



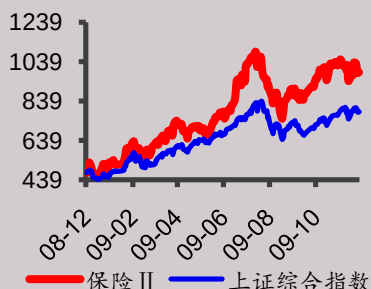
保险股投资环境向好

——保险行业 2010 年投资策略报告

行业评级：
推荐（维持）

投资要点：

行业指数



相关报告：

1. 《股市短期调整不改保险股投资价值》(20091008)

齐鲁证券研究所

行业公司部

分析师

程彬彬

Tel: (021) 5830-3470

Fax: (021) 5831-8543

Email: chengbb@qlzq.com.cn

➤ **利率保险公司价值驱动因素是关键，保险股投资逻辑遵循利率变化的周期。**我们将评估价值做了解，不难看出投资收益率、贴现率、新业务结构以及保费增速决定了保险公司的价值水平，而利率的变动又将导致这三个因素的变动，因此利率是保险公司价值驱动因素的核心。通过比较 2007 年至今保险板块涨跌情况和利率的关系，我们发现，保险板块通常在降息末期和加息初期有较好表现，而在加息末期和降息初期表现较差。

➤ **保单成本保持稳定，投资收益率有望提高。**在目前利率稳定的情况下，我们预计各家公司万能险结算利率也将保持稳定。2010 年我们预计在加息之前，债券收益率大幅上行的可能性不大，但仍在上升轨迹中，而下半年若加息如期而至，将会对债券收益率有一定刺激作用。保险公司债券配置压力逐步减轻。

➤ **未来 10 年保费收入年均增速有望达到 20%。**2010 年保费收入将步入上升通道，且由于低基数的影响，增速较快。长期来看，我国自 2001 年已步入保费快速增长期，未来 10 年保费收入快速增长的趋势仍较保持不变。

➤ **延税型养老保险试点将是重要里程碑，长远利好资本市场和寿险公司。**我们认为在试点推广的初期，保险公司不可避免的将拥有一定的牌照优势，但我们预计该业务试点初期对保险公司的净利润，内含价值和新业务价值的贡献不会很大。**会计准则的调整将是国内和香港会计报表统一。**总体上看，会计准则的调整对国寿正面影响最大。太保其次。而对平安影响为中性。

➤ **投资建议：**我们认为四季度是配置保险股的较好时期，给予行业“推荐”的投资评级，维持中国平安、中国太保“推荐”的投资评级，上调中国人寿至“谨慎推荐”。

重点公司盈利预测及评级

简称	股价	EPS			PE			评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E	
中国太保	25.85	0.17	0.72	0.89	152.1	35.9	29.2	推荐
中国平安	57.03	0.09	1.24	1.57	633.7	46.0	36.3	推荐
中国人寿	31.93	0.36	0.93	1.07	88.7	34.4	29.8	谨慎推荐

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



正文目录

一、保险公司价值驱动因素——利率是关键.....	- 4 -
二、保险股的投资逻辑——遵循利率周期的变化.....	- 5 -
三、保单成本保持稳定，投资收益率有望提高.....	- 7 -
1 保单成本保持稳定.....	- 7 -
2 通胀预期日益加强，利率周期正从低利率向加息初期过渡.....	- 7 -
3 长期投资收益率由投资资产配置结构所决定.....	- 9 -
4 债券到期收益率稳步上行，股票市场上涨概率很大.....	- 11 -
四、未来 10 年中国寿险保费仍将快速增长.....	- 13 -
1 明年保费收入增长将步入上升通道.....	- 13 -
2 未来 10 年寿险保费收入快速增长可期.....	- 17 -
3 保费结构调整成效显著，新业务价值增速明年将在 25%左右.....	- 18 -
五、延税型养老险推出和新会计准则实施对保险公司的影响.....	- 21 -
1 延税养老保险试点将是重要里程碑，长远利好资本市场和寿险公司.....	- 21 -
2 会计准则调整将使国内与香港会计报表统一.....	- 22 -
六、估值及投资策略.....	- 23 -
七、重点公司点评.....	- 25 -
1 中国太保.....	- 25 -
2 中国平安.....	- 25 -
3 中国人寿.....	- 26 -
八、风险提示.....	- 27 -



图目录

图 1: 保险公司价值驱动因素	- 4 -
图 2: 保险股投资逻辑	- 6 -
图 3: 保险板块走势与利率周期的关系	- 6 -
图 4: 主要寿险公司万能险结算利率与存款利率	- 7 -
图 5: CPI、PPI 与一年定期存款利率	- 8 -
图 6: 美元指数与 CRB 指数	- 8 -
图 7: COMEX 黄金期货价格走势	- 9 -
图 8: 中国食用农产品价格指数	- 9 -
图 9: 美国寿险一般账户资金投资资产结构及净投资收益率	- 11 -
图 10: 英国寿险资金投资资产结构及投资收益率	- 11 -
图 11: 国债到期收益率	- 12 -
图 12: 企业债到期收益率	- 12 -
图 13: 沪深 300 指数	- 13 -
图 14: 1999~2009 年 10 月全国寿险保费收入及增速	- 14 -
图 15: 上市寿险公司累计保费收入及增速	- 14 -
图 16: 2005 年至今寿险行业营销员数量稳步增长	- 15 -
图 17: 保险营销员是保险销售最重要的渠道	- 15 -
图 18: 全国产险累计保费收入及增速	- 16 -
图 19: 主要产险公司累计保费收入及增速	- 16 -
图 20: 寿险 S 曲线	- 17 -
图 21: 2008 年世界主要国家寿险密度和寿险深度	- 18 -
图 22: 中国人寿 A 股历史估值比较	- 24 -
图 23: 中国平安 A 股历史估值比较	- 24 -
图 24: 中国太保 A 股历史估值比较	- 24 -

表目录

表 1: 国内保险公司长期投资收益率测算	- 10 -
表 2: 长期投资收益率敏感性分析	- 10 -
表 3: 主要寿险公司市场份额	- 15 -
表 4: 主要产险公司市场份额	- 17 -
表 5: 中国平安人身险保费收入及结构	- 19 -
表 6: 中国人寿人身险保费收入及结构	- 19 -
表 7: 中国太保人身险保费收入及结构	- 20 -
表 8: 2009 年中期三家上市保险公司寿险保费收入国内和国际会计准则差异	- 22 -
表 9: 上市保险公司估值比较	- 27 -

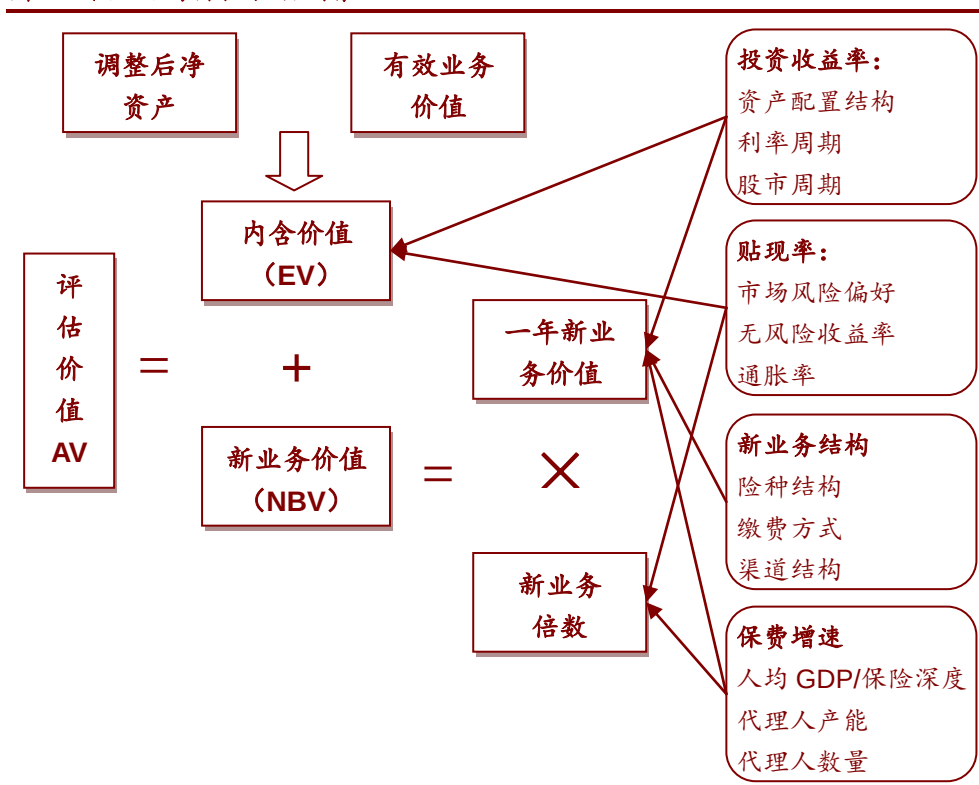


一、保险公司价值驱动因素——利率是关键

会计报表中的净利润无法反映保险公司的真正价值，原因有以下两点：一是由于保险公司经营的特殊性，即大力拓展新业务，尤其是期缴业务时，通常在第一年有较大的费用支出（如代理人佣金支出、销售费用、体检费等），而中国会计准则下不允许将保单获取费用递延，因此会出现越是快速发展新业务，其费用支出也相应越多，而且由于首年费用占比很大，目前我国首年保单亏损的情况仍然存在；二是目前我国很多保险公司基于稳健的会计处理，将多数投资资产划分为可供出售金融资产，导致了当期的AFS浮盈浮亏无法反映在利润表中。因此，为了更好的体现保险公司的价值，业内通常用评估价值来作为衡量标准。

为了能够更好的理解到底是哪些因素决定了保险公司的价值，我们将评估价值做了分解。通过图1，我们不难看出投资收益率、贴现率、新业务结构以及保费增速决定了保险公司的价值水平。由于保险公司的负债久期较长，且对投资稳健程度要求很高，因而固定收益类投资占比较高，利率的变动对这类资产的投资收益影响较大；此外，利率如果处于大幅下调阶段或长期保持非常低的水平，也从侧面反映了经济形势较差，作为经济晴雨表的股票市场通常也难有较好表现，从而进一步影响保险公司的投资收益率。同时，利率的变动还将影响寿险公司的新业务结构：利率较高时，收益率较高的万能险和投连险将受到客户的青睐；而利率较低时，传统险和分红险的保障功能将吸引客户。因此，利率的变化是寿险公司价值变动的关键因素。

图1：保险公司价值驱动因素



数据来源：齐鲁证券研究所



二、保险股的投资逻辑——遵循利率周期的变化

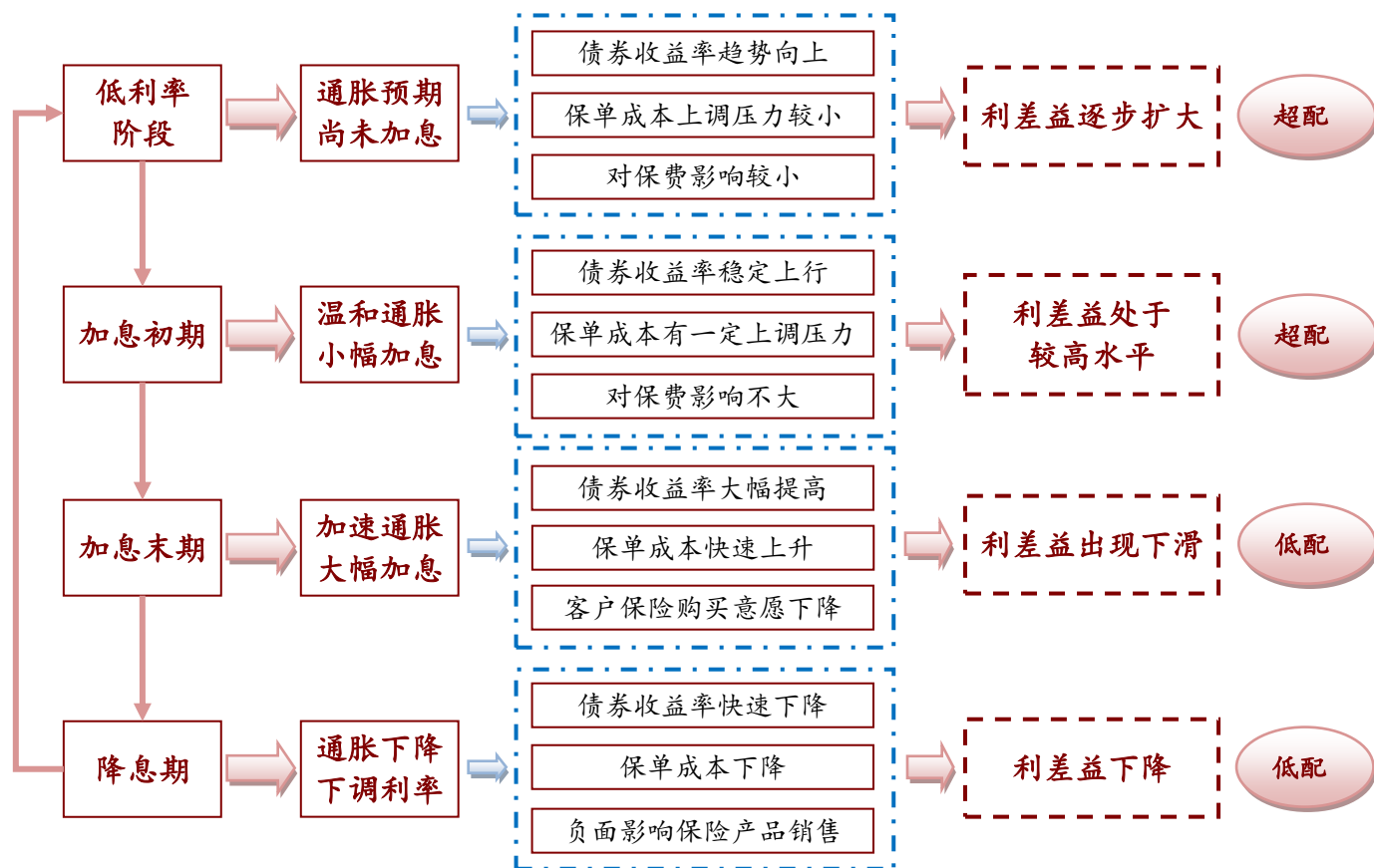
前面我们分析了保险公司的价值决定因素中最重要的是利率因素，而影响利率因素的关键又是通货膨胀水平，因此不同通胀水平下保险公司的利差益趋势有所不同：1) 市场对通胀预期持续升温，使得债券投资收益率趋势继续向上，从而带来保险资金投资收益持续上行，但加息并没有出现或仅仅出现小幅加息，对保费影响较小，且保单成本调整压力较小，从而保证保险公司利差益逐步扩大。2) 开始出现温和通胀，央行对利率小幅上调，使得债券投资收益率进一步提高，而此时保单成本也将面临一定的上调可能，使得保险公司利差益保持稳定。3) 通胀加速，央行开始大幅加息，使得保单成本快速提升，而此时由于购买保险已经无法抵御通胀，导致保单购买意愿下降从而影响保费增速，保险公司利差益出现下滑。4) 通胀水平快速下降，央行开始下调利率，使得债券收益率快速下降，保单成本开始下降，但由于此时经济环境通常较差，导致居民收入水平会出现下降，从而影响了保障型保险销售，同时对投资型保险的销售也有较大的负面影响，保险公司利差益下降。

通过比较 2007 年至今保险板块涨跌情况和利率的关系，我们发现，保险板块通常在降息末期和加息初期有较好表现，而在加息末期和降息初期表现较差。我们认为这是由于在降息末期保险公司利差益逐步扩大，公司评估价值预期向好，而在加息初期利差益保持在较高水平使得公司评估价值较高，因此在这两个时期是保险股投资的最佳阶段。

对于 2010 年，根据我们宏观组的预计明年下半年有可能加息 54bps，因此我们认为明年上半年将是低利率到加息初期的过渡阶段，而下半年是加息初期阶段，2010 年投资保险板块的好时机。

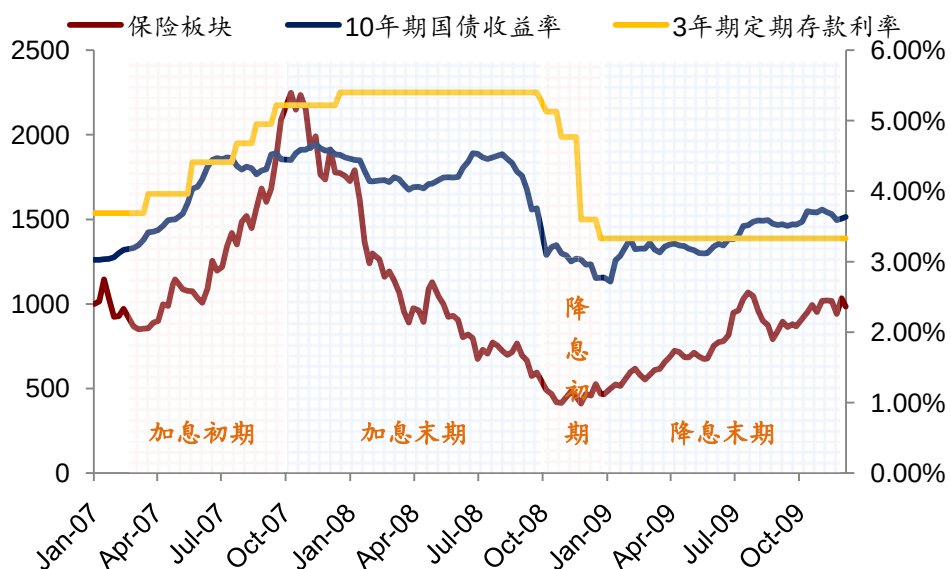


图2：保险股投资逻辑



数据来源：齐鲁证券研究所

图3：保险板块走势与利率周期的关系



数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所

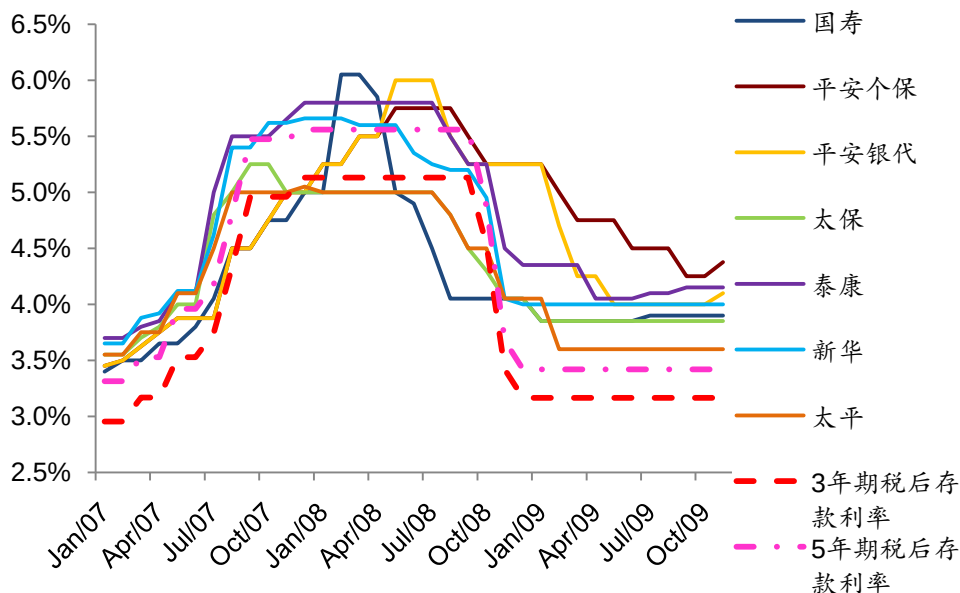


三、保单成本保持稳定，投资收益率有望提高

1 保单成本保持稳定

市场通常将万能险结算利率作为跟踪寿险公司万能险和分红险资金成本的工具。自 2009 年 5 月起，绝大多数寿险公司均未调整旗下万能险的结算利率。我们认为为了维持保费稳定增长，寿险公司万能险结算利率受 3-5 年期定期存款利率影响较大，通常是围绕该利率波动。2009 年 11 月，平安上调了个人万能保险的结算利率 12.5bps 至 4.375%，我们认为这并不能代表保险公司已经步入上调万能险结算利率的时期，而更多的是平安保费扩张的策略所致。我们认为尽管市场对通胀预期逐步加强，但根据我们宏观组的观点，2010 年上半年加息可能性较小，因此在目前利率稳定的情况下，我们预计各家公司万能险结算利率也将保持稳定，除平安个代万能险维持高于行业 50bps 的结算利率外，其他公司结算利率仍将维持在 3.5%-4.0% 的水平。

图4：主要寿险公司万能险结算利率与存款利率



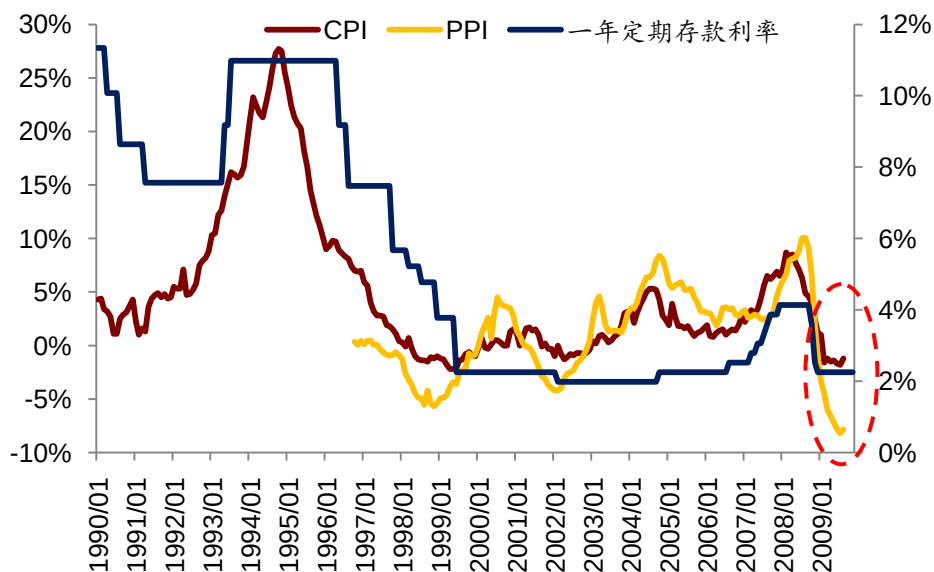
数据来源：各家公司网站，齐鲁证券研究所

2 通胀预期日益加强，利率周期正从低利率向加息初期过渡

目前全球经济已经走出低谷，经济指标的改善以及资产价格的上涨使得全球通胀预期日渐强烈。黄金价格和大宗商品价格的快速上涨也印证了市场对通胀和加息的预期。2009 年 11 月 CPI 已经转负为正，PPI 虽然还是负值，但环比保持增长，加上全国食用农产品价格指数近期上涨趋势明确，我们认为 CPI 将保持上涨态势。CPI 的上涨，将使得市场对通胀的预期更加强化，根据我们宏观组的观点，明年下半年或有 1-2 次的加息。因此，我们认为目前的利率周期是从低利率向加息初期过渡的阶段。



图5: CPI、PPI与一年定期存款利率



数据来源: Wind 资讯, 齐鲁证券研究所

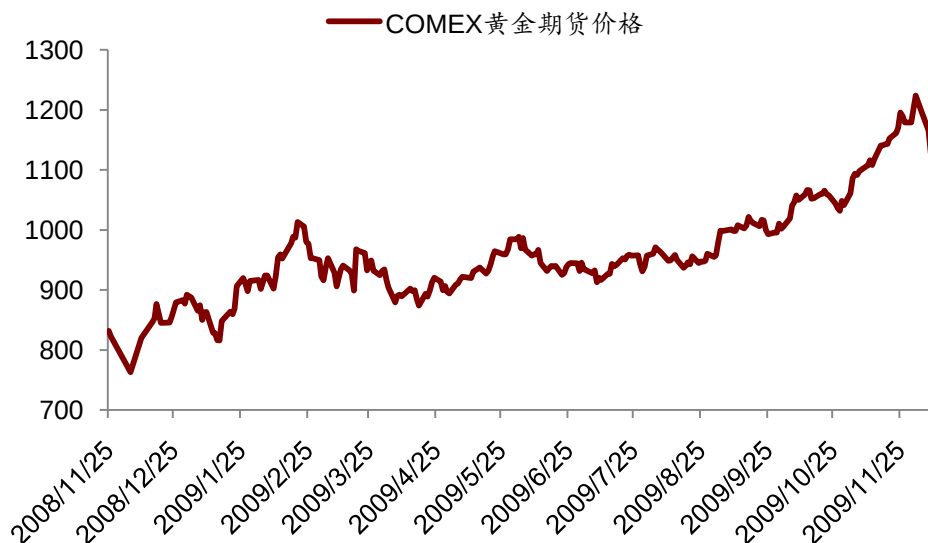
图6: 美元指数与CRB指数



数据来源: Wind 资讯, 齐鲁证券研究所



图7: COMEX黄金期货价格走势



数据来源: Wind 资讯, 齐鲁证券研究所

图8: 中国食用农产品价格指数



数据来源: Wind 资讯, 齐鲁证券研究所

3 长期投资收益率由投资资产配置结构所决定

从长期来看, 保险公司投资收益率水平由各公司投资风格和资产配置所决定。

我们先对国内保险资金长期收益率进行简单测算。我们假设保险公司配置 75% 的固定收益类投资资产, 其中存款和债券分别占比 7.50%和 67.50%; 其余 25%的资产用于配置权益类(股票、基金)和其他投资(基建、房地产等)。根据以上假设, 以及对各类资产长期投资收益率的估计, 我们得到国内保险公司长期投资收益率为 5.35%, 其中固定收益类投资、权益类投资和其他投资对长期收益率的贡献度分别为 57.83%、23.10%和 19.08%。




表 1：国内保险公司长期投资收益率测算

长期投资收益率		
资产类别	配置比例	投资收益率
存款	7.50%	3.28%
国债	18.75%	3.61%
金融债	18.75%	4.04%
企业债	30.00%	4.71%
固定收益投资合计	75.00%	3.09%
权益类投资	13.00%	9.50%
基建	2.00%	6.00%
其他	10.00%	9.00%
非固定收益投资合计	25.00%	2.26%
合计	100.00%	5.35%
各类投资资产对长期投资收益率贡献度		
固定收益类投资贡献度	57.83%	
权益类投资贡献度	23.10%	
其他投资贡献度	19.08%	

数据来源：齐鲁证券研究所

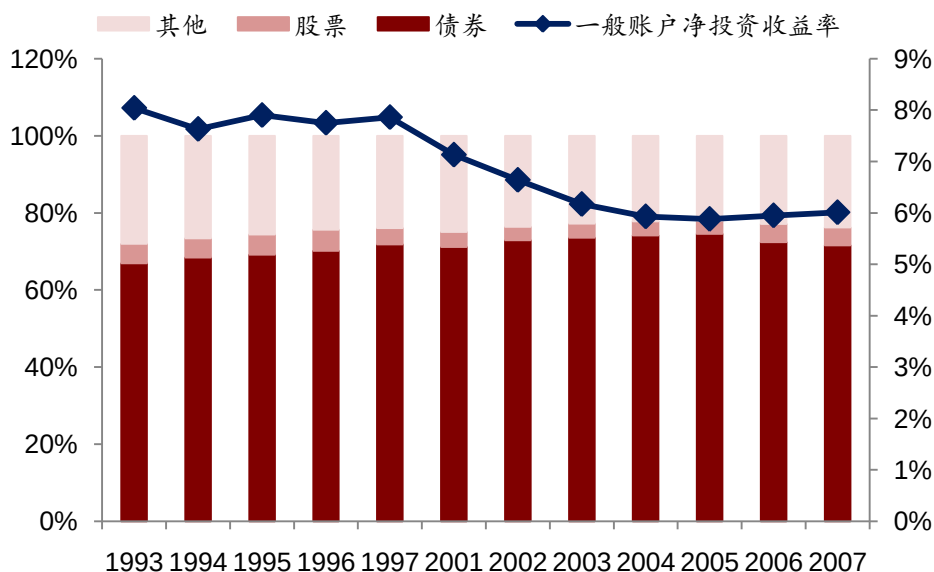
通过测算不同的投资资产配置策略对长期投资收益率的影响，我们发现投资资产配置决定了长期投资收益率的大小。当固定收益类投资占比在 60%~90%变动时，长期投资收益率在 6.08%和 4.61%之间，固定收益类投资贡献度则介于 40.67%~80.44%。

表 2：长期投资收益率敏感性分析

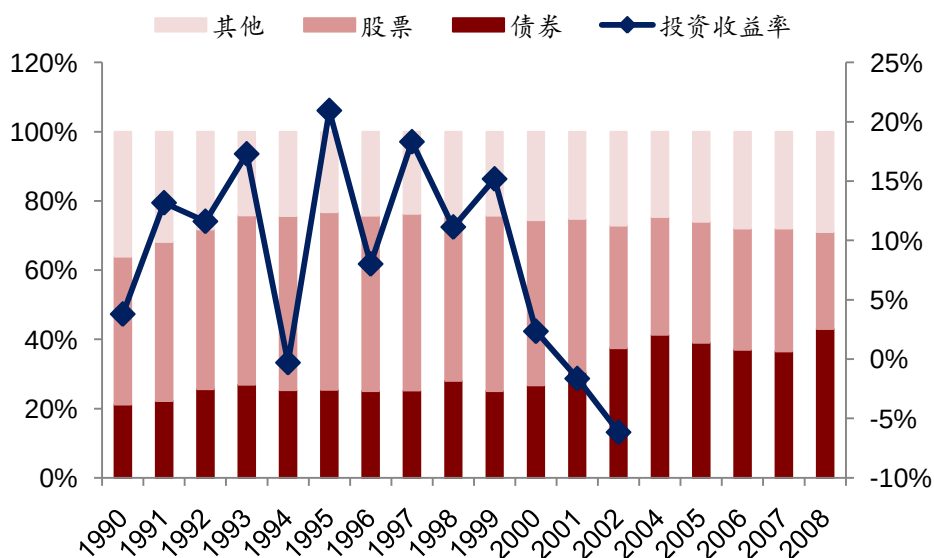
固定收益类投资占比	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%
非固定收益类投资占比	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%
长期投资收益率	6.08%	5.84%	5.59%	5.35%	5.10%	4.86%	4.61%
固定收益类投资贡献度	40.67%	45.91%	51.61%	57.83%	64.64%	72.15%	80.44%
权益类投资贡献度	32.49%	29.62%	26.50%	23.10%	19.36%	15.26%	10.71%
其他投资贡献度	26.83%	24.47%	21.89%	19.08%	15.99%	12.60%	8.85%

数据来源：齐鲁证券研究所

为了进一步检验上述判断，我们还观察了美国、英国的投资资产配置和投资收益率的情况。由于美、英两国对保险公司投资资产配置的监管政策要求不同，使得两国寿险资金在投资资产分布上截然不同。美国债券类投资占比基本在 60%以上，而股票类投资占比仅介于 3.5%~5%；与之相反，英国股票类投资占比较大，尤其在 1990~2002 年间占比始终在 40%~50%之间，即使在 2008 年全球金融危机的大背景下，其股票类资产占比仍然达到了 28%。与这两国投资资产结构相对应，美国寿险资金的投资收益率较为稳定，在 6%~9%之间；而英国的投资收益率在 1990~2002 年间波动剧烈，在-6%~20%之间。


图9：美国寿险一般账户资金投资资产结构及净投资收益率


数据来源：ACLI，齐鲁证券研究所

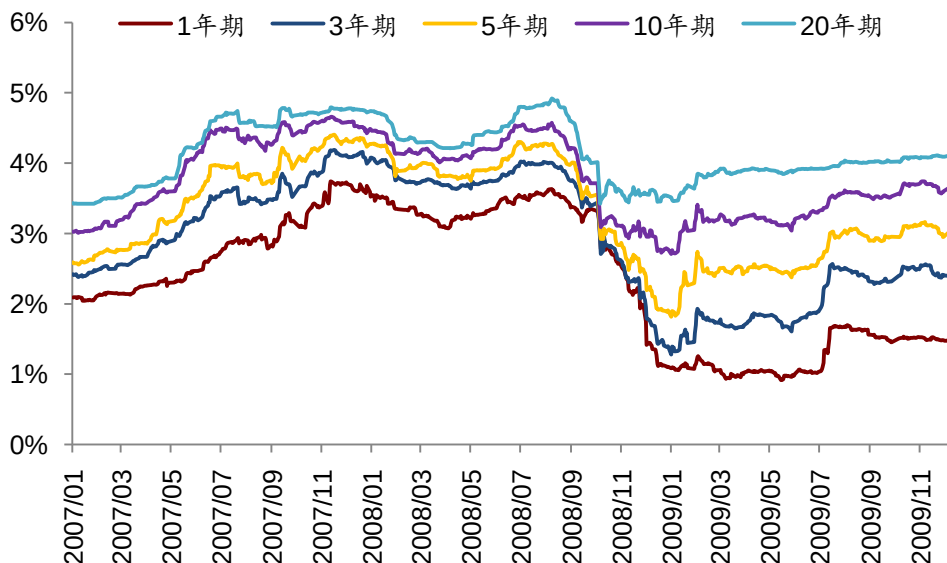
图10：英国寿险资金投资资产结构及投资收益率


数据来源：ABI，齐鲁证券研究所

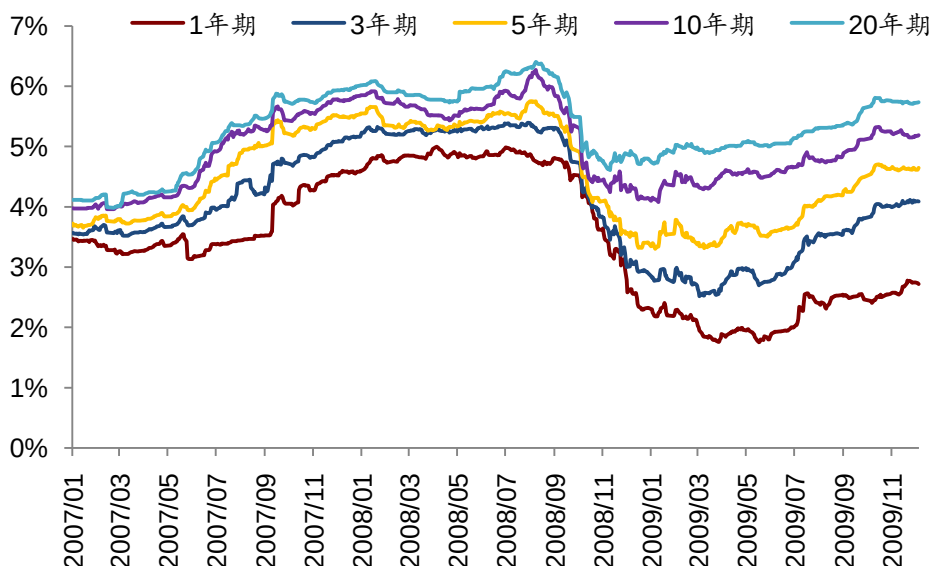
4 债券到期收益率稳步上行，股票市场上涨概率很大

债券市场自08年9月经过快速下跌后，于今年2月逐步企稳，3月份在大宗商品价格上涨使得市场对通胀的预期下收益率有所提升，并进入稳步上行通道。目前中长期债券收益率已恢复到历史平均水平以上，10年期国债和企业债到期收益率目前分别为3.64%和5.19%，而其历史平均水平分别是3.61%和4.73%，高出平均水平3个基点和46个基点，保险公司债券配置压力将会减轻。2010年我们预计在加息之前，债券收益率大幅上行的可能性不大，但仍在上升轨迹中，而下半年若加息如期而至，将会对债券收益率有一定刺激作用。




图11：国债到期收益率


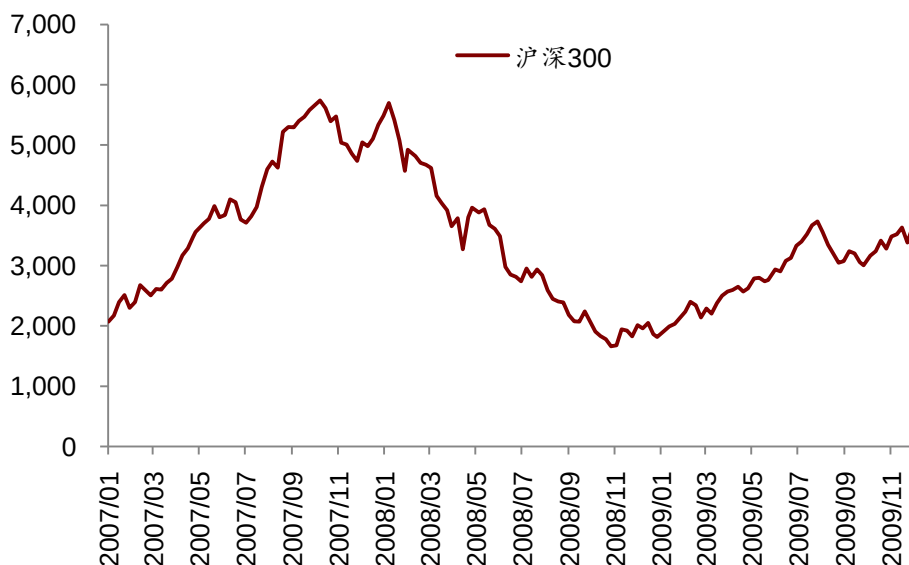
数据来源：中国债券信息网，齐鲁证券研究所

图12：企业债到期收益率


数据来源：中国债券信息网，齐鲁证券研究所

在股票市场方面，我们认为 2010 年继续上涨可能性较大，主要由于 1) 从政策面来看，国家维持适度宽松的货币政策不变，打消了市场对于明年政策转向的疑虑，使得流动性依然充裕；2) 2010 年固定资产投资增速将会惯性上涨，而促销费政策是明年宏观政策的重点，使得消费增长也将成为拉动经济增长的重要力量，同时明年随着全球经济的进一步复苏，出口的复苏也将值得期待，三驾马车的快速增长将带动明年经济的高速增长；3) 在经济快速增长的背景下，非金融企业的盈利很可能超预期，从而提升市场的估值水平。但是，我们同时认为明年市场的上涨将会在震荡中前行，因此对保险公司权益类投资能力的考验很大，能否踏准市场节奏将决定保险资金短期投资收益能否超预期。




图13：沪深300指数


数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所

四、未来10年中国寿险保费仍将快速增长

1 明年保费收入增长将步入上升通道

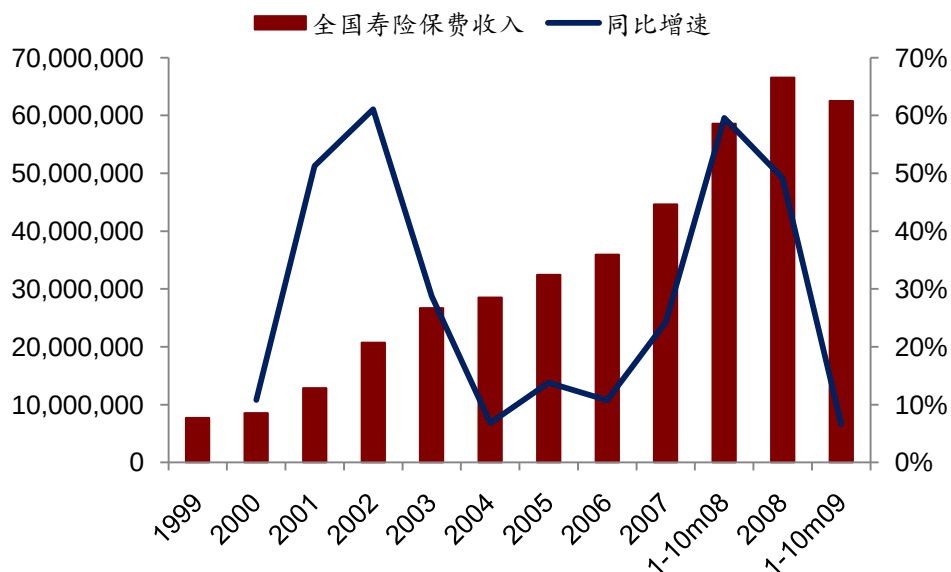
08 年四季度开始，在保监会的倡导下，寿险行业集中力量进行业务结构调整，大力发展长期性和保障性产品，促进寿险业的长期健康可持续发展。在此背景下，全国寿险保费 08 年 9 月单月同比增速仅 36.6%，较上月的 65.0% 大幅下降。但经过历时 1 年的寿险保费增速下滑乃至负增长，09 年 9 月单月寿险保费同比增速如期止跌回升，10 月单月寿险保费同比增速更是达到了 30.8%。

另外，寿险营销员数量的稳步增长也保证了寿险公司保费收入的提高。截至 2009 年三季度，全国共有保险营销员 279 万人，比上季度增加了 8.63 万人，其中寿险营销员达 247 万人。09 年前三季度，保险营销员共实现保费收入 3554.45 亿元，同比增长 33.5%，占总保费收入的 41.43%。保险营销员始终是保险销售的最重要渠道之一，在寿险营销员数量稳步增长的情况下，保费收入也将随之提高。

展望 2010 年全国寿险保费收入，我们认为由于今年较低的保费增速，导致整体保费收入基数较低，因此明年寿险保费收入较快增长的概率很大。

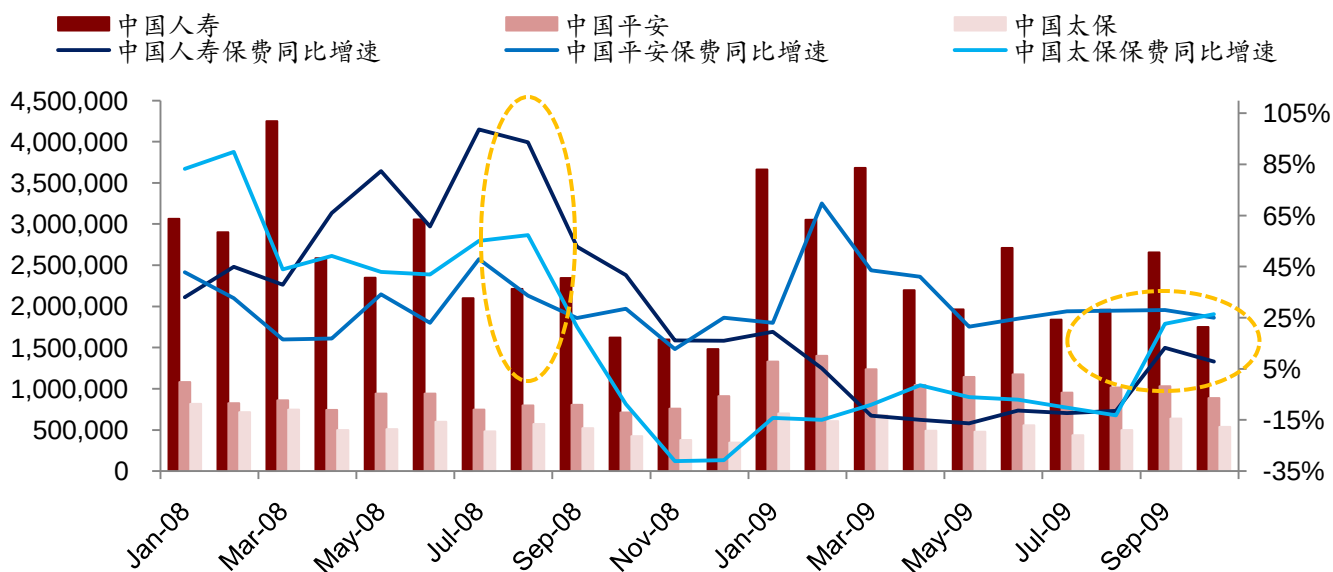


图14: 1999~2009年10月全国寿险保费收入及增速



数据来源: 中国保监会, 齐鲁证券研究所

图15: 上市寿险公司累计保费收入及增速



数据来源: 中国保监会, 齐鲁证券研究所

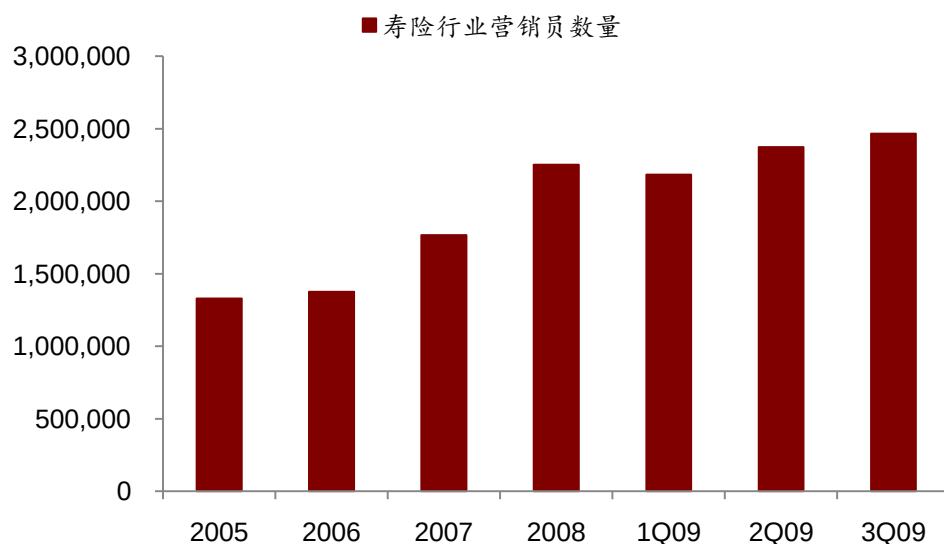


表 3：主要寿险公司市场份额

	2004	2005	2006	2007	2008	1-10m09
中国人寿	46.87%	46.63%	45.27%	39.73%	40.28%	37.34%
中国平安	17.18%	17.08%	16.99%	16.00%	13.79%	16.45%
中国太保	10.80%	10.51%	9.32%	10.24%	9.01%	8.24%
泰康人寿	5.54%	5.17%	5.12%	6.92%	7.87%	7.77%
新华人寿	5.87%	6.11%	6.56%	6.59%	7.59%	8.09%
其他	13.73%	14.51%	16.74%	20.53%	21.46%	22.11%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
CR5	86.27%	85.49%	83.26%	79.47%	78.54%	77.89%

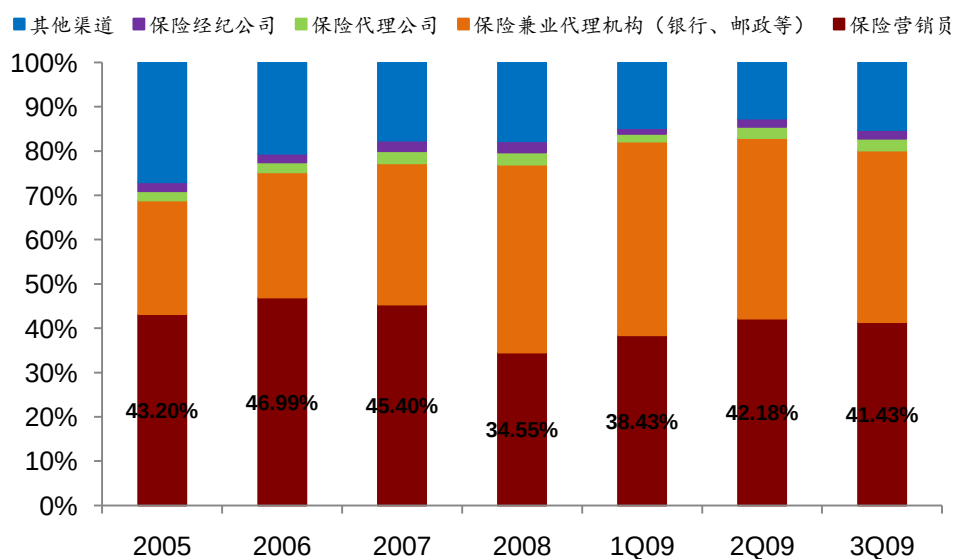
数据来源：中国保监会，齐鲁证券研究所

图16：2005年至今寿险行业营销员数量稳步增长



数据来源：中国保监会，齐鲁证券研究所

图17：保险营销员是保险销售最重要的渠道

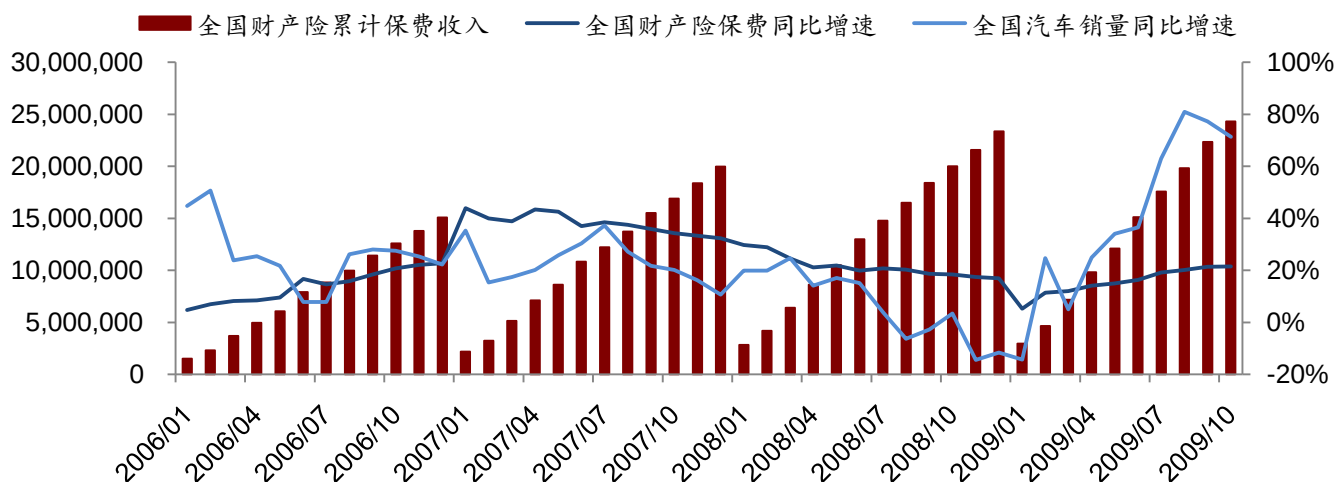


数据来源：中国保监会，齐鲁证券研究所



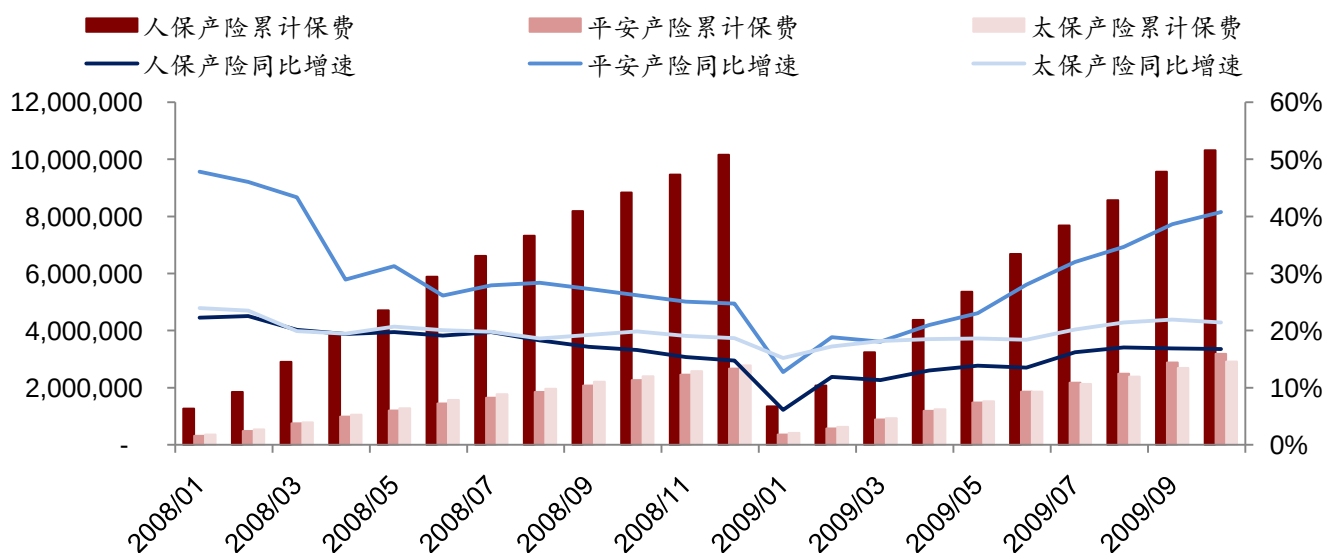
2009年1-10月全国产险保费收入为2431.8亿元，同比增长21.5%，其中中国人保、平安和太保产险保费收入分别为1032.1亿元、318.4亿元和291.8亿元，同比增速分别是16.8%、40.8%和21.4%，市场份额分别达到40.7%、12.5%和11.5%。由于我国车险占产险比例很大，今年以来汽车销量的旺盛带来的车险销量增加驱动了产险的较快增长。2010年在全球经济逐步复苏，出口回暖以及汽车销量良好等因素的推动下，我们预计明年财产险保费收入仍将保持较好的增长态势。

图18：全国产险累计保费收入及增速



数据来源：中国保监会，齐鲁证券研究所

图19：主要产险公司累计保费收入及增速



数据来源：中国保监会，齐鲁证券研究所



表 4：主要产险公司市场份额

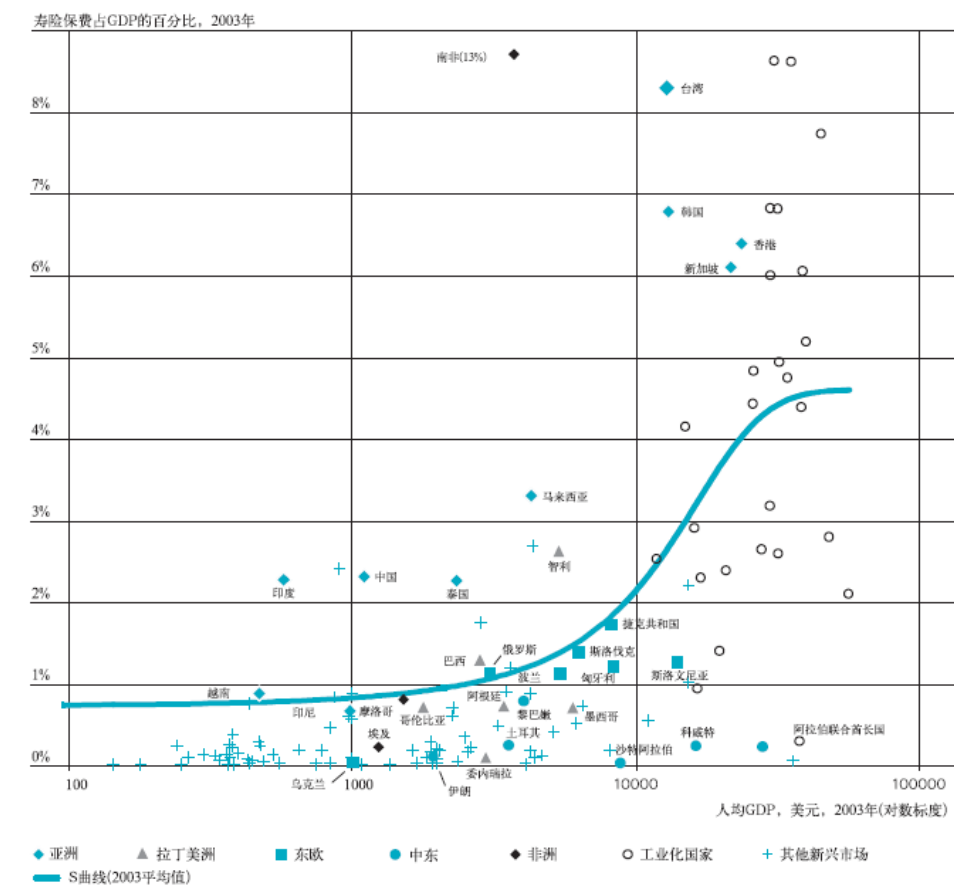
	2004	2005	2006	2007	2008	1-10m09
人保股份	58.09%	51.47%	45.12%	42.46%	41.56%	40.66%
平安财产	9.46%	9.89%	10.67%	10.28%	10.94%	12.54%
太保财产	12.32%	11.27%	11.47%	11.23%	11.37%	11.49%
中华联合	5.83%	8.12%	9.53%	8.78%	7.82%	6.86%
大地财产	1.36%	2.98%	4.00%	4.81%	3.85%	3.59%
其他	12.94%	16.27%	19.21%	22.45%	24.47%	24.85%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
CR5	90.26%	85.71%	80.82%	77.55%	75.53%	75.15%

数据来源：中国保监会，齐鲁证券研究所

2 未来 10 年寿险保费收入快速增长可期

瑞士再保险于 1999 年提出了经济发展（人均 GDP）与保险市场发展（保险收入占 GDP 的比）之间的依赖关系呈 S 曲线。这意味着：1) 当人均 GDP 在 1000-10000 美元时，人们用于保险开支的增速将超过收入的增速，当收入上升时，保险深度也随之提高，保费的增速超过经济的增长；2) 人均 GDP 低于 1000 美元或高于 10000 美元时，保费收入的增长与人均 GDP 的增速弹性接近 1。

图20：寿险S曲线



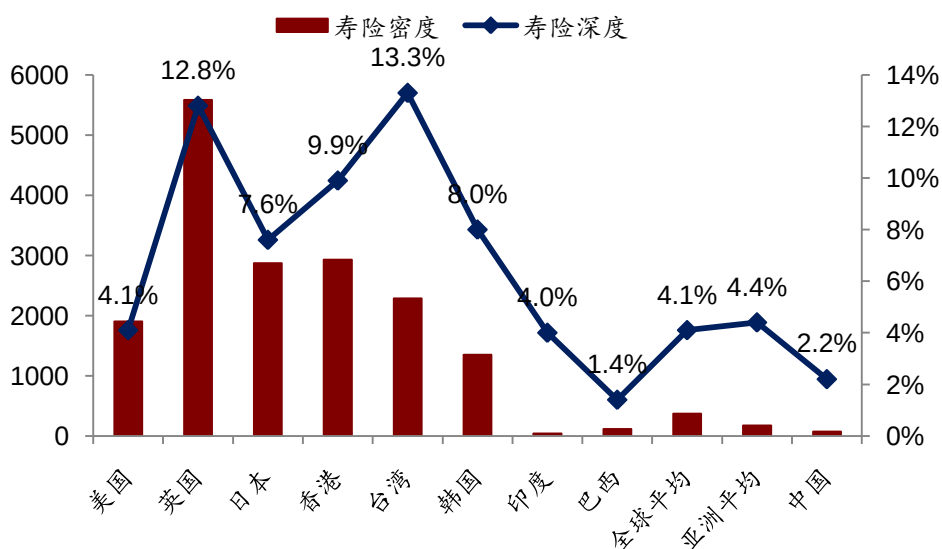


数据来源：Sigma 2004，齐鲁证券研究所

根据该理论，我国自 2001 年起，人均 GDP 就已超过了 1000 美元，2008 年达到 3259 美元，已经步入了保费快速增长的阶段，直到人均 GDP 超过 10000 美元。而历史数据也表明 2001-2008 年，我国平均寿险保费收入弹性（寿险保费收入增速/人均 GDP 增速）为 2.43%，从而验证了 S 曲线理论的正确性。因此，为了判断未来寿险保费增速的趋势，我们假设我国 GDP 年均增速和长期通货膨胀水平分别为 7% 和 3%，经测算，包括 2009 年，11 年后我国人均 GDP 才能超过 10000 美元，这也意味着，按照 S 曲线理论，未来 10 年我国寿险保费收入增速都将超过人均 GDP 增速，保持较快增长，经测算年均保费收入增速有望达 20% 以上。

此外，将我国 2008 年的寿险密度和寿险深度与世界其他国家对比，我们发现目前我国寿险密度和寿险深度均远落后于全球和亚洲平均水平，同时也证明了我国寿险行业发展空间仍然较大。

图21：2008年世界主要国家寿险密度和寿险深度



数据来源：Sigma 2009，齐鲁证券研究所

3 保费结构调整成效显著，新业务价值增速明年将在 25% 左右

2008 年四季度以来寿险行业多数公司均展开了保费结构调整，尽管使保费增速出现了大幅下滑，但我们认为由于保费中压缩的主要是趸缴业务，而对内含价值贡献较大的期缴业务发展势头依旧良好，使新业务利润率进一步提高。

由于中国平安期缴业务占比一直远远高于国寿和太保，使其新业务利润率一直维持在 30% 以上的较高水平；中国人寿 09 年上半年个人业务保费收入 1590.66 亿元，同比下滑 1.06%，团体业务保费收入 66.81 亿元，同比大幅下降 54.34%，而同期公司新业务利润率为 26.84%，较 08 年上半年的 18.78% 大幅提升。

2010 年，我们认为在新业务利润率提高的背景下，同时又由于 09 年的低基数导



致保费收入将进入上涨通道，使得新业务价值增速将在 20%-25% 左右。

表 5：中国平安人身险保费收入及结构

(单位：RMB 百万元)	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
各类保费规模(中国会计准则)							
总保费收入	37,129	68,411	42,248	79,279	54,557	102,369	73,921
首年保费	14,016	24,727	17,436	31,970	24,496	45,423	36,652
首年期缴保费	5,281	10,513	11,134	15,194	10,928	19,785	15,260
首年趸缴保费	5,920	10,188	5,366	12,038	10,588	20,217	18,161
短期意外及健康险保费	2,815	4,026	2,577	4,738	2,980	5,421	3,231
续期保费	23,113	43,684	24,812	47,309	30,061	56,946	37,269
标准保费 APE (非年化数据)	8,688	15,558	14,248	21,136	14,967	27,228	20,307
APE 增长率	NA	6.14%	63.99%	35.85%	5.05%	28.82%	35.68%
一年新业务价值 FNBV	NA	5,132	3,896	7,187	4,556	8,541	6,246
新业务利润率 FNBV/APE ⁽¹⁾	NA	32.99%	27.34%	34.00%	30.44%	31.37%	30.76%
个人寿险	29,583	55,308	34,233	64,310	42,284	79,104	53,990
团体保险	3,955	6,859	4,131	7,706	5,418	8,438	3,632
银行保险	3,591	6,244	3,884	7,263	6,855	14,827	16,299
各类保费结构							
总保费收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
首年保费/总保费	37.75%	36.14%	41.27%	40.33%	44.90%	44.37%	49.58%
首年期缴保费/首年保费	37.68%	42.52%	63.86%	47.53%	44.61%	43.56%	41.63%
首年趸缴保费/首年保费	42.24%	41.20%	30.78%	37.65%	43.22%	44.51%	49.55%
短期意外及健康险/首年保费	20.08%	16.28%	14.78%	14.82%	12.17%	11.93%	8.82%
续期保费/总保费	62.25%	63.86%	58.73%	59.67%	55.10%	55.63%	50.42%
APE/总保费	23.40%	22.74%	33.72%	26.66%	27.43%	26.60%	27.47%
个人寿险/总保费	79.68%	80.85%	81.03%	81.12%	77.50%	77.27%	73.04%
团体保险/总保费	10.65%	10.03%	9.78%	9.72%	9.93%	8.24%	4.91%
银行保险/总保费	9.67%	9.13%	9.19%	9.16%	12.56%	14.48%	22.05%

附注 (1) 半年的 FNBV 数据为扣除持有偿付能力额度的成本后的上半年新业务价值，对应的新业务价值利润率为上半年新业务价值/上半年 APE。

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

表 6：中国人寿人身险保费收入及结构

(单位：RMB 百万元)	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
各类保费规模 (香港会计准则)							
总保费收入	111,240	183,761	122,558	198,422	183,224	297,870	174,061
首年保费	72,600	112,502	80,908	120,558	134,513	210,958	113,512
首年期缴保费	14,812	24,477	18,155	27,976	22,836	35,395	23,233
首年趸缴保费	52,263	76,935	56,767	80,683	105,059	162,521	83,295
续期保费	38,640	71,259	41,650	77,864	48,711	86,912	60,549
标准保费 APE (非年化数据)	25,563	43,261	29,818	47,943	39,960	64,689	38,547
APE 增长率	18.54%	9.06%	5.87%	2.64%	-10.36%	-10.12%	1.54%
一年新业务价值 FNBV	NA	10,481	NA	12,047	7,506	13,924	10,346





新业务利润率 FNBV/APE ⁽¹⁾	NA	24.23%	NA	25.13%	18.78%	21.52%	26.84%
个人寿险	89,962	150,441	100,211	163,489	160,774	263,398	159,067
团体保险	15,753	22,230	16,361	23,034	15,832	21,430	8,010
意外和健康险	5,525	11,090	5,986	11,899	6,618	13,042	6,984
各类保费结构							
总保费收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
首年保费/总保费	65.26%	61.22%	66.02%	60.76%	73.41%	70.82%	65.21%
首年期缴保费/首年保费	20.40%	21.76%	22.44%	23.21%	16.98%	16.78%	20.47%
首年趸缴保费/首年保费	71.99%	68.39%	70.16%	66.92%	78.10%	77.04%	73.38%
续期保费/总保费	34.74%	38.78%	33.98%	39.24%	26.59%	29.18%	34.79%
APE/总保费	22.98%	23.54%	24.33%	24.16%	21.81%	21.72%	22.15%
个人寿险/总保费	80.87%	81.87%	81.77%	82.39%	87.75%	88.43%	91.39%
团体保险/总保费	14.16%	12.10%	13.35%	11.61%	8.64%	7.19%	4.60%
意外和健康险/总保费	4.97%	6.04%	4.88%	6.00%	3.61%	4.38%	4.01%

附注 (1) 半年的 FNBV 数据为扣除持有偿付能力额度的成本后的上半年新业务价值，对应的新业务价值利润率为上半年新业务价值/上半年 APE。

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

表 7：中国太保人身险保费收入及结构

(单位：RMB 百万元)	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
各类保费规模(中国会计准则)						
总保费收入	37,837	24,534	50,686	38,855	66,092	35,154
首年保费	23,775	16,266	34,170	28,802	46,663	23,002
首年期缴保费	3,818	2,795	5,141	3,279	6,838	6,790
首年趸缴保费	19,957	13,471	29,029	25,523	39,825	16,212
续期保费	14,062	8,268	16,516	10,053	19,429	12,152
年化标准保费 APE	5,814	4,142	8,044	5,831	10,821	8,411
APE 增长率	0.31%	NA	38.36%	40.78%	34.52%	44.24%
一年新业务价值 FNBV	2,176	NA	3,015	NA	3,651	NA
新业务利润率 FNBV/APE	37.43%	NA	37.48%	NA	33.74%	NA
个人寿险	18,207	11,676	23,302	13,881	25,811	16,088
银行保险	13,096	8,540	20,725	21,224	33,960	15,003
团体保险	6,534	4,318	6,659	3,750	6,321	4,063
各类保费结构						
总保费收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
首年保费/总保费	62.84%	66.30%	67.42%	74.13%	70.60%	65.43%
首年期缴保费/首年保费	16.06%	17.18%	15.05%	11.38%	14.65%	29.52%
首年趸缴保费/首年保费	83.94%	82.82%	84.95%	88.62%	85.35%	70.48%
续期保费/总保费	37.16%	33.70%	32.58%	25.87%	29.40%	34.57%
APE/总保费	15.37%	16.88%	15.87%	15.01%	16.37%	23.93%
个人寿险/总保费	48.12%	47.59%	45.97%	35.73%	39.05%	45.76%
银行保险/总保费	34.61%	34.81%	40.89%	54.62%	51.38%	42.68%
团体保险/总保费	17.27%	17.60%	13.14%	9.65%	9.56%	11.56%

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所





五、延税型养老险推出和新会计准则实施对保险公司的影响

1 延税养老保险试点将是重要里程碑，长远利好资本市场和寿险公司

2004 年 5 月起，我国开始试行企业年金制度。企业年金制度是在社会基本养老保险基础上，由企业和员工自主设立的，是养老保险体系的重要组成部分。截至 09 年 10 月，由公募基金管理的企业年金仅 700 亿元左右，整体规模相对仍然较小（不到社保资产的 1/10），参与主体仍以大型国有垄断企业为主。但事实上，我国养老保险发展的空间巨大。美国 2004 年底养老保险积累达 12.9 万亿美元，其中企业年金（包括个人 401K 帐户，DB 收益确定型和 DC 缴费确定型）积累达 8.5 万亿美元，是联邦和州政府保险金的 3 倍。在发达国家，企业年金是企业提供给就业者的必选项目，而目前中国大部分企业只缴纳社保规定的四险一金，甚至还有很多企业连四险一金都不缴纳。中国整体养老金占 GDP 的比例不到 10%，而美国则在 100% 以上。这或许也可以部分解释两国国民消费习惯的巨大差异。

我国企业年金发展较慢的一个重要原因就在于我国税法并未涉及企业年金，税收优惠的不明确和不落实造成中小和民营企业的员工和企业参与的积极性不高。而在缺少企业年金对退休收入替代的情况下，光靠社会养老保险，必然造成城市大部分中等收入以上人群退休后实际收入大幅下降，从而降低他们工作期间的消费信心，不得不依靠储蓄养老，买房养老。

目前市场传言个税递延型养老保险试点实施细则已经上报至保监会，而上海将成为首个试点地，试点之后两年在全国推广。我们认为延税型养老保险的实施是国家“结构转型，拉动消费”政策必然的结果，对企业，纳税人，资本市场，保险行业以及国内社保体系的建设均具有里程碑的意义。中国人民对政策优惠的热情绝不能低估，09 年家电下乡，小排量汽车购置税减半带来的行业远超预期的增长就是明证。按照目前传言的个人每月最大免税金额为 500~600 元计算，每月递延税收所节省个税就接近 100 元，如果加上企业配比的部分，参与该养老保险对于一向有储蓄习惯的中国人来说将十分具有吸引力。我们预计，若延税型养老保险能顺利在全国推广，各项配套政策体系逐渐完善后，其参与热情将相当高。延税型年金资产必然将快速增长。事实上，1978 年美国 401K 推出之后，其帐户资产增长率也远高于其他保险产品资产的增长率。

我们认为，延税型养老保险的推出将很可能采取类似于美国 401K 的个人账户制度。即个人将一部分税前收入存入个人养老账户，单位按照一定比例将配比资金也投入该账户（在美国，这一制度安排主要是为了鼓励不喜欢储蓄的美国人多将收入存入养老账户，在中国可能不需要这样的鼓励），账户内的资金交予专业投资人管理，投入到资本市场赚取长期资本收益（股票和债券），待退休时一次性或转为年金领取。对于以前的 DC 和 DB 计划，这样的安排将增加个人账户的透明性，有利于参与人的长期财务规划，避免了企业破产对企业员工养老金的伤害，也可以减轻企业养老保险的负担。

如果采取类似美国 401K 的制度，最为利好的就是资本市场以及基金管理人。美国 401K 的推出对资本市场以及共同基金的发展起到了至关重要的作用，甚至由于其



持有的长期性,改变了共同基金的投资模式。对于寿险公司而言,当然也是重大利好,可以增加其管理资产的规模特别是今后个人账户转为年金的规模。但我们认为利好程度或许并没有市场想象的那么大。在延税型养老保险中,寿险公司主要以两种方式参与:一是提供投资产品,二是提供管理服务。但在这两个方面,寿险公司均需要面临信托公司和基金管理公司的竞争,毕竟延税型养老保险更主要类似一个“投资型”的产品而并非“风险保障型”的产品,按照新的会计原则,也是不能计入保费收入的。事实上,美国 401K 计划中,保险公司的市场份额仅为 25% 左右。当然,在试点推广的初期,保险公司不可避免的将拥有一定的牌照优势,不过我们预计该业务试点初期对保险公司的净利润,内含价值和新业务价值的贡献也不会很大。

2 会计准则调整将使国内与香港会计报表统一

保监会要求保险公司 09 年境内外年度财务报表时遵循新的会计准则,主要要求有:

(1) 保费收入的确认和计量引入重大保险风险测试和分拆处理;

保监会于 09 年 9 月发布《重大保险风险测试实施指引(征求意见稿)》,其中规定了保单保险风险比例的计算公式,并且规定满足下列条件之一的原保险保单,确认为保险合同: A 保险期间大于等于 5 年,并且至少有 5 个以上保单年度满足保险风险比例大于 10%; B 保险期间小于 5 年,并且有一半以上的保单年度满足保险风险比例大于 10%。根据这个条款,可能原国内财务报表中,部分万能险和投连险无法确认为保险合同,从而影响财务报表中的保费收入。而香港财务报表根据国际会计准则制定,已经充分考虑了类似保费确认原则,造成一直以来香港报表保费收入远低于国内报表的状况。

根据历年以来中国人寿,中国平安寿险部分,中国太保寿险部分在国内和香港报表上寿险保费数据的差异,我们相信该条款对国内保费收入确认的影响是相当大的。不过,这并不会影响到保险公司实际的净利润和净资产,从而也不会影响保险公司在国内的估值。

表 8: 2009 年中期三家上市保险公司寿险保费收入国内和国际会计准则差异

单位: 百万元	中国会计准则	国际会计准则下		国际准则保费/中国准则保费
	保费收入	保费收入	投资型合同业务收入	
国寿寿险	172,822	79,192	94,869	45.8%
平安寿险	73,921	46,010	27,911	62.2%
太保寿险	35,154	17,091		48.6%

数据来源: 各公司定期报告, 齐鲁证券研究所

(2) 保单获取成本不递延, 计入当期损益;

按照目前国内会计准则下保单成本是不递延的,但是香港报表中按照国际会计准则对保单获取成本是允许递延摊销的。由于保单获取成本占首年保费比例较大,因此该条款将对香港报表中的净利润产生不利影响,而对国内会计报表无影响。不过香港





市场对保险公司的估值一般是按照国际通行的内含价值+新业务价值×新业务价值倍数来进行的。由于会计调整带来的净利润下降应该不会影响香港市场保险股的估值。

(3) 采用新的基于最佳估计原则下的准备金评估标准。

目前我国法定准备金的评估标准对 1999 年之前的高利率保单评估利率用的是当时的定价利率（若超过 7.5% 则用 7.5%），对 1999 年后的保单则采用 2.5% 的评估利率定价。事实上，2.5% 的低利率环境在中国改革开放以来经济发展的历史上是很少持续出现的，在可见未来的经济持续增长环境中持续出现的概率也不大，因此采用 2.5% 的利率定价造成 1999 年之后保单的准备金提取较为谨慎。按照新的基于最佳估计原则下的评估标准，各家保险公司可以在保监会制定的评估利率范围内，按照实际市场状况和对未来的判断，自行对准备金提取利率进行选择。我们预计保监会制定的范围可能将在 4%-5% 之间。

若评估利率调整为 4%-5%，则 1999 年之后的保单准备金将有较大幅度的释放到净资产中，从而提高保险公司的净资产。除了准备金降低所增加的净利润，释放的净资产所增加的投资收益也可以进一步增厚净利润。不过目前对 1999 年之前的高息保单如何处理细则还没有出来，若也按照评估利率范围来提取准备金的话，则高息保单需要补充准备金，从而降低净资产。而在偿付能力报告和内含价值报告中可能仍将沿用原有的准备金利率，因此不会影响保险公司的内含价值。

在 3 家上市公司中，国寿由于没有高息保单，因此其净资产和净利润在此次调整中正面受益最大。太保其次。而平安由于高息保单比例较高，截至 2008 年底占比达 32.8%，可能会同时受到正面和负面影响。但由于具体细则目前未出，因此初步评估整体影响为中性。

六、估值及投资策略

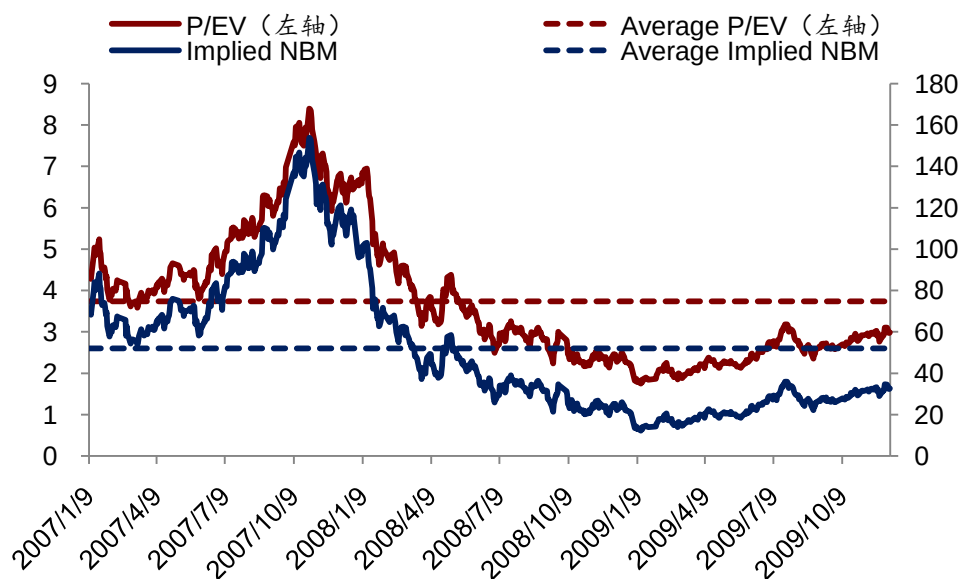
结合保险公司自身的经营特点，我们认为评估价值法更能反映保险公司的长期经营情况。从历史数据来看，中国人寿和中国平安目前的 P/EV 和隐含新业务倍数估值均低于历史平均水平，而中国太保则与历史平均水平基本相当。我们认为太保之所以估值水平与历史水平相当主要是由于 1) 太保在 07 年年底上市，而此时保险公司已经过了 2007 年 10 月出现的历史估值的高峰，使得其平均估值水平比国寿和平安要低；2) 太保 H 股即将上市，上市后将大幅提高其净资产，从而提高其内含价值，H 股上市后，将会降低其估值水平，使其估值水平低于历史均值。

从估值水平来看，三家保险上市公司估值水平低于历史平均水平；从基本面来无论是投资收益率还是保费收入增速趋势均向好；从利率变化周期来看，2010 年上半年将是低利率到加息初期的过渡阶段，下半年是加息初期阶段。因此我们仍然维持保险行业“推荐”的投资评级。但是由于市场对于保险股的这些向好趋势已有了一定的预期，明年要想大幅超过市场预期的难度较大，因此我们同时认为保险板块想要大幅超越大盘的可能性也不大。2010 年保险行业投资的催化剂在于：1) 延税型养老险推出；2) 央行下半年开始加息。个股选择上来看，我们近期更看好中国太保，而中长期则看好中国平安。



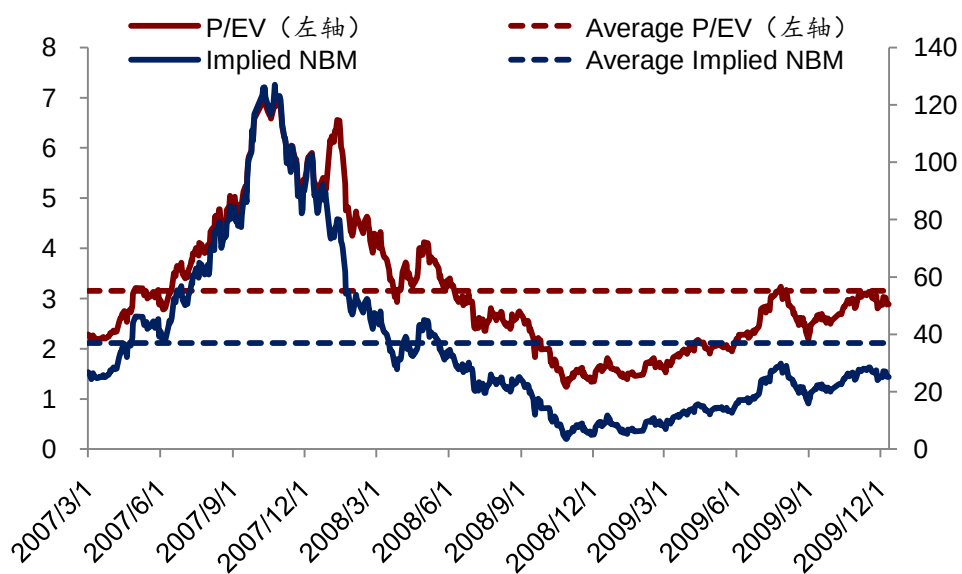


图22: 中国人寿A股历史估值比较



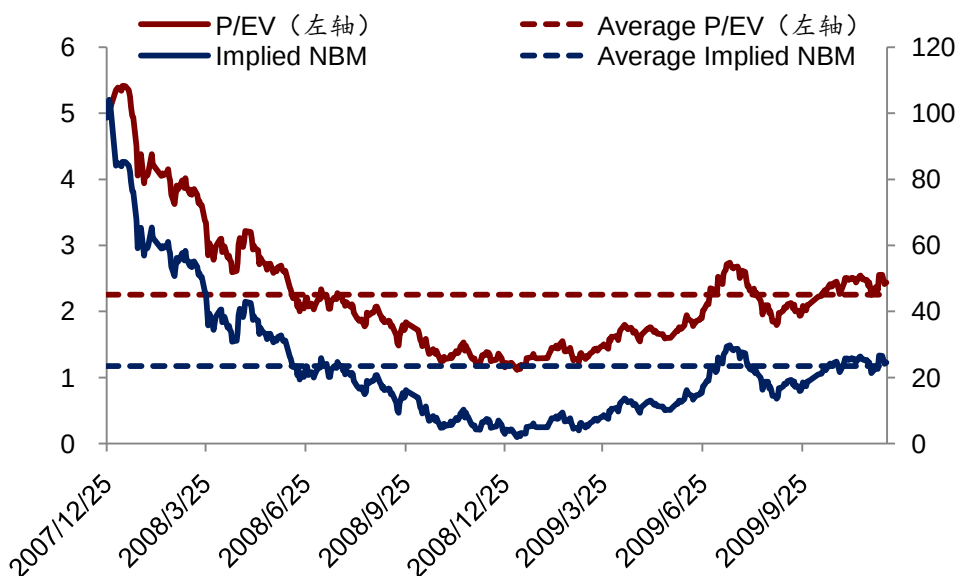
数据来源: Wind 资讯, 齐鲁证券研究所

图23: 中国平安A股历史估值比较



数据来源: Wind 资讯, 齐鲁证券研究所

图24: 中国太保A股历史估值比较



数据来源: Wind 资讯, 齐鲁证券研究所

七、重点公司点评

1 中国太保

中国太保今年以来大力发展期缴业务, 压缩万能险销售以改善寿险业务结构, 受此影响公司今年寿险业务保费收入出现下滑, 但是 9 月以来公司寿险保费收入向上拐点已如期而至, 我们预计 2010 年太保寿险保费收入将步入上升周期。

公司地处上海, 受益于上海双中心建设, 在个人延税型养老保险和航运保险方面可能会试点先行。此外, 公司 H 股也即将在香港上市, 使得公司净资产和内含价值大幅提高, 从而降低公司的估值水平。

我们预计公司 2009-2011 年每股收益为 0.72 元、0.89 元和 1.01 元, 寿险业务每股内含价值为 6.53 元、7.97 元和 9.71 元, 每股一年新业务价值为 0.62 元、0.76 元和 0.92 元, 维持公司“推荐”的投资评级。

2 中国平安

中国平安业务质量在上市保险公司中最好, 公司治理结构较好, 随着对深发展收购进程的逐步推进, 金融控股集团正在形成, 有利于公司的交叉销售, 并可以抵御银行投资保险公司对公司银保业务形成的竞争。

由于平安寿险业务结构始终较好, 今年逆势取得了保费快速增长的成绩, 09 年 1-10 月公司寿险累计保费收入同比增速达 33.0%。财险业务规模市场份额也位居行业第二, 超过了中国太保, 今年前 10 月财产险累计保费收入达 318.39 亿元, 市场份额达 12.54%。





银行业务，通过创新销售模式，业务规模增长迅猛，截至 2009 年中期平安银行资产总额达 1970 亿元，存贷款总额分别为 1390 亿元和 1040 亿元。在信用卡业务拓展方面，公司大力创新，开拓无分行地区异地发卡业务，截至 09 年 9 月底，公司在北京地区累计发卡量超 14 万张。而在渠道拓展方面，公司更是作为全国首家试点银行，在深圳地区开拓远程开户，突破了物理网点的限制。

公司的负面因素主要来自于历史高利率保单的包袱较大，截至 2008 年底占比达 32.8%，利差损保单还需要时间消化，因此业绩对投资收益率较为敏感。此外明年新会计准则的调整对公司当年净利润有一定影响。

我们预计公司 2009-2011 年每股收益为 1.24 元、1.57 元和 1.81 元，寿险业务每股内含价值为 12.31 元、14.83 元和 17.54 元，每股一年新业务价值为 1.48 元、1.76 元和 2.05 元，维持公司“推荐”的投资评级。

3 中国人寿

今年寿险业务结构调整成效显著，新业务利润率大幅提高，9 月以来公司单月保费收入已步入正增长期，由于基数效应，未来仍将延续增长趋势；与农行的战略合作将有利于公司银保业务的发展；公司在上市时将高利率保单的包袱全部转嫁给集团公司，因此明年新会计准则的调整对公司有较大的正面影响。

我们预计公司 2009-2011 年每股收益为 0.93 元、1.07 元和 1.22 元，寿险业务每股内含价值为 10.68 元、12.82 元和 15.05 元，每股一年新业务价值为 0.65 元、0.81 元和 0.96 元，维持公司“谨慎推荐”的投资评级。


表 9：上市保险公司估值比较

	中国平安				中国太保				中国人寿			
	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
寿险业务每股内含价值	9.48	12.31	14.83	17.54	5.55	6.53	7.97	9.71	8.49	10.68	12.82	15.05
每股一年新业务价值	1.16	1.48	1.76	2.05	0.47	0.62	0.76	0.92	0.49	0.65	0.81	0.96
新业务倍数	35.8	30.6	27.5	25.0	28.5	27.0	25.0	22.4	39.5	31.4	27.0	23.4
公司寿险业务每股评估价值	51.01	57.60	63.11	68.78	18.96	23.27	26.92	30.28	27.84	30.98	34.56	37.40
财险业务每股价值 (2XPB)	1.65	1.74	1.98	2.28	1.91	1.87	2.17	2.52				
银行业务每股价值 (2XPB)	2.39	2.63	3.17	3.85								
证券业务每股价值 (2XPB)	1.05	1.22	1.46	1.63								
其他业务每股价值 (1XPB)	5.07	4.83	5.04	5.29	2.67	2.89	3.03	3.19				
每股评估价值	61.17	68.02	74.76	81.83	23.54	28.03	32.12	35.99	27.84	30.98	34.56	37.40
净利润 (百万元)	662	9,123	11,537	13,311	1,339	5,568	6,819	7,789	10,068	26,201	30,285	34,618
EPS	0.09	1.24	1.57	1.81	0.17	0.72	0.89	1.01	0.36	0.93	1.07	1.22
BVPS	10.72	12.83	14.53	16.03	6.33	7.05	7.95	9.06	4.77	5.86	7.02	8.32
P/EV	3.4	2.9	2.5	2.2	2.8	2.4	2.1	1.7	3.8	2.9	2.5	2.2
P/E	633.7	46.0	36.3	31.5	152.1	35.9	29.2	25.6	88.7	34.4	29.8	26.1
P/B	3.0	4.4	3.9	3.6	4.1	3.7	3.3	2.9	6.7	5.4	4.5	3.8
隐含新业务倍数	34.7	25.2	19.3	15.0	35.7	24.6	17.9	11.9	47.8	32.8	23.7	17.7
同比增速 yoy												
寿险业务每股内含价值		29.85%	20.47%	18.26%		17.66%	22.05%	21.83%		25.74%	20.06%	17.39%
每股一年新业务价值		27.59%	18.63%	16.75%		31.91%	22.26%	21.14%		32.18%	24.36%	18.63%
净利润 (百万元)		1278.10%	26.46%	15.38%		315.83%	22.47%	14.23%		160.24%	15.58%	14.31%

数据来源：齐鲁证券研究所

八、风险提示

1. A 股市场并非成熟市场，对保险股更看重短期的投资收益水平。如果资本市场出现较大波动将会对保险股的走势存在负面影响。
2. 在央行加息前，债券投资收益率的提升将是稳步的，而快速增加的保费收入使得保险公司仍存在一定的债券配置压力


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内, 股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内, 股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内, 股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内, 股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内, 行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内, 行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内, 行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“齐鲁证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

