

新华保险 (601336)

专注寿险，期待成长

——新华保险询价报告


彭玉龙
 021-38676683
 pengyulong@gtjas.com
 编号 S0880511010025

本报告导读：

建议申购，询价区间：25-33 元，对应 NBV 倍数和 EV 倍数分别为 7-10 倍和 1.3-1.7 倍；合理价格：29-39 元；11 年、12 年 EPS 分别为 1.04 元和 1.25 元。

投资要点：

- 目前寿险行业处于周期低点，估值不高，发展前景大。2010 年是近年来寿险发展的低点，寿险公司估值也处于历史低位。寿险深化和 GDP 增长将打开中国寿险的成长空间，城镇化和老龄化是推动其发展的重要动力，预计未来 20 年中国寿险都处于可持续的较高成长期。
- 新华保险专注寿险业务，市场份额上升，一线城市有优势。公司 04 年以来一直居全国寿险公司前五位，市场份额由 2008 年的 7.6% 上升至 2010 年的 8.9%，排名从第五位上升至第三位。2011 年 9 月末上升至 9.7%（新口径，与 2010 年前不可比），其中北京、广东、上海市场份额分别为 16.6%、10%、13%。
- 业务结构渐趋合理，补充资本后网点设置加速，个险动力更足。公司银保比例较高，超过 60%，可观的是期缴比例达 27%（2011 上半年），也高于同业；近来虽然银保比例有所下降，但主要是银保规模本身下降的结果，结构的继续改善还须靠个险增长；预计 IPO 融资后的偿付能力提升至 200% 左右，网点铺设进程将加快。
- 投资收益率有改善空间。受偿付能力的限制，公司投资渠道受到限制，净投资收益率不高，资本充足后，收益率有改善空间。
- 提示关注点：退保率偏高；浮亏较大，减值计提不够充分；准备金折现率略高，是否充足值得注意；内涵价值使用的投资收益率假设较同行稍高。
- 建议申购，合理价格：29-39 元，询价区间：25-33 元。根据可比公司的当前估值以及公司的基本面和成长空间，新华的合理价格区间为：29-39 元，对应的新业务价值倍数为 8-12 倍，内涵价值倍数为 1.58-1.94 倍。预留 15% 的空间，则询价区间为：25-35 元，对应的新业务价值倍数和内涵价值倍数分别为 7-10 倍和 1.34-1.65 倍。11 年、12 年摊薄 EPS 分别为 0.85、1.25 元，加权平均 EPS 分别为 1.04 元、1.25 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	651	2,661	2,250	2,706	3,973
(+/-)%		308.8%	-15.4%	20.3%	46.8%
总资产	164,959	206,618	304,566	375,893	478,299
(+/-)%		25.3%	47.4%	23.4%	27.2%
净资产	1,380	4,238	6,567	39,442	64,109
(+/-)%		207.1%	55.0%	500.6%	62.5%
每股收益 (元)				1.04	1.25
每股股利 (元)					

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间

25.00-33.00

上市首日定价区间

29.00-39.00

2011.11.27

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	260,000
本次拟发行量 (万股)	15,854
发行日期	2011.12.05
发行方式	网下询价, 上网定价

保荐机构

预计上市日期

发行前财务数据

每股净资产 (元)	7.87
净资产收益率 (%)	8.7%
资产负债率 (%)	94.1%

主要股东和持股比例

中央汇金投资有限责任公司	38.82%
宝钢集团有限公司	18.78%
苏黎世保险公司	15.00%
河北德仁投资有限公司	4.88%
天津信商投资管理有限公司	3.13%
世纪金源投资集团有限公司	3.00%
富登管理私人有限公司	3.00%
中金证券(香港)有限公司	2.50%
野村证券株式会社	2.50%
上海证大投资管理有限公司	1.80%

目 录

1. 公司概况及发行计划.....	3
1.1. 专注寿险，市场地位攀升至第三.....	3
1.2. 合理独特的公司战略.....	3
1.3. 股权结构合理，对业务发展形成支撑.....	4
1.4. 发行计划.....	5
2. 行业环境：时空因素缔造寿险前景.....	5
2.1. 时间：寿险发展面临历史机遇.....	5
2.2. 空间：寿险发展潜力巨大.....	7
2.3. 现状：行业估值处于历史低点，投资机会显现.....	8
2.3.1. 保险股市值占比下降到历史低点.....	8
2.3.2. 保险股估值溢价消失.....	9
2.3.3. 处于历史估值低位.....	10
3. 新华保险业务亮点及提醒点.....	10
3.1. 亮点一：续期增长助推个险占比上升，业务结构改善.....	10
3.2. 亮点二：银保渠道三季度保费已实现反弹.....	12
3.3. 亮点三：网点铺设将加快，成长性值得期待.....	13
3.4. 亮点四：投资渠道将放宽，收益率将改善.....	14
3.5. 提醒一：资产减值准备计提压力较大.....	15
3.6. 提醒二：准备金折现率较高.....	15
3.7. 提醒三：银保渠道能否持续.....	16
3.8. 提醒四：退保率水平较高.....	16
4. 新华保险的投资收益与投资配置.....	16
4.1. 投资环境.....	16
4.2. 投资受限致净投资收益率偏低.....	18
4.3. 债券权益占比下降，定存大幅上升.....	19
5. IPO 后偿付能力将显著提升，支持业务发展.....	20
6. 询价区间及二级市场合理价格.....	21
6.1. 合理价格：29-39 元，询价区间：25-33 元.....	21
6.2. 风险提示.....	22

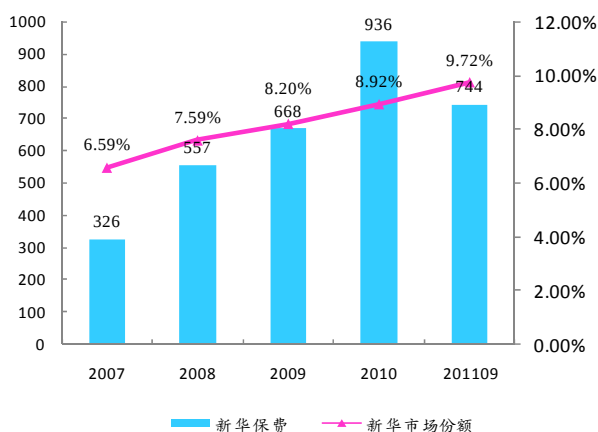
1. 公司概况及发行计划

1.1. 专注寿险，市场地位攀升至第三

市场份额不断攀升。以原保险保费收入计算，新华自 2004 年以来一直位居全国寿险公司前五位，市场占有率由 08 年 7.6% 上升至 10 年 8.9%，在中国寿险公司排名中从第五位上升至第三位；2010 年中国原保险保费收入规模前十大的省级区域市场中，新华在北京、上海、广东（除深圳）和湖北的市场份额均位列前三名，2011 年前三季度，位居第四，市场份额升至 9.7%。

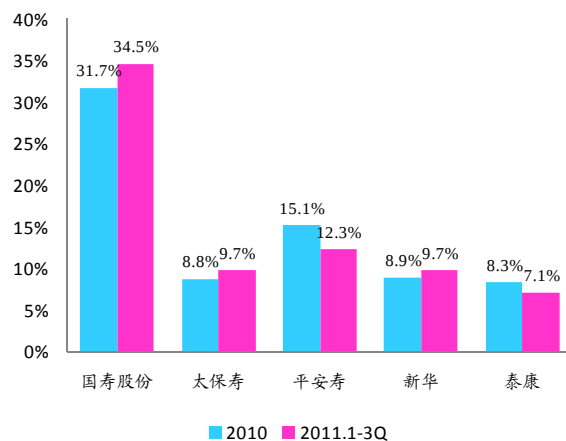
保费增长快于行业，增速在前五大寿险公司第一。2008-2010 年元保费收入年均复合增长 29.7%，增速在前五大寿险公司中居第一位，同时也高于寿险行业的年均复合增速 19.6%。

图 1：新华保费规模及市场份额稳步上升



数据来源：CIRC，国泰君安证券

图 2：前三季度新华市场份额居第四位



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

1.2. 合理独特的公司战略

新华新一任管理层上任以来，根据国内外寿险行业发展形势，制定公司战略，以客户为中心，抓住城镇化和老龄化的历史机遇，坚持现有业务持续稳定增长、坚持变革创新、坚持价值和回归保险本原；

战略目标：成为中国最优秀的以全方位寿险业务为核心的金融服务集团。

在中国城镇化、老龄化的历史大势面前，随着居民财富的累积以及消费观念的变化，未来将对自身的健康状况和人生保障更加关注，保险和金融产品市场扩张将受益于老龄化的快速发展和城镇化的稳步推进。

随着老龄化社会的来临，新华制定的发展养老产业和健康产业将在公司的业务发展中占据重要地位，甚至会引导中国寿险业的发展方向，我们认为养老产业和健康产业由于投入成本较大，短期收效非常有限，短期可能不会给新华带来很大的利润贡献，甚至有可能出现亏损，但是长期来看，养老产业和健康产业未来的利润占比将逐步提高。

1.3. 股权结构合理，对业务发展形成支撑

新华股权结构良好，并且主要股东均在各自领域享有较高声誉。控股股东汇金公司在促进公司改善治理结构、加强内部控制和风险管理等方面起到积极和重要的作用。国内战略股东宝钢集团，是中国最大的综合性企业之一。全球最大的保险集团之一苏黎世集团，自 2000 年入股以来为本公司提供了精算和资产负债管理等领域的宝贵经验。

股权变动历史：

1996 年新华由宝钢、神华等十五家共同发起设立，注册资本 5 亿元。

1999 年 11 月 14 日，公司决定向外资金融机构增发不超过 3 亿股新股，发行价格不低于每股 3 元人民币，同时以溢价增发新股形成的资本公积转增股本，转增后总股本为 12 亿元左右。

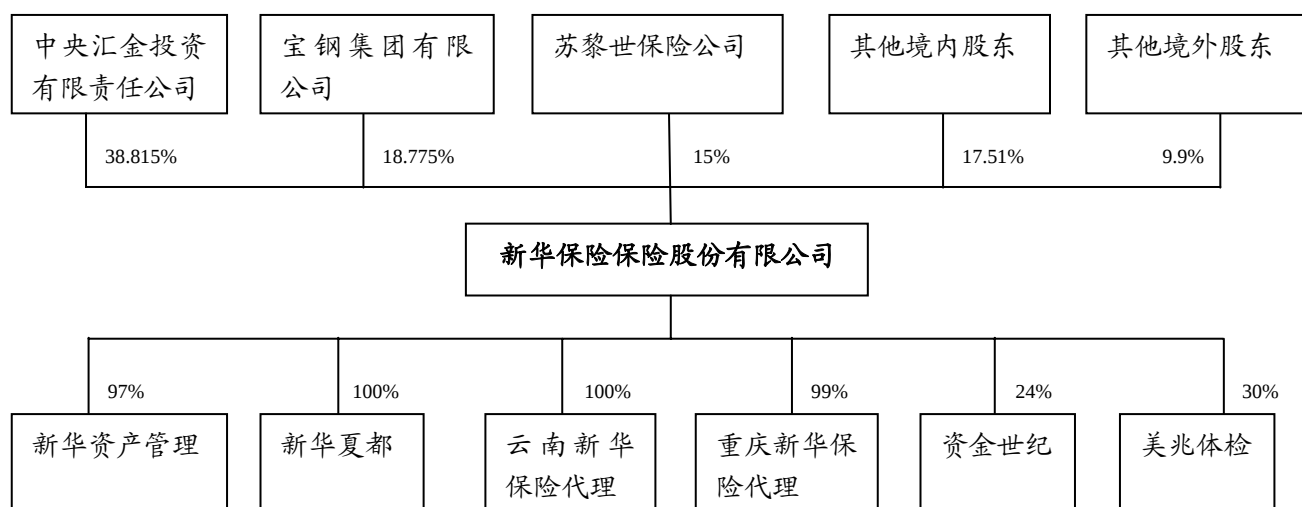
2007 年 5 月至 7 月，保险保障基金以每股 5.99 元的价格合计受让了公司 38.815% 的股份，成为控股股东。

2009 年 11 月 18 日，保险保障基金公司将其持有的公司全部股份，以每股 8.71 元的价格转让给汇金公司，股权转让完成后，汇金公司持有本公司 46,578 万股股份，持股比例为 38.815%，成为公司控股股东。

2010 年 10 月 14 日，公司以每股 10 元的价格向全体股东发行股份，股东有权按照每持有 12 股可认购 14 股的比例认购本次增资发行的股份，实际增发价为 8.57 元，增资后公司的注册资本变更为 26 亿元。

2011 年 2 月至 6 月，苏黎世将 5% 的新华股权以每股 28 元的价格分别转让给中金公司和野村证券，两者各购得 2.5%。

图 3：新华保险具备良好的股权结构



数据来源：公司公告，国泰君安证券

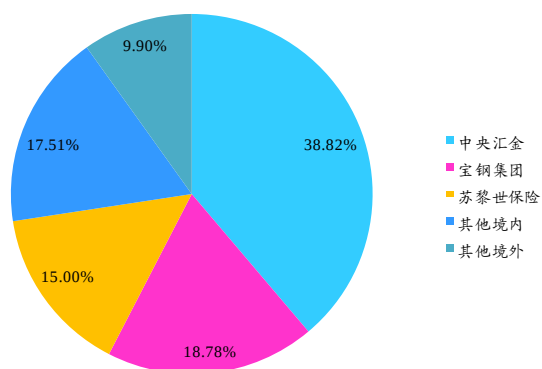
1.4. 发行计划

此次新华以及发行 A 股不超过 1.5854 亿股, 占发行后总股本的比例不超过 5.1% (未考虑 H 股发行的超额配售选择权), 占发行后总股本的比例不超过 5.0% (若全额行使 H 股发行的超额配售选择权); 预计发行 H 股不超过 3.5842 亿股 (未考虑行使 H 股发行的超额配售选择权), 发行不超过 4.12183 亿股 (考虑全额行使 H 股发行的超额配售选择权), 占本公司发行后总股本的比例分别为 11.5% (假设未行使 H 股发行的超额配售选择权) 和 13.0% (假设全额行使 H 股发行的超额配售选择权)。

A+H 发行股数占发行后总股本 16.59% (未考虑 H 股超额配售权), A+H 发行股数占总股本 18.31% (考虑 H 股超额配售权)。

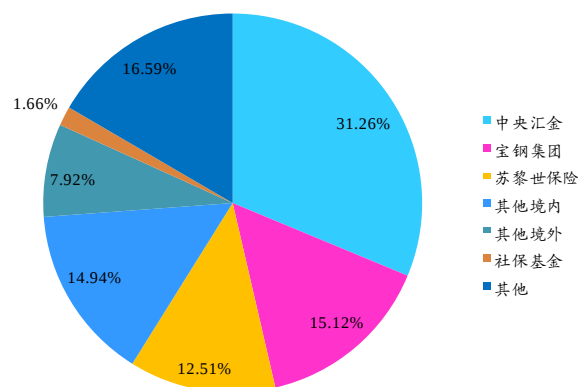
本次募集资金将全部用于充实资本金, 以支持业务持续增长。

图 4: 本次发行前股权结构



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 5: 本次发行后股权结构 (不行使 H 股超配)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

2. 行业环境: 时空因素缔造寿险前景

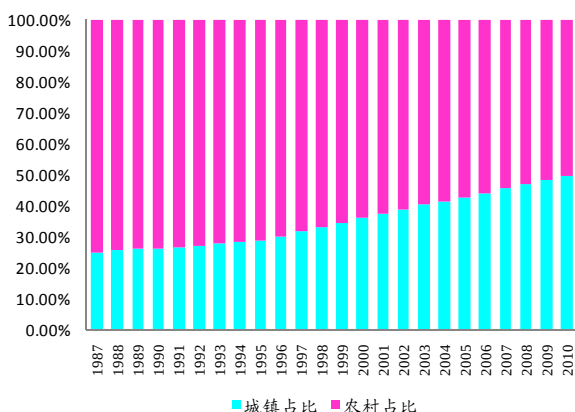
2.1. 时间: 寿险发展面临历史机遇

中国寿险市场正面临着由于城镇化和老龄化带来的历史机遇, 增长潜力巨大, 未来五年中国寿险增长将占据全球寿险增长的 40%。

2050 年中国城镇化率将 73.2%, 新增城镇人口 4.02 亿人, 每年新增近千万人。中国城镇人口占总人口比重由 2001 年的 37.66% 上升至 49.7%, 近十年城镇人口总数年均复合增长 3.76%, 高于总人口的人均复合增速 0.55%; 与此同时, 由于农村劳动力向城镇转移, 农村人口占比持续下降, 2010 年农村人口占总人口比重 50.05%, 年均复合增长-1.87%。

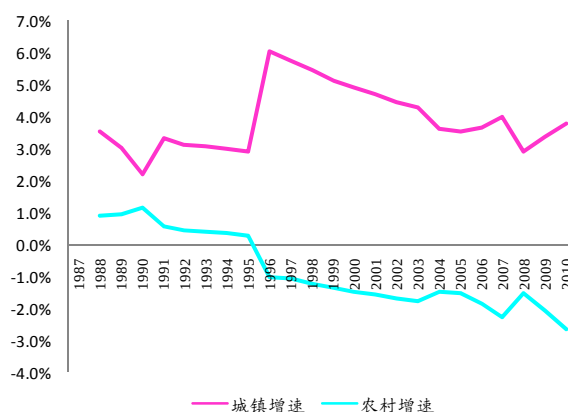
城镇化进程的推进, 大批农村人口转变为城镇人口, 不仅会推动城市建设和投资的增加, 同时城市消费观念和习惯也会向农村辐射, 整个社会消费观念将因为城镇化而发生变化, 他们可能将更加关注自身的健康状况和人生保障, 因此对保险及其他金融产品的需求将会进一步提升。

图 6: 城镇人口占比不断上升, 10 年达 49.7%



数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 7: 城镇人口高增, 农村人口负增



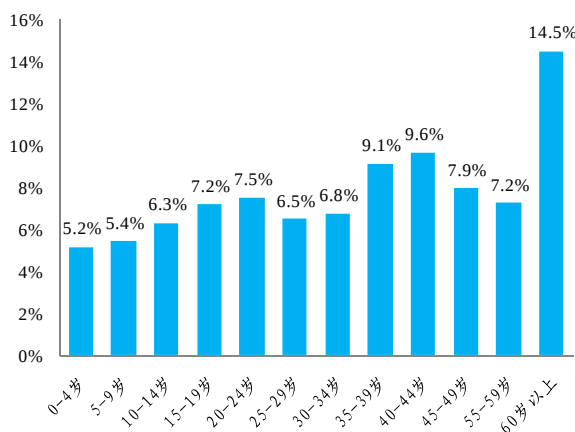
数据来源: Wind, 国泰君安证券。

与城镇化推进的同时, 我国正在快速迈入老龄化社会。根据《中国老龄化发展趋势预测研究报告》, 中国在 1999 年底已经进入老龄化社会, 2004 年底老龄人口达 1.43 亿, 占总人口的 10.97%, 2010 年老龄化率上升至 13.26%, 21 世纪的中国是一个不可逆转的老龄社会, 且人口老龄化趋势可划分为三个阶段:

2001-2020 年快速老龄化阶段, 平均每年新增 596 万老人, 到 2020 年老龄化率 17.17%; 2021-2050 年加速老龄化阶段, 平均每年新增 620 万人, 至 2050 年老龄人口超过 4 亿, 老龄化水平推进至 30% 以上; 2051-2100 年稳定的重度老龄化阶段, 老龄化率稳定在 31% 左右。

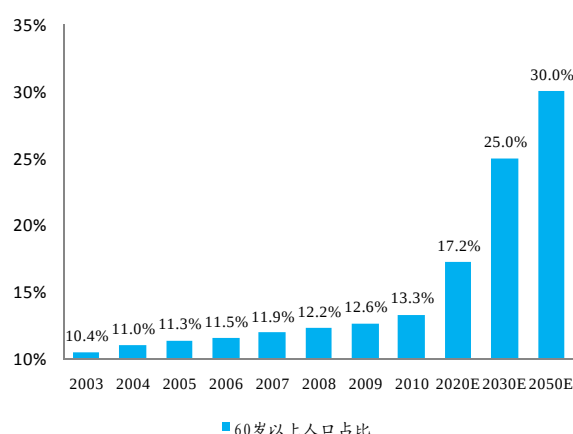
由于预期寿命延长和出生率下降, 劳动人口比例将降低, 而随着中国老龄人口的增加, 需要赡养的退休人员将不断增加。这些现象会为保障型寿险和年金产品带来巨大的增长机遇。与此同时, 中国政府正在设立更全面的养老金制度, 其中包括基本养老保险、企业补充养老保险(或企业年金), 以及商业养老保险。这些措施都将推动养老保险行业稳步的发展。

图 8: 2009 年人口年龄结构



数据来源: Wind, 国泰君安证券。注: 数据来源于 Wind,

图 9: 中国人口老龄化趋势预测

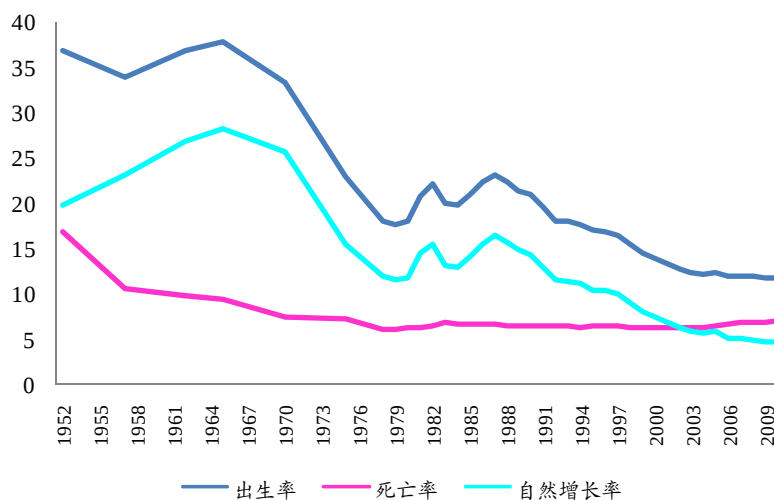


数据来源: Wind, 国泰君安证券。注: 数据根据公布数据

为抽样数据，可能高估老龄化水平，仅供参考

调整得出，仅供参考

图 10: 人口自然增长率持续下滑并渐趋稳定



数据来源: Wind, 国泰君安证券

2.2. 空间: 寿险发展潜力巨大

从 82 年中国恢复寿险业发展以来，中国寿险业取得了迅速发展，保费密度和保费深度都在稳步上升，但是，不能否定中国寿险的发展还处在初级阶段，距离行业成熟阶段还有很大的空间。

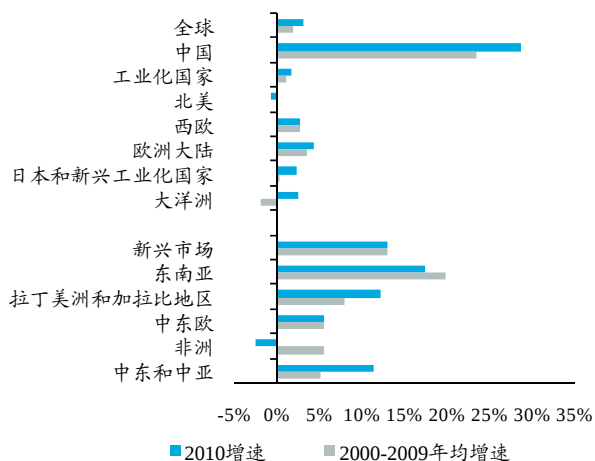
根据瑞士再保险的 Sigma 研究报告，中国 2010 年的寿险深度仅为 2.5%（中国国家统计局和保监会统计的数据为 2.6%），保费密度仅为 106 美元；仅仅达到亚洲平均保费深度 4.5% 和保费密度 208 美元一半水平，与日本、北美和欧洲的差距更大，因而从保费深度和保费密度角度看，中国寿险业仍存在很大的空间。

由于中国寿险业发展的特殊阶段，再加上中国经济快速发展，中国寿险市场今年经历了快速发展。根据瑞士再保险 Sigma 研究报告，2001-2010 年中国寿险保费收入年均增长 28%，远高于世界其他地区及新兴市场。

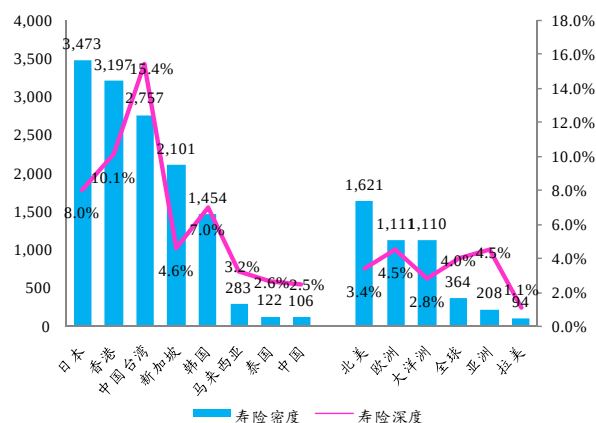
根据十二五规划：2015 年，全国保险保费收入争取达到 3 万亿元。保险深度达到 5%，保险密度达到 2100 元/人。保险业总资产争取达到 10 万亿元。10 年全国保费收入达到 1.45 万亿元，按照十二五规划的 3 万亿元目标折算，十二五期间保费收入年均复合增速达到 15.61%。

图 11: 中国寿险保费增速远高于全球其他地区

图 12: 10 年中国寿险深度和密度远低于其他地区



数据来源: CIRC, 国泰君安证券注



数据来源: CIRC, 国泰君安证券。

2.3. 现状: 行业估值处于历史低点, 投资机会显现

2.3.1. 保险股市值占比下降到历史低点

近 10 年来, 美国保险股市值占比当前为 3.4%, 平均为 4.0%, 最高值为 5.2%, 在金融危机中曾降至谷底 1.9%。中国保险股市值占比当前为 3.5%, 平均为 5.1%, 与美国接近。

但是, 中国保险股的市值占比持续下降, 处于历史低点, 离平均水平还有较大距离。同时, 中国保险股在金融股中的比例只有 16%, 远低于美国的 23%。

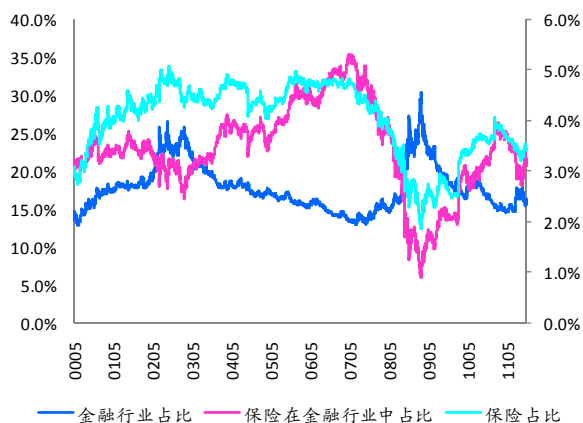
表 1: 中美保险股市值变动对比

	保险市值占比		金融市值占比		保险在金融中占比	
	中国	美国	中国	美国	中国	美国
最高值	9.21%	5.2%	42.37%	30.52%	22.63%	35.44%
发生日期	2007.10.26	2002.10.9	2007.11.2	2009.3.9	2007.10.12	2007.5.21
最低值	3.16%	1.9%	25.72%	12.95%	11.45%	6.14%
发生日期	2011.9.30	2009.3.9	2011.8.5	2007.7.2	2011.10.21	2009.3.9
当前	3.49%	3.4%	27.54%	16.4%	12.67%	20.8%
平均值	5.06%	4.2%	30.75%	17.88%	16.31%	23.19%

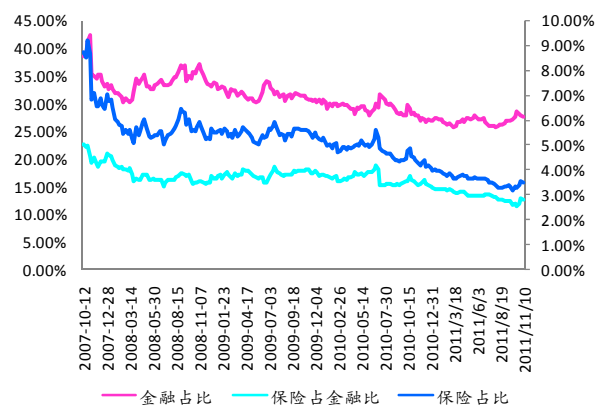
数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券

图 13: 美国保险金融行业市值占比变动

图 14: 中国保险金融行业市值占比变动



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

2.3.2. 保险股估值溢价消失

从 PE 来看, 中国保险股相对市场而言平均有 21 倍的估值溢价, 美国保险股相对其市场没有估值溢价。

但是, 到 11 月 10 日为止, 中国保险股只有 3 倍的 PE 溢价, 与美国保险股接近。估值溢价的消失, 意味当前保险股的估值相当安全。

表 2: 美国和中国保险相对估值对比

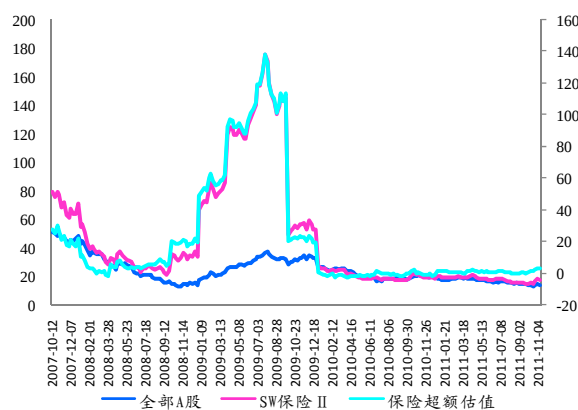
	市场 PE		保险 PE		保险估值溢价 (超额 PE)	
	中国	美国	中国	美国	中国	美国
最高值	51.62	31.08	175.51	49.25	138.23	33.25
发生日期	2007.10.12	1999.7.16	2009.7.24	2008.9.13	2009.7.24	2008.9.30
最低值	13.36	10.10	15.26	9.27	-2.23	-12.89
发生日期	2008.10.31	2009.3.9	2011.9.30	2007.11.26	2010.4.9	2000.3.9
当前值	14.63	13.05	17.84	15.09	3.21	2.04
平均值	24.73	20.14	46.07	18.27	21.35	-1.86

数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券

图 15: 美国保险行业相对估值(P/E)



图 16: 中国保险行业相对估值(P/E)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券。注: 08 年金融危机中由于保险行业的亏损, 08-09 年市盈率没有意义。

2.3.3. 处于历史估值低位

目前三家保险公司 2011 年 PE 在 15-20 倍, PB 在 2.1-2.6 倍, P/EV 在 1.3-1.6 倍。由于当前的盈利和净资产均在低点, 随着基本面好转, 估值水平还会下降。

历史的角度, 最低估值水平出现在今年三季末, 虽然股价经过近期的修复, 估值有所提升, 但仍处于历史低位, 与 2008 年的低水平接近, 某些指标甚至略低。

表 3: 历史估值水平: 新业务价值倍数

	最高值	最低值	平均值	金融危机最低点	08 年最低点	当前值
中国人寿	155	5	38.19	13.69	19.60	9.35
(发生时间)	2007.10.29	2011.9.30		2009.1.13	2008.12.2	2011.11.11
中国平安	127	1	25.36	3.49	3.49	3.77
(发生时间)	2007.10.24	2011.9.30		2008.10.28	2008.10.28	2011.11.11
中国太保	104	0	17.84	0.45	2.49	7.79
(发生时间)	2007.12.27	2009.1.5		2009.1.5	2008.12.25	2011.11.11

数据来源: wind, 国泰君安证券。注: 为了历史可比性, 历史估值未考虑寿险外业务的估值变化, 与表 13-15 的估值平有差异。

表 4: 历史估值水平: P/EV

	最高值	最低值	平均值	金融危机最低点	08 年最低点	当前值
中国人寿	8.4	1.3	3.11	1.85	2.14	1.57
(发生时间)	2007.10.29	2011.9.30		200.1.13	2008.12.2	2011.11.11
中国平安	7.1	1.1	2.55	1.24	1.24	1.44
(发生时间)	2007.10.24	2011.9.30		2008.10.28	2008.10.28	2011.11.11
中国太保	5.4	1.0	1.95	1.02	1.15	1.30
(发生时间)	2008.1.8	2009.1.5		2009.1.5	2008.12.25	2011.11.11

数据来源: wind, 国泰君安证券。注: 为了历史可比性, 历史估值未考虑寿险外业务的估值变化, 与表 13-15 的估值平有差异。

3. 新华保险业务亮点及提醒点

3.1. 亮点一: 续期增长助推个险占比上升, 业务结构改善

11 年上半年新华个险渠道实现保费收入 187.91 亿元, 占总保费收入由 08 年的 31.12%, 上升至 37.09%, 个险首年保费占比由 08 年的 35.54% 下降至 28.6%, 个险续期保费占比由 08 年的 64.64% 升至 71.4%。

个险占比仍低于现有上市保险公司, 11 年上半年个险占比虽攀升至 37.1%, 但相对现有三家公司仍处于低水平, 我们认为随着公司资本的补充, 网点和代理人数量都将得到扩充, 未来个险占比将快速上升。

个险渠道保费增速相比现有上市公司处高位, 个险渠道保费增速: 平安 (29.3%) > 新华 (27.3%) > 太保 (24.99%) > 国寿 (10%), 增速仅仅低于平安。

表 5: 保险营销员渠道保费结构

单位: 百万元	2008		2009		2010		2011.1H	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比

保险营销员渠道	14,457	31.12%	20,248	31.13%	28,688	31.29%	18,791	37.09%
首年保费收入	5,138	35.54%	7,299	36.05%	10,418	36.31%	5,374	28.60%
期交保费收入	4,706	91.59%	6,721	92.08%	9,526	91.44%	4,907	91.31%
趸交保费收入	432	8.41%	578	7.92%	893	8.57%	467	8.69%
续期保费收入	9,319	64.46%	12,949	63.95%	18,270	63.69%	13,417	71.40%

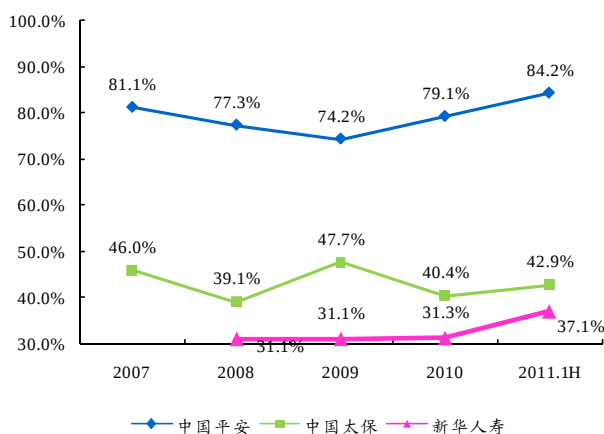
数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 6：保险营销员渠道首年期交保费明细

5 年期以内期交（不含 5 年）	54	1.20%	142	2.10%	71	0.70%	16	0.30%
5 年期以上期交	4,652	98.80%	6,579	97.90%	9,455	99.3%	4,891	99.70%
10 年期以上期交	4,134	87.80%	5,136	76.40%	4,659	48.90%	3,334	67.90%
20 年期以上期交	3,536	75.10%	4,236	63.00%	3,649	38.30%	2,271	46.30%
合计	4,706	100.00%	6,721	100.00%	9,526	100.00%	4,907	100.00%

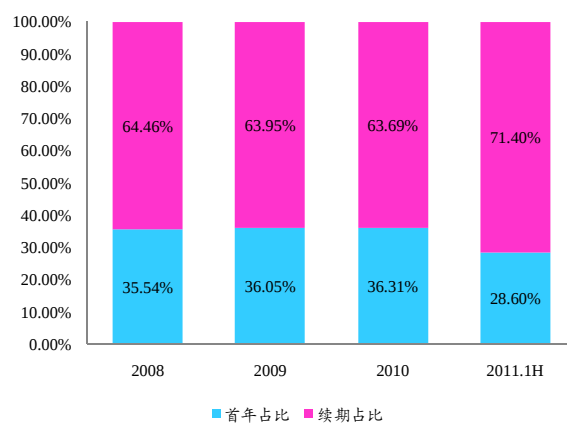
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 17：个险渠道保费占比稳步上升



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 18：个险续期保费占比升至 71.4%



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

从期限结构来看，新华司致力于设计长期个人期交寿险产品，首年占比降低，续期占比上升。

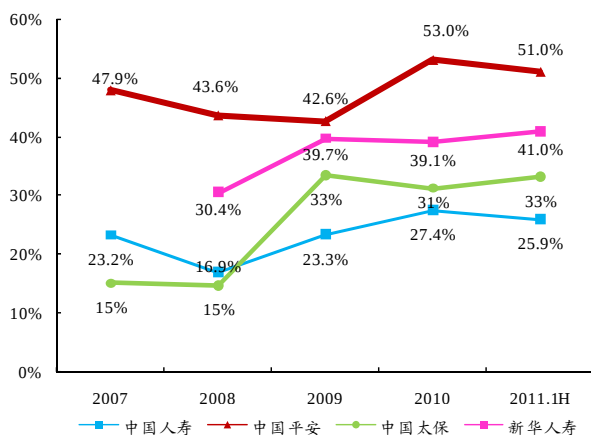
08 年至 10 年新华首年期交保费年均复合增长 42.3%，高于首年趸交保费增速 17.3%。11 年上半年，新华实现首年保费 241.12 亿元，首年期交保费占首年保费收入比重达到 41%，与同期已上市中国保险公司相比处于较高水平。

首年占比快速下滑，已与现有三家上市公司接近。新华首年占比由 08 年 76.56%下降至 11 年上半年 47.59%，其中首年期缴保费占比由 08 年 23.28%上升至 40.97%，11 年上半年首年占比：国寿（56.8%）>太保（55.6%）>新华（47.6%）>平安（41.4%）。

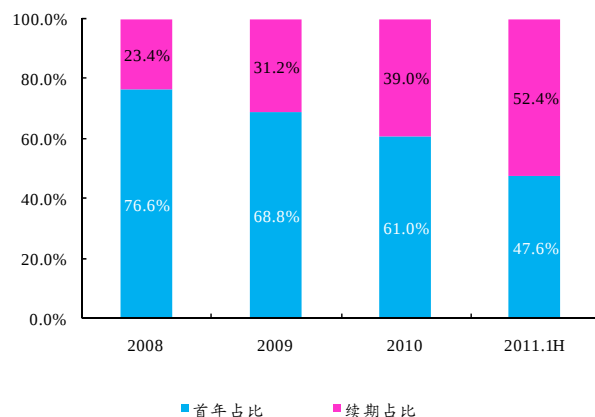
续期占比持续上升，业务结构质量提高。与首年保费下滑趋势相反，新华续期保费收入 265.5 亿元，续期占比由 08 年 23.44%上升至 52.41%。

图 19：首年期缴占比

图 20：新华续期占比上升，首年占比下降



数据来源：公司公告，国泰君安证券



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

3.2. 亮点二：银保渠道三季度保费已实现反弹

新华银保占比逐步下行，结构渐趋合理，新华银保渠道占比由 08 年 67.6% 降至 11 年上半年 60.7%，但占比仍高于现有三家上市公司，受银保新政影响也更大；

银保新举措实施后，三季度银保渠道已反弹，上半年银保渠道保费降幅：新华（19.5%）>平安（17.27%）>国寿（3.52%）>太保（1.34%），由于新华银保渠道保费占比高，因而上半年受银保新政影响最大，降幅最多；具体来看，银保渠道下降主要是由于银保有效网点数量和银保专管员数量的双降导致的，银保有效网点数量由去年年底的 2.05 万家下降至今年上半年的 1.5 万家，银保专管员数量由去年年底的 1.7 万人下降至年终的 1.5 万人；但 7-9 月份的最新数据显示，新华银保渠道保费已经恢复，且增速高于三家已有上市公司。

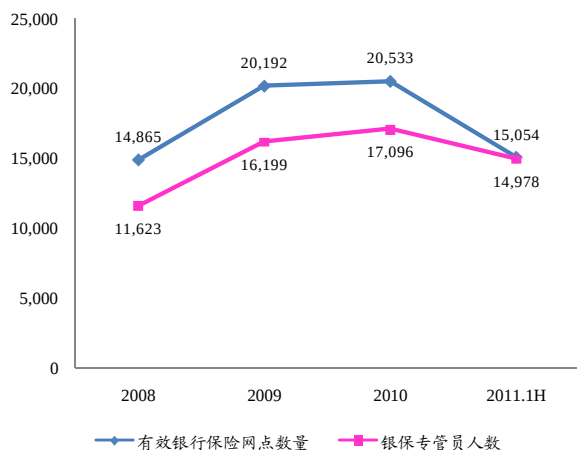
银保首年占比逐步下降，续期占比不断攀升，银保渠道中，首年占比由 08 年的 95.25% 下降至 11 年上半年的 57.35%，续期占比由 08 年的 4.75% 上升至 42.65%。首年银保首年保费下降主要是由于首年期交中 5 年期以上保费下降较严重，占比由去年年底的 90.9% 降至 79.7%。

表 7：银保渠道保费及首年期交保费结构

单位：百万元	2008		2009		2010		2011.H1	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行保险渠道	31,388	67.57%	43,962	67.59%	61,690	67.29%	30,731	60.66%
首年保费收入	29,896	95.25%	36,710	83.50%	44,318	71.84%	17,624	57.35%
期交保费收入	6,104	20.42%	11,044	30.08%	12,214	27.56%	4,705	26.70%
趸交保费收入	23,792	79.58%	25,666	69.92%	32,105	72.44%	12,920	73.31%
续期保费收入	1,491	4.75%	7,253	16.50%	17,372	28.16%	13,107	42.65%
首年期交结构								
5 年期以内期交(不含 5 年)	2,743	44.90%	1,328	12.00%	1,115	9.10%	954	20.30%
5 年期以上期交	3,361	55.10%	9,716	88.00%	11,099	90.90%	3,751	79.70%
合计	6,104	100.00%	11,044	100.00%	12,214	100.00%	4,705	100.00%

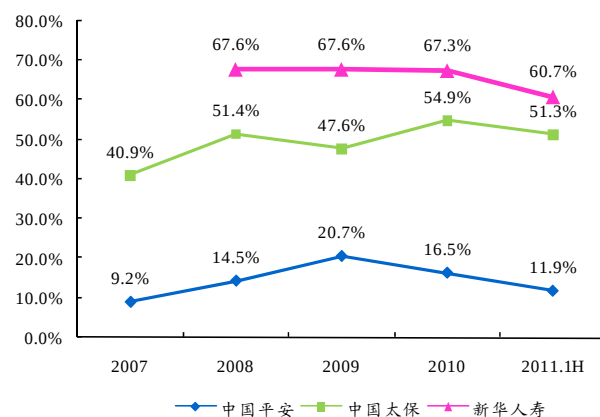
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 21: 银保网点和银保专员规模下降



数据来源: CIRC, 国泰君安证券

图 22: 银保渠道保费占比逐步下滑



数据来源: CIRC, 国泰君安证券。

3.3. 亮点三: 网点铺设将加快, 成长性值得期待

代理人规模今年下半年将企稳, 股权融资完成后, 随着网点铺设的开展, 代理人规模将进入快速上升通道, 个险渠道进入快增周期。

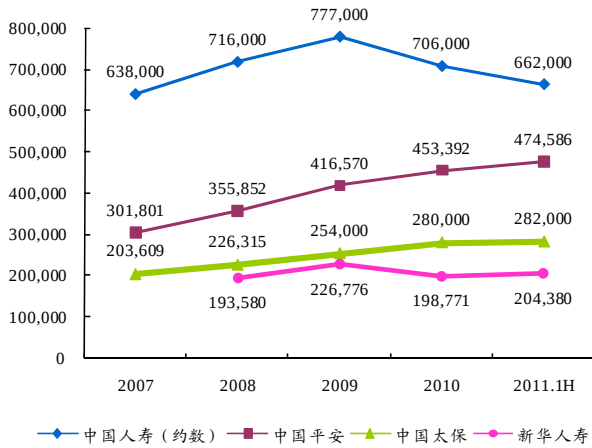
从代理人数量和产能来看, 新华 11 年上半年代理人数量由 10 年年底 19.88 万人攀升至 20.4 万人, 增长 2.82%, 月人均产能也由 10 年年底 3968 元上升至元上升至 4155 元, 增长 4.71%, 虽然人均产能增速较平安和太保偏低, 但月人均首年保费由 08 年的 2,808 元提升至 10 年的 3,968 元, 年均复合增长率达 18.9%。

2011 年上半年各保险公司都面临着不同程度的增员难问题, 这是因为一方面各保险公司都不约而同的加强了代理人考核制度, 清退了不合格的代理人; 另一方面由于通胀以及代理人收入偏低等因素, 造成代理人增员难。

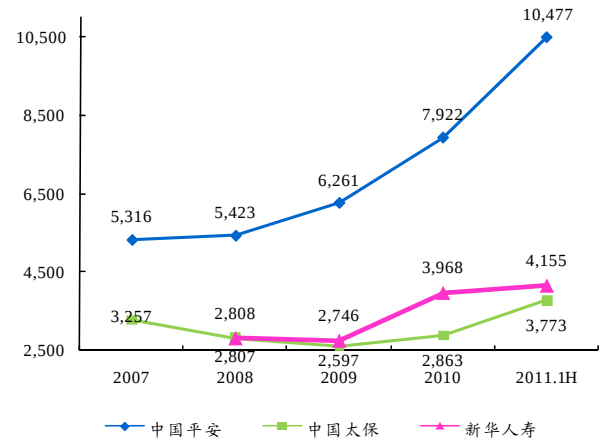
新华同样面临着代理人增员难和留存难问题, 初步估计 11 年上半年代理人数量较去年同期出现下降, 而且新华代理人规模较寿险规模相当太保带来规模少近 8 万人; 我们预计 11 年三四季度代理人规模将维持稳定, 但随着公司成功上市, 将加快铺设网点步伐, 目前新华保险与太保网点数量相差近 1000 家, 未来五年新华将年均铺设 200 家新网点, 来弥补网点差距空间, 网点扩张将推动新华代理人规模的扩张, 并推动保险营销员渠道保费收入的爆发。

图 23: 代理人数量逐步趋稳

图 24: 月人均保费稳步提高



数据来源：公司公告，国泰君安证券



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

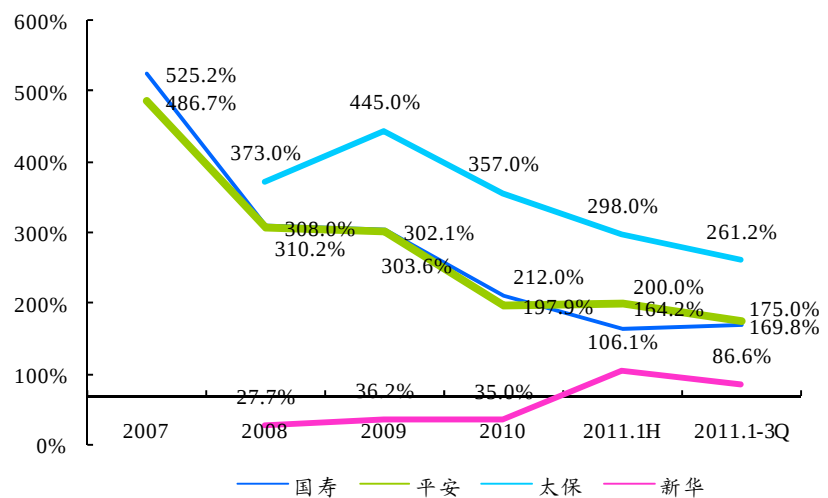
3.4. 亮点四：投资渠道将放宽，收益率将改善

新华在过去的几年中，偿付能力持续不足，严重限制公司的发展，11 年上半增资扩股 140 亿，偿付能力上升至 106.1%，三季度末由于股市下行，偿付能力进一步降至 86.6%。

由于偿付能力持续不能满足 100% 的监管要求，新华在向股东分红、增设分支机构、业务范围和资金运用渠道等多方面受到了限制，便出现了新华网点数量和投资收益率偏低的情况。

我们判断，随着新华上市融资的完成，我们根据净资产变动初步测算偿付能力充足率将提高到 200% 左右的水平，足以满足公司未来一到两年的资本需求，未来也可以通过发行次级债来补充偿付能力；随着偿付能力的提升，新华并涉足更广泛的投资领域，投资收益率将因此提高。

图 25：新华偿付能力持续低于 100% 的监管线水平



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.5. 提醒一：资产减值准备计提压力较大

08 年至 09 年新华分别计提资产减值损失 7.75 亿和 0.66 亿，10 年资产减值损失转回 2.69 亿，上半年资产减值损失转回 2.41 亿，其中收回新产业投资股份有限公司相关借款及利息人民币 3.54 亿元，同时可供出售金融资产公允价值持续下跌计提资产减值损失 1.13 亿。

从上半年资产减值损失占浮亏占比来看，新华保险计提的 1.13 亿可供出售金融资产减值损失仅占浮亏 6%，远远小于国寿(27%)、平安(31.8%)和太保(34.9%)的计提水平，资产减值计提压力较大。

表 8：新华 11 年上半年可供出售金融资产减值损失仅占浮亏 6%

其他综合损益	2007	2008	2009	2010	2010.1H	2011.1H
中国人寿	30,518	(33,494)	10,754	(16,216)	(17,596)	(13,341)
中国平安	11,870	(24,245)	7,657	(3,005)	(3,239)	(3,545)
中国太保	7,089	(13,365)	2,333	(3,193)	(4,775)	(3,351)
新华保险		(3,011)	198	80	(1,231)	(1,871)
资产减值损失						
中国人寿	(3,429)	(13,747)	(2,167)	(1,734)	(320)	(3,600)
中国平安	(289)	(26,120)	(763)	(1,532)	(413)	(1,129)
中国太保	28	5,221	164	689	(65)	(1,168)
新华保险		(775)	(66)	269	340	241
减值与浮亏比						
中国人寿	-11.2%	41.0%	-20.2%	10.7%	1.8%	27.0%
中国平安	-2.4%	107.7%	-10.0%	51.0%	12.8%	31.8%
中国太保	0.4%	-39.1%	7.0%	-21.6%	1.4%	34.9%
新华保险		25.7%	-33.3%	336.3%	-27.6%	-12.9%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

3.6. 提醒二：准备金折现率较高

对于未来保险利益受对应资产组合投资收益影响的寿险原保险合同，新华假设的准备金折现率较国寿和太保都高，假设的准备金折现率越高，所对应的计提准备金偏低。

对于未来保险利益不受对应资产组合投资收益影响的寿险原保险合同，准备金折现率以中国债券信息网上公布的“保险合同准备金计量基准收益率曲线”为基础，因而与其他保险公司差别不大，尤其是与中国人寿的准备金折现率基本一致，对计提准备金影响不大。

表 9：未来保险利益受对应资产组合投资收益影响的保险合同准备金折现率

	2008	2009	2010	2011.1H
中国人寿	3.50%~5.00%	4.40%~5.00%	4.58%~5.00%	4.75%~5.00%
中国平安		4.50%~5.50%	4.75%~5.50%	5.00%~5.50%
中国太保		4.65%~5.20%	4.75%~5.20%	4.85%~5.20%
新华保险	5.23%	5.23%	5.23%	5.23%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 10: 未来保险利益不受对应资产组合投资收益影响的保险合同准备金折现率

	2008	2009	2010	2011.1H
中国人寿	2.81%~4.95%	2.69%~5.32%	2.61%~5.66%	2.56%~5.67%
中国平安		2.83%~5.48%	2.60%~5.40%	
中国太保		2.89%~5.55%	2.61%~5.83%	
新华保险	3.16%~5.30%	2.89%~5.52%	2.61%~5.66%	2.56%~5.67%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

3.7. 提醒三: 银保渠道能否持续

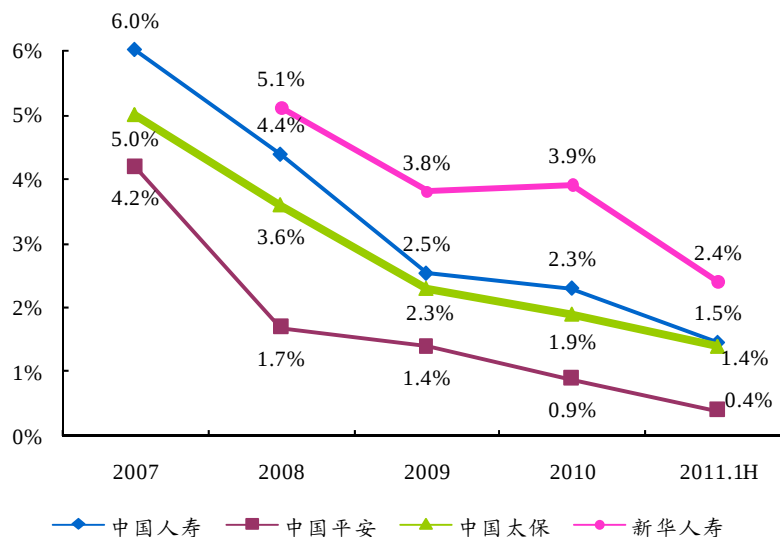
虽然新华银保渠道保费收入通过公司的努力, 在三季度实现了强劲的反弹了, 但是上半年银保渠道保费下降 19.5%, 远远高于现有三家上市保险公司的下降幅度, 银保渠道保费收入对于监管政策的调整显得比较脆弱。

随着寿险行业竞争日益激烈, 银保渠道保费的增长, 对于公司的创新能力和运营水平都提出了较严峻的挑战。

3.8. 提醒四: 退保率水平较高

从退保率来看, 新华退保率虽然从 08 年的 5.1% 降至 11 年上半年的 2.4%, 但持续高于同期的三家已上市保险公司。且今年上半年由于加息的影响, 退保率较去年同期整体偏高, 寿险产品相对银行理财产品吸引力下降。我们预计随着 2012 年随着加息周期结束, 退保率将有所下降。

图 26: 退保率稳步下降, 但有上升隐忧



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4. 新华保险的投资收益与投资配置

4.1. 投资环境

从监管层面来看, 保险自己运用渠道逐步放开, 随着新华保险偿付能力融资后远高于监管线的要求, 新华投资范围将逐步涉足收益率高和安全性强的投资领域。

未来可以参与投资的领域包括：担保信用债、中票、债权计划、股权计划和不动产投资等等，当然这些领域的投资当然也要偿付能力、合格的人员、管理能力和风险内控的配合，初步估算可提高投资收益率 100bp-200bp 之间。

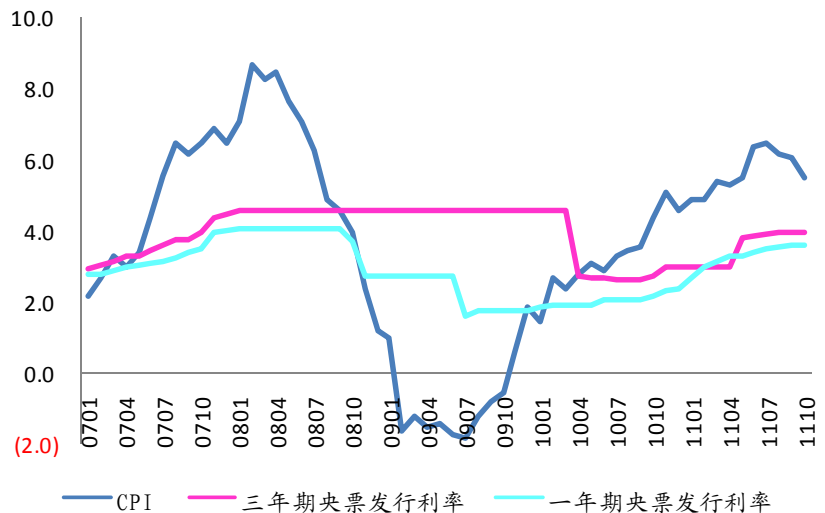
表 11：投资渠道规定

投资品种	保监会规定	简评
权益投资	股票和股票型基金合计不超过 20%，不再分别设限。	将基金明确界定为股票型基金，使权益投资空间有所扩充，但债券和货币型基金比例本来很少，因而实质影响不大；10%界限的废除，使保险公司拥有更大的自主投资权，对基金的依赖将更低，不过股票尚未达到接近突破的比例。
不动产	不高于 10%，其中与之相关的金融产品不超过 3%。	这一比例即使在国际上也不算低，显然保险资金有进入不动产的强烈冲动。
未上市股权	不高于 5%，其中与之相关的金融产品不超过 4%。	不允许进入创业型投资，主要还是对准 IPO 前的项目。
无担保债和非金融企业债务融资工具	上限不得超过 20%	虽然比例上升了 5%，但范围扩大到了非金融企业债务融资工具
基础设施债权投资计划	不超过 10%。	基础设施债权投资计划收益率相对较高，比例的提升也有助于总投资收益率的提升。
活期存款、政府债券、央票、政策性银行债、货币基金	合计不低于 5%	最低限制是出于流动性考虑，当然这一要求很容易达到。
控股投资	累计投资成本不得超过其净资产	控股投资仅限于保险、非保险金融以及与保险相关的企业，但通过信托之类的非保险金融，实质上无法控制投资范围。
创业板	考虑中，等待细则	随着创业板规模的扩大，再将保险资金排除在外不合时宜一。

数据来源：国泰君安证券

从投资收益率来看，股债看好，双击有望。11 月 8 日，1 年期央票的发行利率从 3.5840% 降至 3.5733%，是 09 年 7 月以来的首次下降。10 月 20 日，3 年期央票发行利率已经下降，央票利率下降具有很强的政策信号意义，降息周期也许将拉开序幕。虽然债市前段时间已有不小幅度的反弹，但随着货币政策放松和降息预期的出现，债市整体仍可上行。

图 27：一年和三年期央票发行利率与 CPI 走势

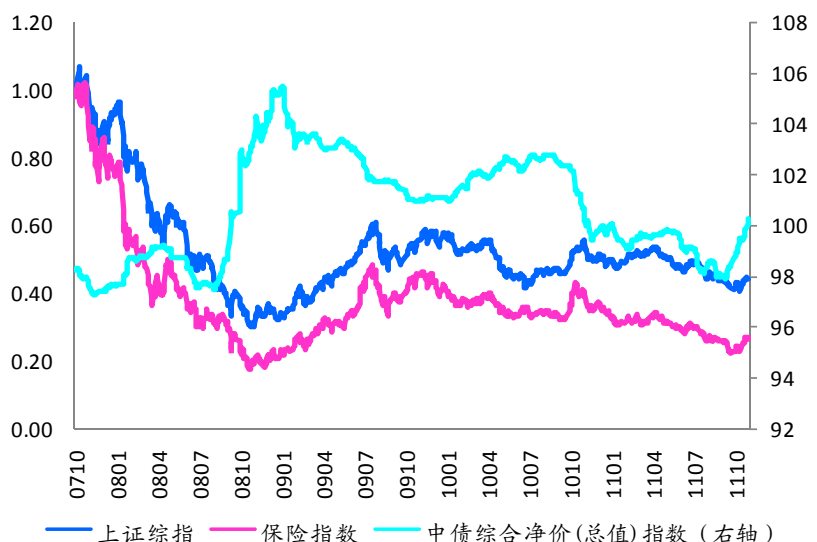


数据来源: Wind, 国泰君安证券。注: 央票发行利率采取月度平均数据, 其中未发行月份数据由最近一次央票发行利率替代。

近期, 我们宏观和策略研究员都做了很多关于债市和股市的联动的研究, 发现债市比股市要领先几个月的时间, 从货币政策和流动性来看, 股市已到底部, 将随着债市进入反弹期。

而且从协议存款利率水平来看, 利率水平目前已经升至 5.5% 左右, 高额的存款利息收入也将推升新华的投资收益。

图 28: 股市债市联动与保险股的表现



数据来源: Wind, 国泰君安证券

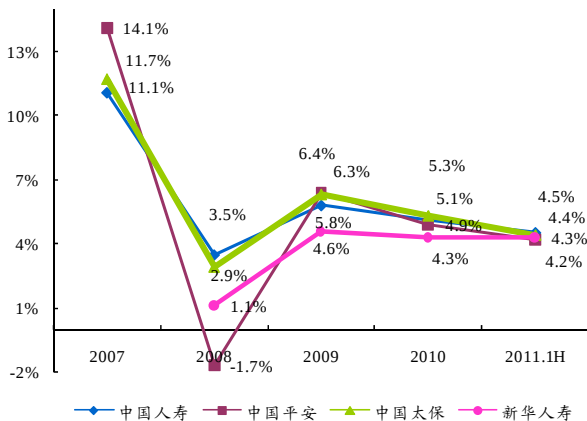
4.2. 投资受限致净投资收益率偏低

总投资收益率: 国寿 (4.5%) > 太保 (4.4%) > 新华 (4.3%) > 平安 (4.2%), 虽然今年上半年新华总投资收益率较平安略高, 但是总体来看, 新华由于偿付能力一直维持在 100% 监管线以下水平, 很多投资渠道被限制, 总投资收益率与已上市保险公司相比偏低。

综合投资收益率: 平安 (3.3%) > 新华 (3.1%) > 太保 (3.0%) > 国寿 (2.6%), 今年上半年新华浮亏 18.71 亿元, 浮亏占投资资产比重: 国寿 (0.96%) > 太保 (0.77%) > 新华 (0.58%) > 平安 (0.44%), 由于新华权益类投资占比仅有 9.2%, 相比三家已上市公司偏低, 因而受资本市场不利影响较小, 但同时由受到投资渠道的限制, 因而整体来看, 新华综合投资收益率在熊市中相对较高。

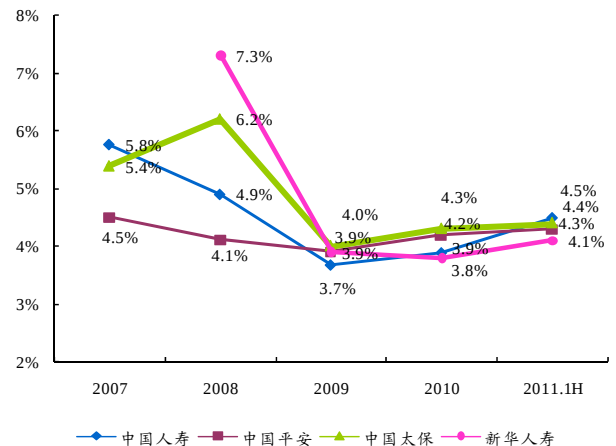
净投资收益率: 国寿 (4.5%) > 太保 (4.4%) > 平安 (4.3%) > 新华 (4.1%), 由于加息的影响, 今年上半年保险公司净投资收益率都略有上升。

图 29: 总投资收益率下滑趋稳



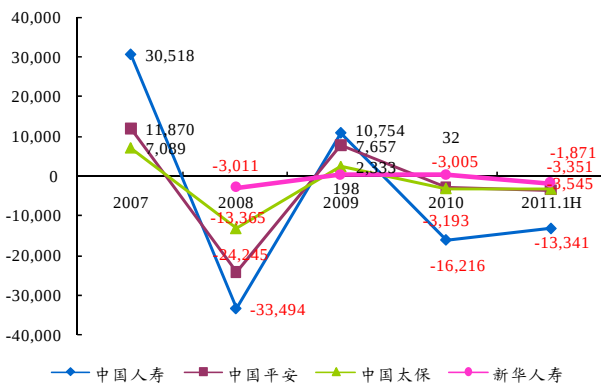
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 30: 加息致净投资收益率上升



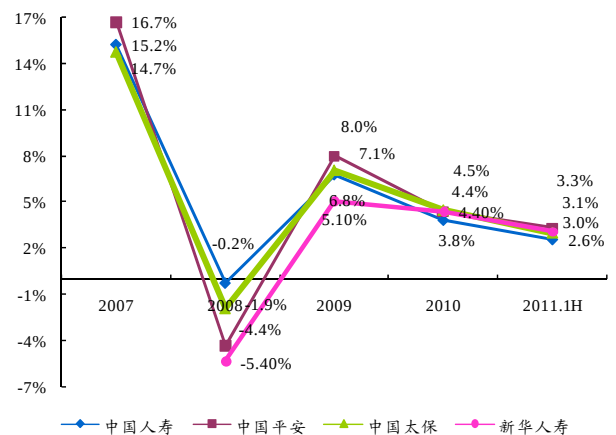
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 31: 上半年新华浮亏同样严重



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 32: 浮亏至综合投资收益率下降



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

4.3. 债券权益占比下降, 定存大幅上升

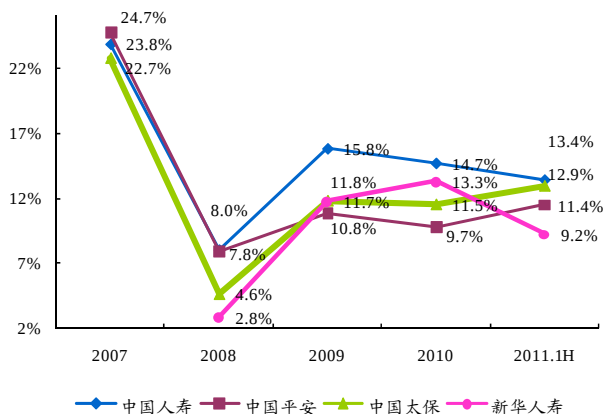
由于股市低迷, 债市下跌, 新华与其他三家保险公司一样, 权益和债券配置比例下降, 而受加息影响, 定期存款配置比例大幅上升。

在权益类资产配置方面, 上半年新华大幅减仓, 权益配置比例较大幅度低于现有三家公司, 配置比例由年初的 13.3% 下降至 9.2%。

在债券配置方面,新华与现有已上市三家上市保险公司都下调了债券比例,配置比例由年底的 56.2%下调至 50.3%,下调幅度较大。

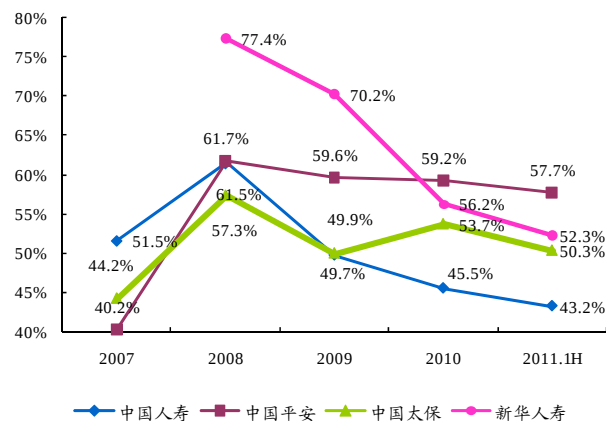
在定期存款方面,新华与现有三家上市公司都调高了定期存款的配置比例,新华将定期存款的配置比例由年底的 19.1%上调至 30.7%,上调幅度大大高于现有三家上市公司,这主要考虑到协议存款利率较高和资本市场低迷的影响。

图 33: 新华上半年权益类投资占比降幅显著



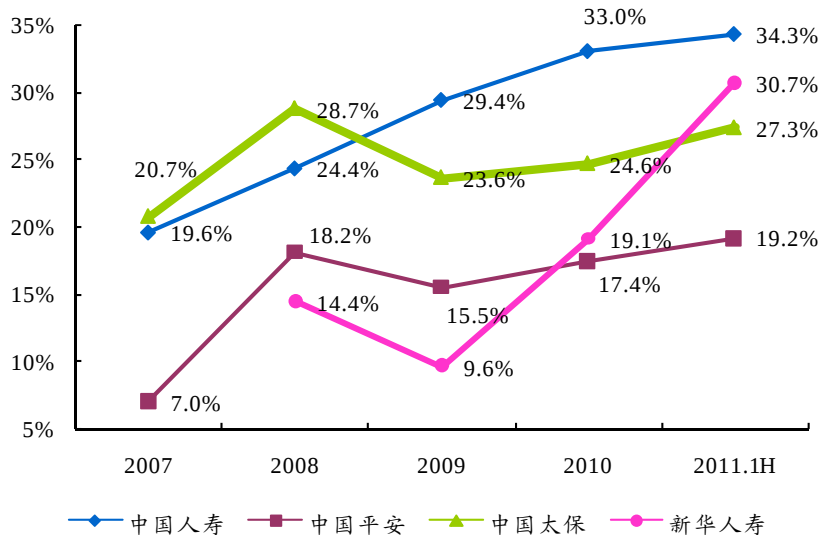
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 34: 债券投资占比下降趋稳



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

图 35: 新华上半年定期存款占比大幅上升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

5. IPO 后偿付能力将显著提升, 支持业务发展

本次新华保险募集资金将全部用于充实公司的资本金, 对于公司实现其战略目标, 意义重大:

- **偿付能力显著提升。**完成本次融资后, 公司偿付能力充足率将上升

至 200%左右，大大高于监管层的要求，可以满足未来一到两年的资本需求，而且由于净资产的上升，未来通过次级债补充偿付能力的空间也将更大，假如公司这次能够如期实现 200 亿的融资规模，则净资产将上升至 400 亿元以上，偿付能力在此基础上将提升 1 被，根据保监会发行次级债不高于 50%净资产的要求，通过次级债补充偿付能力的空间很大。

- **新增网点快速增加，个险渠道将爆发。**完成本次融资后，由于偿付能力已经满足监管层的要求，公司可以加快网点铺设进程，较大幅度地提升保险代理员渠道的保费收入；目前，新华总网点数量 1477 家，与太保相差近 1000 家，而新华目前的寿险市场份额与太保持平，甚至已经略超太保，因而网点铺设对于新华保险扩大市场份额具有重要意义；根据公司计划，未来五年会完成 1000 家左右的铺设目标，明年预计新增 175 家左右网点数量，之后每年新增 200 家左右，假设人均产能能够保持现有水平，则由于新开网点带来的个险渠道保费收入将每年直接上升 15%左右。
- **投资限制放宽，投资收益率将上升。**伴随偿付能力的上升，新华投资渠道将拓宽，很多以前不能投资的领域将可以涉足，未来可以参与投资的领域包括：担保信用债、中票、债权计划、股权计划和不动产的投资，当然这些领域的投资当然也要偿付能力、合格的人员、管理能力和风险内控的配合，初步估算可提高投资收益率 100bp-200bp 之间。

6. 询价区间及二级市场合理价格

6.1. 合理价格：29-39 元，询价区间：25-33 元

11 月 23 日，中国人寿股价的新业务价值倍数为 8.88，参照中国人寿的估值水平，新华保险的每股评估价值 34.28 元。

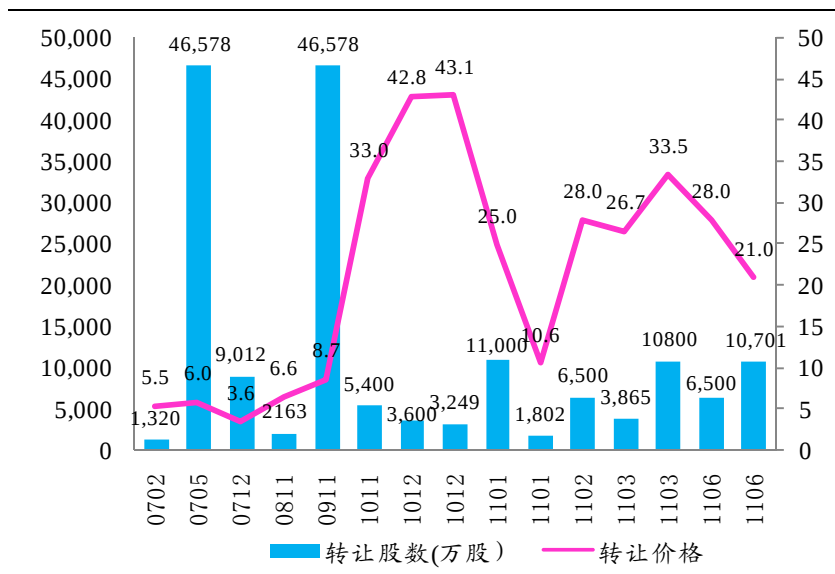
考虑到新华上市融资后，随着网点铺设和代理人规模的上升，新业务价值增速将提高，成长性将更好，新华的新业务价值倍数可以适当溢价，按 12 倍估值为 39 元。

但是，新华内涵价值的投资收益率假设较高，经过调整后，11 年有效业务价值 243.89 亿，新业务价值 43.69 亿；经调整的净资产价值为 298.84 亿，内含价值为 542.73 亿。在此基础上，参照中国人寿 8.88 倍的新业务价值倍数，新华保险的谨慎估值为每股评 29.35 元。

综合考虑，我们认为新华保险目前合理的二级市场价格区间为：29.35-39.24 元。若给申购预留 15%的上涨空间，建议询价区间为：24.95-33.35 元。

11 年以来，新华上市前共发生了 9 笔股权转让，其中，最高价 33.5 元，最低价 21 元。

图 36: 07 年以来新华增发、股权转让价格汇总



数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 12: 新华保险与现有三家保险公司估值比较

2011/11/23	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险 (合理价, 2011 年估值)		
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	29.35	34.28	39.24
每股内涵价值	10.55	10.65	26.29	30.11	12.80	14.10	18.55	20.19	21.85
每股新业务价值	0.70	0.75	2.03	2.31	0.71	0.83	1.59	1.59	1.59
每股收益	1.19	0.83	2.30	2.52	1.00	1.22	1.04	1.04	1.04
每股净资产	7.38	6.66	14.66	16.66	9.34	9.64	14.90	14.90	14.90
P/EV	1.64	1.62	1.35	1.18	1.46	1.33	1.58	1.70	1.94
隐含新业务价值倍数	9.58	8.88	0.84	-0.41	1.15	-0.09	7.84	8.88	12.00
市盈率	14.51	20.90	15.48	14.12	18.70	15.31	28.72	33.55	38.40
市净率	2.34	2.59	2.43	2.14	2.00	1.94	1.97	2.30	2.63

数据来源：公司公告，国泰君安证券。注 IPO 后的估值水平是假定新华行使 H 股超配后的估值水平。

6.2. 风险提示

尽管我们对中国经济、寿险业发展前景和资本市场充满信心，但未来还是存在很多不确定性，会对新华和整个寿险行业造成不利影响。

行业风险

➤ 资本市场低迷形势短期或难有突破

2011 年整个资本市场（包括债市）持续震荡下行，给保险公司带来巨大的浮亏，浮亏造成保险公司净资产的消耗加快，偿付能力水平降低，加剧了经营风险；12 年资本市场虽然大幅下跌的可能性不大，但是要出现大牛市的可能性也比较小。

➤ 居民收入水平虽在增长，但保险意识仍需较长时间建立

中国居民生儿养老意识根深蒂固，即使是城镇居民，参与投保的居民占比也很低，整个社会的保险意识形成需要很长的一段时间。

➤ 行业竞争日益激烈，外部潜在风险不容忽视

随着中国保险业逐步对外资开放，以及国内寿险公司数量日渐增多，国

内寿险行业竞争日益激烈；而且，保险产品的替代品也日益增多，银行理财产品和信托公司的信托产品等等，都对保险产品造成不小的冲击。

公司风险

➤ 资产减值压力较大

新华保险 11 年上半年相对于已上市公司的资产减值计提比例更低，下半年随着浮亏的延续，减值准备计提压力加大，对业绩形成冲击。

➤ 因偿付能力不足而带来的经营风险

新华由于偿付能力持续不能满足 100% 的监管线，业务发展受到限制，尤其是在开设分支机构和投资渠道等方面限制较严重，上市后虽然偿付能力初步估算可达 200% 左右，能够维持一到两年的发展，但仍然存在偿付能力消耗过快的隐患。

➤ 准备金折现率和退保率偏高

新华近几年退保率持续高于现有三家上市保险公司，准备金折现也较高，因而未来准备金计提压力较大。

表 13: 新华保险财务摘要(按询价中枢 29.15 元计算)

财务摘要 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	2,250	2,706	3,973	4,850
(+/-)%	-15.4%	20.3%	46.8%	22.1%
总资产	304,566	375,893	478,299	587,674
(+/-)%	47.4%	23.4%	27.2%	22.9%
净资产	6,567	39,442	64,109	76,020
(+/-)%	55.0%	500.6%	62.5%	18.6%
关键估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
每股内涵价值	23.40	18.55	29.07	34.94
每股收益	1.87	1.04	1.25	1.53
每股净资产	5.47	14.90	20.22	23.98
P/EV	1.3	1.58	1.0	0.9
市盈率	16.0	29.4	24.0	19.6
市净率	5.5	2.0	1.5	1.3

数据来源：国泰君安证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

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。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墙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。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决策。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		