

保险：消费属性替代资产属性

2010 年保险行业投资策略报告

保险

领先大市-A

上次评级

领先大市-A

报告日期

2009-12-16

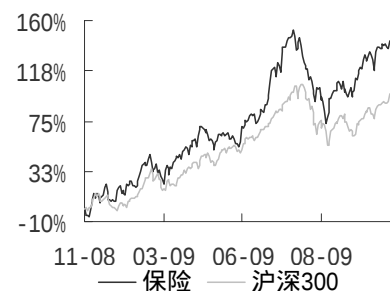
报告关键点：

- 今年以股补债 明年以债补股
- 资产属性减弱 消费属性加强
- 投资业务谨慎 承保业务乐观

报告摘要：

- 2009年，无论是债券利率还是股市都给保险公司的投资带来了惊喜。今年保险公司的增量债券投资收益率较年初上升了近150bp，但一直从2009年7月份开始，我们才看到保险公司持续加大债券投资。由于股市的强劲表现，保险公司的投资收益率得以较快恢复到正常水平，基本对冲了前期低利率的负面影响。**概括来讲，今年保险公司投资业务的基本格局是“以股补债”。**
- 我们判断明年保险公司投资业务的大体格局可能是以债补股，保险公司投资环境的环比改善进入了中后期。主要的理由是：1、根据我们债券部门的研究结论，债券收益率明年的上行空间大致在30-50bp，而今年保险公司新增债券收益率上行的幅度为150bp，应该说债券收益率的上行过程进入了中后期，但值得注意的是明年债券收益率从一开年就处在比较高的水平，保险公司新增资金受惠程度比2009年要大很多；2、根据我们策略部门的观点，明年上证指数的运行区间在2600-3600点，即使做一个更为乐观的估计明年股市的上行空间可能也就在20%左右，即使考虑到保险公司的平均仓位相对去年末有30%的提高，为保险公司带来的收益也和2009年有较大的差距。**因此，我们认为保险公司投资环境在今年的改善最为显著，而在明年投资环境的改善则进入了中后期，很可能会出现“以债补股”的局面。**
- 由于2007年保险股上市以来的市场都是大涨大跌的，因此从过去的经验保险股主要体现了资产属性，尤其体现了股票资产属性。但以资产属性来看保险股有其内在的矛盾，这个矛盾就是如果我们买的是一个高波动性的资产，那么理论上长期来看不应该给其高估值，或者应该是在市场喜欢的时候给予高估值，市场不喜欢的时候给予低估值，事实上如果和银行以及国外的保险机构相比，国内保险公司的估值总是处于较高的状态，因此市场似乎也把保险股当作成长股来看，这就和总是体现资产属性产生一定的矛盾。
- 我们认为明年保险公司的资产属性将会减退，消费属性将会加强，消费属性将替代资产属性，主要的原因是：1、明年股市的波动性或将暂时降低，在“今年以股补债，明年以债补股”的情况下，投资收益率将保持稳定；2、我们看好明年保费收入增长。**
- 看好保费收入快速增长的原因在于以下几点：1、在今年保费收入结构调整的背景下，明年保费收入增速会有自然恢复；2、上海税延型养老保险试点及在全国范围内的推广将会带动保费收入增长进入一个新的平台；3、保险消费向中西部地区和二线城市渗透的趋势已渐趋明朗。
- 基于目前的判断，我们对保险公司的投资业务持中性态度，对保险公司的承保业务持乐观态度，维持行业领先大市-A的投资评级。**由于上海税延型试点受惠最明显的是太保，并且由于太保在中西部地区的占比更高，将受益于中西部地区保险消费加速，因此我们保险股的首选仍然是中国太保。另外据媒体报道，平安有在个险渠道超越中国人寿的计划，我们也看好平安承保业务的发展。对于保险股的排序仍然为中国太保、中国平安和中国人寿。
- 如果明年股市继续出现大涨或大跌，那么保险股的资产属性将继续延续，必将仍然会呈现“牛市更牛 熊市更熊”的格局。如果股市波动性明显降低，并未大涨或大跌，但是保费收入增速并未如我们预期出现快速增长，那么我们对保险股的态度将会调整为中性。

12 个月行业表现



研究员

杨建海 ,CFA

高级行业分析师

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

前期研究成果

保险：三季度综述	2009-11-08
保险：趋势向好 估值安全	2009-10-14
保险：银行系公司值得重视	2009-09-14

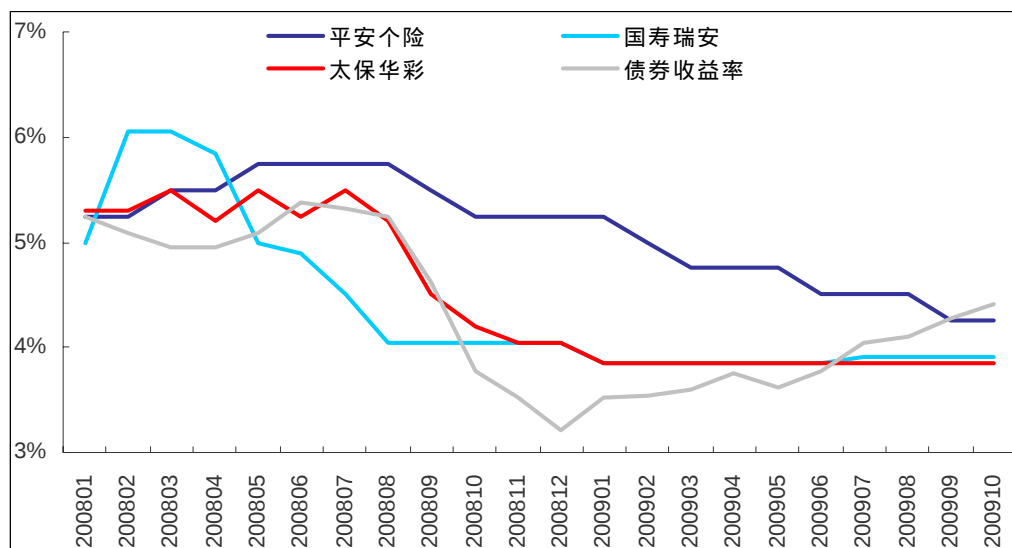
1. 投资环境的环比改善进入中后期

1.1. 今年以股补债

2009 年，无论是债券利率还是股市都给保险公司的投资带来了惊喜。去年年末，市场还在担心是否会长期处在低利率周期，今年保险公司的增量债券投资收益率却已较年初上升了近 150bp。在债券收益率不断上行的背景下，保险公司万能险的结算利率却不断下行，终于在今年 8 月份开始部分公司摆脱了“利差损”的局面，今年 9 月份开始三家上市公司的投资收益率均超过了结算利率。虽然债券收益率不断上行，但一直从 2009 年 7 月份开始，我们才看到保险公司持续加大债券投资（见图 2），也就是在从那时候开始债券收益率才上升至保险公司开始感兴趣的区间。

虽然我们在 2009 年的年度策略报告中认为股市会成为保险公司的投资亮点，对冲保险公司面临的低利率环境，从而像我们年度报告中所说的《一俊或可遮百丑》，但 2009 股市的表现也远远超出了我们当初的预期。由于股市的强劲表现，保险公司的投资收益率得以较快恢复到正常水平，基本对冲了前期低利率的负面影响。这一点我们可以从中国人寿每季度公布的投资收益率看出，今年 1 季度就恢复到 4.22% 的投资收益率，明显高于去年的 3.46%，到今年中期投资收益率已经上升至 6.63% 的水平。概括来讲，今年保险公司投资业务的基本格局是“以股补债”。

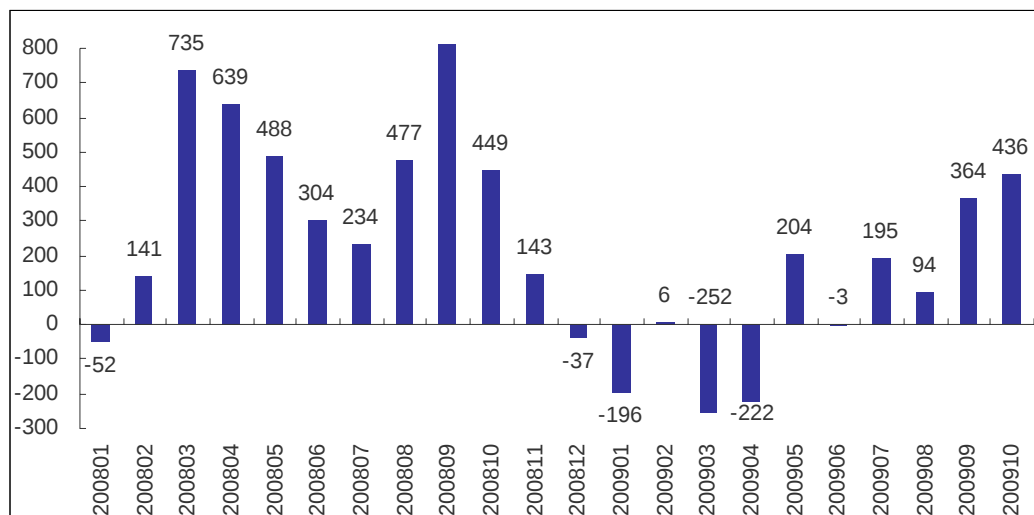
图 1 增量债券收益率全面超过结算利率



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

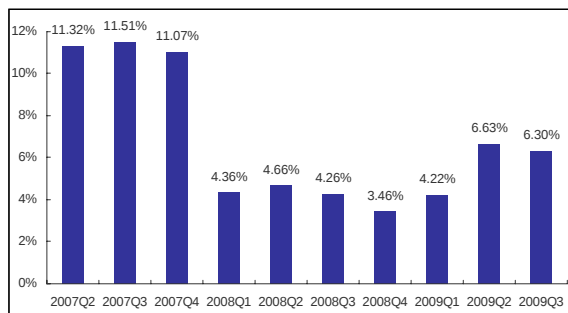
注：增量债券收益率按照不同期限的不同券种加权得到。

图 2 保险公司债券托管量的月度变化额（亿元）



数据来源：中国债券信息网，安信证券研究中心

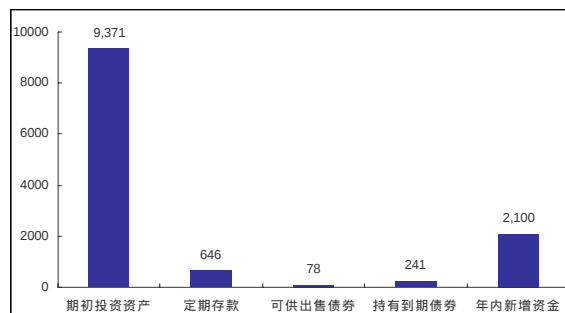
图 3 中国人寿季度投资收益率



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

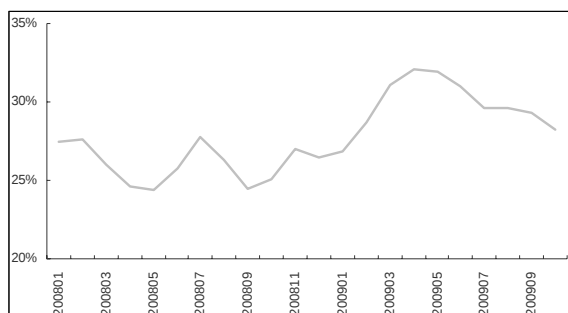
注：图中投资收益率是年初到每个时期的累积投资收益率。

图 4 2009 年中国人寿资产配置需求



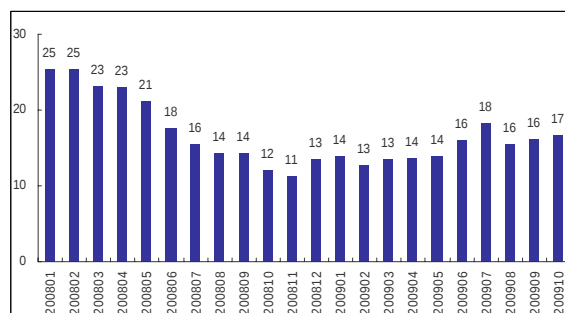
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 5 银行存款在投资资产中占比有所下降



数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 6 权益类资产仓位测算



数据来源：保监会，债券信息网，安信证券研究中心

1.2. 明年以债补股

我们判断明年保险公司投资业务的大体格局可能是以债补股，保险公司投资环境的环比改善进入了中后期。主要的理由是：1、根据我们债券部门的研究结论，债券收益率明年的上行空间大致在 30-50bp，而今年保险公司新增债券收益率上行的幅度为 150bp，应该说债券收益率的上行过程进入了中后期，但值得注意的是明年债券收益率从一开年就处在比较高的水平，保险公司新增资金受惠程度比 2009 年要大很多；2、根据我们策略部门的观点，明年上证指数的运行区间在 2600-3600 点，即使做一个更为乐观的估计明年股市的上行空间可能也就在 20%左右，和今年的股市涨幅相比

有较大差距，即使考虑到保险公司的平均仓位相对去年末有 30% 的提高（即从 13% 提高到 17%），为保险公司带来的收益也和 2009 年有较大的差距。因此，我们认为保险公司投资环境在今天的改善最为显著，而在明年投资环境的改善则进入了中后期，很可能会出现“以债补股”的局面，当然我们并不是说股市的绝对贡献是负面的，而是说从贡献的占比看是有明显下降的。

2. 消费属性替代资产属性

2.1. 2007 年以来保险股主要体现资产属性

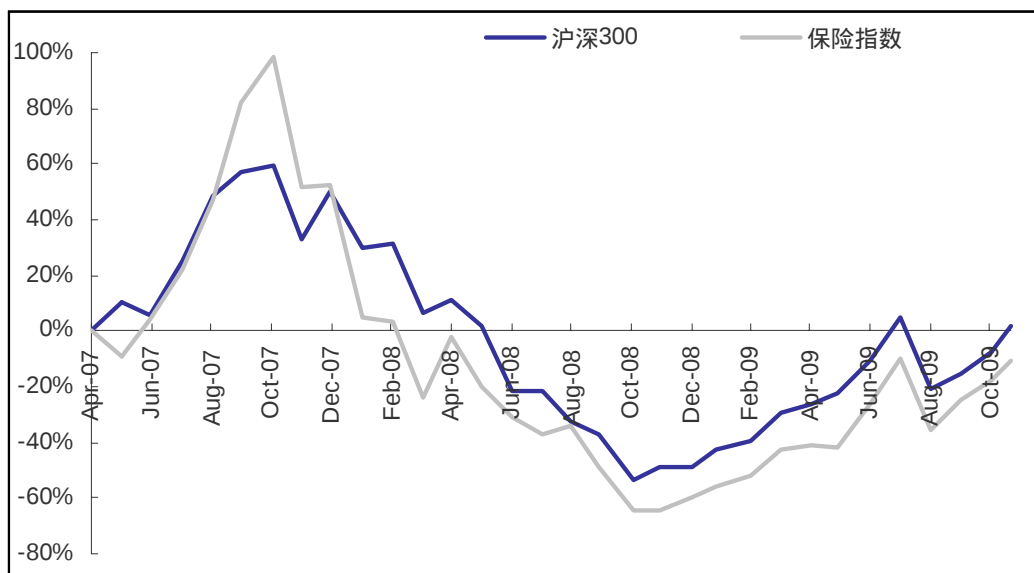
由于 2007 年保险股上市以来的市场都是大涨大跌的，因此从过去的经验我们观察到保险股主要体现了资产属性，尤其体现了股票资产属性。

从 2007 年 4 月份开始，保险指数在市场上涨期间明显跑赢了大盘，而在市场下跌期间跌幅也远远大于市场，而在今年市场再次上涨的情况下也是如此。今年沪深 300 上涨幅度为 100%（截至 2009 年 11 月 25 日），而同期保险指数上涨幅度为 120%，弹性较 2007 年有明显下降，但依然呈现所谓的“牛市更牛 熊市更熊”的格局。

在此期间，保险指数和各家保险公司的业务发展速度则显得相关度不是很高，例如 2007 年中国人寿新业务价值增速明显低于 2006 年，但并未因此影响中国人寿的股价表现，而 2008 年中国人寿新业务价值增速比 2007 年更快，但并未能阻止股价的大幅下挫。因此更印证了我们上面所说的，保险股主要体现了资产属性的说法。

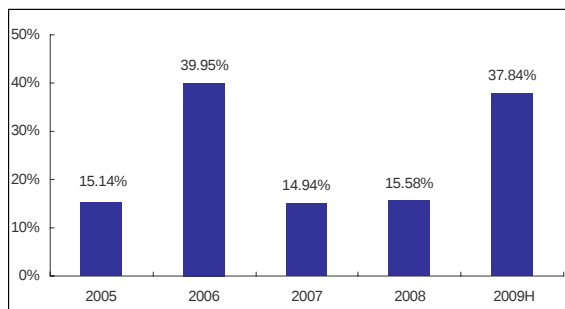
但以资产属性来看保险股有其内在的矛盾，这个矛盾就是如果我们买的是一个高波动性的资产，那么理论上长期来看不应该给其高估值，或者应该是在市场喜欢的时候给予高估值，市场不喜欢的时候给予低估值，事实上如果和银行以及国外的保险机构相比，国内保险公司的估值总是处于较高的状态，因此市场似乎也把保险股当作成长股来看，这就和总是体现资产属性产生一定的矛盾。

图 7 2007 年以来保险股主要体现了资产属性



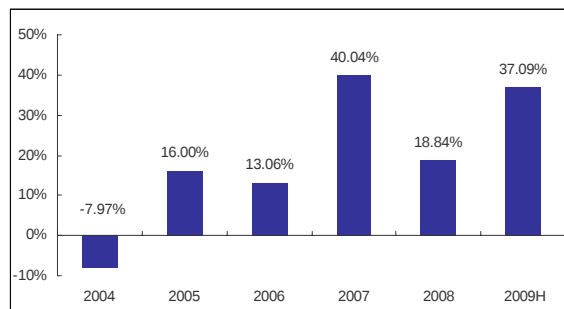
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 8 中国人寿 NBV 同比增速



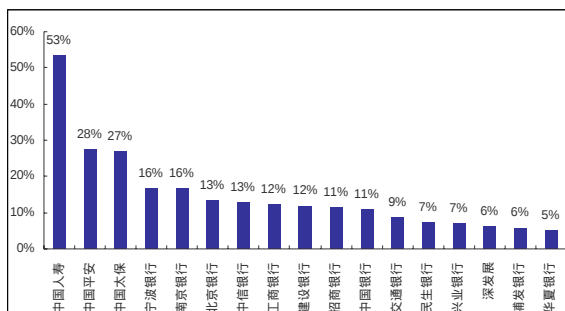
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 9 平安人寿 NBV 同比增速



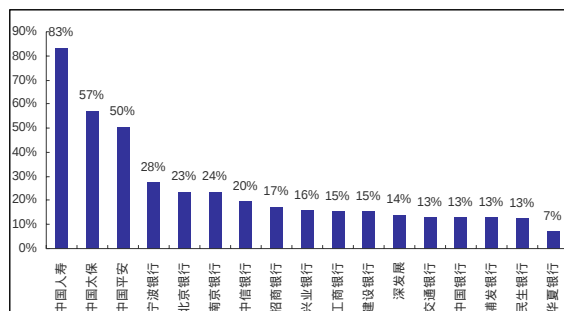
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 10 金融企业市值资产比（20081231）



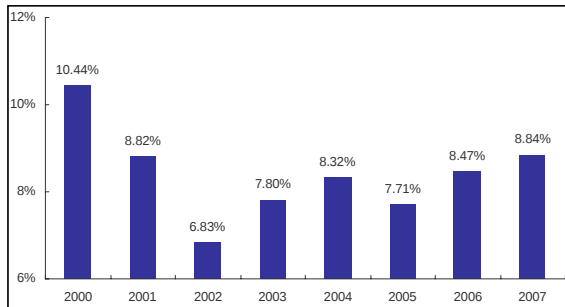
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 11 金融企业市值资产比（20091204）



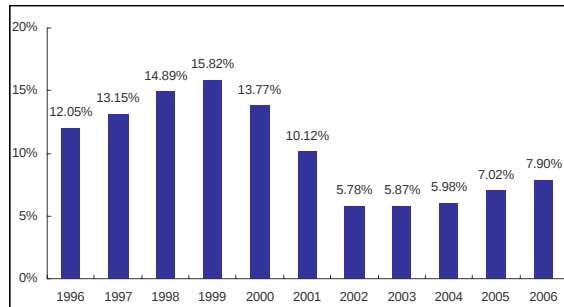
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 12 大都会集团历年市值资产比



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 13 保诚集团历年市值资产比



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

2.2. 消费属性替代资产属性

我们认为明年保险公司的资产属性将会减退，消费属性将会加强，消费属性将替代资产属性，主要的原因是：1、明年股市的波动性或将暂时降低，在“今年以股补债，明年以债补股”的情况下，投资收益率将保持稳定；2、我们看好明年保费收入增长。当然，如果明年资本市场超出我们预期，大幅上涨或大幅下跌，那么资产属性会继续扮演主要角色。

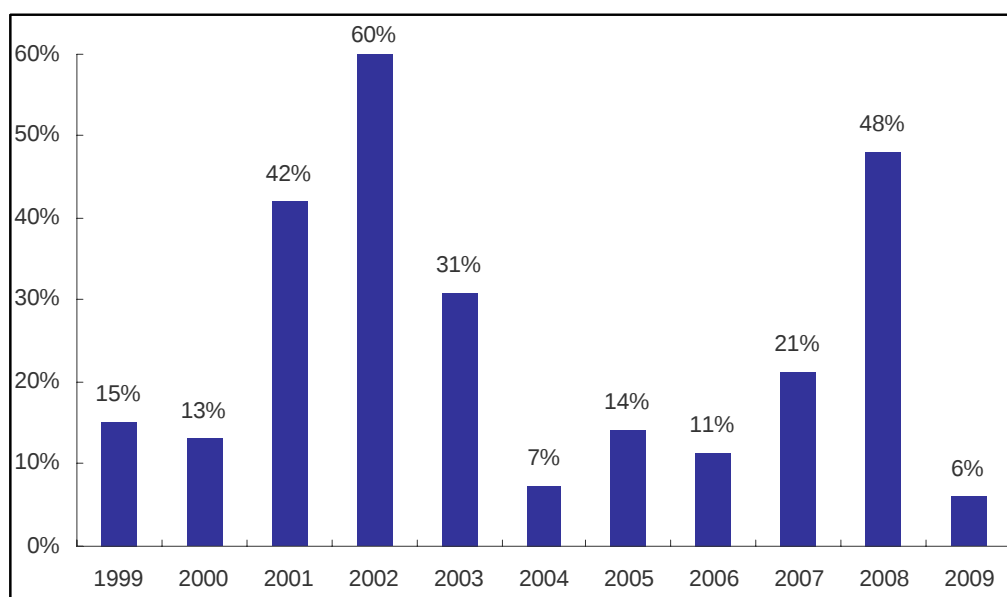
看好保费收入快速增长的原因在于以下几点：1、在今年保费收入结构调整的背景下，明年保费收入增速会有自然恢复；2、上海税延型养老保险试点及在全国范围内的推广将会带动保费收入增长进入一个新的平台；3、保险消费向中西部地区和二线城市渗透的趋势已渐趋明朗。

2.2.1. 结构调整后的规模释放

2009 年保费收入增速是近年来最低的一年。截至 2009 年 10 月，保费收入同比增长 6%，上一次保费收入增速的低点是在 2004 年，那次同样也是银行保险狂歌猛进后调整的年份。今年保费收入增速低迷的背后是行业性的结构调整。根据保监会每季公布的保险中介发展报告数据，2008 年个人代理人在人身险公司保费收入中的占

比为 36%，而今年 1 季度、2 季度和 3 季度该占比分别为 42%、44%和 45%，结构调整的效果较为明显。根据过去的经验显示，结构调整之后保费收入规模往往会有一个自然释放。

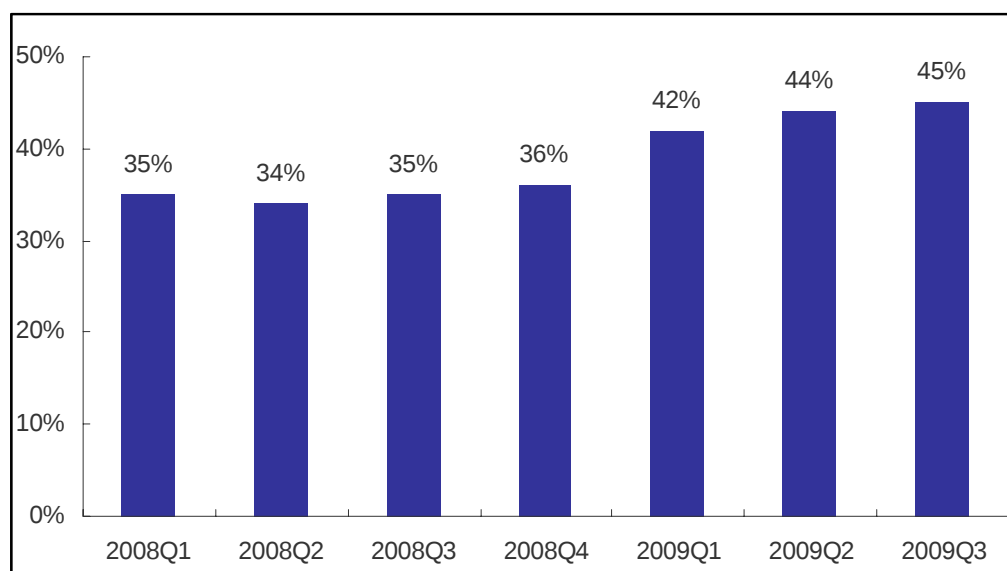
图 14 历年寿险保费收入同比增速



数据来源：保监会，安信证券研究中心

注：2009 年同比增长数据为截止 10 月份的寿险保费同比增速。

图 15 个人代理人的保费收入占比



数据来源：保险中介发展报告，安信证券研究中心

注：图中数据为年初到该时点个人代理人的累积保费收入占比。

2.2.2. 税收优惠刺激下的保险业

全球很多国家针对养老金和保险提供税收优惠刺激。例如，美国针对 IRA 项下购买养老保险每年的税前抵扣额度为 5000 美元，50 岁以上的人税前抵扣额度为 6000 美元；韩国购买合格年金每年的抵扣额度为 300 万韩元，购买保障类保险每年税前抵扣额度为 100 万韩元；台湾寿险保费每年税前抵扣额度为 24000 新台币。

从各国经验来看，韩国自从 1994 年 6 月针对养老金推出税收优惠之后，寿险公

司资产/GDP 的比例从 18% 提高到接近 30% 的水平。美国在 1974 年推出养老金税收优惠后寿险公司资产/GDP 的比例从 20% 的水平上升至目前的 35%。因此,从各国的情况来看税收优惠对保险行业的影响是立竿见影的,并且影响非常深远,可以使得消费者对保险的态度由现在的被动购买变为主动购买。

可以确定的是上海的税收优惠试点在 2010 年一定会开展,同时由于养老和社会保障问题是国家迫切需要解决的问题,同时解决好保障问题后也有利于提高边际消费倾向,因此养老金税收优惠政策符合国家的政策导向,预计在全国范围内也有较快推出的可能性。

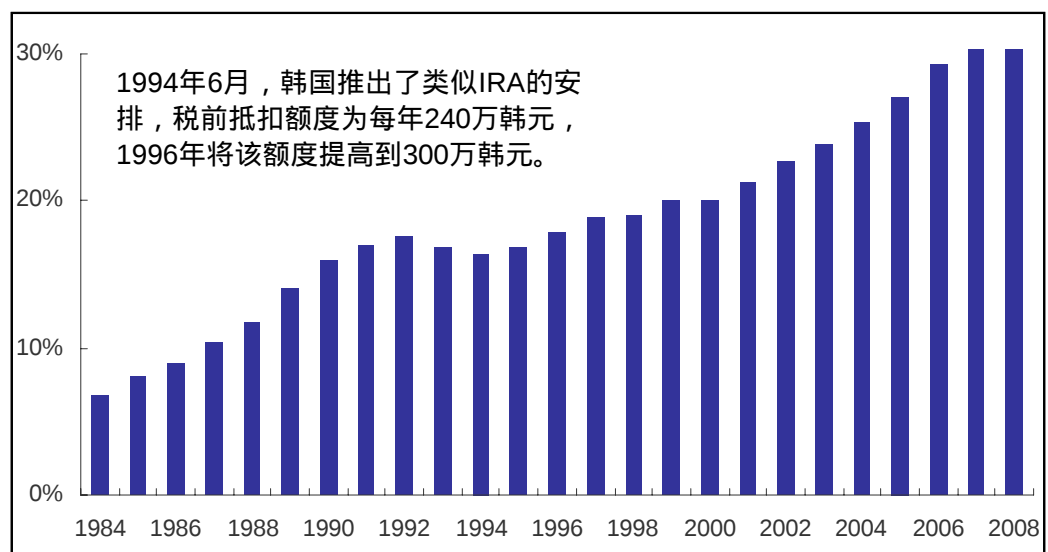
据统计,2008 年末上海市常住人口有 1888 万人,其中 1371 万人,外来人口 517 万人,就业人口 1053 万人。假设就业人口中有 40% 参与试点,按照每人每月 600 元的保险费来计算,那么这一市场的规模 300 亿元。相当于 2008 年全国寿险市场的 5%,但由于这一市场的保费收入是长期期缴的保费,影响要远超过 5%,我们预计对新业务价值的影响大约接近 10%。如果进一步在全国推广,将使得保费收入增速进入一个新的平台。

表一 各国养老金及保险的优惠政策

国家	税收优惠内容
美国	IRA 项下每年的税前抵扣额度为 5000 美元,50 岁以上的人税前抵扣额度为 6000 美元
韩国	保障类:每年税前抵扣额度 100 万韩元 储蓄类:存款时间超过 10 年则免利息税 合格年金:每年税前抵扣额度为 300 万韩元
法国	不超过 10% 的上年度收入或不超过社会保障上限 8 倍的额度可以税前抵扣,若一次性领取要缴所得税,若按年金领取所得税率参照 ARRCO/AGIRC 体系。
台湾	寿险保费每年税前抵扣额度最高为 24000 新台币,保险给付不纳入遗产税范围

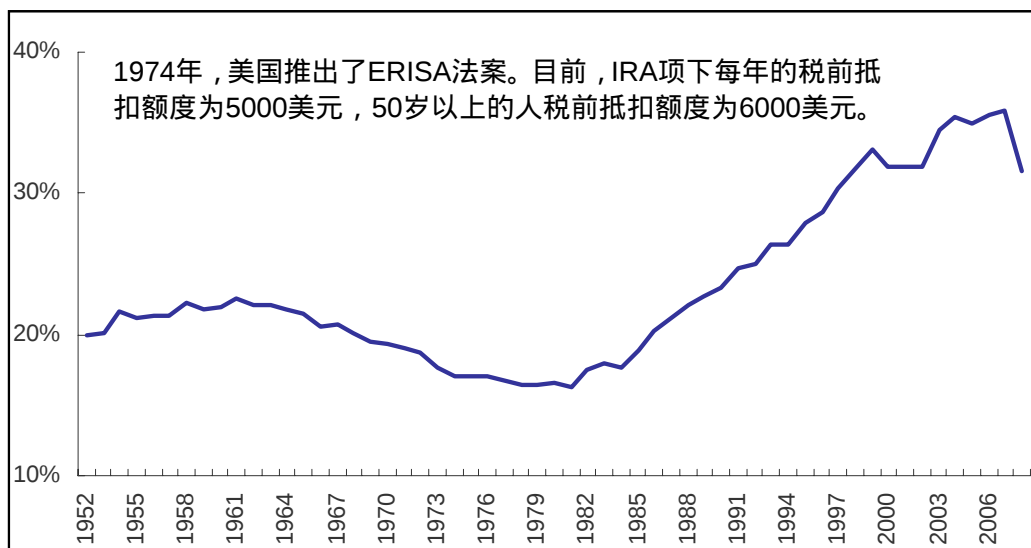
数据来源:OECD,安信证券研究中心

图 16 韩国寿险公司资产/GDP



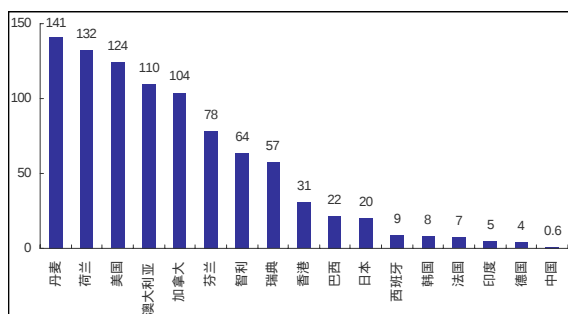
数据来源:CEIC,安信证券研究中心

图 17 美国寿险公司资产/GDP



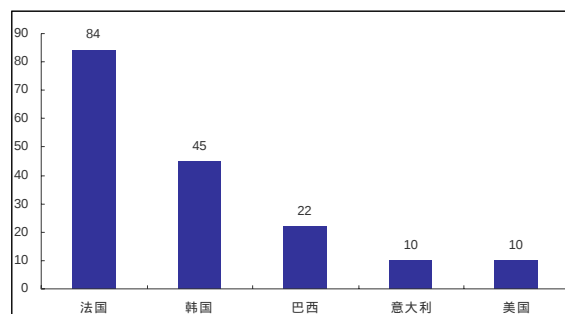
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 18 各国养老金资产/GDP



数据来源：OECD，安信证券研究中心
注：此处数据为 2007 年。

图 19 保险业在养老金市场中的份额



数据来源：OECD，安信证券研究中心
注：此处数据为 2007 年。

2.2.3. 保险消费逐渐渗透向中西部地区

根据保监会公布的地区保费数据，中西部省份的市场份额从 2005 年以来就出现持续上升的态势。2005 年，中西部省份的市场份额为 37%，而截至 2009 年 10 月份的数据显示市场份额已经上升至 42%，平均每年上升 1 个百分点。在市场份额上升的同时，我们可以看到中西部省份的产品结构相对来说是更好的，以东部、中部、西部三个代表性省市北京、湖南、陕西为例，北京地区传统和分红的比例仅为 48%，而湖南传统和分红的占比为 69%，陕西为 72%。

另一个特点是东部地区的二线城市的市场份额明显上升，一线城市的市场份额有所下降。我们选取江苏作为研究对象，发现南京在江苏的市场份额持续性的下降，2006 年占比 19%，在今年截至 10 月份的数据占比已经下降到 16%了。同时二线城市的投资型保费占比更低，产品结构更好。

图 20 中西部省份的市场份额逐年提高

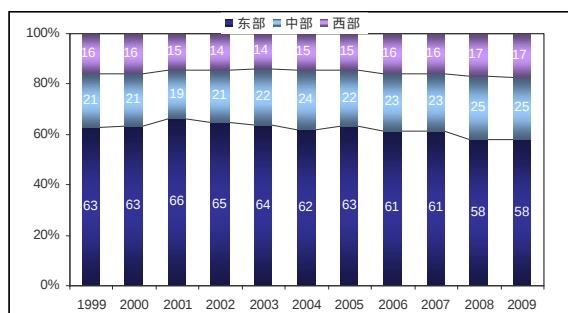
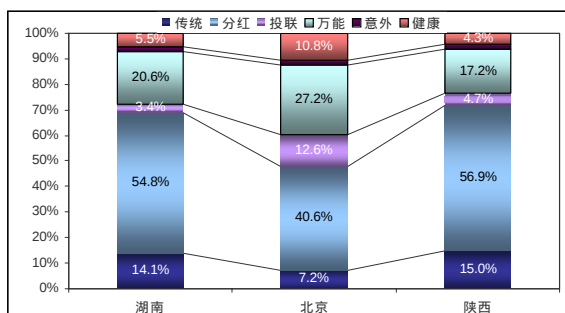


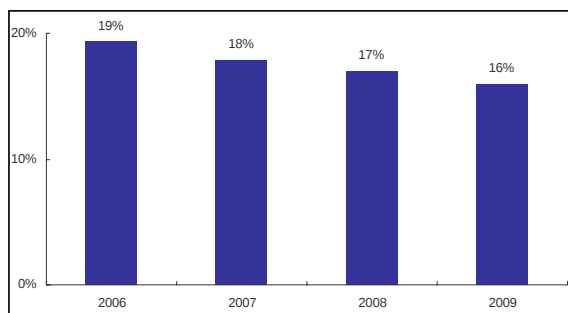
图 21 2008 年代表省份产品结构



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

注：2009 年数据为截至 10 月份数据

图 22 南京在江苏的市场份额出现下降

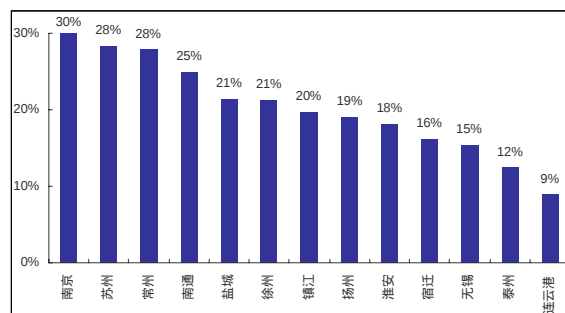


数据来源：中国保险年鉴，安信证券研究中心

注：2009 年数据为截至 10 月份的累积数据

数据来源：中国保险年鉴，安信证券研究中心

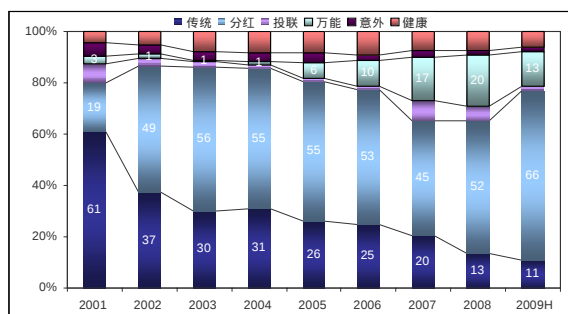
图 23 后进地区投资型保费占比更低



数据来源：中国保险年鉴，安信证券研究中心

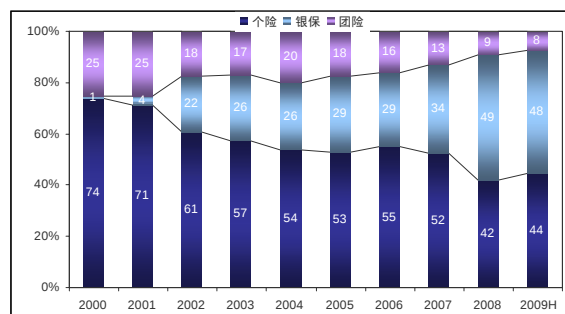
注：投资型保费指万能险和投联险。

图 24 寿险市场产品结构



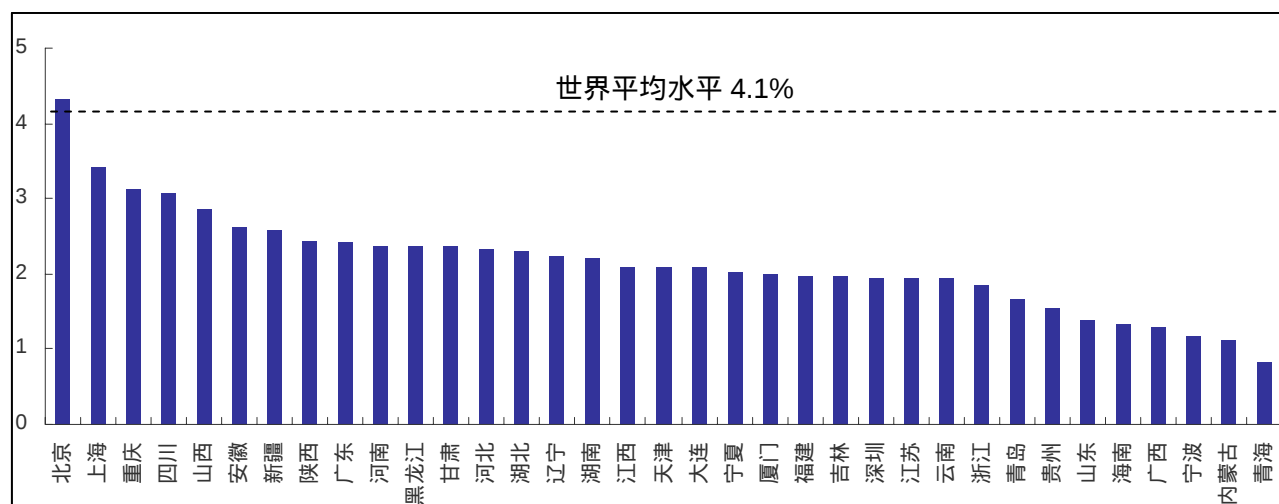
数据来源：中国保险年鉴，安信证券研究中心

图 25 寿险市场渠道结构



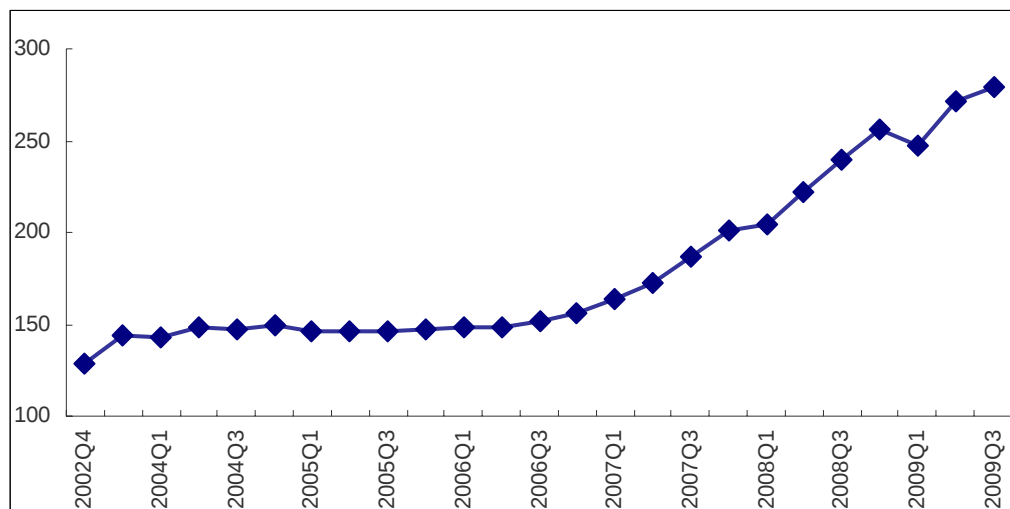
数据来源：中国保险年鉴，安信证券研究中心

图 26 各省份保险深度 (%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 27 个人代理人数量快速增加（万人）



数据来源：保险中介发展报告，安信证券研究中心

3. 上市公司承保业务比较

从 2003 年以来的数据来看，平安的代理人数量增加速度是最快的，2003 年平安代理人数量 19 万人，是中国人寿的 29%，而到 2009 年中期，平安代理人数量为 39 万人，是中国人寿的 54%。从 2007 年以来的数据看，太保代理人增速不算很快。

首年期缴方面，平安的速度也是最快的，2003 年平安期缴首年保费 63 亿元，是中国人寿的 54%，而到 2009 年中期，平安期缴首年保费为 153 亿元，是中国人寿的 66%。2004 年，太保首年期缴规模为 37 亿元，是平安的 58%，而在 2009 年中期，太保首年期缴规模为 68 亿元，是平安的 45%。

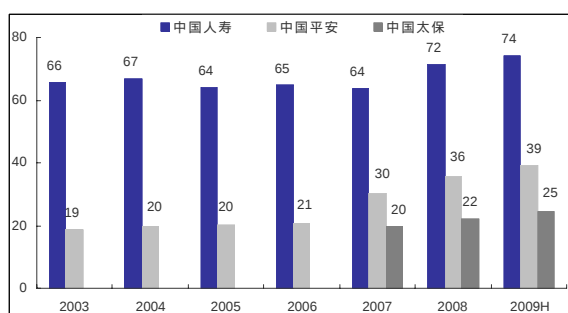
新业务价值方面，各家公司的增速差异相对较小。2006 年，中国人寿、中国平安和中国太保的新业务价值分别为 105 亿元、51 亿元和 22 亿元，比例为 4.8 : 2.4 : 1，而 2008 年中国人寿、中国平安和中国太保的新业务价值分别为 139 亿元、85 亿元和 37 亿元，比例为 3.8 : 2.3 : 1。

从区域上来看，2008 年平安业务分布在东部地区的比例最高，达 66%，中部地区占比为 14%，西部地区占比为 20%；太保业务分布在东部地区的比例最低，为 49%，中部地区占比为 29%，西部地区占比为 22%；中国人寿东部、中部、西部的占比分别为 52%、29%和 19%。

从渠道上看，平安的个险占比 73%，在各家公司中占比最高，其次是中国人寿占比 43%，最低的是太保人寿的 39%。从产品上看，中国人寿的传统险和分红险占比最高，达 80%，其次是太保占比 69%，最低的是平安占比为 43%。

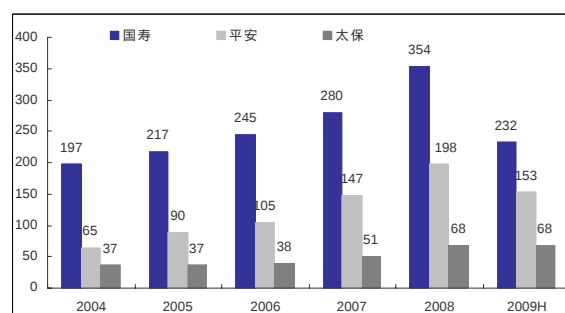
平安的件均规模在各家公司中最高。2008 年末，平安的有效保单件数为 3779 万件，件均准备金为 9196 元。国寿的有效保单件数为 1.7 亿件，件均准备金 4404 元。太保的有效保单件数为 4488 万件，件均准备金 4713 元。

图 28 上市保险公司代理人数量（万人）



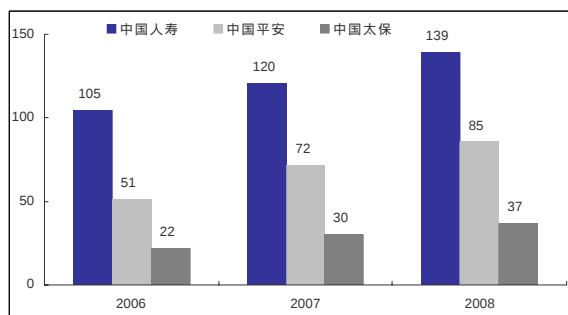
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 29 上市保险公司首年期缴保费（亿元）



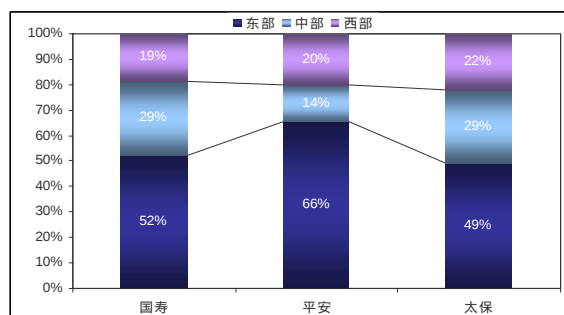
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 30 历年 NBV 比较 (亿元)



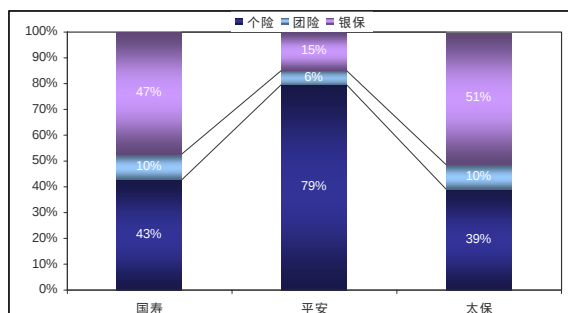
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 31 2008 年上市保险公司区域结构



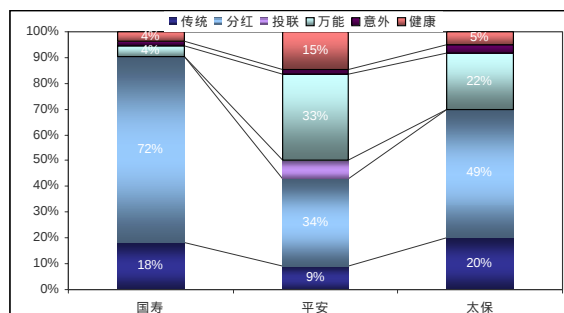
数据来源：中国保险年鉴，安信证券研究中心

图 32 2008 年上市保险公司渠道结构



数据来源：中国保险年鉴，安信证券研究中心

图 33 2008 年上市保险公司产品结构



数据来源：中国保险年鉴，安信证券研究中心

表二 2008 年末平安的件均准备金规模明显更高

	有效保单件数 (万件)	寿险责任准备金 (亿元)	件均准备金 (元)
中国人寿	17,285	7,613	4,404
太保人寿	4,488	2,115	4,713
平安人寿	3,779	3,475	9,196

数据来源：中国保险年鉴，安信证券研究中心

表三 上市保险公司估值水平

更新日期	中国人寿			中国平安			中国太保		
2009-12-04	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
股价		33.18			59.92			27.12	
评级		增持-A			增持-A			增持-A	
每股盈利	0.36	0.97	1.03	0.09	1.45	1.66	0.17	0.71	0.73
每股净资产	4.77	5.63	6.34	10.72	13.13	14.78	6.39	7.27	8.02
每股内含价值	8.49	10.25	12.19	16.73	21.37	25.23	9.09	10.55	12.14
每股新业务价值	0.49	0.64	0.69	1.16	1.51	1.81	0.46	0.58	0.67
市净率	6.95	5.89	5.24	5.59	4.56	4.05	4.24	3.73	3.38
市盈率	93.15	34.18	32.32	666	41.32	36.10	156	38.40	36.95
P/EV	3.91	3.24	2.72	3.58	2.80	2.38	2.98	2.57	2.23
隐含新业务价值倍数 1	50.11	35.98	30.55	27.69	18.23	13.06	28.09	19.96	14.96
隐含新业务价值倍数 2	50.11	35.98	30.55	37.14	25.50	19.13	38.87	28.58	22.46
ROE	7.5%	17.2%	16.2%	0.8%	11.0%	11.2%	2.7%	9.7%	9.2%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：平安和太保的非寿险业务分别采用 2.5 倍 P/B 和 1 倍 P/B 来计算隐含新业务价值倍数 1 和隐含新业务价值倍数 2。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-12-04

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E				
保险																
601601	中国太保	买入-A	增持-A	0.17	0.71	0.73	156	38	37	2.8%	9.7%	9.2%	27.12	31.00	20071207	-46%
601628	中国人寿	买入-A	增持-A	0.36	0.97	1.03	93	34	32	7.5%	17.2%	16.2%	33.18	70.00	20070530	2%
601318	中国平安	买入-A	增持-A	0.09	1.45	1.66	666	41	36	0.8%	11.0%	11.2%	59.92	81.00	20070530	-12%

中国人寿：受益于保险消费升级

报告关键点：

- 行业的资产属性将会减退，消费属性将会加强
- 中国人寿或将受益于保险消费升级

报告摘要：

- 我们判断明年保险公司投资业务的大体格局可能是以债补股，保险公司投资环境的环比改善进入了中后期。主要的理由是：1、根据我们债券部门的研究结论，债券收益率明年的上行空间大致在30-50bp，而今年保险公司新增债券收益率上行的幅度为150bp，应该说债券收益率的上行过程进入了中后期，但值得注意的是明年债券收益率从一开年就处在比较高的水平，保险公司新增资金受惠程度比2009年要大很多；2、根据我们策略部门的观点，明年上证指数的运行区间在2600-3600点，即使做一个更为乐观的估计明年股市的上行空间可能也就在20%左右，即使考虑到保险公司的平均仓位相对去年末有30%的提高，为保险公司带来的收益也和2009年有较大的差距。因此，我们认为保险公司投资环境在今天的改善最为显著，而在明年投资环境的改善则进入了中后期，很可能会出现“以债补股”的局面。
- 我们认为明年保险公司的资产属性将会减退，消费属性将会加强，消费属性将替代资产属性，主要的原因是：1、明年股市的波动性或暂时降低，在“今年以股补债，明年以债补股”的情况下，投资收益率将保持稳定；2、我们看好明年保费收入增长。
- 根据保监会公布的地区保费数据，中西部省份的市场份额从2005年以来就出现持续上升的态势。在市场份额上升的同时，我们可以看到中西部省份的产品结构相对来说是更好。另一个特点是东部地区的二线城市的市场份额明显上升，一线城市的市场份额有所下降。由于中国人寿业务结构中，中西部地区和二线以下城市的占比较高，我们预计中国人寿可能会较多受益于保险消费升级。但需要关注的是其竞争对手是否会逐步渗透至这一新兴市场。
- 将于2009年年报实施的保险业的会计准则变化预计最大的受益者将是中国人寿。这对公司将有一定程度的利好，但或许已经较多地体现到股价中，毕竟这只是一次性的因素，并且只是换了把尺子，公司本身并没有变化。
- 由于投资环境的环比改善已进入中后期，保险股的驱动因素主要来自于承保业务，其驱动力量可能会弱于投资环境的改善，因此我们下调公司评级至增持-A，考虑到估值滚动到2010年的因素，上调目标价至39元。

评级：
增持-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **39.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 35.00 元

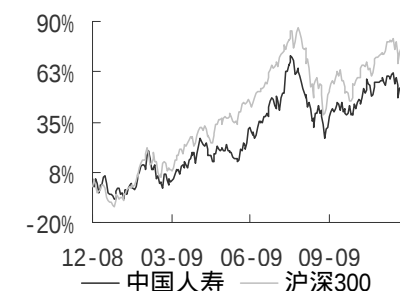
现价： 33.18 元

报告日期： **2009-12-05**

市场数据

总市值(百万元)	937,822.91
流通市值(百万元)	49,770.00
总股本(百万股)	28,264.71
流通股本(百万股)	1,500.00
12 个月最高/最低	18.20/34.68 元
十大流通股东(%)	84.38%
股东户数	257,361

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.16	2.25	(14.35)
绝对收益	6.33	20.66	66.63

研究员

杨建海, CFA

高级行业分析师

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
保费收入	198,422	248,028	277,791	311,126	348,461
Growth(%)	7.98%	25.00%	12.00%	12.00%	12.00%
APE margin	25.13%	24.00%	27.00%	26.00%	26.00%
净利润	28,116	10,068	27,441	29,017	35,663
Growth(%)	95.47%	-64.19%	172.55%	5.74%	22.90%
每股评估价值		27.71	35.11	38.99	43.62
每股内涵价值	8.94	8.49	10.25	12.19	13.60
每股收益(元)	0.99	0.36	0.97	1.03	1.26
每股净资产(元)	6.02	4.77	5.63	6.34	7.27
市盈率		88.55	32.49	30.72	25.00
市净率		6.61	5.60	4.98	4.34
净资产收益率(%)		6.60%	18.66%	17.16%	18.54%

前期研究成果

中国人寿：业绩符合预期	2009-10-27
中国人寿：业绩发布会纪要	2009-08-27
中国人寿：结构调整效果远超预期	2009-08-26

财务报表预测和估值数据汇总
模型更新时间
2009-12-05

利润表(百万元)						保费收入(百万元)					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	281,294	341,074	343,463	381,299	432,866	个人保险	82.39%	84.50%	84.50%	84.50%	84.50%
已赚保费	195,440	294,939	276,680	309,881	347,067	首年保费	43.17%	45.50%	44.50%	44.50%	44.50%
提取未到期责任准备金	-381	-927	-833	-933	-1,045	趸缴保费	29.19%	30.50%	29.50%	29.50%	29.50%
投资收益公允价值变动	84,989	45,023	66,295	70,422	84,683	期缴首年	13.98%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
其他收入	865	1,112	1,322	1,929	2,161	续期保费	39.22%	39.00%	40.00%	40.00%	40.00%
营业支出	-246,475	-333,169	-310,918	-346,887	-390,587	团体保险	11.61%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
退保金	-43,661	-39,131	-38,891	-43,558	-48,785	首年保费	11.59%	10.47%	10.47%	10.47%	10.47%
赔付支出	-69,406	-70,235	-97,227	-108,894	-121,961	趸缴保费	11.47%	10.45%	10.45%	10.45%	10.45%
提取保险责任准备金	-67,185	-155,911	-111,116	-124,450	-139,384	期缴首年	0.12%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
保单红利支出	-27,473	-1,671	-19,888	-21,127	-25,405	续期保费	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
手续费及佣金支出	-16,056	-24,200	-22,223	-24,890	-27,877	意外险和短期健康险	6.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
业务及管理费	-16,323	-17,340	-18,890	-20,971	-23,808	保费收入合计	198,422	248,028	277,791	311,126	348,461
其他支出	-6,371	-24,681	-2,682	-2,997	-3,368	同比增速	7.98%	25.00%	12.00%	12.00%	12.00%
营业利润	34,819	7,905	32,546	34,412	42,279	首年保费合计	120,558	210,958	166,591	186,582	208,972
营业外收支	-25	-46	-62	-62	-62	同比增速	7.16%	74.98%	-21.03%	12.00%	12.00%
利润总额	34,794	7,859	32,484	34,350	42,217	标准保费	47,943	64,689	66,711	74,717	83,683
所得税费用	-6,497	2,346	-4,873	-5,152	-6,333	同比增速	10.82%	34.93%	3.13%	12.00%	12.00%
净利润	28,116	10,068	27,441	29,017	35,663	APE margin	25.13%	24.00%	27.00%	26.00%	26.00%
资产负债表(百万元)						内含价值(百万元)					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
债券	443,181	575,885	639,813	748,231	872,789	期初内含价值	181,990	252,568	240,087	289,830	344,445
权益投资	195,147	74,772	132,375	193,508	225,721	内含价值的预期回报	12,736				
定期存款	168,594	228,272	242,688	270,911	316,010	本期新业务的价值	12,047				
存出资本保证金	5,773	6,153	6,153	6,153	6,153	营运经验的差异	1,075				
保单质押贷款	7,144	17,926	11,031	12,901	15,048	投资回报的差异	51,923				
现金及现金等价物	25,317	34,085	71,066	58,350	69,087	市场价值调整	-4,181				
长期股权投资	6,452	8,222	7,214	7,595	7,596	股东红利分配	-3,957				
投资资产	851,608	945,315	1,110,339	1,297,649	1,512,405	其他	935				
其他资产	42,996	44,849	127,366	249,482	421,509	期末内含价值	252,568	240,087	289,830	344,445	384,381
资产合计	894,604	990,164	1,237,705	1,547,131	1,933,914	经调整净资产	168,175	137,816	160,340	180,651	205,615
准备金	619,901	778,392	945,254	1,203,975	1,526,241	有效业务价值	84,393	102,271	129,490	163,793	178,765
其他负债	103,614	75,891	143,352	179,190	223,988	调整后有效业务价值					
负债合计	723,515	854,283	1,088,606	1,383,165	1,750,229	一年新业务价值	12,047	13,924	18,012	19,426	21,758
归属母公司所有者权益	170,213	134,957	159,128	179,136	205,615	调整后一年新业务价值					
少数股东权益	876	924	1,212	1,515	0	新业务倍数		20	20	20	20
股东权益合计	171,089	135,881	160,340	180,651	205,615	每股评估价值(元)	27.71	35.11	38.99	43.62	
每股数据(元)						估值水平					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股净资产	6.02	4.77	5.63	6.34	7.27	P/B		6.61	5.60	4.98	4.34
每股盈利	0.99	0.36	0.97	1.03	1.26	P/E		88.55	32.49	30.72	25.00
每股内含价值	8.94	8.49	10.25	12.19	13.60	P/EVPS		3.71	3.08	2.59	2.32

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

中国平安：进取的保险巨头

报告关键点：

- 行业的资产属性将会减退，消费属性将会加强
- 平安未来几年内的个险期缴的增速有可能会持续超过中国人寿

报告摘要：

- 我们判断明年保险公司投资业务的大体格局可能是以债补股，保险公司投资环境的环比改善进入了中后期。主要的理由是：1、根据我们债券部门的研究结论，债券收益率明年的上行空间大致在30-50bp，而今年保险公司新增债券收益率上行的幅度为150bp，应该说债券收益率的上行过程进入了中后期，但值得注意的是明年债券收益率从一开年就处在比较高的水平，保险公司新增资金受惠程度比2009年要大很多；2、根据我们策略部门的观点，明年上证指数的运行区间在2600-3600点，即使做一个更为乐观的估计明年股市的上行空间可能也就在20%左右，即使考虑到保险公司的平均仓位相对去年末有30%的提高，为保险公司带来的收益也和2009年有较大的差距。因此，我们认为保险公司投资环境在今天的改善最为显著，而在明年投资环境的改善则进入了中后期，很可能会出现“以债补股”的局面。
- 我们认为明年保险公司的资产属性将会减退，消费属性将会加强，消费属性将替代资产属性，主要的原因是：1、明年股市的波动性或将暂时降低，在“今年以股补债，明年以债补股”的情况下，投资收益率将保持稳定；2、我们看好明年保费收入增长。
- 从承保业务来看，平安的最大看点是其进取心。平安首年期缴的增速最快，2003年平安期缴首年保费63亿元，是中国人寿的54%，而到2009年中期，平安期缴首年保费为153亿元，是中国人寿的66%。据有关媒体报道，平安计划首年期缴在几年内赶超中国人寿，预计其个险期缴的增速有可能会持续超过中国人寿。其赶超的方式主要是持续扩张其代理人队伍同时在条件合适的地方开始实施“二元战略”。
- 非保险业务方面最值得期待的就是银行业务。一方面，平安银行已经在深圳开始试点“远程开户”弥补其营业网点的不足，另一方面，明年收购深发展部分股权有可能会取得实质性进展。
- 由于投资环境的环比改善已进入中后期，保险股的驱动因素主要来自于承保业务，其驱动力量可能会弱于投资环境的改善，因此我们下调公司评级至增持-A，考虑到估值滚动到2010年的因素，上调目标价至81元。

财务和估值数据摘要

百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
寿险保费收入	79,279	102,369	133,080	157,034	185,300
Growth(%)	15.89%	29.12%	30.00%	18.00%	18.00%
APE margin	35.09%	31.37%	28.00%	28.00%	28.00%
财险保费收入	21,666	27,014	32,417	38,900	46,680
Growth(%)	27.49%	24.68%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润	15,086	662	10,671	12,206	13,228
Growth(%)	105.48%			14.39%	8.37%
每股评估价值		45.80	59.16	70.58	84.20
每股收益(元)	2.11	0.09	1.45	1.66	1.80
每股净资产(元)	14.60	10.72	13.13	14.78	16.56
市盈率		654.28	40.59	35.48	32.74
市净率		5.50	4.49	3.99	3.56
净资产收益率(%)	14.07%	0.84%	11.07%	11.24%	10.87%

评级：
增持-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **81.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 70.00 元

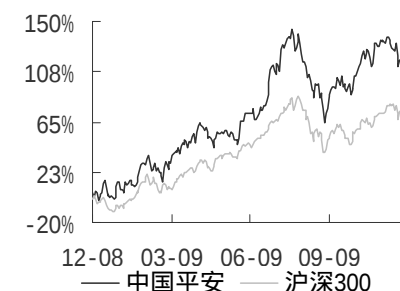
现价： 59.92 元

报告日期： **2009-12-05**

市场数据

总市值(百万元)	440,115.60
流通市值(百万元)	235,281.07
总股本(百万股)	7,345.05
流通股本(百万股)	3,926.59
12 个月最高/最低	25.50/64.52 元
十大流通股东(%)	43.79%
股东户数	280,728

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.25)	3.39	47.99
绝对收益	(0.08)	21.80	128.97

研究员

杨建海 ,CFA

高级行业分析师

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

前期研究成果

- 中国平安：净资产持续增加 2009-10-28
- 中国平安：综合收益大幅提升 2009-08-17
- 中国平安：业绩弹性或将显现 2009-06-29

财务报表预测和估值数据汇总
模型更新时间
2009-12-05

利润表(百万元)						保费收入(百万元)					
2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	165,204	139,803	195,283	231,282	271,980	个人保险	64,310	79,104	93,156	109,924	129,710
已赚保费	94,032	121,790	154,690	183,001	216,501	首年保费	16,484	22,874	28,612	34,547	40,766
提取未到期责任准备金	-2,615	-1,780	-3,774	-4,518	-5,409	续期保费	47,826	56,230	64,544	75,376	88,944
银行业务利息净收入	3,749	4,343	4,437	5,325	6,390	银行保险	7,263	14,827	26,616	31,407	37,060
手续费及佣金净收入	2,046	1,776	2,050	2,282	2,544	首年保费	6,983	14,336	26,150	30,857	36,411
投资收益公允价值变动	63,835	10,580	32,149	38,521	44,177	续期保费	280	491	466	550	649
其他收入	1,542	1,314	1,957	2,153	2,369	团体保险	7,706	8,438	13,308	15,703	18,530
营业支出	-148,037	-142,110	-182,628	-216,795	-256,256	首年保费	7,261	8,213	12,643	14,918	17,604
退保金	-13,333	-13,362	-17,966	-21,985	-25,942	续期保费	445	225	665	785	927
赔付支出	-24,555	-31,632	-39,166	-46,489	-55,183	寿险保费收入合计	79,279	102,369	133,080	157,034	185,300
提取保险责任准备金	-76,953	-32,984	-73,851	-87,024	-102,544	同比增速	15.89%	29.12%	30.00%	18.00%	18.00%
保单红利支出	-3,514	-6,276	-2,128	-2,565	-2,917	首年保费合计	30,728	45,423	67,405	80,323	94,781
手续费及佣金支出	-10,838	-14,637	-17,621	-20,853	-24,678	同比增速	24.27%	47.82%	48.39%	19.16%	18.00%
业务及管理费	-15,465	-14,025	-26,370	-31,304	-37,162	标准保费	20,479	27,228	36,636	44,015	51,938
资产减值损失	-289	-26,120	0	0	0	同比增速	31.63%	32.96%	34.55%	20.14%	18.00%
其他支出	-4,257	-4,530	-7,678	-9,150	-10,905	APE margin	35.09%	31.37%	28.00%	28.00%	28.00%
营业利润	17,167	-2,307	12,655	14,487	15,724	车险	15,166	19,377	23,340	28,397	34,077
营业外收支	316	-146	-175	-210	-252	非车险	5,365	6,185	7,456	8,558	10,270
利润总额	17,483	-2,453	12,480	14,276	15,472	短期意外和健康险	1,135	1,452	1,621	1,945	2,334
所得税费用	-1,902	3,326	-1,248	-1,428	-1,547	财险保费收入合计	21,666	27,014	32,417	38,900	46,680
净利润	15,581	873	11,232	12,849	13,924	同比增速	27.49%	24.68%	20.00%	20.00%	20.00%
资产负债表(百万元)						内含价值(百万元)					
2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E	
债券	191,023	286,791	345,608	427,300	523,835	期初内含价值	65,573				
权益投资	117,279	36,372	87,128	107,723	132,059	内含价值的预期回报	13,426				
定期存款	33,188	84,412	58,085	71,815	88,040	本期新业务的价值	7,880				
投资物业	3,812	0	5,809	7,182	8,804	其他经验差异	8,104				
其他固定到期日投资	2,411	3,725	2,904	3,591	4,402	投资回报差异	11,658				
投资资产	347,713	416,809	499,534	617,610	757,140	市场价值调整	8,577				
发放贷款及垫款	63,125	74,160	96,874	121,092	151,365	股东红利分配	-3,129				
其他资产	240,266	216,671	309,371	393,522	506,775	资本注入	38,222				
资产合计	651,104	707,640	905,779	1,132,224	1,415,280	期末内含价值	150,311				
准备金	380,947	414,025	539,010	673,762	842,203	经调整净资产	107,032	79,016	99,190	112,039	125,963
吸收存款	72,133	80,649	118,463	148,079	185,098	有效业务价值	43,278	43,843	57,744	73,248	92,787
其他负债	88,806	131,497	149,116	198,344	262,015	调整后有效业务价值					
负债合计	541,886	626,171	806,589	1,020,185	1,289,317	一年新业务价值	7,187	8,541	11,103	13,324	15,989
归属母公司所有者权益	107,234	78,757	96,430	108,589	121,651	调整后一年新业务价值					
少数股东权益	1,984	2,712	2,760	3,450	4,313	新业务倍数		30	30	30	31
股东权益合计	109,218	81,469	99,190	112,039	125,963	每股评估价值(元)		45.80	59.16	70.58	84.20
每股数据(元)						估值水平					
2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E	
每股净资产	14.60	10.72	13.13	14.78	16.56	P/B		5.50	4.49	3.99	3.56
每股盈利	2.11	0.09	1.45	1.66	1.80	P/E		654.28	40.59	35.48	32.74
每股内涵价值	20.46	16.73	21.37	25.23	29.78	P/EVPS		3.53	2.76	2.34	1.98

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

中国太保：明显受益于上海试点

报告关键点：

- 行业的资产属性将会减退，消费属性将会加强
- 太保明年承保业务的重要看点是明显受益于上海试点

报告摘要：

- 我们判断明年保险公司投资业务的大体格局可能是以债补股，保险公司投资环境的环比改善进入了中后期。主要的理由是：1、根据我们债券部门的研究结论，债券收益率明年的上行空间大致在30-50bp，而今年保险公司新增债券收益率上行的幅度为150bp，应该说债券收益率的上行过程进入了中后期，但值得注意的是明年债券收益率从一开年就处在比较高的水平，保险公司新增资金受惠程度比2009年要大很多；2、根据我们策略部门的观点，明年上证指数的运行区间在2600-3600点，即使做一个更为乐观的估计明年股市的上行空间可能也就在20%左右，即使考虑到保险公司的平均仓位相对去年末有30%的提高，为保险公司带来的收益也和2009年有较大的差距。因此，我们认为保险公司投资环境在今天的改善最为显著，而在明年投资环境的改善则进入了中后期，很可能会出现“以债补股”的局面。
- 我们认为明年保险公司的资产属性将会减退，消费属性将会加强，消费属性将替代资产属性，主要的原因是：1、明年股市的波动性或暂时降低，在“今年以股补债，明年以债补股”的情况下，投资收益率将保持稳定；2、我们看好明年保费收入增长。
- 从承保业务来看，太保明年最大的亮点在于明显受益于上海的税延型养老保险试点。据统计，2008年末上海市常住人口有1888万人，其中1371万人，外来人口517万人，就业人口1053万人。假设就业人口中有40%参与试点，按照每人每月600元的保险费来计算，那么这一市场的规模300亿元。太保通过收购长江养老，已经掌握了上海5600余家企业和75万个人客户的资源，在上海的试点中拥有先天的优势。
- 由于投资环境的环比改善已进入中后期，保险股的驱动因素主要来自于承保业务，其驱动力量可能会弱于投资环境的改善，因此我们下调公司评级至增持-A，考虑到估值滚动到2010年的因素，目标价为34元。

评级：
增持-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
34.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 34.00 元

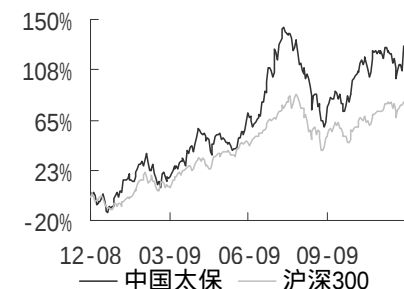
现价： 27.12 元

报告日期：
2009-12-05

市场数据

总市值(百万元)	208,824.00
流通市值(百万元)	69,996.26
总股本(百万股)	7,700.00
流通股本(百万股)	2,580.98
12 个月最高/最低	10.02/29.73 元
十大流通股东(%)	25.25%
股东户数	263,488

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.16)	10.81	46.81
绝对收益	2.01	29.22	127.79

研究员

杨建海 ,CFA

高级行业分析师

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
寿险保费收入	50,686	66,092	72,701	83,606	96,147
Growth(%)	33.96%	30.39%	10.00%	15.00%	15.00%
APE margin	28.95%	27.30%	28.54%	28.89%	28.89%
财险保费收入	23,474	27,875	33,450	40,140	48,168
Growth(%)	29.38%	18.75%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润	7,069	1,415	5,598	5,800	6,676
Growth(%)		-79.98%	295.64%	3.61%	15.10%
每股评估价值			25.04	28.81	33.17
每股收益(元)	0.90	0.17	0.71	0.73	0.84
每股净资产(元)	8.22	6.39	7.27	8.02	8.89
市盈率	27.33	140.72	34.65	33.44	29.06
市净率	2.98	3.83	3.37	3.05	2.75
净资产收益率(%)	18.64%	2.40%	10.48%	9.73%	10.12%

前期研究成果

中国太保：预计季末加仓明显	2009-10-31
中国太保：收益大于风险	2009-08-31
中国太保：业绩略超预期	2009-07-13

财务报表预测和估值数据汇总
模型更新时间
2009-12-05

利润表(百万元)						保费收入(百万元)					
2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	93,008	97,835	109,052	124,998	145,265	个人保险	23,302	25,811	34,170	37,623	43,266
已赚保费	65,536	84,274	91,904	106,848	124,257	首年保费	7,117	6,776	10,593	11,663	13,413
提取未到期责任准备金	-1,939	-1,307	-2,560	-3,061	-3,660	续期保费	16,185	19,035	23,577	25,960	29,854
银行业务利息净收入	0	0	0	0	0	银行保险	20,725	33,960	31,262	37,623	43,266
手续费及佣金净收入	0	0	0	0	0	首年保费	20,538	33,688	30,949	37,247	42,834
投资收益公允价值变动	27,244	13,266	16,877	17,879	20,737	续期保费	187	272	313	376	433
其他收入	228	295	271	271	271	团体保险	6,659	6,321	7,270	8,361	9,615
营业支出	-84,512	-98,584	-102,487	-118,189	-137,424	首年保费	6,515	6,199	6,979	8,026	9,230
退保金	-8,222	-7,257	-10,178	-11,705	-13,461	续期保费	144	122	291	334	385
赔付支出	-17,395	-28,336	-23,315	-27,433	-32,292	寿险保费收入合计	50,686	66,092	72,701	83,606	96,147
提取保险责任准备金	-41,354	-37,139	-46,584	-52,893	-60,973	同比增速	33.96%	30.39%	10.00%	15.00%	15.00%
保单红利支出	-1,223	-2,595	-1,139	-1,203	-1,403	首年保费合计	34,170	46,663	48,521	56,936	65,476
手续费及佣金支出	-5,615	-7,258	-7,056	-8,202	-9,538	同比增速	43.72%	36.56%	3.98%	17.34%	15.00%
业务及管理费	-7,624	-8,526	-10,207	-11,700	-13,597	标准保费	10,414	13,375	15,988	18,169	20,895
资产减值损失	-28	-5,221	-250	-250	-250	同比增速	21.76%	28.43%	19.54%	13.64%	15.00%
其他支出	-3,051	-2,252	-3,757	-4,804	-5,911	APE margin	28.95%	27.30%	28.54%	28.89%	28.89%
营业利润	8,496	-749	6,565	6,808	7,841	车险	16,475	19,681	23,750	28,901	34,681
营业外收支	-53	394	-10	-10	-10	非车险	5,913	8,194	8,028	9,232	11,079
利润总额	8,443	-355	6,555	6,798	7,831	短期意外和健康险	1,086	0	1,673	2,007	2,408
所得税费用	-1,374	1,770	-957	-998	-1,154	财险保费收入合计	23,474	27,875	33,450	40,140	48,168
净利润	7,069	1,415	5,598	5,800	6,676	同比增速	29.38%	18.75%	20.00%	20.00%	20.00%
资产负债表(百万元)						内含价值(百万元)					
2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E	
债券	126,534	164,898	183,323	216,892	252,277	期初内含价值	17,993	74,755	69,978	81,211	93,511
权益投资	65,059	13,594	33,331	38,731	45,049	内含价值的预期回报					
定期存款	59,262	82,756	99,994	110,383	128,391	本期新业务的价值					
投资物业						其他经验差异					
其他固定到期日投资	35,514	26,648	16,666	21,302	24,777	投资回报差异					
投资资产	286,369	287,896	333,314	387,308	450,494	市场价值调整					
发放贷款及垫款						股东红利分配					
其他资产	22,641	31,494	41,950	44,978	54,308	资本注入					
资产合计	309,010	319,390	375,265	432,285	504,802	期末内含价值	74,755	69,978	81,211	93,511	107,801
准备金	209,821	246,667	275,590	311,868	357,500	经调整净资产	60,740	51,876	57,828	63,824	70,725
吸收存款						有效业务价值	14,326	18,417	23,902	30,345	37,898
其他负债	35,868	23,495	43,728	58,671	78,880	调整后有效业务价值					
负债合计	245,689	270,162	319,319	370,539	436,380	一年新业务价值	3,015	3,651	4,564	5,248	6,036
归属母公司所有者权益	11,153	62,807	48,741	55,075	60,785	调整后一年新业务价值					
少数股东权益	52,168	-13,579	7,205	6,672	7,638	新业务倍数	25	25	25	25	25
股东权益合计	63,321	49,228	55,946	61,746	68,423	每股评估价值(元)			25.04	28.81	33.17
每股数据(元)						估值水平					
2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E	
每股净资产	8.22	6.39	7.27	8.02	8.89	P/B			3.37	3.05	2.75
每股盈利	0.90	0.17	0.71	0.73	0.84	P/E			34.65	33.44	29.06
每股内含价值	9.71	9.09	10.55	12.14	14.00	P/EVPS			2.32	2.01	1.75

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

上海

上海市浦东新区 528 号上海证券大厦北塔 2008 室

邮编：200120

电话：021-68801200

北京

北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层

邮编：100032

电话：010-66578819

深圳

深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层

邮编：518026

电话：0755-82825555