

从保险资产配置看估值修复机会

相关研究:

- 1.《资负两端基本面改善趋势明确》
2025.10.20

行业评级: 增持(维持)

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-8.2	-0.8	4.4
绝对收益	-8.7	0.6	23.5

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 郭怡萍

证书编号: S0500523080002

Tel: (8621) 50295327

Email: guoyip@xcsc.com

地址: 上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点:

□ 保险资产配置面临新挑战

随着保费收入快速增长, 保险资金运用有望延续高增长态势。2025 年, 保险资金运用余额同比增长约 16%, 持续处于较高增长水平。当前存款利率徘徊于历史低位, 随着前期高息储蓄产品陆续到期, 居民存款面临再配置压力, 而居民风险偏好并未显著提升, 保险产品成为资金溢出后的主要承接方向, 为险企负债端提供稳定增量资金。展望 2026 年, 银保渠道保费收入有望保持两位数增速, 为保险资产配置提供持续资金支持。

预定利率下行趋缓, 短期有望维持不变。当前普通人身险预定利率上限为 2.0%, 2025 年四季度预定利率研究值为 1.89%, 距离触发下调机制仍有 14BP。市场利率趋稳态势下, 预定利率有望保持不变, 保持保单相对于其他理财产品的收益优势。

面对低利率环境的长期挑战, 险企正从资产负债两端协同发力。在负债端, 主动调整产品策略, 积极开发以分红险为代表的浮动收益型产品, 优化资产负债收益匹配程度。在资产端, 按照市场节奏适度增配权益类资产, 利用权益市场长期回报增厚整体收益。同时, 加大另类资产与境外资产配置, 增强投资组合稳定性与收益来源。

□ 布局“多资产+出海”, 改善长期资产收益预期

权益配置比重存在优化空间。险资权益投资权重提高, 然而保险资金投资权益资产面临长期资本约束。当前资本约束下权益投资比例仍有提升空间。随着“偿二代”二期过渡期结束及新会计准则全面实施, 市场波动对利润表影响更加显著。如需进一步提高权益投资比例, 资本补充重要性上升。

另类投资提供多元化收益来源。近年来, REITs 与私募股权成为险资另类投资的主要发展方向。公募 REITs 具有较低风险与分红稳定的特征, 符合保险资金长期稳健投资需求, 同时, 保险资金投资私募股权步伐明显加快。

境外投资增厚资产回报。在低利率与资产荒环境下, 险资通过投资海外市场获得更多高收益资产。港股成为险资境外配置的“桥头堡”, 港股红利股息相比境内仍有优势。跨市场配置分散组合风险, 提升资产回报预期。

□ 资产配置优化, 估值修复在望

展望 2026 年, 保险资金运用有望呈现权益投资均衡化、另类深耕与境外投资加强态势。权益投资保持均衡稳健, 杠铃策略仍有延续性, 弹性端在新经济领域挖掘收益, 高股息资产仍是险资长期权益资产配置的稳定器。另类投资加速布局新质生产力, 传统非标规模持续收缩, 公募 REITs 等标准化资产成为重要配置方向, 境外投资聚焦港股市场。对于保险股而言, 资产端收益预期改善仍将是估值修复重要驱动力。

□ 投资建议

保险股将在资负两端因素共同驱动下继续进行估值修复。在资产端, 险企权益资产配置更加多元化与均衡化, 通过积极探索另类投资与境外投资增厚预期收益, 叠加长端利率保持相对稳定, 能够巩固投资收益预期。在负债端, 分红险等产品转型加快, 保费收入有望保持较快增长, 降低负债刚

性成本并有效缓解利差损风险。险企基本面边际改善因素有望延续，推动保险股估值持续修复。建议关注资产多元化配置能力强、负债业务增长稳健的上市保险公司，推荐中国财险、中国人民保险集团等，维持行业“增持”评级。

□ 风险提示

权益市场大幅波动风险。若权益市场出现大幅调整，将对保险公司投资收益产生冲击。

保费收入增长不及预期。若居民投资偏好改变影响保费收入增长，可能导致险企保险业务业绩不达预期。

正文目录

1 保险资产配置面临新挑战.....	2
1.1 保险资金处于快增长通道.....	2
1.2 资产端面临收益匹配压力.....	4
2 布局“多资产+出海”，改善长期收益预期.....	6
2.1 权益配置比重存在优化空间.....	6
2.2 另类投资提供多元化收益来源.....	11
2.3 境外投资增厚资产回报.....	14
3 资产配置优化，估值修复在望.....	16
4 投资建议.....	18
5 风险提示.....	19

图表目录

图 1 保险资金运用余额保持较高增速.....	2
图 2 保险公司保费收入增长稳健.....	3
图 3 预定利率调整趋缓（单位：%）.....	4
图 4 人身险产品预定利率与 30 年国债收益率.....	5
图 5 红利股息率明显优于长债利率（单位：%）.....	6
图 6 保险资金股票投资与基金投资增量占比.....	7
图 7 保险资金权益类投资余额占比.....	7
图 8 寿险偿付能力充足率（单位：%）.....	9
图 9 核心偿付能力充足率（单位：%）.....	9
图 10 2025H1 上市险企权益类投资情况.....	10
图 11 上市险企其他投资比重有所下滑.....	11
图 12 公募 REITS 历年发行额.....	13
图 13 港股红利投资具有更高股息率.....	15
图 14 沪港 AH 溢价不断收窄.....	15
图 15 上市险企净投资收益率.....	17
图 16 上市险企总投资收益率.....	17
图 17 上市险企 PB-ROE.....	18
图 18 上市险企 PEV.....	18
表 1 近年权益投资风险因子调整.....	8
表 2 保险机构权益类资产配置比例.....	10
表 3 公募 REITS 业务不断推进.....	12
表 4 2025H1 新华保险非标投资资产分布.....	14
表 5 保险资金长期股权投资比例.....	14

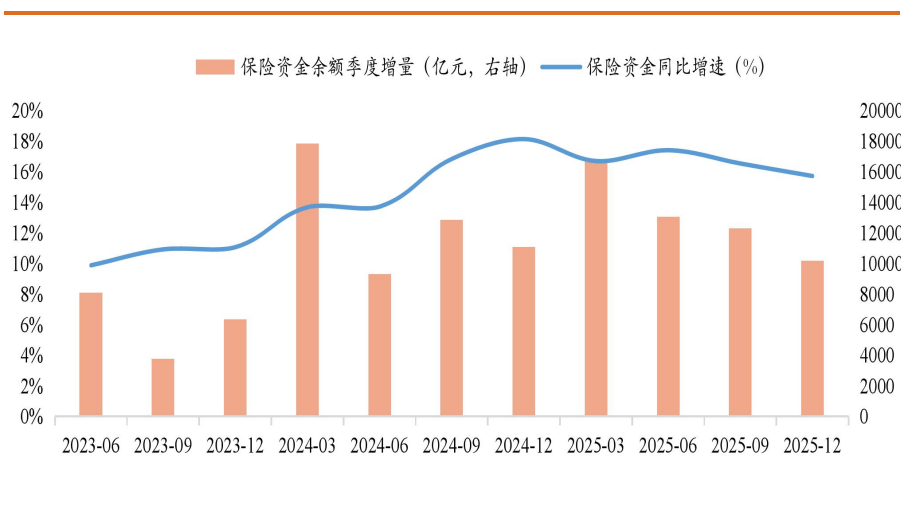
1 保险资产配置面临新挑战

1.1 保险资金处于快速增长通道

随着保费收入快速增长，保险资金运用有望延续高增长态势。2025 年，保险资金运用余额同比增长约 16%，保险资金增速持续处于较高水平，展现出一定的扩张韧性。

当前存款利率正徘徊于历史低位，随着前期高息储蓄产品陆续到期，居民存款面临再配置压力。与此同时，居民风险偏好并未出现显著提升，高风险资产对稳健型资金的吸引力有限。在此背景下，保险产品作为类储蓄产品选项，有望成为资金溢出后的主要承接方向之一，为保险负债端提供稳定增量资金来源。

图 1 保险资金运用余额保持较高增速



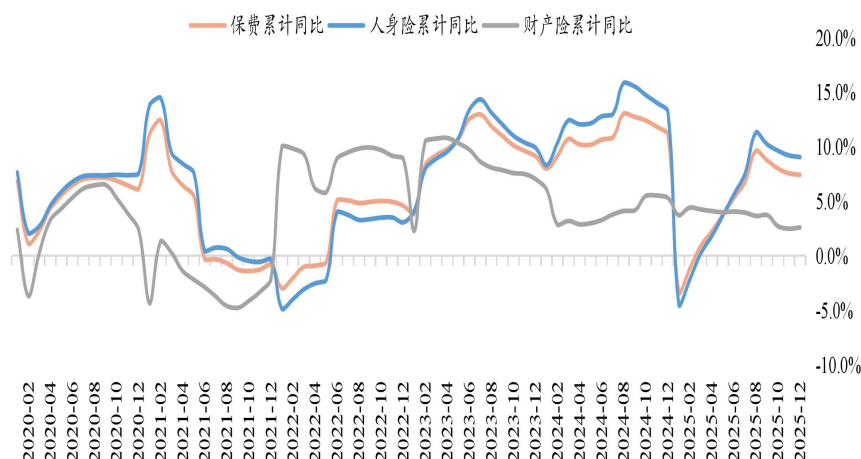
资料来源：、湘财证券研究所

保险公司正积极主动调整产品结构，加速推进分红险销售。相较于传统固定收益类产品，分红险具备“保底+浮动”的收益结构，既能满足居民对资金安全的诉求，又能通过分红机制分享险企投资回报，在当前低利率环境下具有较强吸引力。虽然分红险保底收益存在下行趋势，但分红演示收益仍明显高于存款利率，分红险成为险企承接溢出存款的核心抓手。2025 年，保险公司保费收入同比增长 7.4%，其中，人身险公司保费收入增长 9.1%，人身险保费增长动能强劲。

展望 2026 年，在高息存款到期分流作用下，银保渠道保费收入有望保持

两位数增速。在保费收入较快扩张的情况下，保险投资资金有望延续高增长，为保险资产配置提供持续资金支持。

图 2 保险公司保费收入增长稳健

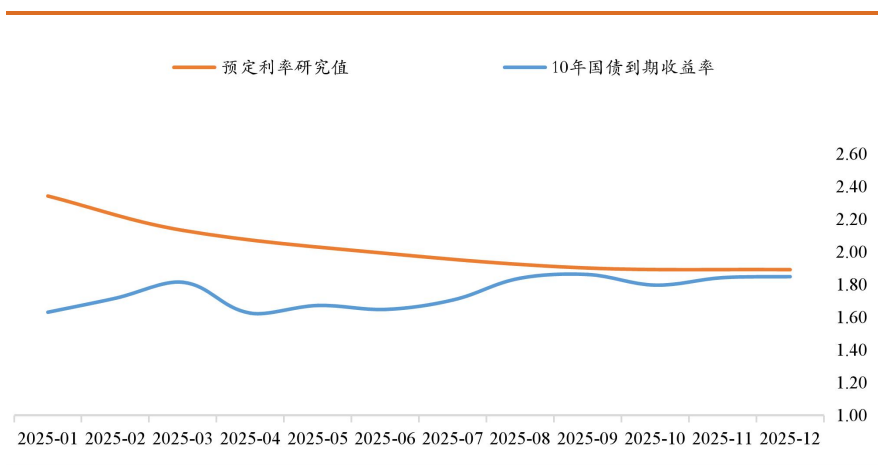


资料来源：、湘财证券研究所

预定利率下行趋缓，短期有望维持不变。根据国家金融监管总局，当前保险公司普通人身险预定利率上限为 2.0%。若预定利率研究值连续两个季度低于预定利率超过 25BP，将触发保险公司产品预定利率下调机制。2025 年四季度，保险业协会公布的普通型人身险产品预定利率研究值为 1.89%，距离预定利率下调触发线仍有 14 BP。短期内，LPR、定期存款利率与 10 年国债收益率等参考利率保持相对稳定，预计人身险预定利率研究值下行将趋缓，预定利率有望保持不变。

相较于利率处于低位的银行存款，当前人身险产品仍有较强吸引力，预定利率趋稳有助于保持保单相对于其他理财产品的优势，从而促进保险负债端收入增长，而保险公司资产端收益也面临新的挑战。

图 3 预定利率调整趋缓（单位：%）

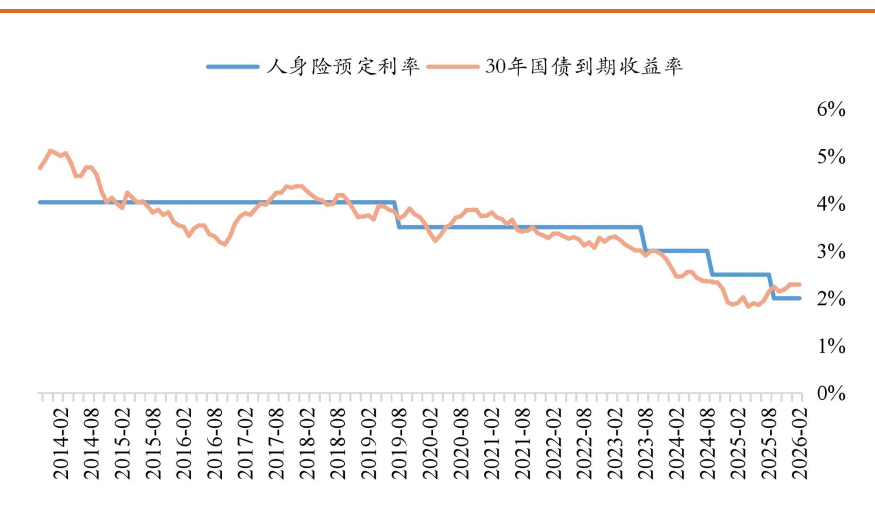


资料来源：、湘财证券研究所

1.2 资产端面临收益匹配压力

保险公司资产端仍面临收益匹配压力。保险资金运用面临的资产收益率下行并非短期波动。人身险产品预定利率长期位于 3.0% 以上，整体负债刚性成本仍然较高。近十多年来资产收益率持续下行，保险机构负债端成本刚性所导致的利差损风险持续存在。如果持有资产到期后无法继续配置相同收益资产，那么负债端高成本资金的资产负债收益匹配压力仍然存在。

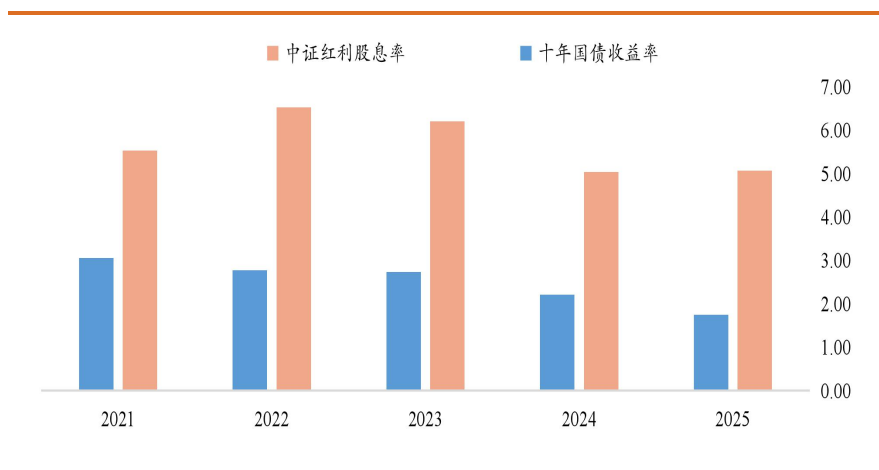
当前，30 年期国债收益率已经企稳回升至 2.3%，扭转资产与负债端收益率倒挂局面，能够降低保险公司利差损风险。

图 4 人身险产品预定利率与 30 年国债收益率


资料来源：、中国银行保险报网、湘财证券研究所

面对低利率环境的长期挑战，保险公司正从资产负债两端协同发力，以应对利差损压力。在负债端，保险公司主动调整产品策略，重塑负债成本结构。保险公司正逐步降低对高预定利率传统险产品的依赖，压缩刚性负债成本，转而积极开发分红险为代表的浮动收益型产品，将一部分投资风险与收益弹性在保险公司与保单持有人之间进行合理分摊，优化资产负债收益匹配程度。

在资产端，保险公司积极调整配置策略，在风险可控的前提下适度增配权益类资产，如宽基指数和高股息权益资产，利用权益市场的长期回报来增厚整体收益。近年来长期国债收益率趋于下行，而近五年红利指数股息率相比于十年债利率平均超出 3%。险资作为重要的红利配置资金力量，红利资产配置为保险资产组合提供收益支持。此外，为拓宽资产收益来源，保险公司大力拓展多元化投资渠道，加强布局另类资产和海外资产。通过资产结构调整与投资品种多元化，保险公司能够增强投资组合稳定性与收益来源，缓解低利率环境对长期投资收益率的掣肘。

图 5 红利股息率明显优于长债利率（单位：%）


资料来源：、湘财证券研究所

2 布局“多资产+出海”，改善长期收益预期

保险资金在资产端主要通过布局“多资产+出海”，提升资产盈利能力，改善长期回报预期。其中，权益类资产权重仍然存在一定优化空间，而另类投资与境外投资是高收益资产来源与分散风险的重要工具。

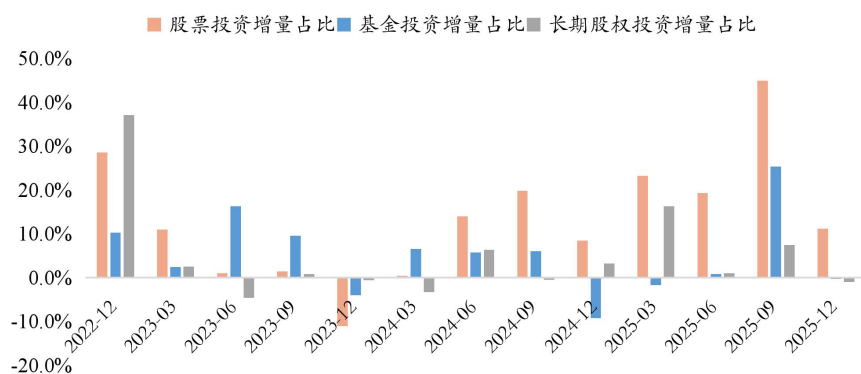
2.1 权益配置比重存在优化空间

在利差损压力下，险资通过风险资产增厚收益，权益投资权重趋于提高。截至 2025 年 12 月，保险资金运用余额为 38.48 万亿元，同比增长 15.7%。险资股票和基金投资余额为 5.70 万亿元，股票和基金投资比重分别为 9.7% 和 5.1%，股票投资占比较年初提升 2.4 个百分点，基金投资占比较年初提升 0.1 个百分点。

从历年经验来看，保险公司增量资金权益投资配置呈现明显变化，经历了从 2022 年底的相对高位，到 2023 年的收缩，再到 2024 年的逐步回暖，并在 2025 年三季度达到高点的过程。整体而言，股票资产配置与资本市场趋势较为同步，而基金投资方面则体现出一定的逆势特征，这与基金配置的灵活性有关，也体现了政策性等因素对资产配置结构的影响。

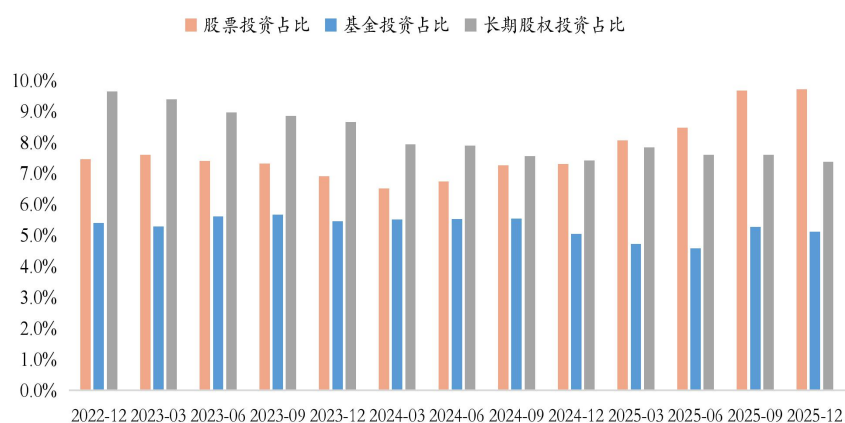
2025 年之后，大型国有保险公司每年新增保费的三成投资 A 股，权益投资风险因子降低，部分档位偿付能力充足率对应的权益大类比例上限上调，以及新会计准则实施等系列政策，对险资股票投资起到积极促进作用。

图 6 保险资金股票投资与基金投资增量占比



资料来源：、湘财证券研究所

图 7 保险资金权益类投资余额占比



资料来源：、湘财证券研究所

表 1 近年权益投资风险因子调整

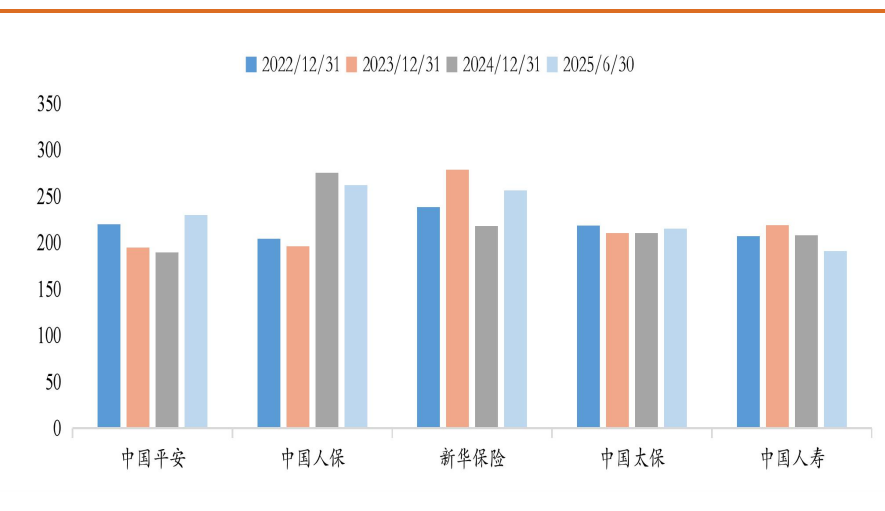
调整时间	调整对象	调整前风险因子	调整后风险因子	说明
2023 年 9 月	沪深 300 指数成分股	0.35	0.3	
2023 年 9 月	科创板上市普通股票	0.45	0.4	
2023 年 9 月	公开募集基础设施证券投资基金 (REITS) 中未穿透部分	0.6	0.5	
2023 年 9 月	国家战略性新兴产业未上市公司股权	-	0.4	
2025 年 12 月	持仓超过 3 年的沪深 300 指数成分股与中证红利低波动 100 指数成分股	0.3	0.27	持仓时间根据过去六年加权平均计算
2025 年 12 月	持仓超过 2 年的科创板普通股	0.4	0.36	持仓时间根据过去四年加权平均计算

资料来源：国家金融监管总局、湘财证券研究所

保险资金投资权益资产面临长期资本约束。从监管资本要求来看，偿付能力达标公司要求同时满足核心偿付能力充足率不低于 50% 与综合偿付能力充足率不低于 100%。截至 2025 年末，保险公司平均核心偿付能力充足率为 130.4%，综合偿付能力充足率为 181.1%，与监管资本要求相比具有一定安全垫。

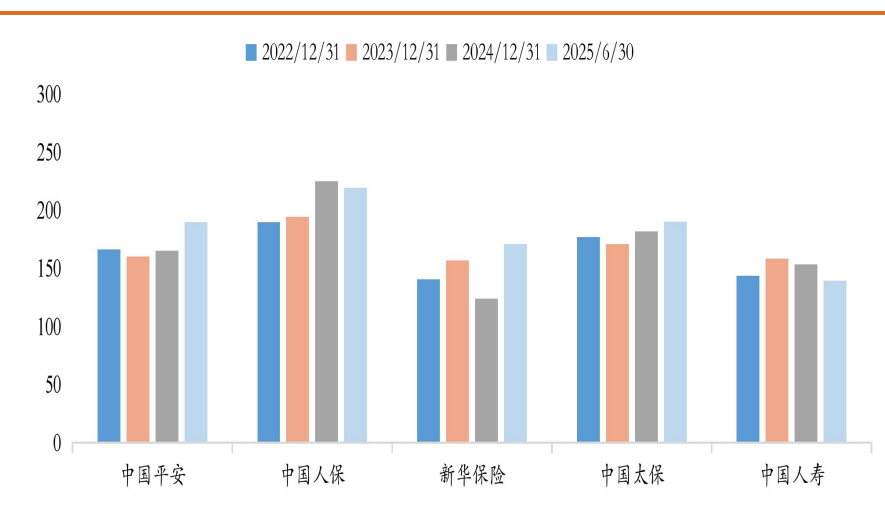
保险公司平均资本水平对应权益投资比例可达总资产的 30%，当前权益投资比例与权益投资监管上限相比仍有提升空间。从上市险企资本水平来看，不同公司偿付能力充足率相较于年初走势分化，且在上年三季度险资权益资产配置比重提升的情况下，寿险公司偿付能力多承受压力。

图 8 寿险偿付能力充足率（单位：%）



资料来源：、湘财证券研究所

图 9 核心偿付能力充足率（单位：%）



资料来源：、湘财证券研究所

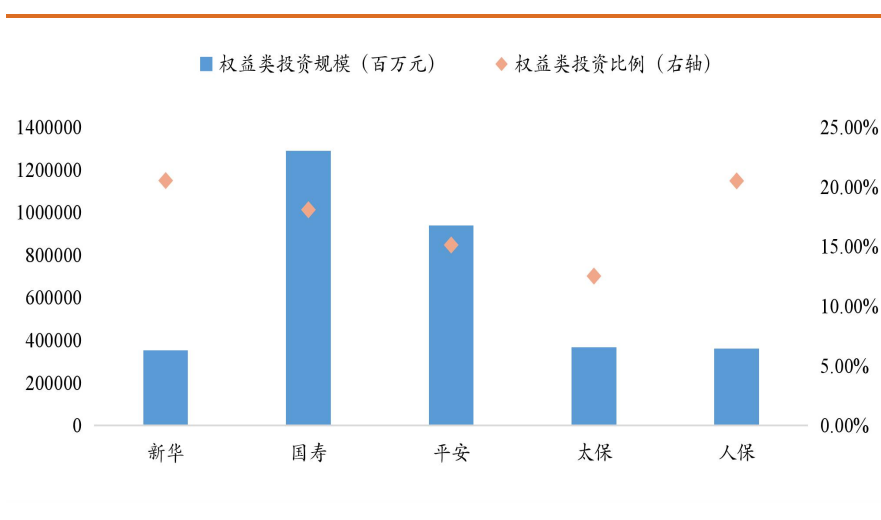
今年，随着“偿二代”二期过渡期结束，以及新会计准则全面实施，投资市场波动对利润表的影响更加显著，对中小保险公司的资本要求进一步夯实，保险行业偿付能力充足率面临长期压力。若保险公司增加投资股票，在市场波动较大时可能面临损失，从而影响其短期偿付能力。如需进一步提高保险行业权益投资比例，险企资本补充重要性上升。

表 2 保险机构权益类资产配置比例上限

综合偿付能力充足率	权益类资产余额配置比例
低于 100%	不高于 10%
超过 100%（含）但低于 150%	不高于 20%
超过 150%（含）但低于 250%	不高于 30%
超过 250%（含）但低于 350%	不高于 40%
超过 350%（含）	不高于 50%

资料来源：国家金融监管总局、湘财证券研究所

图 10 2025H1 上市险企权益类投资情况

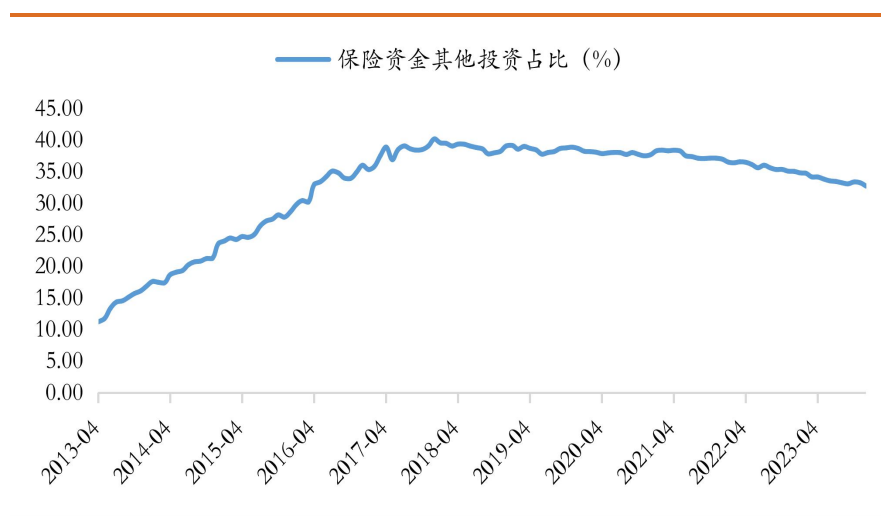


资料来源：、湘财证券研究所

2.2 另类投资提供多元化收益来源

除证券类资产投资外，保险其他投资还包括股权投资、债权投资计划、信托计划以及资管产品等非标资产。保险资金另类投资主要构成是非标资产，由于保险资金投资期限往往较长，与非标类资产属性相符，但非标资产自资管新规实施以来逐渐减少，保险资金另类投资面临资产荒。从保险资金投资来看，2013 年至 2017 年间其他投资占比大幅上升，此后其他投资占比呈逐年下降态势。

图 11 上市险企其他投资比重有所下滑



资料来源：、湘财证券研究所

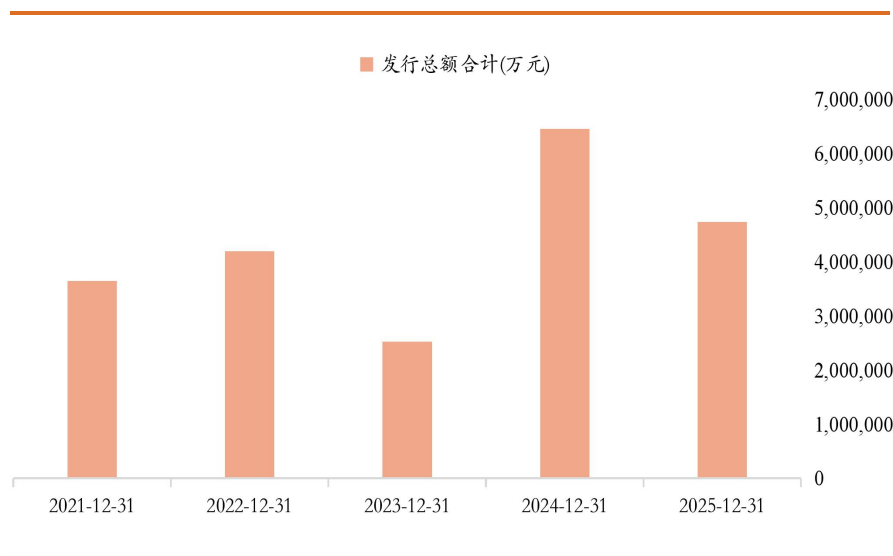
随着经济新旧动能转换进程推进，保险资金另类投资逐渐产生结构变化，正在朝着与新经济紧密结合的方向加快发展。近年来，REITs 与私募股权成为保险资金另类投资的主要发展方向。保险资金投资期限与不动产投资信托项目以及股权投资具有天然的匹配性。多样化另类投资工具的使用扩大并丰富了保险资金运用的范围和方式，满足保险资金稳健收益与本金保障需求。数据显示，截至 2026 年 2 月，全市场共发行 89 只公募 REITs 产品，发行规模超过 2000 亿元。

公募 REITs 为保险资金提供重要的稳健收益来源以及分散投资风险的机会。公募 REITs 具有较低风险与分红稳定的特征，符合保险资金长期稳健投资需求。公募 REITs 的底层资产主要是稳定运营的基础设施项目和不动产项目，涵盖能源发电、仓储物流和保障房等类别。REITs 收益来源于资本利得和底层资产的运营收益，如租金收入、收费项目收入等。REITs 的底层资产风险与股票、债券等大类资产的相关性较低，可以提高投资组合的稳定性。此外，新会计准则允许 REITs 仅分红计入损益表，价格波动不影响损益表，能够减少资产价格波动对保险公司利润的影响。

表 3 公募 REITs 业务不断推进

时间	相关法规
2025 年 12 月	发布《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》，启动商业不动产 REITs 试点。沪深交易所发布配套规则，支持商业综合体、商业零售、办公、酒店等业态
2024 年 7 月	国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》，公募 REITs 市场迈入常态化阶段
2021 年 1 月	上交所和深交所正式发布 REITs 业务配套规则
2020 年 4 月	中国证监会和国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》

资料来源：国家金融监管总局、湘财证券研究所

图 12 公募 REITS 历年发行额


资料来源：、湘财证券研究所

近年来，保险资金投资私募股权的步伐加快，大额投资案例频现。自 2025 年保险资金长期投资第二批试点启动以来，国丰兴华、太保致远等一批具有险资背景的私募机构管理规模迅速增长。根据中国人寿公告，公司先后参与设立 50.5 亿元的汇智长三角私募基金和 85 亿元的养老产业股权投资基金，主要投向集成电路、生物医药领域和养老不动产项目。

随着政策进一步推进中长期资金入市，险资作为中长期资金的重要组成部分，扩大私募股权投资有助于改善长期投资收益预期。据券商中国，2025 年，保险资管机构股权计划登记规模 335.32 亿元，私募股权基金登记规模 350.06 亿元。

总体而言，随着可投资非标类资产逐渐减少，保险资金另类投资由非标向 REITs 等非标转标类资产转换。后续公募 REITs 基础资产池进一步扩容，有望带来更多投资机会。同时，在经济呈现结构性增长态势下，险资通过私募股权投资持续加码人工智能、高端制造等新经济重点领域，未来险资增强对科技创新领域的支持，有望对险资长期投资收益预期形成提振效应。

表 4 2025H1 新华保险非标投资资产分布

	规模（百万元）	占比
信托计划	7,756	9.9%
债权投资计划	17,033	21.7%
资产管理计划	6,759	8.6%
未上市股权	8495	10.8%
私募股权	14,374	18.4%
股权计划	22040	28.1%
其他	1859	2.4%
合计	78,316	100.0%

资料来源：公司财报、湘财证券研究所

表 5 保险资金长期股权投资比例

	新华	国寿	平安	太保	人保
2025/6/30	2.4%	4.5%	2.6%	0.4%	9.8%
2024/12/31	1.9%	4.6%	3.2%	0.8%	10.2%
2023/12/31	0.4%	4.5%	5.5%	1.0%	10.9%
2022/12/31	0.5%	5.2%	6.4%	1.3%	11.3%
2021/12/31	0.5%	5.5%	7.3%	1.5%	11.3%

资料来源：、湘财证券研究所

2.3 境外投资增厚资产回报

在低利率与资产荒环境下，险资通过投资海外市场获得更多收益选择。从发达国家保险机构的经验来看，通过全球资产配置能够获得高增长经济体的高回报资产，有助于保险机构覆盖负债端高成本。

险资投资海外市场主要通过 QDII、港股通与南向通等渠道。在投资方式上，险资境外投资已从二级市场拓展到 IPO、私募股权等多层次布局。据财联社，从 2025 年以来至 2026 年 1 月，泰康人寿、平安人寿、新华资产、太保资产及太保资管（香港）等 7 家险资机构以基石投资者身份参与 20 家港股 IPO

配售，认购金额合计达 46.79 亿港元，较往年认购案例明显增加。

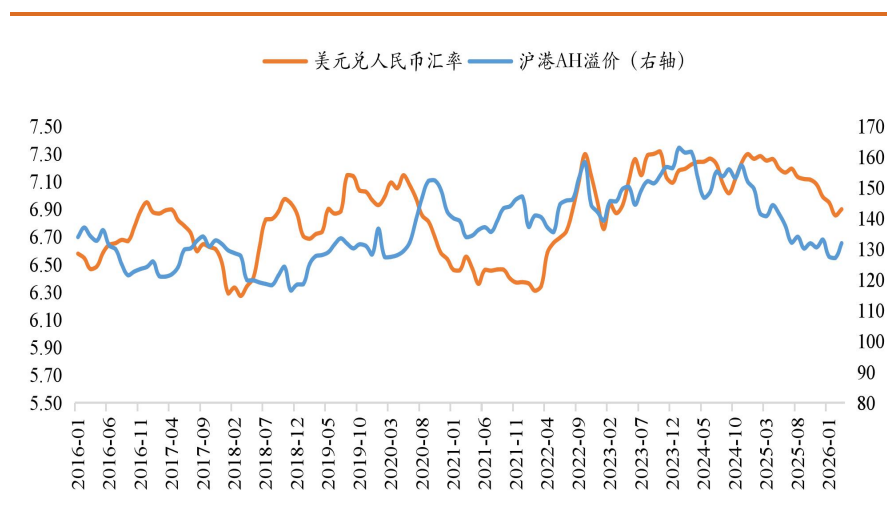
险资境外投资对于分散风险的重要性愈发凸显。港股成为险资境外配置的“桥头堡”，港股既受全球流动性特征影响，又与境内市场基本面保持适度联动，有助于稳健风险管理。当前，A 股运行逻辑正从外部牵引转向内生驱动，通过适度配置海外市场可以降低组合对单一经济周期的敏感性，获得不同经济体的经济发展红利。

图 13 港股红利投资具有更高股息率

股息率(近12个月) 单位: %	港股通红利低波CNY	恒生港股通高股息低波动 指数(人民币)	中证红利	红利低波
2025/12/31	6.2	6.8	5.1	5.0
2024/12/31	6.9	6.7	5.0	5.0
2023/12/29	9.2	7.9	6.2	6.4
2022/12/30	11.1	8.9	6.5	7.0
2021/12/31	8.7	7.2	5.5	5.7

资料来源：、湘财证券研究所

图 14 沪港 AH 溢价不断收窄



资料来源：、湘财证券研究所

3 资产配置优化，估值修复在望

展望 2026 年，保险资金运用将会面临更多挑战与机遇，有望呈现权益投资均衡化、另类深耕与境外投资加强的态势，在低利率与资产荒环境下积极寻求收益与风险的动态平衡。

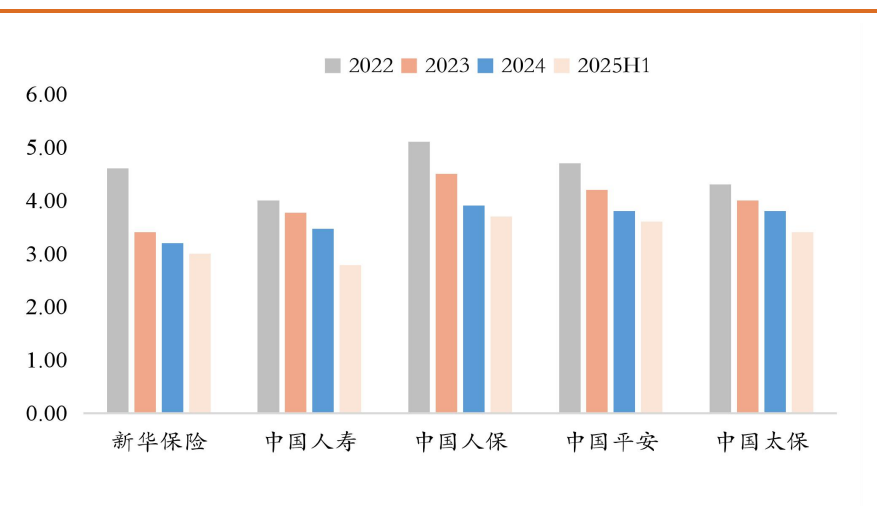
权益投资保持均衡稳健，杠铃策略仍有延续性。2026 年，作为长期资金的险资仍将重视权益投资，但权益风险偏好将随着全球不确定性提升而有所降低。权益配置方向上仍将青睐杠铃策略，弹性端投资继续在半导体、AI 算力、生物医药等 TMT 与高端制造领域挖掘收益。此外，低利率环境仍有延续性，高股息资产是险资长期权益资产配置的稳定器。随着新会计准则全面实施，高股息权益资产记账方式可有效平滑股价波动对利润表的冲击，契合险资追求稳定回报的需求。

另类投资加速布局新质生产力。传统非标规模持续收缩，公募 REITs 等标准化资产成为重要配置方向，资产池扩容将进一步扩大险资高分红资产布局。险资另类投资正从传统基建向硬科技领域深化转型，重点投向人工智能、生物医药、新能源与战新产业。险资有望加强运用另类投资工具为科技创新注入耐心资本，这将是政策持续支持的重点方向。

境外投资聚焦港股市场。港股是 2026 年保险机构最看好的境外投资品种。随着港股对国内经济政策敏感度提高，若后续 PPI 回升带动境内部分周期类企业盈利回暖，顺周期板块将更有结构性机会。险资在港股市场的前瞻布局有望增厚投资回报。

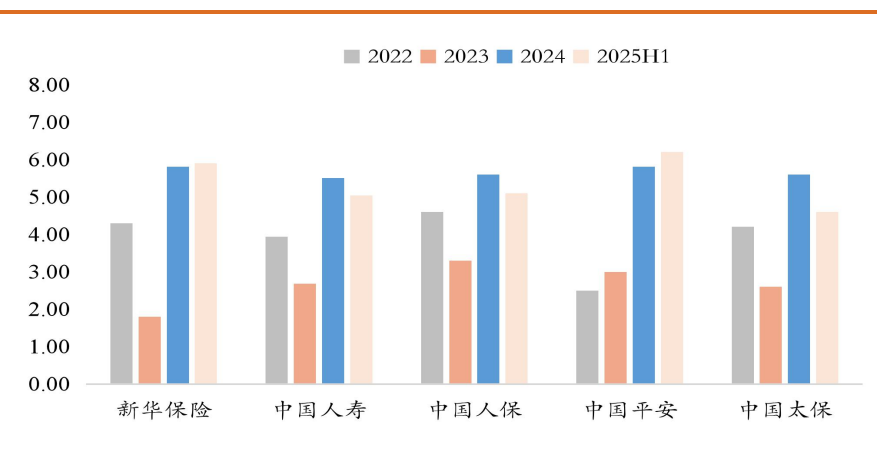
对于保险股而言，资产端投资回报预期改善将是估值修复的重要驱动力。去年以来险资加大股票投资力度，权益投资显著增厚险企投资收益。2026 年，随着险资资产配置再平衡以及另类资产、境外资产布局加强，分散化组合配置将有助于提升风险回报水平，有望促进保险公司保持稳健投资业绩，从而推动保险股估值修复。

图 15 上市险企净投资收益率



资料来源：、湘财证券研究所，2025H1 数据年化处理

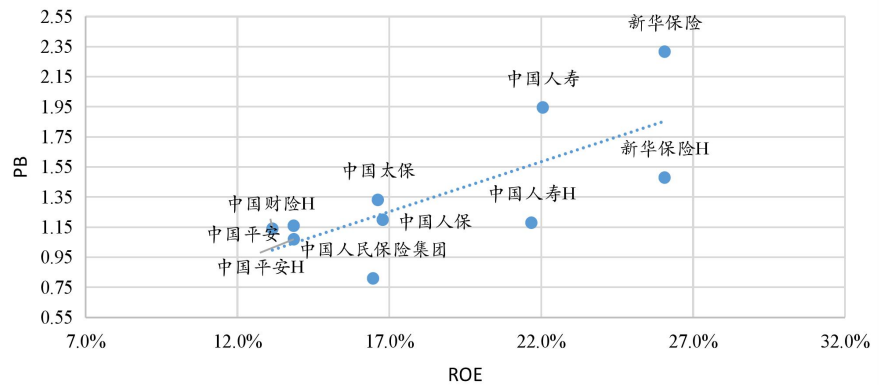
图 16 上市险企总投资收益率



资料来源：、湘财证券研究所，2025H1 数据年化处理

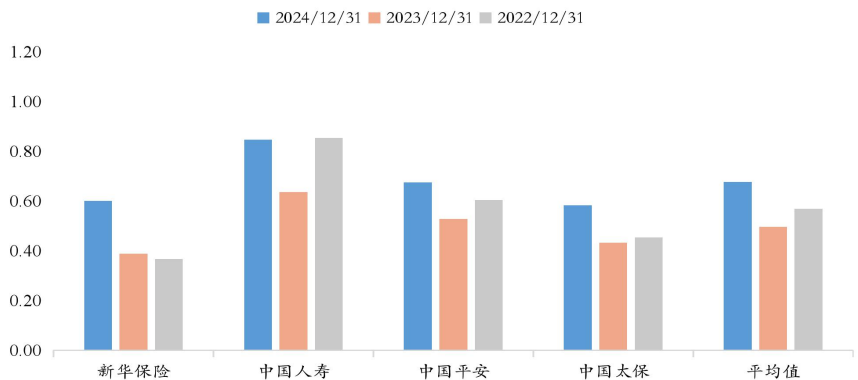
当前，5 家 A 股险企 PB 估值倍数均值为 1.6，接近于近十年 PB 估值中位数。A 股险企 PEV 估值水平为 0.8，在长端利率稳定态势下仍然具有估值修复空间。保险股 H 股估值水平相比 A 股较低，随着南向资金与外资回流提升 H 股流动性，保险股 AH 溢价有望继续收敛，提供更多保险股投资机会。

图 17 上市险企 PB-ROE



资料来源：、湘财证券研究所，截至 2026 年 3 月 5 日

图 18 上市险企 PEV



资料来源：、湘财证券研究所，截至 2026 年 3 月 5 日

4 投资建议

保险股将在资产负债两端因素共同驱动下继续进行估值修复。在资产端，险企权益资产配置更加多元化与均衡化，通过积极探索另类投资与境外投资增厚预期收益，叠加长端利率保持相对稳定，能够巩固投资收益预期。在负债端，分红险等产品转型加快，保费收入有望保持较快增长，降低负债刚性成本并有效缓解利差损风险。险企基本面边际改善因素有望延续，推动保险股估值持续修复。建议关注资产多元化配置能力强、负债业务增长稳健的上市保险公司，推荐中国财险、中国人民保险集团等，维持行业“增持”评级。

5 风险提示

权益市场大幅波动风险。若权益市场出现大幅调整，将对保险公司投资收益产生冲击。

保费收入增长不及预期。若居民投资偏好改变影响保费收入增长，可能导致险企保险业务业绩不达预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。