

● 证券研究报告 ●

负债端亮眼，市场波动影响下利润表现分化

保险行业2026年一季度报综述

证券分析师：

罗钻辉 A0230523090004

孙冀齐 A0230523110001

2026.5.9



- **上市险企1Q26利润表现分化。** 资本市场波动影响下，1Q26 A股上市险企合计实现归母净利润698.83亿元，yoy-17.0%；细分公司来看，1Q26归母净利润表现新华保险（yoy+10.5%）、中国太保（yoy+4.3%）、中国平安（yoy-7.4%）、中国人保（yoy-31.4%）、中国人寿（yoy-32.3%），受投资表现、业绩基数、所得税新规及VFA模型计量等因素影响，表现较为分化。
- **负债端亮眼，部分机构NBVM逆势提升，财险COR持续优化。** 1) **人身险：** 受益于需求持续强劲，1Q26上市险企NBV增速亮眼。细分公司来看，NBV同比表现中国人寿（yoy+75.5%）、新华保险（yoy+24.7%）、人保寿险（yoy+21.0%）、中国平安（yoy+20.8%）、中国太保（yoy+9.6%）。规模方面，1Q26 A股险企业新单保费合计yoy+14.6%至2834.52亿元，除部分险企主动压降趸交规模致使新单阶段性同比承压外，整体增速稳健；价值率方面，分红险转型态势下，部分险企NBVM逆势提升（中国太保/新华保险yoy+2.7pct/+2.6pct），预计主要受益于负债成本下降、产品及交期结构优化。 2) **财险：** 保费低速增长，COR持续优化。1Q26财险“老三家”原保险保费收入合计yoy+2.5%至3370亿元。受益于大灾同比下降、控风险及优结构策略持续推进，叠加非车险综合治理稳步展开，上市险企COR表现人保财险（yoy-0.3pct至94.2%）、中国平安（yoy-0.8pct至95.8%）、中国太保（yoy-1.0pct至96.4%）。
- **市场波动态势下投资阶段性承压。** 截至3月末，A股上市险企投资资产合计yoy+1.1%至20.93万亿元。使用简单年化口径测算总投资收益率，1Q26总投资收益率表现中国太保（yoy-0.8pct至3.2%）、中国人寿（yoy-0.54pct至2.21%）、新华保险（yoy-3.6pct至2.1%）。
- **投资分析意见：** 此前压制板块表现的内部核心因素对一季报业绩表现担忧落地，看好后续表现，推荐中国人寿（H）、中国平安、新华保险、中国财险、中国太保，建议关注中国人保、中国太平、众安在线。
- **风险提示：** 长端利率下行、权益市场大幅波动、大灾频发、监管政策影响超预期。

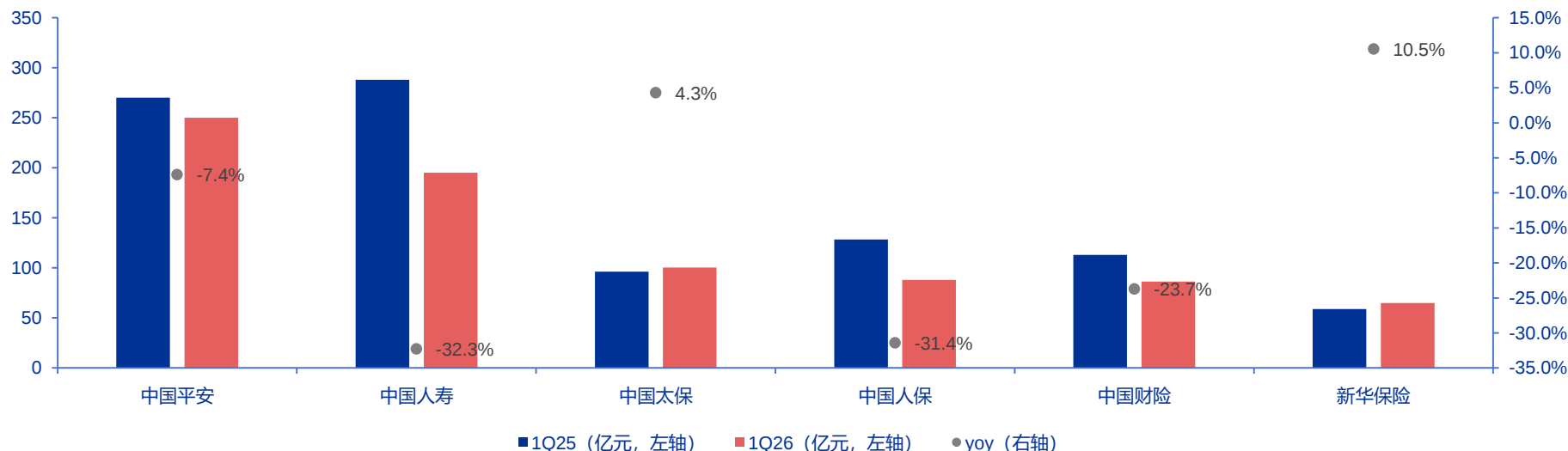
主要内容

1. 资本市场波动影响下，1Q26 A股险企归母净利润yoy-17%
2. 负债端：NBV表现亮眼，财险COR持续优化
3. 资产端：权益市场波动态势下投资表现阶段性承压
4. 投资分析意见：中期依然看好板块价值重估趋势
5. 风险提示

1. 利润：资本市场波动影响下，1Q26 A股险企归母净利润yoy-17%

- **1Q26权益市场大幅波动，上市险企归母净利润承压。** 1Q26A股上市险企合计实现归母净利润698.83亿元，同比下滑17.0%，高于预期（我们预计yoy-24.7%）；细分公司来看，1Q26归母净利润表现新华保险65.01亿元(yoy+10.5%)、中国太保100.41亿元(yoy+4.3%)、中国平安250.22亿元(yoy-7.4%)、中国财险86.31亿元(yoy-23.7%)、中国人保88.14亿元(yoy-31.4%)、中国人寿195.05亿元(yoy-32.3%)，受投资表现、业绩基数、所得税新规及VFA模型计量等因素影响，表现较为分化。

图1：上市险企1Q26归母净利润(亿元)及同比



1.1 利源结构：投资业绩转负，保险服务业绩分化

- **保险服务业绩为利润的核心来源。**从利源结构来看，1Q26 A股险企保险服务业绩、投资业绩及其他税前利润贡献占比分别达99.7%、-9.1%、9.3%。
- **保险服务业绩表现分化。**1Q26 A股险企保险服务业绩yoy+3.5%至830.85亿元，保险服务收入整体稳健。细分公司来看表现分化，1Q26保险服务业绩表现新华保险yoy+31.5%、中国太保yoy+15.9%、中国财险yoy+4.9%、中国人保yoy+4.6%、中国平安yoy+3.9%、中国人寿yoy-6.0%。
- **投资业绩阶段性承压。**受权益市场波动影响，1Q26总投资收益同比显著承压，虽然使用VFA模型计量的合同CSM可以在一定程度上吸收当期投资波动，但1Q26A股险企投资业绩整体转亏，合计亏损75.58亿元。

图2：1Q26上市险企税前利润结构拆解

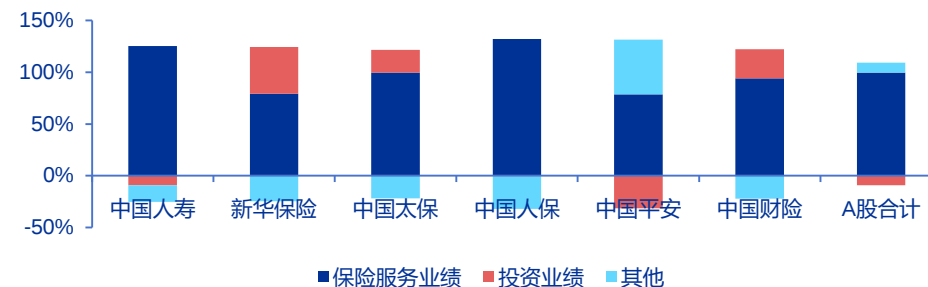


图3：上市险企保险服务业绩(亿元)及同比

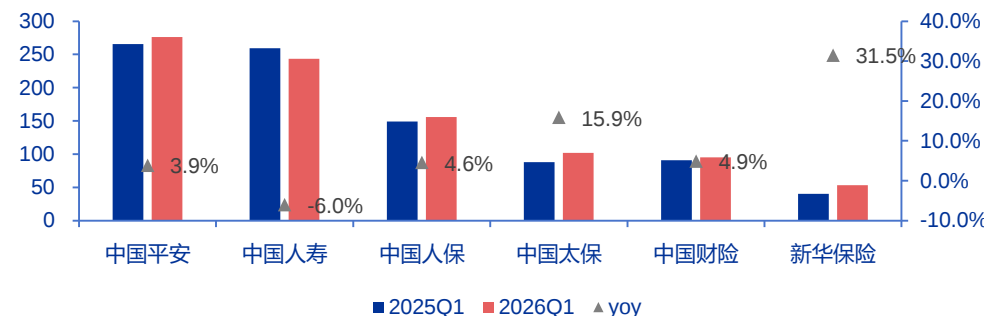
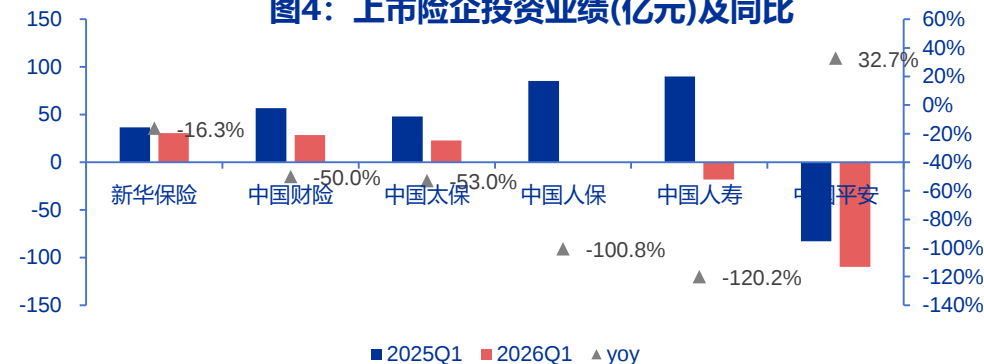


图4：上市险企投资业绩(亿元)及同比



1.2 A股险企总投资收益 yoy-42%，公允价值变动为降幅的核心来源

- **A股险企总投资收益同比下降42%。**1Q26 A股上市险企总投资收益合计 yoy-42%至861.15亿元；细分公司来看，1Q26 总投资收益增速太保(yoy-7.4%)、国寿(yoy-33.6%)、中国财险(yoy-38.2%)、人保(yoy-55.6%)、新华(yoy-56.7%)、平安(yoy-62.5%)。
- **市场波动下公允价值变动出现负贡献，拖累总投资收益表现。**1Q26权益市场波动影响下，A股险企公允价值变动损益合计同比大减1203.68亿元，贡献总投资收益降幅的195.4%；在浮亏压力凸显的背景下，险企通过兑现前期浮盈资产、优化持仓收益结构，带动投资收益同比提升585.35亿元，对冲部分公允价值变动的负面影响。

图5：上市险企总投资收益(亿元)及同比

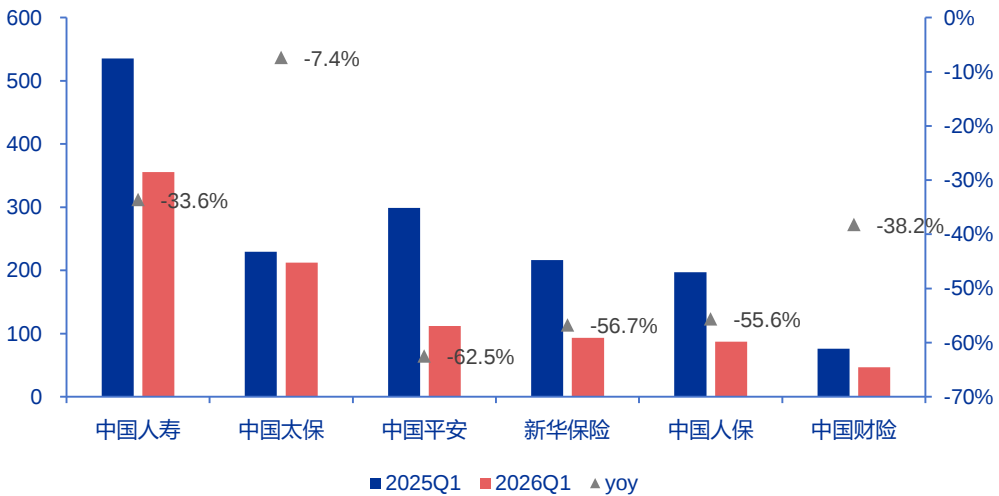
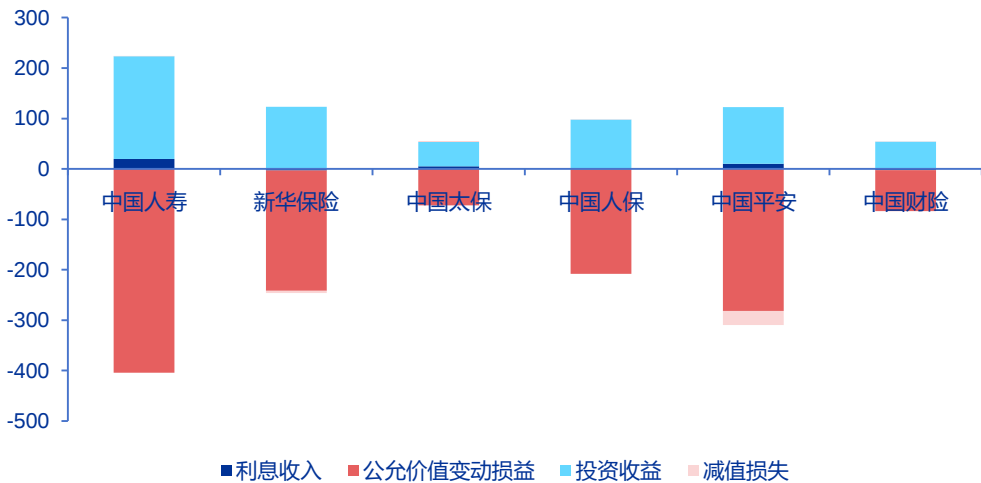


图6：1Q26上市险企总投资收益（亿元）增量结构拆解



1.3 实际税率分化，所得税新规及税前利润同比下滑推动税负下行

- **1Q26 A股多数险企实际税率下降。**细分公司来看，国寿、人保、太保实际税率（使用所得税/税前利润计算）分别为-3.1%、-1.9%、-1.4%，实现对利润的正向贡献，预计主要受免税收入增加、税前利润下降及所得税新规落地的影响，形成所得税收益；平安、新华所得税费用为正，实际税率为5.2%、3.4%。剔除递延所得税费用后，多数险企当期实际税率同比显著下行，反映免税投资收入对税基的优化作用增强；叠加一季度险企税前利润承压，部分公司应税利润已被免税收入覆盖，进而形成所得税收益增厚当期利润。同时，2026年保险合同所得税新规正式实施，计税基础统一切换至新保险合同准则口径，消除了此前财报与计税规则错位的影响。

图7：上市险企实际税率（%）

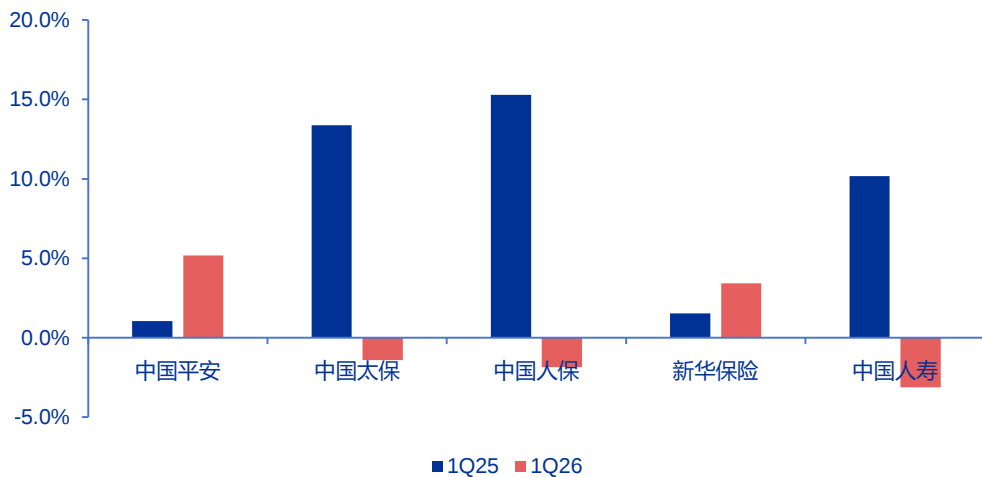
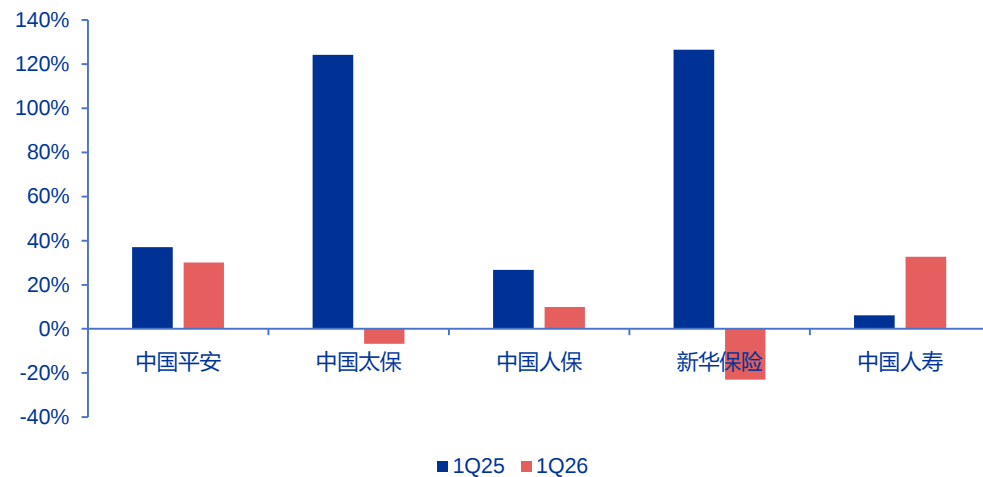


图8：上市险企剔除递延所得税费用的当期实际税率（%）



1.4 1Q26上市险企利源结构拆解

表1：上市险企利源结构拆解(亿元)

	中国人寿	新华保险	中国太保	中国人保	中国平安	中国财险
保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-持有再保险合同净费用）						
保险服务收入						
2026Q1	548	130	702	1,389	1,384	1,230
同比	1%	5%	1%	2%	1%	2%
保险服务费用						
2026Q1	297	76	591	1,207	1,101	1,112
同比	8%	-7%	-2%	2%	0%	2%
持有的再保合同净费用						
2026Q1	7.36	1.21	9.87	25.92	7.09	22.76
保险服务业绩						
2026Q1	244	53	102	156	276	95
同比	-6%	31%	16%	5%	4%	5%
投资业绩（总投资收益-承保财务损益-分出再保险财务净损益）						
总投资收益						
2026Q1	356	94	212	87	112	47
同比	-34%	-57%	-7%	-56%	-63%	-38%
承保财务损益						
2026Q1	376	64	192	91	224	21
同比	-16%	-65%	4%	-21%	-41%	-3%
分出再保险财务收益						
2026Q1	1.87	0.85	1.87	2.78	1.71	2.76
投资业绩表现						
2026Q1	-18	31	23	-1	-110	28
同比	-120%	-16%	-53%	-101%	33%	-50%
其他						
2026Q1	-31	-17	-22	-37	185	-22
税前利润						
2026Q1	195	67	102	118	351	101
同比	-40%	13%	-12%	-43%	-1%	-25%
归母净利润						
2026Q1	195	65	100	88	250	86
同比	-32%	11%	4%	-31%	-7%	-24%

主要内容

1. 资本市场波动影响下，1Q26 A股险企归母净利润yoy-17%
2. 负债端：NBV延续增长，财险COR持续优化
3. 资产端：权益市场波动态势下投资表现阶段性承压
4. 投资分析意见：中期依然看好板块价值重估趋势
5. 风险提示

2.1 人身险：NBV增速亮眼，部分险企NBVM实现逆势提升

- **1Q26上市险NBV增速亮眼。**1Q26 NBV表现中国人寿(yoy+75.5%)、新华保险46.55亿元(yoy+24.7%)、人保寿险(yoy+21.0%)、中国平安155.74亿元(yoy+20.8%)、友邦保险17.57亿美元(固定汇率口径, yoy+13%)、中国太保63.72亿元(yoy+9.6%)。
- **增长策略分化影响下新单增速分化。**受益于需求旺盛叠加市场对于分红险的接受度显著增强, 1Q26 A股上市险企新单保费yoy+14.6%至2834.52亿元。细分公司来看, 1Q26新单表现中国平安663.40亿元(yoy+45.5%)、中国人寿1283.62亿元(yoy+19.5%)、友邦保险31.52亿美元(固定汇率口径下ANP表现, yoy+16.0%)、新华保险302.03亿元(yoy+3.9%)、中国太保391.27亿元(yoy-8.5%)、中国人保194.20亿元(yoy-13.3%), 期缴产品成为核心发力方向, 部分险企主动压降趸交规模, 聚焦提升价值率, 经营策略差异下新单表现分化。
- **业务结构优化下部分险企NBVM同比逆势增长。**1Q26 NBVM表现中国太保(yoy+2.7pct至16.3%)、新华保险(yoy+2.6pct至15.4%)、友邦保险(yoy-1.8pct至56.0%)、中国平安(标保口径下yoy-4.2pct至27.8%), 部分公司受益于负债成本下行、优化交期及产品结构在分红险转型态势下实现NBVM逆势增长。

图9：上市险企NBV(亿元)及同比



图10：上市险企新单保费(亿元)及同比

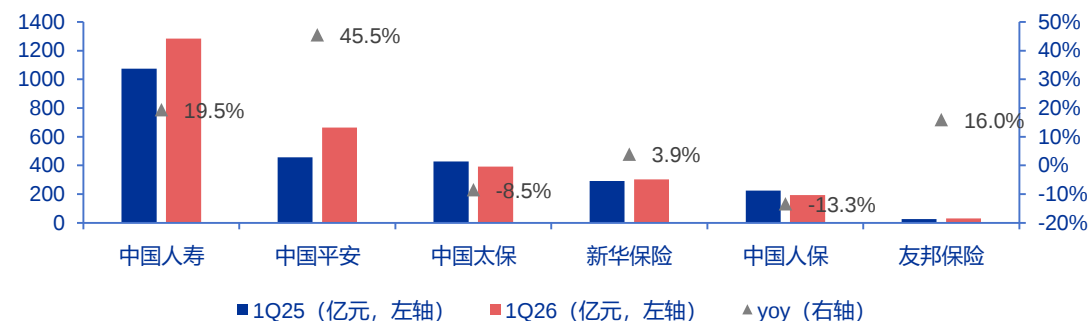
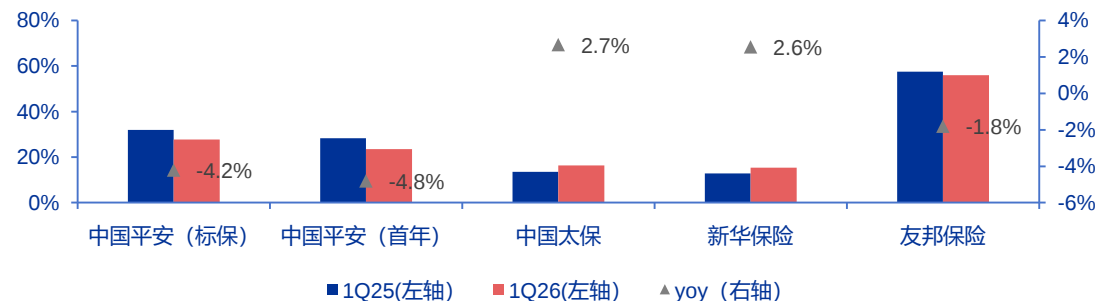


图11：上市险企NBVM及同比



2.1 人身险：个险新单稳步增长，银保新单表现分化

- **个险新单增速亮眼，代理人队伍规模延续企稳态势。**分红险凭借提供保底收益+分享超额收益的特征，精准匹配居民储蓄需求，成为撬动个险渠道保费的关键抓手。1Q26个险新单表现中国太保 183.83 亿元（yoy+34.5%）、新华保险 149.28 亿元（yoy+21.2%），表现亮眼。截至3月末，个险代理人队伍规模表现中国人寿59.4万人（qoq+1.2%）、中国平安33.2万人（qoq-5.4%），整体企稳态势明显，小幅波动预计为季度间的自然现象。
- **部分险企主动优化银保交期结构，收缩趸交投放规模。**头部险企对于银保渠道的重视程度显著提升，经营策略出现阶段性分化，部分险企主动收缩低价值趸交投放规模，提升期缴占比，推动NBVM提升，1Q26新单表现中国太保123.30亿元（yoy-39.9%）、新华保险134.22亿元（yoy-10.9%）。

图12：上市险企个险渠道新单保费(亿元)及同比

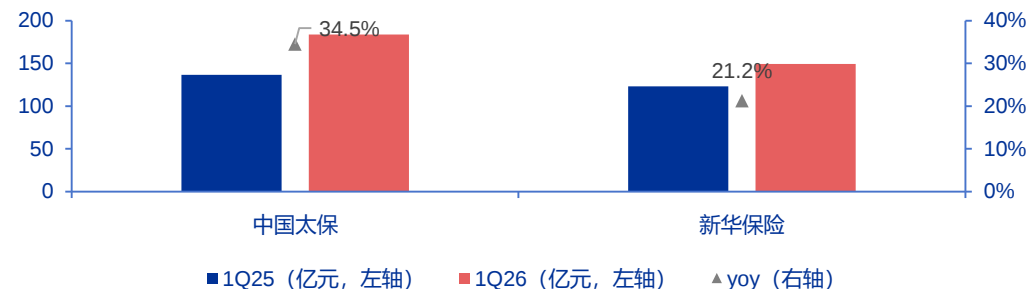


图13：国寿、平安个险代理人规模环比表现

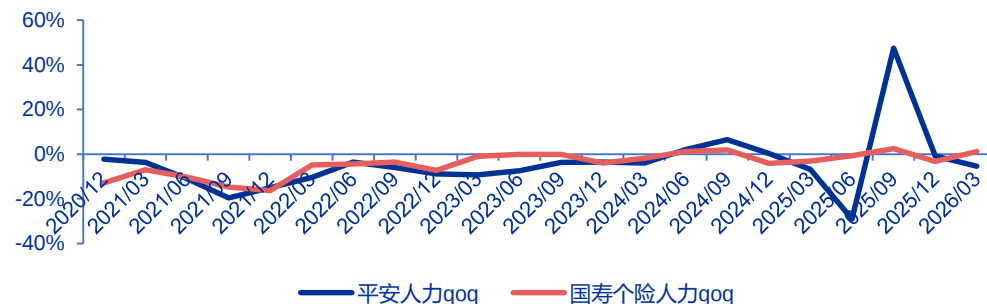
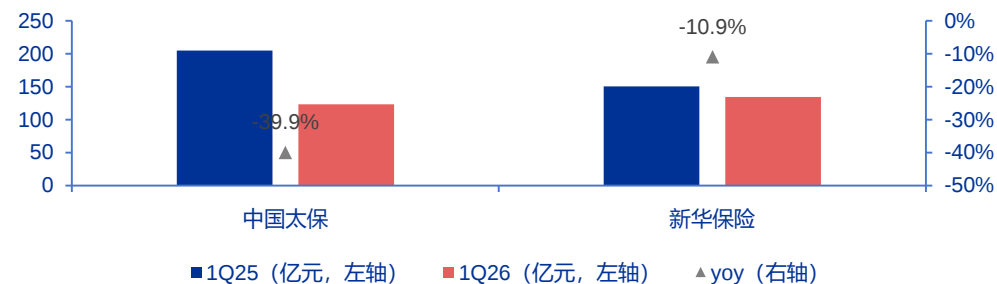


图14：上市险企银保渠道新单保费(亿元)及同比



2.2 财险：保费增速分化，CR3同比略降0.2pct

- **财险保费低速增长，预计主要受车险需求走弱、非车险综合治理共同影响。**1Q26财险公司原保险保费收入合计达5302亿元，yoy+2.9%；细分公司来看，1Q26原保险保费收入平安财险909.51亿元(yoy+6.8%)、人保财险1829.95亿元(yoy+1.4%)、太保财险630.28亿元(yoy-0.3%)；车险需求走弱阶段性影响保费表现，头部险企持续推动优结构、降成本策略，对经营质效的关注度持续提升，规模增速出现阶段性分化。
- **CR3同比略降。**1Q26财险“老三家”人保财、平安财、太保财保费市占率同比略降0.2pct至63.6%；细分公司来看，市占率表现人保财险34.5% (yoy-0.5pct)、平安财险17.2% (yoy+0.6pct)、太保财险11.9% (yoy-0.4pct)。

图15：上市险企原保险保费收入(亿元)及同比

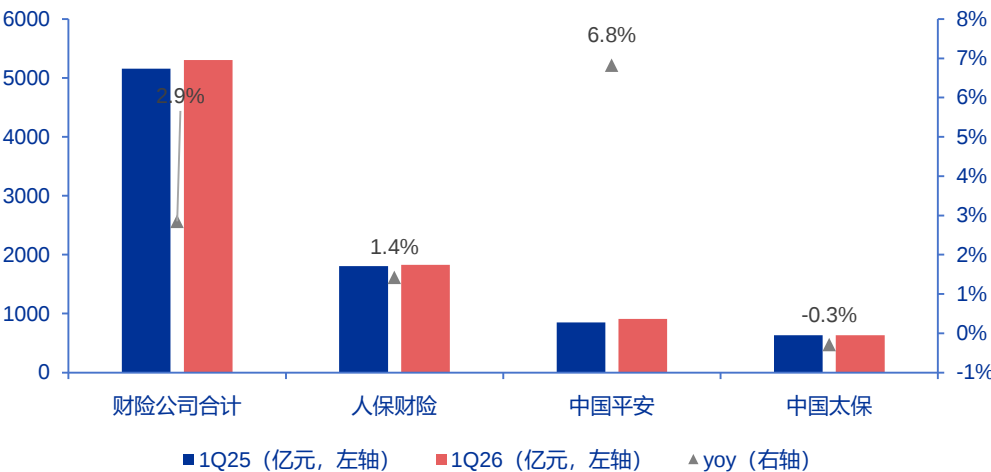
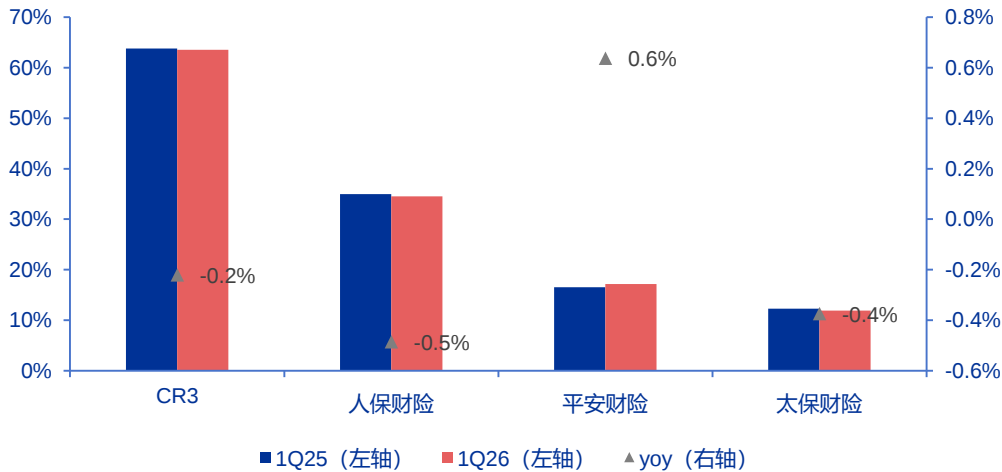


图16：上市险企财险保费市占率表现



2.2 财险：COR延续改善趋势

- **财险保险服务收入稳步提升，COR表现亮眼。** 1Q26保险服务收入平安财险843.34亿元（yoy+3.9%）、人保财险1230.15亿元（yoy+1.9%）、太保财险477.72亿元（yoy-0.2%）。大灾影响下降、新能源车险自主定价系数逐步放开、非车险综合治理稳步推进态势下，头部险企COR同比改善趋势延续；细分公司来看，1Q26 COR表现太保财险yoy-1.0pct至96.4%、平安财险yoy-0.8pct至95.8%、人保财险yoy-0.3pct至94.2%。

图17：上市险企保险服务收入（亿元）及同比

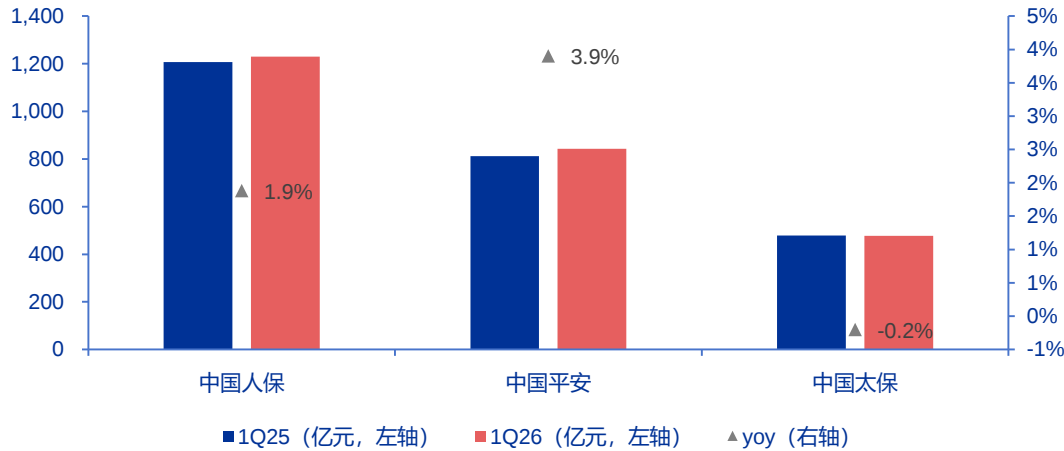
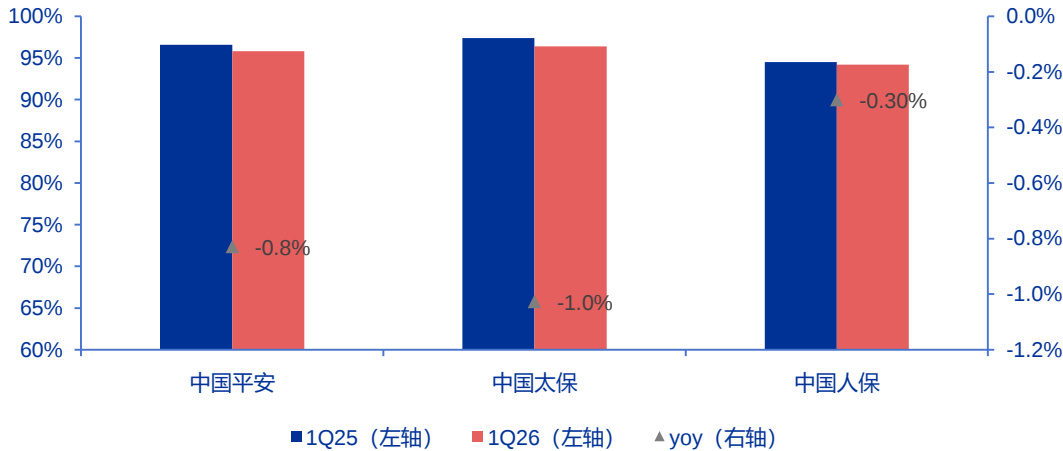


图18：上市险企综合成本率及同比



2.2.1 车险：需求阶段性走弱，CR3同比略增0.1pct

- **需求走弱态势下车险保费出现行业性负增长。**1Q26财险公司车险业务原保险保费收入合计达2226亿元，yoy-0.4%，预计主要受新车需求下降影响；细分公司来看，1Q26车险原保险保费收入太保财险268.71亿元(yoy+0.1%)、人保财险716.88亿元(yoy+0.0%)、平安财险534.37亿元(yoy-0.6%)，部分头部公司通过提升续保、转保实现逆势增长。
- **车险CR3稳中略升。**1Q26财险“老三家”人保财、平安财、太保财车险保费市占率合计为68.3%，yoy+0.1pct；细分公司来看，车险业务市占率表现人保财险32.2%(yoy+0.1pct)、平安财险24.0%(yoy+0.0pct)、太保财险12.1%(yoy+0.1pct)。头部险企份额均保持稳定，行业竞争格局呈现稳态特征。

图19：上市险企车险原保险保费收入(亿元)及同比

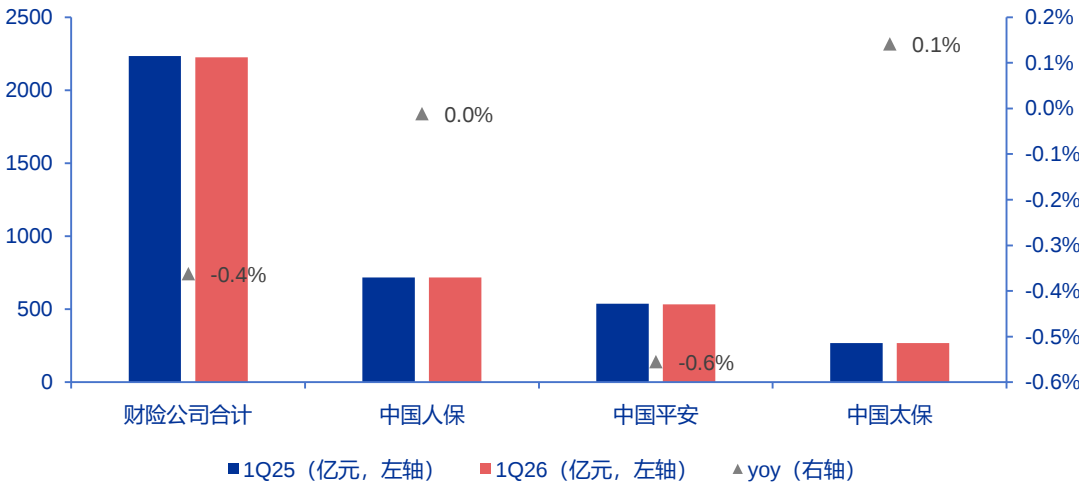
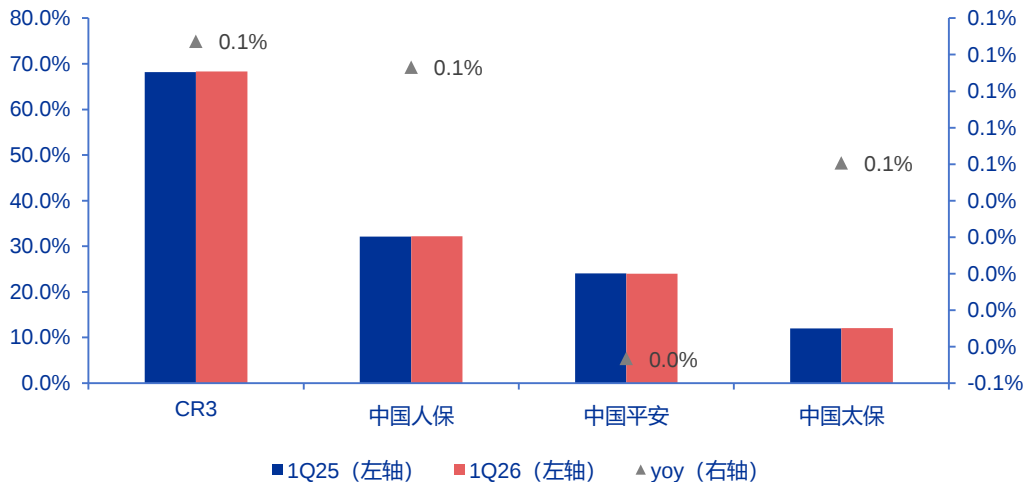


图20：上市险企车险保费市占率表现及同比



2.2.2 非车险：增势延续，平安财险市占率提升

- **非车险保费增速分化。**1Q26财险行业非车险业务原保险保费收入达3076亿元，yoy+5.3%。细分公司来看，1Q26非车险原保险保费收入平安财险375.14亿元(yoy+19.5%)、人保财险1113.07亿元（yoy+2.4%）、太保财险361.57亿元(yoy-0.5%)。
- **非车险CR3同比略降0.3pct。**1Q26非车险保费CR3 yoy-0.3pct至60.1%；细分公司来看，非车险保费市占率表现人保财险36.2%(yoy-1.0pct)、太保财险11.8%(yoy-0.7pct)、平安财险12.2%(yoy+1.4pct)。

图21：上市险企非车险原保费收入(亿元)及同比

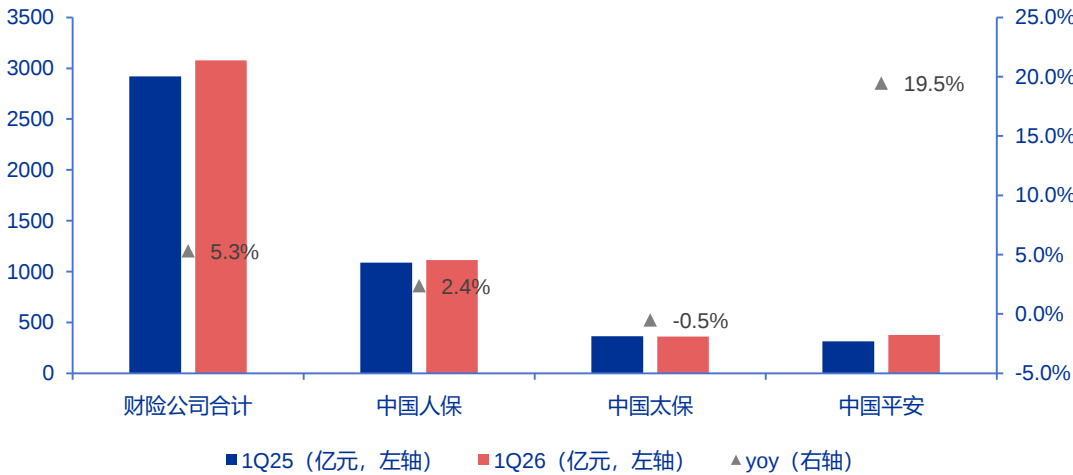
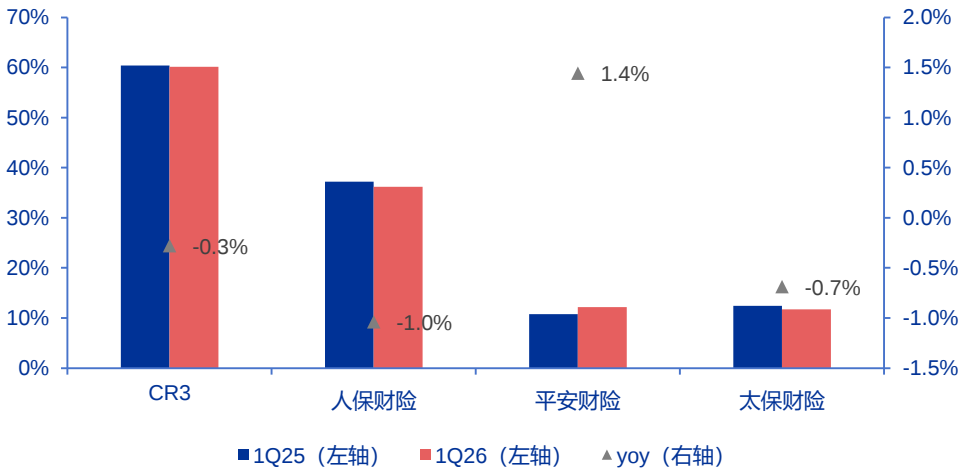


图22：上市险企非车险市占率表现



主要内容

1. 资本市场波动影响下，1Q26 A股险企归母净利润yoy-17%
2. 负债端：NBV延续增长，财险COR持续优化
3. **资产端：权益市场波动态势下投资表现阶段性承压**
4. 投资分析意见：中期依然看好板块价值重估趋势
5. 风险提示

3.1 投资端：权益市场波动，投资面临一定挑战

■ 1Q26权益市场波动承压，险资投资端面临一定挑战：

- **权益市场阶段性承压：**1Q26沪深300指数/中证红利指数/中证800指数/科创50指数/恒生指数分别-3.9%/+4.1%/-2.3%/-6.5%/-3.3%，较1Q25表现-2.7pct/+7.2pct/-2.0pct/-10.0pct/-18.5pct。
- **长端利率下行：**1Q26 10年期国债到期收益率下降3pct（去年同期上升14pct），FVTPL债券公允价值提升有望在一定程度上对冲权益市场波动的影响。

图23：十年期国债、国开债、企业债(AAA)到期收益率(%)

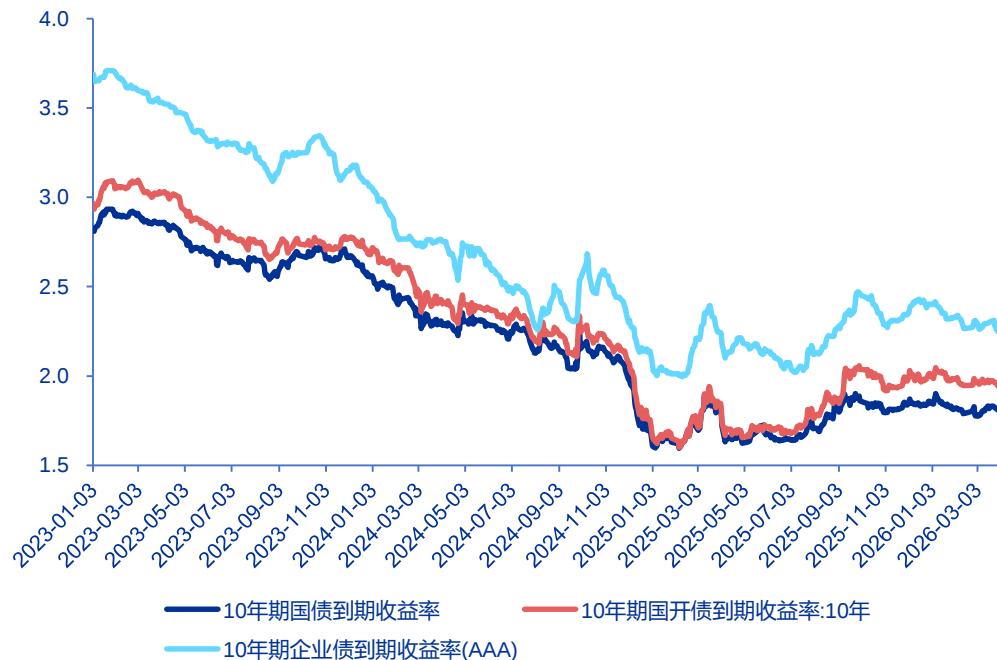
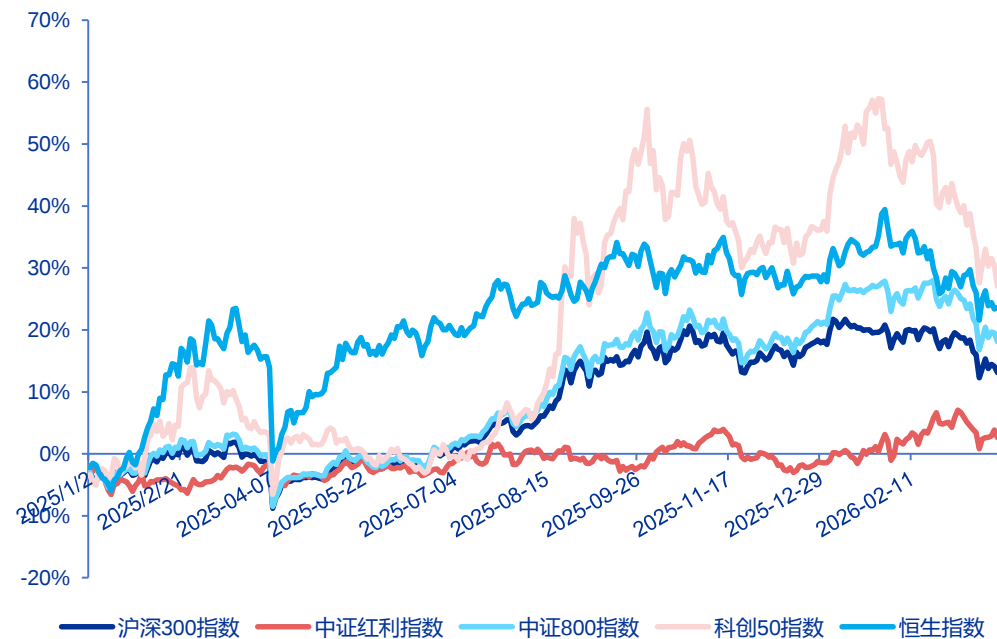


图24：沪深300/中证800/中证红利指数/科创50/恒生指数累计收益率



3.2 投资端：多数险企FVTPL金融资产占比提升

- **投资资产规模稳步提升。**细分公司来看，截至3月末，上市险企投资资产规模中国人寿7.55万亿元(较25年末+1.7%)、中国平安6.55万亿元(较25年末+0.9%)、中国太保3.12万亿元(较25年末+2.8%)、中国人保1.90万亿元(较25年末+0.1%)、新华保险1.80万亿元(较25年末-2.3%)。
- **多数险企分类为FVTPL金融资产占比提升。**截至3月末，上市险企分类为FVTPL占金融资产比重分别为新华46.6% (qoq+5.5pct)、平安35.4% (qoq+0.7pct)、国寿30.5% (qoq-1.4pct)、人保27.5% (qoq+0.4pct)、太保26.0% (qoq-0.3pct)、中国财险25.8% (qoq+0.6pct)；分类为FVOCI权益占金融资产比重分别为中国财险18.2% (qoq-1.7pct)、人保10.9% (qoq-0.3pct)、平安7.7% (qoq+0.0pct)、太保7.0% (qoq+0.5pct)、国寿5.9% (qoq+1.0pct)、新华2.8% (qoq+0.1pct)。

图25：上市险企投资资产规模(亿元)及同比

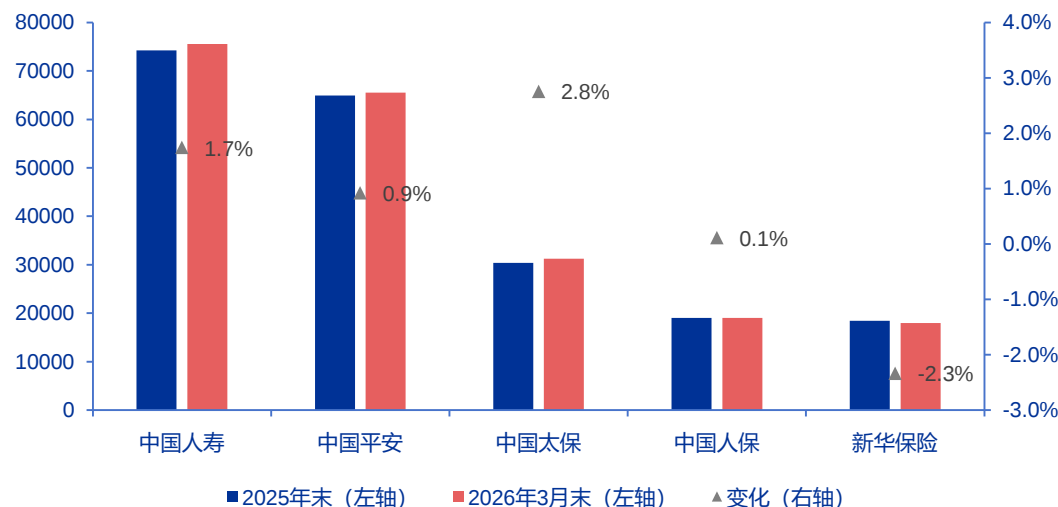
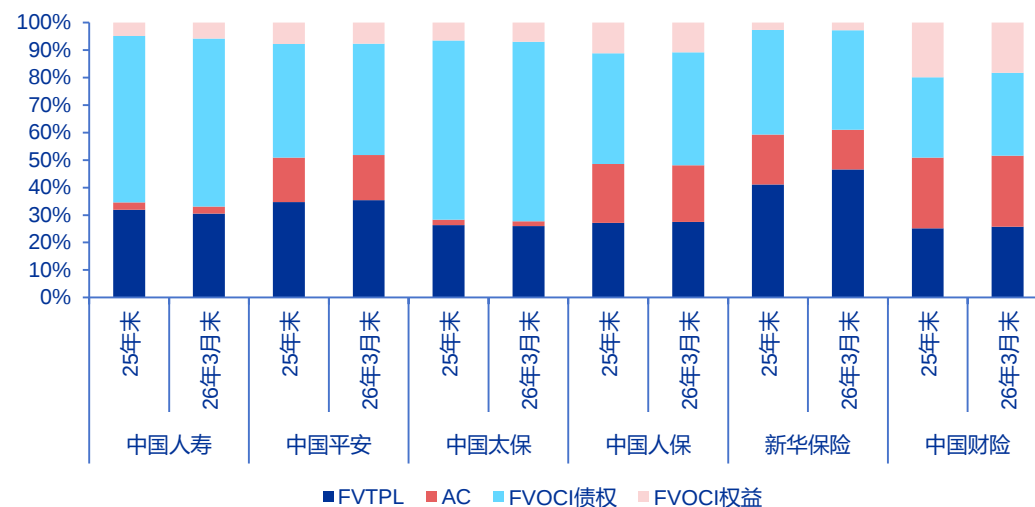


图26：上市险企金融资产的会计分类



3.3 投资端：投资收益率阶段性承压

- **权益市场波动态势下，总/综合投资收益率下行。**细分公司来看，上市险企1Q26年化总投资收益率表现中国太保3.2%(yoy-0.8pct)、中国财险2.8% (yoy-2.0pct)、中国人寿2.21% (yoy-0.54pct)、新华保险2.1%(yoy-3.6pct)、中国人保2.0%；上市险企1Q26年化综合投资收益率表现新华保险1.8%(yoy-1.0pct)、中国平安0.8%(yoy-4.4pct)。
- **净投资收益率持续承压。**上市险企1Q26年化净投资收益率表现中国平安3.2%(yoy-0.4pct)、中国太保2.8%(yoy-0.4pct)。

图27：上市险企年化净投资收益率

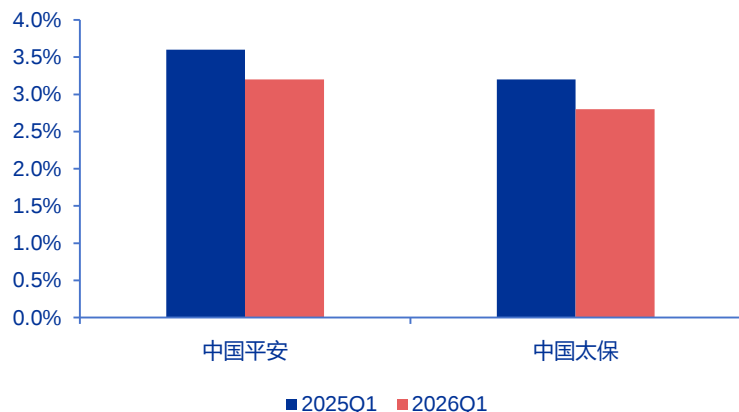


图28：上市险企年化总投资收益率

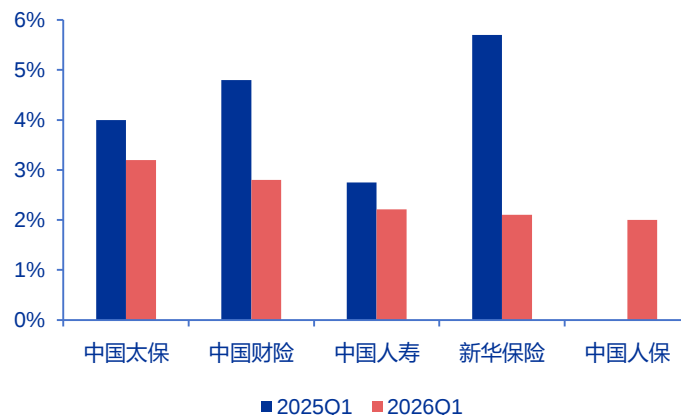
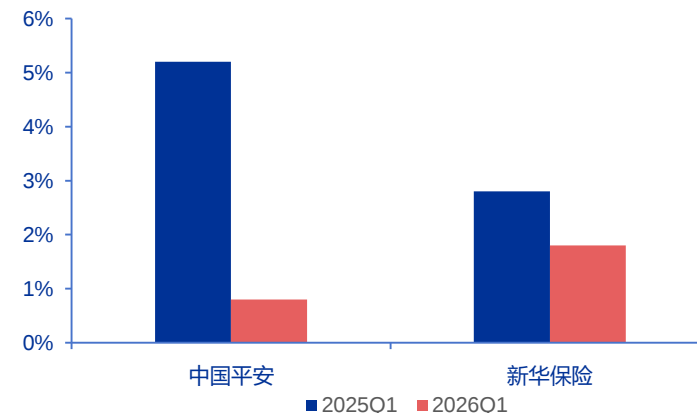


图29：上市险企年化综合投资收益率



主要内容

1. 资本市场波动影响下，1Q26 A股险企归母净利润yoy-17%
2. 负债端：NBV延续增长，财险COR持续优化
3. 资产端：权益市场波动态势下投资表现阶段性承压
4. 投资分析意见：中期依然看好板块价值重估趋势
5. 风险提示

4. 投资分析意见

- **地缘政治风险影响下3月权益市场大幅波动，一季度险企负债端持续优化的同时部分险企展现出超强业绩韧性。**此前市场波动影响下板块出现明显超调，压制板块表现的内部核心因素对一季报业绩表现担忧落地，看好板块后续表现，推荐中国人寿（H）、中国平安、新华保险、中国财险、中国太保，建议关注中国人保、中国太平、众安在线。

表2：上市险企估值表（截至5月8日）

股票代码	证券简称	股价指标			估值指标		
		收盘价	合并总市值	流通市值	26E PEV	PE(TTM)	PB (LF)
		人民币元	亿元	亿元			
601628.SH	中国人寿	37.31	9,804	7,769	0.68	7.28	1.76
601318.SH	中国平安	60.06	10,676	6,402	0.67	8.19	1.07
601601.SH	中国太保	36.90	3,386	2,526	0.52	6.58	1.11
601336.SH	新华保险	65.00	1,834	1,356	0.64	5.49	1.64
601319.SH	中国人保	7.32	3,024	2,598	-	7.60	1.01
股票代码	证券简称	收盘价	合并总市值	流通市值	26E PEV	PE(TTM)	PB (LF)
H股		港元	亿港元	亿港元			
2328.HK	中国财险	14.88	3,310	1,027	-	7.41	1.05
1299.HK	友邦保险	86.60	9,051	9,051	1.36	18.66	2.69
6060.HK	众安在线	12.22	206	200	-	16.88	0.73
0966.HK	中国太平	23.66	850	850	0.36	3.26	0.77
2628.HK	中国人寿	31.26	11,209	2,326	0.53	5.39	1.34
2318.HK	中国平安	65.60	12,206	4,886	0.68	7.90	1.07
2601.HK	中国太保	35.44	3,871	984	0.47	5.58	1.02
1336.HK	新华保险	52.95	2,097	548	0.48	3.95	1.34
1339.HK	中国人保	5.57	3,457	486	-	5.16	0.72
6963.HK	阳光保险	3.57	411	124	0.28	5.88	0.64

主要内容

1. 资本市场波动影响下，1Q26 A股险企归母净利润yoy-17%
2. 负债端：NBV延续增长，财险COR持续优化
3. 资产端：权益市场波动态势下投资表现阶段性承压
4. 投资分析意见：中期依然看好板块价值重估趋势
5. 风险提示

5.风险提示

- 1、**监管政策影响超预期：**监管持续推动负债端供给侧改革，引导行业高质量发展，可能对短期业务表现造成一定影响。
- 2、**市场波动加剧：**影响投资收益及利润表现，进而影响估值表现。
- 3、**长端利率下行：**给新增投资及再投资收益率带来一定压力。
- 4、**大灾影响超预期：**自然灾害对财险公司赔付表现造成一定负面影响，如大灾数目或影响范围超预期，则可能致使综合成本率显著承压。

信息披露
 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhyse.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhyse.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：
 以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
 买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；
 增持（Outperform）：相对强于市场表现5%～20%；
 中性（Neutral）：相对市场表现在-5%～+5%之间波动；
 减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：
 以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
 看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
 中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
 看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。
 本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：
 以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
 买入（BUY）：股价预计将上涨20%以上；
 增持（Outperform）：股价预计将上涨10-20%；
 持有（Hold）：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
 减持（Underperform）：股价预计将下跌10-20%；
 卖出（SELL）：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：
 以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
 看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
 中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
 看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。
 本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数（HSCEI）

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

孙冀齐
sunjq@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号