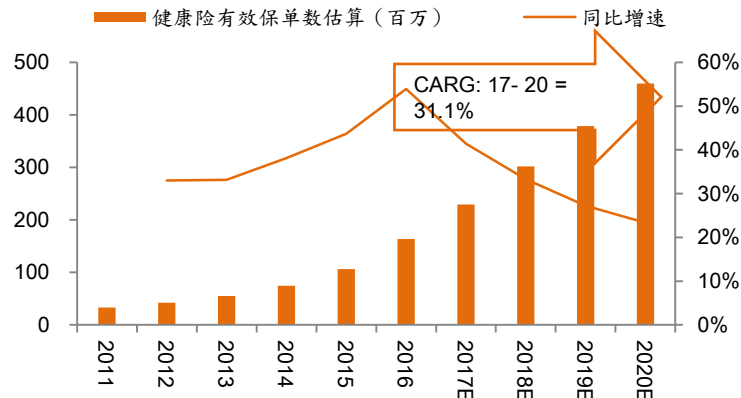
资料来源：Wind、招商证券（香港）估计

图11：中国健康险新保单数估计



资料来源：Wind、调研数据、招商证券（香港）估计

图12：中国健康险存量保单数估计



资料来源：Wind、调研数据、招商证券（香港）估计

备注：起点学院 学员收集资料于网络，版权为原作者所有。

我们预计2020年左右，新华个险客户人均健康险保单数达到0.77

图13：新华健康险在代理人渠道渗透率估算

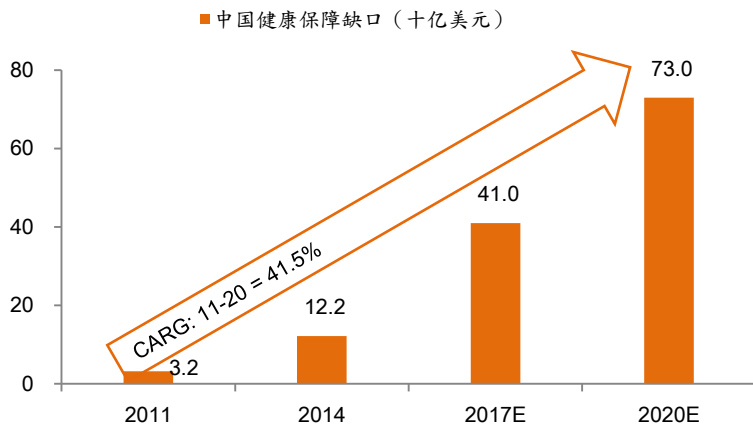
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
新华代理人渠道客户数估算						
新华代理人数目	26	32				
平安代理人人均客户数	79	70				
新华代理人人均客户数占平安的比例	70%	75%				
新华代理人人均客户数	55	52				
新华代理人总客户数	14.4	16.7	19.2	21.9	24.8	27.9
代理人渠道新增客户数估算（百万）		2.3	2.5	2.7	2.9	3.1
新华个人客户数（百万）	27	28				
新华代理人渠道客户数占总数比例	53%	59%				
健康险客户占个人客户数的比例估算						
新华健康险当年保费收入（亿元）	165	235	333	450	583	736
新华健康险当年续期保费收入（亿元）	88	136	200	283	383	496
新华健康险新单保费收入（亿元）	77	99	134	167	200	241
新单保费增速		28.6%	35%	25%	20%	20%
新华健康险件均保费	3,300	3,500	3,850	4,235	4,659	5,124
新华健康险保单件数估算（百万）	5.0	7.6	10.7	14.1	17.7	21.5
新华代理人渠道客户数人均持有其健康险保单件数	0.35	0.45	0.56	0.64	0.71	0.77

资料来源：公司公告、招商证券（香港）测算

备注：起点学院 学员收集资料于网络，版权为原作者所有。

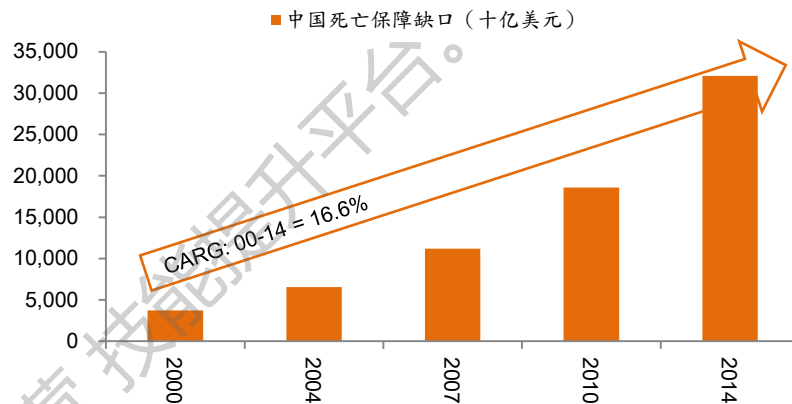
预计2020年，新华和平安存量负债中保障占比接近友邦

图14：预计到2020年中国健康保障的缺口为730亿美元



资料来源：SIGMA、招商证券（香港）

图15：到2014年底，中国死亡保障缺口已经十分巨大



资料来源：SIGMA、招商证券（香港）

图16：新华和平安VIF中非利差预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新华VIF中非利差占比估算											
年初VIF	402	505	650	875	1,152	1,494	1,912	2,408	2,996	3,690	4,508
年初VIF中非利差占比	10.0%	20.7%	28.8%	35.0%	39.5%	42.9%	45.6%	47.8%	49.7%	51.3%	52.8%
当年VIF自身增长率	na	2.4%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
当年NBV	103	133	173	207	249	299	344	395	454	523	601
当年NBV增速		29.0%	30.0%	20%	20%	20%	15%	15%	15%	15%	15%
当年NBV中非利差占比	62.4%	60.3%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	61.0%	62.0%	63.0%	64.0%	65.0%
年末VIF	505	650	875	1,152	1,494	1,912	2,408	2,996	3,690	4,508	5,470
年末VIF中非利差占比	20.7%	28.8%	35.0%	39.5%	42.9%	45.6%	47.8%	49.7%	51.3%	52.8%	54.1%
平安VIF中非利差占比估算											
年初VIF	1,833	2,313	2,659	3,866	5,369	7,231	9,527	12,266	15,520	19,375	23,931
年初VIF中非利差占比	35.0%	40.2%	46.6%	51.3%	54.4%	56.5%	58.0%	59.3%	60.4%	61.5%	62.4%
当年VIF自身增长率	na	-13.7%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
当年NBV	480	663	995	1,193	1,432	1,718	1,976	2,273	2,614	3,006	3,457
当年NBV增速		38.2%	50.0%	20%	20%	20%	15%	15%	15%	15%	15%
当年NBV中非利差占比	60%	66.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	66.0%	67.0%	68.0%	69.0%	70.0%
年末VIF	2,313	2,659	3,866	5,369	7,231	9,527	12,266	15,520	19,375	23,931	29,302
年末VIF中非利差占比	40.2%	46.6%	51.3%	54.4%	56.5%	58.0%	59.3%	60.4%	61.5%	62.4%	63.3%

资料来源：公司年报、招商证券（香港）测算

1. 寿险负债端：预计平安和新华还需三年可跟上友邦

1.1 平安和新华负债端与友邦相比还有一定差距

1.2 健康险助力，中资寿险公司负债结构显著改善

1.3 我们预计到2020年左右，平安和新华的存量业务中死差将接近友邦集团

2. 资产端：中资与友邦差距在于分散性较差，短期内差距很难缩小

2.1 友邦EV对利率变化免疫力更高

2.2 中资保险公司资产减值风险高于友邦，但是影响也在可控范围之内

3. 保障提升ROE并非虚言 - 来自AIA中国的案例

3.1 友邦集团IFRS准则下ROE稳健，但是并不高

3.2 友邦中国在CGAAP下ROA显著高于同业

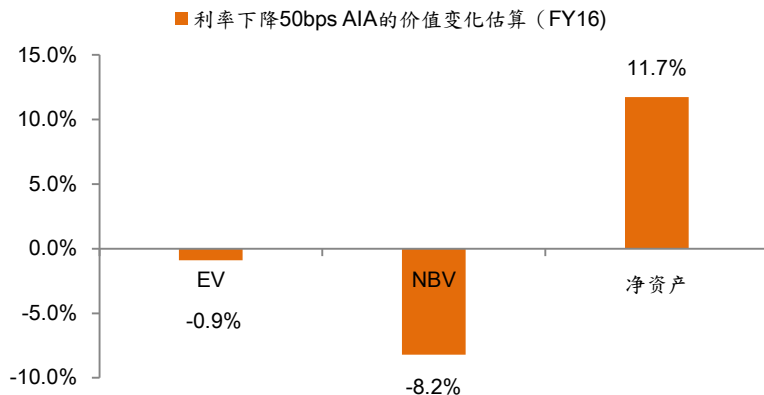
3.3 友邦中国的综合ROA也显著强于中资寿险公司

3.4 剔除准备金影响后，中资寿险公司2016年ROE显著回升

4. 我们认为下半年优质保险股依然具备20%以上的上涨空间

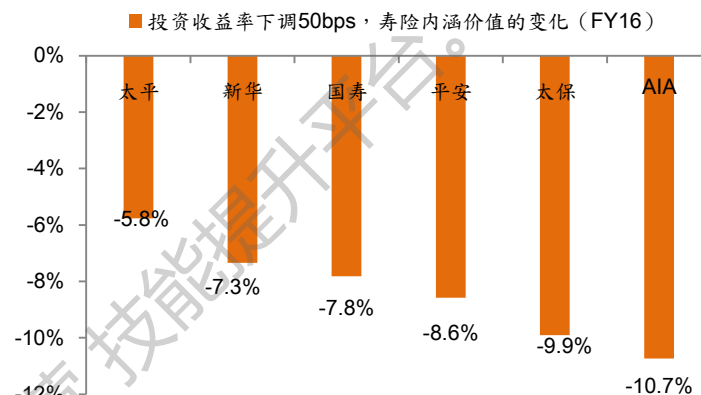
友邦利率免疫性高，资产配置更分散

图17：友邦的EV对利率下行的免疫力较强



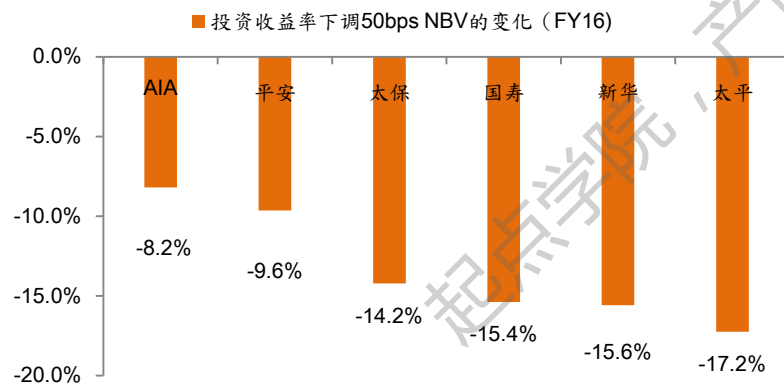
资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图18：如果是投资收益率下行，友邦的EV敏感性也很高



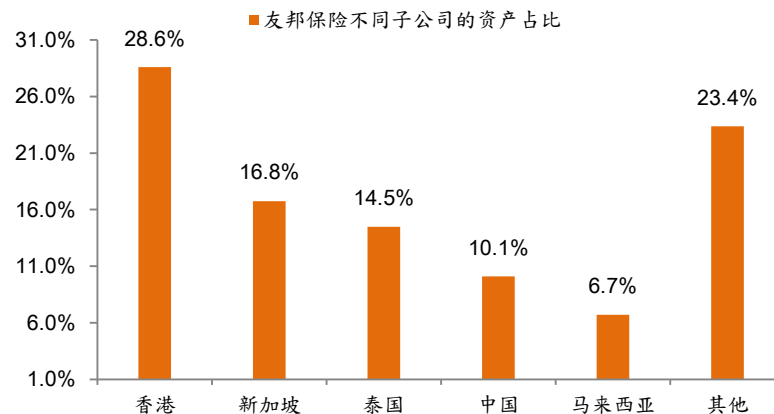
资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图19：投资收益率下调50bps寿险公司的NBV变化



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

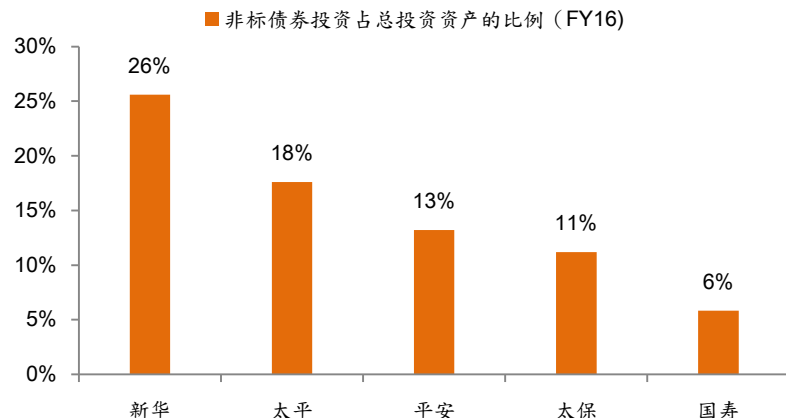
图20：友邦的资产分散性较强



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

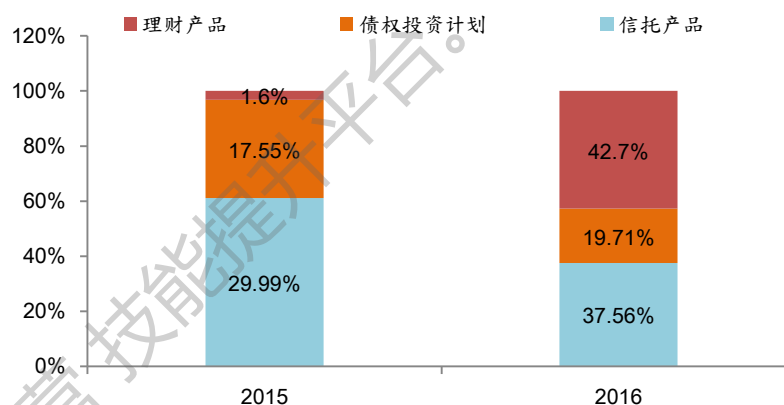
中资保险公司信用风险主要来自非标配置

图21：中资保险非标投资占总投资的比例



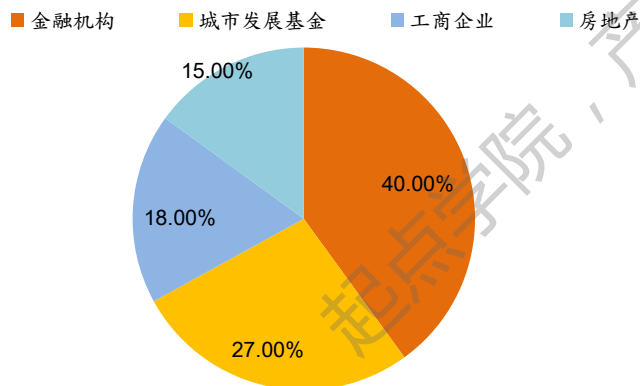
资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图22：新华债权类非标产品投资划分



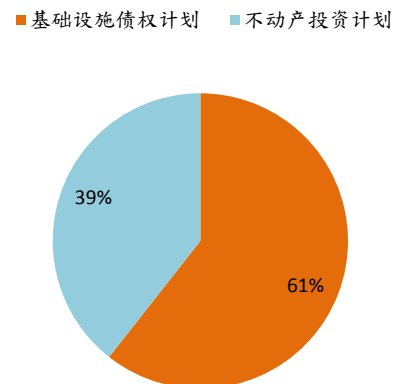
资料来源：调研数据、招商证券（香港）

图23：新华信托产品的投资去向



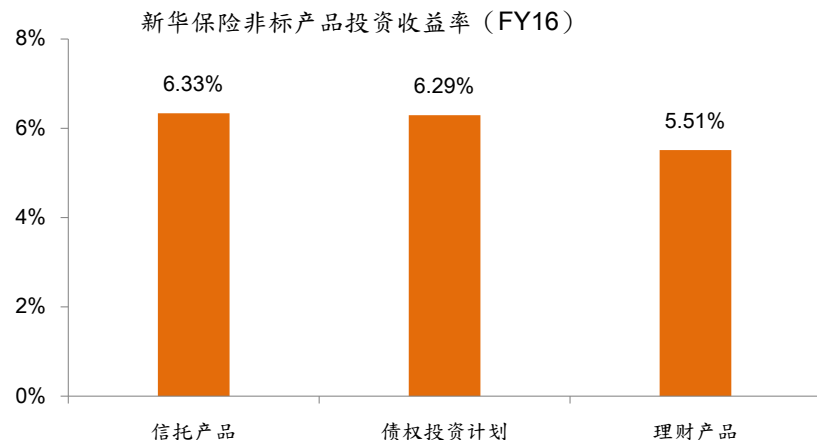
资料来源：调研数据、招商证券（香港）

图24：新华债权计划非标产品的投资去向



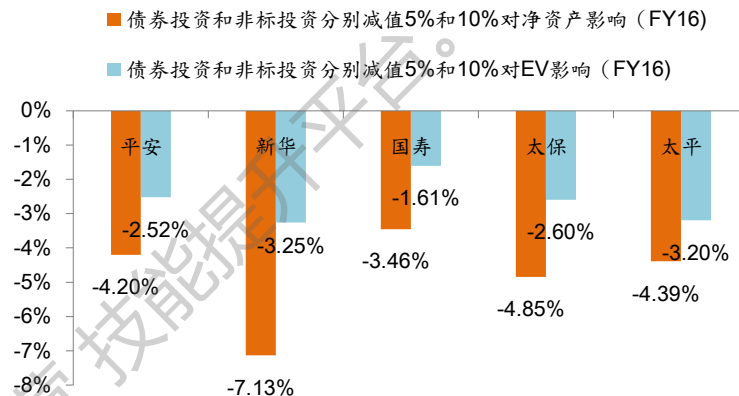
资料来源：调研数据、招商证券（香港）

图25：新华非标产品的投资收益率



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图26：债券投资减值5%，非标投资减值10%，寿险EV和净资产变化



资料来源：公司公告、招商证券（香港）预测

1. 寿险负债端：预计平安和新华还需三年可跟上友邦

1.1 平安和新华负债端与友邦相比还有一定差距

1.2 健康险助力，中资寿险公司负债结构显著改善

1.3 我们预计到2020年左右，平安和新华的存量业务中死差将接近友邦集团

2. 资产端：中资与友邦差距在于分散性较差，短期内差距很难缩小

2.1 友邦EV对利率变化免疫力更高

2.2 中资保险公司资产减值风险高于友邦，但是影响也在可控范围之内

3. 保障提升ROE并非虚言 - 来自AIA中国的案例

3.1 友邦集团IFRS准则下ROE稳健，但是并不高

3.2 友邦中国在CGAAP下ROA显著高于同业

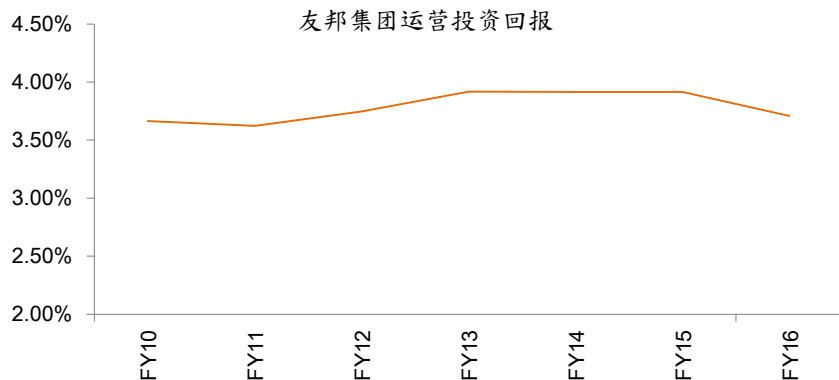
3.3 友邦中国的综合ROA也显著强于中资寿险公司

3.4 剔除准备金影响后，中资寿险公司2016年ROE显著回升

4. 我们认为下半年优质保险股依然具备20%以上的上涨空间

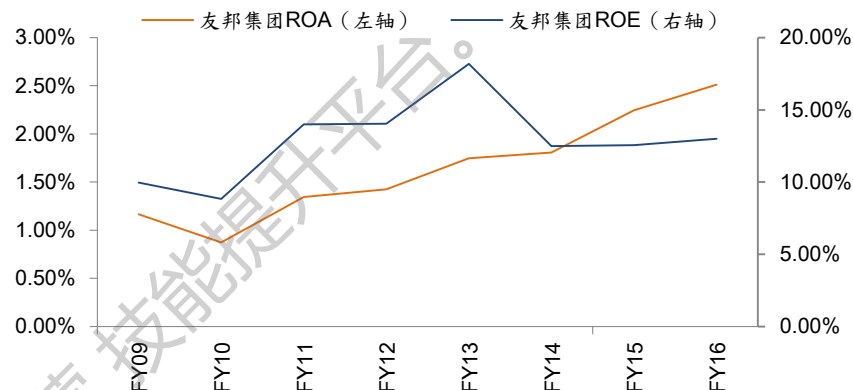
友邦集团IFRS准则下ROE稳健，但是并不高

图27：友邦集团的运营投资收益率不高，但是稳健



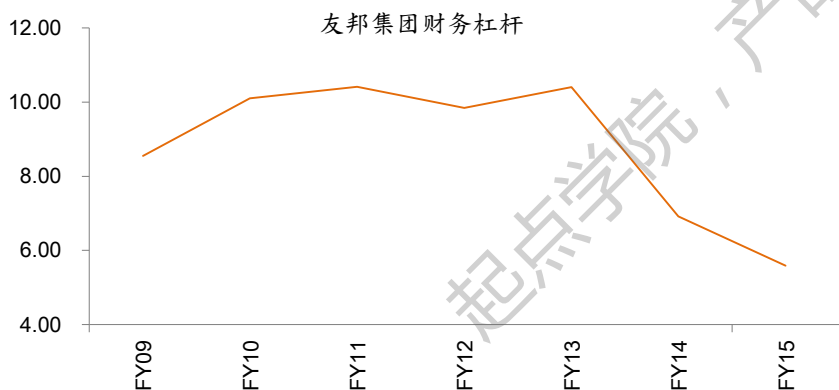
资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图28：友邦集团的ROA高，但是ROE不是很高



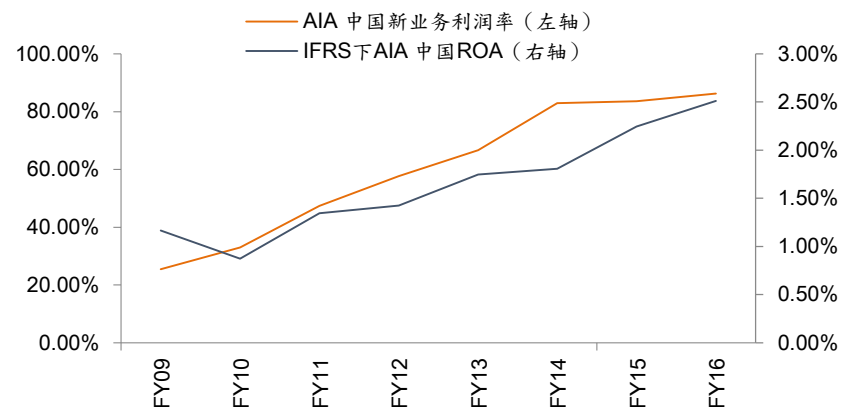
资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图29：友邦集团的财务杠杆不高，而且逐年下降



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

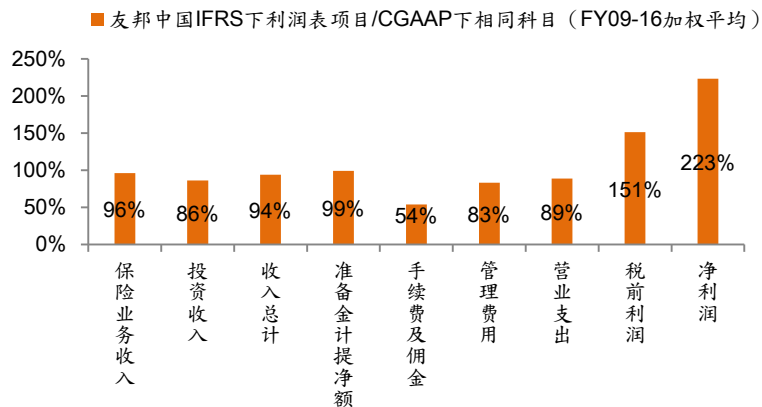
图30：友邦中国在IFRS下的ROAA与新业务利润率相关性高



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

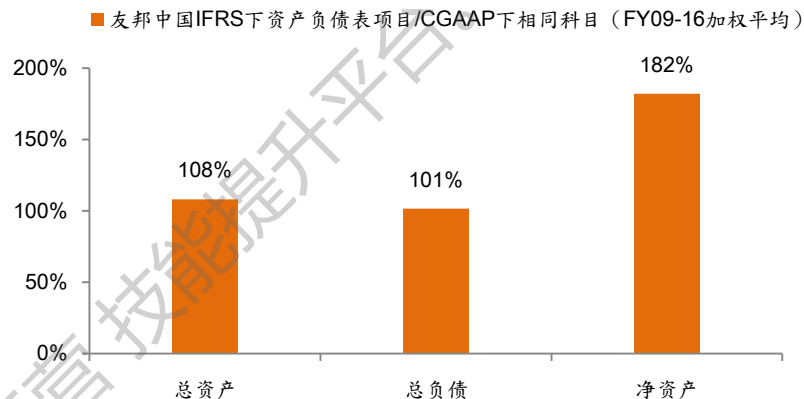
友邦中国IFRS和CGAAP下会计科目的比较

图31：IFRS和CGAAP准则下，友邦中国利润表科目的比较



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

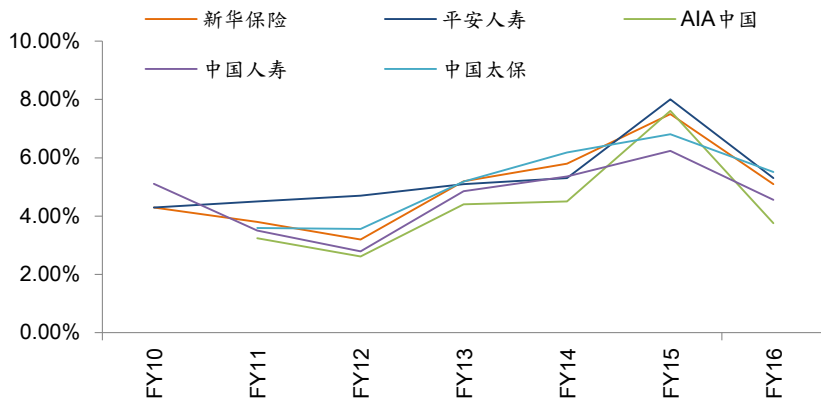
图32：IFRS和CGAAP准则下，友邦中国资产负债表科目的比较



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

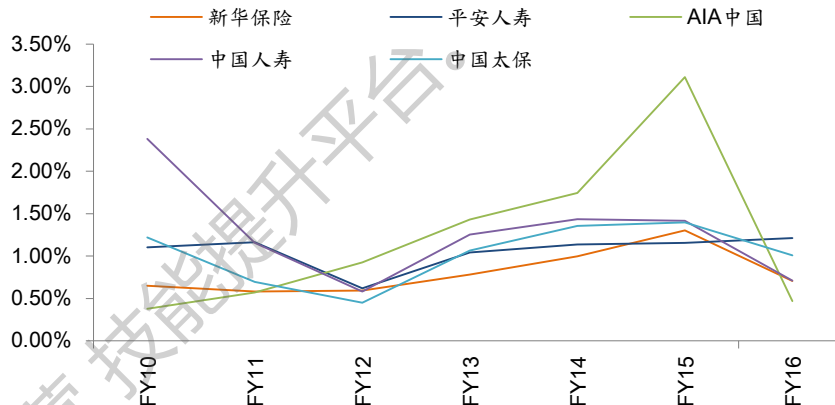
友邦中国在CGAAP下ROA显著高于同业

图33：友邦中国的投资收益率低于中资寿险公司



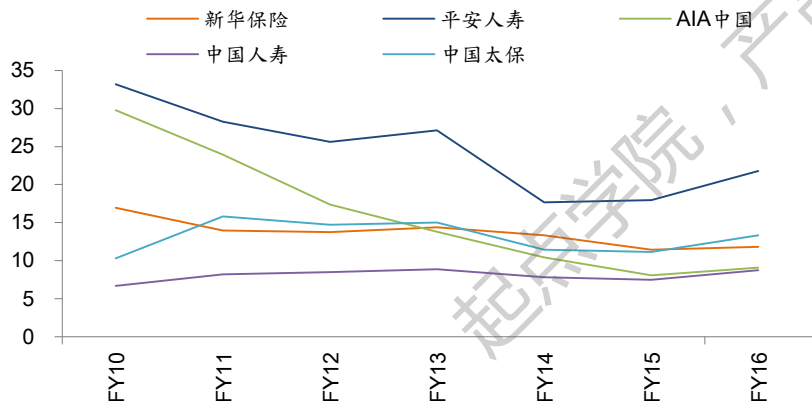
资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图34：友邦中国的ROA显著好于中资寿险公司



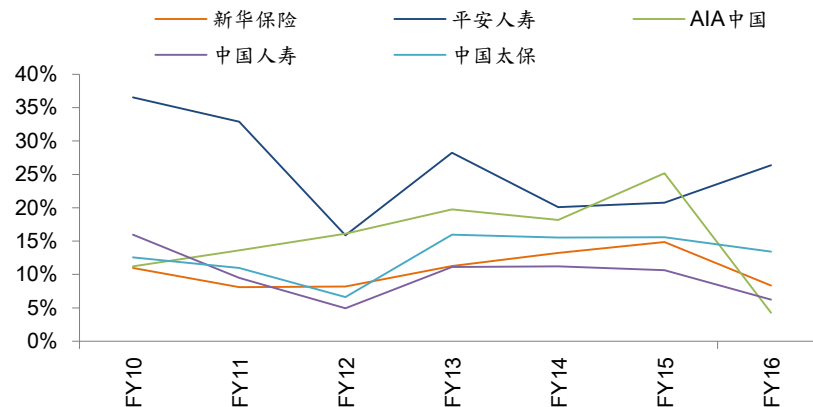
资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图35：友邦中国的财务杠杆低于中资寿险公司



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图36：友邦中国的ROE介于中资寿险公司中间水平

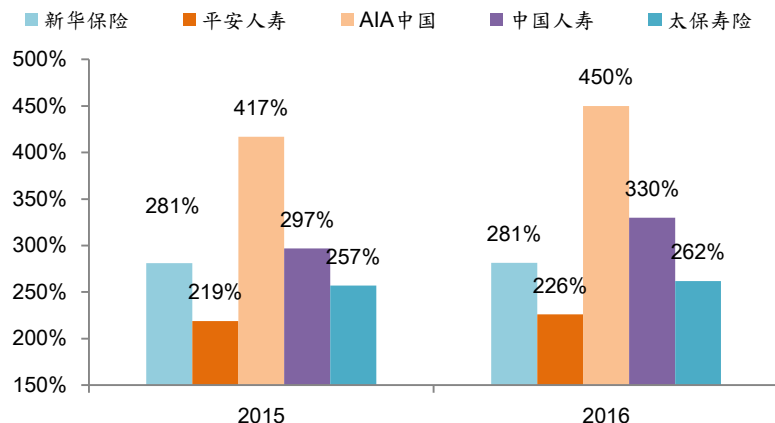


资料来源：公司公告、招商证券（香港）

备注：起点学院 学员收集资料于网络，版权为原作者所有。

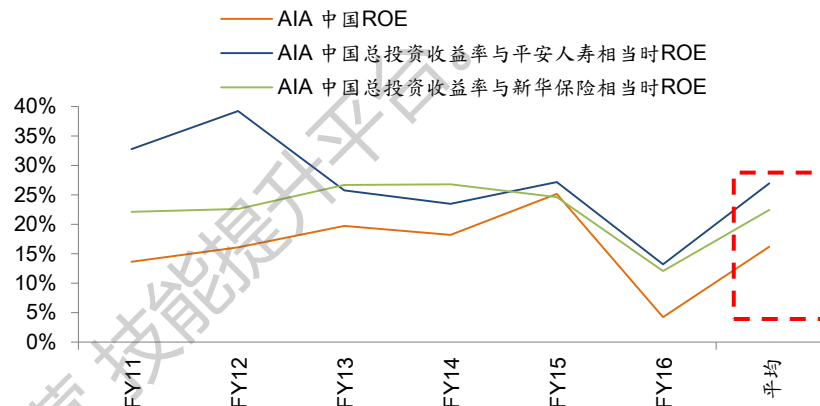
友邦中国财务更稳健，相同投资收益率情况下ROE好于同业

图37：友邦中国偿付能力最高



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图38：友邦中国在总投资收益率跟上新华和平安时的ROE估算

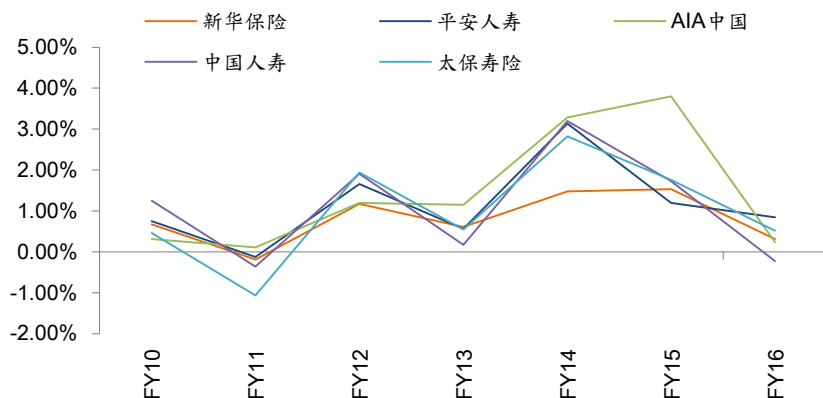


资料来源：公司公告、招商证券（香港）测算

备注：起点学院 学员收集资料于网络，版权为原作者所有。

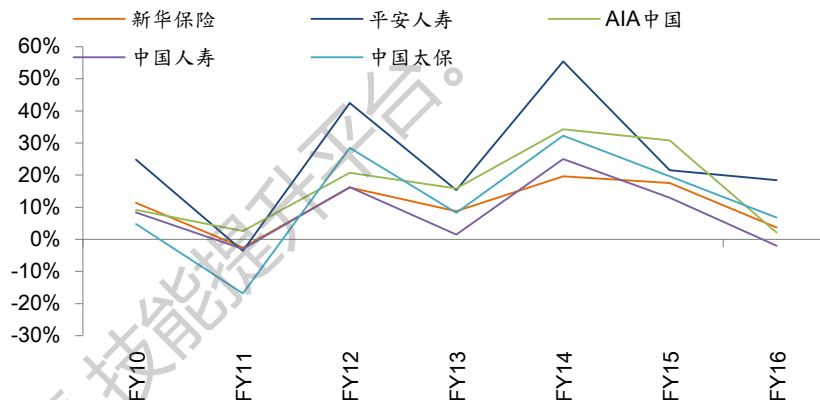
友邦中国的综合ROA也显著强于中资寿险公司

图39：友邦中国的综合ROA也显著高于中资寿险公司



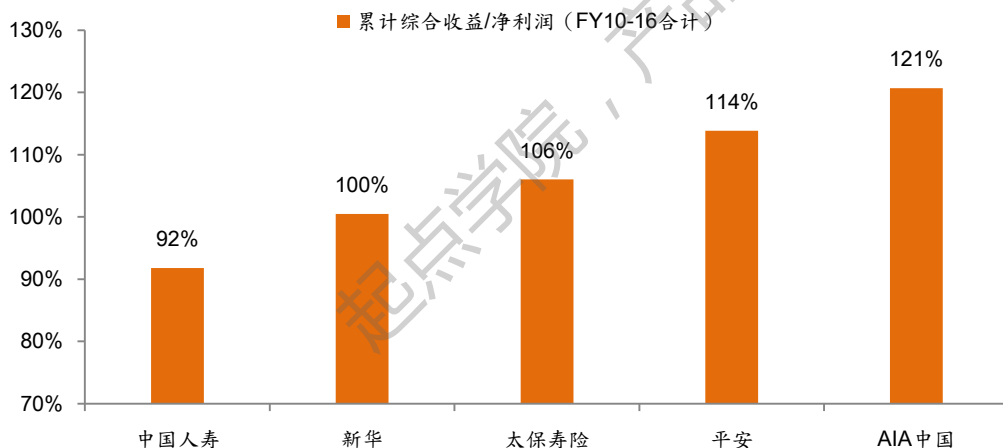
资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图40：友邦中国的综合ROE介于中资寿险公司中间



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图41：友邦中国的综合收益与净利润的比值最高

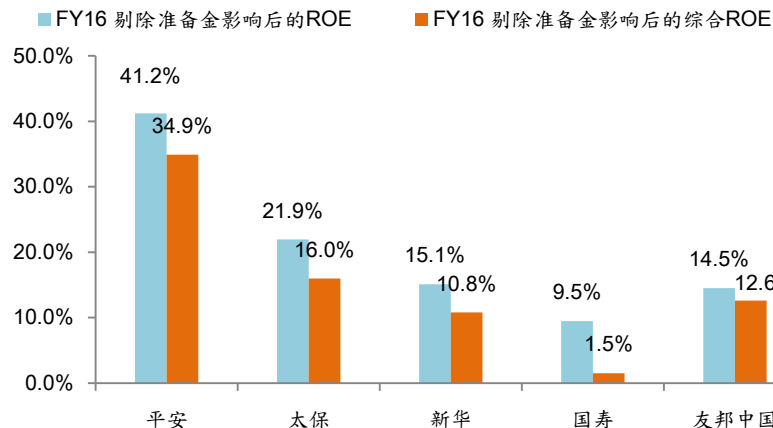


资料来源：公司公告、招商证券（香港）

备注：起点学院 学员收集资料于网络，版权为原作者所有。

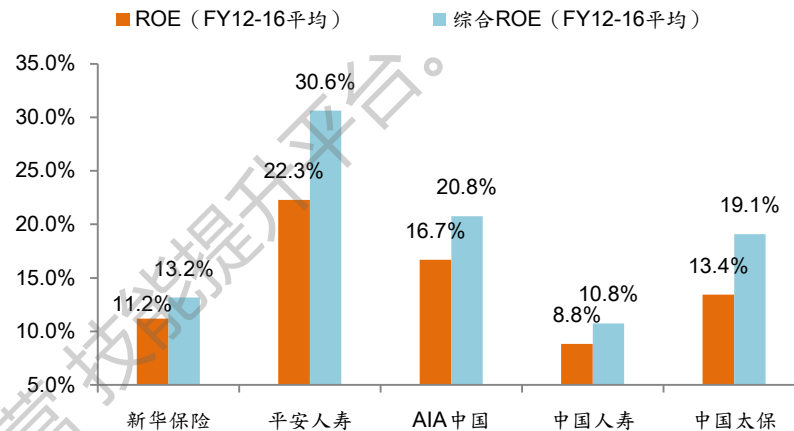
剔除准备金影响后，中资寿险公司2016年ROE显著回升

图42：剔除准备金影响后，寿险公司FY16 ROE还是比较可观的



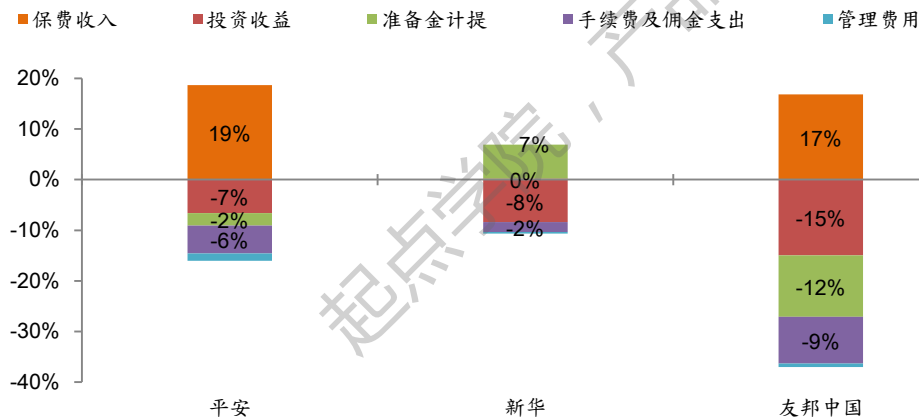
资料来源：公司公告、招商证券（香港）测算

图43：FY12-16平均ROE和综合ROE



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图44：寿险公司下2016年盈利变化因素拆分（增量/总收入）



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

1. 寿险负债端：预计平安和新华还需三年可跟上友邦

1.1 平安和新华负债端与友邦相比还有一定差距

1.2 健康险助力，中资寿险公司负债结构显著改善

1.3 我们预计到2020年左右，平安和新华的存量业务中死差将接近友邦集团

2. 资产端：中资与友邦差距在于分散性较差，短期内差距很难缩小

2.1 友邦EV对利率变化免疫力更高

2.2 中资保险公司资产减值风险高于友邦，但是影响也在可控范围之内

3. 保障提升ROE并非虚言 - 来自AIA中国的案例

3.1 友邦集团IFRS准则下ROE稳健，但是并不高

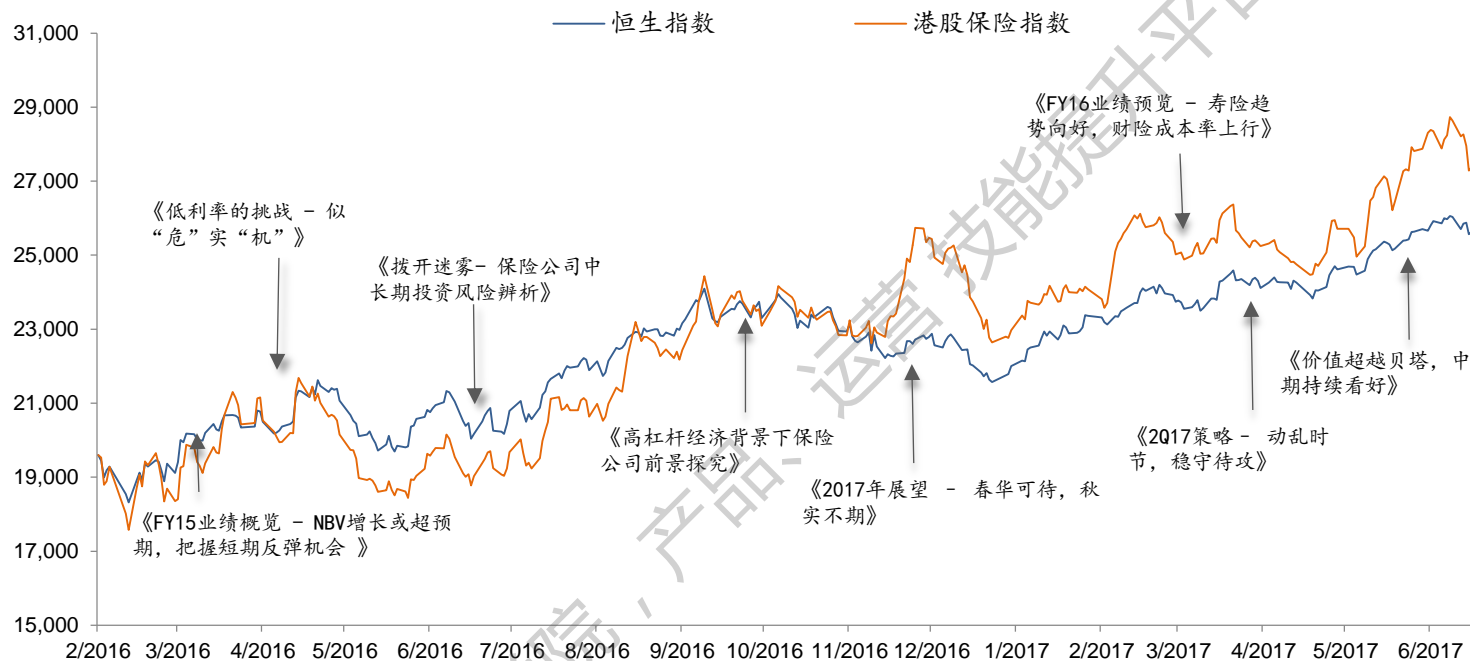
3.2 友邦中国在CGAAP下ROA显著高于同业

3.3 友邦中国的综合ROA也显著强于中资寿险公司

3.4 剔除准备金影响后，中资寿险公司2016年ROE显著回升

4. 我们认为下半年优质保险股依然具备20%以上的上涨空间

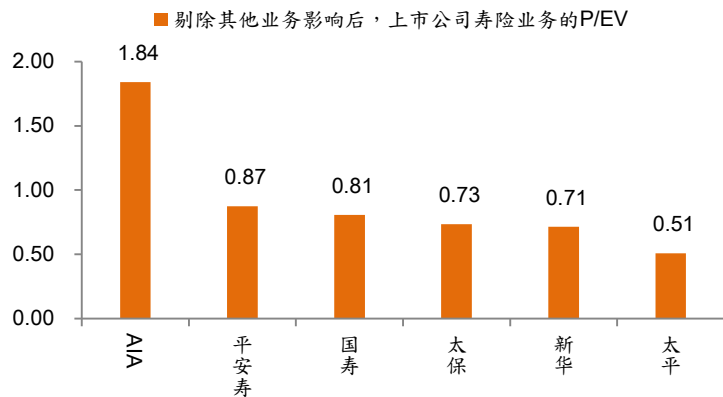
图45：近一年来推荐回顾，我们基本准确的把握住了保险板块的投资机会，2Q17策略推荐略有瑕疵



资料来源：彭博、招商证券（香港）

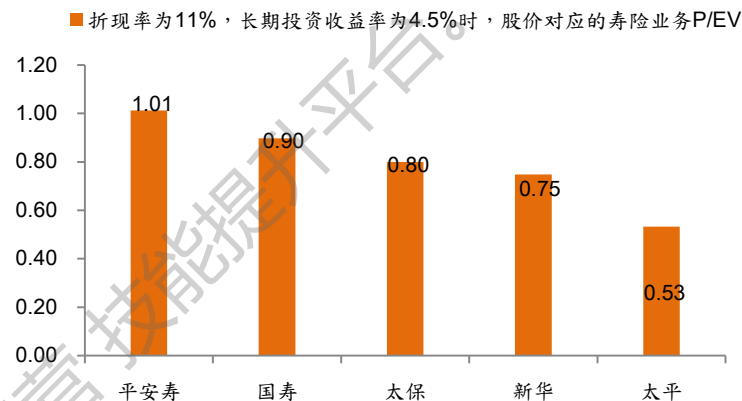
寿险公司P/EV估值依然具有吸引力

图46：上市公司寿险业务估值比较



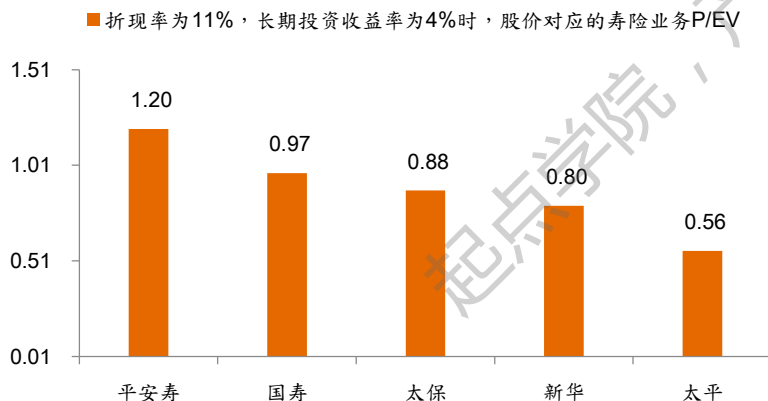
资料来源：招商证券（香港）

图47：长期投资收益率下调至4.5%时，寿险业务的P/EV



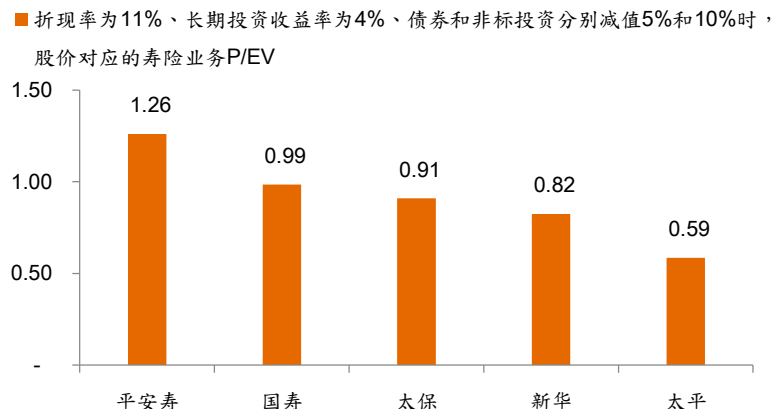
资料来源：招商证券（香港）

图48：长期投资收益率下调至4%时，寿险业务的P/EV



资料来源：招商证券（香港）

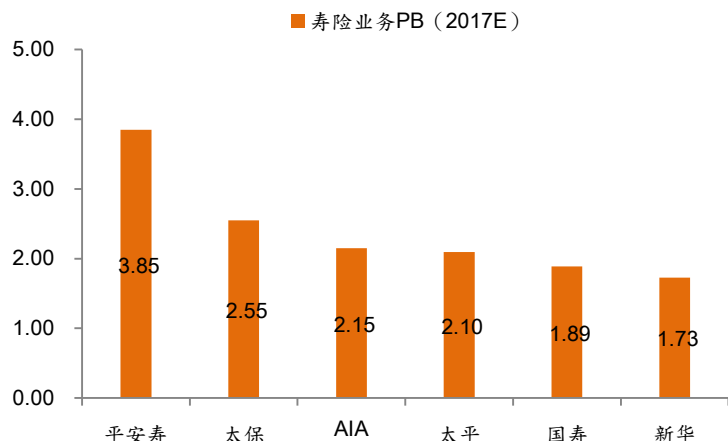
图49：长期投资收益率下调至4%和考虑资产减值损失后,寿险业务的P/EV



资料来源：招商证券（香港）

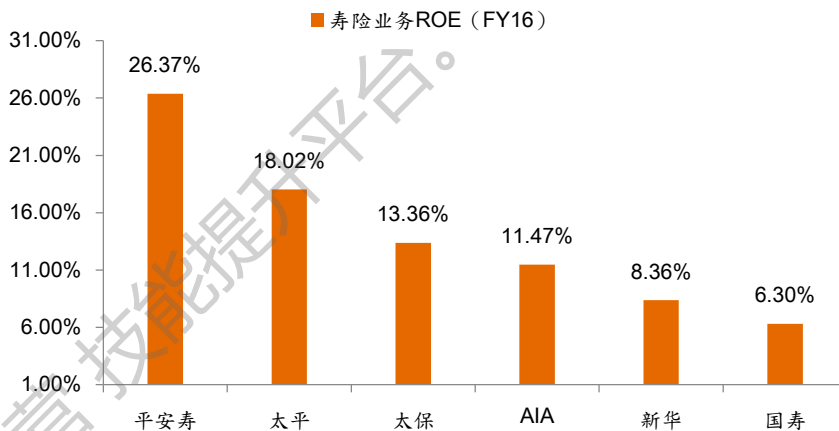
寿险公司P/B估值分化

图50：上市公司寿险业务的P/B



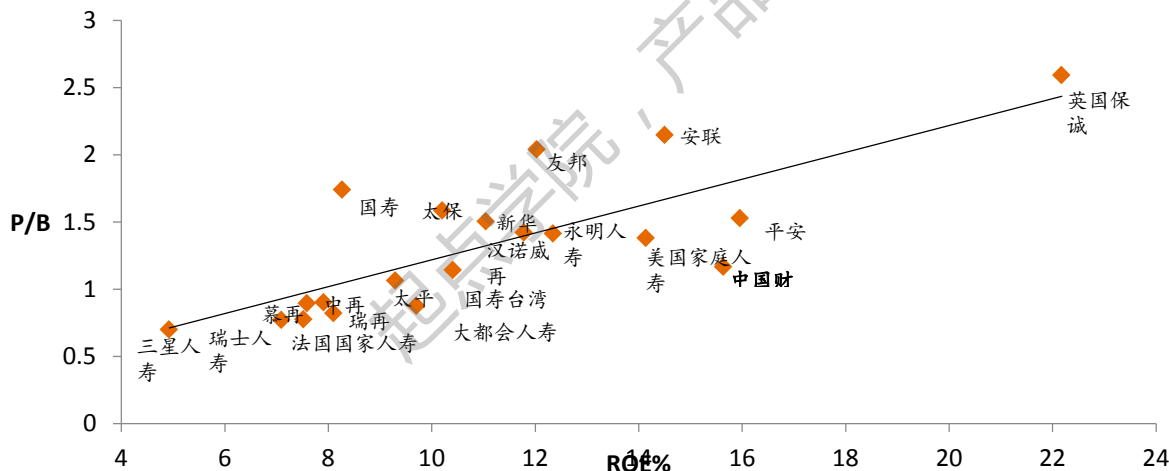
资料来源：招商证券（香港）

图51：上市公司2016年寿险业务的ROE



资料来源：招商证券（香港）

图52：保险股PB-ROE的全球比较（2017E）



资料来源：彭博、招商证券（香港）

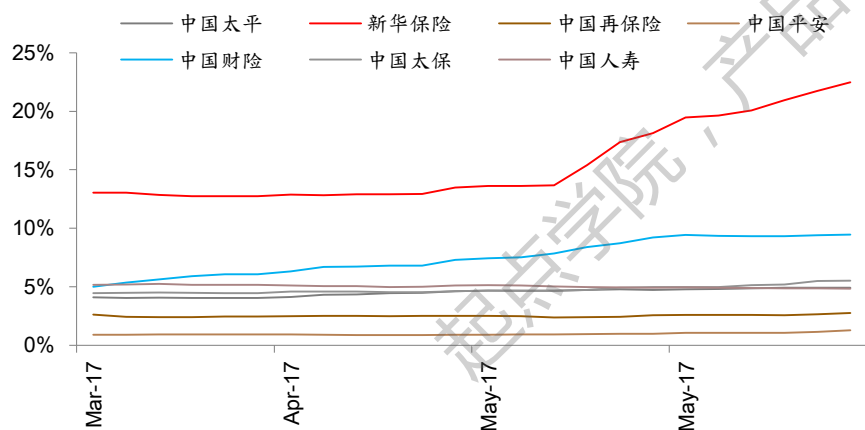
1.我们认为优质股下半年依然有较确定的20%以上的上升空间：站在目前的时点展望2H17，我们认为优质的保险公司依然具有很好的配置价值，原因如下：1) 中期业绩强劲，寿险公司上半年NBV和EV都将强劲增长，财险公司盈利表现亦不错；2) 半年业绩公布后，进入4Q17，保险公司估值将轮动至2018年，主要优秀保险公司的估值将更有吸引力；3) 2018年寿险公司利润和ROE将修复显著，在准备金评估利率上行释放部分利润、新单中保障产品占比高的公司盈利增长强十分强劲，综合ROE有望超过15%甚至接近20%的优秀水平。这些有利因素将使得寿险公司估值回升至1-1.2x P/EV或2.2-2.5x P/B的较优秀水平。

2.我们继续推荐纯寿险的新华和纯财险的PICC：

新华保险：健康险表现最优，2018年进入业绩释放期：1) 新华健康险总保费、个险新单中占比显著高于同业，可以更好的受益于健康险的快速增长；2) 我们估计到2020年左右，新华利润来源中非利差的占比可能接近50%，较2015年显著改善；3) 在经历2年代理人队伍素质培训发展之后，我们预计2018年新华代理人增长会跟上同业，其NBV增长与同业之间的差距将逐渐缩小；4) 2018年寿险准备金评估利率将缓步上行，作为纯寿险的新华盈利弹性会更大；4) 目前其2017/18E P/EV仅为0.75/0.63x，显著低于行业平均水平，修复空间大。

PICC：低估的龙头，短期受到压力，但是中期无忧：1) 近期监管部门开始整治车险的恶性竞争，有利于行业秩序的恢复；2) PICC 1Q17车险综合成本率为98%，即便全年车险成本率上升至100%，其ROE依然能维持在13.5%的优秀水平；3) 我们认为其1.2x 2017E P/B Vs. 15.5% 2017E ROE是不匹配的，未来其估值向上修复的概率非常高。

图53：南下资金持有新华和PICC的比例越来越高



资料来源：Wind、招商证券（香港）

图54：覆盖公司投资要点概览

	代码	投资要点
友邦保险	1299.HK	香港业务上半年表现或好于预期，或带动1H17 NBV增长超20%
中国平安	2318.HK	公司1H17 NBV增长或超60%，为寿险公司中最强劲
中国人寿	2628.HK	基本面缺乏亮点，只有交易机会
中国太保	2601.HK	1H17 NBV将强劲增长50%左右，但是车险管理水平令人担忧
新华保险	1336.HK	2017年NBV增长稳健、EV增长或超预期、2018年ROE将大幅反弹
中国太平	0966.HK	估值低，具有交易性机会
中国财险	2328.HK	盈利能力强且可预见性高，估值吸引，具备重估机会

资料来源：招商证券（香港）

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来12个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来12个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来12个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月上升或下跌10%或以内
卖出	预期股价在未来12个月下跌10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券（香港）的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

备注：起点学院 学员收集资料于网络，版权为原作者所有。

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话：+852 3189 6888

www.cmschina.com.hk

起点学院 www.qidianla.com，人人都是产品经理旗下品牌，打造最专业最系统的产品、运营 课程