

2020年03月13日

疫情对寿险行业基本面影响及估值思考

姓名：刘欣琦（非银首席分析师，中国精算师）

邮箱：liuxinqi@gtjas.com

电话：186-2189-8966

证书编号：S0880515050001

姓名：严哲铭（分析师）

邮箱：yanzheming@gtjas.com

证书编号：S0880520020001

姓名：谢雨晟（研究助理）

邮箱：xieyusheng@gtjas.com

证书编号：S0880119120026

01 | 今天与大家探讨的三个问题:

01

疫情对负债端的影响:

- 阶段性影响, Q1负面影响最大, 预计后续复工迎来回暖;
- 渠道的粗放发展模式弊病更加突出, 渠道改革迫切度提升

02

疫情导致RFR下降的影响:

- 资产端需要调, 拉长资产久期、增加信用风险;
- 负债端也要变, 缩短久期, 降低刚性负债成本

03

疫情考验保险公司真实的估值底:

- EV估值不适合二级市场投资者;
- 营运利润分红能显著提升估值, 且能在当前情况下预测估值底

目录 | CONTENTS

01/ 对负债端的影响：Q1影响最大，加速渠道转型进程

02/ 利率下行的应对：不仅是资产的问题

03/ 对估值体系思考：从EV走向DDM估值寻底



01

对负债端的影响：
Q1影响最大，加速渠道转型进程

可选品特征使得新单受到较大影响

疫情对上市保险公司负债端影响较大

- 由于保险产品的非标可选属性，使得个人代理人渠道成为主要的价值贡献来源。疫情下，上市保险公司NBV受到较大影响。

表1：个险渠道贡献了85%以上的新业务价值，受疫情影响较大

	新业务价值 (亿元)			个险新业务价值			个险新业务价值占比		
	2014	2018	复合增速	2014	2018	复合增速	2014	2018	变动
中国太保	87.25	271.20	32.8%	80.69	271.20	35.4%	92.5%	100.0%	7.5%
中国平安	219.66	722.94	34.7%	208.00	718.74	36.3%	94.7%	99.4%	4.7%
中国人寿	232.53	495.11	20.8%	217.40	428.39	18.5%	93.5%	86.5%	-7.0%
新华保险	49.12	122.10	25.6%	47.13	117.25	25.6%	95.9%	96.0%	0.1%
中国太平	34.60	116.01	35.3%	28.00	112.43	41.6%	80.9%	96.9%	16.0%
中国人保	36.68	57.35	11.8%	15.54	49.16	33.4%	42.4%	85.7%	43.4%

疫情期间上市险企普遍采用线上营销与代理人管理，短期来看线上对线下替代有限

- 客户经营的效果尚不理想，主要销售获客类产品和短期险，主力长期险种销售难度较大。
- 代理人接受线上化的程度仍然较低，代理人管理举措对拥有自主经营能力的代理人，且线上销售技术成熟的公司更为有效。

表2：上市保险公司应对举措

上市公司	代理人管理	客户经营（产品、服务）
中国平安	<ul style="list-style-type: none"> 线上队伍管理，包括早会、打卡、培训、创说会、线上招聘、数字化展业等 线上销售，包括全流程保单销售、产说会等 部分地区降低考核标准，部分产品提高佣金率 	<ul style="list-style-type: none"> 推出赠险“E生平安”1500万份 推出获客产品“重疾无忧” 内容运营团队针对客户关注的话题生产资讯，帮助代理人营销、服务客户
中国太保	<ul style="list-style-type: none"> 线上队伍管理，包括晨会、夕会、培训、创说会等 线上销售，开发线上产说会 部分地区降低考核标准 	<ul style="list-style-type: none"> 推出赠险“护身福” 扩展“金系列”产品的产品责任 推出“蓝天使”等专属服务满足客户需求
中国人寿	<ul style="list-style-type: none"> 线上队伍管理，包括招募、晨会等 线上销售，利用微信、小鱼、腾讯会议等工具进行线上创说会 部分地区降低考核标准 	<ul style="list-style-type: none"> 推出赠险“康E无忧” 扩展多款健康险产品责任
新华保险	<ul style="list-style-type: none"> 线上队伍管理，如线上培训等 部分地区降低考核标准 开发技术以缩短线上销售时长 	<ul style="list-style-type: none"> 推出赠险“新安保”500万份 扩展“健康无忧”等多款健康险产品责任



01 下调一季度上市公司NBV增速

相较复工前，当前我们对上市保险公司Q1的NBV增速进行下修

表3：上市保险公司一季度NBV预测

上市公司	国君非银预测 (2020.03.03)	国君非银预测 (2020.02.02)
中国平安	-29%	-7%
中国太保	-25%	-3%
中国人寿	12%	17%
新华保险	-22%	-3%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

疫情激发全民保险意识，叠加健康险政策推动健康需求提升

- 从“非典”经验看，疫情过后健康险保费规模大幅增加，我们预计疫情结束后健康险业务有望迅速发展。据了解，春节以来众安在线健康险保费保持高两位数增长，体现居民对保险保障需求的提升。
- 监管力推健康险政策红利，进一步推动健康需求的提升。

图1：“非典”后健康险保费增速大幅提升

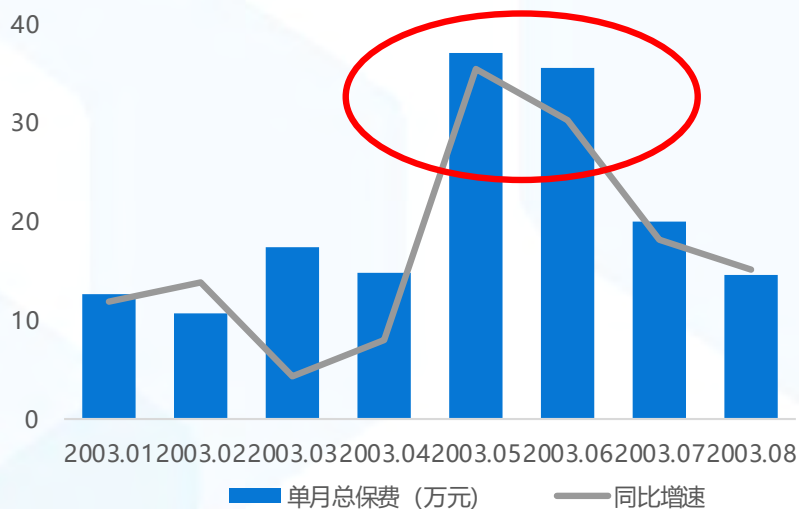


表4：监管关于健康险政策红利不断

2019年11月12日，银保监会发布《健康管理办法》

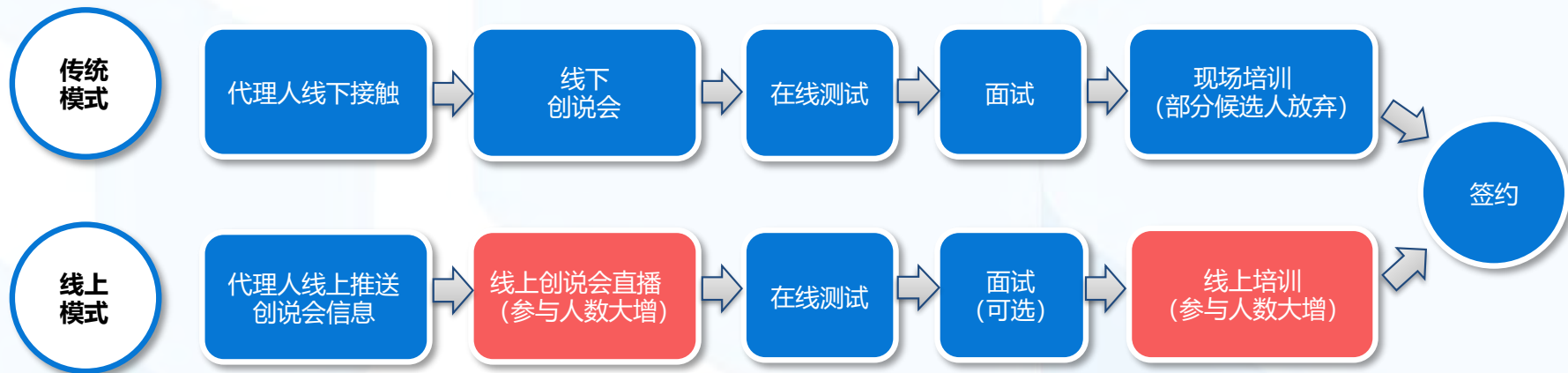
- ✓ 明确长期医疗保险可以进行费率调整，支持健康保险产品结构向长期化方向发展
- ✓ “鼓励保险公司不断丰富健康保险产品、改进健康保险服务，提升客户保障水平，如对新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出等进行保障
- ✓ 支持健康保险与健康管理相结合，为被保险人提供疾病预防、慢病管理等服务
- ✓ 通过“保险+服务”模式创新，尽快实现健康险公司与医保数据互联互通



线上增员模式使得各家公司人力增长超预期

- 目前参加上市公司线上“创说会”的“准新人”数量可观，线上代理人招募数量超越以往同期，预计疫情过后人力超预期增长。

图2：疫情影响下保险公司增员模式有所转变



数据来源：国泰君安证券研究

01 人力增长是NBV增长的主要因素

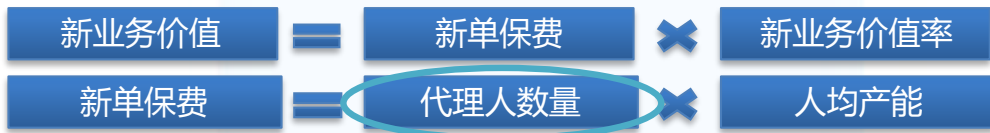


表5：寿险公司人力规模增长驱动新业务价值增长

	新业务价值 (亿元)			个险新业务价值			个险新业务价值占比		
	2014	2018	复合增速	2014	2018	复合增速	2014	2018	变动
中国太保	87.25	271.20	32.8%	80.69	271.20	35.4%	92.5%	100.0%	7.5%
中国平安	219.66	722.94	34.7%	208.00	718.74	36.3%	94.7%	99.4%	4.7%
中国人寿	232.53	495.11	20.8%	217.40	428.39	18.5%	93.5%	86.5%	-7.0%
新华保险	49.12	122.10	25.6%	47.13	117.25	25.6%	95.9%	96.0%	0.1%
中国太平	34.60	116.01	35.3%	28.00	112.43	41.6%	80.9%	96.9%	16.0%
中国人保	36.68	57.35	11.8%	15.54	49.16	33.4%	42.4%	85.7%	43.4%
	个险新业务价值 (亿元)			个险新单(亿元)			个险新业务价值利润率		
	2014	2018	复合增速	2014	2018	复合增速	2014	2018	变动
中国太保	80.69	271.20	35.4%	172.81	467.04	28.2%	46.7%	58.1%	11.4%
中国平安	208.00	718.74	36.3%	467.31	1334.17	30.0%	44.5%	53.9%	9.4%
中国人寿	217.40	428.39	18.5%	402.86	913.48	22.7%	54.0%	46.9%	-7.1%
新华保险	47.13	117.25	25.6%	114.73	193.58	14.0%	41.1%	60.6%	19.5%
中国太平	28.00	112.43	41.6%	117.31	275.81	23.8%	23.9%	40.8%	16.9%
中国人保	15.54	49.16	33.4%	161.18	127.27	-5.7%	9.6%	38.6%	29.0%
	个险新单 (亿元)			代理人数量 (万)			月人均产能 (元)		
	2014	2018	复合增速	2014	2018	复合增速	2014	2018	变动
中国太保	172.81	467.04	28.2%	34.40	84.70	25.3%	4186.29	4595.04	2.4%
中国平安	467.31	1334.17	30.0%	63.56	141.74	22.2%	6127.36	7844.00	6.4%
中国人寿	402.86	913.48	22.7%	74.30	143.90	18.0%	4518.39	5290.02	4.0%
新华保险	114.73	193.58	14.0%	20.60	37.00	15.8%	4641.18	4359.91	-1.6%
中国太平	117.31	275.81	23.8%	13.37	51.30	39.9%	7309.84	4480.32	-11.5%
中国人保	161.18	127.27	-5.7%	9.5	24.6	26.9%	14138.60	4311.31	-25.7%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

01 渠道转型也更引起我们的关注

疫情下，粗放型渠道发展战略的弊病被放大，也使我们更关注渠道转型问题

- 代理人缺乏自主展业能力的弊病在疫情下被放大
- 过往粗放型渠道发展策略导致寿险公司“价值投入比”下降，主要原因是一次性费用投入比重提升

图3：中国太保“价值投入比”

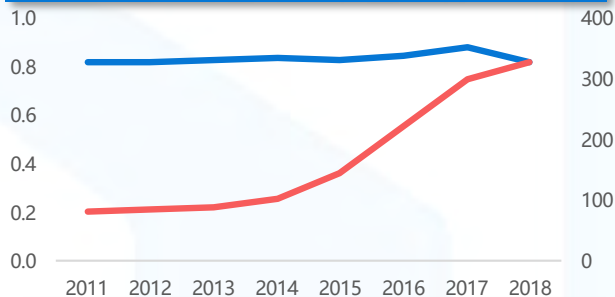


图4：中国平安“价值投入比”

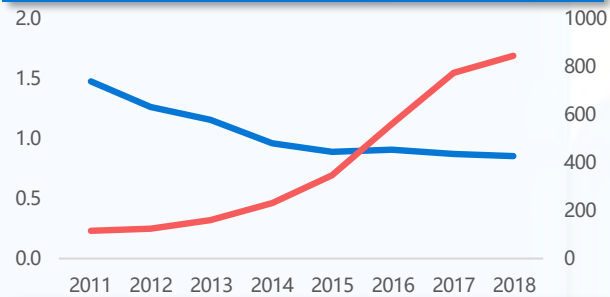


图5：中国人寿“价值投入比”

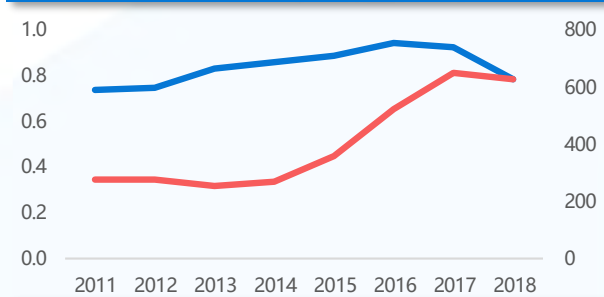


图6：新华保险“价值投入比”

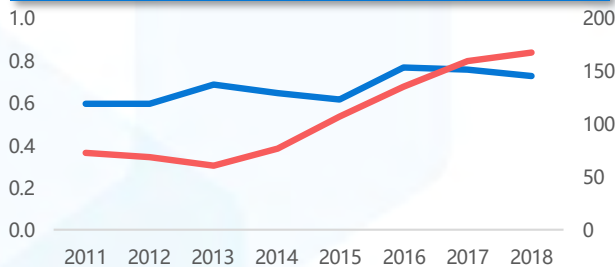


图7：中国太平“价值投入比”

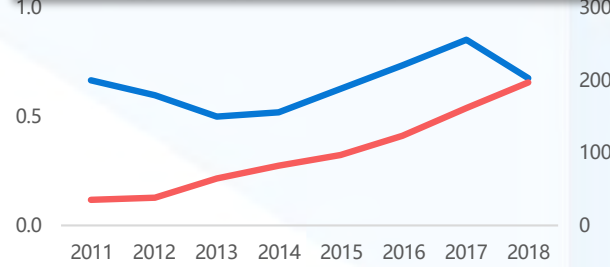
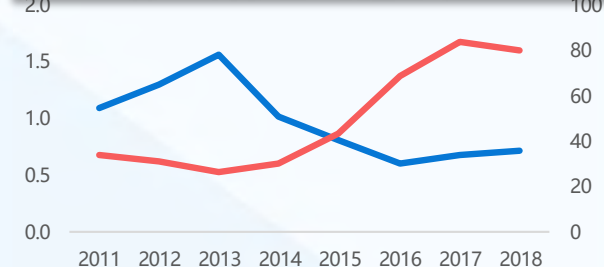


图8：中国人保“价值投入比”



— 新业务价值/手续费及佣金支出 — 手续费及佣金支出 (亿元)

新周期下代理人增员借鉴友邦中国经验，通过优化“基本法”实现“量质齐升”

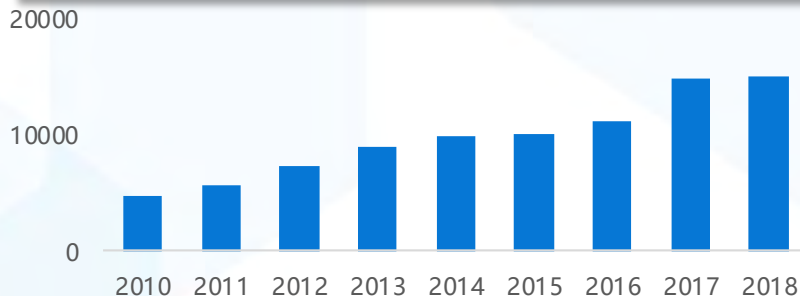
- 招募：提升新人招募门槛，尤其关注能够提供除保险以外的医疗、健康解决方案的代理人。
- 考核与激励：提高考核标准、提升基本法收入，牵引代理人提升产能。

表6：友邦中国代理人招募标准较高

	金领计划 (GA)	菁英计划 (HA)	星生代计划 (Gen-Y)	新秀计划 (SA)	钻石计划 (DA)
年龄	28-45周岁	25-45周岁	22-28周岁	25-45周岁	25-45周岁
学历	大专及以上	大专及以上	大专及以上	大专及以上	大专及以上
工作经验	3年及以上	3年及以上	3年及以上	3年及以上	3年及以上
过往年收入	5万元以上	5万元以上	无	5万元以上	10万元以上

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图9：友邦中国代理人产能显著提升（元）



国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES 诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：月人均产能=月均首年期缴保费/代理人人数；人民币/美元汇率采用7换算

表7：菁英/金领/钻石计划新人津贴最高可达30.7万元

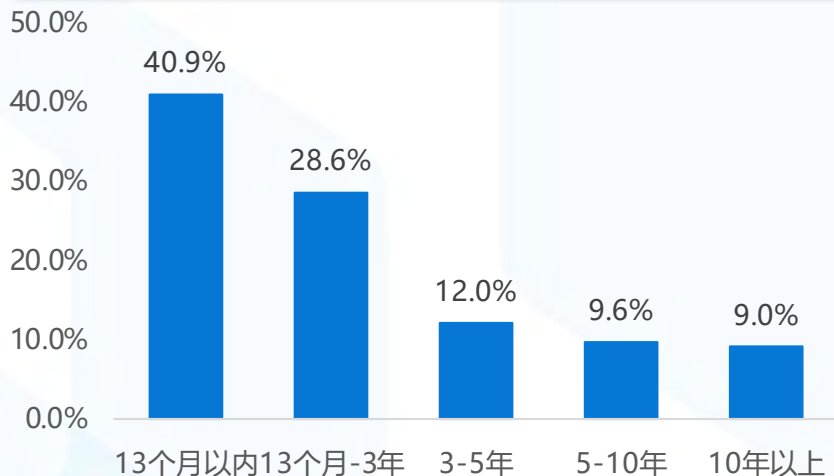
项目	新人津贴
新人学习津贴	1,000元
第1-3个月新人津贴	10,000元/月
第4-12个月新人津贴	20,000元/月
第13-18个月新人津贴	16,000元/月
总计	307,000元

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

借鉴友邦中国经验，通过改善培训体系实现代理人“高留”

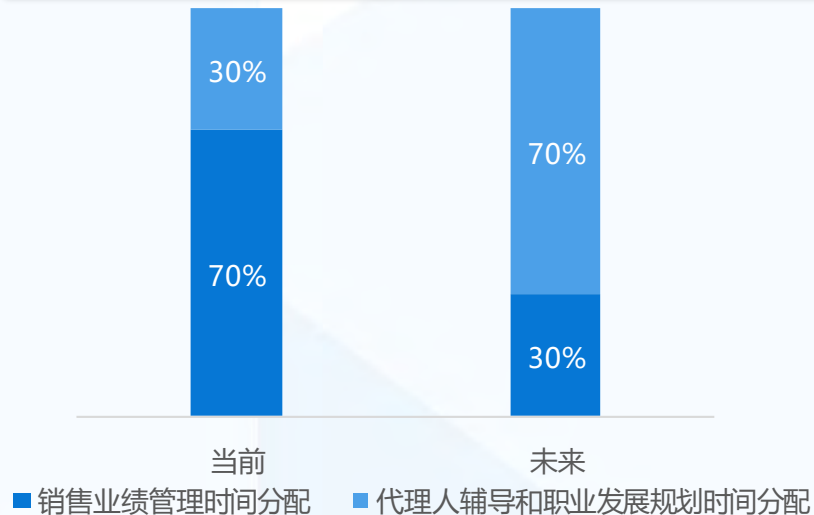
- 增加培训资源投入，针对各个层级的代理人设计差异化、系统性的培训体系，让每位代理人可以通过公司的培训有所收获。
- 主管代理人应该强调管理职能，增加在队伍辅导和人才发展上的精力投入。

图10：目前行业代理人留存率较低



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图11：主管代理人应增加在队伍辅导和人才发展上的投入

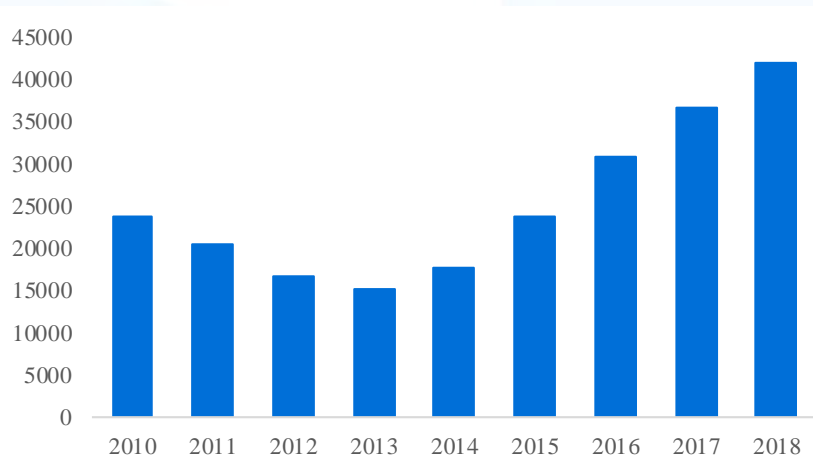


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

改革缺乏的不是方法而是定力，尤其是上市公司

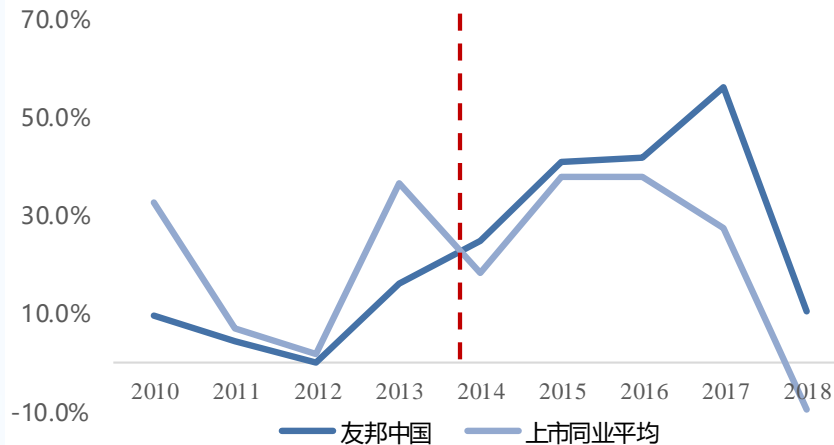
- 友邦中国在10-13年改革初期，友邦中国人力出现大幅下降。
- 友邦中国在改革过程中保费增速低于行业平均。

图12：友邦中国改革进程中的人力变化



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图13：友邦中国改革进程中的保费增速



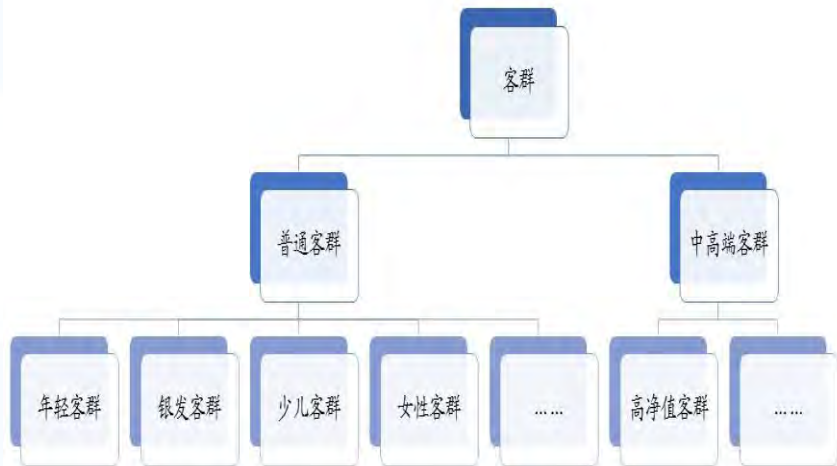
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

01 有限度的改革是比较现实的方法

稳定基本盘与改革优质盘

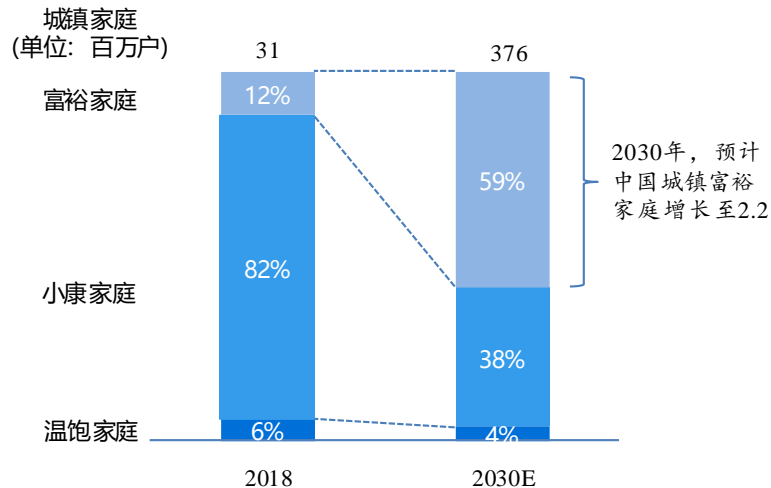
- 稳定基本盘：人海战术还是有效的。
- 改革优质盘：一线城市必须要做变化。

图14：人海战术的有效性



数据来源：国泰君安证券研究

图15：一线城市必须变化的原因

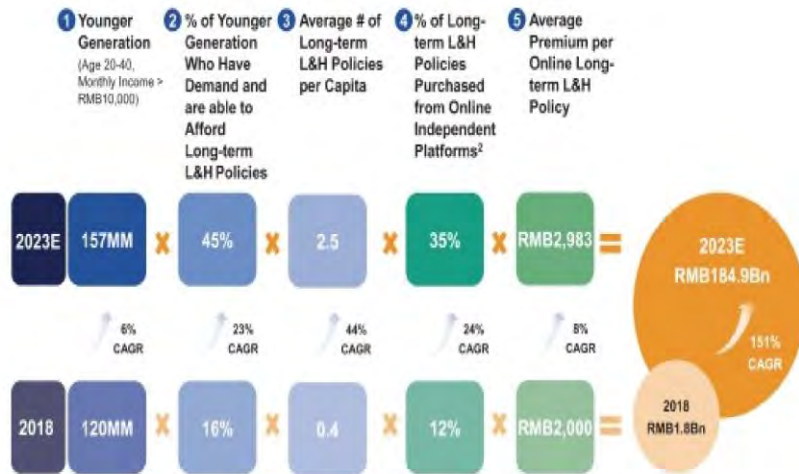


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

互联网保险空间大，效率提升还有很大空间

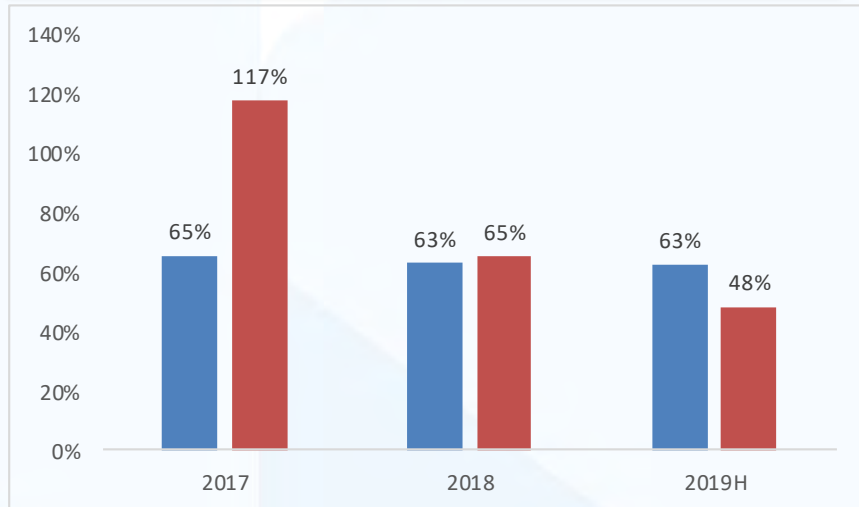
- 互联网保险的空间很大。
- 渠道费用较高仍需改变。
- O2O也许是一个很好的解决方法

图16：互联网保险逻辑顺畅



数据来源：慧择招股说明书，国泰君安证券研究

图17：某互联网销售平台的销售费用率



注：我们对销售费用率（仅考虑获客成本）进行拆分
数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

02

利率下行的应对：
不仅是资产的问题

02 利率的持续下降首先反应在资产端

利率对基本面的影响—资产端

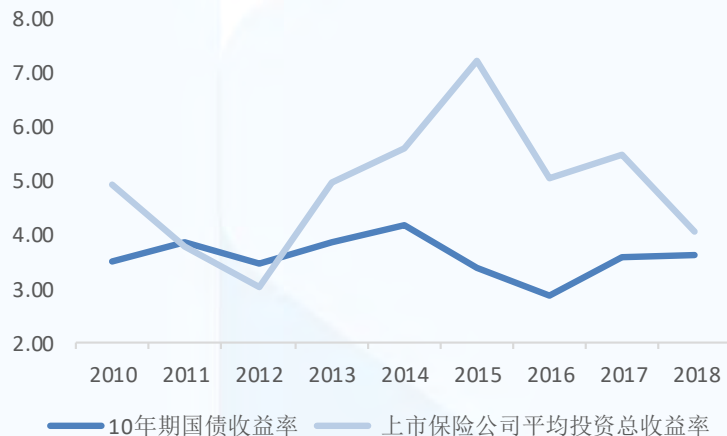
- 拉长来看无风险利率与投资收益率强相关。
- 2010年以来上市公司平均投资回报率为4.88%，十年期国债收益率为3.58%，差额为为1.3%。

图18：美国无风险利率与投资收益率关系



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图19：10年以来上市公司平均投资收益率与无风险利率



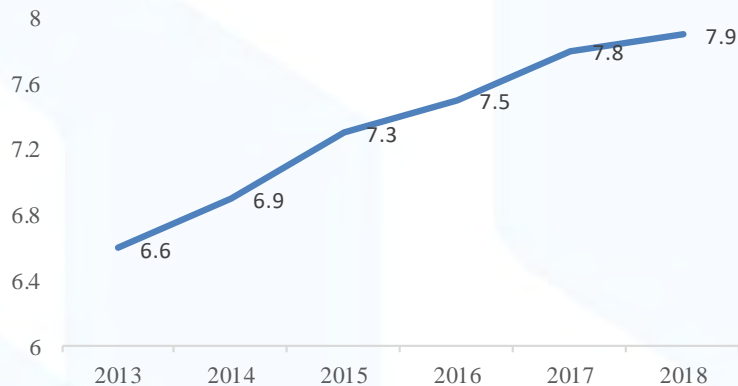
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

02 资产端有两种方式应对利率风险

资产端的应对方式

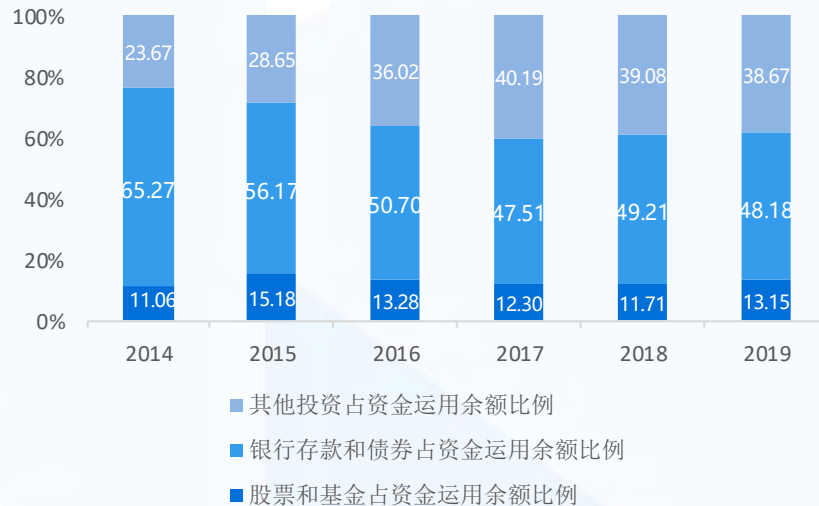
- 拉长资产久期。
- 增加信用风险。

图20：资产久期有所拉长（以平安为例）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图21：行业整体信用资产占比提升

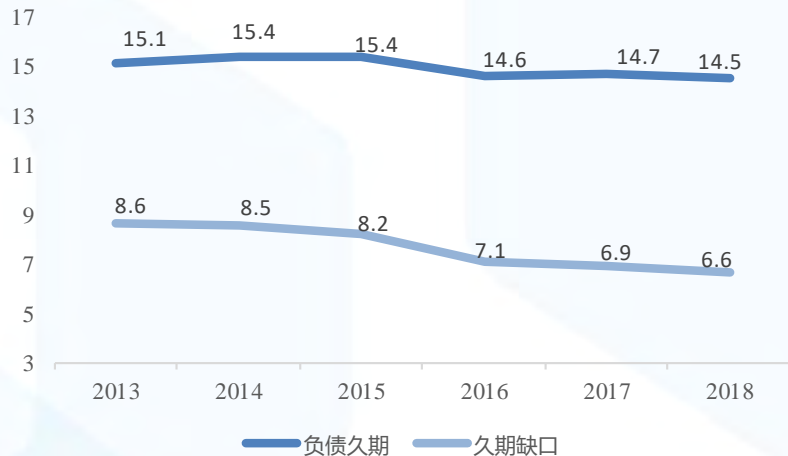


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

我们认为中国寿险业在负债端的调整并不及时

- 应缩短负债久期；
- 应压低刚性负债成本。

图22：行业在努力缩短负债久期（以平安为例）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表8：实际负债成本和刚性负债成本同样重要

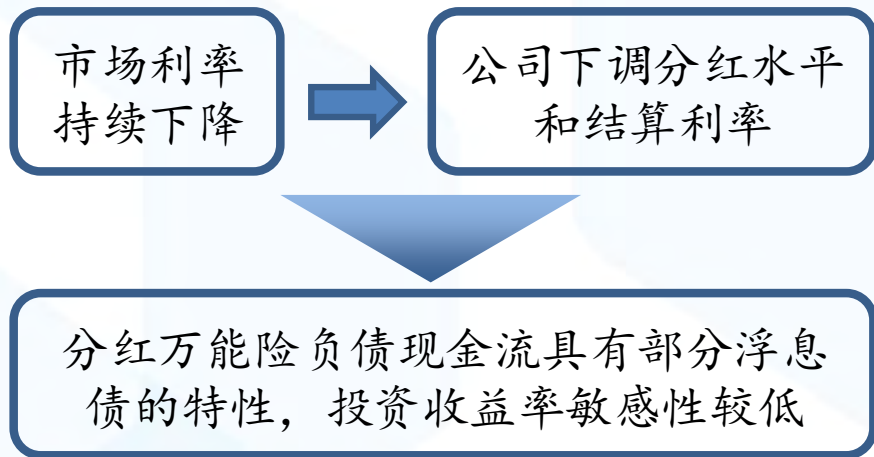
预期投资收益率	分析指标	计算公式	健康险（预定利率 3.5%）	分红险（预定利率 2.5%，分红比例 70%）
5.0%	保单预期负债成本	①=3.5%（健康险）， ①=2.5%+（5%-2.5%）*0.7（分红险）	3.5%	4.25%
	利差幅度	②=5%-①	1.5%	0.75%
	利差变动（相对 5% 投资收益率）	③=②/②-1	0.0%	0.0%
	预期投资收益率变动/(5%-预定利率)		0.0%	0.0%
4.5%	保单预期负债成本	④=3.5%（健康险）， ④=2.5%+（4.5%-2.5%）*0.7（分红险）	3.5%	3.9%
	利差幅度	⑤=4.5%-④	1.0%	0.6%
	利差变动（相对 5% 投资收益率）	⑥=⑤/⑤-1	-33.3%	-20.0%
	预期投资收益率变动/(5%-预定利率)		-33.3%	-20.0%
4.0%	保单预期负债成本	⑦=3.5%（健康险）， ⑦=2.5%+（4.0%-2.5%）*0.7（分红险）	3.5%	3.55%
	利差幅度	⑧=4%-⑦	0.5%	0.45%
	利差变动（相对 5% 投资收益率）	⑨=⑧/⑧-1	-66.7%	-40.0%
	预期投资收益率变动/(5%-预定利率)		-66.7%	-40.0%

数据来源：国泰君安证券研究

我们需要平衡短期和长期利益

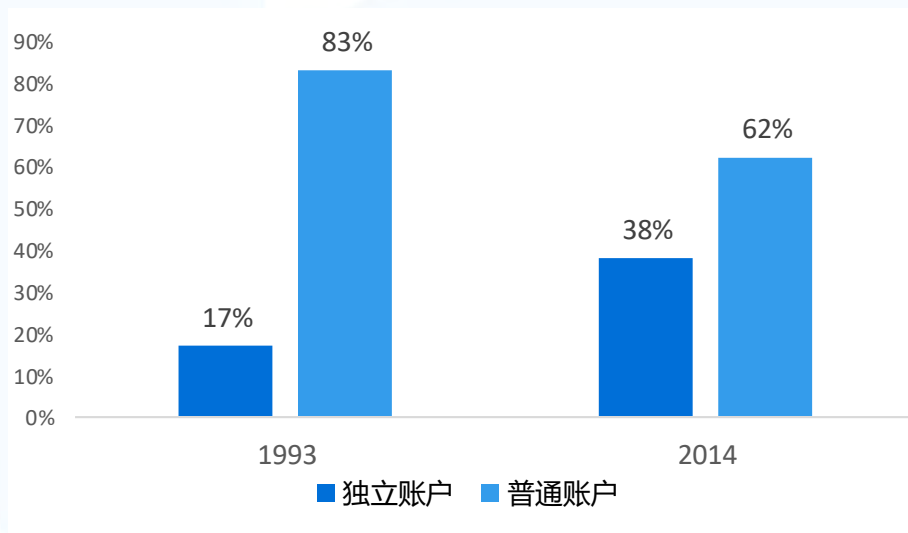
- 我们是否需要重启分红险？
- 我们是否需要重启万能险/投连险？

图23：固息负债 VS 浮息负债



数据来源：国泰君安证券研究

图24：美国独立账户与普通账户对比



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

03

对估值体系思考： 从EV走向DDM估值寻底

利率对保险板块的估值有较大的负面影响

图25：美国寿险公司的估值与风险利率变动

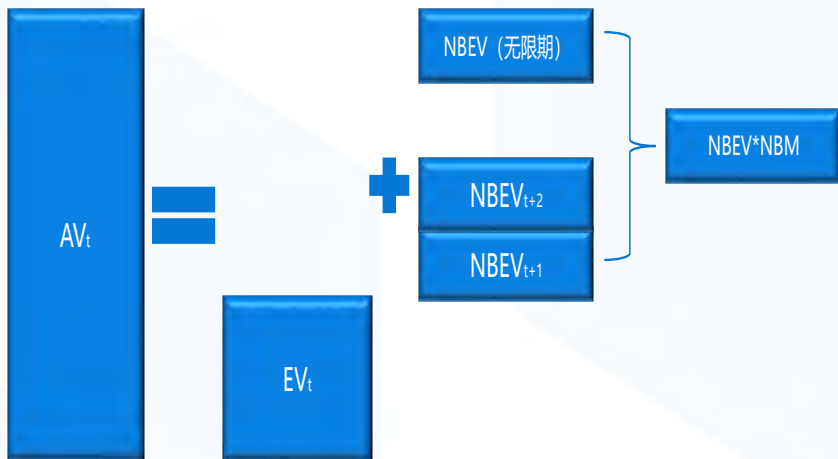


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

03 EV的理论估值远远高于实际估值

但即使考虑悲观情景，保险股的理论估值也远高于实际估值

图26：保险公司理论估值体系



数据来源：国泰君安证券研究

表9：理论PEV VS 实际PEV

公司	投资收益率下降50BP对EV影响	PEV
中国平安	-4.6%	1.00
中国太保	-7.8%	0.57
中国人寿	-9.0%	0.67
新华保险	-7.8%	0.52

注：PEV按照2020年预期EV计算
数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据截至 2020年3月10日

03 PEV估值方法有效性不足

EV的高增长并没有带来PEV的提升

图27：四家上市保险公司的PEV



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表10：上市保险公司内含价值增速

单位：百万	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国平安	285,874	329,653	458,812	552,853	637,703	825,173	1,002,456
yoy		15%	39%	20%	15%	29%	21%
中国太保	135,280	144,378	171,294	205,624	245,939	286,169	336,141
yoy		7%	19%	20%	20%	16%	17%
新华保险	56,870	64,407	85,260	103,280	129,450	153,474	173,151
yoy		13%	32%	21%	25%	19%	13%
中国人寿	337,596	342,224	454,906	560,277	652,057	734,172	795,052
yoy		1%	33%	23%	16%	13%	8%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

从实际结果来看，分红和EV并没有绑定，使得中小股东并未享受EV增长

表11：分红与内含价值增长的错位

公司	单位 亿元	2014	2015	2016	2017	2018	过去四年增速
A公司	分红	65	97	137	311	314	380%
	内含价值	4588	5529	6377	8252	10025	118%
	利润 (营运利润)	393	542	683	947	1126	
	分红率	17%	18%	20%	33%	28%	
B公司	分红	45	91	63	72	91	100%
	内含价值	1713	2056	2459	2862	3361	96%
	利润	110	177	121	147	180	
	分红率	41%	51%	53%	49%	50%	
C公司	分红	7	9	15	16	24	267%
	内含价值	853	1033	1295	1535	1732	103%
	利润	64	86	49	54	79	
	分红率	10%	10%	30%	30%	30%	
D公司	分红	113	119	68	113	45	-60%
	内含价值	4549	5603	6521	7342	7951	75%
	利润	322	347	191	323	114	
	分红率	35%	34%	35%	35%	40%	

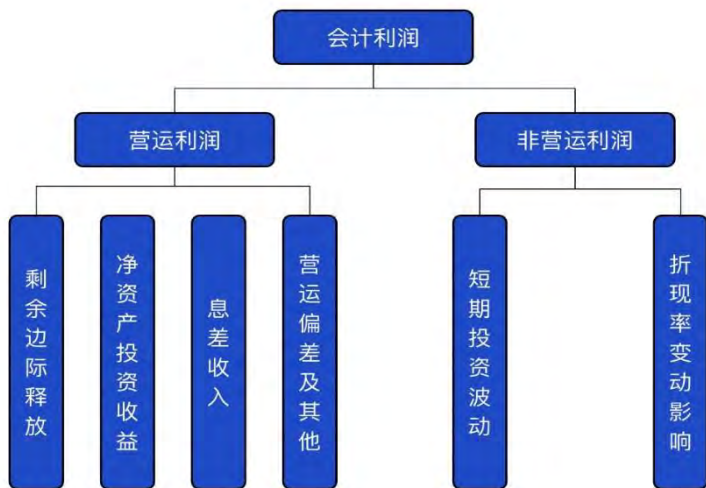
数据来源：Wind，国泰君安证券研究



03 营运利润分红对估值提升很有意义

按营运利润分红更能稳定持有保险股的投资者预期

图28：营运利润规避了非经常性损益



数据来源：国泰君安证券研究

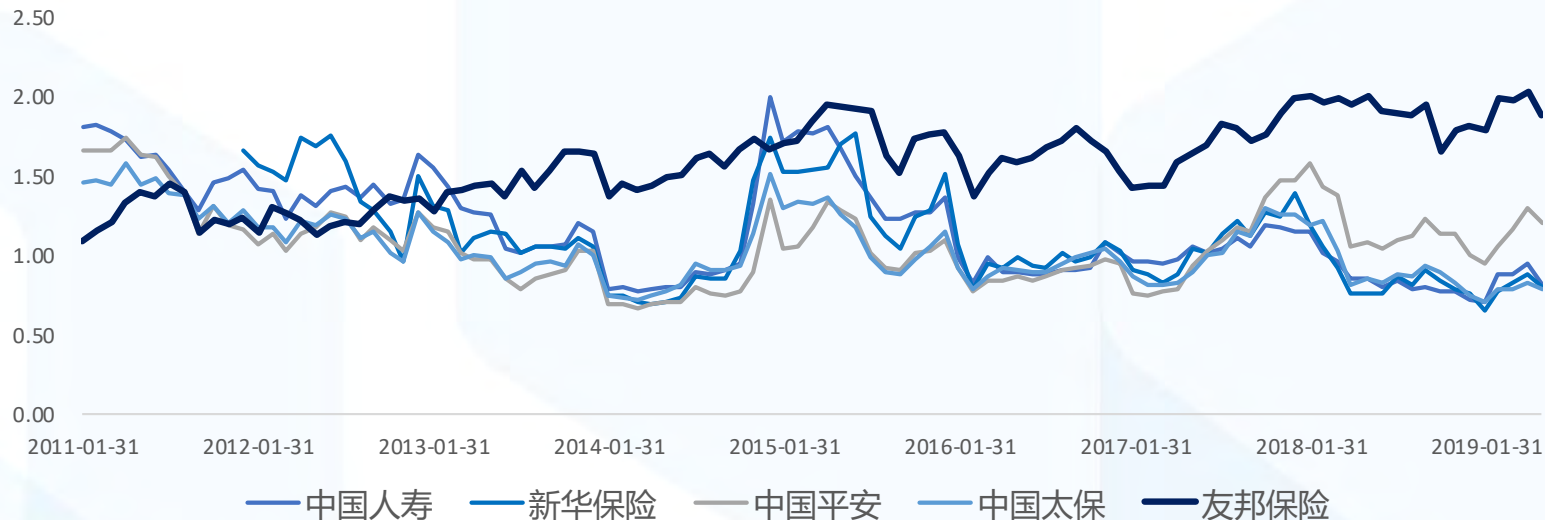
表12：营运利润对NBV的敏感性分析

	情景分析	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
基础情景	NBV增速	9.00%	8.60%	8.50%	8.50%	8.40%	8.10%
	营运利润增速	17.10%	16.50%	16.00%	15.20%	15.00%	14.80%
	EV增速	20.10%	19.00%	18.40%	17.80%	17.30%	16.90%
悲观情景一	NBV增速	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	营运利润增速	16.80%	16.00%	15.30%	14.50%	14.20%	14.00%
	EV增速	19.80%	18.50%	17.80%	17.10%	16.60%	16.30%
悲观情景二	NBV增速	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	营运利润增速	16.40%	15.30%	14.50%	13.70%	13.30%	13.10%
	EV增速	19.40%	17.90%	17.00%	16.20%	15.70%	15.30%
悲观情景三	NBV增速	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	营运利润增速	16.00%	14.70%	13.80%	12.90%	12.60%	12.40%
	EV增速	18.90%	17.20%	16.20%	15.40%	14.90%	14.60%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

按照营运来分红的保险公司能显著提升估值

图29：友邦及国内保险股的估值（PEV）对比



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

DDM估值可以提供上市保险公司的静态估值底

表13：DDM模型估值下，平安合理估值为101.95元

阶段	年份	分红	同比	贴现值	分红*贴现值
P1: 高速增长阶段	2020E	2.150	-	0.964	15.13
	2021E	2.519	16.39%	0.896	
	2022E	2.934	16.46%	0.832	
	2023E	3.402	15.96%	0.773	
	2024E	3.920	15.24%	0.718	
	2025E	4.508	14.99%	0.667	
P2: 过渡增长阶段	2026E	5.141	14.05%	0.620	51.06
	2027E	5.816	13.12%	0.576	
	2028E	6.524	12.18%	0.535	
	2029E	7.257	11.24%	0.497	
	2030E	8.005	10.31%	0.462	
	2031E	8.755	9.37%	0.429	
	2032E	9.494	8.43%	0.399	
	2033E	10.205	7.50%	0.370	
	2034E	10.874	6.56%	0.344	
	2035E	11.486	5.62%	0.320	
	2036E	12.024	4.68%	0.297	
	2037E	12.474	3.75%	0.276	
	2038E	12.825	2.81%	0.256	
	2039E	13.065	1.87%	0.238	
	2040E	13.188	0.94%	0.221	
P3: 永续增长阶段	TV	185.9	0%	0.206	35.76
估值 = P1+P2+P3					101.95

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

03 而且DDM估值是能给保险公司寻找估值底的

我们可以对DDM估值做敏感性分析以寻求估值底

表14: VIF对利率敏感性分析

公司	VIF(2018) (百万元)	投资收益率下降50个BP对VIF影响
中国平安	435,585	-11%
中国太保	169,714	-16%
中国人寿	408,998	-18%
新华保险	74,259	-18%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担责任。

A nighttime photograph of the Shanghai skyline, featuring the Bund and the Bund Financial Center, with the city lights reflecting on the water. The image is overlaid with a blue gradient and geometric shapes.

国泰君安非银金融团队

Thank you for listening