

# 保险业 2009 年下半年投资策略

——新业务价值的增长可能被市场忽略

金融/保险

## 投资要点:

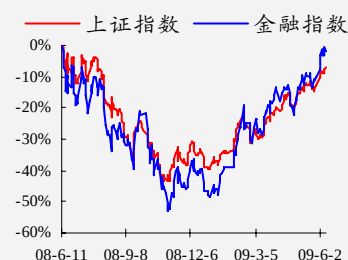
- 从 2008 年上半年以来, 全国寿险保费收入同比持续降低, 主要是受投资环境恶劣的影响, 投连险、万能险等投资型保单保费收入大幅度降低。另外, 银保保费从趸缴转为期缴, 银保总保费收入减少, 也是造成总保费收入降低的一个原因。
- 2009 年前 4 个月, 银保新单同比增长 13.9%, 银保期缴同比增长 774.2%。银保期缴保费收入同比大幅度增长, 导致首年年化保费增长速度高于总保费增长速度, 保费质量同比提高。
- 从产品结构上看, 2008 年下半年以来, 由于投资收益大幅度下降的缘故, 保险公司的投资型产品销量急剧收缩, 而保障型产品销量提高。分红产品由于保障成分高, 产品透明程度低, 同业竞争程度低, 边际利润率高, 因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。2009 年以来, 分红险特别是银保渠道的分红险销量同比大幅度增长。
- 从 2008 年 3 家公司的估值水平比较来看, 中国太保一年新业务价值增速较快。主要是由于公司从 2008 年 9 月份业务开始向银保期缴和分红险销售转型, 首年年化保费增速提高的缘故。从 2009 年的情况看, 尽管中国太保寿险的总保费是下降的, 但其一年期新业务价值却逆势上升, 提高了公司的估值。
- 投资环境的变化对保险资金带来投资机会。首先, 长期债券的收益率上升, 有利于保险资金的配置。在目前的市场格局下, 对于保险资金来说, 投资机会增加。其次, 股市的上涨有利于保险公司权益性资产的投资收益上升。自 2008 年 12 月 31 号以来, 沪深 300 指数上涨了 62.5%, 股市的回暖增加了保险公司权益型资产的投资收益。
- 在业务转型的情况下, 保险公司的总保费收入虽然下降, 但一年期新业务价值提高, 在股市和债市投资机会增多的形势下, 保险公司的投资收益将会提高。因此对保险行业给予优于大市的投资评级。给予中国太保和中国平安谨慎推荐的投资评级, 给予中国人寿中性的投资评级。

# 优于大势

维持评级

2009 年 6 月 15 日

走势图



重要公司

评级

|      |      |
|------|------|
| 中国平安 | 谨慎推荐 |
| 中国太保 | 谨慎推荐 |
| 中国人寿 | 中性   |

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20  
(邮编 200002)

## 一、保费收入分析

### 1、行业保费收入总体状况

2009 年前 4 个月，全国寿险总保费收入 3114.13 亿元，同比增长 7.5%，其中，个险新单同比增长 29.9%，银保新单同比增长 13.9%，个险新单期缴同比增长 30.1%，银保期缴同比增长 774.2%。银保期缴保费收入同比大幅度增长，导致首年年化保费增长速度高于总保费增长速度，保费质量同比提高。

但是从 2008 年上半年以来，全国寿险保费收入同比持续降低，主要是受投资环境恶劣的影响，投连险、万能险等投资型保单保费收入大幅度降低。另外，银保保费从趸缴转为期缴，银保总保费收入减少，也是造成总保费收入降低的一个原因。

表 1、全行业分渠道保费同比

|        | 个险新单  | 个险期缴  | 银保总保费 | 银保新单  | 银保期缴   | 首年年化保费 | 总保费   |
|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 200902 | 30.6% | 40.2% | 14.4% | -5.0% | 452.5% | 49.7%  | 13.8% |
| 200903 | 31.0% | 42.2% | 15.9% | 28.3% | 383.5% | 62.0%  | 9.5%  |
| 200904 | 29.9% | 30.1% | 16.0% | 13.9% | 774.2% | 37.4%  | 7.5%  |

资料来源：东北证券

表 2、2009 年各月全行业个险及银保业务期缴率

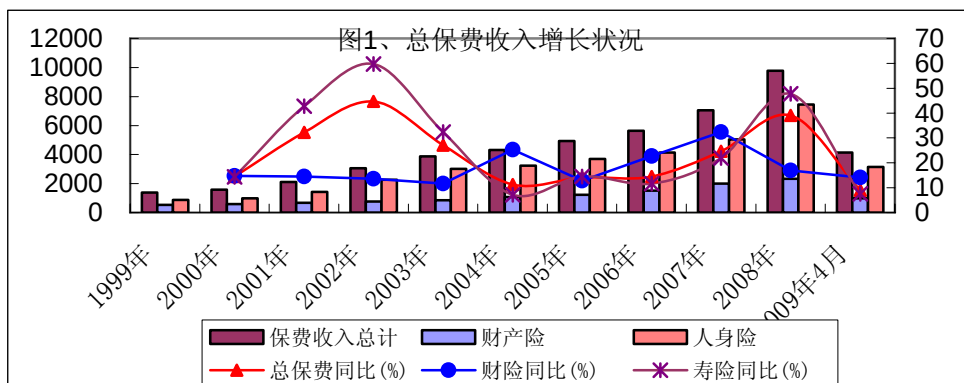
|     | 个险业务   |        | 银保业务   |        |
|-----|--------|--------|--------|--------|
|     | 2008 年 | 2009 年 | 2008 年 | 2009 年 |
| 1 月 | 88.9%  | 84.4%  | 2.4%   | 5.9%   |
| 2 月 | 82.9%  | 89.0%  | 2.1%   | 12.3%  |
| 3 月 | 76.0%  | 82.5%  | 3.0%   | 11.5%  |
| 4 月 | 76.5%  | 76.6%  | 3.2%   | 12.6%  |

资料来源：东北证券

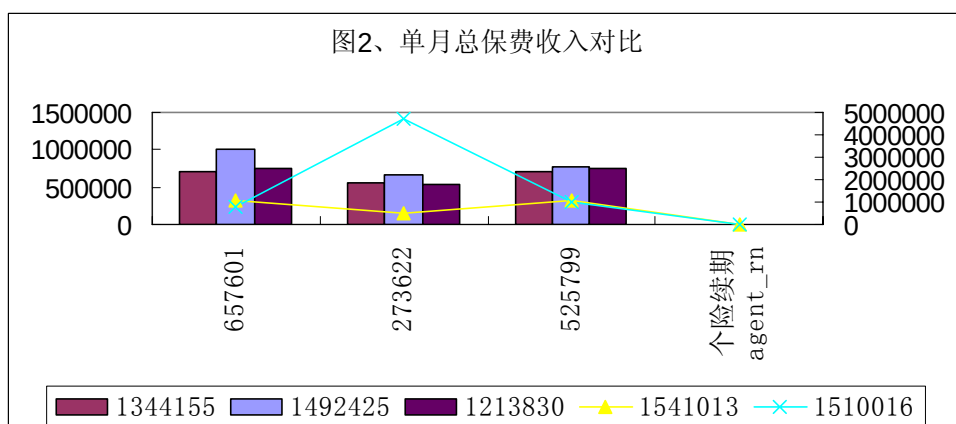
表 3、历年来全行业个险及银保业务期缴率

|            | 个险期缴率 | 银保期缴率 |
|------------|-------|-------|
| 2005 年     | 70.6% | 0.7%  |
| 2006 年     | 85.9% | 5.3%  |
| 2007 年     | 84.8% | 5.9%  |
| 2008 年     | 85.5% | 19.5% |
| 2009 年 4 月 | 76.6% | 12.6% |

资料来源：东北证券



资料来源：东北证券



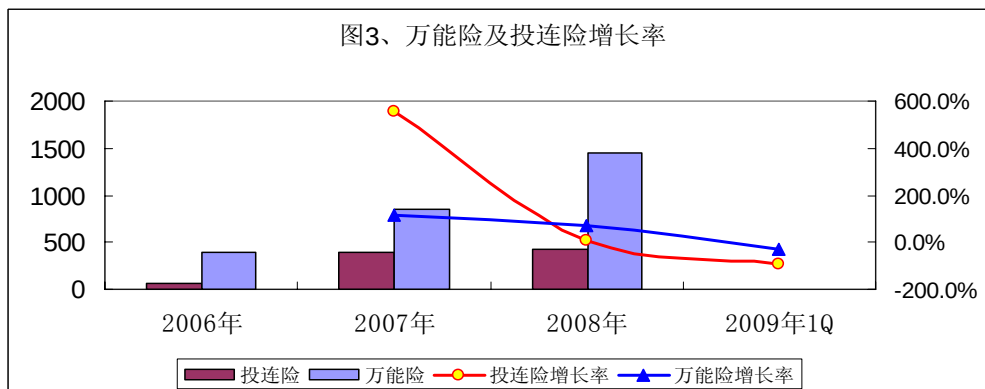
资料来源：东北证券

表 4、全国寿险总保费收入同比

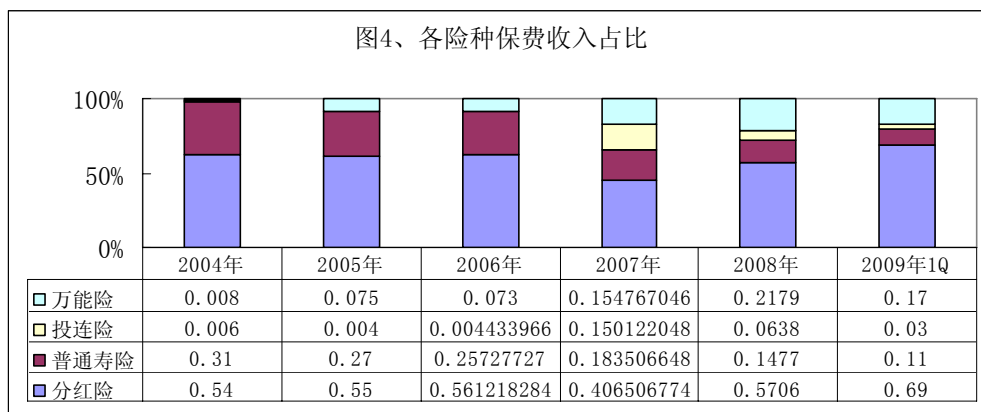
单位：万元

|        | 10 月       | 11 月       | 12 月       | 1 月       | 2 月        | 3 月      | 4 月        |
|--------|------------|------------|------------|-----------|------------|----------|------------|
| 2009 年 |            |            |            | 8,361,905 | 16,395,542 | 25254768 | 31,141,340 |
| 2008 年 | 64,142,653 | 68,445,340 | 73,007,678 | 7,628,386 | 14,412,524 | 23073763 | 28,964,568 |
| 2007 年 | 40,673,303 | 45,207,375 | 49,489,681 |           |            |          | 7.5%       |
| 同比     | 57.7%      | 51.4%      | 47.5%      | 9.6%      | 13.8%      | 9.5%     |            |

资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所

从三家上市保险公司来看，中国人寿和太平洋寿险从2008年上半年以来，保费收入无论是同比都是下降的，但中国平安保费收入却保持了稳定的增长。

表5、三家公司总保费同比及环比增长

|      |    | 2008年<br>10月 | 2008年<br>11月 | 2008年<br>12月 | 2009年<br>1月 | 2009年<br>2月 | 2009年<br>3月 |
|------|----|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 中国人寿 | 同比 | 55.69%       | 52.73%       | 50.34%       | 19.54%      | 12.59%      | 1.8%        |
|      | 环比 | -30.80%      | -1.52%       | -7.23%       | 147.35%     | -16.67%     |             |
| 平安人寿 | 同比 | 29.65%       | 28.07%       | 27.79%       | 23.02%      | 43.25%      | 43.4%       |
|      | 环比 | -11.62%      | 6.55%        | 19.91%       | 46.55%      | 5.22%       |             |
| 太保人寿 | 同比 | 46.32%       | 37.08%       | 30.39%       | -14.20%     | -14.53%     | -12.7%      |
|      | 环比 | -18.39%      | -11.51%      | -7.64%       | 101.66%     | -13.01%     |             |

资料来源：东北证券研究所

从产品结构上看，2008年下半年以来，由于投资收益大幅度下降的缘故，保险公司的投资型产品销量急剧收缩，而保障型产品销量提高。分红产品由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。2009年以来，分红险特别是银保渠道的分红险销量同比大幅度增长。

表6、个险渠道各险种保费增长

|     | 江苏     | 天津     | 广东     | 重庆     |
|-----|--------|--------|--------|--------|
| 传统险 | 1.3%   | 4.3%   | 0.4%   | -5.4%  |
| 分红险 | 15.3%  | 5.3%   | 18.9%  | 72.3%  |
| 万能险 | 7.4%   | -39.7% | 9.8%   | 7.2%   |
| 投连险 | -45.0% | -96.1% | -53.5% | -43.9% |

资料来源：东北证券研究所

表 7、银保渠道各险种保费增长

|      | 江苏     | 天津      | 广东     | 重庆     |
|------|--------|---------|--------|--------|
| 传统产品 | -6.8%  | -2.4%   | 67.2%  | 123.9% |
| 分红险  | 101.2% | 39.7%   | 65.8%  | 154.4% |
| 万能险  | -30.8% | -96.1%  | -33.1% | -78.7% |
| 投连险  | -86.1% | -100.0% | -92.6% | -97.4% |

资料来源：东北证券研究所

## 2、3 家保险公司保费收入状况

### (1) 中国人寿保费收入状况

2009 年前 4 个月，中国人寿实现总保费收入 1259.8 亿元，同比减少 1.58%，而 2008 年底总保费收入同比增长 50.33%。在投资型险种萎缩的情况下，总保费收入回落。

表 8、中国人寿分渠道保费收入

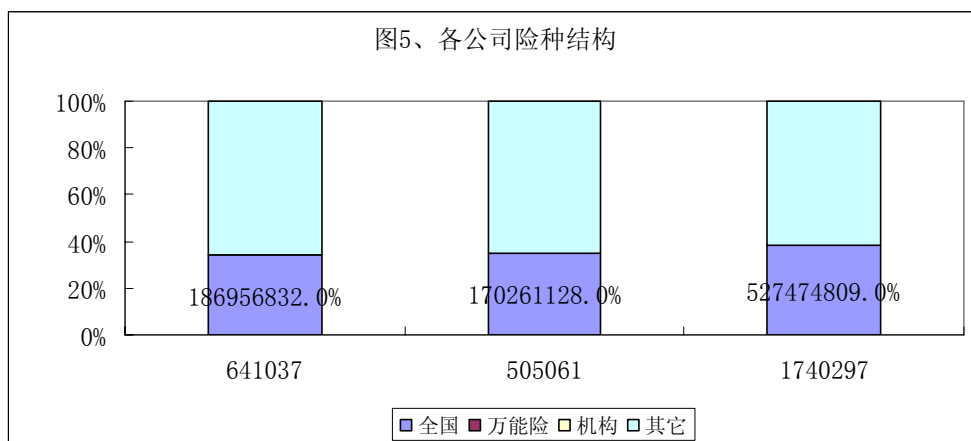
单位：亿元

|            | 总保费    | 个险保费   | 个险占比  | 银保保费    | 银保占比  |
|------------|--------|--------|-------|---------|-------|
| 2009 年 4 月 | 1259.9 | 566.6  | 45.0% | 693.3   | 55.0% |
| 2008 年 4 月 | 1280.1 | 510.1  | 39.8% | 770     | 60.2% |
| 同比增长       | -1.60% | 11.10% | 5.12% | -10.00% | -5.1% |

资料来源：东北证券研究所

分渠道看，2009 年前 4 个月，中国人寿个险新单保费收入为 566.6 亿元，同比增长 11.1%，对总保费收入的贡献度为 45%，增速同比增长 5.1 个百分点。2009 年前 4 个月，中国人寿银保新单保费收入为 693.3 亿元，同比减少 10%，对总保费收入的贡献度为 45%，同比减少 5 个百分点。

中国人寿的产品结构本来以分红产品为主，基数较高，在万能产品、投连产品保费收入大幅度下降的情况下，分红产品又不能大幅度增长，总体保费自然要下滑。分渠道来看，传统产品和分红产品主要在个险渠道销售，由于传统产品和分红产品同比保持稳定增长，从而个险渠道的保费收入是稳定增长的。万能投连等投资型产品主要在银保渠道销售，随着这些产品的销量下滑，银保渠道的保费收入同比降低，从而拖累了总保费收入的增加。另外，银保业务开始从趸缴向期缴转型，也是造成银保渠道保费收入下降的原因之一。



资料来源：东北证券研究所

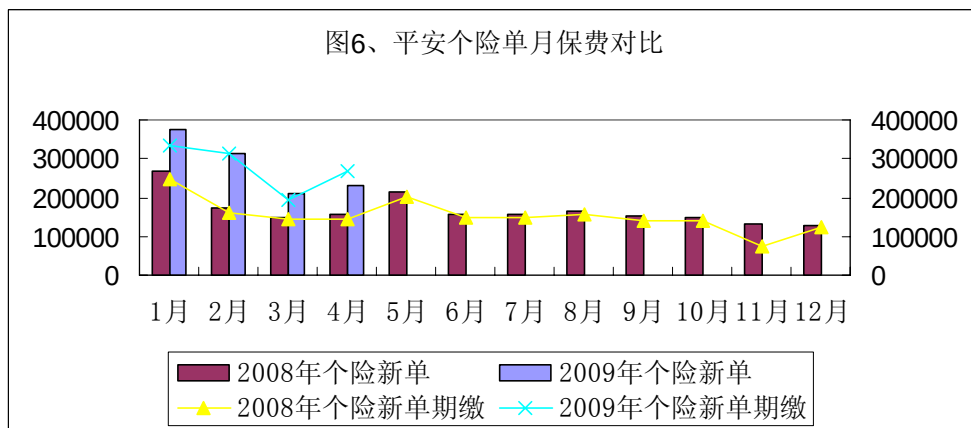
表 9、中国人寿各地区银保期缴业务对比

|    | 2009 年 | 2008 年 |
|----|--------|--------|
| 广州 | 3.7%   | 0.7%   |
| 江苏 | 3.8%   | 2.0%   |
| 辽宁 | 5.7%   | 1.5%   |
| 四川 | 11.3%  | 1.6%   |
| 重庆 | 12.8%  | 1.2%   |

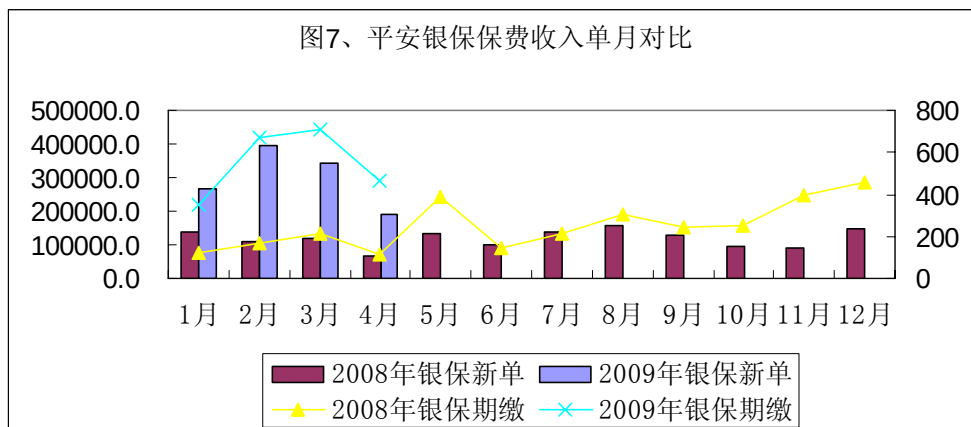
资料来源：东北证券研究所

## (2) 中国平安与中国太保保费收入状况

从中国平安的保费收入状况来看，2008 年下半年以来，总保费收入同比稳定增长，环比波动幅度不大。个险新单和银保新单保费收入都保持了一个稳定的增长速度。



资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所

从渠道上来说，中国平安保费收入主要以个险业务为主，个险代理人队伍规模庞大，并且人均产能高，期缴率高，因此，个险新单保费的稳定增长保证了中国平安的首年年化保费也保持了一个平稳的增长态势。

表 10、2009 年各月平安累计保费收入同比

|     | 个险新单<br>保费 | 个险期<br>缴 | 银邮总保<br>费 | 银保新单<br>保费 | 银保期缴<br>保费 | 首年年<br>化保费 | 总保费收<br>入 |
|-----|------------|----------|-----------|------------|------------|------------|-----------|
| 1 月 | 39.3%      | 35.5%    | 92.4%     | 93.4%      | 180.0%     | 39.0%      | 23.02%    |
| 2 月 | 56.6%      | 59.0%    | 166.8%    | 168.8%     | 246.8%     | 65.1%      | 43.25%    |
| 3 月 | 52.6%      | 51.7%    | 173.2%    | 175.0%     | 240.6%     | 59.5%      | 43.36%    |
| 4 月 | 51.5%      | 58.7%    | 174.4%    | 176.3%     | 251.7%     | 65.0%      | 42.88%    |

资料来源：东北证券研究所

中国平安银保总保费增长速度也较快，但银保保费收入主要来自于趸缴收入，银保期缴率比较低，所以银保保费的高增长对一年期新业务的贡献倒不大。

表 11、2009 年中国平安保费期缴率

|     | 个险     |        | 银保     |        |
|-----|--------|--------|--------|--------|
|     | 2009 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2008 年 |
| 1 月 | 89.2%  | 91.7%  | 0.13%  | 0.09%  |
| 2 月 | 94.0%  | 92.5%  | 0.15%  | 0.12%  |
| 3 月 | 93.3%  | 93.8%  | 0.17%  | 0.14%  |
| 4 月 | 98.0%  | 93.6%  | 0.18%  | 0.14%  |

资料来源：东北证券研究所

### （3）中国太保保费收入状况

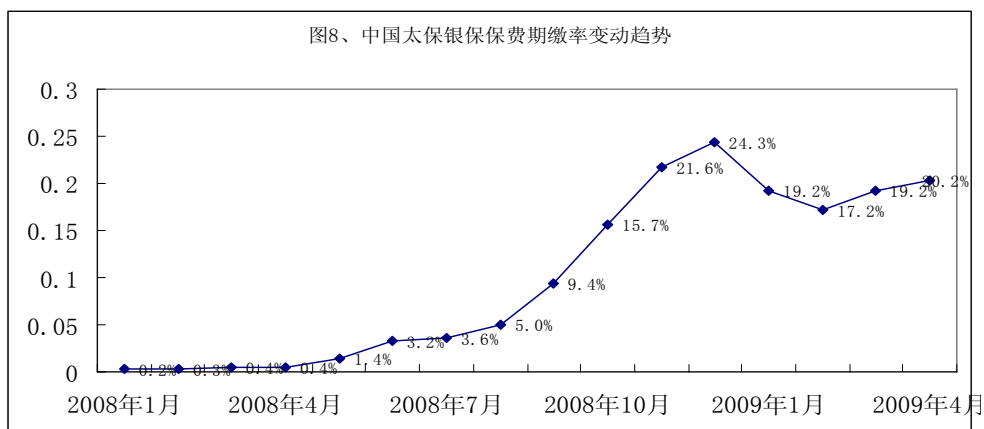
分渠道来看，中国太保银保新单保费各月同比下降，但银保期缴保费收入同比大幅增长，并且银保期缴保费增长是在银保新单和总保费收入下降的情况下产生的，因此，总保费虽下降，但银保渠道保单质量提高。

表 12、2009 年太保分渠道保费收入同比

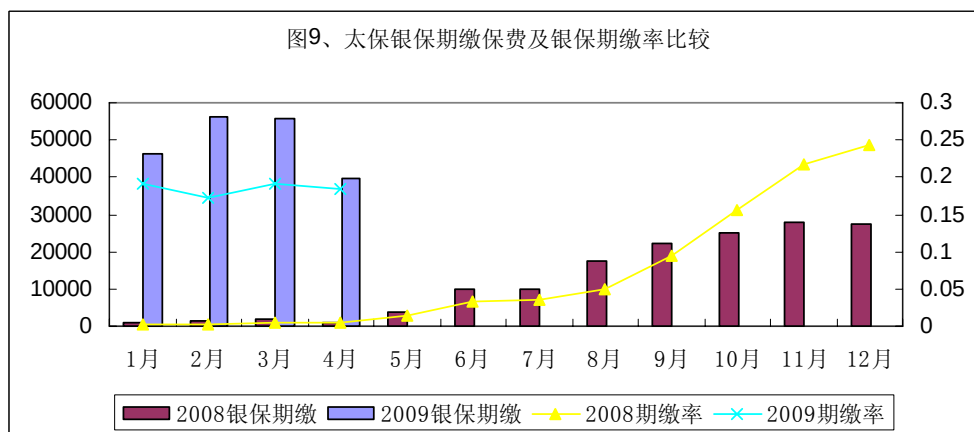
|     | 个险新单   | 个险期缴   | 银保新单   | 银保期缴    | 总保费收入   | 首年年化保费 |
|-----|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 1 月 | -25.3% | -15.6% | -34.3% | 5269.7% | -14.20% | 9.09%  |
| 2 月 | -11.2% | 0.3%   | -32.7% | 4552.7% | -14.53% | 25.8%  |
| 3 月 | 3.7%   | 14.5%  | -32.4% | 3788.7% | -12.72% | 38.0%  |
| 4 月 | 14.5%  | 25.5%  | -31.5% | 3732.4% | -10.70% | 46.2%  |

资料来源：东北证券研究所

从 2008 年 9 月份以来，公司加强了银保期缴业务的管理，银保业务期缴率提高速度较快，由于去年同期基数较低，2009 年 1—4 月份，银保期缴保费收入同比增长幅度接近 40 倍。因为银保期缴率是从 2008 年 9 月份开始提高的，预计这种高速增长的趋势，在 2009 年 9 月份前将会继续保持。



资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所

从 2008 年下半年以来，大部分寿险公司都提高了银保渠道保费的期缴率水平，银保期缴保费收入同比提高。但从太保与全行业的对比情况看，太保的银保期缴保



费收入增速高于全行业平均水平，特别是自 2009 年以来，在银保新单保费收入下降的情况下，由于期缴率的提高，银保期缴保费收入增速同比大幅度提高。

表 13、太保银保期缴保费增长率与全行业比较

|      |            | 个险新单  | 个险期缴  | 银保新单   | 银保期缴    |
|------|------------|-------|-------|--------|---------|
| 中国太保 | 2006 年     | 2.0%  | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%    |
|      | 2007 年     | 63.0% | 53.7% | 57.5%  | -18.7%  |
|      | 2008 年     | -4.8% | -4.2% | 64.0%  | 1007.3% |
|      | 2009 年 4 月 | 14.5% | 25.5% | -31.5% | 3732.4% |
| 全行业  | 2006 年     | 4.9%  | 27.8% | 973.5% | 729.8%  |
|      | 2007 年     | 34.6% | 32.8% | 49.2%  | 49.7%   |
|      | 2008 年     | 15.2% | 16.2% | 113.9% | 278.1%  |
|      | 2009 年 4 月 | 29.9% | 30.1% | 13.9%  | 650.9%  |

资料来源：东北证券研究所

从与中国平安的对比来看，由于中国太保的银保期缴率较高，因此，太保的首年年化保费提高的速度较快。从中国人寿局部地区的情况看，银保期缴率也有所提高，但总体低于太保的增长幅度，因此，首年年化保费增长速度要比太保低。由于太保的银保期缴率是从 2008 年 9 月份开始的，因此，2009 年银保期缴率同比提高幅度较大，相应地，银保期缴保费提高幅度也较大。

表 14、中国平安与中国太保保费质量对比

|             | 中国平安  |       | 中国太保  |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 个险期缴率 | 银保期缴率 | 个险期缴  | 银保期缴  |
| 2008 年 9 月  | 95.2% | 0.2%  | 93.1% | 9.4%  |
| 2008 年 10 月 | 92.4% | 0.2%  | 93.2% | 15.7% |
| 2008 年 11 月 | 94.6% | 0.3%  | 90.0% | 21.6% |
| 2008 年 12 月 | 54.7% | 0.4%  | 77.9% | 24.3% |
| 2009 年 1 月  | 96.2% | 0.3%  | 90.1% | 20.2% |
| 2009 年 2 月  | 89.2% | 0.1%  | 89.0% | 21.8% |
| 2009 年 3 月  | 93.3% | 0.2%  | 89.4% | 18.4% |
| 2009 年 4 月  | 98.0% | 0.18% | 89.9% | 18.8% |

资料来源：东北证券研究所

表 15、中国人寿各地区银保期缴业务对比

|    | 2009 年 4 月 | 2008 年 4 月 |
|----|------------|------------|
| 广州 | 3.7%       | 0.7%       |
| 江苏 | 3.8%       | 2.0%       |
| 辽宁 | 5.7%       | 1.5%       |
| 四川 | 11.3%      | 1.6%       |
| 重庆 | 12.8%      | 1.2%       |

资料来源：东北证券研究所

表 16、2005 年以来个险及银保期缴率比较

|            | 个险    |       |       | 银保   |       |      |
|------------|-------|-------|-------|------|-------|------|
|            | 平安    | 太保    | 中国人寿  | 平安   | 太保    | 中国人寿 |
| 2005 年     | 99.7% | 0.0%  | 67.2% | 0    | 0     | 0    |
| 2006 年     | 92.6% | 83.0% | 87.9% | 1.1% | 1.3%  | 2.7% |
| 2007 年     | 99.8% | 78.3% | 91.8% | 0.0% | 0.7%  | 3.3% |
| 2008 年     | 91.4% | 78.7% | 88.7% | 0.2% | 4.4%  | 3.3% |
| 2009 年 4 月 | 98.0% | 89.9% |       | 0.2% | 18.8% |      |

资料来源：东北证券研究所

中国平安和中国太保首年年化保费都出现了较大幅度的增长,但中国太保是在总保费下滑的情况下出现的首年年化保费增长,说明保费增长质量更高。

表 17、2009 年 1—4 月中国平安与中国太保对比

|     | 中国平安   |        | 中国太保    |        |
|-----|--------|--------|---------|--------|
|     | 总保费收入  | 首年年化保费 | 总保费收入   | 首年年化保费 |
| 1 月 | 23.02% | 39.00% | -14.20% | 9.09%  |
| 2 月 | 43.25% | 65.10% | -14.53% | 25.80% |
| 3 月 | 43.36% | 59.50% | -12.72% | 38.00% |
| 4 月 | 42.88% | 65.00% | -10.70% | 46.20% |

资料来源：东北证券研究所

### 3、分产品保费收入

从三家公司的产品结构来看,中国人寿以分红险为主,中国平安以万能型为主,中国太保万能分红兼顾但倾向于分红险。在保险公司投资收益下降的情况下,万能、投连等投资型险种销售困难,以保障为主的分红险成了推动保费增长的主力。

中国人寿的产品结构主要以分红险为主,万能险和投连险等投资型的险种占比比较低。在投资收益降低,投资型险种难以销售的情况下,分红险的保费收入仍然保持稳定增长。但公司险种本来就以分红险为主,基数较高,因此保费增长速度不显著,但随着万能险和投连险等投资型险种的销售困难,反而拉低了总保费的增长速度。

表 18、中国人寿各地区保费收入状况

| 地区 | 渠道 | 险种   | 2008.9 | 2008.10 | 2008.11 | 2008.12 | 2009.1-2 | 2009.3 |
|----|----|------|--------|---------|---------|---------|----------|--------|
| 广东 | 个险 | 普通产品 | -7%    | -4%     | -1%     | -2%     | 1%       | -0.6%  |
|    |    | 分红产品 | 0%     | 24%     | -3%     | 0%      | 23%      | -8.8%  |
|    |    | 万能产品 |        |         |         | -100%   |          |        |
|    | 银保 | 普通产品 | -100%  |         |         |         |          |        |
|    |    | 分红产品 | 64%    | 4%      | 14%     | 25%     | 29%      | -9.7%  |
|    |    | 万能产品 | -64%   | -72%    | -78%    | -88%    | -84%     |        |
| 重庆 | 个险 | 普通产品 | -2.3%  | 9.33%   | 8.94%   | 8.46%   | 4.91%    | 4.9%   |
|    |    | 分红保险 | 13.7%  | 38.4%   | 37.2%   | 37.5%   | 98.5%    | 98.6%  |
|    |    | 万能寿险 |        | 118.9%  | 118.2%  | 117.7%  | -6.8%    | -6.9%  |

|    |    |      |         |         |         |         |         |         |
|----|----|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|    | 银保 | 普通产品 | 62.2%   |         | -       | 22%     | 13.96   | 14.0%   |
|    |    | 分红保险 | 112.0%  | 156.2%  | 154.9%  | 153.1%  | 83.5%   | 83.5%   |
|    |    | 万能寿险 |         |         |         |         | -62.42  | -62.4%  |
| 辽宁 | 个险 | 普通寿险 | -18.9%  | -5.3%   | -0.7%   | 13.2%   | -7.9%   | -7.70%  |
|    |    | 分红寿险 | 17.1%   | -3.7%   | -0.8%   | 44.2%   | 17.5%   | 42.48%  |
|    |    | 万能寿险 |         |         |         |         |         |         |
|    | 银保 | 普通寿险 |         |         |         |         |         |         |
|    |    | 分红寿险 | 209.7%  | 124.6%  | 46.3%   | 17.2%   | 6.7%    | -19.41% |
|    |    | 万能寿险 |         |         |         |         |         |         |
| 天津 | 个险 | 普通产品 | 2.42%   | 18.72%  | 15.32%  | 2.30%   | 3.10%   |         |
|    |    | 分红产品 | 107.31% | 63.32%  | 10.68%  | 67.20%  | 53.30%  |         |
|    |    | 万能产品 | 44.49%  | -95.84% | -96.28% | -99.10% | -89.70% |         |

资料来源：东北证券研究所

从产品结构上来说，中国平安保费收入的增长主要来自于分红产品和万能产品。从我们对各地的调研情况看，个险渠道的分红和万能产品以及银保渠道的分红和万能产品同比都出现了较大幅度的增长。而普通寿险和投连产品保费收入则出现了下降。分红产品由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。中国平安万能产品保费收入增速高，主要是采取了高于同业的结算利率的缘故。从横向比较上来看，中国平安的个人银保万能产品一直采取高于同业其它公司一个百分点的结算利率，这样的利率也高于同期市场上银行理财产品的收益率以及其它投资品种的收益率。此种战略尽管保证了保费收入的稳定增长，但是以牺牲利润和效率为前提的。在投资环境不好的情况下，以高成本获取保费，并且负债规模增长速度高于资产规模增长速度，无疑给未来的未来的偿付能力增添了压力。

表 19、平安寿险各地区分产品保费收入同比

| 地区 | 渠道 | 险种   | 2008.10       | 2008.11       | 2008.12       | 2009.1-2       | 2009.3         |
|----|----|------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 广东 | 个险 | 普通产品 | -5.0%         | -5.1%         | -4.0%         | -2.7%          | -3.0%          |
|    |    | 分红产品 | 19.6%         | 13.2%         | 37.0%         | 49.8%          | 44.4%          |
|    |    | 投连产品 | 120.7%        | 24.9%         | 10.8%         | -11.2%         | 3.4%           |
|    |    | 万能产品 | 68.5%         | 46.0%         | 55.8%         | 74.5%          | 88.1%          |
|    | 银保 | 普通产品 | 3.7%          | 1.7%          | -6.4%         | -36.3%         | -31.7%         |
|    |    | 分红产品 | <b>143.3%</b> | <b>131.4%</b> | <b>894.2%</b> | <b>2523.6%</b> | <b>1468.8%</b> |
|    |    | 投连产品 | -93.9%        | -91.9%        | -94.0%        | -98.7%         | -95.1%         |
|    |    | 万能产品 | 787.1%        | 500.3%        | 1258.0%       | 487.4%         | 289.1%         |
| 江苏 | 个险 | 普通产品 | -3.6%         | -2.7%         | -3.8%         | -1.7%          | -3.1%          |
|    |    | 分红产品 | 28.1%         | 32.2%         | 21.7%         | 29.1%          | 39.3%          |
|    |    | 投连产品 | -11.4%        | -10.6%        | -10.7%        | -32.6%         | -39.0%         |
|    |    | 万能产品 | 46.0%         | 33.8%         | 40.3%         | 63.0%          | 72.0%          |
|    | 银保 | 普通产品 |               |               | 98.4%         | -97.3%         | -90.3%         |

|    |    |      |        |        |         |          |         |
|----|----|------|--------|--------|---------|----------|---------|
|    |    | 分红产品 | 327.6% | 297.0% | 300.1%  | 273.1%   | 312.0%  |
|    |    | 投连产品 |        |        |         | -91.9%   | -98.1%  |
|    |    | 万能产品 | 41.3%  | 45.6%  | 51.6%   | 403.7%   | 457.1%  |
| 辽宁 | 个险 | 普通产品 |        | -9%    | 5%      | 16.38%   | 10%     |
|    |    | 分红产品 |        | 4%     | 17%     | 48.02%   | 40%     |
|    |    | 投连产品 |        | -11%   | 5%      | 16.64%   | -3%     |
|    |    | 万能产品 |        | 40%    | 46%     | 93.32%   | 63%     |
|    | 银保 | 普通产品 |        | 0%     |         |          |         |
|    |    | 分红产品 |        | 39%    |         |          |         |
|    |    | 投连产品 |        |        |         |          |         |
|    |    | 万能产品 |        |        |         |          |         |
| 重庆 | 个险 | 普通产品 |        |        | -7.8%   | -7.0%    | -5.2%   |
|    |    | 分红产品 |        |        | 27.9%   | 54.4%    | 26.1%   |
|    |    | 投连产品 |        |        | 114.5%  | -44.5%   | -28.4%  |
|    |    | 万能产品 |        |        | 60.1%   | 99.5%    | 91.6%   |
|    | 银保 | 普通产品 |        |        | 1161.3% | -457.8%  | 2960.0% |
|    |    | 分红产品 |        |        | 1442.4% | 12748.1% | 9487.3% |
|    |    | 投连产品 |        |        | 141.8%  | -60.3%   | -38.5%  |
|    |    | 万能产品 |        |        | 128.0%  | 213.2%   | 353.5%  |

资料来源：东北证券研究所

表 20、万能险结算利率与银行理财产品收益率比较

|             | 银行理财产品 | 平安个险  | 平安银保  | 国寿瑞安  | 泰康卓越  | 太平洋金诚利 | 利率    |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 2009 年 5 月  |        | 4.75% | 4%    | 3.85% | 4.05% | 3.85%  |       |
| 2009 年 4 月  |        | 4.75% | 4.25% | 3.85% | 4.35% | 3.85%  | 2.52% |
| 2009 年 3 月  | 5.1%   | 4.75% | 4.25% | 3.85% | 4.35% | 3.85%  | 2.52% |
| 2009 年 2 月  | 4.8%   | 5.00% | 4.70% | 3.85% | 4.35% | 3.85%  |       |
| 2009 年 1 月  | 4.7%   | 5.25% | 5.25% | 3.85% | 4.35% | 3.85%  |       |
| 2008 年 12 月 | 5.0%   | 5.25% | 5.25% | 4.05% | 4.35% | 4.05%  |       |
| 2008 年 11 月 | 5.2%   | 5.25% | 5.25% | 4.05% | 4.5%  | 4.05%  | 2.52% |
| 2008 年 10 月 | 5.3%   | 5.25% | 5.25% | 4.05% | 5.25% | 4.2%   | 3.87% |
| 2008 年 9 月  | 5.3%   | 5.5%  | 5.25% | 4.05% | 5.25% | 4.5%   |       |
| 2008 年 8 月  | 5.4%   | 5.75% | 5.5%  | 4.05% | 5.5%  | 4.8%   |       |
| 2008 年 7 月  | 5.5%   | 5.75% | 6%    | 4.5%  | 5.80% | 5.0%   |       |
| 2008 年 6 月  | 4.8%   | 5.75% | 6%    | 4.5%  | 5.80% | 5.0%   |       |
| 2008 年 5 月  | 4.6%   | 5.75% | 6%    | 5.00% | 5.80% | 5.0%   |       |
| 2008 年 4 月  | 5.4%   | 5.50% |       | 5.85% | 5.80% | 5.0%   |       |
| 2008 年 3 月  | 5.5%   | 5.50% |       | 6.05% | 5.80% | 5.0%   |       |
| 2008 年 2 月  | 9.6%   | 5.25% |       | 6.05% | 5.80% | 5.0%   |       |
| 2008 年 1 月  | 15.0%  | 5.25% |       | 5%    | 5.80% | 5.0%   | 4.14% |

资料来源：各公司网站

从产品结构上来看,过去中国太保的保费结构中万能险占比较高,在投资收益率下降的情况下,随着结算利率降低,万能险销售困难,为了改善保费收入下滑的局面,公司重点发展分红险。通过调研我们发现,各地分公司销售的产品,不论是个险渠道还是银行渠道,分红险保费收入大幅度增长,银行渠道的分红险保费收入增长更是如此。万能险向分红险的转换,提高了产品的边际利润率。分红险以保障为主,在保险公司投资收益下降,万能险结算利率大幅度下降的情况下,保障型的产品销售旺盛,有利于公司保费收入的稳定增长。

表 21、中国太保寿险各地区分产品保费收入同比

|    |    |             | 2008.10          | 2008.11         | 2008.12         | 2009.1-2        | 2009.3        |
|----|----|-------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| 广东 | 个险 | 普通产品        | -11.3%           | -6.7%           | -26.2%          | -2.9%           | -11.3%        |
|    |    | 分红产品        | 102.4%           | 112.8%          | 148.1%          | 29.9%           | 56.6%         |
|    |    | 万能产品        | -62.3%           | -68.9%          | -62.1%          | -68.1%          | -51.9%        |
|    | 银保 | 普通产品        | 479.3%           | 22.8%           | 155.3%          | 27.5%           | 40.7%         |
|    |    | <b>分红产品</b> | <b>102397.7%</b> | <b>19213.7%</b> | <b>18301.2%</b> | <b>1360.7%</b>  | <b>583.6%</b> |
|    |    | 万能产品        | -100.0%          | -100.0%         | -99.5%          | -99.6%          | -99.6%        |
| 江苏 | 个险 | 普通产品        | -9.3%            | -12.6%          | 1.9%            | -11.4%          | -13.1%        |
|    |    | 分红产品        | 35.2%            | 40.0%           | 45.6%           | 57.9%           | 63.1%         |
|    |    | 万能产品        | -45.0%           | -61.3%          | -54.3%          | -56.4%          | -59.1%        |
|    | 银保 | 普通产品        | -20.0%           | -12.1%          | -22.8%          | 359.0%          | 456.0%        |
|    |    | <b>分红产品</b> | <b>137.3%</b>    | <b>151.0%</b>   | <b>161.7%</b>   | <b>186.1%</b>   | <b>218.0%</b> |
|    |    | 万能产品        | -15.3%           | -3.3%           | -13.3%          | -99.2%          | -98.1%        |
| 辽宁 | 个险 | 普通产品        | -12.4%           | -8.0%           | 0.9%            | -7.5%           | -11.11%       |
|    |    | 分红产品        | 102.1%           | 97.6%           | 45.3%           | 48.1%           | 64.8%         |
|    |    | 万能产品        | -95.8%           | -95.7%          | -95.6%          | -74.8%          | -94.8%        |
|    | 银保 | 普通产品        | 10.8%            | 104.3%          | 293.3%          | -36.3%          | 1.13%         |
|    |    | <b>分红产品</b> | <b>5034.8%</b>   | <b>2528.8%</b>  | <b>288.3%</b>   | <b>389.9%</b>   | <b>299.0%</b> |
|    |    | 万能产品        | -100.0%          | -100.0%         | -100.0%         | -100.0%         | -100.0%       |
| 重庆 | 个险 | 普通产品        | 6.5%             | -63.4%          | -33.4%          | -63.4%          | -13.3%        |
|    |    | <b>分红产品</b> | <b>7105.3%</b>   | <b>7385.0%</b>  | <b>8049.0%</b>  | <b>7377.1%</b>  | <b>66.2%</b>  |
|    |    | 万能产品        | -29.0%           | -28.3%          | -32.7%          | -65.9%          | -60.4%        |
|    | 银保 | 普通产品        | 34.9%            | 28.6%           | 25.0%           | -96.8%          | -0.11%        |
|    |    | <b>分红产品</b> | <b>25294.3%</b>  | <b>26843.4%</b> | <b>28490.6%</b> | <b>47474.4%</b> | <b>220.1%</b> |
|    |    | 万能产品        | 49.5%            | 64.1%           | 23.9%           | -99.3%          | -99.5%        |

资料来源:东北证券研究所

#### 4、寿险总保费同比下降,一年新业务价值提高

分红险边际利润率高于万能险,随着银保渠道保费期缴率提高,首年年化保费也大幅度提高。一年期新业务价值是边际利润率与首年年化保费的乘积,在边际利润率和首年年化保费两个乘数因子都提高的情况下,一年期新业务价值呈几何级数增长。

从 2008 年 3 家公司的估值水平比较来看, 中国太保一年新业务价值增速较快。主要是由于公司从 2008 年 9 月份业务开始向银保期缴和分红险销售转型, 首年年化保费增速提高的缘故。

表 22、2008 年估值水平比较

|      | 内含价值   | 调整净资产  | 一年新业务价值 |
|------|--------|--------|---------|
| 太保   | -6.4%  | -14.6% | 21.1%   |
| 平安   | -18.3% | -26.2% | 18.8%   |
| 中国人寿 | -4.9%  | -18.1% | 15.6%   |

资料来源: 公司公告

从 2009 年的情况看, 尽管中国太保寿险的总保费是下降的, 但其一年期新业务价值却逆势上升, 提高了公司的估值。

表 23、3 家公司首年年化保费同比增长

单位: 万元

|      | 首年年化保费  |          |       | 总保费      |          |       |
|------|---------|----------|-------|----------|----------|-------|
|      | 2007 年  | 2008 年   | 同比    | 2007 年   | 2008 年   | 同比    |
| 平安   | 1988245 | 1600595  | 24.2% | 7917750  | 10117762 | 27.8% |
| 太保   | 1018441 | 789853.9 | 28.9% | 5068682  | 6609203  | 30.4% |
| 中国人寿 | 5005680 | 3774200  | 32.6% | 19661065 | 29559123 | 50.3% |

资料来源: 公司公告

## 二、投资环境分析

2009 年 1 月份以来, 随着股市的回升和债市的高位回落, 债市资金开始向股市回流, 股市和债市间的资金配置出现了一些变化, 保险公司的投资环境向好。

### (一) 债市资金出现净流出, 债券到期收益率上升

#### 1、基金、非银行金融机构等在债市的增量资金减少

从中国证券登记公司的数据来看, 2008 年 9 月份以来, 基金公司以及以信托、证券为主的非银行金融机构的在债市的增量资金出现了变化, 每月新增资金逐月递减, 陆续出现了净卖出现象。由于这些机构的投资领域都兼跨股市和债市, 债市投入资金减少, 这些机构的资金开始向股市回流。

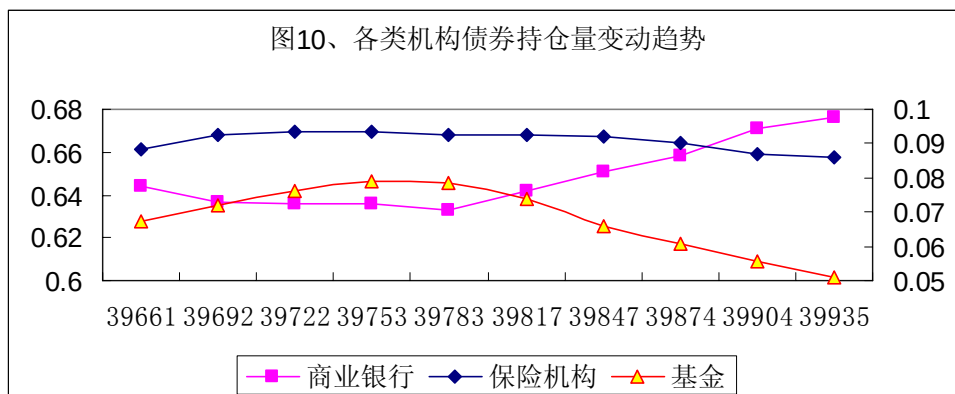
表 24、保险机构、基金、非银机构在债市的每月新增资金

| 单位: 亿元  | 2008 年 12 月 | 2009 年 1 月 | 2009 年 2 月 | 2009 年 3 月 | 2009 年 4 月 | 2009 年 5 月 |
|---------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 非银行金融机构 | -44.67      | -73.27     | -64.89     | -28.52     | -107.66    | 5.80       |
| 基金      | 34.77       | -878.02    | -1,127.12  | -700.2     | -639.98    | -579.05    |
| 保险机构    | -36.81      | -195.54    | 5.78       | -252.12    | -221.98    | 203.61     |

资料来源: 中国债券登记结算公司

## 2、债券到期收益率上升

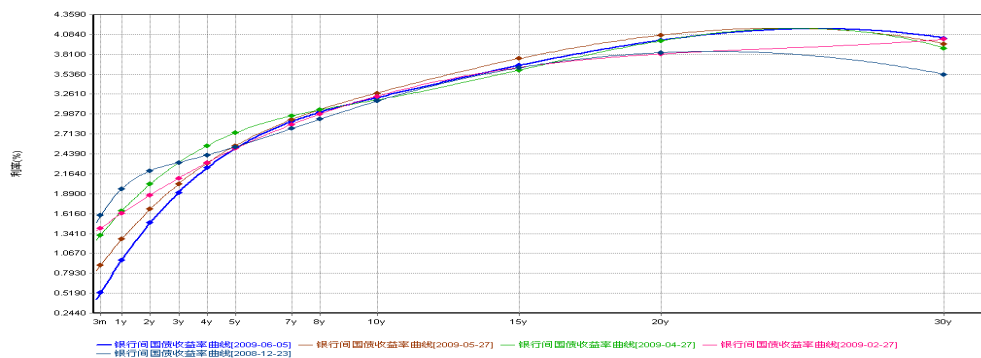
基金对债券市场的参与程度的变化造成收益率曲线陡峭程度变化。2008 年是债券型基金大规模发行的一年，同时由于股票市场连续下跌，大量股票型或者平衡型基金也足额配置债券。根据中央登记结算公司的统计，2009 年 1 月份，基金对债券的托管量达到 10900 亿元的规模，而同期保险机构和商业银行分别有 13700 亿元和 95400 亿元的规模。表面上看，保险机构和银行是债券投资的主力，但是由于它们主要是配置型投资，这近 10 万亿元的债券绝大多数是沉淀的，不交易的，因此对债券价格和走势影响较小。而基金的 1 万亿元全部是可交易品种。债券型基金的快进快出，造成债券价格剧烈波动。



资料来源：东北证券研究所

基金业作为整体，同时在债券和股票市场中寻找投资机会，资源大类配置方向对于基金的业绩表现极为重要。而债券的波动和盈利比例永远比股票小，因此当股票市场出现机会时，债券就会被迅速抛出。另外，股票和债券基金发行规模的变化也加剧了这种波动，随着股市转好和债券收益率处于低位，基金管理公司重点发行股票型基金，而基本停止了对债券基金的发行，这也会进一步推高股市。统计数据显示，2009 年以来，基金在债市的新增资金量一直是负增长，而基金公司的债券托管量占比一直也是下降的。

图 11、收益率曲线变动趋势

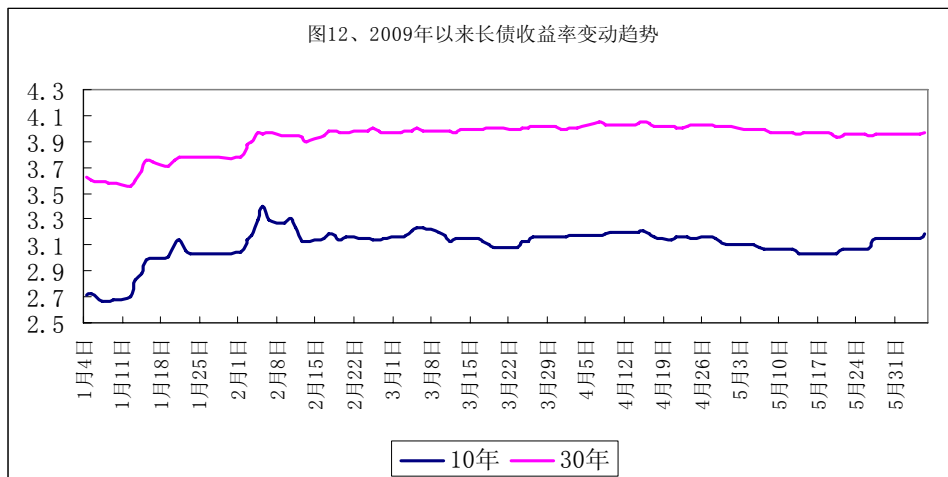


数据来源：Wind 资讯



从期限结构上讲，自 2008 年 9 月开始，短期债券收益率下跌幅度大于长期债券，短中长期的利差大幅度上升，长期债券收益率上升。

与年初相比，2009 年 6 月 1-30 年的国债收益率利差迅速拉大，1 年期国债与 10 年期国债相比，利差从 163 个基点扩大到 216 个基点。长债的收益率曲线开始上升，与年初相比，10 年期国债的收益率提高了 44 个基点，30 年期国债的收益率提高了 34 个基点。收益率的提高，吸引了保险资金的进入，2009 年 5 月份保险资金在债市的资金量是净流入的。

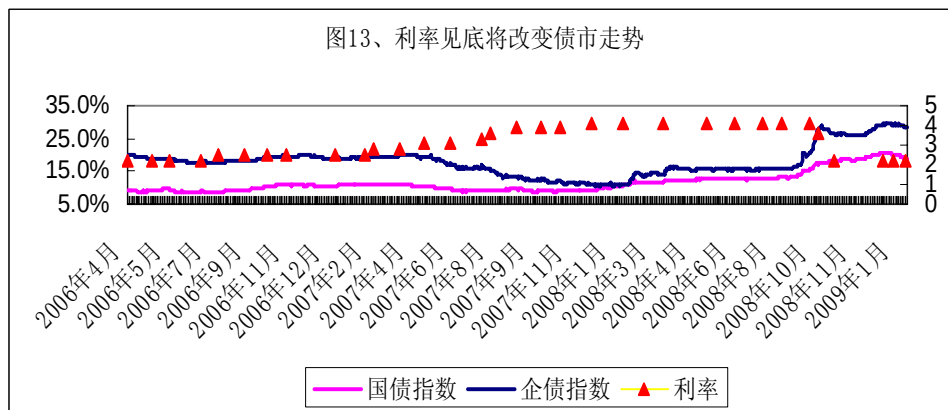


资料来源：WIND

### 3、降息预期减弱，债市走势见顶

利息走势与债券价格走势具有明显的负相关性。

随着政府一系列振兴经济的举措实施后，宏观经济开始出现回暖，最坏的时刻已经过去。在短期内大幅度降息的形势下，如今的利率水平已经很低。随着流动性的过度释放，长期来看，宏观经济面临着通胀压力，利率可能提前回升，债券将面临价格下跌的压力。随着降息周期的结束，以及通胀预期的增强，债市走势见顶回落，债券收益率逐渐上升。尤其是长债收益率上升速度较快。



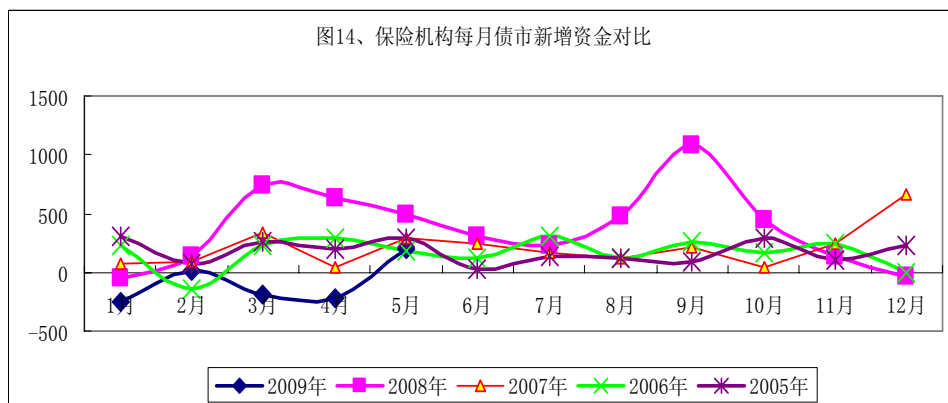
资料来源：东北证券研究所



## （二）投资环境的变化对保险资金带来投资机会

首先，长期债券的收益率上升，有利于保险资金的配置。在目前的市场格局下，对于保险资金来说，投资机会增加。

目前，基金的中长期债券仓位依然处于卖出过程中。而且，这个卖出的迫切程度与股票市场的反复上升密切相关。因此，中长期债券的收益率在未来依然有上升的可能。从数据统计上来看，保险资金的在债市的资金量已经出现了净流入。



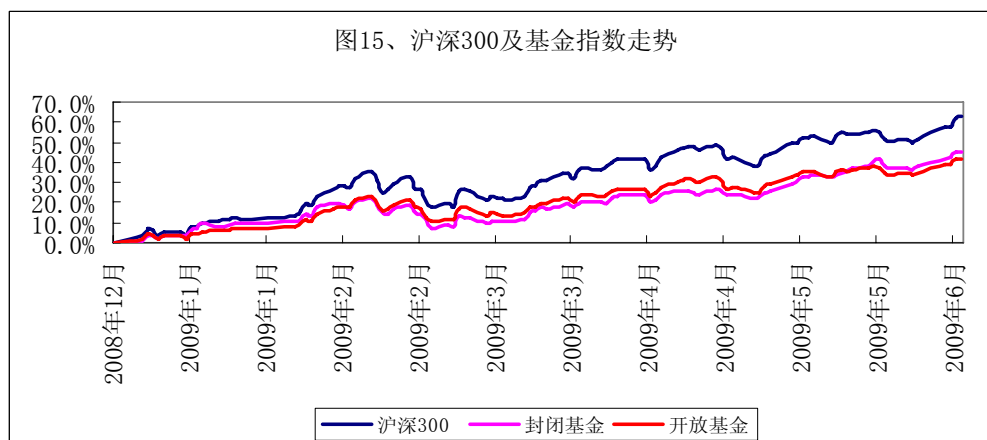
资料来源：东北证券研究所

表 25、基金、非银机构债券的净买入状况

| 单位：亿元       | 2008 年 12 月 | 2009 年 1 月 | 2009 年 2 月 | 2009 年 3 月 | 2009 年 4 月 | 2009 年 5 月 |
|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 非银行<br>金融机构 | -66.6       | -63        | -85.29     | -31.61     | -56.8      | 1.6        |
| 基金          | 42.9        | -661.7     | -893.1     | -286.5     | -383.4     | -396.0     |
| 保险机构        | -275.8      | -166.1     | -277.7     | -276.1     | -254.2     | -153.5     |

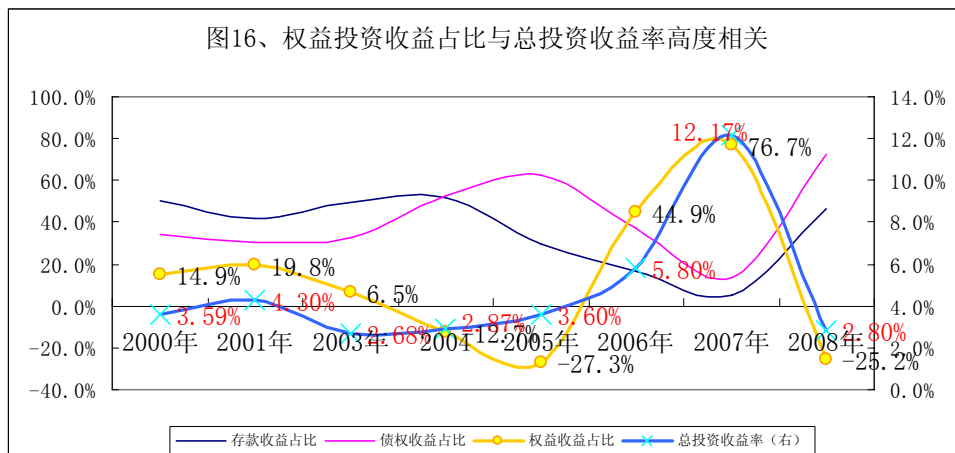
资料来源：中国债券登记结算公司

其次，股市的上涨有利于保险公司权益性资产的投资收益上升。自 2008 年 12 月 31 号以来，沪深 300 指数上涨了 62.5%，股市的回暖增加了保险公司权益型资产的投资收益。



资料来源：天相

随着权益投资比例的增加并占有较大份额,保险公司的总投资收益率受固定收益类资产的影响越来越小,而与权益类投资的投资收益率高度相关。因此,权益性投资收益的增加对保险公司投资收益的提高,影响立竿见影。



资料来源：东北证券研究所

### 三、保险行业投资建议

目前在经济形势恶劣的形势下,保险公司纷纷调整了经营策略,保费销售开始从投资型产品向保障型产品转换,收费方式开始从趸缴向期缴转型,尽管总保费收入增长速度不高,但保单的质量开始上升,有利于保险公司内含价值的增长。在保险公司转型中,以中国太保最为突出。

从投资环境上来说,未来货币政策进一步放松的取向使流动性供给正在进入上升过程。充足的流动性对证券市场的估值中枢起到较强的支持作用。在流动性释放的推动下,2009年的股市可能会有较好的表现,资金开始由债市向股市流入,由于资金的跷跷板效应,债券价格开始下跌,给保险资金的债券配置也带来更多机会。在股市和债市投资机会增多的形势下,保险公司的投资收益将会提高。因此对保险行业给予优于大市的投资评级。给予中国太保和中国平安谨慎推荐的投资评级,给予中国人寿中性的投资评级。

### 四、估值水平

#### 1、新业务倍数测算:

假设保险公司的保费收入按3阶段增长,第一阶段为前5年,保费收入的增长速度大约在10%至20%之间,第二阶段为第6—15年,保费收入的增长速度在7%—13%之间,永续增长阶段保费收入的增长速度为3%,假设风险贴现率为11.5%,根据三阶段模型,新业务倍数大约在20—41倍之间。

表 26、新业务倍数测算（单位：倍）

| 新业务倍数   |     | 第二阶段增长率 |      |      |      |      |      |      |      |      |
|---------|-----|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|         |     | 5%      | 7%   | 8%   | 9%   | 10%  | 11%  | 12%  | 13%  | 15%  |
| 第一阶段增长率 | 8%  | 17.2    | 19.3 | 20.5 | 21.8 | 23.2 | 24.7 | 26.3 | 28.0 | 31.8 |
|         | 10% | 18.4    | 20.7 | 22.0 | 23.4 | 24.8 | 26.4 | 28.2 | 30.0 | 34.1 |
|         | 11% | 19.0    | 21.4 | 22.7 | 24.2 | 25.7 | 27.4 | 29.1 | 31.1 | 35.3 |
|         | 13% | 20.3    | 22.9 | 24.3 | 25.8 | 27.5 | 29.3 | 31.2 | 33.2 | 37.8 |
|         | 15% | 21.7    | 24.4 | 26.0 | 27.6 | 29.4 | 31.3 | 33.3 | 35.5 | 40.5 |
|         | 18% | 23.9    | 26.9 | 28.6 | 30.4 | 32.4 | 34.5 | 36.8 | 39.2 | 44.7 |
|         | 19% | 24.7    | 27.8 | 29.5 | 31.4 | 33.4 | 35.6 | 38.0 | 40.5 | 46.2 |
|         | 20% | 25.4    | 28.7 | 30.5 | 32.4 | 34.5 | 36.8 | 39.2 | 41.8 | 47.7 |
|         | 22% | 27.1    | 30.5 | 32.4 | 34.5 | 36.8 | 39.2 | 41.8 | 44.6 | 50.8 |

## 2、中国人寿

在正常和乐观两种情形下，公司估值分别为 20.8 元和 25 元。截至 6 月 8 日，公司股价为 24.89 元，对应寿险隐含新业务倍数为 27 倍，维持“中性”投资评级。

表 27、中国人寿估值水平

|            | 正常估计                 | 乐观估计                         |
|------------|----------------------|------------------------------|
| （百万元）      | 精算报告假设、基于 2008 年末的估值 | 精算报告假设，提高新业务倍数，基于 2008 年末的估值 |
| 调整净资产价值    | 137816               | 137816                       |
| 有效业务价值     | 102271               | 102271                       |
| 内含价值       | 240087               | 240087                       |
| 股数         | 28264.7              | 28264.7                      |
| 每股内含价值（元）  | 8.5                  | 8.5                          |
| 每股新业务价值（元） | 0.49                 | 0.59                         |
| 新业务价值（元）   | 13.8                 | 16.5                         |
| 新业务倍数      | 25                   | 28                           |
| 评估价值（元）    | 20.8                 | 25.0                         |

## 3、中国平安

在正常和乐观两种情形下，公司估值分别为 53.2 元和 59 元。截至 6 月 5 日，公司股价 45.1 元，对应寿险隐含新业务倍数为 20 倍。维持“谨慎推荐”评级。

表 28、中国平安估值水平

| 百万元        | 正常(基于 2008 年, 不调整参数) | 乐观(基于 2008 年, 调高投资收益率到 5.5%) |
|------------|----------------------|------------------------------|
| 调整净资产价值    | 102826.9             | 102826.9                     |
| 有效业务价值     | 44444.6              | 57741.0                      |
| 内含价值       | 147271.5             | 160567.9                     |
| 每股内含价值（元）  | 20.1                 | 21.9                         |
| 股份数(百万股)   | 7345.1               | 7345.1                       |
| 新业务价值（元）   | 29.2                 | 31.8                         |
| 每股新业务价值（元） | 1.2                  | 1.3                          |

|         |      |      |
|---------|------|------|
| 新业务倍数   | 25   | 25   |
| 评估价值（元） | 49.2 | 53.7 |
| 银行（元）   | 0.6  | 1.1  |
| 证券（元）   | 1.9  | 2.3  |
| 财险（元）   | 0.7  | 0.7  |
| 其他（元）   | 0.8  | 1.2  |
| 估值（元）   | 53.2 | 59.0 |

#### 4、中国太保

在保守和正常两种情形下，公司估值分别为 25.01 元和 27.5 元。目前股价对应隐含新业务倍数为 15.7 倍，给予“谨慎推荐”评级。

表 29、中国太保估值水平

| 不同情景下估值<br>（百万元） | 正常情形                | 乐观情形                             |
|------------------|---------------------|----------------------------------|
|                  | 不改变假设，基于 2008 年末的估值 | 5.0%投资收益率、11.5%贴现率，基于 2008 年末的估值 |
| 调整净资产价值          | 45213.3             | 45213.3                          |
| 有效业务价值           | 24161.8             | 31712                            |
| 内含价值             | 69375.1             | 76926                            |
| 股份（百万股）          | 7700                | 7700                             |
| 每股内含价值（元）        | 9.01                | 10.0                             |
| 每股新业务价值（元）       | 0.6                 | 0.66                             |
| 新业务倍数            | 25                  | 25                               |
| 评估价值（元）          | 24.01               | 26.5                             |
| 财险（2.5 倍 P/B）    | 1                   | 1                                |
| 估值（元）            | 25.01               | 27.5                             |

### **投资评级说明:**

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益  $\pm 5\%$  之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

### **郑重声明:**

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

### **东北证券股份有限公司金融与产业研究所**

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209