

2009 年 02 月 05 日

市场数据(人民币)

市价(元)	31.03
已上市流通A股(百万股)	3,926.59
流通港股(百万股)	2,558.64
总市值(百万元)	227,917.00
年内股价最高最低(元)	75.39/20.78
沪深 300 指数	2166.41
上证指数	2107.75
2007 年股息率	1.09%


相关报告

- 1 《12 月份保费收入点评》，2009.1.20
- 2 《三季报点评》，2008.10.28
- 3 《计提并不影响公司价值 关注潜在买入机会》，2008.10.6
- 4 《中国平安 8 月保费收入 金融行业研究小组》，2008.9.21

茅炜

 (8621)61038330
 maow@gjzq.com.cn

陈振志

 (8621)61038213
 chenzzh@gjzq.com.cn

李伟奇

 (8621)61038291
 liweiqi@gjzq.com.cn

联系人：赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

中国平安 (601318.SH)

——两个超预期下的估值回归


基本结论

- 在开门红出色成绩和投资环境出现回暖的双重因素下，中国平安目前估值对应的 1.53 倍内含价值倍数和 8.49 倍的新业务倍数是偏低的，我们认为公司股价将迎来估值的回归。15 倍的新业务倍数或 2 倍的内含价值倍数，分别对应 39.31 元和 40.47 元，公司目前股价仍有明显的上升空间，建议投资者予以积极关注。
- 开门红的出色成绩将打消了市场此前对于保险需求的担忧，后续发展有良好基础。我们估计公司一月份实现寿险保费收入增速 18% 左右，而其中新单增速估计达到 30% 的水平，具体到个人营销渠道则估计可以达到 40% 的水平，在规模扩张的政策下，银代渠道的新单增长有望达到 70%。公司良好的业务结构、出众的销售能力是开门红取得成功的重要条件。低利率环境将有助于降低保险产品的销售难度，而同业公司的结构调整恰好为公司的业务扩张策略提供了良好的市场环境。
- 债券收益率上升、股票上涨、降息预期减弱三重因素可能使险资收益率超预期。国债指数在 1 月份出现了单边的下行，国债收益率有所提升，这虽然无法改变整体利率水平较低的现实，但也可以缓解快速降息对于保险公司国债类资产收益率的挤压。进入 2009 年以来沪深 300 指数已经从 1817.72 点一路上行至 2166.41 点，涨幅达到了 19.18%，我们认为权益类市场对于公司投资收益的贡献可能会超过此前的市场预期。国债收益率往往对基准利率有提前反应，债券收益率的上升或许暗示着市场对于降息预期的减弱。
- 为什么选中国平安是我们的首选？
 - ◆ 在寿险行业，扩张规模永远比优化结构来得简单，而在现在的市场环境下也更容易成功。我们认为公司在原有良好的业务结构基础上，适当扩张，以量补价的策略是正确的。而去随着富通的负面影响逐渐消退，公司在保险主业上的突出竞争力还将为公司带来比较优势。
 - ◆ 所有者权益对权益类投资收益的敏感性最大。中国平安的权益类资产比所有者权益的比例为 0.66，显著地高于中国太保和中国人寿。股票市场的投资收益上升对于中国平安的正面影响是最大的。
 - ◆ 虽然中国平安相较于中国太保和中国人寿而言，对于资产减值损失的计提可能是不那么“充分”的。但事实上，无论资产减值损失是否得到了充分的计提，它都已经如实、完全地反映在了公司的资产负债表和内含价值报告中，作为理性的投资者无须过度拘泥于净利润的表现。
 - ◆ 目前的估值较低，相对于中国人寿而言有估值回归的需求。

投资建议

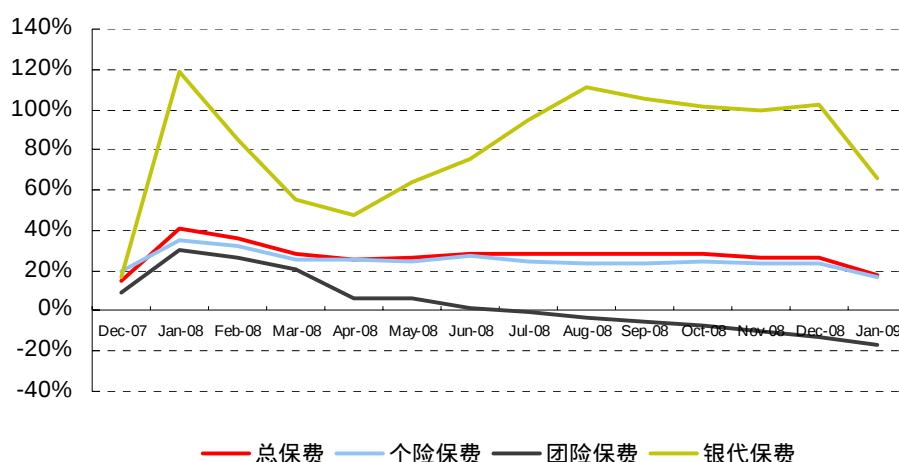
- 基于公司业务发展的良好态势和投资环境出现的较为积极的变化，我们维持对于公司“买入”的评级，并作为我们在保险股中的首选。目标价 39.31 元 ~ 40.47 元，分别对应 15 倍新业务倍数和 2 倍的内含价值倍数。

开门红成绩出色，打消需求不足顾虑

我们估计公司 1 月份实现寿险保费收入 18% 的增长，达到约 130 亿的水平，新单保费收入增长 30%，达到约 75 亿的水平。在 1 月份受到春节假期的不利影响下能够取得这样的开门红成绩可谓非常出色。

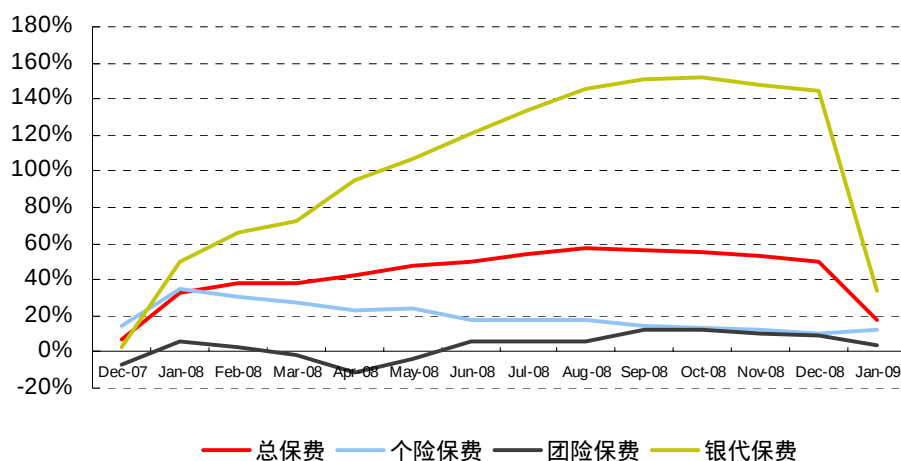
- 市场对于 2008 年爆发式增长后的寿险保费增速始终有些许的担心，但从各家公司的开门红表现来看，基本符合我们的判断：**我国寿险需求的空间还很大，保费增长的压力更多地来自于公司主动的结构调整。**而不同的业务结构和不同的业务策略下，保费收入的增速的情况会出现明显的区别。由于中国平安有着业内最好的渠道结构和最高的利润率水平，因此在各家公司调整结构的同时，公司有更好的基础和余地来进行业务的扩张，我们判断业务扩张将是今年中国平安在寿险领域的主要策略。
- 而中国太保将延续 2008 年开始的业务结构调整，这一工作的难度要大于市场扩张，中国太保在这一过程中可能会付出保费负增长的代价，但结构的优化可以做到以量补价，而且对公司未来的发展大有裨益。中国人寿的业务策略将保持其一贯的稳健作风，保持一定的市场份额和适度的结构调整是公司的最大目标。**我们估计，中国太保一月份将可能录得寿险保费收入 66 亿元，而中国人寿可以录得 360 亿元，分别对应-19%和 17%的增速。**
- 新的业务政策主要作用于新单保费，因此新单保费增速会出现较大的差别。由于实行了积极的扩张政策，我们认为中国平安的新单增速会是在三家可比公司中最高的，而由于大幅度的结构调整，中国太保的新单保费也将录得一定程度的负增长。我们估计中国人寿和中国太保的新单增速分别为 10%和-27%。
- 在新单保费的渠道分布中，我们认为，中国平安将保持相对的稳定，而中国太保和中国人寿在牺牲了一部分的保费增速后，整体的渠道结构出现一定的优化，银代渠道预计将出现一定程度的萎缩，而中国太保的银代渠道萎缩幅度会更大一些。原因与前一点一样，还是公司业务策略所造成的不同。

图表1：中国平安保费增速预测



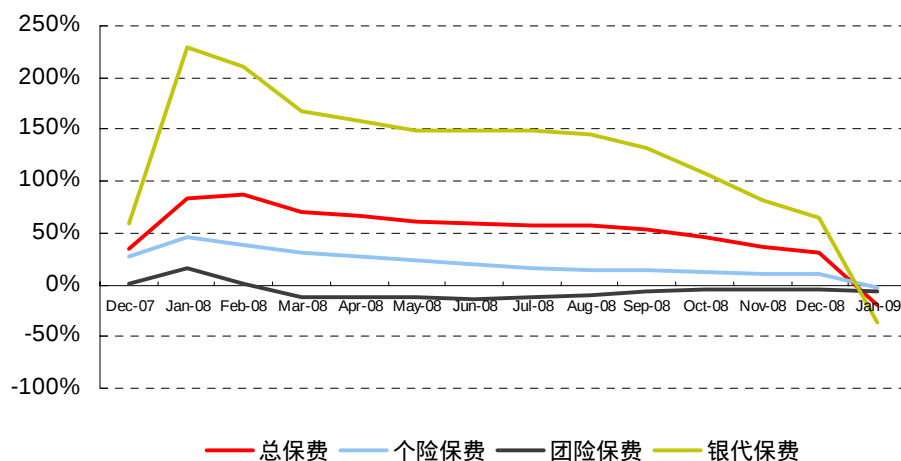
来源：国金证券研究所

图表2：中国人寿保费增速预测



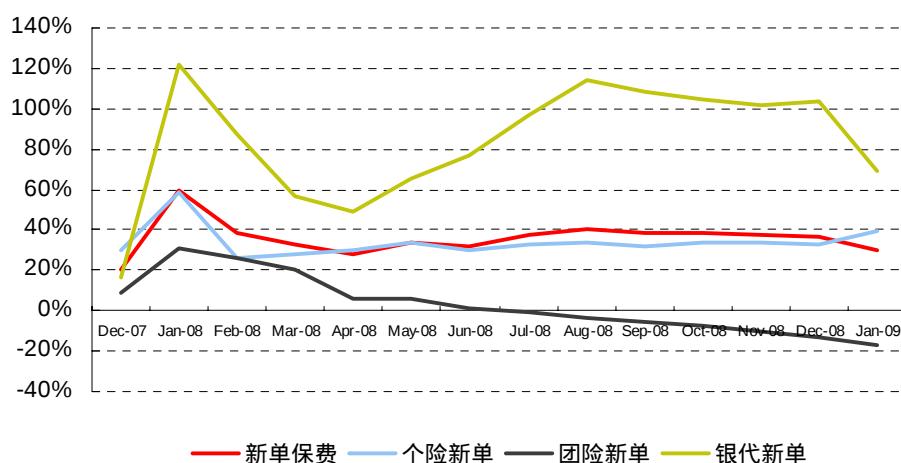
来源：国金证券研究所

图表3：中国太保保费增速预测



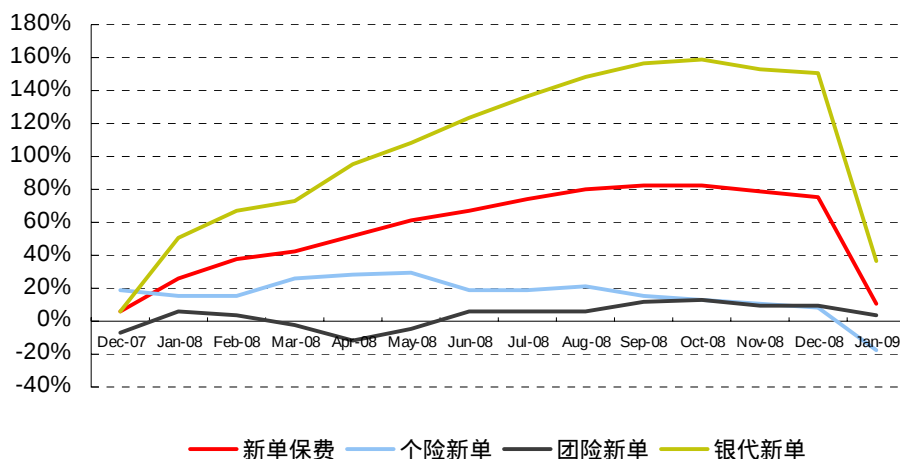
来源：国金证券研究所

图表4：中国平安新单增速预测



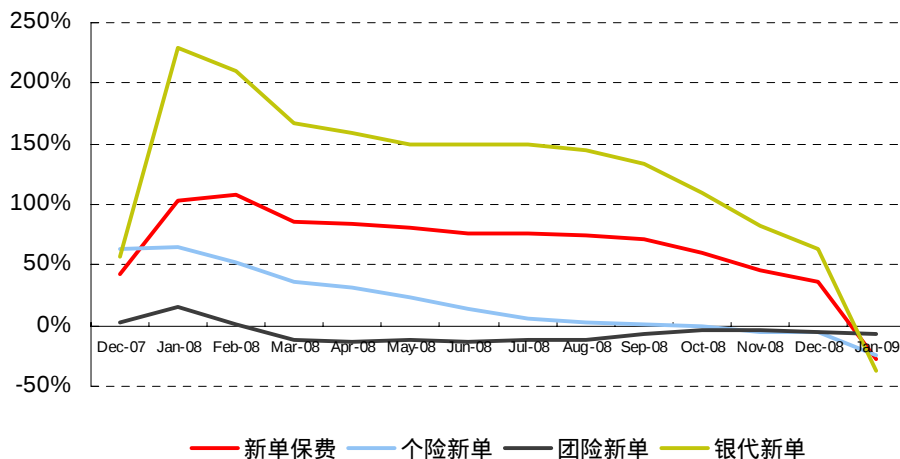
来源：国金证券研究所

图表5：中国人寿新单增速预测



来源：国金证券研究所

图表6：中国太保新单增速预测



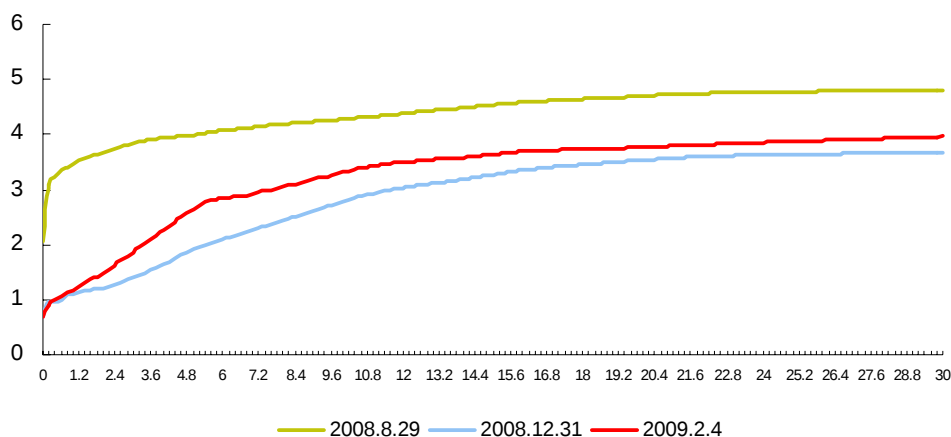
来源：国金证券研究所

投资环境趋暖，投资收益可能超预期

对于险资而言，三个因素可能带来投资收益的超预期。第一，国债收益率企稳，一月份国债收益率曲线出现了一定程度的上移；第二，沪深 300 指数上涨幅度接近 20%，险资重仓的金融指数上涨接近 30%，权益类投资收益可能超预期；第三，在政府积极的振兴经济的政策下，市场流动性比较充裕，降息的预期有所减弱，基准利率的底部可能高于此前预期。从目前看来，我们认为调整内含价值报告中的投资收益率假设还没有必要。

- 国债指数回落，收益率曲线上移，缓解低利率给险资带来的不利影响，或意味着进一步降息的预期有所减弱。虽然债券收益率的小幅上扬并无法改变大幅降息后债券收益率下降的事实，但它一方面将缓解快速降息的不良影响，使得险资还可以配置一部分收益率尚可的长债。而另一方面，由于此前的债券收益率还包含了 1~2 次的降息预期，而债券收益率的小幅上升，也一定程度上也说明这种预期有所减弱，基准利率的底部可能比此前大家预期的要高一些。相对于此前市场普遍以再降息 108 个基点后的水平来做的盈利预测而言，国债收益率可能会超过此前的市场预期。

图表7：银行间国债到期收益率曲线

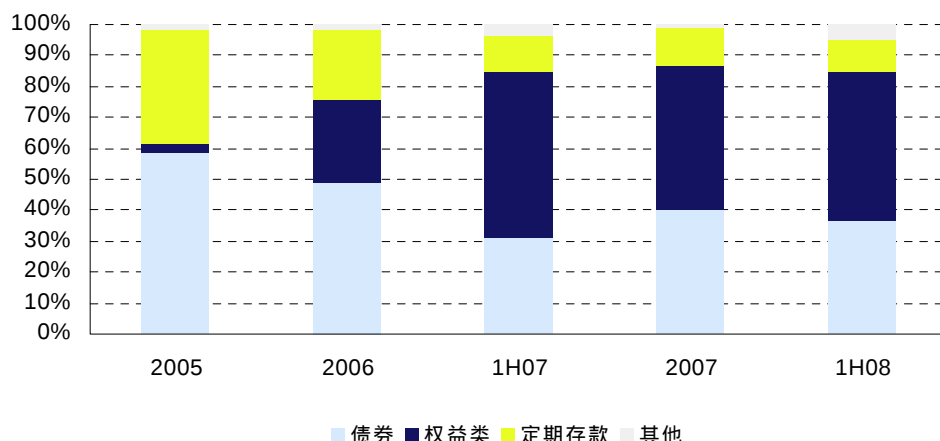


来源：聚源数据，国金证券研究所

■ 截至 2 月 4 日收盘，沪深 300 指数从年初的 1817.72 点一路上行到 2166.41 点，涨幅达到 19.18%，对于险资在低利率环境中提升收益率水平有非常大的帮助。我们从中国平安的投资收益构成中可以看到，2005 年允许险资投资权益类资产后，权益类资产贡献的投资收益在总投资收益中的占比始终是比较高的，至少也超过了 25%。相对于传统行业而言，股票市场的表现对于保险公司的业绩是有着直接作用的。而通过分析三家可比上市公司三季度末前十大可供出售的权益类资产也可以看出，金融股在其中的占比是比较高的，截至 2 月 4 日收盘，金融股指数上涨了 28.69%，明显超过大盘。虽然险资 2008 年在权益类资产上也蒙受了巨大的损失，但其投资能力还是可以被认可的。

■ 一月份新增人民币贷款 1.4~1.6 万亿，同比增长达到 20%，市场流动性较为充裕。而国债收益率此前已经隐含了 1~2 次的降息预期，此番收益率的上涨或许也暗示了这一预期的逐渐减弱。如果在政府振兴经济的多重举措下，相关宏观数据能够出现好转，那么我们认为降息空降将可能变得比较有限，最终的基准利率可能会高于此前的判断。

图表8：中国平安投资收益构成（未考虑资产减值损失）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：中国平安三季度末前十大权益类可供出售资产

简称	期末持有数量（百万股）	初始投资金额	期初账面值	期末账面值	会计核算科目
FORTIS	121	23,838	20,306	13,314	可供出售金融资产
浦发银行	1	7	36	15	交易性金融资产
	278	2,772	10,390	6,115	可供出售金融资产
民生银行	941	5,553	10,687	5,365	可供出售金融资产
SegaCash-Fund	571	3,917	4,171	3,917	交易性金融资产
HSBCUSDL-Fund	491	3,366	-	3,366	交易性金融资产
JPMM-MKTFund	429	2,940	1,956	2,940	交易性金融资产
深发展 A	3	82	-	55	交易性金融资产
	110	2,715	-	2,124	可供出售金融资产
GoldmanUSDL-fund	271	1,859	-	1,859	交易性金融资产
华宝兴业宝康债券基金	994	1,147	1,277	1,137	交易性金融资产
	468	600	-	535	可供出售金融资产
兴业银行	1	27	-	13	交易性金融资产
	55	122	2,845	1,397	可供出售金融资产

来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：中国人寿三季度末前十大权益类可供出售资产

简称	期末持有数量（股）	初始投资金额	期初账面值	期末账面值	会计核算科目
中信证券	5,792,964	23	不适用	143	交易性金融资产
	617,436,023	5,459	不适用	15,288	可供出售金融资产
民生银行	233,496,562	748	不适用	1,205	交易性金融资产
	928,200,000	5,448	10,581	4,790	可供出售金融资产
嘉实300	114,459,102	124	不适用	66	交易性金融资产
	4,953,113,079	2,713	不适用	2,858	可供出售金融资产
工商银行	568,769,243	2,201	不适用	2,474	可供出售金融资产
	41,725,000	211	不适用	168	可供出售金融资产
建设银行	460,018,751	2,996	不适用	2,176	可供出售金融资产
	5,615,000	35	不适用	25	可供出售金融资产
中国神华	55,173,499	2,081	不适用	1,511	可供出售金融资产
	2,191,500	71	不适用	36	可供出售金融资产
大秦铁路	113,263,273	808	不适用	1,461	可供出售金融资产
博时裕富	6,881,768	8	不适用	4	交易性金融资产
	2,061,855,670	1,200	不适用	1,282	可供出售金融资产
易方达50指数	47,842,435	53	不适用	33	交易性金融资产
	1,766,300,703	1,200	不适用	1,201	可供出售金融资产
大成沪深300	40,887,836	54	不适用	31	交易性金融资产
	1,244,515,781	1,000	不适用	941	可供出售金融资产

来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：中国太保三季度末前十大权益类可供出售资产

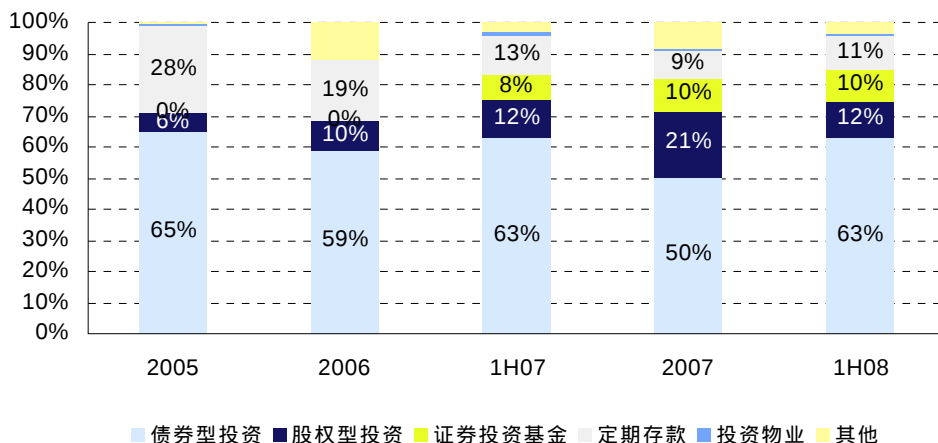
简称	期末持有数量（百万股）	初始投资金额	期初账面值	期末账面值	会计核算科目
海通证券	160	2,870	4,394	3,443	可供出售金融资产
深发展A	72	1,781	不适用	1,077	可供出售金融资产
华夏50ETF	303	855	不适用	565	可供出售金融资产
上投阿尔法	180	367	不适用	336	交易性金融资产
上投阿尔法	155	588	不适用	565	可供出售金融资产
华宝先进成长	213	500	不适用	342	可供出售金融资产
华宝先进成长	66	100	不适用	107	交易性金融资产
工商银行	88	337	715	383	可供出售金融资产
华夏优势增长	129	190	不适用	196	可供出售金融资产
华夏优势增长	101	150	不适用	154	交易性金融资产
富国天益价值	472	400	不适用	320	可供出售金融资产
富国天益价值	19	25	22	13	交易性金融资产
中国联通	57	355	不适用	311	可供出售金融资产
基金安顺	335	493	不适用	304	可供出售金融资产

来源：公司公告，国金证券研究所

为什么中国平安是首选？

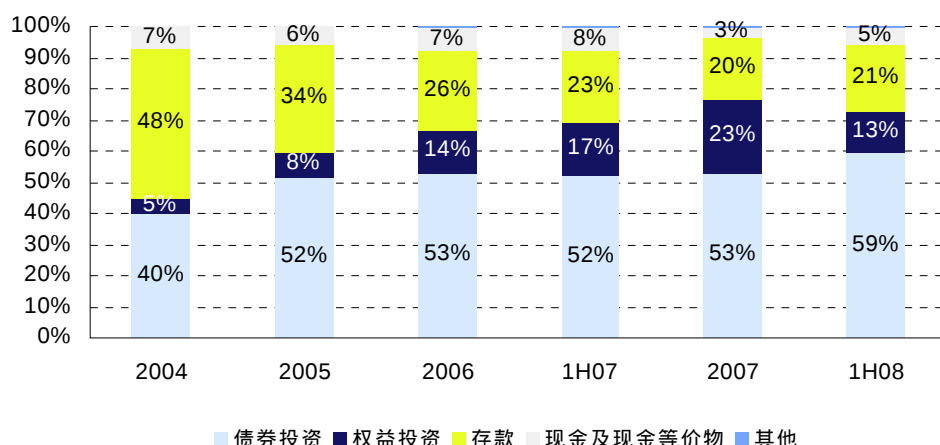
- 理由一：主业有较为突出的比较优势，2009 年扩张规模、以量补价的策略较为容易实现。与我们此前的判断一样，由于中国平安在渠道结构上有着非常突出的优势，新业务利润率也明显高于可比上市公司。因此与其它公司有较大的结构调整压力不同的是，中国平安可以借着同业调整结构的间歇，用较低的成本来做规模上的扩张，占领更大的市场份额。只要能够保持个人营销渠道的稳定增长，那么以量补价是非常有可能实现的。相对于需要更多产品和销售技能培训，考核制度改革，利益分配机制变化的结构调整而言，这种扩张规模的业务策略收到的内外阻力都比较小。
- 理由二：权益类资产占比较高，且权益类资产/所有者权益的比例更高，公司更能享受到股票市场上涨带来的业绩提升。从投资资产的占比上来看，中国平安的权益类资产占比是三家公司中最高的（即使考虑到分类上的不同，将现金及现金等价物加入到平安的投资资产中，这一比例仍然是最高的）。我们认为权益类资产/所有者权益这一比例越高，公司收到权益类资产波动的影响就更大，如果我们假设三家公司的权益类资产都占总资产的7%，则中国平安的这一比例为 0.605，而中国人寿和中国太保分别为 0.501 和 0.439。

图表12：中国平安投资资产分类



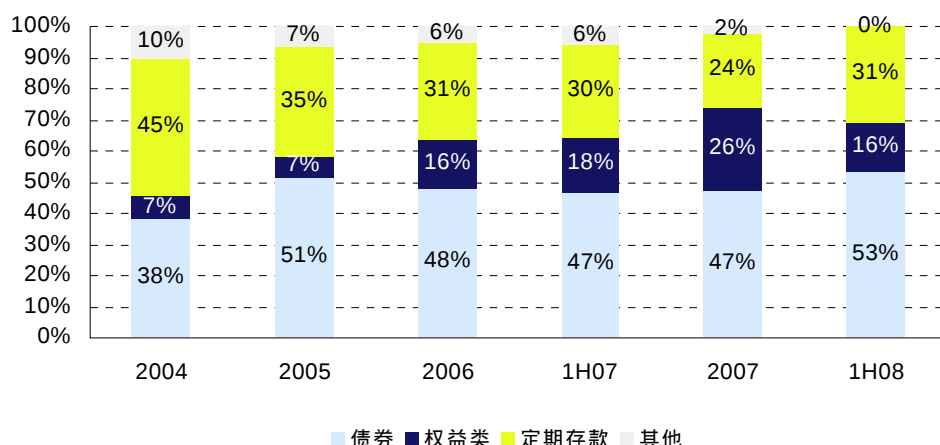
来源：公司公告，国金证券研究所

图表13：中国人寿投资资产分类



来源：公司公告，国金证券研究所

图表14：中国太保投资资产分类



来源：公司公告，国金证券研究所

- **理由三：资产减值损失计提是否“充分”，并不影响公司的价值，理性的投资者应该更关注内含价值或所有者权益。** 相较中国人寿和中国太保在四季度“充分”计提了资产减值损失，市场普遍认为中国平安的计提可能不及两家可比上市公司“充分”，而这将可能影响公司 2009 年的业绩。我们认为，在现有的会计制度下，可供出售资产的浮亏已经完全在所有者权益中得到体现，而在内含价值报告中也已经反映了。因此，否计提本身，对于公司价值并不产生影响，而我们应该将着眼点更多地放在公司的真实价值上。
- **理由四：估值较低。** 虽然公司从最低的 19.90 元到 2 月 4 日的 31.03 元已经有了较大幅度的上涨，但我们认为这上涨更多地是对富通等负面事件造成的过度反应的一个修正。在评估价值估值法下，目前公司股价仅有 1.53 倍的 P/EV 或者 8.49 倍的新业务倍数。我们认为 15 倍的新业务倍数和 2 倍的 P/EV 更为合理，对应的价格应该为 39.31 元 ~ 40.47 元。

图表15：可比上市公司估值水平

公司	股价 2009-2-4	BVPS 08E	BVPS 09E	EPS 08E	EPS 09E	EVPS 08E	EVPS 09E	P/B 09E	P/EV 09E	VNBP 09E	新业务价值 倍数	评级
中国人寿	21.15	4.82	5.62	0.33	0.44	8.25	9.99	3.76	2.12	0.65	17.06	持有
中国平安	31.03	10.27	12.08	-0.65	0.95	17.29	20.24	2.57	1.53	1.27	8.49	买入
中国太保	14.60	6.38	7.29	0.27	0.44	8.41	10.28	2.00	1.42	0.54	7.98	买入

来源：国金证券研究所

近期主要风险，宏观经济下行带来的股市下跌。

附录：三张报表预测摘要

	1H07	2007	2008E	2009E	2010E		1H07	2007	2008E	2009E	2010E
估值						盈利					
目标价格	n.a.	42.32	42.32	42.32	42.32	总保费净保费收入	49,180	94,032	123,904	145,286	167,682
市盈率 (Target Price)	n.a.	20.61	(65.06)	44.68	33.74	寿险净保费收入	41,581	78,237	105,613	122,442	140,713
市净率 (TP)	n.a.	2.90	4.12	3.50	2.91	财险净保费收入	7,599	15,795	18,290	22,844	26,969
内含价值倍数 (TP)	n.a.	1.41	2.02	1.80	1.58	银行业务净收入	1,511	3,590	2,824	3,850	4,825
新业务价值倍数 (TP)	n.a.	0.00	25.32	20.57	18.88	证券业务净收入	975	1,671	1,789	2,045	2,373
财险业务市净率 (TP)	n.a.	1.00	1.00	1.00	1.00	总部业务净收入	174	374	0	0	0
银行业务市净率 (TP)	n.a.	1.00	1.00	1.00	1.00	净投资收益	29,031	56,950	25,660	23,264	26,817
证券业务市净率 (TP)	n.a.	1.00	1.00	1.00	1.00	公允价值变动	3,094	6,885	(16,656)	4,095	2,949
其他业务市净率 (TP)	n.a.	1.00	1.00	1.00	1.00	其他收入	86	1,542	242	0	0
当期市价						总收入	84,051	165,204	137,762	178,541	204,646
市盈率 (Current Price)	n.a.	11.91	(37.60)	25.83	19.50	退保支出	(5,919)	(13,333)	(14,611)	(16,376)	(14,808)
市净率 (CP)	n.a.	1.68	2.38	2.03	1.68	满期金给付	(3,582)	(9,327)	(14,611)	(14,329)	(18,757)
内含价值倍数 (CP)	n.a.	0.79	1.41	1.21	1.02	年金给付	(1,427)	(2,894)	(3,653)	(4,094)	(4,936)
隐含新业务倍数 (CP)	n.a.	14.8	5.9	3.3	0.4	赔款给付	(5,615)	(12,334)	(15,195)	(15,483)	(18,617)
每股数据						红利支出	(897)	(3,514)	(6,575)	(2,047)	(2,468)
EPS	1.10	2.05	(0.65)	0.95	1.25	准备金计提转	(44,949)	(77,545)	(33,425)	(81,610)	(91,173)
EPS growth	n.a.	87.10%	-131.67%	-245.59%	32.43%	手续费及佣金	(5,666)	(10,838)	(14,852)	(17,331)	(20,083)
BVPS	7.30	14.60	10.27	12.08	14.55	其他支出	(7,850)	(18,828)	(47,562)	(20,266)	(23,867)
BVPS growth	n.a.	99.86%	-29.67%	17.60%	20.50%	总支出	(75,564)	(148,037)	(149,146)	(170,301)	(193,390)
盈利能力						税前利润	8,487	17,167	(11,384)	8,240	11,257
ROAE	18.85%	19.79%	-5.23%	8.48%	9.42%	净利润	8,063	15,086	(4,778)	6,957	9,213
ROAA	2.19%	3.15%	-0.85%	1.07%	1.16%	资产负债					
税前利润率	10.56%	10.58%	-8.26%	4.62%	5.50%	投资	403,085	477,813	458,543	562,331	682,843
净利润率	9.59%	9.13%	-3.47%	3.90%	4.50%	发放贷款及垫款	58,427	63,125	82,806	103,669	129,166
退保金/收入	5.48%	12.35%	13.54%	15.17%	13.72%	其他资产	180,058	173,291	196,519	240,999	292,647
满期金/收入	3.32%	8.64%	13.54%	13.28%	17.38%	资产					
年金/收入	1.32%	2.68%	3.38%	3.79%	4.57%	准备金	583,143	651,104	655,062	803,330	975,490
赔款支出/收入	6.28%	13.69%	16.16%	16.94%	20.36%	准备金	346,839	380,947	398,276	483,422	579,328
费用/收入	6.74%	6.56%	10.78%	9.71%	9.81%	保护储金及投资款	62,219	72,133	131,438	164,553	205,025
总投资收益率	9.34%	16.03%	1.95%	5.36%	4.78%	代理买卖和承销证券款	9,846	14,394	4,786	6,222	7,155
保单定价	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	其他负债	69,328	74,412	45,140	60,437	77,100
净利率	6.84%	13.53%	-0.55%	2.86%	2.28%	负债	488,232	541,886	579,640	714,635	868,608
增长率						所有者权益	93,396	107,234	75,422	88,695	106,882
保费收入	N.M.	19.26%	31.77%	17.26%	15.41%	投资组合					
寿险保费收入	N.M.	15.89%	35.00%	16.00%	15.00%	债券投资	62.73%	50.37%	66.00%	67.00%	68.00%
财险保费收入	N.M.	27.49%	23.61%	20.00%	20.00%	股权投资	12.41%	21.18%	8.34%	7.23%	6.67%
投资收益	N.M.	126.47%	-85.90%	203.86%	8.80%	存款	12.53%	8.73%	14.00%	14.00%	14.00%
净利润	N.M.	105.46%	-131.67%	-245.59%	32.43%	投资物业	0.91%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
总投资	N.M.	49.52%	-4.03%	22.63%	21.43%	其他	3.23%	7.94%	19.29%	19.29%	19.29%
总资产	N.M.	40.54%	0.61%	22.63%	21.43%	持有到期	32.30%	26.73%	29.57%	30.02%	30.47%
收入贡献						可供出售	32.86%	37.37%	36.81%	36.16%	36.05%
寿险 (N)	83.27%	81.22%	82.19%	81.68%	81.15%	交易类	18.22%	17.78%	14.10%	13.37%	13.06%
财险 (N)	10.18%	11.11%	14.07%	13.37%	13.76%	定期存款	12.53%	8.73%	14.00%	14.00%	14.00%
银行 (N)	1.89%	2.20%	2.05%	2.17%	2.36%	净投资收益率					
证券 (N)	1.74%	1.93%	1.31%	1.38%	1.38%	债券投资	1.92%	3.17%	2.98%	3.50%	3.20%
其它 (N)	2.86%	3.42%	0.38%	1.35%	1.30%	股权投资	0.33%	0.43%	1.70%	5.00%	5.00%
总计 (N)	100%	100%	100%	100%	100%	存款等	2.51%	4.86%	5.96%	3.50%	3.50%
利润贡献						投资物业	3.48%	7.87%	10.00%	9.50%	9.50%
寿险 (N)	57.81%	50.26%	104.07%	32.54%	45.01%	总投资收益率					
财险 (N)	3.87%	9.52%	20.94%	6.15%	2.18%	债券投资	1.92%	3.01%	3.29%	4.20%	3.42%
银行 (N)	13.04%	9.86%	-13.63%	25.80%	23.64%	股权投资	64.29%	83.99%	-10.07%	25.12%	26.66%
证券 (N)	8.12%	9.58%	-8.35%	15.82%	13.26%	存款	2.51%	4.86%	5.96%	3.50%	3.50%
其它 (N)	17.16%	20.78%	-3.06%	19.56%	15.85%	投资物业	3.48%	7.87%	n.a.	n.a.	n.a.
总计 (N)	100%	100%	100%	100%	100%	保单结构					
杜邦分析 (与资产相比)						个人寿险	81.03%	81.12%	75.00%	73.00%	75.00%
净保费收入	8.43%	14.44%	18.91%	18.09%	17.19%	首年保费收入	28.51%	25.63%	30.00%	30.00%	29.00%
投资收益	5.51%	9.80%	1.37%	3.41%	3.05%	其中期缴	90.29%	88.71%	92.00%	92.00%	92.00%
退保支出	1.02%	2.05%	2.23%	2.04%	1.52%	其中趸缴	0.13%	0.15%	0.20%	0.20%	0.20%
满期金给付	0.61%	1.43%	2.23%	1.78%	1.92%	银行保险	9.19%	9.16%	16.00%	18.00%	19.00%
年金给付	0.24%	0.44%	0.56%	0.51%	0.51%	首年保费收入	96.76%	96.14%	96.50%	96.50%	96.50%
赔款给付	0.96%	1.89%	2.32%	1.93%	1.91%	其中期缴	1.20%	1.17%	1.25%	1.30%	1.35%
红利支出	0.15%	0.54%	1.00%	0.25%	0.25%	其中趸缴	98.78%	98.80%	98.75%	98.70%	98.65%
费用	1.13%	2.38%	2.18%	2.14%	2.08%	团体寿险	9.78%	9.72%	9.00%	9.00%	10.00%
佣金	0.97%	1.66%	2.27%	2.16%	2.06%	首年保费收入	94.87%	94.23%	97.00%	96.50%	96.00%
税收	0.39%	0.85%	-0.40%	0.75%	0.79%	其中期缴	58.13%	61.48%	70.00%	70.00%	70.00%
净利润	1.38%	2.32%	-0.73%	0.87%	0.94%	其中趸缴	41.87%	38.52%	30.00%	30.00%	30.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	2	6	27
买入	0	1	3	10	16
持有	0	0	0	4	5
减持	0	1	1	2	5
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.06	1.88

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我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。