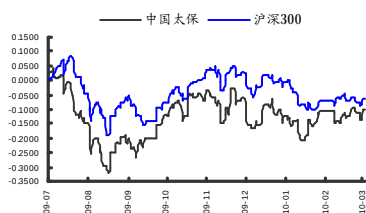


相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
中国太保	0.9	3.0	70.8
沪深 300	0.7	-5.9	37.6

市场数据 2010.3.17

当前价格 (元)	25.09
52 周价格区间 (元)	14.76-29.73
总市值 (百万)	215774.00
流通市值 (百万)	64645.48
总股本 (万股)	860000.00
流通股 (万股)	257654.35
日均成交额 (百万)	793.02
近一月换手 (%)	15.52

相关报告

《中国太保 2008 年业绩回顾》
 《中国太保 09 年半年报点评》
 《股市泡沫下的交易性机会》

联系人

黄秋茜、桑俊
 电话: 0755-83704681
 邮件: huangqh@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

n 业务调整第一阶段完成,下一步将提升期交保单期限。 公司以“渠道上控制银保,发展个代”,“缴费方式上限制趸交,鼓励期交”以及“产品类型上压缩万能,推广分红”三种方式,基本实现调整之初制定的目标,建立了以保单价值为考核标准的保费政策,预计 09 年新保单利润率接近 32%。下一步将以提升银保期交率和保单期限为工作重点,我们认为,设计专门的银保期交产品,加强银管员培训以及引入部分优秀个人代理人进入银保销售渠道,是实现业务结构深入调整的重要突破。

n 融资后偿付能力充足,业务发展无虑,暂无并购计划。 开展期交业务对资本金的消耗较大,受益于公司 H 股上市,业务发展将没有太多约束,按照公司的战略规划,假设资金全部用于补充保险业务资本金,寿险、财险公司的偿付能力将分别达到 310%和 282%,足够支持期交业务的发展。公司战略规划依然是做大保险主业,没有发展“多元化”经营的计划,加之保险业内并购条件不成熟,以保险为核心、内生发展的思路仍是未来公司的发展思路。

n 财险盈利能力稳步提升,效率优先,兼顾规模。 随着赔付率下降以及投资收益回暖,09 年财险企业盈利能力普遍回升。从平安财险年报推断,太保财险净利润超过 8 亿元,高于预期。针对新准则带来未到期准备金调整,我们认为,利润的提前释放不代表利润的增加,保费过快增长会带来承保质量的下滑,对公司长期经营带来负面影响。对此,太保采取效率优先的策略,严格控制赔付率和成本率,主抓“核保核赔”,不强调规模增长,虽然短期利润释放会受限,但长期经营会更加改善。

n 股权投资较为谨慎,新渠道或有惊喜。 公司对股权投资比较谨慎,比重在 10%左右,操作手法主要是通过定向增发等手段降低投资成本,购买业绩优异的基金,通过分红实现稳健收益,直接投资二级市场的资金比重非常低。在新投资渠道中,我们认为保险公司获取融券业务资格的可能性比较大,这将有助于提升权益资产比重,延长持有证券期限,同时获取客观的手续费,对公司而言有望增加每股收益 0.14 元。

n 价值稳步增长,维持“买入”评级。 公司冷静面对新准则带来的利润增长,坚持价值优先的发展思路,长期保单价值稳步提升。预计 10 年 EPS0.93 元,按照内含价值估值达到 30 元,维持“买入”评级。

业务结构调整第一阶段顺利完成，下一步将提升期交保单期限

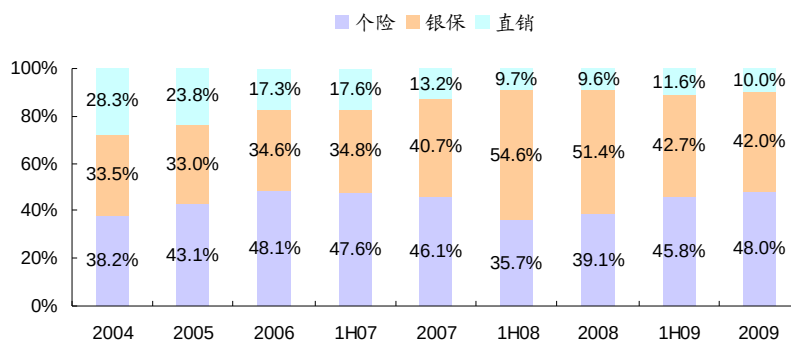
调整初见成效 保单质量提高

太保寿险是 08 年起业务结构调整中执行最为彻底的公司之一，公司的调整思路可以归纳为三点：“渠道上控制银保，发展个代”，“缴费方式上限制趸交，鼓励期交”以及“产品类型上压缩万能，推广分红”。

经过 09 年的努力，公司基本实现了调整之初制定的目标，建立了以保单价值为考核标准的保费政策，考虑到新保单期交率的大幅提升，保单利润率有望达到 32%，影响利润率进一步提高的原因是保单期限没有得到相应提升。

I 渠道上控制银保 发展个代

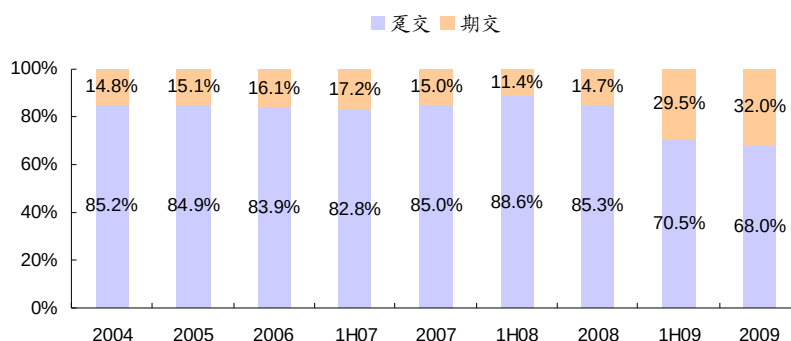
图 1、银保渠道比重下降



资料来源：公司数据 国海证券研究所

I 缴费方式上限制趸交 鼓励期交

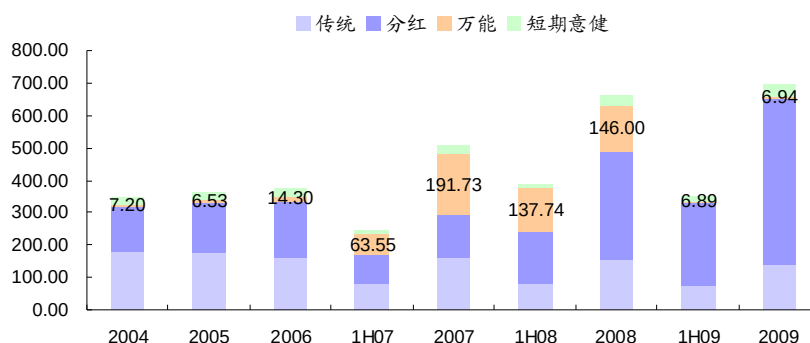
图 2、首年缴费中期交比重提高



资料来源：公司数据 国海证券研究所

I 险种类型上压缩万能 推广分红

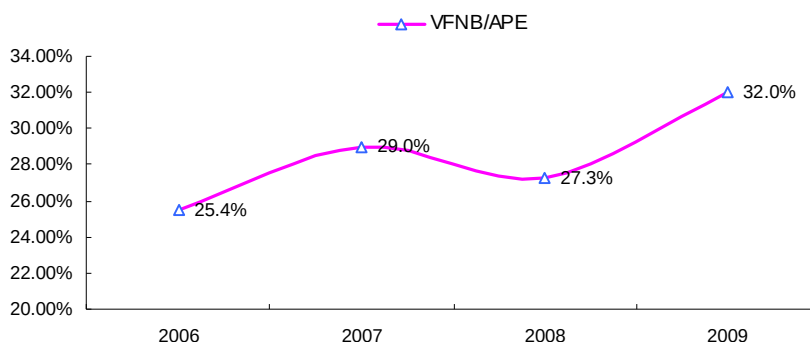
图 3、分红险成主导，万能险基本停售



资料来源：公司数据 国海证券研究所

I 新单利润率有望提高至 32%

图 4、新业务利润率有望提升至 32%



资料来源：公司数据 国海证券研究所

下一步将重点提升期交期限 银保期交或是突破

09 年银保产品依然以 3-5 年期交分红型产品为主，主打产品的利润率没有明显提高，考虑到现阶段公司对银保渠道的依赖程度还是非常高，不可能完全转型为依赖个代渠道的扩张模式。因此，在现有渠道结构下，**提高银保期交率和期交保单期限将是公司下一步工作的重点。**

由于期交产品设计往往比趸交产品复杂，开展银保期交业务既需要保险公司派出精通银保业务的银管员，同时还需要银行方面的大力支持。**积极的方面是：**公司已经开始在部分银行网点派驻相应的银保管理人员，加大期交产品的推广；同时，由于期交产品佣金率更高，销售期交产品为银行带去的手续费并不会下降，因此，银行网点的销售积极性依然很高。

不过，相对业内银保期交业务做的较好的公司（例如新华人寿等），

公司尚处于起步阶段，要真正实现银保期交的突破，一方面需要设计出适合银保渠道，同时又满足长期期交方式的专门险种；**另一方面要加大对银管员的培训和激励，引入部分优秀的个人代理人进入银保销售渠道**，对部分优秀的银管员纳入公司内部编制，以提高销售人员留存率和工作效率。

表 1、银保期交与其他相似产品的特点比较

产品要求	银行理财	银保趸交	银保期交	个险期交
缴费方式	一次性	一次性	分期	分期
缴费金额	有一定限制	较高	很高	很高
保障范围	无	较低	较全面	很全面
条款设计	无	简单	较复杂	复杂
保单期限	短期	期限短	期限较长	期限较长
渠道要求	客户经理	银行柜台	柜台+银管员	个人代理人
保单价值	无	低	较高	最高
手续费率	低	较高	很高	最高

资料来源：国海证券研究所

融资后偿付能力充足 业务发展无虑 暂无并购计划

偿付能力没有瓶颈 业务发展无虑

由于偿付能力充足率是根据破产理论测算的，从现金流的角度看，期交业务比趸交业务更加消耗资本金，相对而言，发展保单价值较高的期交业务初期资本金投入是比较大的。不过，随着公司 09 年底在 H 股成功上市，业务发展将没有太多的约束。

公司 H 股共募集 200 亿的增量资金，按照募集资金用途以及公司的战略规划，假设 200 亿全部用于补充保险业务资本金，其中，150 亿用于寿险，50 亿用于财险，那么，两家子公司的偿付能力将分别达到 310%和 282%，远高于 150%的监管要求，足够支持期交业务的发展。

表 2、寿险、财险增资后偿付能力足够满足未来发展

寿险	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009
实际资本	42.01	169.98	235.70	165.00	240.35	252.85	402.85
最低资本	71.19	78.30	85.07	97.56	102.91	113.05	130.00
偿付能力充足率	59.01%	217.09%	277.07%	169.13%	233.55%	223.66%	309.88%
财险	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009
实际资本	25.02	48.82	59.55	57.14	59.59	62.99	112.99
最低资本	20.52	24.80	27.15	29.80	31.77	35.50	40.00
偿付能力充足率	121.93%	196.85%	219.34%	191.74%	187.57%	177.44%	282.48%

资料来源：国海证券研究所

暂无并购计划 外延式扩张可能性较低

公司的战略规划依然是做大保险主业，包括寿险、财险、养老、健康等，没有发展“多元化”经营的计划，我们认为，此次H股融资用于并购保险业之外企业的可能性不大。

对于公司会不会在保险业内采取并购行为，我们同样认为可能性不大：

- Ⅰ 考虑到太保曾为解决同业竞争问题出让太平洋安泰股权，且市场内尚没有合适（要么太大，要么太小）的寿险公司可供投资，收购寿险公司的可能性几乎为零。
- Ⅰ 财险企业普遍盈利不佳，且中小保险公司业务多以车险为主，太保财险作为业内经营较好的公司，网点也很齐全，不大可能有并购的意愿。
- Ⅰ 公司通过持有长江养老 51%的股权已经成功进军了养老险市场，如果养老险市场出现较大的催化因素（如递延税金养老险开始试点），增资是公司最佳的选择，收购的可能性不大。
- Ⅰ 健康险市场面临较大的道德风险，管理式医疗尚处于摸索阶段，公司放弃对瑞福德健康险公司的收购，加之现有专业健康险公司发展滞后，再次并购的可能性也不是很大。

财险盈利能力稳步改善 效率优先 兼顾规模

财险盈利回升 预期将超过 8 亿元

随着赔付率的下降以及投资收益的回暖，09 年财险企业盈利能力普遍回升。从已披露的平安财险年报看，税前利润同比增长 135%，表明行业盈利能力出现了明显的回暖趋势。

考虑到太保财险的综合成本率比平安和人保均具有一定优势，按照平安利润增速测算，太保财险净利润将超过 8 亿元，高于预期。

表 3、太保财险综合成本率具有优势

%	行业简单 赔付率	人保财险			太保财险			平安财险		
		赔付率	费用率	综合成本率	赔付率	费用率	综合成本率	赔付率	费用率	综合成本率
2009-6-30	47.3	72.7	30.3	103.0	63.0	38.5	101.5	61.7	46.7	108.4
2008-12-31	60.7	74.1	29.5	103.6	66.4	40.0	106.4	67.3	40.0	107.3
2008-6-30	48.2	75.9	29.3	105.2	69.4	39.1	108.5	69.6	40.7	110.3
2007-12-31	51.1	68.3	33.8	102.1	59.7	40.2	99.9	61.1	40.7	101.8
2007-6-30	41.2	67.1	29.2	96.3	58.4	40.2	98.6	63.2	39.8	103.0
2006-12-31	52.8	69.4	29.5	98.9	60.4	39.5	99.9	63.9	37.9	101.8

资料来源：国海证券研究所

效率优先 兼顾规模

新会计准则对财险企业最大的影响在于未到期准备金的计提,如果保险公司采用最优的法则计提,很有可能会低于1/365法则下的准备金,从而提前释放利润,并且会出现保费增长越快,利润增加越多的局面。

不过,利润的提前释放不代表利润的增加,保费过快增长还会带来承保质量的下滑,长期来看对公司经营带来负面影响。公司管理层显然意识到这一点,在财险经营方针上依旧坚持效率优先,严格控制赔付率和成本率,主抓“核保核赔”,不强调规模增长。

我们认为,财险市场存在较为明显的“逆选择和道德风险”,如果一味追求规模,难以保证核保质量。特别是09年至今财险保费高增长主要依靠新车销售驱动,新车增多也意味着新手增加,未来的赔付风险有可能加大。公司谨慎对待车险的火爆销售,虽然短期内可能出现利润增速不及竞争对手的情况,但有助于降低综合成本率。

除了车险之外,公司针对上海航运中心建设规划,在09年专门设立了航运事业部,加大水险的开拓。水险较之车险需要更高的承保技术和资本实力,但水险带来的承保利润率明显好于车险,因此,不断增加优质险种的比重,可以减少对车险的依赖,提高承保的稳定性。

股权投资较为谨慎 新渠道值得期待

股权投资比重 10%以内

公司对股权投资历来比较谨慎,一方面是通过定向增发等手段降低投资成本,另一方面主要是购买业绩优异的基金,并以基金分红的方式实现稳健收益,相比之下,公司直接投资二级市场的资金比重非常低。

表 4、太保权益类投资比重 10%以内

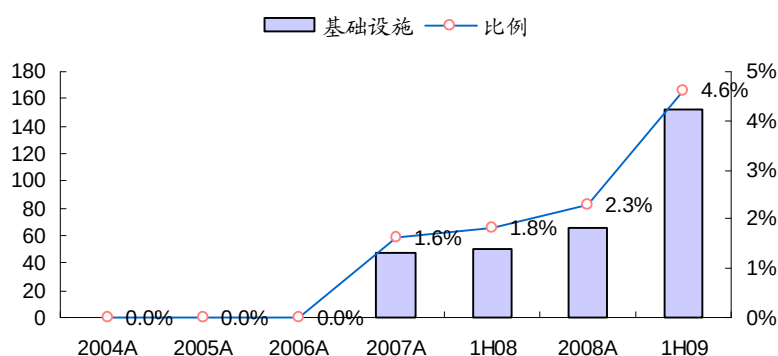
人民币亿元	2004	2005	2006	2007	2008	1H09	2009
固定收益类	91.43%	93.17%	80.27%	65.38%	86.90%	80.95%	80.00%
债券	46.13%	57.43%	49.48%	44.19%	57.28%	52.60%	54.00%
定期存款	45.31%	35.74%	29.14%	20.69%	28.75%	27.50%	25.00%
其他	0.00%	0.00%	1.64%	0.50%	0.88%	0.85%	1.00%
权益类	5.82%	5.79%	14.25%	22.81%	4.72%	8.79%	10.00%
股票	0.01%	0.07%	5.89%	10.64%	2.77%	3.43%	4.00%
基金	5.63%	5.64%	8.36%	12.08%	1.85%	5.27%	6.00%
其他	0.18%	0.08%	0.10%	0.09%	0.10%	0.09%	0.00%
基础设施	0.00%	0.00%	0.00%	1.64%	2.27%	4.60%	5.00%
现金及等价物	5.35%	6.80%	5.49%	10.17%	6.10%	5.66%	5.00%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源:国海证券研究所

基础设施建设投资依旧值得期待

已经引起市场关注的投资新渠道主要集中在基础设施、PE、商业地产等领域，其中，基础设施建设是拓展投资渠道的重要路径，太保受益上海双中心建设以及京沪高铁等项目，在基础设施债权投资中已经取得一定的优势。

图 5、太保基础设施建设投资比重达到 4.6%



数据来源：公司数据 国海证券研究所

公司已经参与的债权计划主要集中在京沪高铁、乌江水电站、上海世博会、滨海新区建设、上海崇明越江通道等大型国家建设项目，这些项目普遍具有期限长、回报率高等优点，属于优质投资标的。

着眼未来，上海双中心建设还将带来更多的基础设施建设投资，结合上海市政府扶持本地金融企业的规划，我们有理由相信，未来还会有源源不断的优质项目，太保作为“银、保、证”金融规划中唯一的上海本地大型保险企业，极有希望在其中分到分量不小的一杯羹，这对改善公司投资结构具有非常积极的作用。

表 5、太保参与的基础设施建设投资项目

Date	项目名称	项目投资	公司投资	期限	投资用途
1H09	太平洋-上海崇明越江通道工程债权投资计划	20亿	12亿	10年	上海崇明越江通道工程的建设及运营
1H09	太平洋-上海世博会债权投资计划（二期）	40亿	36亿	10年	世博会园区建设
1H09	人保天津滨海新区交通项目债权投资计划	100亿	22亿	5\10年	
1H09	平安华能债权投资计划	20亿	1.5亿		方玉环电厂项目
2H08	太保-乌江水电站项目债权投资计划	27亿	27亿		
1H08	京沪高铁股权投资项目	160亿	40亿		

数据来源：公司数据 国海证券研究所

融券业务或有惊喜

除了市场预期较为明确的新型投资渠道外，我们认为，融资融券有可能为保险公司带来新的投资途径。

虽然目前的融资融券试点只针对优质证券公司，但就资本实力、持有证券期限等方面考虑，保险公司更适合开展融券业务。一方面保险企业的资金配置压力明显大于证券公司，另一方面保险对股权投资的配置周期也明显长于证券公司。同时，融券手续费较高（根据初期试点券商公布的手续费率，融券费率在 8-12% 之间），且手续费为现金收益，对资本的消耗较低。因此，如果保险公司获得融券资格，可以从三个方面改善经营状况：

- Ⅰ 提高权益类资产的比重；
- Ⅰ 延长持有证券的周期，减少波段操作；
- Ⅰ 增加融券手续费收入，减少资本消耗。

以太保为例，公司 09 年中期投资资产 3310 亿，以 10% 的股票投资上限，公司可持有 331 亿股票，按照 50% 用于融券业务，平均 10% 的手续费率测算，融券业务带来的手续费大约为 16.55 亿元，考虑所得税后能增加每股收益 0.14 元，影响不可小觑。

虽然融资融券业务何时向保险机构敞开试点存在非常大的不确定性，但从保险资金的特性和融券所需的资金规模而言，保险公司极有可能在融资融券业务成熟后争取到试点资格业务。而一旦保险公司能够开展融券业务，将为保险股权投资带来突破性变革，提高投资稳定性，增加投资收益，是保险资金运用的重大突破。

新准则下适度扩张是理性选择 维持买入评级

利润提前释放利弊互现

按照新会计准则，准备金采用最优评估假设，有助于保险利润的提前兑现，从而使得保险净利润更有效反映当期经营业绩，提高投资者的信心和投资热情。

不过，由于利润释放会加大所得税征收的不确定性，我们认为，税法按照新准则征税的可能性很大，以新准则下税前利润增加 10-20% 测算，保险公司的当期税负也会有相应增加。

此外，新准则下保费增长越快，利润增速越高，这可能造成保险公司管理层的短期行为加大，不利于行业的持续稳定增长。由于会计准则

只是改变现金流分布，对保单价值没有实质性影响，当期利润的提前释放对公司的长期价值并不见得是件好事。在这一点上，寿险企业和财险企业同样如此，以消耗未来利润的方式加大短期利润的行为都可能对公司价值的稳定兑现形成干扰。

2010年每股收益 0.93 元 估值 30 元

根据预测，2010 年全面摊薄后 EPS 为 0.93 元，比 09 年增长 20%，以 30 倍 PE 估算，每股价值为 27.9 元。

以内含价值法估算，对寿险价值采用内含价值法估值，对于其余两部分采用 PB 估值。公司价值 2635.48 亿，折合每股 30.65 元，考虑新业务价值增长，10-13 年，公司估值由 30.65 元逐渐提升至 51.45 元。

表 6、公司 10 年合理估值为 30.65 元

	人民币亿元	2009	2010	2011	2012	2013	2014
A	寿险有效业务价值	226.67	285.08	356.35	441.87	544.50	667.65
B	调整后净资产	734.75	840.05	926.15	1021.08	1125.74	1241.13
C=A+B	内含价值	961.42	1125.13	1282.50	1462.95	1670.24	1908.78
D	一年新业务价值	45.64	58.42	71.27	85.52	102.63	123.15
E	新业务倍数	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
F=D*E	新业务价值	1369.13	1752.48	2138.03	2565.63	3078.76	3694.51
G=A+F	寿险评估价值	1595.79	2037.56	2494.38	3007.50	3623.25	4362.16
H	财险净资产	111.27	127.22	140.25	154.63	170.48	187.95
I	财险PB	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	2.50
J=H*I	财险评估价值	166.90	190.82	210.38	231.95	255.72	469.89
K	其他业务净资产	296.72	339.24	374.01	412.35	454.62	501.21
L	其他业务PB	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	2.20
M=K*L	其他业务评估价值	356.06	407.09	448.82	494.82	545.54	1102.67
N=G+J+M	评估价值（元）	2118.76	2635.48	3153.57	3734.27	4424.51	5934.71
O	总股本（亿）	84.83	86.00	86.00	86.00	86.00	86.00
P=N/O	每股评估价值（元）	24.98	30.65	36.67	43.42	51.45	69.01
Q=C/O	每股内含价值（元）	11.33	13.08	14.91	17.01	19.42	22.20
R	每股有效业务价值（元）	2.67	3.31	4.14	5.14	6.33	7.76
S	每股一年新业务价值（元）	0.54	0.68	0.83	0.99	1.19	1.43
T	隐含新业务倍数（X）	25.33	17.49	12.12	7.99	4.64	1.93
U	新业务价值/寿险评估价值	85.80%	86.01%	85.71%	85.31%	84.97%	84.69%
V	隐含新业务价值增长	25.00%	28.00%	22.00%	20.00%	20.00%	20.00%
W	隐含PEV	2.20	1.91	1.67	1.47	1.29	1.12

资料来源：公司数据 国海证券研究所

投资建议：买入

公司在业务结构调整中体现了提升效率的不懈努力，我们认可公司专注保险，内涵发展的思路，公司价值稳步改善，合理估值 30 元，当前股价体现出比较谨慎的估值假设，安全边际足够，维持公司“买入”的投资评级。

表 7 太保集团盈利预测

中国太保盈利预测表												
证券代码:	601601.sh	最新价格:		24.96	投资评级:	增持	日期:		2010-3-17			
人民币亿元	2008	2009	2010	2011	人民币元	2008	2009	2010	2011			
利润表					每股指标							
营业收入	978	1097	1272	1484	EPS	0.17	0.79	0.93	1.11			
已赚保费	843	907	1084	1258	BVPS	6.33	8.66	9.77	10.77			
投资收益	133	187	186	225	每股EV	9.09	11.33	13.08	14.91			
营业支出	986	1010	1164	1355	每股AV	18.84	24.98	30.65	36.67			
退保金	73	86	84	104	每股VBIF	2.35	2.67	3.31	4.14			
赔付支出	283	274	300	359	每股FNBV	0.47	0.54	0.68	0.83			
计提准备金	371	403	506	571	P/E	143.53	31.78	26.98	22.50			
红利支出	26	23	27	33	P/B	3.94	2.88	2.56	2.32			
手续费支出	73	96	95	111	P/EV	2.75	2.20	1.91	1.67			
业务及管理费	114	120	143	165	P/AV	1.32	1.00	0.81	0.68			
税前利润	(4)	86	108	129	P/VBIF	10.62	9.34	7.53	6.02			
所得税	(18)	19	27	32	P/FNBV	52.64	46.40	36.75	30.12			
归属母公司净利润	13	67	80	95								
资产负债表					保费结构							
					寿险渠道							
总资产	3194	4021	4954	5778	个人寿险	39.05%	48.00%	55.00%	60.00%			
投资资产	2879	3599	4139	4759	银行保险	51.38%	42.00%	36.00%	32.00%			
非盈利资产	315	422	815	1019	团体保险	9.56%	10.00%	9.00%	8.00%			
总负债	2702	3279	4106	4843	寿险产品							
保险准备金	2467	3001	3757	4432	传统险	23.30%	20.00%	18.00%	16.00%			
其他负债	235	279	349	412	分红险	50.32%	74.00%	76.00%	78.00%			
所有者权益	492	742	848	935	万能险	22.09%	1.00%	1.00%	1.00%			
内含价值					短期意外健康险	4.29%	5.00%	5.00%	5.00%			
寿险有效业务价值	181	227	285	356	财险产品							
一年新业务价值	37	46	58	71	车险	70.51%	73.00%	74.00%	73.00%			
新业务倍数	25	30	30	30	非车险	15.66%	13.00%	14.00%	15.00%			
新业务价值	913	1369	1752	2138	其他	13.83%	14.00%	12.00%	12.00%			
寿险评估价值	1094	1596	2038	2494	投资资产							
非寿险评估价值	357	523	598	659	银行存款	28.75%	25.00%	25.00%	25.00%			
集团评估价值	1451	2119	2635	3154	货币资金	6.10%	5.00%	5.00%	5.00%			
经营指标					债券	57.28%	54.00%	54.00%	54.00%			
ROAA	0.45%	1.88%	1.80%	1.81%	股票	1.85%	6.00%	6.00%	6.00%			
ROAE	2.51%	10.97%	10.18%	10.88%	基金	2.77%	4.00%	4.00%	4.00%			
投资收益率	5.08%	5.42%	4.67%	4.92%	其他	3.25%	6.00%	6.00%	6.00%			
退保率	3.09%	3.00%	2.50%	2.50%	保险准备金							
寿险偿付能力	233.55%	未到期										
财险偿付能力	187.57%	6.46%										
其他数据					7.00%							
发行价	30.00	未决										
总股本（亿股）	77.00	4.31%										
		4.00%										
		85.76%										
		85.50%										
		3.46%										
		3.50%										
		3.50%										
		3.50%										

资料来源: 公司数据 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。