

中国平安 (601318.SH) / 保险
核心指标均略超预期，回购方案落地带来股价支撑
评级：买入（维持）

市场价格：75.00

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	18280
流通股本(百万股)	18280
市价(元)	75
市值(百万元)	1371018
流通市值(百万元)	1371018

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《起征点，超额累计税率和展业成本调整大幅降低保险营销员的税负成本-案例测算分析》2019.03.05
 <<保险 beta 尚未充分发挥，继续看好——保险 beta 属性与弹性测算>>2019.02.27
 <<全球经验看券商的“护城河”演进方向——为什么持续推荐龙头券商>>2019.02.24
 <<关注业务及执行层面的变化——信托行业跟踪点评报告 201902>>2019.02.24

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	8909	9766	11404	13183	15312
增长率 yoy%	25.04%	9.62%	16.77%	15.60%	16.15%
归母净利润(亿元)	891	1074	1454	1855	2339
增长率 yoy%	42.78%	20.56%	35.35%	27.61%	26.07%
每股内含价值(元)	45.14	54.84	67.00	78.79	92.41
P/EV	1.66	1.37	1.12	0.95	0.81

备注：EV 为内含价值

投资要点

- **平安盈利优于预期，多元化的盈利来源有效降低对利率的敏感度。**2018 年平安归母净利润同比增长 20.56%至 1074 亿元，好于市场预期，主要来源于寿险业务和金融医疗科技业务。其中寿险业务的准备金由前一年计提 212 亿元转为释放 2.65 亿元，同时非经济假设变动带来额外 26.49 亿元的利润。科技板块方面，18 年平安入账陆金所重组一次性收益 72.4 亿元，对冲 17 年 108 亿的好医生重组收益。但除信托和券商业务以外的其他资管业务归母净资产下降 26.22%，可能存在部分投资项目的较大损失。平安的盈利来源多元化。从营运利润的组成来看，寿险，财险，银行，资管和科技板块分别贡献 62.5%，10.8%，12.8%，11.4%和 6%。多元化的盈利模式使得平安内含价值对利率的敏感性显著低于行业，年报显示如果投资收益率下降 50bp，平安集团 ev 下降幅度仅为 4.58%，较去年再次收窄。
- **价值率提升是 18 年 NBV 增长的核心原因，预计 19 年负债端弱复苏。**2018 年平安寿险新业务价值 719 亿元，7.3%的同比增长率略超预期。由于月均代理人数量仅小幅增加 4.76%，月人均新单保费下降 11.67%，因此 margin 的提升是全年 NBV 增长的核心原因。2019 年平安寿险开门红期间大幅压缩短交储蓄产品，全年资源投放节奏更为均匀，资金使用效率更高，考核目标由首年保费完全转向新业务价值；在客户经营上，针对平安福的存量客户进行二次开发；虽然未来 3-5 年依然将面临着重疾险销售难度变大，大基数下代理人潜在增速中枢下移的挑战，但由于今年业务节奏好于 18 年，且开门红期间代理人收入略有上升，我们判断 2019 年公司全年 NBV 增速将好于 18 年，预计达到 10%-12%。
- **2018Q4 财险净利润拐点已经出现，看好 19 年的业绩增长。**2018 年平安财险原保费同比增速 14.6%，财险和车险的市场份额均提升 0.5%至 21.0%和 23.2%，综合成本率下降 0.2pct 至 96%，但保险责任准备金提取比例仅 2%，可能存在计提不足的问题。2018Q4 单季度归母净利润同比增长 40.2%至 41.34 亿元，业绩拐点已经出现。2019 年以来，车险手续费率监管力度变大，我们预计 19 年费用率和所得税率均会有所改善，带动净利润增速回复至较高水平。
- **18 年投资收益表现一般，但分红万能险的吸收效应降低了投资负偏差。**受 18 年资本市场波动影响，平安保险资金总投资收益同比下降 29%，其中碧桂园和云南白药当年影响净利润接近 150 亿元，这两只股票均为较长期的投资，19 年已浮盈 15.8%和 13.7%。2018 年平安净投资收益率和总投资收益率分别为 5.2%和 3.7%，3.7%的总投资收益率低于内含价值的精算假设，但由于平安负债端 55.9%的保单为分红和万能险，两者具有吸收效应，使得投资负偏差对当年寿险内含价值的影响仅为 2.46%。今年年初以来股权价格涨幅较大，预计将通过调整后净资产影响全年集团内含价值 5%。
- **平安回购规模 50-100 亿元，长期服务计划将会带来长期的资金回购。**平安公布公司将会在 4 月 29 日股东大会通过之后的 12 个月内，以集合竞价的方式回购 50 至 100 亿元 A 股，全部用于公司员工持股计划，其中包含了去年 12 月董事会通过的长期服务计划（预计耗资 43 亿元）。当前平安集团可动用资金充足，18 年在对外分红 333 亿元之后，依然留有 420 亿可动用资金，是回购的充分保障。
- **当前股价对应 19 年 pev1.12 倍，维持买入评级。**平安孕育的好医生，汽车之家和众安在线已经分别上市，归属于平安的市场价值为 578 亿元，是归属于平安的 116 亿净资产的 5.1 倍。我们预测 2019 年底平安寿险和集团内含价值增速分别将达到 26.83%和 22.18%，当前股价对应 19 年 pev 为 1.12 倍，继续维持买入评级。
- **风险提示：权益市场大幅度下降，长期无风险收益率持续大幅度下行，新单保费增速不如预期**

内容目录

平安盈利优于预期，多元化的盈利来源有效降低对利率的敏感度	- 3 -
归母净利润增速优于预期来自于寿险和金融医疗科技板块	- 3 -
多元化的盈利来源降低业绩对利率的敏感性	- 3 -
财务数据保持较高水平，每股股息单调递增	- 4 -
价值率提升是 18 年 NBV 增长的核心原因，预计 19 年负债端弱复苏	- 5 -
2018Q4 财险净利润拐点已经出现，但当年责任准备金计提额可能不足	- 5 -
18 年投资收益表现一般，但分红万能险的吸收效应降低了投资负偏差	- 7 -
平安回购规模 50-100 亿元，长期服务计划将会带来长期的资金回购	- 8 -
投资建议:	- 8 -
风险提示	- 9 -

图表目录

图表 1: 中国平安 2018 年各业务板块归母净利润情况: 百万元, %	- 3 -
图表 2: 中国平安 2016-2018 年营运利润构成, %	- 3 -
图表 3: 平安 5 年来加权平均 roe 表现: %	- 4 -
图表 4: 平安归母每股净资产情况: 元, %	- 4 -
图表 5: 平安集团内含价值: 亿元, %	- 4 -
图表 6: 平安每股现金分红和分红率: 元, %	- 4 -
图表 7: 中国平安 2016-2018 年营运利润构成, %	- 5 -
图表 8: 平安财险和车险市占率: %	- 6 -
图表 9: 平安前 5 大险种综合成本率: %	- 6 -
图表 10: 平安综合赔付率和费用率: %	- 6 -
图表 11: 平安综合赔付率明细: %	- 6 -
图表 12: 平安 2018 单季度归母净利润情况: 百万元, %	- 7 -
图表 13: 平安 2017, 201, 保险资金投资收益情况: 百万元, %	- 7 -
图表 14: 平安 2010 年至今保险资金投资收益率情况: %	- 7 -
图表 15: 平安科技板块中已经上市的公司市值情况: 百万元, %	- 9 -
图表 16: 平安利润表预测: 百万元	- 9 -
图表 17: 平安资产负债表预测: 百万元	- 10 -

平安盈利优于预期，多元化的盈利来源有效降低对利率的敏感度

归母净利润增速优于预期来自于寿险和金融医疗科技板块

平安 2018 年归母净利润同比增长 20.56%至 1074 亿元，好于市场预期，主要来源于寿险业务和金科医疗科技业务。其中寿险业务的准备金受折现基准利率的变化，由前一年大幅计提 212 亿元转变成释放 2.65 亿元，同时赔付率，退保率等运营假设变动带来 26.49 亿元的利润改善，两者共同推动寿险业务 18 年净利润增速达到 62.42%。金融医疗科技板块方面，18 年平安入账陆金所重组一次性收益 72.4 亿元，对冲 17 年 108 亿的好医生重组收益。但同时需要注意到，除信托和券商业务以外的其他资管业务 2018 年净利润下降 16.8%，同时归母净资产大幅下降 26.22%，可能存在部分投资项目的较大损失。

图表 1：中国平安 2018 年各业务板块归母净利润情况：百万元，%

元化的盈利来源降低
业绩对利率的敏感性

归母净利润：百万元	2017 年	2018	2018YOY
人寿	35658	57914	62.42%
财险	13307	12215	-8.21%
银行	13449	14394	7.03%
信托	3953	3008	-23.91%
证券	2043	1599	-21.73%
其他资产管理业务	9928	8264	-16.76%
金融科技与医疗科技	14621	14006	-4.21%
抵消	-3871	-3996	3.23%
合并来源	89088	107404	20.56%

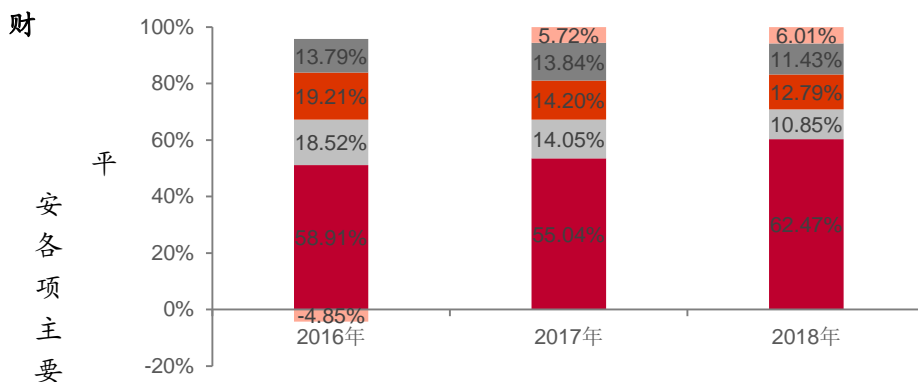
来源：公司年报，中泰证券研究所

元化。从营运利润的组成来看，寿险，财险，银行，资管和科技板块分别贡献 62.5%，10.8%，12.8%，11.4%和 6%。虽然陆金所 2018 年底的估值由去年 4 月的 600 亿美元下滑至 394 亿美元，但自 2017 年起已经从收入增长阶段过渡至利润贡献阶段，汽车之家 2018 年归母净利润则为 15.11 亿人民币，科技板块 18 年整体营运利润达到 67.7 亿元，同比增长 24.9%，对集团营运利润的贡献由 17 年的 5.72%进一步提升至 6.01%。

多元化的盈利模式使得平安内含价值对利率的敏感性显著低于行业，年报显示如果投资收益率下降 50bp，平安集团 ev 下降幅度仅为 4.58%，较去年再次收窄。

图表 2：中国平安 2016-2018 年营运利润构成，%

务数据保持较高水平，
每股股息单调递增

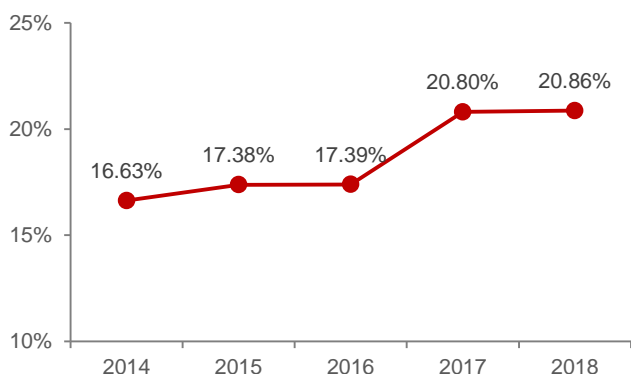


来源：公司年报，中泰证券研究所

财务

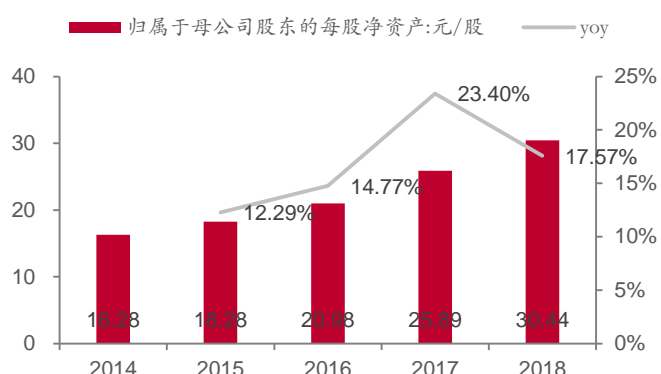
数据持续表现良好。2018 年加权平均净资产收益率为 20.86%，较 17 年提升 0.06pct，5 年平均 18.61%；2018 年归属于母公司每股净资产 30.44 亿元，2014 年以来复合增速 16.94%；集团内含价值在 2018 年底达到 10025 亿元，较去年同期增长 21.48%。股息方面，自 2015 年以来每股现金分红单调递增，偿二代以来分红率大幅提高，2018 年每股中期和终期现金分红 1.72 元，若算上 30 周年特别红利，则全年累计每股分红 1.92 元，同比增加 28%，现金分红率 32.7%。

图表 3：平安 5 年来加权平均 roe 表现：%



来源：公司公告，中泰证券研究所

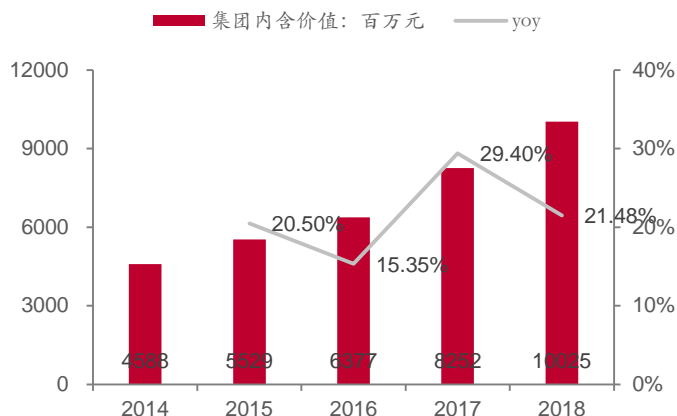
图表 4：平安归母每股净资产情况：元，%



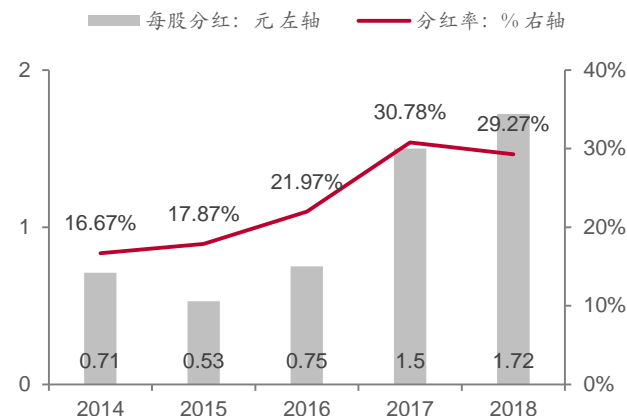
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：平安集团内含价值：亿元，%

图表 6：平安每股现金分红和分红率：元，%



来源: 公司公告, 中泰证券研究所



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

价值率提升是 18 年 NBV 增长的核心原因, 预计 19 年负债端弱复苏

2018 年平安寿险新业务价值 719 亿元, 7.3% 的同比增长率略超预期, 其中核心的代理人渠道 Nbv 增速为 5.95%。由于月均代理人数量仅小幅由 126 万人增加 4.76% 至 132 万人, 月人均新单保费下降 11.67% 至 7116 元, 因此代理人渠道价值率的提升是全年 NBV 增长的核心原因。在数据上, 可以看到长期保障, 短交保障储蓄混合, 长交保障储蓄的价值率达到 94.73%, 16.94% 和 55.44%, 较 17 年分别上升 7.15, 1.29 和 18.16pct, 而同险种价值率提升和利源分析中 26.49 亿元的非经济假设变动互为验证。

图表 7: 中国平安 2016-2018 年营运利润构成, %

	2016 年	2017 年	2018 年
代理人渠道	51.37%	49.91%	57.14%
其中: 长期保障型	82.93%	87.58%	94.73%
其中: 短交保障储蓄混合型	15.25%	15.65%	16.94%
其中: 长交保障储蓄混合型	31.04%	37.28%	55.44%
其中: 短期险	27.18%	32.24%	38.35%

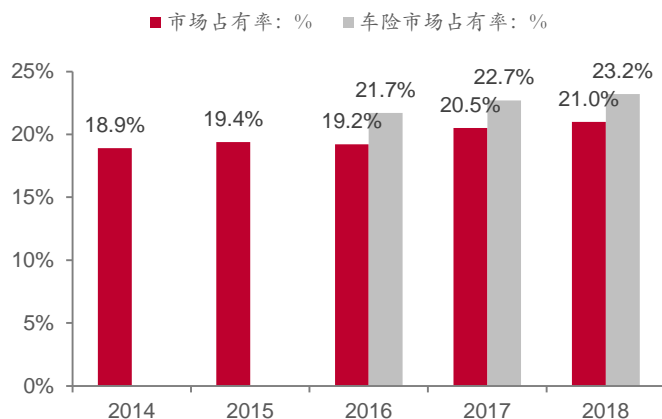
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

我们预计 19 年平安寿险新业务价值增速弱复苏至 10%-12%。2019 年平安寿险在产品策略上进行了较大的变动, 开门红期间大幅压缩短交储蓄产品, 全年的资源投放节奏更为均匀, 资本使用效率更高, 将考核目标由首年保费完全转向新业务价值; 在客户经营上, 针对平安福的存量客户, 公司在 3 月推出福保保附加险, 以更加便宜的费率提供终身寿险和重疾险的加保选择权; 虽然未来 3-5 年依然将面临着互联网冲击下重疾险销售难度变大, 以及较大基数下代理人潜在增速中枢下移的挑战, 但由于今年业务节奏好于 18 年, 且开门红期间代理人收入略有上升, 我们判断 2019 年公司全年 NBV 增速将好于 18 年, 预计达到 10%-12%。

2018Q4 财险净利润拐点已经出现, 但当年责任准备金计提额可能不足

2018 年平安财险原保费收入 2474 亿元, 同比增速 14.6%, 财险和车险的市场份额均提

升 0.5%至 21.0%和 23.2%。综合成本率较 17 年下降 0.2pct 至 96%，分险种来看主要是由于第一大险种车险和第三大险种责任险的综合成本率下降 0.1 和 1.3bp；分费用和赔付来看，综合赔付率下降 1.7pct 至 54.9%，综合费用率上升 1.5pct 至 41.3%。但观察综合赔付率的明细项，可以看到虽然净赔付率较 17 年同期上升 7.5pct 至 52.9%，和费改推出 3 年后赔付率拐点出现一致，但保险责任准备金提取率仅 2pct，远低于 17 年的 11.2%，可能存在准备金计提不足的问题。

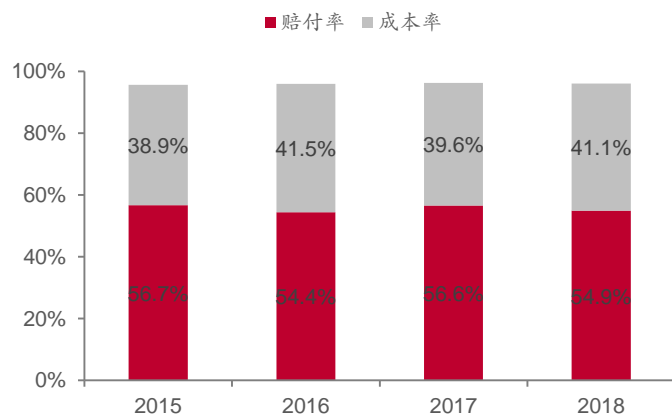
图表 8：平安财险和车险市占率： %


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：平安前 5 大险种综合成本率： %

综合成本率： %	2017	2018
车险	97.5%	97.4%
保证保险	88.6%	88.6%
责任保险	91.2%	89.9%
意外伤害险	78.2%	82.3%
企业财产险	82.8%	94.4%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：平安综合赔付率和费用率： %


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：平安综合赔付率明细： %

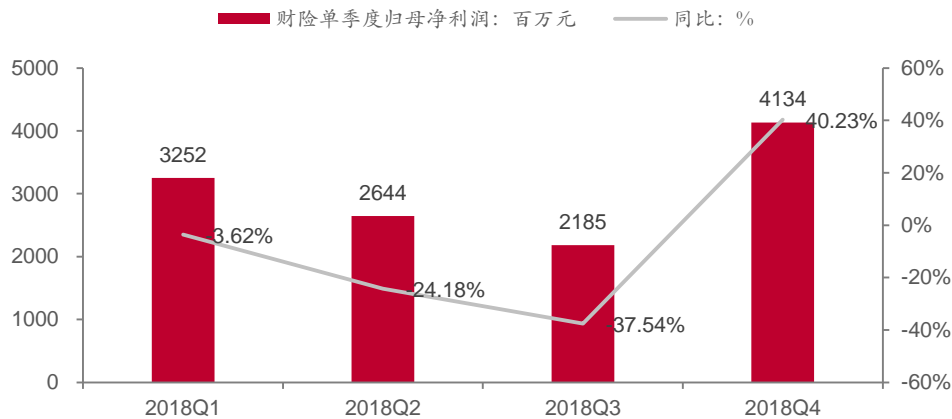
	2015	2016	2017	2018
保费合同赔付支出率	55.5%	55.0%	49.0%	56.1%
减：摊回保险合同赔付支出率	-6.7%	-5.8%	-3.7%	-3.3%
提取保险责任准备金净额率	7.9%	5.2%	11.2%	2.0%
综合赔付率	56.7%	54.4%	56.6%	54.9%

来源：公司公告，中泰证券研究所

2018Q4 单季度净利润已经出现拐点，看好 19 年净利润增速。受三次费改业务争夺激烈，以及 18 年 8 月手续费率自律协议正式施行前的抢跑影响，Q3 是全年净利润低点，Q4 单季度归母净利润净回升至 41.34 亿元，增速 40.23%，拐点已经出现。2019 年以来，车险手续费率监管

力度变大，包括无期限暂停违规企业新业务开展资格，严格实行报行合一，我们预计 19 年费用率和所得税率均会有所改善，带动净利润增速回复至较高水平。

图表 12：平安 2018 单季度归母净利润情况：百万元，%



来源：公司年报，中泰证券研究所

18 年投资收益表现一般，但分红万能险的吸收效应降低了投资负偏差

受 18 年资本市场波动影响，平安保险资金去年总投资收益 895 亿元，较 17 年同比下降 29%，公允价值下降 371 亿元是主要原因。371 亿元的公允价值下降中有 277 亿来自于股票公允价值下降，277 亿元中又有超过 50%来自于持有的碧桂园（平安持股 8.96%）和云南白药（平安持股 9.36%），这两只股票均为较长期的投资，今年分别浮盈 15.8%和 13.7%。

图表 13：平安 2017, 2018 保险资金投资收益情况：百万元，%

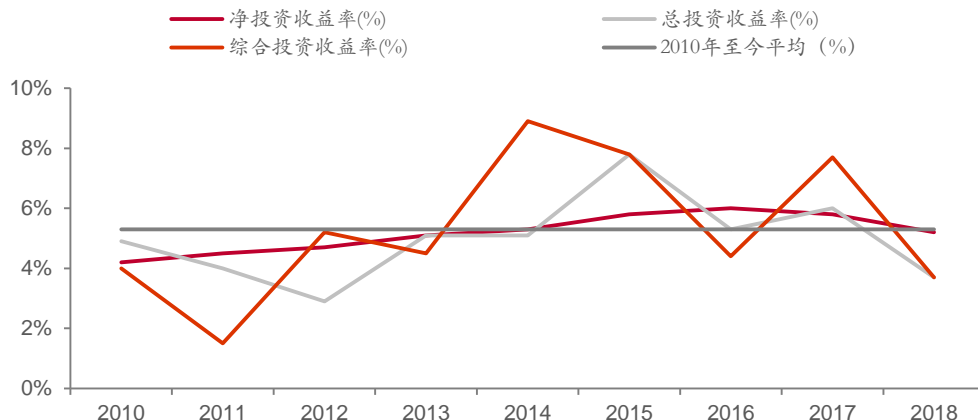
	2017	2018
净投资收益	121340	126707
已实现收益	4118	280
公允价值变动损益	648	-37099
投资资产减值损失	44	-387
总投资收益	126150	89501

来源：公司年报，中泰证券研究所

2018 年平安净投资收益率和总投资收益率分别为 5.2%和 3.7%，3.7%的总投资收益率大幅低于内含价值的精算假设，但由于平安负债端 55.9%的保单为分红和万能险，两者具有吸收效应，使得投资负偏差对当年寿险内含价值的影响仅为 2.46%。今年年初以来股权价格涨幅较大，预计将通过调整后净资产影响平安全年集团内含价值 5%-6%。

拉长周期来看，平安 2010 年至今综合投资收益率为 5.3%，高于精算假设 30Bp。

图表 14：平安 2010 年至今保险资金投资收益率情况：%



来源：公司年报，中泰证券研究所

在大类资产配置上，平安去年固收类资产配置比例增加 3.2pct 至 69.7%，包括 45.5% 的债券投资，15.8% 的非标债权投资，保证净投资收益可以基本覆盖当年的理赔支出和生存给付，同时拉长资产久期，2018 年末平安的资产端久期拉长至 8.2 年，使得资产负债久期缺口较 17 年缩小 0.3 年至 6.6 年。但 2018 年底的非标的名义收益率下降 16bp 至 5.84%。

平安回购规模 50-100 亿元，长期服务计划将会带来长期的资金回购

平安 3 月 12 日发布《以集中竞价交易方式回购公司 A 股股份方案》的公告，宣布公司将会在 4 月 29 日股东大会通过之后的 12 个月内，以每股不超过人民币 101.24 元的价格，集合竞价的方式回购 50 至 100 亿元 A 股，回购的股票将全部用于公司员工持股计划，其中包含了去年 12 月通过的长期服务计划。当前平安集团可动用资金充足，集团在 18 年对外分红 333 亿元之后，依然留有 420 亿可动用资金，是回购的充分保障。

根据 2018 年 12 月 15 日的长期服务计划公告，若当年归母净利润增速不足 12.5%，当年将没有长期服务计划的股权激励，若净利润增速分别为 12.5%-18.75%，18.75%-31.25%，以及 31.25% 以上时，公司将会拿出当年度净利润的 3%，4% 和 5% 的比例进行长期服务计划的实施，被授予对象在退休后可以获取相应股份。因此 2018 年 20.56% 的净利润增速意味着今年长期服务计划的数额为 42.96 亿元。如果平安的利润数据长期向好，未来长期服务计划将持续实施，带来可观的回购金额，有利于股价的稳定。

投资建议：

平安孕育的好医生，汽车之家和众安在线已经分别上市，归属于平安的市场价值为 578 亿元，是归属于平安的 116 亿净资产的 5.1 倍。

图表 15：平安科技板块中已经上市的公司市值情况：百万元， %

单位：百万元	当前市值	平安持股占比	归属于平安的估值
平安好医生	40,457	39.27%	15887
汽车之家	72,818	52.78%	38434
众安在线	34,145	10.20%	3483

来源：公司年报，中泰证券研究所

我们预测 2019 年底平安寿险和集团内含价值增速分别将达到 26.83%和 22.18%，当前股价对应 19 年 pev 为 1.12 倍，继续维持买入评级。

风险提示

权益市场大幅度下降，长期无风险收益率持续大幅度下行，新单保费增速不如预期

图表 16：平安利润表预测：百万元

人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表					
营业收入	890882	976592	1140354	1318291	1531168
已赚保费	572786	677501	769233	882665	1014791
银行业务利息净收入	74885	74745	79836	89829	100038
非保险业务手续费及佣金净收入	37808	37191	42172	47240	51967
投资收益	109678	109679	109680	109681	109682
其他业务收入	46138	53250	63880	89411	121666
营业支出	756124	813697	922984	1040906	1181459
退保金	20519	21539	22261	24590	27999
赔款支出	159290	203639	233073	271332	305758
提取保险责任准备金	220034	190991	221873	231228	251712
保单红利支出	13129	16445	19025	21946	25462
营业税金及附加	114559	130383	149461	171475	203200
手续费及佣金支出	114559	130383	149461	171475	203200
业务及管理费用	139777	147868	171509	195386	226533
资产减值损失	48786	53814	44250	47450	49449
利润总额	134758	162895	217370	277385	349709
净利润	99978	120452	163027	208039	262282
减：少数股东权益	10890	13048	17660	22536	28412
所属公司股东净利润	89088	107404	145367	185503	233870

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 17：平安资产负债表预测：百万元

人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资产	6493075	7476139	8568753	9762457	11003194
货币资金	568399	654456	728344	820046	913265
定期存款	154077	164475	188513	214774	231067
交易类金融资产	141250	373807	514125	683372	825240
可供出售	775098	747614	771188	780997	880255
持有到期	1243768	1420466	1713751	1952491	2255655
其他可投资资产	194749	224284	257063	292874	330096
投资资产	3077341	3585102	4172983	4744554	5435578
非投资资产	3415734	3891037	4395770	5017903	5567616
负债	5905158	6784215	7758653	8802466	9843982
准备金负债	1391548	1604896	1826769	2057998	2309710
应付保单红利	45622	52617	59891	67472	73911
保户储金及投资款	548846	632993	720503	811703	923884
其他负债	3919142	4493709	5151489	5865294	6536478
股本	18280	18280	18280	18280	18280
资本公积	120934	120934	120934	120934	120934
其他综合收益	40146	49385	38650	27270	14701
盈余公积	12164	12164	12164	12164	12164
归属于母公司股东权益	473351	557090	652238	772920	933319
少数股东权益	114566	134834	157862	187071	225893

来源：公司年报，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。