

方正证券研究所证券研究报告

分析师：周伟

执业证书编号：S1220511020001

TEL: 010-68584841

E-mail: zhouwei@foundersc.com

联系人：赵莎莎

TEL: 010-68584843

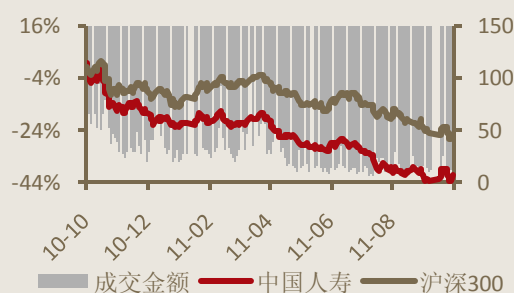
Email: zhaoshasha@foundersc.com

联系人：夏子衍

TEL: 010-68585869

Email: xiaziyan@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入	342,026	388,791	443,340	513,376
(+/-)	0.28%	13.67%	14.03%	15.80%
净利润	33,153	33,814	28,338	34,419
(+/-)	223.41%	1.99%	-16.20%	21.46%
EPS(元)	1.173	1.196	1.003	1.218
P/EVPS	1.48	1.41	1.41	1.19

请务必阅读最后特别声明与免责条款

中国人寿(601628)

公司深度报告

2011.10.24

中性(首次评级)

保险 II 行业

投资要点

※全球第一大寿险公司：市值第一、品牌第一

2010 年，中国人寿品牌价值高达 853.68 亿元人民币，连续 8 年入选《财富》全球 500 强企业，连续 3 年入选世界品牌实验室评选的世界品牌 500 强，是我国保险业唯一一家全球企业、全球品牌“双 500 强”企业。截止 2011 年 6 月末，公司总股本达 282.65 亿股，总市值为 4166.22 亿元，全球寿险总市值第一。

※行业短期震荡，景气下滑

受投资渠道限制和资本市场波动影响，近年行业整体投资收益下滑。两大投资重地中，债市方面：前半年虽然稳步增长，三季度单季跌幅却达 1.28%；股市方面：全年至今持续低迷，单三季度跌幅达 14.6%。2010 年行业总体投资收益率达 4.8%，今年全年行业投资收益率预期更要逊于去年。

※长期发展空间看好，5 年内保费收入复合增长率预测 16.6%

若假设“十二五”期间我国经济增长保持年均 10.35%，人口增速保持 5%。经测算至 2015 年我国保险深度有望达到 4.8%以上，保费收入年均复合增速将达 16.6%。预测值基本符合国家“十二五”规划要求。与 2010 年保险业实际指标对比，保险深度和保险密度分别具有 31.58%和 108%的增长空间，行业长期发展空间巨大。

※公司业务稳健经营，市场地位无可撼动

2011 年前 8 月公司保费收入的市场份额回升至 34.44%，持续领先。公司期缴保费收入近年来也实现稳中有增，2011 年上半年的首年期交保费收入同比增长 10.8%，为公司提供了持续稳定的现金流。公司总体投资收益率也高于平安和太保，上半年达到 4.8%。从净资产回报率来看，中国人寿的表现也最为稳定。在 2008 年金融危机中实现 6.6%的净资产回报率，而同年中国平安的 ROE 几乎为零，太保也仅为 2.4%。

※盈利预测

公司的投资亮点是：保险业务经营稳健、投资收益波动较小，抗风险能力有保障。但由于寿险行业整体的景气度下滑明显，公司今年的盈利增速会相对放缓。我们预测 2011 年和 2012 年将实现营业收入分别为 4433.4 亿元和 5133.76 亿元，归属母公司净利润分别为 283.38 亿元和 344.19 亿元，折合 EPS 分别为 1.003 元和 1.218 元。对应 P/EVPS1.41 倍和 1.19 倍。首次给予“中性”评级。

正文目录

一、中国第一大保险公司，谁与争锋.....	4
1. 市值第一、品牌第一.....	4
2. 中央企业，国家控股.....	4
二、寿险行业短期震荡，长期空间看好.....	5
1. 景气下滑，原因何为.....	5
1.1 投资渠道有限拓宽.....	6
1.2 股市拖累全年投资收益.....	7
1.3 银行理财产品挤占银保市场，同业竞争继续加剧.....	8
2. 行业长期发展前景无限.....	9
2.1 我国保险业仍在第一阶段加速发展期.....	9
2.2 “十二五”期间保费收入年均复合增速或达 17.51%.....	10
2.3 保险深度距“十二五”规划目标仍有 31.58%增长空间.....	11
2.4 国际横向比较，我国保险业落后于亚洲平均水平.....	12
三、国寿稳步经营，市场地位难以撼动.....	13
1. 经营稳健，市场份额保持第一.....	13
1.1 期缴保费收入平稳增长.....	13
1.2 2011 年前 8 月国寿市场占比回升至 34.44%.....	14
2. 主动优化投资布局，投资收益维持稳健.....	15
2.1 2011 年上半年总投资收益率高于太保和平安.....	15
2.2 金融风暴检验净资本回报能力较好.....	16
四、风险考虑因素.....	17
五、盈利预测与估值.....	17

图表 1 全球寿险公司市值第一	4
图表 2 国家控股 68.37%	5
图表 3 同业公司股权结构对比	5
图表 4 近年保险业总投资收益率震荡下滑	5
图表 5 我国投资渠道拓展	6
图表 6 美、英、日的险资投资配置	6
图表 7 上证 A 股前三季度总跌幅 21%	7
图表 8 上证企债指数前三季度涨幅 0.2%	7
图表 9 我国保险业股票投资配置占比较少	7
图表 10 股市震荡单三季度跌幅 14.6%	8
图表 11 2011 年前三季度理财产品数量增长一倍有余	8
图表 12 保险公司数量十年增长近 4 倍	9
图表 13 保险“三巨头”整体市场份额下滑	9
图表 14 保险密度随人均 GDP 增长而增长	10
图表 15 我国人均 GDP 稳定增长	11
图表 16 至 2015 年预测保费收入复合增长率 16.6%	11
图表 17 “十二五”规划保险业发展空间较大	11
图表 18 新兴市场占全球份额 15%	12
图表 19 中国保险占新兴市场份额 33%	12
图表 20 我国保险业指标提升空间巨大	12
图表 21 首年期缴占长险首年比例上涨	13
图表 22 首年期缴占比逐年增长	13
图表 23 营业收入同比增长稳定	14
图表 24 谨慎的宽限期选择使得保单持续率较低	14
图表 25 已赚保费收入居行业首位	15
图表 26 中国人寿行业市场份额第一	15
图表 27 灵活操作投资配置收效显著	15
图表 28 2011H1 国寿实现投资收益率 4.5%	16
图表 29 国寿总投资收益率较平稳	16
图表 30 金融危机对国寿 ROE 影响较小	16
图表 31 中国人寿偿付能力充足率较低	17

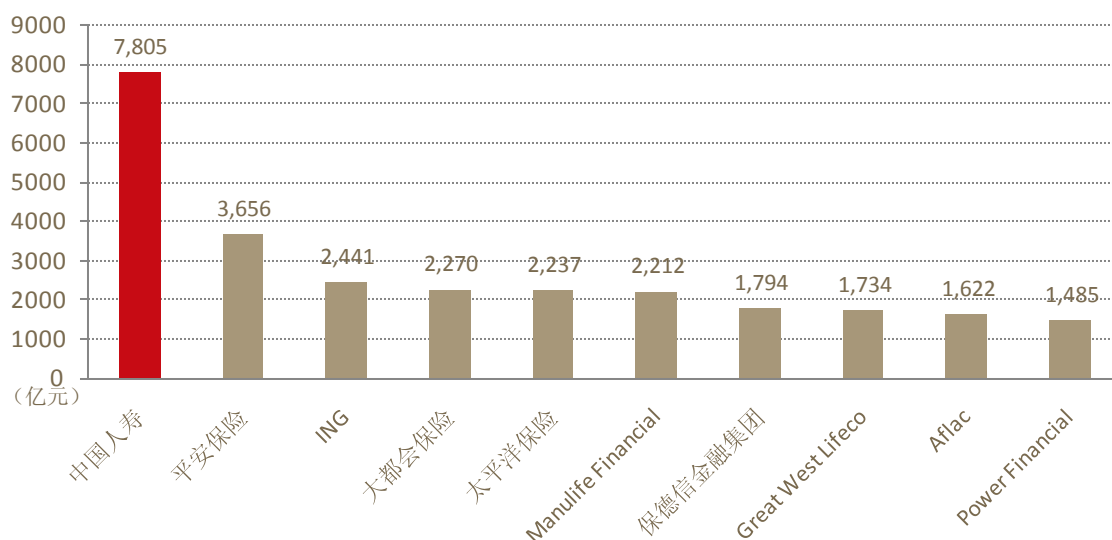
一、中国第一大保险公司，谁与争锋

1. 市值第一、品牌第一

2003 年 6 月，中国人寿保险（集团）公司独家发起设立了中国人寿股份有限公司（下面简称‘公司’）。同年 12 月，根据保监会和证监会的相关批复，公司分别在纽约和香港两地挂牌交易。2007 年初，公司于上交所公开发行 A 股，成为全球资本市场市值最大的寿险公司。截止 2011 年 6 月末，公司总股本达 282.65 亿股，总市值为 4166.22 亿元。

2010 年，中国人寿品牌价值高达 853.68 亿元人民币，连续 8 年入选《财富》全球 500 强企业，连续 3 年入选世界品牌实验室评选的世界品牌 500 强，是我国保险业唯一一家全球企业、全球品牌“双 500 强”企业。

图表 1 全球寿险公司市值第一

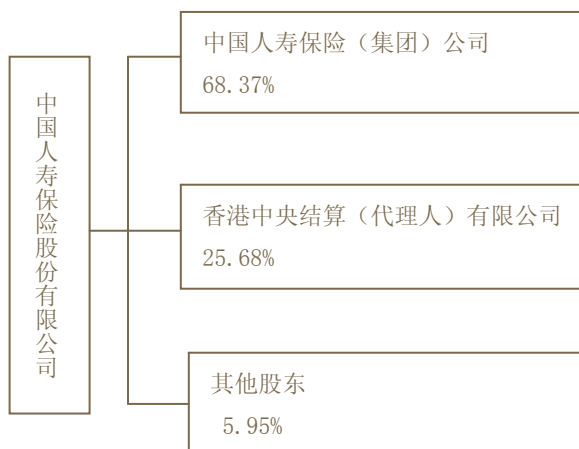


数据来源：金融时报 方正证券研究所

2. 中央企业，国家控股

截止 2011 年 6 月末，中国人寿保险（集团）公司仍为公司的第一大控股股东，持股比例为 68.37%，他是直接隶属于国务院的中央企业。香港中央结算（代理人）有限公司（HKSCC NOMINEES LIMITED）为公司第二大股东，持股比例为 25.68%。强大的国家控股背景是中国人寿得天独厚的资本实力与信誉保障。

图表 2 国家控股 68.37%



图表 3 同业公司股权结构对比

保险公司	前两大持股股东	持股比例（%）
中国人寿	中国人寿保险（集团）公司	68.37
	香港中央结算（代理人）有限公司	25.68
	合计	94.05
中国平安	汇丰保险控股有限公司	7.82
	香港上海汇丰银行有限公司	7.76
	合计	15.58
中国太保	香港中央结算（代理人）有限公司	18.79
	华宝投资有限公司	14.93
	合计	33.72
泰康人寿	中国嘉德国际拍卖有限公司	14.98
	The Goldman Sachs Group, Inc.	12.02
	合计	27.00
新华人寿	中央汇金投资有限责任公司	38.82
	宝钢集团有限公司	18.78
	合计	57.6

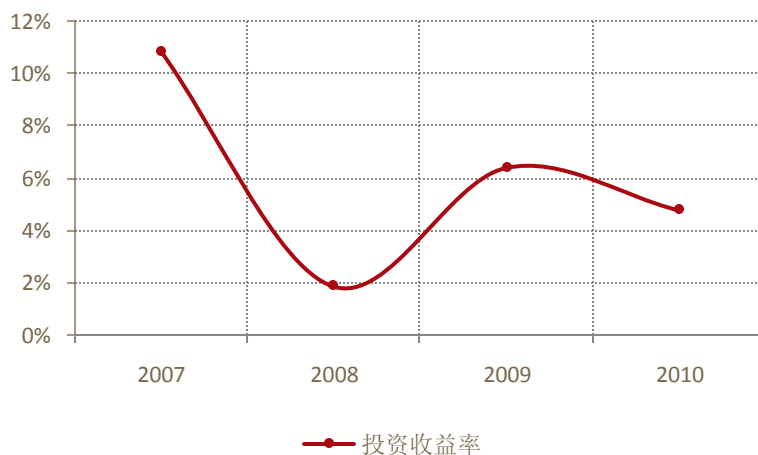
数据来源：公司公告 方正证券研究所

二、寿险行业短期震荡，长期空间看好

1. 景气下滑，原因何为

寿险行业的营业利润来自三方面：死差溢、费差溢和利差溢。死差溢和费差溢是死亡率和费用率的实际发生值小于预测值而产生的收益，但是资本投资行为产生的利差溢才是更为主要的利润来源。近年来，我国保险业整体投资收益率下滑趋势明显，这主要受两方面因素影响：投资渠道的监管限制和近年资本市场的不景气。

图表 4 近年保险业总投资收益率震荡下滑



数据来源：WIND 方正证券研究所

1.1 投资渠道有限拓宽

国内资本市场中可供投资的资产类别较少，将投资组合与长期负债相匹配困难，从而限制了保险公司开发长期产品的能力。一方面长期政府和公司债券的供应有限，而且交易不活跃，另一方面股票市场的投资占比要求过严。

2010 年 8 月，保监会发布了《保险资金运用管理暂行办法》，对保险业现有的投资渠道进行了拓展。其中允许了不动产的投资，不高于总资产的 10%，并提高了股票和股票型基金的投资比例限制为 20%。办法的提出缓解了保险行业的资金配置压力，但影响非常有限，对比发达国家的保险投资渠道还存在很大差距。

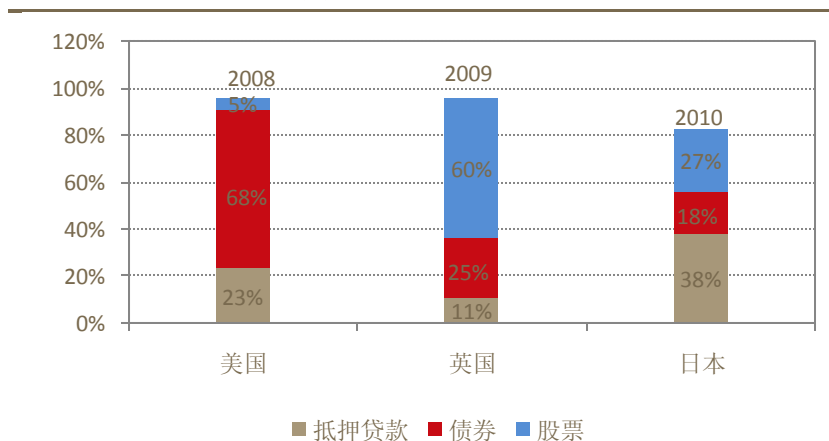
图表 5 我国投资渠道拓展

银行存款、国债	不低于	5%
不动产	不高于	10%
股票和股票型基金总和	不高于	20%
未上市企业股权	不高于	5%
基础设施债券	不高于	10%
无担保企业债券	不高于	20%

数据来源：保监会 方正证券研究所

目前，发达国家的保险公司管理着规模庞大的投资资产，所涉及的投资领域包括债券、股票、房地产、抵押或担保贷款、外汇以及各种金融衍生产品等。美国保险资金主要投资运用于债券和股票；英国的保险业发展时间最长也最为完善，加之宽松的监管环境，高收益类的股票在其资产运用结构中占有相当大的份额；相对而言，日本保险公司比较注重投资收益，在经济的不同发展阶段，其投资的重点截然不同，自战后以来，其保险公司的资产结构先后出现了几次比较大的变化。

图表 6 美、英、日的险资投资配置



数据来源：SIGMA 方正证券研究所

1.2 股市拖累全年投资收益

保险行业作为高杠杆倍数的投资公司，其重点投资领域为：债市和股市。债市方面前半年稳步增长，三季度单季跌幅 1.28%，四季度收益或有反转希望。而股市方面全年低迷，单三季度跌幅达 14.6%，四季度望有阶段反弹。资本市场的剧烈波动，严重拖累了险企的全年总投资收益，进而偿付能力的下滑势必成为大概率事件。预测今年保险行业总投资收益率或低于去年的 4.8% 水平。

图表 7 上证 A 股前三季度总跌幅 21%

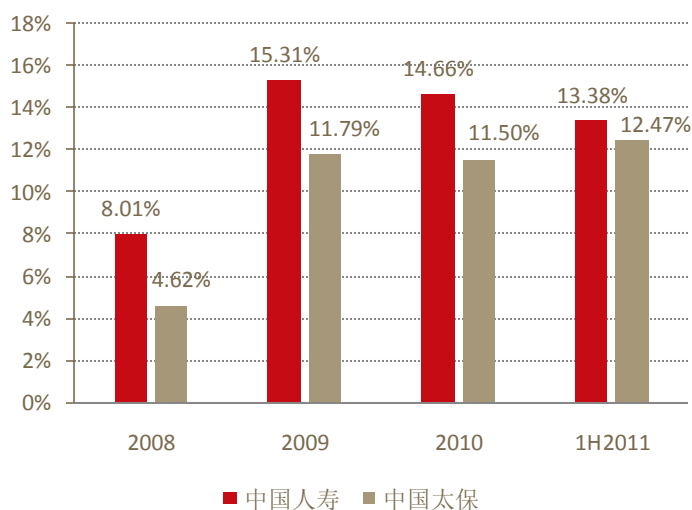


图表 8 上证企债指数前三季度涨幅 0.2%



数据来源：CEIC 方正证券研究所

图表 9 我国保险业股票投资配置占比较少



数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 10 股市震荡单三季度跌幅 14.6%

季度涨跌幅度	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	2Q2011	3Q2011
上证 A 股	4.0%	-22.9%	10.7%	5.7%	4.3%	-5.6%	-14.6%
上证企债	2.1%	1.5%	1.6%	-0.2%	0.8%	0.9%	-1.3%

数据来源: CEIC 方正证券研究所

1.3 银行理财产品挤占银保市场，同业竞争继续加剧

在我国，保险产品的消费习惯一直存在着一种错误的方向：追求投资收益率、轻视保障功能。今年起，银监会对商业银行资金的流动性监管更加严格，理财产品发售大规模爆发，它们一方面成为商业银行的揽存工具，另一方面，对过去已有的银保产品更是产生了明显的替代效应。

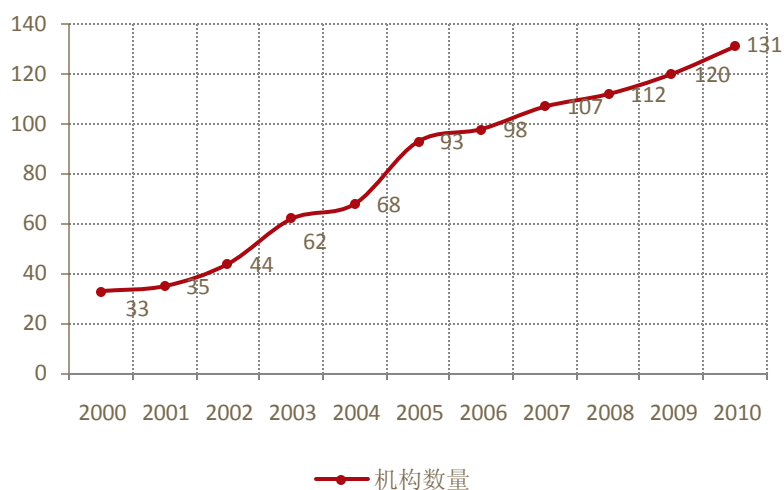
而保险行业本身的同业竞争也在继续加剧，保险公司的数量十年增长了近 4 倍。市值前三家保险公司总体市场份额逐步下滑。我们用赫芬达尔指数 HHI 测算三家保险公司的市场集中度 2008 年至 2001 年分别为 0.1009, 0.0893, 0.0648。HHI 指数越大表明市场集中度越高，从上述数据可以看出机构数量的增加，造成市场集中度的下滑，同业竞争继续加剧。

图表 11 2011 年前三季度理财产品数量增长一倍有余



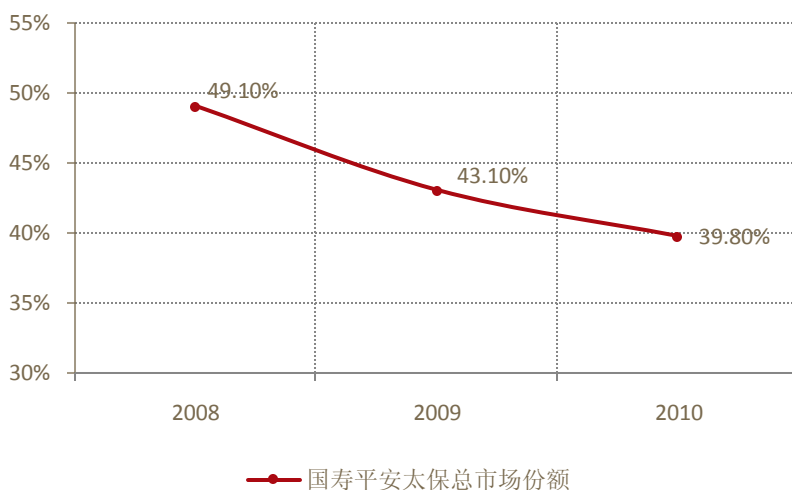
数据来源: WIND 方正证券研究所

图表 12 保险公司数量十年增长近 4 倍



数据来源: CEIC 方正证券研究所

图表 13 保险“三巨头”整体市场份额下滑



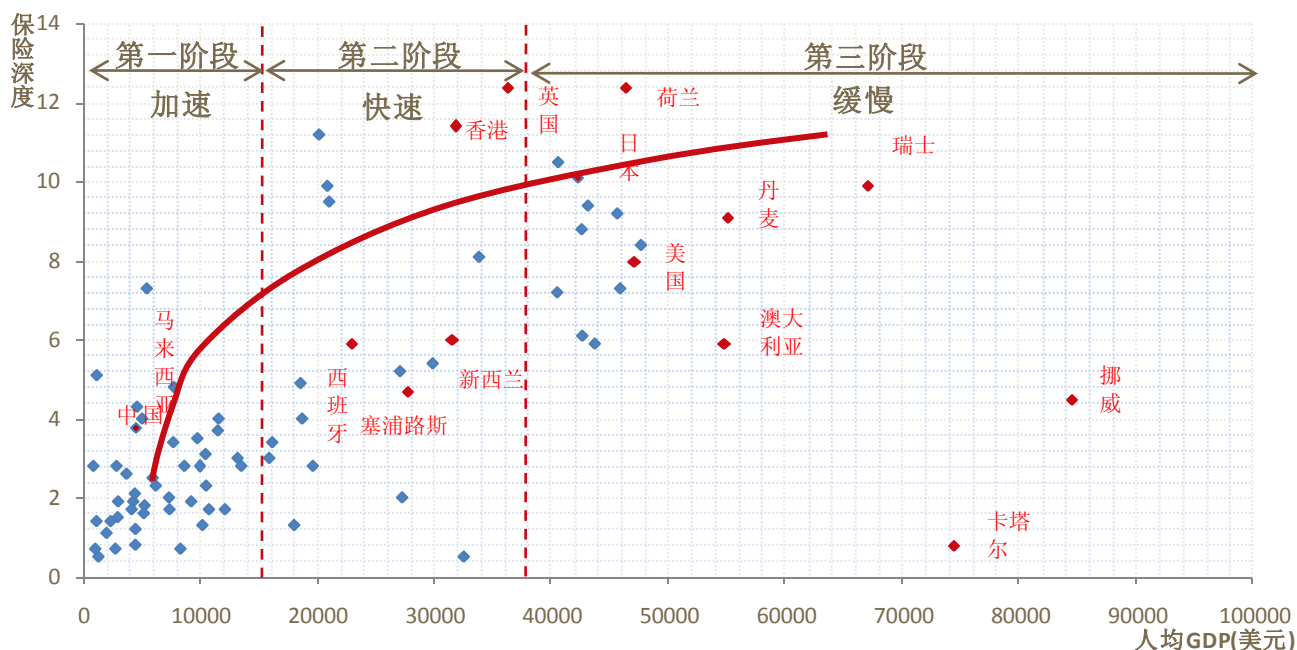
数据来源: CEIC 方正证券研究所

2. 行业长期发展前景无限

2.1 我国保险业仍在第一阶段加速发展期

保险深度是指某地区的保费收入与该地区的国内生产总值 GDP 之比,反映了整个保险业在国民经济中的地位。我们选取了全球 82 个国家 2010 年的数据样本来观测保险深度与该国人均 GDP 之间的关系。

图表 14 保险密度随人均 GDP 增长而增长



数据来源: SIGMA 方正证券研究所

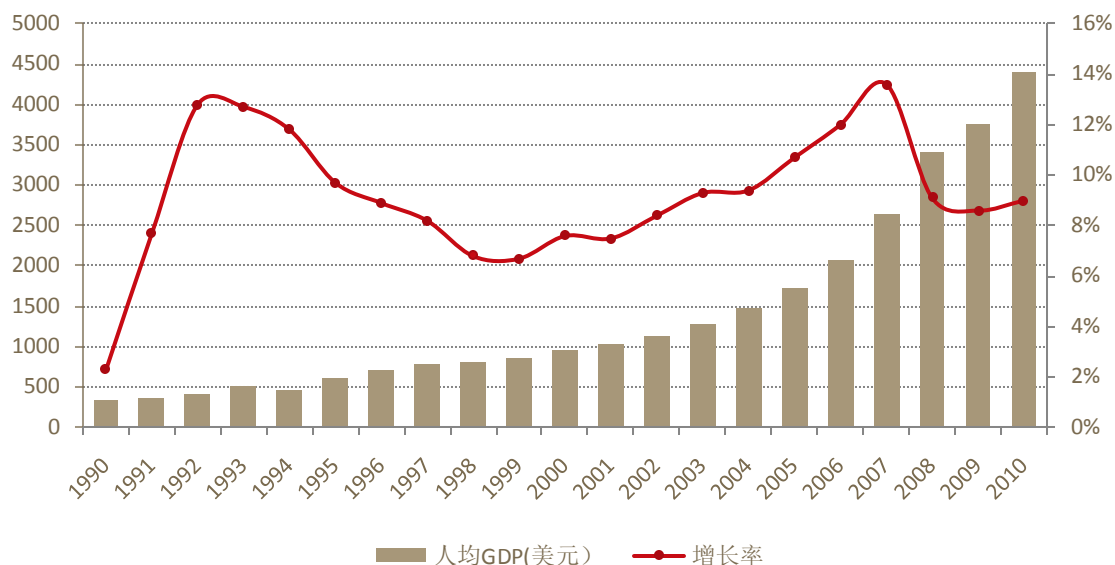
从上图中我们发现两者之间存在正相关性。保险深度随人均 GDP 增加而增加，对应不同的人均 GDP 增速，保险深度还具有不同的增速。我们发现当人均 GDP 超过 5000 美元时，保险深度变化进入第一阶段加速上升，而后步入第二阶段快速增长，最后增长缓慢进入第三阶段。2010 年，我国人均 GDP 达 4394 美元，我们预测随着我国人均 GDP 的继续增长，保险业即将进入另一段快速发展阶段。

2.2 “十二五”期间保费收入年均复合增速或达 17.51%

如果按照 10.35% 的平均经济增速（10.35% 为 1980 年至 2010 年我国经济增速的平均值）和 5% 的“十二五”保费深度目标预测，2015 年我国名义 GDP 将达到 96199 亿美元，对应保费收入为 4810 亿美元。这意味着“十二五”规划期间保险业的保费年均复合增速有望达到 17.51%。

2010 年我国人均 GDP 4394 美元，保费深度是 3.8%。假设中国经济从 2011 年开始保持 10.35% 的名义增速，人口保持 5% 的自然增长，中国 2015 年人均 GDP 将达到 7013 美元。如果静态地参考图表 14（保险密度随人均 GDP 增长而增长），那么届时我国对应的保险深度应在 4.8% 以上，进而测算出当年的保费收入为 4618 亿美元，年均复合增长率为 16.6%。预测值与国家政策要求水平相当，“十二五”规划指日可待。

图表 15 我国人均 GDP 稳定增长



数据来源：国家统计局 方正证券研究所

图表 16 至 2015 年预测保费收入复合增长率 16.6%

	GDP (亿美元)	人均 GDP(美元)	保险深度	保费收入	假设	
2010 年	58791	4394	3.80%	2146	GDP 增速	10.50%
2015E	96199	7013	4.80%	4618	人口增速	5%
预测复合增长率	16.6%					

数据来源：方正证券研究所

2.3 保险深度距“十二五”规划目标仍有 31.58%增长空间

2011 年 8 月保监会印发了《中国保险业发展“十二五”规划纲要》。《规划》提出，2015 年全国保险保费收入争取达到 3 万亿元。保险深度达到 5%，保险密度达到 2100 元/人。保险业总资产争取达到 10 万亿元。目标值与我们模型预测数值基本相符，随着我国经济的稳定发展，十二五规划的实现指日可待。同时，规划的出台也是我国保险业快速稳定发展有力的政策保障。

图表 17 “十二五”规划保险业发展空间较大

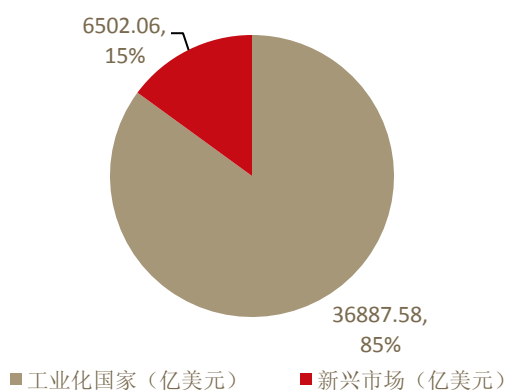
人民币	保费收入 (亿)	总资产 (亿)	保险深度	保险密度
2010 年	14528	50482	3.80%	1009
2015E	30000	100000	5%	2100

数据来源：保监会 方正证券研究所

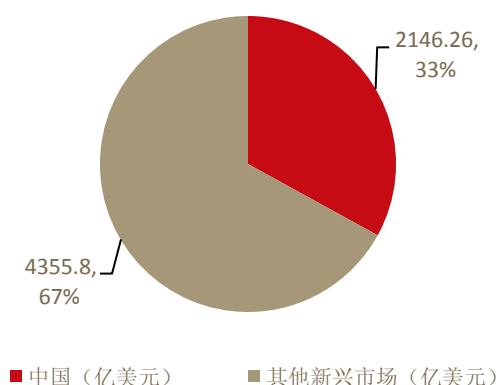
2.4 国际横向比较，我国保险业落后于亚洲平均水平

2010年新兴市场的保费收入达6500亿美元，占全球保费总收入的15%。其中中国的保费收入同比增长了26%，占新兴市场保费总收入的三分之一。然而，对比其他主要国家和地区，我国保险业尚处在初级阶段，甚至落后亚洲平均水平。2010年我国的保险深度是亚洲均值的61%、美国的48%、台湾的21%；保险密度是亚洲均值的56%、美国的4%、台湾的5%。

图表 18 新兴市场占全球份额 15%

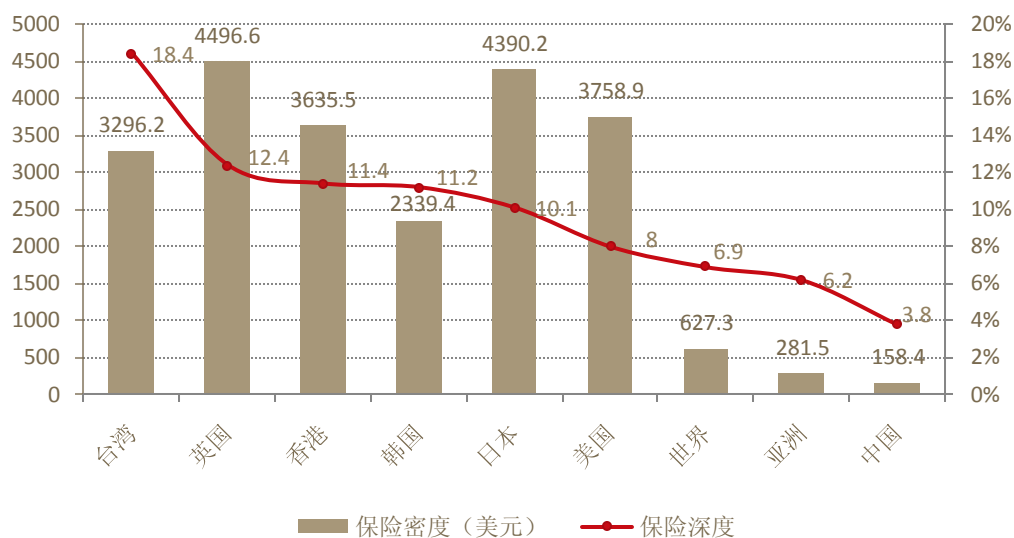


图表 19 中国保险占新兴市场份额 33%



数据来源: SIGMA 方正证券研究所

图表 20 我国保险业指标提升空间巨大



数据来源: SIGMA 方正证券研究所

三、国寿稳步经营，市场地位难以撼动

1. 经营稳健，市场份额保持第一

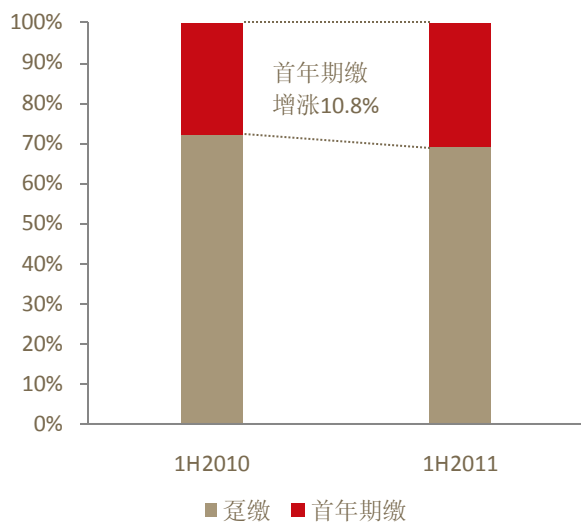
1.1 期缴保费收入平稳增长

2011年上半年,上半年实现营业收入2318.94亿元,为中国保险公司之首。其中已赚保费1948.49亿元,同比增长6.1%。与中国平安和中国太保相比,2008年金融危机对公司收入增长率的冲击较小,近几年有稳步回升趋势。

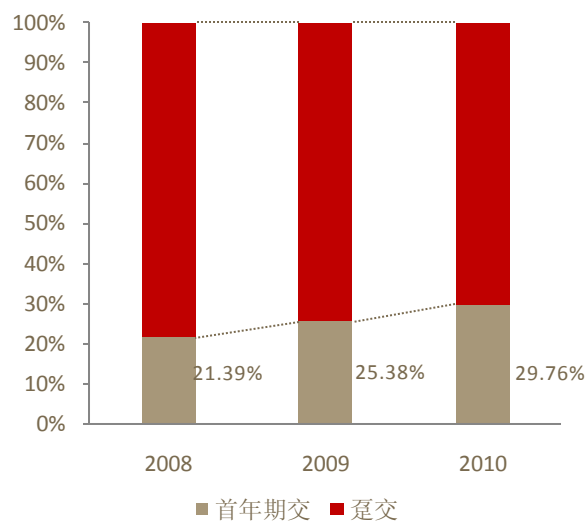
公司2011年上半年的首年期交保费收入同比增长10.8%,占长期个人寿险首年比例由28%上升到31%。期交保费可以为公司的运营带来稳定的现金流,有利于公司抗风险能力的增强,保证公司的稳健经营。

除此以外,公司的稳健经营策略还体现在对保单持续率的衡量上。公司谨慎地采用14和26个月作为保单持续率的衡量期间,高于13和25个月的行业平均标准,即对长期个人寿险的保单有效性的考察时间延长到24和26个月。谨慎的宽限期选择是使得公司的保单持续率低于其他上市公司的原因。

图表 21 首年期缴占长险首年比例上涨

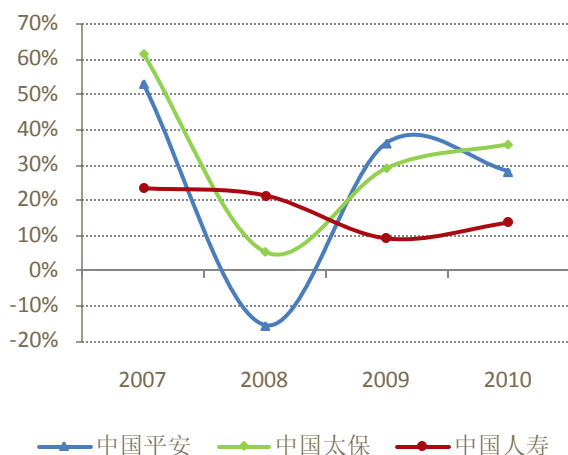


图表 22 首年期缴占比逐年增长

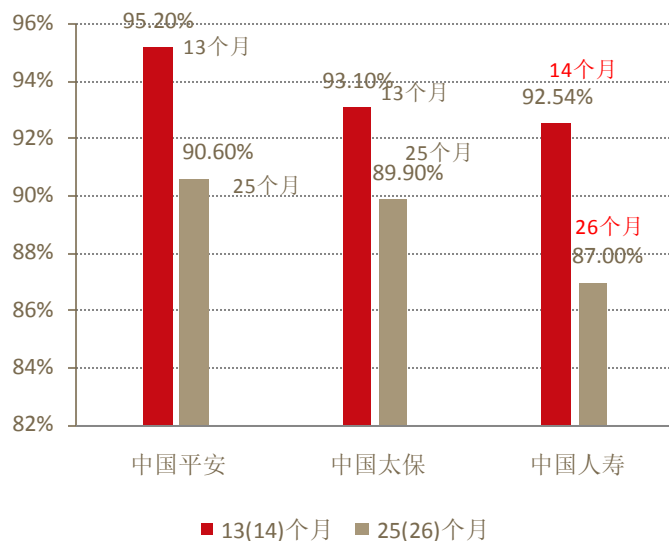


数据来源: 公司公告 方正证券研究所

图表 23 营业收入同比增长稳定



图表 24 谨慎的宽限期选择使得保单持续率较低

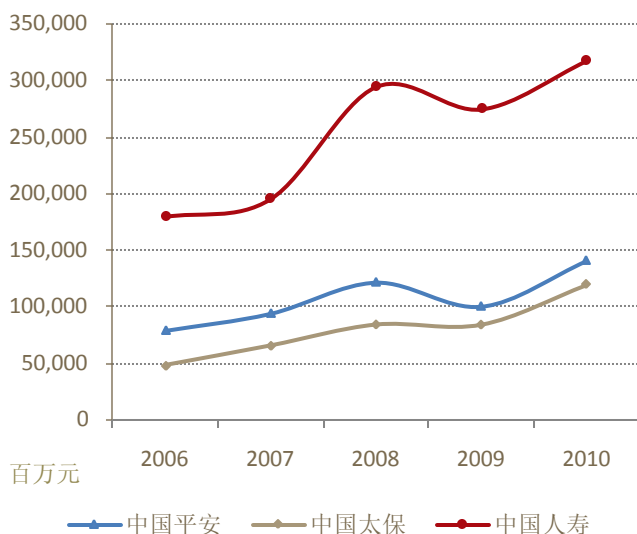


数据来源：公司公告 方正证券研究所

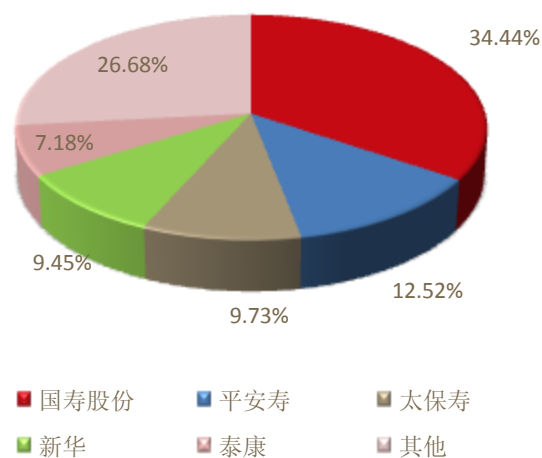
1.2 2011 年前 8 月国寿市场占比回升至 34.44%

公司在寿险市场中稳居行业首位。2011 年 1-8 月的寿险保费收入占市场总额的比例高达 34.44%，是中国平安的 2.75 倍。公司的竞争优势在于其有着广阔的网点支持，尤其在县域市场中，几乎没有匹敌的竞争对手。截至 2011 年 6 月 30 日，公司约有 1.35 亿份有效的个人和团体寿险单、年金合同及长期健康险保单，保险营销员总数达 66.2 万人，团险销售人员 1.49 万人，银保渠道销售代理网点 9.6 万个，销售人员共计 4.4 万人。承保范围扩大到 24 个省市，农村网点数量已经达到 14919 个，通过与基层政府的积极合作，公司已建成保险先进村 38596 个，覆盖率为 6.6%。保险业是一个资本密集型行业，新设分支机构需要 5-7 年的时间才能实现盈亏平衡。因此，至少 5 至 7 年内，公司在寿险市场上的地位无法撼动。

图表 25 已赚保费收入居行业首位



图表 26 中国人寿行业市场份额第一



数据来源：公司公告 方正证券研究所

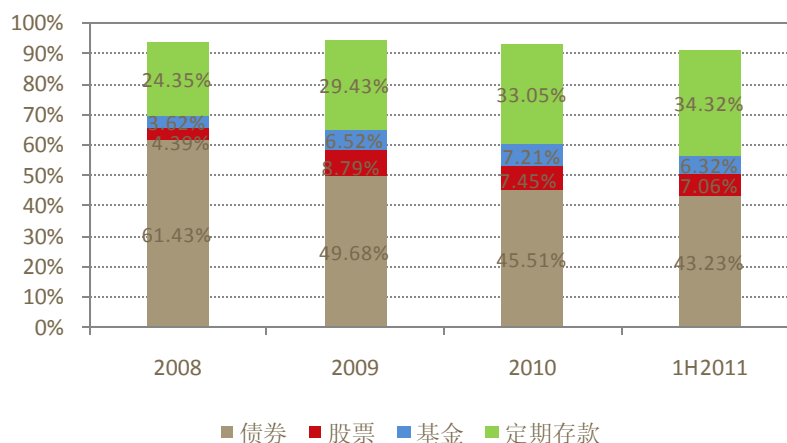
数据来源：保监会 方正证券研究所

2. 主动优化投资布局，投资收益维持稳健

2.1 2011 年上半年总投资收益率高于太保和平安

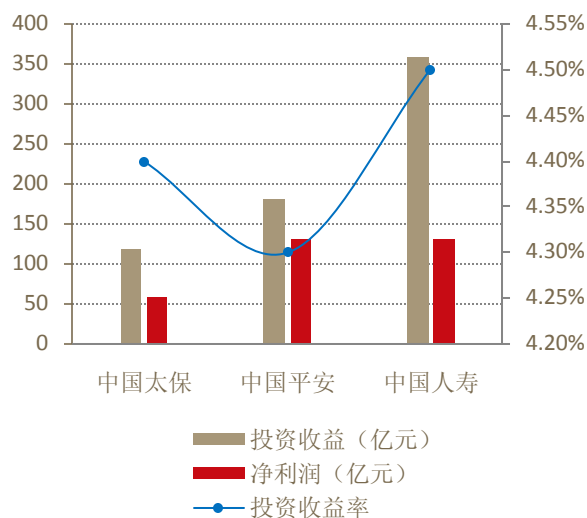
公司积极应对资本市场波动，优化投资布局，适度超前配置协议存款和长期债券，灵活主动开展权益类操作，取得了良好的投资收益。截至2011上半年，本公司投资资产达人民币1.4万亿元，较2010年底增长8.8%，债权型投资的比例由2010年底的45.51%降低至43.23%，股权型投资的比例由2010年底的14.66%略降至13.38%，定期存款比例由2010年底的33.05%微升至34.32%，总投资收益率为4.50%。在资本市场疲弱的情况下，相比同行业上市公司，投资收益率表现较好。

图表 27 灵活操作投资配置收效显著

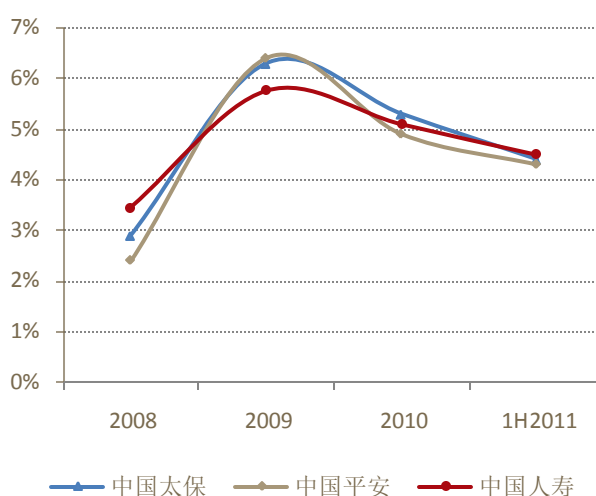


数据来源：公司年报 方正证券研究所

图表 28 2011H1 国寿实现投资收益率 4.5%



图表 29 国寿总投资收益率较平稳

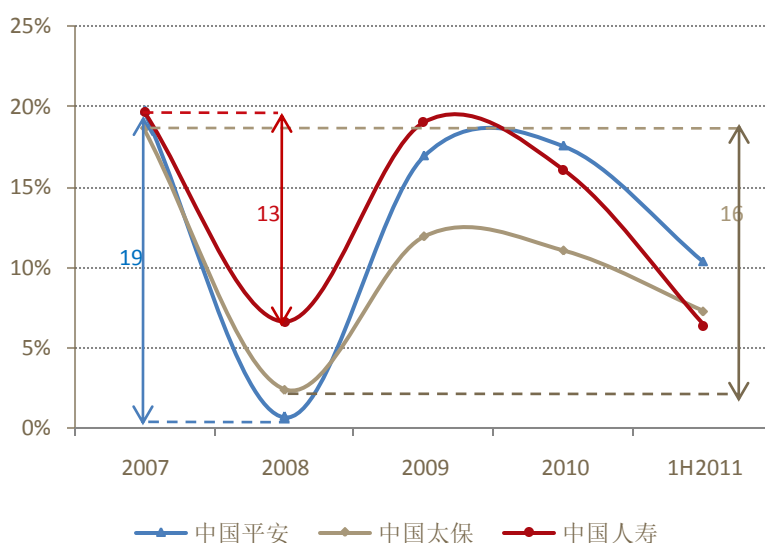


数据来源：公司公告 方正证券研究所

2.2 金融风暴检验净资产回报能力较好

我们从各大保险公司近些年的净资产回报率ROE数据来看，中国人寿的表现最为稳定。在2008年金融危机中其受到的影响程度是最小的，实现6.6%的净资产回报率。而同年中国平安的ROE几乎为零，太保也仅为2.4%。从2007年至今，中国人寿的ROE波动区间为13个百分点，中国平安和太保分别为16和19个百分点。作为保险公司，由于其负债经营的特征、对于流动性的更高要求，如果其能在经济大动荡时期依然保持较好的收益水平是非常重要与难能可贵的。

图表 30 金融危机对国寿 ROE 影响较小

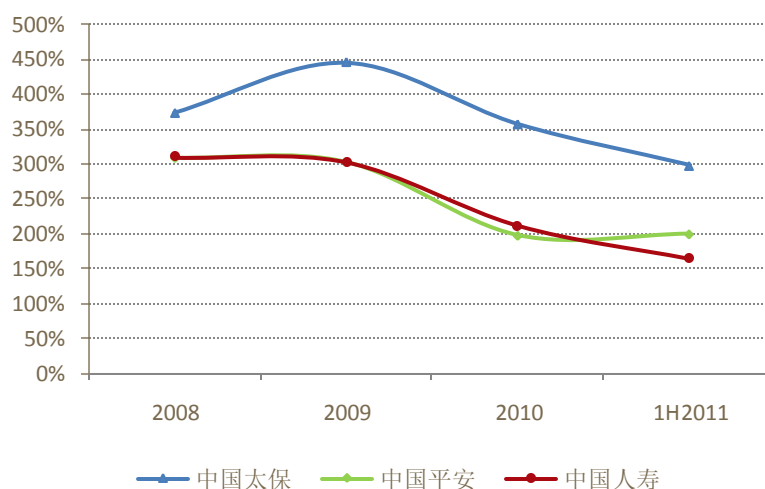


数据来源：WIND 方正证券研究所

四、风险考虑因素

(1) 银保市场尚未找到更好的替代渠道或措施。银保新规若更加苛刻或全面实施，整个行业的保费收入增速都将放缓。目前，公司通过银保渠道获得的保费收入仍有很大占比，2011 年上半年高达 48.3%；(2) 资本市场持续疲软，投资收益率持续重挫，保险公司的偿付能力充足率受到影响，但仍未低于警戒红线。目前分红险产品“一险独大”的格局对资本市场依赖度较大；(3) 银行、券商、基金等金融机构的替代性、高收益理财产品爆发式增长，保险公司的竞争压力不断加剧。

图表 31 中国人寿偿付能力充足率较低



数据来源: WIND 方正证券研究所

五、盈利预测与估值

中国人寿的投资亮点是：保险业务经营稳健、投资收益波动较小，抗风险能力有保障，公司在我国保险行业的地位无可撼动。但由于寿险行业整体的景气度下滑明显，公司今年的盈利增速会相对放缓。我们预测 2011 年和 2012 年将实现营业收入分别为 4433.4 亿元和 5133.76 亿元，归属母公司净利润分别为 283.38 亿元和 344.19 亿元，折合 EPS 分别为 1.003 元和 1.218 元。预测每股内含价值 11.013 元和 13.061 元，每股新业务价值 0.733 元和 0.836 元，对应 P/EVPS1.41 倍和 1.19 倍。首次给予“中性”评级。

财务预测简表	日期	2011. 10. 24	股价	15. 54
--------	----	--------------	----	--------

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	341, 074	342, 026	388, 791	443, 340	513, 376
已赚保费	294, 939	275, 077	318, 088	367, 710	429, 485
投资净收益	53, 339	62, 807	68, 280	72, 718	80, 717
其他	-7, 204	4, 142	2, 423	2, 912	3, 174
营业支出	333, 169	300, 164	347, 780	413, 510	471, 402
利润总额	7, 905	41, 862	41, 011	29, 829	41, 974
减：所得税	-2, 346	8, 709	7, 197	1, 491	7, 555
净利润	10, 251	33, 153	33, 814	28, 338	34, 419

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
股本	28, 265	28, 265	28, 265	28, 265	28, 265
总资产	990, 164	1, 226, 257	1, 410, 579	1, 615, 113	1, 915, 524
投资资产	988, 956	1, 224, 805	1, 408, 892	1, 613, 021	1, 912, 993
其他资产	1, 208	1, 452	1, 687	2, 092	2, 531
总负债	854, 283	1, 013, 481	1, 200, 104	1, 410, 122	1, 678, 045
净资产	135, 881	212, 776	210, 475	204, 991	237, 479

评估价值（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
内含价值（EV）	240, 092	285, 229	298, 099	311, 275	369, 172
一年新业务价值（NBV）	13, 925	17, 713	19, 839	20, 732	23, 634

估值指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
每股收益（EPS）	0. 363	1. 173	1. 196	1. 003	1. 218
每股净资产（BVPS）	4. 807	7. 528	7. 446	7. 252	8. 402
每股内含价值（EVPS）	8. 494	10. 091	10. 547	11. 013	13. 061
每股新业务价值（NBVPS）	0. 493	0. 627	0. 702	0. 733	0. 836
市盈率（P/E）	42. 85	13. 25	12. 99	15. 50	12. 76
市净率（P/B）	3. 23	2. 06	2. 09	2. 14	1. 85
股价/内含价值（P/EVPS）	1. 83	1. 54	1. 47	1. 41	1. 19

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com