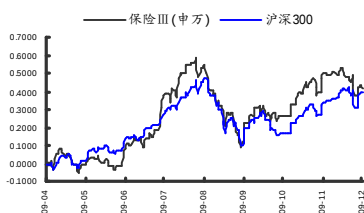


保险

评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
保险	-3.9	16.0	107.2
沪深 300	5.8	17.7	78.4

重点公司	6m%	YTD%	评级
中国人寿	28.9	69.4	增持
中国平安	28.5	117.9	增持
中国太保	36.8	129.9	增持

相关报告

《保险行业四季度投资策略：投资机会逐渐来临》

联系人

黄秋茜、桑俊

电话：0755-83704681

邮件：huangqh@ghzq.com.cn

分析师申明：

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

n 新会计准则利大于弊，各家公司受影响不一。 新准则虽然不改变公司的基本面，但会改变利润的时点分布，使得利润提前实现；并通过保费风险分拆，影响公司管理层重视保单价值较高产品。综合来看，新准则未能完全与国际会计准则一致，但保费风险分拆和准备金最优估计的实施对行业发展是利大于弊。通过测算，实行新准则后，国寿利润增长 5-10%，平安基本持平，太保增长 5%。对于估值体系来说，新准则可以增加 PE、PB 指标的有效性，内含价值因测量方法不受会计准则影响，仍是保险估值方法的核心。

n 寿险业务结构调整有望继续深入。 寿险业务结构调整得到保监会的大力支持，如果改变保费确认方式后，更能减轻规模保费对管理层的压力。展望 10 年，最大的可能依然是规模保费稳健增长，保费结构继续改善，新业务利润率还有改善空间，并进一步提高新业务倍数，从而推高估值基础。

n 债券收益率走高是大概率事件，保险继续受益。 虽然政府提出适度宽松的货币政策，然而在实际操作上，央行会根据市场情况逐步增大货币调控手段，预计 10 年央行将分别通过窗口指导、央票、存款准备金率、基准利率等手段，逐渐加大回收流动性力度，实际货币状况还是会逐渐收紧，基于此，我们判断债券收益率继续保持高位仍是大概率事件。当前的长债收益率已经满足内含价值假设要求，且保监会对债券投资的限制也在逐步放宽，保险将从债券市场获得长期的、正面的支撑，帮助实现保单价值。

n 保险股明年战胜大盘，维持“强于大市”评级。 基于 10 年宏观经济泡沫化前行的判断，保险公司从中受益，行业基本面持续向好趋势不改。从估值的角度看，保险的净资产估值低于大盘，具有一定安全边际。此外，交易性机会还将带来相关个股的股价催化。我们认为，明年股市泡沫化的可能性依然较大，作为通胀预期受益股，保险将成为泡沫变大过程中最佳的舞者，维持行业“强于大市”的评级。在个股里面，重点推荐具有估值优势和业绩弹性的中国太保和中国平安，维持“增持”的评级。

新会计准则下的估值争议

新会计准则：未完全接轨国际，但利大于弊

现行国内保险会计准则遵循审慎的监管原则，主要体现在两点：

第一、对保单获取成本不进行摊销，一般来说，首年费用占保单总费用 70%以上，因此，新保单越多，费差损越大，会计利润被推迟实现；

第二、准备金评估假设过于保守，尤其是评估利率采用 2.5%的法定值，导致准备金计提过多，当期利润减少，账面净资产小于真实值。

从财务角度看，基于监管要求的会计准则无法合理反映保险企业的实际经营情况，因此，在新的企业会计准则中，财政部在 2 号解释令中提出了三点要求：

- Ⅰ 保费要按照风险拆分为保费收入和保单存款；
- Ⅰ 保单获取成本不递延，仍计入当期损益；
- Ⅰ 准备金评估采用最优假设。

我们认为，会计准则虽然不改变公司的基本面，但会改变利润的时点分布，使得利润提前实现；并通过保费风险分拆，影响公司管理层重视保单价值较高产品。综合来看，新准则未能完全与国际会计准则一致，但保费风险分拆和准备金最优估计的实施对行业发展是利大于弊。

表 1、新会计准则的影响

	保费按照风险拆分	保单获取成本不递延	准备金采用最优假设评估
影响	保费拆分会降低保费规模，万能、投连、短期分红等险种会被划分为投资性合同，这将改变部分公司市场份额。	保单成本不采用递延方式，这与国际会计准则没有保持一致，前期费用亏损仍会持续影响保险公司利润，不过由于 A 股财报历来都是不递延，因此也不会造成额外的亏损。	准备金评估采用最优假设，影响最大的因素是评估利率的变化，在现行准则下，99 年以前保单按照定价利率评估准备金，99 年以后保单一律采用 2.5%，采用新会计准则后，将会统一成最优评估利率，预计会与内含价值中的评估利率趋同。结果是 99 年以后的分红、传统保单会释放准备金，从而增加净资产；99 年以前保单会增加准备金，一次性兑现亏损，平安和太保会受一定的负面影响。
不确定性	不确定性在于短期分红险，由于保险公司产品部门可以通过调整保单条款的方式，让原来不满足风险条件的保单变成保险合同。		对利差损保单评估利率的变动会对平安等公司造成较大的负面影响，具体实施细则还有待明确
确定性	可以确定的是保费确认方式的转变不会改变准备金提取，因为无论保费收入还是保费存款，所需的准备金与原来会计制度不会有变化，因此，对利润表的影响几乎为零；		走出保单评估利率的 99 年分界线，保险公司净资产更加清晰准确

资料来源：Wind 国海证券研究所

各家公司受影响不一

对比国寿和平安 A、H 报表在净利润、股东权益等两方面的差异及调整比例，可以得到：以 A 股为基准，国寿 H 股净利润为 139~151%，平安为 108~120%；国寿 H 股股东权益为 127%；平安为 105%。

由于首年费用不递延，新准则下会计利润不会超过 H 股。假设其他条件保持不变，以 H 股为基准，剔除递延首年费用的影响，可以得到各家公司的新准则利润，测算得到：国寿净利润增长 5-10%；平安由于首年期交业务占比高（超过 40%，国寿为 20%），高利率保单准备金达到 35%，因此，直接扣减递延费用测算的结果误差较大，参照国寿，平安新旧准则下净利润基本一致。太保保费结构类似国寿，高利率保单类似平安，净利润增速在两者之间，估计为 5%。

表 2、国寿、平安 AH 报表对照

中国人寿	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09	Average	Median
A股净利润	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
与保险业务相关的调整	57.17	28.86	37.30	61.84	144.83	40.23	53.56	52.59
递延佣金、手续费和业务管理费	39.30	-0.13	14.29	62.01	133.57	19.69	34.55	34.17
保险合同和投资合同保费收入、给付及准备金	17.87	28.99	23.00	-1.60	11.25	20.38	18.83	19.10
联营企业保险业务差异	0.00	0.00	0.00	1.42	2.57	0.16	0.46	0.08
冲回固定资产评估增减值及相关的折旧费用	0.65	0.23	0.40	0.40	1.04	0.34	0.47	0.50
递延所得税影响	-19.08	8.94	0.59	-15.21	-37.11	-9.64	-8.27	-10.53
H股净利润	138.74	138.03	138.28	147.03	211.33	130.93	146.03	145.68
不考虑递延首年费用下的H股净利润	99.44	138.16	123.99	85.02	77.76	111.24	111.49	105.24
A股股东权益	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
与保险业务相关的调整	32.40	30.96	28.43	42.02	45.87	44.86	37.25	37.50
递延佣金、手续费和业务管理费	33.95	28.92	24.00	43.11	43.18	38.69	34.85	35.24
保险合同和投资合同保费收入、给付及准备金	-1.55	2.04	4.43	-1.10	2.69	5.98	2.37	2.36
联营企业保险业务差异	0.00	0.00	0.00	0.11	0.19	0.18	0.08	0.05
冲回固定资产评估增减值及相关的折旧费用	-1.26	-1.04	-0.79	-1.02	-0.92	-0.78	-0.95	-0.97
递延所得税影响	-10.28	-7.56	-6.91	-10.25	-11.29	-10.97	-9.43	-9.17
H股股东权益	120.86	122.36	120.73	130.85	133.86	133.10	126.92	128.07
不考虑递延首年费用下的H股股东权益	86.91	93.44	96.73	87.74	90.68	94.41	92.07	92.07
中国平安	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09	Average	Median
A股净利润	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
未到期责任准备金	-0.22	-1.07	0.75	-2.80	-30.06	0.00	-0.91	-0.71
寿险责任准备金	-64.33	-26.12	-33.06	-26.58	-1458.91	-159.79	-71.14	-67.23
递延保单获取成本	74.64	51.30	62.13	74.85	1397.89	186.86	97.84	94.18
递延所得税	-2.89	-3.73	-5.85	-11.49	19.64	-6.76	-5.58	-4.12
少数股东损益	-0.45	-0.20	-0.09	-0.39	5.89	-0.18	-0.14	-0.20
H股净利润	106.76	120.18	123.88	133.58	40.48	120.13	120.17	119.95
不考虑递延首年费用下的H股净利润	32.12	68.88	61.75	58.73	-1357.40	-66.74	22.33	45.20
A股股东权益	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
未到期责任准备金	0.19	0.00	0.19	0.00	0.00	0.00	0.06	0.00
寿险责任准备金	-66.33	-34.67	-32.88	-45.89	-57.04	-57.42	-46.70	-42.28
递延保单获取成本	70.41	38.62	38.52	57.59	64.25	65.01	53.47	51.33
递延所得税	-1.52	-1.03	-1.44	-2.92	-1.80	-1.89	-1.75	-1.73
少数股东损益	-0.28	-0.09	-0.10	-0.17	-0.09	-0.09	-0.12	-0.11
H股股东权益	102.46	102.82	104.28	108.61	105.33	105.61	104.96	107.03
不考虑递延首年费用下的H股股东权益	32.06	64.20	65.76	51.02	41.08	40.60	51.48	45.53

资料来源：公司数据 国海证券研究所

内含价值不受影响

前面已经提到，新会计准则只改变会计报表利润的分布时点，对于内含价值，则不会产生任何影响，基于内含价值的估值体系依然有效。

其中，内含价值法中准备金评估利率仍采用监管上限 2.5%，相对调整后净资产与会计制度变动前保持一致。有效业务价值和新业务价值一直就是采用内含价值假设测算，与现行会计制度无关，因而保单价值不会变化。

偿付能力额度成本的测算依据偿付能力监管要求，属于监管准则，不受财务准则变化影响。

表 3、内含价值假设不受新会计准则影响

	现行准则	新准则	备注
假设			
准备金评估利率	2.50%	不变	新准则表述的准备金最优评估假设仅针对报表准备金，不改变内含价值
风险折现率	11.50%	不变	风险折现率不属于本次会计准则调整内容
投资收益率	5.50%	不变	报表准备金最优评估利率或参照投资收益假设
费用率	定价假设	不变	首年费用不递延对内含价值费用率假设不造成影响
死亡率	定价假设	不变	
影响因素			
调整后净资产			不会因为报表净资产变动而变动
有效业务价值			一直采用内含价值的假设，与现行会计制度无关
新业务价值			
偿付能力额度成本			偿付能力指标不受会计准则调整影响

资料来源：国海证券研究所

估值体系是否发生变化？

1、PE、PB 估值成为可能

新准则出台的目的一方面是为了与国际准则接轨，另一方面则要求合理体现保险公司当期业绩。

积极的意义：报表利润和净资产可以更好体现真实经营状况，相应的 ROE、ROA 等盈利指标具有更大的参考意义，提高 PE、PB 等简单指标在保险估值上的合理性，使更多的投资者接受保险股成为可能。

不足之处：首年保单获取成本不递延，最终利润对不同首年保费结构的公司带来的影响或有较大差异，不利于横向对比。

2、内含价值法仍是最主要估值指标

由于内含价值不受会计制度调整影响，可以保持历史数据连续性，加之保单价值的假设可以通过外部合理性检验，因而估算更加符合实际，我们认为，内含价值法估值仍将是最主要的估值指标。

寿险业务结构调整有望继续深入

规模转为效益 管理层压力减轻

市场份额是考核管理层绩效的重要指标，在没有外部压力的情况下，公司很难主动放弃市场份额，追求单位效益。同时，由于投资型产品销售情况与结算利率、分红率高度相关，保险公司通过高回报率的投资型保单占领市场是比较容易的。当面临新公司竞争时，大公司往往牺牲效益换规模，折射出保费规模对管理层绩效考核的压力。

转机出现在 08 年 8 月，保监会倡导寿险业务结构转型，全行业开始大幅调整，规模指标被相对弱化，价值指标重新重视，在此趋势下，公司管理层才有足够的动力去发展长期业务，改善经营状况。

表 4、保监会积极倡导业务结构调整

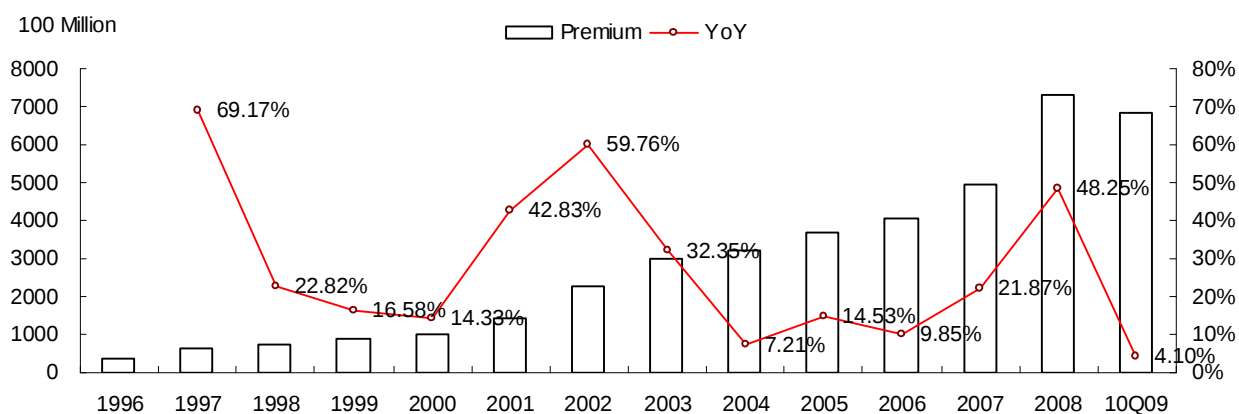
日期	事件	主要内容
2009年8月2日	保监会发布《关于进一步加强结构调整，转变发展方式，促进寿险业平稳健康发展的通知》	要求各人身保险公司破除片面强调“规模、市场份额、保费排名”等观念的束缚，坚持重点发展能够提高公司价值和效益的业务，坚持重点发展体现寿险业核心优势的业务，坚持重点发展满足消费者保障需求的业务；要以风险保障型和长期储蓄型业务为发展核心，大力拓展健康、养老、三农等重点领域业务，提高行业服务经济社会的能力。
2009年7月20日	上半年保险监管工作会议	吴定富强调，要坚定不移地推进结构调整，切实转变保险业发展方式。结构调整是防范化解风险的客观要求，也是关系保险业持续健康发展的一项长期战略任务。要认识到，保障型业务始终应作为保险业发展的主业。结构调整的根本目标，是以结构调整带动保险业发展方式的转变，不断提高保险业发展质量和水平。下半年，要继续加大结构调整工作的推动力度，逐步形成保障型业务和非保障型业务、承保业务和资金运营协调发展的格局。结构调整要坚持科学性，坚决防止片面性。
2009年4月21日	一季度保险监管工作会议	吴定富指出，当前结构调整已成为全行业共识，并取得初步进展。一是下发《关于加快业务结构调整，进一步发挥保险保障功能的指导意见》，加大对投资型业务的监督检查力度，出台涉及产品开发、投连险销售管理的规范性文件。二是加强对非寿险投资型产品的监管。三是通过强化产品审查力度，推动各公司进一步调整和优化产品结构。四是建立月度结构调整动态报告制度，加强寿险市场业务结构动态监测。一季度，各保险公司采取切实有效措施，重点发展期交、期限长、保障程度高的业务，结构调整成效正在逐步显现。
2009年3月1日	09年全国寿险监管工作会议	会议指出，2008年上半年寿险投资理财类业务发展过热现象明显。为了引导寿险业回归保障本质，提高行业可持续发展能力，保监会自2008年8月开始大力推动寿险业结构调整。对行业进行窗口指导，引导寿险公司统一思想，集中力量调整业务结构，坚持发展符合行业核心竞争力和群众真实需求的业务，特别是大力发展意外伤害保险、健康保险、养老年金保险、定期寿险等城乡居民有着迫切需求的保险产品。加强了对寿险市场的整顿规范，加大了对投资型业务的监督检查力度，陆续出台了多项促进业务结构调整的规范性文件，涉及产品开发、销售管理等多个环节。
2009年2月9日	保监会下发《关于加快业务结构调整进一步发挥保险保障功能的指导意见》	《指导意见》要求各人身保险公司高度重视业务结构调整工作，要将业务结构调整工作与防范化解风险、保护消费者利益、转变发展方式、发挥保险的风险管理和保障功能紧密结合起来。要求公司制定中长期业务结构调整规划，并纳入公司总体发展战略之中。
2008年12月27日	2009年全国保险工作会议	吴定富指出，要以结构调整促进发展方式的转变，抓住发展保障型业务、服务民生这条主线，在调整转变中形成新的竞争优势。同时要运用保险市场调控手段，引导行业积极转变发展方式，促进平稳增长。
2008年11月17日	吴定富调研人寿集团	吴定富指出，保险业学习落实科学发展观，要重点解决制约保险业发展的瓶颈问题，改革的着力点应该集中在调整结构和转变发展方式上。
2009年8月20日	保监会召开寿险工作会议	保监会主席助理陈文辉出席会议并作重要讲话。他分析了当前寿险业发展的形势和潜在的风险，要求各地区、各公司高度重视业务增长大起大落风险，抓住当前的有利时机，集中力量进行业务结构调整，大力发展长期性、保障性业务，加强风险管控，促进寿险业的长期健康可持续发展。
2009年11月20日	中国寿险发展与监管高层研讨会	陈文辉先生出席会议并发表演讲。他指出，当前要认真反思国际金融危机爆发一年多来的深刻教训，总结寿险业结构调整一年来的经验和成效，研究促进寿险业科学发展的战略性问题，为今后一个时期寿险业发展和监管工作指明方向。

资料来源：保监会 国海证券研究所

在业务结构调整下，寿险保费出现明显下降，09 年 1-10 月仅增长 4.1%，是过去 10 多年最低，从一个侧面证明，各大保险公司管理层对规模保费的重视程度有所降低，轻规模、重效益将逐步成为行业主流。

从会计角度看，由于保费需要按照风险保障程度进行拆分，万能、短期分红、投连等不计入保费范畴，保险公司要获取保费收入，只能加大传统、长期分红等险种的销售，无疑会加大销售难度，预计 2010 年行业保费增速仍将保持低位。

图 1、寿险保费增速明显放缓

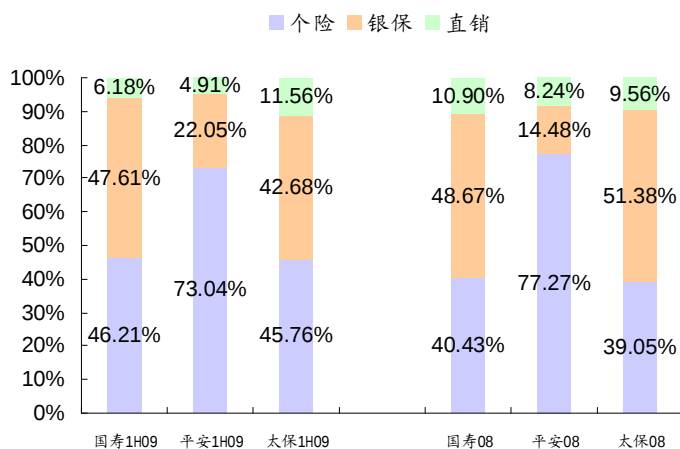


资料来源：保监会 国海证券研究所

首年保费结构有望进一步优化

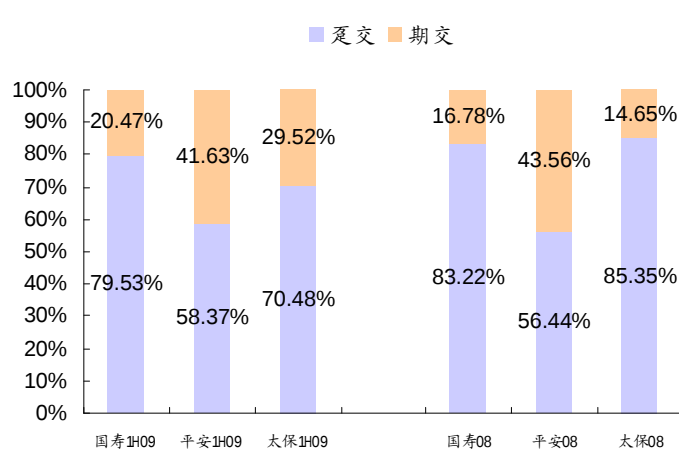
业务结构调整后，虽然规模增速下降，但是保费结构得到明显优化：个险比重提高，银保适度收缩；首年期交比重明显提高，其中，太保的首年期交比例增加一倍。

图 2、三大保险公司营销渠道对比



资料来源：Wind 国海证券研究所

图 3、三大保险公司首年保费期交对比

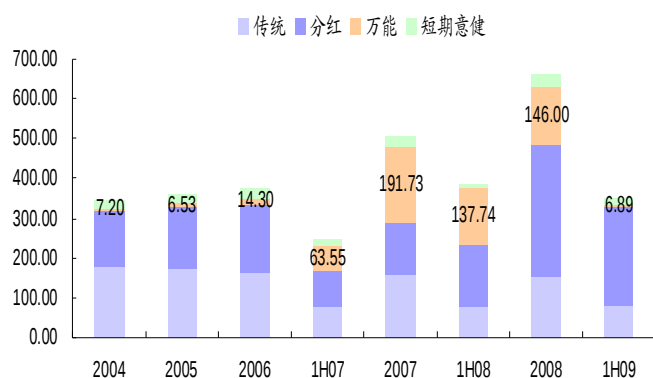


资料来源：Wind 国海证券研究所

从 09 年业务结构调整的经验看，规模保费的放缓，主要是压缩了保单价值低的万能、短期分红等险种，价值高的传统、长期分红等不但没有受影响，反而会加速增长，并由此带动新业务利润率的增长。

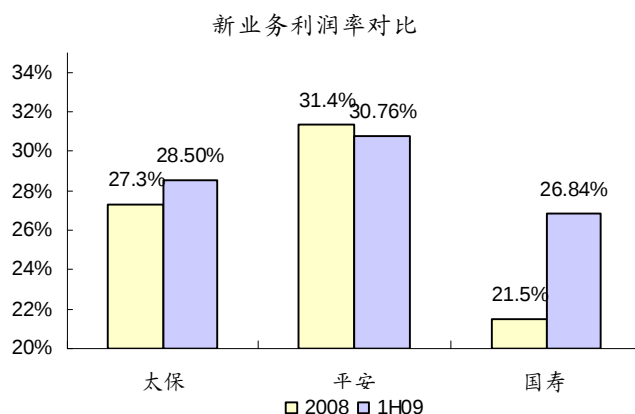
因此，展望 2010 年，最大的可能依然是规模保费稳健增长，保费结构继续改善，新业务利润率还有改善空间，并进一步提高新业务倍数，从而推高估值基础。

图 4、太保在业务调整中大力压缩万能



资料来源：Wind 国海证券研究所

图 5、三大保险公司新业务利润率对比



资料来源：Wind 国海证券研究所

新业务倍数有望提高

新业务倍数的测算主要由 RDR、首年保费增速、趸交比例、新业务利润率等几项指标共同决定，考虑到业务结构调整在 10 年仍会继续深入，相应的，期交保单增多从而降低趸交比例、新业务利润率保持相对稳定。

以太保为例，考虑保单质量提高后，新业务倍数将由 25 提高至 30，进一步夯实估值基础。

表 5、考虑新业务利润率提升后，太保的新业务倍数达到 30 倍

	2009	2010	2011	2012-2019	2020-
RDR	12%				
首年保费	630	787	961	15824	
同比%	35%	25%	22%	20%	8%
趸交比例	68%	68%	66%	55%	45%
首年标准保费	244	306	390	7991	
新业务利润率	29%	29%	29%	26%	23%
一年新业务价值	71	89	113	2078	
折现后一年新业务价	71	79	90	947	936
新业务价值	2124				
隐含新业务倍数	30				

资料来源：Wind 国海证券研究所

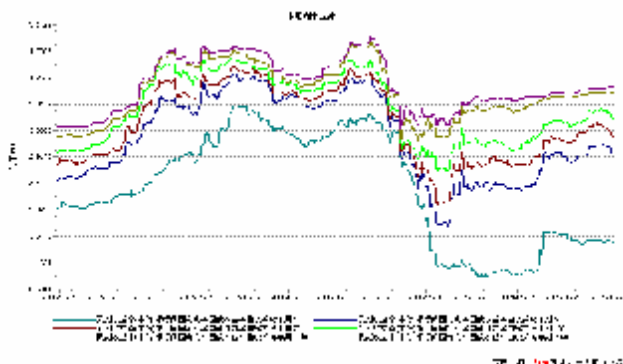
债券收益率走高是大概率事件 保险继续受益

货币政策基调不能削弱加息预期

1、货币政策或明松暗紧

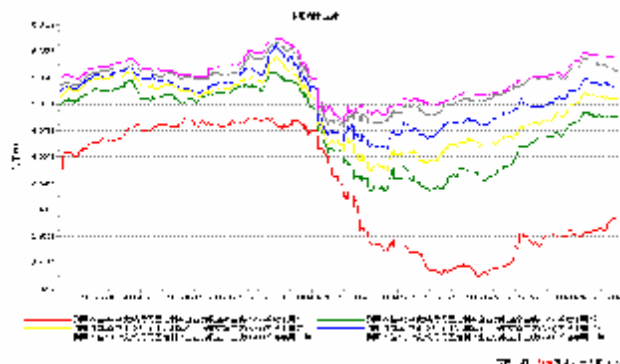
随着中央经济工作会议的落幕，明确 2010 年宏观经济政策的主基调仍是“积极财政+适度宽松货币”政策。过多的货币投放不利于债券收益率走高，在宏观定调之后，债券价格开始反弹，某种意义上也证明了这一点。

图 6、银行间固定利率国债收益率



资料来源：Wind 国海证券研究所

图 7、AA 级以上企业债收益率



资料来源：Wind 国海证券研究所

但换一个角度解读，08 年底至今的货币政策基调一直是适度宽松，从政策的连续性和稳定性角度出发，短期政策基调出现大变化的可能性很小，适度宽松应该是市场预料之中。

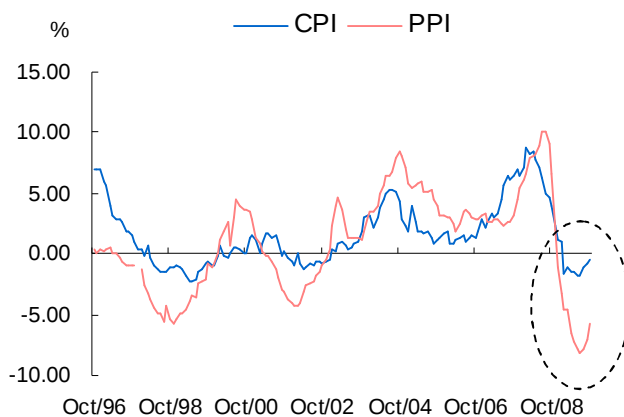
然而在实际操作上，央行会根据市场情况逐步增大货币调控手段，预计 2010 年，央行将分别通过窗口指导、央票、存款准备金率、基准利率等手段，逐渐加大回收流动性力度，实际货币状况还是会逐渐收紧，基于此，我们判断债券收益率继续保持高位仍是大概率事件。

2、CPI 走势强化加息预期

CPI 在经历 08 年的急剧下滑后，在 09 年 8 月出现止跌回升，同期 PPI 也出现向上拐点。另外，作为 CPI 的先行指标，M2 增速已经接近 30%，预计 10 年 CPI 下半年回升至 3-4% 的可能性非常大，2.25% 的一年期存款利率将变为实际负利率，加息预期仍会持续，从而构成对债券

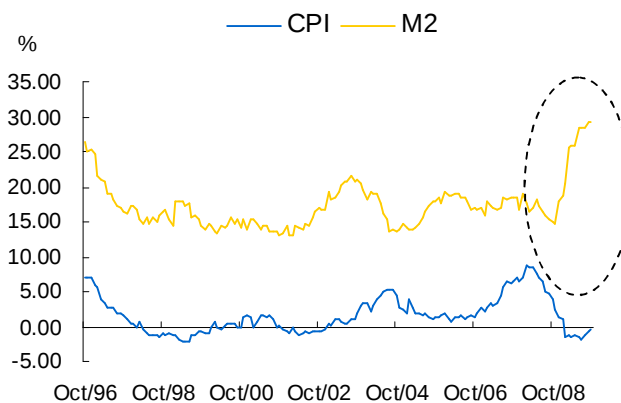
收益率的支撑。

图 8、CPI 和 PPI 均出现向上拐点



资料来源: Wind 国海证券研究所

图 9、M2 是 CPI 的先行指标



资料来源: Wind 国海证券研究所

债券投资限制逐渐取消

09 年 4 月, 保监会下发《关于增加保险机构债券投资品种的通知》, 新增无担保企业债券等品种, 扩大保险资金债券投资范围。考虑到申报内部信用风险评估报告等花费的时间, 我们认为, 保险资金将会从 2010 年正式进入无担保债券市场。

10 月底, 保监会提高保险资金投资企业债的比例上限, 由原来的 30% 增加至 40%。不过, 当前保险公司持有企业债的比重普遍不高, 例如国寿持有企业债比重只有 7.6%, 远低于 30% 的上限, 因此, 调整投资比例上限后, 短期内不会对保险公司债券投资造成任何影响。

综合以上两个事件, 都在透露一个积极的信号: 保险资金投资债券的限制正在逐渐取消。企业债、无担保债券具有收益适中, 风险较低的特点, 适合保险资金要求, 扭转必须通过股市提高收益率的局面。

债券投资价值突出

对保险公司来讲, 债券收益率决定长期价值走势, 股市变动决定短期利润波动, 在债券收益率不断走高的情况下, 保险公司仍将持续受益, 保险股长期价值显现。

1、当前收益率满足保险公司内含价值要求

一般来说, 内含价值法对长期收益率的假设是 5.5%, 按照投资资

产类型及不同的收益率假设，债券利率如果从 3.5% 提升至 4.5%，权益类资产由 10% 增加至 13%，那么总回报率的改进就可以达到 1 个百分点，并且使收益水平达到 5.5% 的假设。

超过 4.5% 的债券收益率已经具备较高的投资价值，而不断走高的收益率曲线预示着保险公司的未来盈利正在逐步加强。因此，当前的收益率不仅可以缓和保险资金运用压力，更有助于保单长期价值的提高。

表 6、4.5% 的债券利率具有配置价值

	银行存款	债券	股票&基金	其他方式
比例	30.99%	50.22%	16.62%	2.24%
原假设回报率	3.00%	3.50%	10.00%	6.00%
债券回升后回报率	3.00%	4.50%	13.00%	6.00%
加权平均收益率		4.48%		
改进后收益率		5.49%		
提高幅度		1.00%		

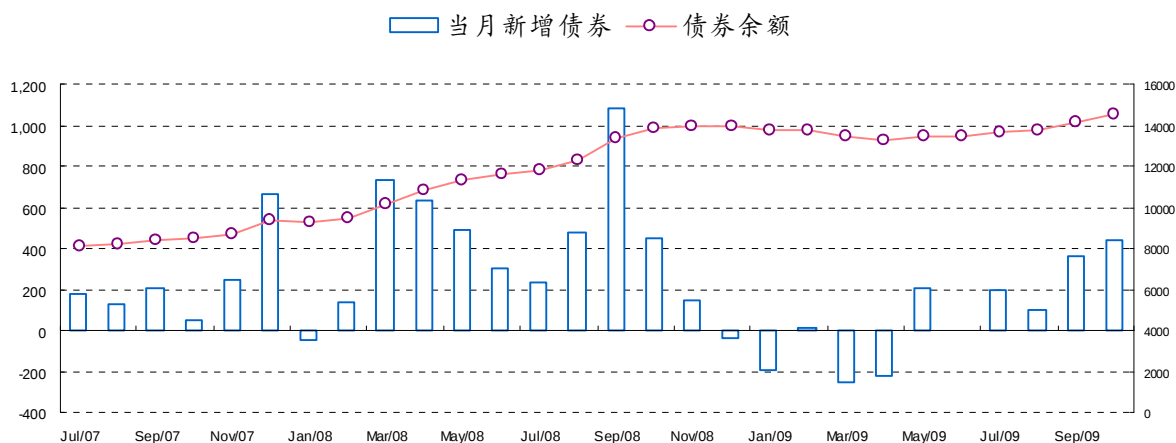
数据来源：国海证券研究所

2、保险公司主动增加债券配置

保险公司从 7 月开始明显加大债券的配置，7-10 月新增债券 1087.8 亿，同期保险公司总资产增加 1196.94 亿，债券占新增资产的比重高达超过 90%。

考虑到今年以来股市持续走暖、债券收益率持续走高的背景，因此，当前保险公司主动加仓债券的举措不同于 08 年股市大跌时的避险行为，在股市向好的情况依然加大债券配置，债券投资价值已经得到保险资金的认可，为投资收益率奠定良好的基础。

图 10、保险公司连续几个月加仓债券



资料来源：中债网 国海证券研究所

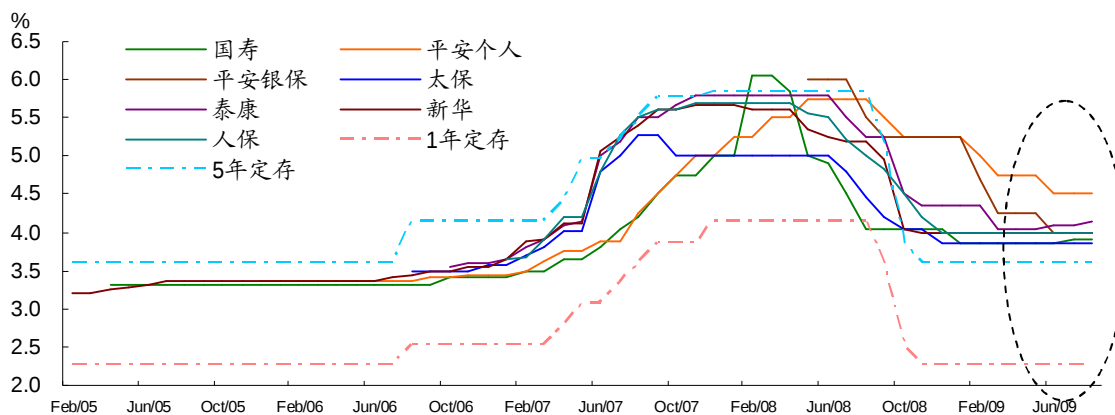
存款利率压制保单资金成本维持低位

尽管保单资金成本在不同类型险种上有不同的表现形式，如传统险是 2.5% 的定价利率，分红险为保单分红率，万能险的结算利率等。除了固定不变的保证利率外，可变资金成本都有一个共同特点：投资收益率的滞后函数。也就是说，只有当投资收益率持续稳定提升后，保单资金成本才有望回升。

对比万能险结算利率和定期存款利率走势可以看出：在基准利率下降之后，结算利率仍保持了一段相对较高的水平，而在基准利率稳定不变后，结算利率仍在逐渐下降，滞后现象非常明显。

因此，在明年上半年没有加息之前，保单资金成本不会出现明显的回升，继续维持低位的可能性非常大，而这有助于保险利差益的扩大。

图 11、万能结算利率基本保持平稳



资料来源：公司数据 国海证券研究所

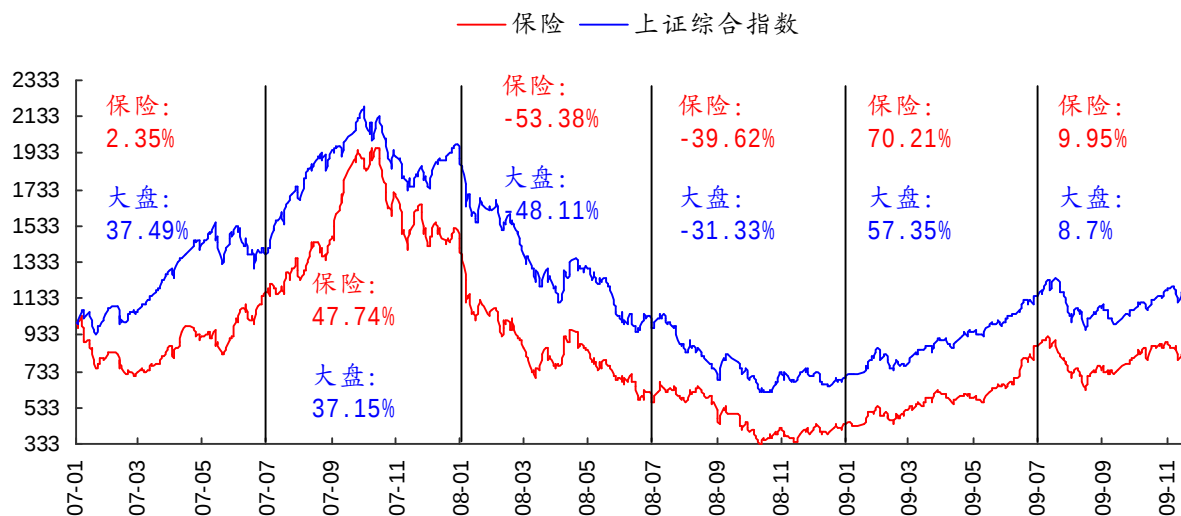
投资策略：保险股明年战胜大盘

高贝塔特征明显 下半年更容易跑赢指数

如果把 07、09 年定义为指数上涨年，08 年定义为指数下跌年，除了 07 年上半年外，保险指数在指数上涨周期都战胜大盘，在指数下降周期落后大盘，体现了保险股的高贝塔特征。

如果以半年为界，将每一个日历年度分为上下半年，从 07 年 1 月至 09 年 12 月，共有 6 个周期，其中，保险股在上半年跑赢指数的次数只有 1 次，下半年跑赢指数的次数有 2 次。从过去三年的经验来看，上半年保险股跑赢指数的可能性要低于下半年。

图 12、保险股与大盘指数涨跌幅对比



资料来源：Wind 国海证券研究所

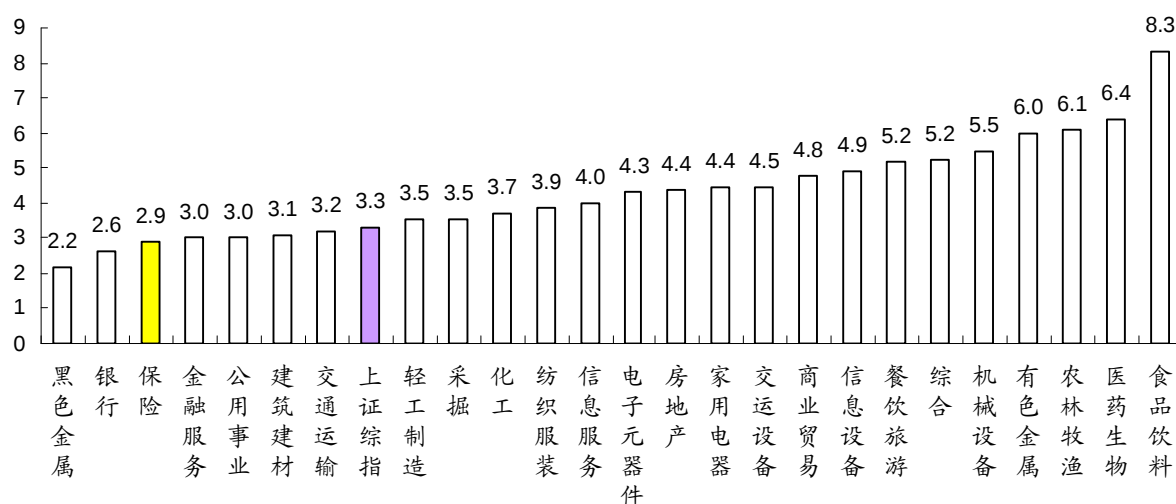
净资产估值仍低于大盘

由于保险会计账目上的净资产没有体现保单有效业务价值，内含价值比净资产更能反映保险公司真实的净资产状况。

用 PEV 替代 PB，那么，保险股新的“市净率”只有 2.91 倍，在各大板块中处于相对较低的位置，仅比钢铁、银行的估值略高，落后于大盘 3.3 倍 PB。

因此，从净资产估值的角度看，保险股仍处于较低的水平，估值具有回升要求。

图 13、保险 PEV 在各板块市净率排名中处于低位



资料来源: Wind 国海证券研究所

估值对比: 太保、平安具有安全边际

以 2010 年的 PEV 指标为参考, 国寿 3.13 倍, 平安 2.98 倍, 太保 2.30 倍, 相对之下, 太保估值优势明显。用 NBM 指标看, 国寿 31.89 倍, 平安 26.84 倍, 太保 28.53 倍, 平安和太保略有优势。

表 7、三大保险公司 EV 估值对比

股票代码	名称	本次评级	股价(元)	EV		PEV		VFNB		NBM	
			09-11-4	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
601628.SH	中国人寿	中性	31.18	8.49	9.97	3.67	3.13	0.49	0.67	46.05	31.89
601318.SH	中国平安	增持	60.50	16.73	20.30	3.62	2.98	1.16	1.50	37.64	26.84
601601.SH	中国太保	增持	26.50	9.09	11.53	2.92	2.30	0.47	0.52	36.72	28.53

资料来源: Wind 国海证券研究所

从盈利增长的角度看, 10/09 年度, 平安和太保的利润增速快于国寿, 业绩弹性更高。

结合估值, 我们认为太保和平安具有安全边际和业绩弹性, 给予增持的投资评级, 同时维持行业强于大市的判断。

表 8、上市保险公司盈利估值对比

股票代码	名称	本次评级	股价(元)	每股收益(元)				市盈率(x)			
			09-11-4	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
601628.SH	中国人寿	中性	31.18	0.36	1.05	0.97	1.13	86.36	29.67	32.04	27.64
601318.SH	中国平安	增持	60.50	0.09	1.46	1.51	1.79	671.26	41.39	40.13	33.71
601601.SH	中国太保	增持	26.50	0.17	0.53	0.67	0.82	152.39	50.10	39.39	32.30

资料来源: 公司数据 国海证券研究所

各股投资机会分析

中国太保：迈入改善经营第一步

太保对寿险业务调整不遗余力，效果比较显著，万能险压缩完毕，分红成为主力，新业务利润率得到提升。此次结构调整顺应了低息周期降低保费规模的寿险规律，如果能够坚持更长时间，太保寿险的竞争力将会明显提高。

投资方面公司没有太大的转变，采用跟随策略，权益投资收益不足。不过，公司对基础设施投资的参与热度很高，上海双中心建设带来大量建设机会，太保有望获得更多大项目的机会，对公司形成利好。

H 股成功发行会增厚公司资本金，为业务发展提供动力，公司在寿险领域的提升空间还很大，给予增持的评级，合理估值为 25-30 元。

表 9、中国太保 10 年估值 30.43 元

	人民币亿元	2007	2008	2009	2010	2011	2012
A	寿险有效业务价值	140.15	181.03	226.67	285.08	356.35	441.87
B	调整后净资产	607.40	518.76	776.62	856.22	943.98	1040.74
C=A+B	内含价值	747.55	699.79	1003.29	1141.30	1300.33	1482.61
D	一年新业务价值	30.15	36.51	45.64	58.42	71.27	85.52
E	新业务倍数	35.00	25.00	30.00	30.00	30.00	30.00
F=D*E	新业务价值	1055.25	912.75	1369.13	1752.48	2138.03	2565.63
G=A+F	寿险评估价值	1195.40	1093.78	1595.79	2037.56	2494.38	3007.50
H	财险净资产	66.67	73.68	117.61	129.66	142.96	157.61
I	财险PB	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
J=H*I	财险评估价值	100.01	110.52	176.41	194.50	214.43	236.41
K	其他业务净资产	387.26	205.53	313.63	345.77	381.22	420.29
L	其他业务PB	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
M=K*L	其他业务评估价值	464.71	246.64	376.35	414.93	457.46	504.35
N=G+J+M	评估价值（元）	1760.12	1450.94	2148.56	2646.99	3166.27	3748.26
O	总股本（亿）	77.00	77.00	87.00	87.00	87.00	87.00
P=N/O	每股评估价值（元）	22.86	18.84	24.70	30.43	36.39	43.08
Q=C/O	每股内含价值（元）	9.71	9.09	11.53	13.12	14.95	17.04
R	每股有效业务价值（元）	1.82	2.35	2.61	3.28	4.10	5.08
S	每股一年新业务价值（元）	0.39	0.47	0.52	0.67	0.82	0.98
T	隐含新业务倍数（X）	42.88	36.72	28.53	19.93	14.10	9.62
U	新业务价值/寿险评估价值	88.28%	83.45%	85.80%	86.01%	85.71%	85.31%
V	隐含新业务价值增长		21.09%	25.00%	28.00%	22.00%	20.00%
W	隐含PEV	2.73	2.92	2.30	2.02	1.77	1.56

资料来源：公司数据 国海证券研究所

中国平安：优越的历史沉淀是规模扩张的底气

09 年，平安在寿险和财险两方面都采取了最为激进的扩张策略，特别是寿险，在去年行业大肆发展银保时，平安依靠强大的个险，在银保规模较小的情况下保持市场份额稳定。今年当竞争对手收缩银保后，

公司逆势而上，轻松争取到银行支持，保费策略无疑是非常成功。

虽然新业务利润率有所下降，但是仍保持绝对的领先优势，我们认为，正是由于个人代理渠道优势明显，才使平安可以凭借优越的历史沉淀，游刃有余的进行规模扩张。

公司目前估值合理，银行业务主要看未来收购深发展的整合效果，除税务检查带来的负面影响外，会计准则变动也可能对公司净资产带来较大的负面影响，不过，风物长宜放眼望，公司管理能力领先、寿险渠道强大，基本面还是让人放心的，维持“增持”的评级。

表 10、中国平安 10 年估值 70.28 元

	人民币亿元	2007	2008	2009	2010	2011	2012
A	寿险有效业务价值	432.78	438.43	523.84	633.84	768.84	928.84
B	调整后净资产	1070.32	790.16	967.27	1107.42	1267.89	1451.60
C=A+B	内含价值	1503.10	1228.59	1491.11	1741.26	2036.73	2380.44
D	一年新业务价值	71.87	85.41	110.00	135.00	160.00	180.00
E	新业务倍数	35.00	20.00	30.00	30.00	30.00	30.00
F=D*E	新业务价值	2515.45	1708.20	3300.00	4050.00	4800.00	5400.00
G=C+F	寿险评估价值	2948.23	2146.63	3823.84	4683.84	5568.84	6328.84
H	财险净利润	14.84	4.08	-2.42	5.50	6.53	7.83
I	财险PE	15.00	15.00	15.00	20.00	20.00	20.00
J=H*I	财险评估价值	222.60	61.20	-36.32	109.95	130.66	156.58
K	银行净利润	15.37	14.44	10.58	12.08	14.42	17.90
L	银行PE	30.00	15.00	15.00	20.00	25.00	25.00
M=K*L	银行评估价值	461.10	216.60	158.70	241.60	360.39	447.47
N	证券净利润	14.92	5.50	8.86	1.61	9.17	10.75
O	证券PE	30.00	20.00	25.00	25.00	25.00	25.00
P=N*O	证券评估价值	447.60	110.00	221.61	40.28	229.27	268.74
Q	信托业务净利润	7.44	12.07	5.05	4.33	4.71	9.04
R	信托业务PE	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
S=Q*R	信托评估价值	148.80	241.40	100.99	86.53	94.29	180.80
T	集团评估价值	4228.33	2775.83	4268.82	5162.19	6383.44	7382.43
U	总股本	73.45	73.45	73.45	73.45	73.45	73.45
V=T/U	每股评估价值（元）	57.57	37.79	58.12	70.28	86.91	100.51
W=C/U	每股内含价值（元）	20.46	16.73	20.30	23.71	27.73	32.41
X	每股有效业务价值（元）	5.89	5.97	7.13	8.63	10.47	12.65
Y	每股一年新业务价值（元）	0.98	1.16	1.50	1.84	2.18	2.45
Z	隐含新业务倍数（X）	37.20	34.51	24.41	18.04	13.37	9.98
AA	新业务价值/寿险评估价值	85.32%	79.58%	86.30%	86.47%	86.19%	85.32%
AB	隐含新业务价值增长		18.84%	28.79%	22.73%	18.52%	12.50%
AC	PEV	2.78	3.40	2.80	2.40	2.05	1.75

资料来源：公司数据 国海证券研究所

中国人寿：防御大于进攻

国寿产品结构单一，基本没有万能险和投连险，业务调整主要集中在短期分红向长期分红转变，因而价值提升幅度大于盈利提升幅度。

由于没有利差损保单，国寿的负债利率水平是同业中最低的，新会计准则实施会对公司带来净资产的一次性增厚，二级市场或出现交易性

机会。

同时，大国企背景使其在政府资源竞争中往往具有较强的话语权，投资未上市公司股权和基础设施等公司的竞争优势将得到体现。

目前 A 股价格对 H 股有 10% 左右的折价，具有一定的相对安全边际，公司基本面是不错，只是估值却没有吸引力，如果出现大盘弱势整理，公司还有一定的防御性，给予“中性”的评级。

表 11、中国人寿 10 年估值 29.72 元

	人民币亿元	2007	2008	2009	2010	2011	2012
A	寿险有效业务价值	843.93	1022.71	1161.95	1349.92	1584.89	1871.55
B	调整后净资产	1681.75	1378.16	1656.65	1932.31	2253.85	2628.89
C=A+B	内含价值	2525.68	2400.87	2818.60	3282.23	3838.74	4500.44
D	一年新业务价值	120.47	139.24	187.97	234.97	286.66	343.99
E	新业务倍数	40.00	25.00	30.00	30.00	30.00	30.00
F=D*E	新业务价值	4818.80	3481.00	5639.22	7049.03	8599.81	10319.77
G=A+F	寿险评估价值	5662.73	4503.71	6801.17	8398.95	10184.70	12191.32
H	非寿险业务净资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
I	非寿险业务净资产倍数	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
J=H*I	非寿险评估价值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
K=G+J	评估价值（元）	5662.73	4503.71	6801.17	8398.95	10184.70	12191.32
L	总股本（亿）	282.65	282.65	282.65	282.65	282.65	283.65
M=K/L	每股评估价值（元）	20.03	15.93	24.06	29.72	36.03	42.98
N=C/L	每股内含价值（元）	8.94	8.49	9.97	11.61	13.58	15.87
O	每股有效业务价值（元）	2.99	3.62	4.11	4.78	5.61	6.60
P	每股一年新业务价值（元）	0.43	0.49	0.67	0.83	1.01	1.21
Q	隐含新业务倍数（X）	53.03	46.78	32.43	23.97	17.71	12.92
R	新业务价值/寿险评估价值	85.10%	77.29%	82.92%	83.93%	84.44%	84.65%
S	隐含新业务价值增长		15.58%	35.00%	25.00%	22.00%	20.00%
T	PEV	3.53	3.71	3.16	2.72	2.32	1.99

资料来源：公司数据 国海证券研究所

风险分析

由于保险投资中的股权部分与股市涨跌息息相关，大盘调整将会对保险投资收益带来较大影响。

加息来临导致保险投资型产品再次兴起，业务调整前功尽弃，保险竞争回到 07 年比拼规模的状态，估值中枢下移。

表 12、中国人寿盈利预测

中国人寿盈利预测表									
证券代码:	601628.sh	最新价格:		31.54	投资评级:	中性	日期:		2009-12-4
人民币亿元	2008	2009	2010	2011	人民币元	2008	2009	2010	2011
利润表					每股指标				
营业收入	3411	3831	4376	5076	EPS	0.36	1.05	0.97	1.13
已赚保费	2949	3094	3713	4307	BVPS	4.81	5.86	6.84	7.97
投资收益	450	720	644	748	每股EV	8.49	9.97	11.61	13.58
营业支出	3332	3447	4021	4662	每股AV	15.93	24.06	29.72	36.03
退保金	391	394	435	502	每股VBIF	3.62	4.11	4.78	5.61
赔付支出	792	905	993	1148	每股FNBV	0.49	0.67	0.83	1.01
计提准备金	1560	1571	1874	2179	P/E	87.36	30.01	32.41	27.96
红利支出	17	160	248	287	P/B	6.56	5.38	4.61	3.96
手续费支出	242	217	261	302	P/EV	3.71	3.16	2.72	2.32
业务及管理费	173	153	197	228	P/AV	1.98	1.31	1.06	0.88
税前利润	79	385	355	414	P/VBIF	8.72	7.67	6.60	5.62
所得税	(23)	86	79	93	P/FNBV	64.02	47.43	37.94	31.10
归属母公司净利润	102	299	276	320					
资产负债表					保费结构				
总资产	9902	11906	13632	15316	寿险渠道				
投资资产	9371	10589	11860	13283	个人寿险	40.43%	48.00%	51.00%	56.00%
非盈利资产	531	1317	1772	2033	银行保险	48.67%	46.00%	44.00%	40.00%
总负债	8543	10233	11680	13040	团体保险	10.90%	6.00%	5.00%	4.00%
保险准备金	7784	9414	10745	11997	寿险产品				
其他负债	759	819	934	1043	传统险	15.00%	12.00%	10.00%	8.00%
所有者权益	1359	1673	1952	2277	分红险	82.00%	86.00%	88.00%	90.00%
					万能险	3.00%	2.00%	2.00%	2.00%
					短期意外健康险	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
内含价值					财险产品				
寿险有效业务价值	1023	1162	1350	1585	车险	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
一年新业务价值	139	188	235	287	非车险	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新业务倍数	25	30	30	30	其他	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新业务价值	3481	5639	7049	8600					
寿险评估价值	4504	6801	8399	10185	投资资产				
非寿险评估价值	0	0	0	0	银行存款	24.36%	25.00%	25.00%	25.00%
集团评估价值	4504	6801	8399	10185	货币资金	3.64%	6.00%	6.00%	6.00%
					债券	61.45%	50.00%	50.00%	50.00%
经营指标					股票	4.36%	9.00%	9.00%	9.00%
ROAA	1.08%	2.72%	2.15%	2.20%	基金	3.62%	7.00%	7.00%	7.00%
ROAE	6.65%	19.59%	15.18%	15.08%	其他	2.57%	3.00%	3.00%	3.00%
投资收益率	5.04%	7.21%	5.74%	5.95%					
退保率	4.84%	3.70%	3.50%	3.50%	保险准备金				
寿险偿付能力	310.14%				未到期	0.85%	0.80%	0.80%	0.80%
财险偿付能力	n.a.				未决	0.34%	0.30%	0.30%	0.30%
					寿险	97.81%	97.90%	97.90%	97.90%
其他数据					长期健康	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
发行价	18.80								
总股本(亿股)	282.7	282.7	282.7	282.7					

资料来源: 公司数据 国海证券研究所

表 13、中国平安盈利预测

中国平安盈利预测													
证券代码:	601318.sh	最新价格:		56.86	投资评级:	增持	日期:		2009-12-4				
人民币亿元	2008	2009	2010	2011			2008	2009	2010	2011			
利润表					每股指标								
营业收入	1398	2029	2340	2786	EPS		0.09	1.46	1.51	1.79			
已赚保费	1218	1554	1925	2296	BVPS		10.72	13.17	15.08	17.26			
银行利息收入	38	29	38	47	每股EV		16.73	20.30	23.71	27.73			
投资收益	106	417	353	413	每股AV		37.79	58.12	70.28	86.91			
营业支出	1421	1893	2235	2656	每股VBIF		5.97	7.13	8.63	10.47			
退保金	189	148	188	223	每股FNBV		1.16	1.50	1.84	2.18			
赔付支出	316	282	346	405	P/E		630.87	38.90	37.72	31.68			
计提准备金	330	1020	1204	1449	P/B		5.30	4.32	3.77	3.29			
红利支出	63	49	63	74	P/EV		3.40	2.80	2.40	2.05			
手续费支出	148	186	198	235	P/AV		1.50	0.98	0.81	0.65			
业务及管理费	140	159	193	218	P/VBIF		9.53	7.97	6.59	5.43			
税前利润	(25)	136	106	130	P/FNBV		48.90	37.97	30.94	26.10			
所得税	(33)	47	25	32									
归属母公司净利润	9	112	114	136	保费结构								
					寿险渠道								
资产负债表					个人寿险					77.27%	71.00%	69.00%	67.00%
总资产	7076	9132	10652	12425	银行保险					14.48%	25.00%	28.00%	30.00%
投资资产	749	1086	1357	1697	团体保险					8.24%	4.00%	3.00%	3.00%
银行生息资产	7076	9132	10652	12425									
总负债	6262	8098	9468	11069	寿险产品								
保险准备金	4201	5304	6201	7250	传统险					36.57%	37.00%	41.00%	44.00%
银行客户存款	806	1129	1490	1938	分红险					33.09%	45.00%	43.00%	40.00%
所有者权益	815	1035	1184	1356	万能险					8.26%	5.00%	5.00%	5.00%
					短期意外健康险					4.83%	4.00%	3.00%	3.00%
内含价值													
寿险有效业务价值	438	524	634	769	财险产品								
一年新业务价值	85	110	135	160	车险					71.21%	73.00%	73.00%	73.00%
新业务倍数	20	30	30	30	非车险					23.25%	22.00%	22.00%	22.00%
新业务价值	1708	3300	4050	4800	其他					5.53%	5.00%	5.00%	5.00%
寿险评估价值	2147	3824	4684	5569									
非寿险评估价值	629	445	478	815	投资资产								
集团评估价值	2776	4269	5162	6383	银行存款					18.17%	16.00%	16.00%	16.00%
					货币资金					10.30%	13.50%	11.50%	10.50%
经营指标					债券					61.72%	57.00%	57.00%	57.00%
ROAA	0.10%	1.32%	1.12%	1.14%	股票					2.89%	5.00%	5.00%	5.00%
ROAE	0.69%	11.61%	9.98%	10.38%	基金					4.93%	6.00%	6.00%	6.00%
投资收益率	2.25%	8.23%	5.90%	5.86%	其他					1.99%	2.50%	4.50%	5.50%
退保率	3.06%	2.50%	2.50%	2.50%									
寿险偿付能力	183.72%				银行资产								
财险偿付能力	153.26%				个人贷款					32.67%	26.00%	26.00%	26.00%
					企业贷款					67.33%	74.00%	74.00%	74.00%
其他数据													
发行价	33.80				活期存款					49.36%	48.00%	48.00%	48.00%
总股本（亿股）	73.45	73.45	73.45	73.45	定期存款					50.64%	52.00%	52.00%	52.00%

资料来源: 公司数据 国海证券研究所

表 14、中国太保盈利预测

中国太保盈利预测表									
证券代码:	601601.sh	最新价格:		26.50	投资评级:	增持	日期:		2009-12-4
人民币亿元	2008	2009	2010	2011	人民币元	2008	2009	2010	2011
利润表					每股指标				
营业收入	978	1097	1272	1484	EPS	0.17	0.53	0.67	0.82
已赚保费	843	907	1084	1258	BVPS	6.33	8.93	9.84	10.85
投资收益	133	187	186	225	每股EV	9.09	11.53	13.12	14.95
营业支出	986	1038	1192	1388	每股AV	18.84	24.70	30.43	36.39
退保金	73	86	83	104	每股VBIF	2.35	2.61	3.28	4.10
赔付支出	283	288	298	358	每股FNBV	0.47	0.52	0.67	0.82
计提准备金	371	417	537	605	P/E	152.39	50.10	39.39	32.30
红利支出	26	23	27	33	P/B	4.19	2.97	2.69	2.44
手续费支出	73	96	95	111	P/EV	2.92	2.30	2.02	1.77
业务及管理费	114	120	143	165	P/AV	1.41	1.07	0.87	0.73
税前利润	(4)	58	79	97	P/VBIF	11.27	10.17	8.09	6.47
所得税	(18)	12	20	24	P/FNBV	55.89	50.52	39.47	32.35
归属母公司净利润	13	46	59	71					
资产负债表					保费结构				
总资产	3194	4021	4954	5778	寿险渠道				
投资资产	2879	3599	4139	4759	个人寿险	39.05%	48.00%	55.00%	60.00%
非盈利资产	315	422	815	1019	银行保险	51.38%	42.00%	36.00%	32.00%
总负债	2702	3237	4090	4825	团体保险	9.56%	10.00%	9.00%	8.00%
保险准备金	2467	2962	3742	4415	寿险产品				
其他负债	235	275	348	410	传统险	23.30%	20.00%	18.00%	16.00%
所有者权益	492	784	864	953	分红险	50.32%	64.00%	67.00%	71.00%
					万能险	22.09%	11.00%	10.00%	8.00%
					短期意外健康险	4.29%	5.00%	5.00%	5.00%
内含价值					财险产品				
寿险有效业务价值	181	227	285	356	车险	70.51%	73.00%	74.00%	73.00%
一年新业务价值	37	46	58	71	非车险	15.66%	13.00%	14.00%	15.00%
新业务倍数	25	30	30	30	其他	13.83%	14.00%	12.00%	12.00%
新业务价值	913	1369	1752	2138	投资资产				
寿险评估价值	1094	1596	2038	2494	银行存款	28.75%	25.00%	25.00%	25.00%
非寿险评估价值	357	553	609	672	货币资金	6.10%	5.00%	5.00%	5.00%
集团评估价值	1451	2149	2647	3166	债券	57.28%	54.00%	54.00%	54.00%
经营指标					股票	1.85%	6.00%	6.00%	6.00%
ROAA	0.45%	1.30%	1.33%	1.35%	基金	2.77%	4.00%	4.00%	4.00%
ROAE	2.51%	7.32%	7.22%	7.98%	其他	3.25%	6.00%	6.00%	6.00%
投资收益率	5.08%	5.42%	4.67%	4.92%	保险准备金				
退保率	3.09%	3.00%	2.50%	2.50%	未到期	6.46%	7.00%	7.00%	7.00%
寿险偿付能力	233.55%				未决	4.31%	4.00%	4.00%	4.00%
财险偿付能力	187.57%				寿险	85.76%	85.50%	85.50%	85.50%
其他数据					长期健康	3.46%	3.50%	3.50%	3.50%
发行价	30.00								
总股本(亿股)	77.00	87.00	87.00	87.00					

资料来源: 公司数据 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

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