

新华保险 (601336.SH) 保险行业

评级：中性 维持评级

业绩点评

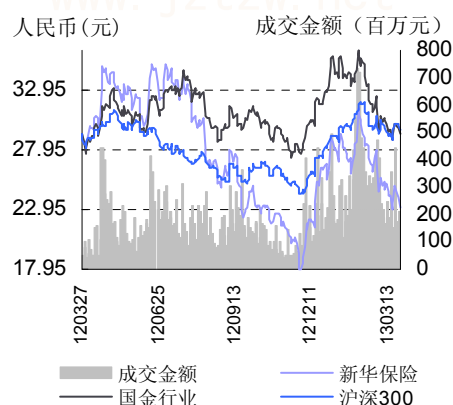
市价(人民币)：23.04元

目标(人民币)：27元

长期竞争力评级：低于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 1,100.58 |
| 流通港股(百万股) | 1,034.11 |
| 总市值(百万元) | 718.74 |
| 年内股价最高最低(元) | 35.07/17.95 |
| 沪深 300 指数 | 2575.05 |
| 上证指数 | 2297.67 |



相关报告

1. 《业绩尚可估值偏低难掩解禁压力》，2012.10.30
2. 《所得税收入致净利增 7.3%，但隐忧不少》，2012.8.30

童楠

联系人
(8621)61357589
tongnan@gjzq.com.cn

陈建刚

分析师 SAC 执业编号：S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

路漫漫其修远兮

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 基本每股收益(元) | 1.24 | 0.94 | 1.25 | 1.45 | 1.68 |
| 摊薄每股收益(元) | 1.24 | 0.94 | 1.25 | 1.45 | 1.68 |
| 每股净资产(元) | 13.91 | 11.50 | 17.45 | 22.71 | 25.25 |
| 每股新业务价值(元) | 1.94 | 1.34 | 1.22 | 1.20 | 1.21 |
| 每股内含价值(元) | 21.77 | 18.23 | 20.83 | 23.43 | 26.23 |
| 净利润增长率(%) | 24.5% | 4.8% | 32.8% | 16.3% | 15.8% |
| ROE(%) | 14.78% | 8.73% | 8.63% | 7.23% | 7.02% |
| 总股本(百万股) | 3,117 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 3,120 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 12 年归属母公司股东净利润 29.33 亿元，同比增长 4.8%，每股收益 0.94 元，符合预期；归属母公司股东净资产 358.7 亿元，较年初增长 14.6%，每股净资产 11.5 元；净资产高增长主要源于 12Q4 股市大幅反弹。公司已于 12 年实施每股 0.32056 元（含税）的特别分红，总计约 10 亿元，分红比例达 33.86%，故此次不再分红。
- 新业务价值 41.72 亿元，同比下降 4.3%；内含价值 568.7 亿元，同比增长 16.1%。
- 偿付能力充足率 192.6%，拟 13 年发行 50 亿债务融资工具。

经营分析

- 12 年实现原保费收入 977.19 亿元，同比增长 3.1%，市场份额 9.8%，位居第三；净投资收益率 4.7%，预计处在上市险企平均水平；因银保新单保费同比下降约 30%，渠道间保费结构被动调整，新单利润率提升 2.1%；
- 公司业务经营仍有隐忧：1) 渠道内保费结构依旧让人担忧，主要体现在期交占比下降、趸交占比上升，由于 13 年寿险行业仍处于弱复苏状态，迫于保费规模的压力，这种结构恶化的趋势未必能扭转或是趋缓；2) 健康险占比虽然提升 1.1%，但由于无法判断是医疗类产品或是重疾类产品的占比提升，或对新单利润率影响有限；3) 人力、绩优人力及预估产能较 11 年分别提升 1%、16%和 2.8%，退保率 5.5%依旧高企，随着公司推行向保障型产品转型，考虑到件均佣金及件均保费的影响，我们预计 13 年人力、绩优人力及产能依旧承压。4) 我们判断公司 11 年进行了特殊再保险安排，未来若干年会支付再保险公司部分利润，对公司业绩有一定压制；5) 按照 13 年前 2 月我们草根调研的情况看，新单保费承压严重，预计营销员渠道及银保渠道均有两位数的负增长，新业务价值同比下降 5~8%。
- 公司管理层对公司经营中遇到的问题反思深刻，描述转型措施等也具体务实，但我们认为在中国寿险市场创新土壤贫瘠以及保险被动销售的大环境下，为客户定制复杂精妙产品（涉及到发生率缺乏、定价利率管制等）以及过重依赖于互联网销售寿险产品（营销需要借助第三方平台费用不菲、支付风险、告知风险、配送渠道等）困难不小，加之原有业务结构及渠道优化的压力，我们认为需要持续检视公司在转型方面的进展。

投资建议

- 我们预计 13 年每股收益 1.25 元，同比增长 33%；每股内含价值 20.73 元，给予“中性”评级，目标价 27 元，对应 13 年 1.3x P/EV。

投资风险

- 权益市场大幅震荡，解禁股大宗交易、寿险定价利率放开影响及个人税延养老金试点推迟。

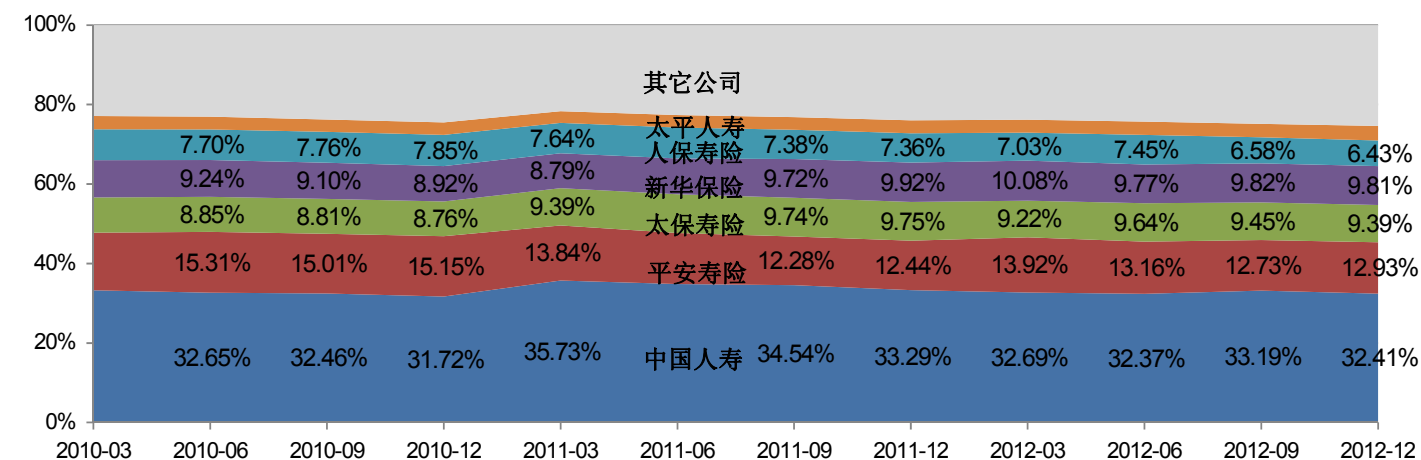
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表1: 寿险市场占有率较 11 年底下降 1bp, 位居市场第三



来源: CIRC, 国金证券研究所

图表2: 渠道内保费结构依旧让人担忧: 营销员渠道和银保渠道期交占比下降, 趸交占比上升, 由于 13 年寿险行业处于弱复苏状态, 迫于保费规模的压力, 这种结构恶化的趋势未必能扭转或是趋缓

| (单位: 百万元) | 2012 | 2011 | YoY(%) | 2010 | 占比(%) | 2012 | 2011 | YoY(%) | 2010 |
|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| 营销员渠道 | 42,993 | 35,871 | 19.9% | 28,689 | 营销员渠道 | 44.0% | 37.8% | 6.2% | 31.3% |
| 新保业务 | 10,131 | 9,758 | 3.8% | 10,419 | 新保业务 | 23.6% | 27.2% | -3.6% | 36.3% |
| 期交 | 8,948 | 8,878 | 0.8% | 9,526 | 期交 % 新保业务 | 88.3% | 91.0% | -2.7% | 91.4% |
| 趸交 | 1,183 | 880 | 34.4% | 893 | 趸交 % 新保业务 | 11.7% | 9.0% | 2.7% | 8.6% |
| 续期业务 | 32,862 | 26,113 | 25.8% | 18,270 | 续期业务 | 76.4% | 72.8% | 3.6% | 63.7% |
| 银行保险渠道 | 52,163 | 56,692 | -8.0% | 61,691 | 银行保险渠道 | 53.4% | 59.8% | -6.4% | 67.3% |
| 新保业务 | 21,569 | 30,985 | -30.4% | 44,319 | 新保业务 | 41.3% | 54.7% | -13.3% | 71.8% |
| 期交 | 5,074 | 7,562 | -32.9% | 12,214 | 期交 % 新保业务 | 23.5% | 24.4% | -0.9% | 27.6% |
| 趸交 | 16,495 | 23,423 | -29.6% | 32,105 | 趸交 % 新保业务 | 76.5% | 75.6% | 0.9% | 72.4% |
| 续期业务 | 30,594 | 25,707 | 19.0% | 17,372 | 续期业务 | 58.7% | 45.3% | 13.3% | 28.2% |
| 财富管理渠道 | 1,097 | 932 | 17.7% | 222 | 财富管理渠道 | 1.1% | 1.0% | 0.1% | 0.2% |
| 新保业务 | 635 | 818 | -22.4% | 222 | 新保业务 | 57.9% | 87.8% | -29.9% | 100.0% |
| 期交 | 375 | 457 | -17.9% | 150 | 期交 % 新保业务 | 59.1% | 55.9% | 3.2% | 67.6% |
| 趸交 | 260 | 361 | -28.0% | 72 | 趸交 % 新保业务 | 40.9% | 44.1% | -3.2% | 32.4% |
| 续期业务 | 462 | 114 | | 0 | 续期业务 | 42.1% | 12.2% | 29.9% | 0.0% |
| 团体寿险 | 1,466 | 1,302 | 12.6% | 1,080 | 团体寿险 | 1.5% | 1.4% | 0.1% | 1.2% |
| 寿险总保费 | 97,719 | 94,797 | 3.1% | 91,682 | 寿险总保费 | 100.0% | 100.0% | | 100.0% |

来源: 公司资料, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表3: 健康险占比提升 1.1%，但无法细分至医疗类或重疾类产品占比变化，或对新单利润率影响或有限

| (单位:百万元) | 2012 | 2011 | YoY(%) | 2010 | 占比(%) | 2012 | 2011 | YoY(%) | 2010 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 寿险 | 90,203 | 88,676 | 1.7% | 86,657 | 寿险 | 92.3% | 93.5% | -1.2% | 94.5% |
| 传统型寿险 | 848 | 704 | 20.5% | 632 | 传统型寿险 | 0.9% | 0.8% | 0.1% | 0.7% |
| 分红型寿险 | 89,318 | 87,940 | 1.6% | 85,998 | 分红型寿险 | 99.0% | 99.2% | -0.2% | 99.2% |
| 万能型寿险 | 37 | 32 | 15.6% | 27 | 万能型寿险 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 投资连结保险 | - | - | - | - | 投资连结保险 | 0 | - | 0.0% | - |
| 健康险 | 6,491 | 5,255 | 23.5% | 4,301 | 健康险 | 6.6% | 5.5% | 1.1% | 4.7% |
| 意外伤害险 | 1,025 | 866 | 18.4% | 721 | 意外伤害险 | 1.0% | 0.9% | 0.1% | 0.8% |
| 寿险总保费 | 97,719 | 94,797 | 3.1% | 91,679 | 寿险总保费 | 100.0% | 100.0% | - | 100.0% |

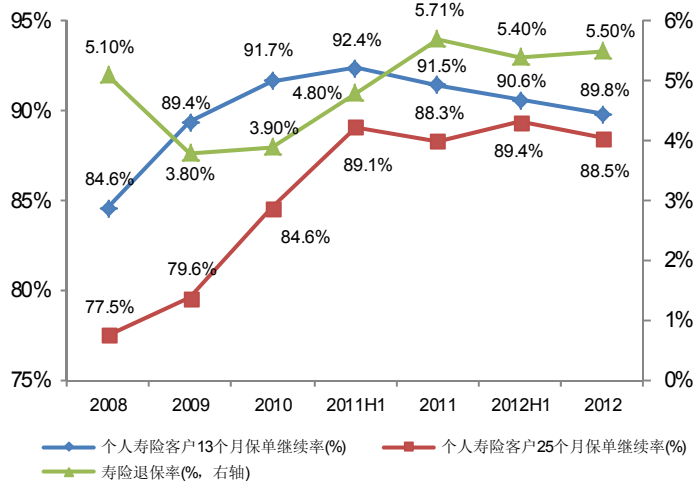
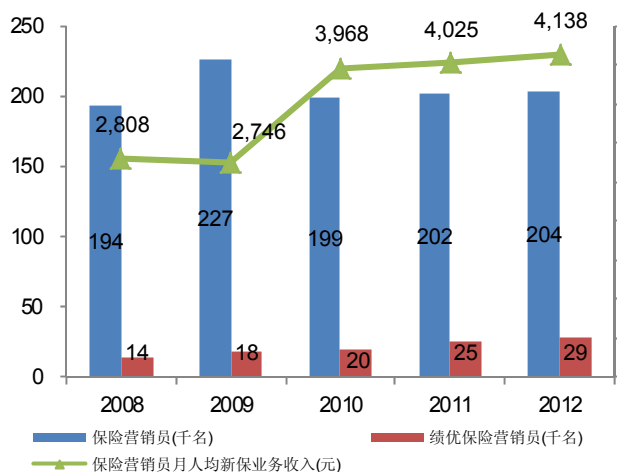
来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表4: 人力、绩优人力及预估产能较 11 年分别提升 1%、16% 和 2.8%，退保率 5.5% 依旧高企
公司推行向保障型产品转型，但受件均佣金及件均保费影响，预计人力、绩优人力和产能依旧承压

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011H1 | 2011 | 2012H1 | 2012 |
|--------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 保险营销员(千名) | 194 | 227 | 199 | 204 | 202 | 207 | 204 |
| 绩优保险营销员(千名) | 14 | 18 | 20 | 22 | 25 | 30 | 29 |
| 保险营销员月人均新保业务收入(元) | 2,808 | 2,746 | 3,968 | 4,155 | 4,025 | 4,711 | 4,138 |
| 个人寿险客户13个月保单继续率(%) | 84.6% | 89.4% | 91.7% | 92.4% | 91.45% | 90.6% | 89.84% |
| 个人寿险客户25个月保单继续率(%) | 77.5% | 79.6% | 84.6% | 89.1% | 88.33% | 89.4% | 88.50% |
| 寿险退保率(%, 右轴) | 5.10% | 3.80% | 3.90% | 4.80% | 5.71% | 5.40% | 5.50% |

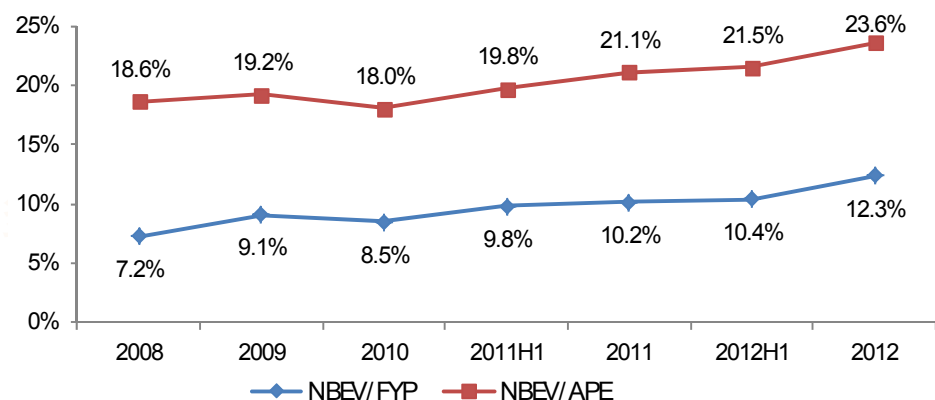
注: 1. 新标准下, 绩优保险营销员指累计标准保费按地区差异达到7000元或10000元的保险营销员人数。2008、2009、2011H1按照老标准(计标准保费按地区差异达到5000元或8000元)进行比例换算(按照2010年年报公布的新、老标准下人数比例)成新标准下数据。

2. 中期的寿险退保率根据披露值进行简单年化处理。



图表5: 银保新单降幅达 30%致使渠道间新单结构变化, 新单利润率提升 2.1%

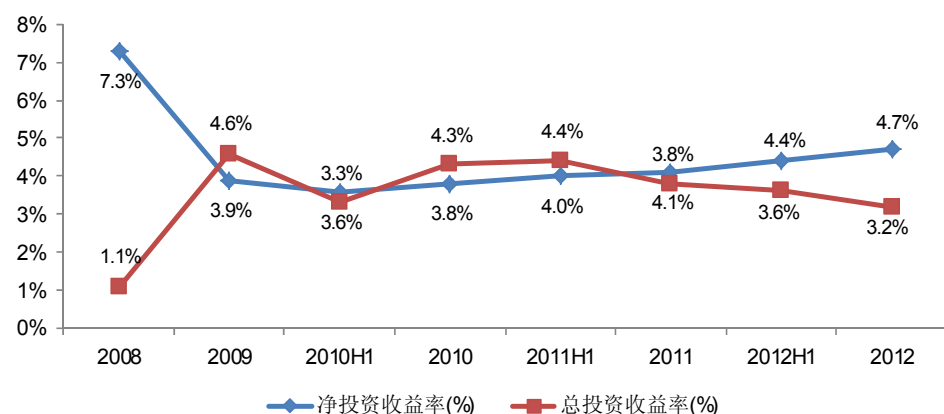
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011H1 | 2011 | 2012H1 | 2012 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 首年保费(FYP) | 35,642 | 44,839 | 56,040 | 24,138 | 42,863 | 22,523 | 33,801 |
| 标准保费(APE) | 13,840 | 21,219 | 26,277 | 12,000 | 20,665 | 10,855 | 17,657 |
| 新业务价值(NBV) | 2,577 | 4,084 | 4,741 | 2,372 | 4,360 | 2,338 | 4,172 |
| NBEV/FYP | 7.2% | 9.1% | 8.5% | 9.8% | 10.2% | 10.4% | 12.3% |
| NBEV/APE | 18.6% | 19.2% | 18.0% | 19.8% | 21.1% | 21.5% | 23.6% |



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表6: 净投资收益率较 11 年底提升 90bp, 预计位于上市险企平均水平

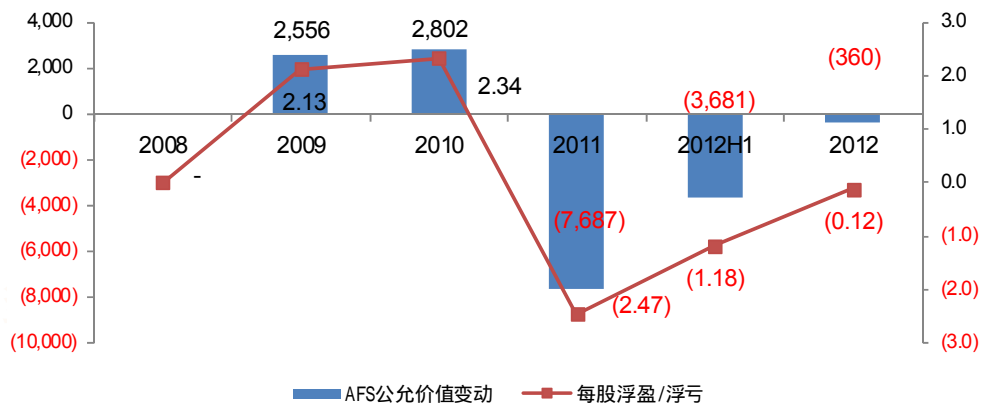
| | 2008 | 2009 | 2010H1 | 2010 | 2011H1 | 2011 | 2012H1 | 2012 |
|-------------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 净投资收益 | 10,076 | 6,955 | 4,378 | 9,276 | 6,423 | 13,659 | 9,172 | 19,874 |
| 净已实现及未实现的收益 | (7,714) | 1,178 | (310) | 1,266 | 498 | (78) | 146 | (1,054) |
| 减值损失 | (775) | 0 | (35) | (116) | (113) | (904) | (2,016) | (5,281) |
| 总投资收益 | 1,587 | 8,133 | 4,033 | 10,426 | 6,808 | 12,677 | 7,302 | 13,539 |
| 净投资收益率(%) | 7.3% | 3.9% | 3.6% | 3.8% | 4.0% | 4.1% | 4.4% | 4.7% |
| 总投资收益率(%) | 1.1% | 4.6% | 3.3% | 4.3% | 4.4% | 3.8% | 3.6% | 3.2% |



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表7: 浮亏缩窄至每股 0.12 元

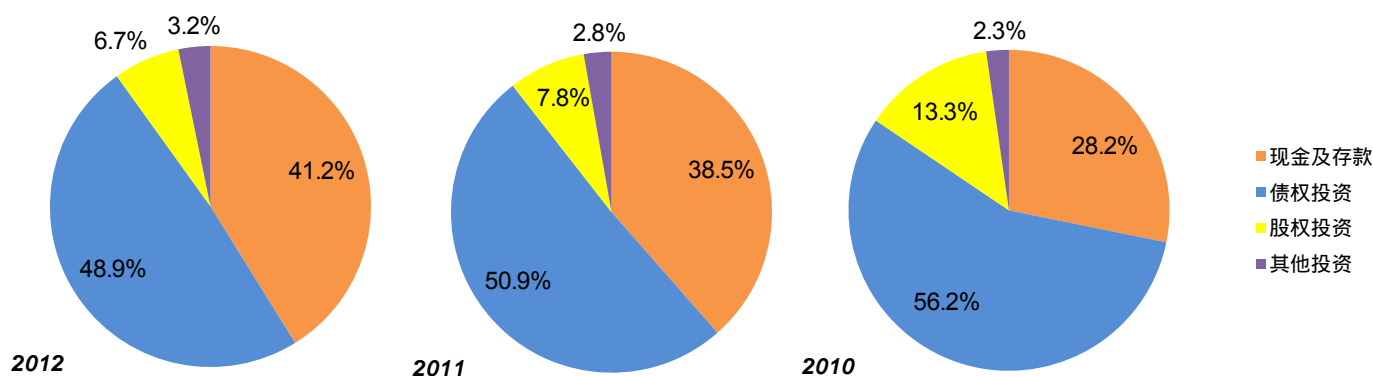
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012H1 | 2012 |
|-----------|-------|-------|-------|---------|---------|--------|
| AFS公允价值变动 | | 2,556 | 2,802 | (7,687) | (3,681) | (360) |
| 股本 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 3,117 | 3,120 | 3,120 |
| 每股浮盈/浮亏 | - | 2.13 | 2.34 | (2.47) | (1.18) | (0.12) |



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表8: 债权/股权投资占比持续下降, 预计大额协议存款占比持续走高

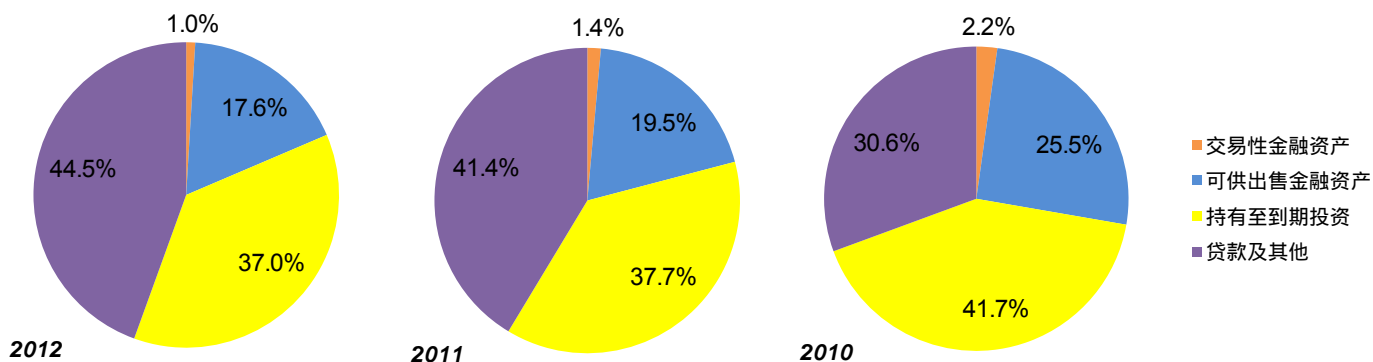
| 按投资对象(百万元) | 2012 | 2011 | YoY(%) | 2010 | 占比(%) | 2012 | 2011 | YoY(%) | 2010 |
|------------|---------|---------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及存款 | 196,919 | 144,044 | 36.7% | 82,578 | 现金及存款 | 41.2% | 38.5% | 2.6% | 28.2% |
| 债权投资 | 234,130 | 190,464 | 22.9% | 164,726 | 债权投资 | 48.9% | 50.9% | -2.0% | 56.2% |
| 股权投资 | 32,085 | 29,051 | 10.4% | 38,874 | 股权投资 | 6.7% | 7.8% | -1.1% | 13.3% |
| 其他投资 | 15,347 | 10,399 | 47.6% | 6,688 | 其他投资 | 3.2% | 2.8% | 0.4% | 2.3% |
| 投资资产 | 478,481 | 373,958 | 28.0% | 292,866 | 投资资产 | 100.0% | 100.0% | | 100.0% |



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表9: 交易性金融资产同比及占比持续下降

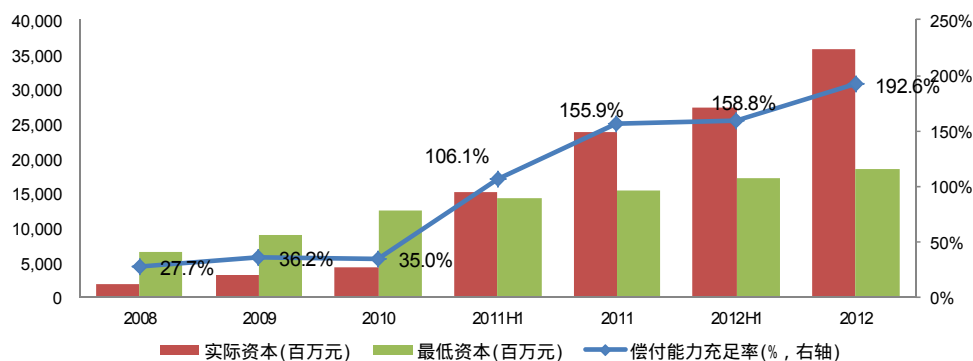
| 按投资目的 (百万元) | 2012 | 2011 | YoY(%) | 2010 | 占比 (%) | 2012 | 2011 | YoY(%) | 2010 |
|-------------|---------|---------|--------|---------|----------|-------|-------|--------|-------|
| 交易性金融资产 | 4,549 | 5,310 | -14.3% | 6,515 | 交易性金融资产 | 1.0% | 1.4% | -0.5% | 2.2% |
| 可供出售金融资产 | 84,335 | 72,876 | 15.7% | 74,689 | 可供出售金融资产 | 17.6% | 19.5% | -1.9% | 25.5% |
| 持有至到期投资 | 176,817 | 141,090 | 25.3% | 122,016 | 持有至到期投资 | 37.0% | 37.7% | -0.8% | 41.7% |
| 贷款及其他 | 212,780 | 154,682 | 37.6% | 89,646 | 贷款及其他 | 44.5% | 41.4% | 3.1% | 30.6% |
| 投资资产 | 478,481 | 373,958 | 28.0% | 292,866 | 投资资产 | 100% | 100% | | 100% |



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表10: 偿付能力充足, 但 13 年有 50 亿债务融资工具发行计划

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011H1 | 2011 | 2012H1 | 2012 |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 偿付能力充足率(%, 右轴) | 27.7% | 36.2% | 35.0% | 106.1% | 155.9% | 158.8% | 192.6% |
| 实际资本(百万元) | 1,802 | 3,265 | 4,402 | 15,225 | 23,866 | 27,304 | 35,764 |
| 最低资本(百万元) | 6,496 | 9,024 | 12,583 | 14,354 | 15,304 | 17,199 | 18,574 |



来源: 公司资料, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表 11: 新华保险财务数据预测

| 每股数据 (元) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 1.24 | 0.94 | 1.25 | 1.45 | 1.68 |
| BVPS | 13.91 | 11.50 | 17.45 | 22.71 | 25.25 |
| EV | 15.72 | 18.23 | 20.73 | 23.28 | 26.08 |
| NBV | 1.94 | 1.34 | 1.22 | 1.20 | 1.21 |

| 合并利润表 (百万元) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 寿险保费 | 94,797 | 97,719 | 100,887 | 105,237 | 110,339 |
| 个人寿险 | 93,495 | 96,253 | 99,245 | 103,431 | 108,353 |
| 新保业务 | 41,561 | 32,335 | 26,502 | 24,809 | 24,876 |
| 续期业务 | 51,934 | 63,918 | 72,744 | 78,621 | 83,477 |
| 团体保险 | 1,302 | 1,466 | 1,642 | 1,806 | 1,987 |
| 已赚保费 | 95,310 | 97,589 | 100,642 | 104,891 | 109,928 |
| 赔付及保户利益 | (87,151) | (89,898) | (98,054) | (104,503) | (111,247) |
| 综合费用 | (18,190) | (19,445) | (20,733) | (22,016) | (23,406) |
| 承保利润 | (10,031) | (11,754) | (18,144) | (21,628) | (24,725) |
| 投资收益 | 13,053 | 13,828 | 22,116 | 26,304 | 30,196 |
| 其他收益 | 253 | 214 | 585 | 626 | 670 |
| 营业利润 | 3,275 | 2,288 | 4,557 | 5,302 | 6,141 |
| 所得税 | (475) | 646 | (661) | (769) | (890) |
| 净利润 | 2,800 | 2,934 | 3,896 | 4,533 | 5,250 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 2,799 | 2,933 | 3,895 | 4,532 | 5,249 |

| 内含价值 (百万元) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 新业务价值 | 4,360 | 4,172 | 3,821 | 3,755 | 3,780 |
| 内含价值 | 48,991 | 56,870 | 64,666 | 72,640 | 81,358 |

| 寿险保费 (百万元) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 个人寿险 | 93,495 | 96,253 | 99,245 | 103,431 | 108,353 |
| 新保业务 | 41,561 | 32,335 | 26,502 | 24,809 | 24,876 |
| 保险营销员渠道 | 9,758 | 10,131 | 8,611 | 7,750 | 7,750 |
| 银行保险渠道 | 30,985 | 21,569 | 17,255 | 16,392 | 16,392 |
| 财富管理渠道 | 818 | 635 | 635 | 667 | 733 |
| 续期业务 | 51,934 | 63,918 | 72,744 | 78,621 | 83,477 |
| 保险营销员渠道 | 26,113 | 32,862 | 39,260 | 43,940 | 47,882 |
| 银行保险渠道 | 25,707 | 30,594 | 32,815 | 33,841 | 34,602 |
| 财富管理渠道 | 114 | 462 | 670 | 840 | 992 |
| 团体保险 | 1,302 | 1,466 | 1,642 | 1,806 | 1,987 |
| 总保费 | 94,797 | 97,719 | 100,887 | 105,237 | 110,339 |

| 估值指标 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | 18.52 | 24.51 | 18.45 | 15.86 | 13.69 |
| P/B | 1.66 | 2.00 | 1.32 | 1.01 | 0.91 |
| P/EV | 1.47 | 1.26 | 1.11 | 0.99 | 0.88 |
| 新业务价值倍数 | 3.8 | 3.6 | 1.9 | (0.2) | (2.5) |

| 每股数据 (同比, %) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS | -34% | -24% | 33% | 16% | 16% |
| BVPS | 154% | -17% | 52% | 30% | 11% |
| EV | -33% | 16% | 14% | 12% | 12% |
| NBV | -51% | -31% | -8% | -2% | 1% |

| 合并资产负债表 (百万元) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 总资产 | 386,771 | 493,693 | 589,681 | 677,714 | 758,779 |
| 投资资产 | 373,956 | 478,481 | 574,177 | 660,304 | 739,540 |
| 其中: 现金及存款 | 144,044 | 196,919 | 241,154 | 277,328 | 310,607 |
| 其中: 债权投资 | 190,464 | 234,130 | 275,605 | 316,946 | 354,979 |
| 其中: 股权投资 | 29,051 | 32,085 | 37,322 | 42,920 | 48,070 |
| 保险资产 | 5,597 | 4,838 | 5,062 | 5,618 | 6,202 |
| 运营资产 | 13,230 | 18,222 | 21,346 | 24,533 | 27,468 |
| 其他资产 | 579 | 543 | 590 | 678 | 759 |
| 独立账户资产 | 280 | 263 | 295 | 339 | 379 |
| 总负债 | 355,458 | 457,815 | 535,240 | 606,851 | 680,003 |
| 保险负债 | 332,476 | 421,791 | 491,158 | 559,673 | 629,740 |
| 融资负债 | 15,465 | 18,280 | 21,170 | 23,999 | 26,808 |
| 运营负债 | 6,672 | 16,694 | 21,763 | 21,936 | 22,118 |
| 其他负债 | 458 | 458 | 458 | 458 | 458 |
| 股东权益合计 | 31,313 | 35,878 | 54,440 | 70,863 | 78,776 |
| 归属于母公司股东权益 | 31,306 | 35,870 | 54,431 | 70,853 | 78,765 |

| 内含价值 (同比, %) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 新业务价值 | -8% | -4% | -8% | -2% | 1% |
| 内含价值 | 74% | 16% | 14% | 12% | 12% |

| 寿险保费 (同比, %) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 个人寿险 | 3.2% | 2.9% | 3.1% | 4.2% | 4.8% |
| 新保业务 | -24% | -22% | -18% | -6% | 0% |
| 保险营销员渠道 | -6% | 4% | -15% | -10% | 0% |
| 银行保险渠道 | -30% | -30% | -20% | -5% | 0% |
| 财富管理渠道 | 268% | -22% | 0% | 5% | 10% |
| 续期业务 | 45.7% | 23.1% | 13.8% | 8.1% | 6.2% |
| 保险营销员渠道 | 43% | 26% | 19% | 12% | 9% |
| 银行保险渠道 | 48% | 19% | 7% | 3% | 2% |
| 财富管理渠道 | | 305% | 45% | 26% | 18% |
| 团体保险 | 21% | 15% | 12% | 10% | 10% |
| 总保费 | 3.4% | 3.1% | 3.2% | 4.3% | 4.8% |

| 投资收益 (%) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 净投资收益率 | 4.1% | 4.7% | 4.7% | 4.7% | 4.8% |
| 总投资收益率 | 3.8% | 3.2% | 4.1% | 4.5% | 4.6% |

来源: 国金证券研究所. 基于 2013 年 3 月 26 日收盘价 23.04 元。

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 5 | 5 | 16 |
| 增持 | 0 | 1 | 12 | 13 | 24 |
| 中性 | 0 | 0 | 5 | 6 | 10 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 2.00 | 2.00 | 2.02 | 1.95 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2012-08-30 | 中性 | 25.61 | 26.02 ~ 27.83 |
| 2 2012-10-30 | 中性 | 21.99 | 24.08 ~ 26.49 |

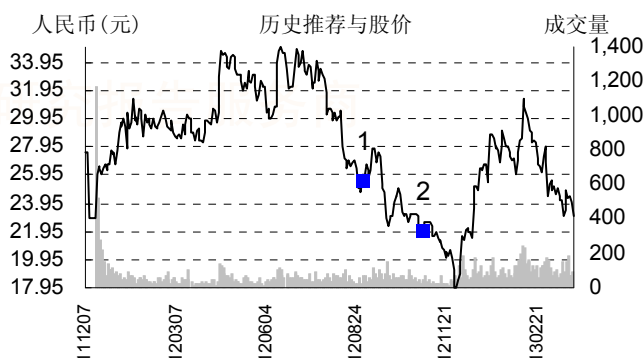
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net