

全面推进转型 2.0，看好长期价值增长 买入（维持）

2020 年 03 月 08 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujiejyu@dwzq.com.cn

投资要点

- **人身险行业步入转型期，市场前景广阔。**1) 我国长期仍有保费增长空间。我国保险密度、保险深度与成熟市场相比仍有很大差距，保险渗透低，且保费增速停滞时一般已经处在经济足够发达的阶段，我国目前仍能保持 6% 的 GDP 增速能够支撑未来较长时间的保费增长空间。2) 健康险将成为寿险保费增长的主要动力。2011~2018 年我国健康险保费复合增速达 34.3%，远高于寿险 (13.2%) 和意外险 (18.2%)；老龄化加剧+商业健康险覆盖明显不足引起居民健康管理需求提升，预期未来健康险需求将逐步释放。3) 政策频发，监管引导人身险行业逐渐由规模导向到价值导向转型。其中，中国太保积极调整战略方向，在转型 1.0 的基础上全面推动转型 2.0，聚焦发展长期保障型业务及提升代理人产能，契合行业发展趋势，将在监管环境、销售环境和投资环境等的变化中保持稳定增长。
- **坚定推进寿险转型，长期价值增长可期。**随着寿险市场的逐步成熟、客户需求升级以及监管趋严，寿险行业正处于转型拐点，将步入以高质量发展为主线的新周期。公司顺应市场需求，全面推进转型 2.0，努力成为新周期转型标杆：**1) 聚焦价值：**公司大力发展保障型业务，2011 年至今首年年化保费年复合增长率达 26%，保费占比提升至 49%，产品结构持续优化；聚焦健康保障需求，2019H 实现长期健康险增速 56%，领先同业，此外，公司拓展健康服务网络，打造“保险+健康+养老”生态圈，协同保险主业，探索新增长点。**2) 聚焦队伍：**公司实施队伍分层画像与精细管理，着力打造三支关键队伍，做大核心人力，推动队伍结构不断优化，月绩优人力、健康人力均保持稳定增长，人均产能继续提升，人均新业务价值三年复合增长率 8.2%，推动代理人渠道由规模驱动向产能驱动转型。**3) 聚焦赋能：**科技赋能代理人培训，通过场景化演练、AI 虚拟技术等进行千人千面针对性培训，支持代理人展业；科技赋能“太保服务”，提升客户体验与服务价值。
- **股东回报优异&投资端稳健，长期吸引力凸显。**1) 公司现金分红能力强，近十年分红比例达 45% (基于归母净利润，算术平均值)，远超上市同业；未来公司分红或将逐步转向以营运利润为基础，预计分红比例将保持高位稳定。在国债收益率下行趋势下，分红稳定的高股息股票将成为市场稀缺性资产，长期吸引力显著。2) 高分红率也使得公司在投资端更加注重稳健。公司固收类资产占比始终保持在 80% 以上，股票和权益型基金配置比例居上市同业最低位；投资收益中利息收入的比重最高，2019H 占比达到 81.8%；稳健的投资风格和较高的固收占比使得太保的投资收益率波动较小，近年来净投资收益率、总投资收益率保持在 5% 左右，波动低于同业。
- **盈利预测与投资评级：**公司重视长期价值增长，坚定推进寿险业务转型，未来随着寿险行业转型价值导向、健康险需求逐渐凸显，公司利润有望保持高增长。预计公司 2019、2020、2021 年分别实现归属于母公司股东净利润 282.3、292.0、331.3 亿元，同比分别增长 56.7%、3.4%、13.5%，期末归属于母公司股东净资产分别为 1702、1866、2061 亿元，目前 A 股估值 0.76 倍 2019P/EV，港股估值 0.53 倍 2019PEV，港股折价率 31%，配置价值显著。
- **风险提示：**1) 转型难度超预期，新单大幅下滑；2) 长端利率下行超预期；3) GDR 发行压制股价。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.68
一年最低/最高价	31.20/40.40
市净率(倍)	1.74
流通 A 股市值(百万元)	205449.36

*备注汇率：估值数据按照 1 港元 = 0.882 元人民币汇率计算

基础数据

每股净资产(元)	18.79
资产负债率(%)	88.29
总股本(百万股)	9062.00
流通 A 股(百万股)	6286.70

相关研究

- 1、《中国太保 (601601)：新单短期下滑不扰长期向上，期待转型 2.0 成效》2019-10-31
- 2、《中国太保 (601601)：税优贡献利润，价值逐季改善》2019-08-26
- 3、《中国太保 (601601)：NBV 转正，投资端表现优异》2019-03-25

内容目录

1. 寿险行业进入价值驱动新周期	5
1.1. 长期来看，我国保费增长仍有空间	5
1.2. 行业动能切换，健康险将成为人身险保费增长的主要动力	7
1.3. 监管引导行业回归保障	9
2. 专注保险主业，综合实力稳步提升	12
2.1. 聚焦保险主业，业绩高速增长	12
2.2. 股权结构分散，公司治理优异	13
3. 寿险坚定转型，短期波动不扰长期价值	16
3.1. 转型 2.0 聚焦价值，助力二次腾飞	16
3.2. 产品角度：结构调整，保障型业务迅速发展	18
3.3. 渠道角度：聚焦代理人产能提升	21
3.4. 资产端：投资风格稳健，收益率稳定	22
4. 财险保费增速回升，非车业务拉动增长	24
5. 投资建议	26
6. 风险提示	28

图表目录

图 1: 美国寿险保费收入及 GDP 增速.....	5
图 2: 英国寿险保费收入及 GDP 增速.....	5
图 3: 日本寿险保费收入及 GDP 增速.....	5
图 4: 中国寿险保费收入及 GDP 增速.....	5
图 5: 我国保险密度和保险深度.....	6
图 6: 2018 年主要经济体保险深度和保险密度.....	6
图 7: 不同城市的人身险保费增速.....	6
图 8: 健康险保费延续高增.....	7
图 9: 健康险保费占比持续提升.....	7
图 10: 65 岁以上人口占比逐年增加.....	8
图 11: 近年来供养比下滑较快.....	8
图 12: 国民卫生总费用持续攀升.....	8
图 13: 中国商业健康险覆盖群体远远不足 (2017)	8
图 14: 2005~2018 年我国个人卫生支出额及占比.....	9
图 15: 各国医疗支出占 GDP 的比重.....	9
图 16: 我国寿险市场发展历程.....	9
图 17: 中国人寿险种结构变化趋势.....	10
图 18: 中国平安险种险种结构变化趋势.....	10
图 19: 中国太保险种结构变化趋势.....	10
图 20: 新华保险险种结构变化趋势.....	10
图 21: 公司业务发展历程.....	12
图 22: 2011~2019Q3 集团归母净利润.....	12
图 23: 2011~2019Q3 集团归母净资产.....	12
图 24: 2012~2019H 集团 ROE	13
图 25: 集团核心偿付能力充足率优于同业.....	13
图 26: 太保寿险转型 2.0	16
图 27: 2012~2019Q3 寿险业务总保费收入.....	17
图 28: 2011~2019H 代理人渠道新单保费收入持续提高	17
图 29: 2011~2019H 公司 EV、NBV 规模及增速	18
图 30: 2011~2019H 公司新业务价值率	18
图 31: 新业务价值驱动因素分拆	18
图 32: 太保寿险产品结构改善	19
图 33: 长期保障型新单保费保持增长	19
图 34: 长期保障型保险新业务价值占比提升	19
图 35: 退保率明显下降	19
图 36: 2015~2019H 太保长期健康险保费增速及占比	20
图 37: 2013~2019H 上市险企健康险增速	20
图 38: 短期医疗险为寿险营销员新获客数 (万人)	20
图 39: 短期健康险在寿险长险个人客户中的渗透率	20
图 40: 丰富服务供给, 打造“保险+健康+养老”生态圈	20
图 41: 行业代理人增速回落	21
图 42: 太保新单增长主要由代理人规模增长驱动	21

图 43：代理人规模小幅下滑	21
图 44：月均绩优人力、健康人力稳定增长	21
图 45：绩优人力、健康人力占比提高	22
图 46：人均新业务价值持续提升	22
图 47：代理人渠道保费收入占比持续提升	22
图 48：代理人渠道新单保费占比小幅下滑	22
图 49：2012~2019Q3 集团投资资产规模及增速	23
图 50：2012~2019Q3 太保投资资产配置情况	23
图 51：上市险企股票+权益型基金配置情况	23
图 52：2015~2019H 太保投资收益结构	23
图 53：2012~2019Q3 太保净、总、综合投资收益率	23
图 54：太保净投资收益率波动较小	23
图 55：2007~2019Q3 公司财险保费及增速	24
图 56：2004~2019 财险行业 CR5 的市场份额	24
图 57：2011~2019Q3 车险与非车险保费占比	24
图 58：非车险拉动产险保费增长	24
图 59：2010~2018 年上市财险公司的整体综合成本率	25
图 60：太保财险综合成本率保持稳定	25
图 61：2018 年公司主要险种承保盈余及综合成本率	25
图 62：车险综合成本率保持稳定	25
图 63：太保分红比例显著高于同业（基于归母净利润）	26
图 64：2012 年至今上市险企 PEV 估值（截至 2020 年 3 月 6 日）	26
图 65：中国太保盈利、核心指标预测及估值（截至 2020 年 3 月 6 日）	27
 表 1：平安和太保人身险保费收入前五的省份的保费占总人身险规模保费的比重	7
表 2：银保监会对促进寿险行业回归本质的相关政策	11
表 3：中国太保前十大股东（截至 2019Q3）	13
表 4：太保寿险新任管理层情况	14
表 5：中国太保管理层持股情况（截至 2019H1）	15
表 6：太保转型 1.0、2.0 战略比较	16

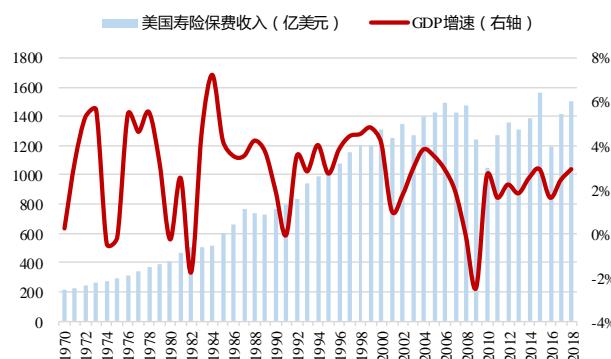
1. 寿险行业进入价值驱动新周期

2017年至今，在长端利率下行、保险保障需求不断提高、监管层为控制利差损风险引导行业回归保障等因素的推动下，寿险行业逐渐由规模导向到价值导向转型。其中，中国太保积极调整战略方向，在转型1.0的基础上全面推动转型2.0，聚焦发展长期保障型业务及提升代理人产能，契合行业发展趋势，将在监管环境、销售环境和投资环境等的变化中保持稳定增长。

1.1. 长期来看，我国保费增长仍有空间

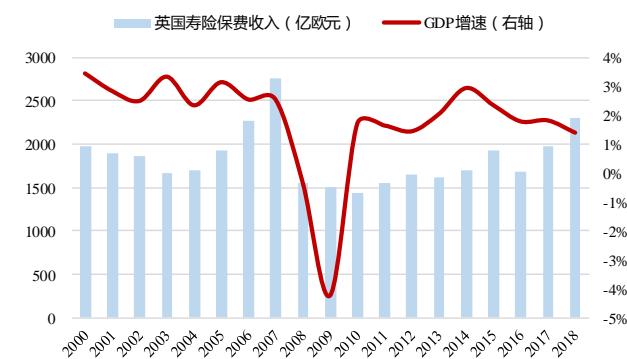
经济中高速增长支撑我国长期保费增长。寿险保费增长空间的主要影响因素包括经济发展水平，利率情况，人口年龄结构等，比较美国、英国、日本与我国的保费收入增速与GDP增速，可以发现：寿险保费增长趋势基本与GDP增速保持一致，海外主要国家都经历了寿险保费收入持续的长周期增长之后增速逐步趋缓或停滞，我国目前GDP增速仍保持在6%以上，经济中高速增长支撑保费收入增长。

图1：美国寿险保费收入及GDP增速



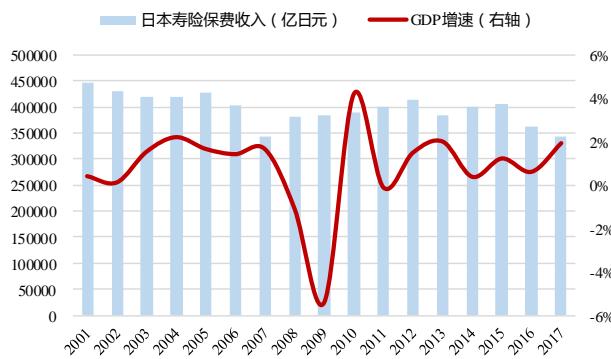
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：英国寿险保费收入及GDP增速



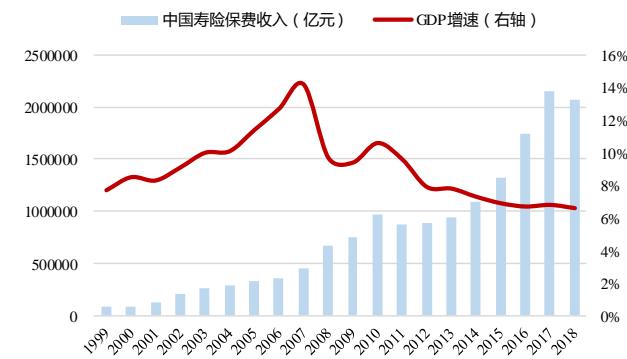
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：日本寿险保费收入及GDP增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

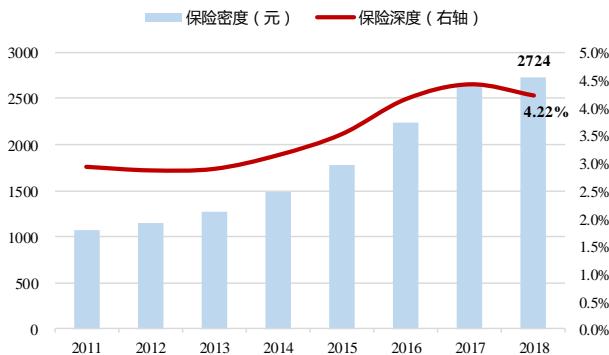
图4：中国寿险保费收入及GDP增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

我国保险渗透仍低，市场前景广阔。2011~2018年，我国保险密度由1067元上升至2724元，保险深度由2.9%上升至4.22%，均有较大提升，但与欧美和亚太主要经济体相比，仍有很大差距。瑞再数据显示，2018年我国保险密度和深度远低于欧美主要经济体，也显著落后于日本、韩国，保险渗透仍低，市场前景广阔。

图5：我国保险密度和保险深度



数据来源：Swiss Re，东吴证券研究所

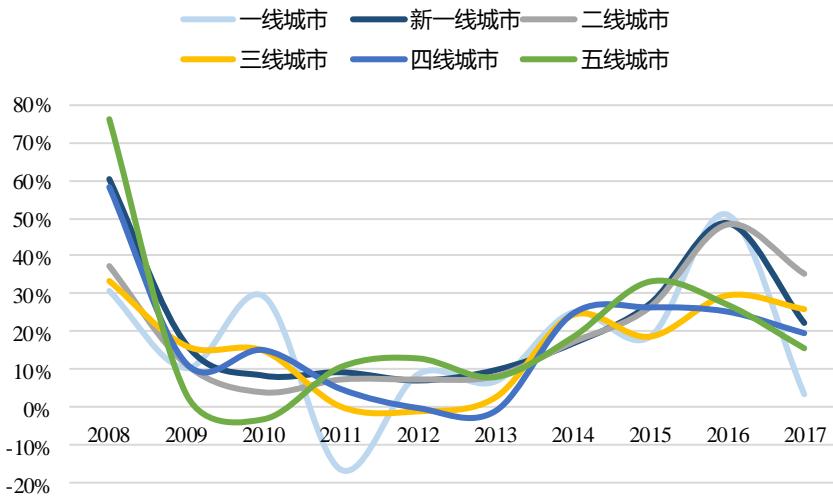
图6：2018年主要经济体保险深度和保险密度



数据来源：Swiss Re，东吴证券研究所

三四线城市仍是蓝海，太保具有相对优势。我们将保险市场分为三层，高端市场、中端市场、低端市场：1) 高端市场主要包括一线城市高净值人群，其对于财富传承、高端医疗的需求很大，主要竞争公司是友邦、平安（高客部）等；2) 中端市场主要包括一线其他人群及二线城市，消费者对保险的保障需求比较大，看重产品性价比，同时竞争最为激烈。2017年以来，由于储蓄型产品受到监管限制，保费增速下滑较快；3) 低端市场为其他城市市场，消费者对保险的保障需求比较大，看重品牌及价格，主要是大型保险公司参与经营，竞争格局稳定，太保具有渠道优势。此外，四五线城市居民的财产多投资于银行存款或银行理财，随着消费者对保险认识的转变与提高，低端市场对保险的需求将持续增长。

图7：不同城市的人身险保费增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：平安和太保人身险保费收入前五的省份的保费占总人身险规模保费的比重

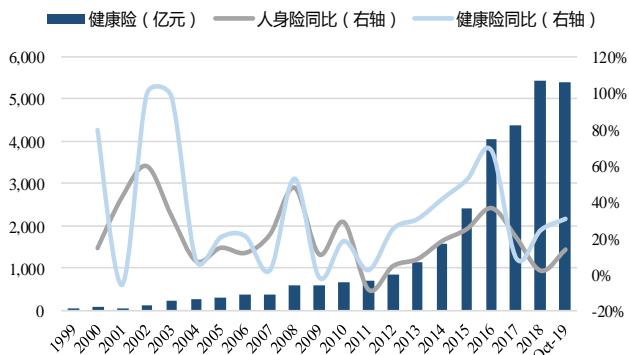
中国平安	2018	2017	中国太保	2018	2017
广东	18.0%	17.8%	河南	11.2%	10.5%
山东	6.1%	6.1%	江苏	10.3%	10.4%
江苏	5.6%	5.7%	山东	8.2%	8.4%
浙江	5.5%	5.5%	浙江	7.4%	7.2%
北京	5.3%	5.6%	河北	5.9%	5.9%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.2. 行业动能切换，健康险将成为人身险保费增长的主要动力

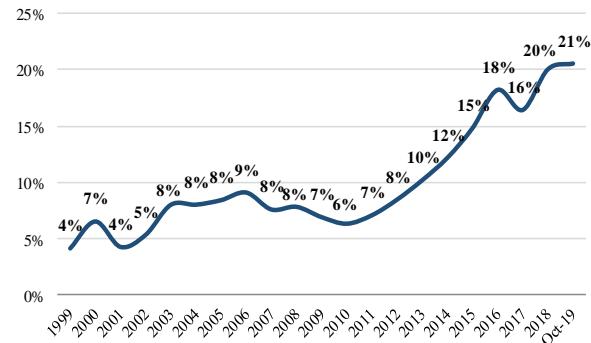
健康险保费收入高速增长，占比持续提升。2011~2018年健康险保费复合增速达34.3%，远高于寿险（13.2%）和意外险（18.2%）。2019年上半年，健康险市场份额超过车险，成为保险市场第二大险种；截至2019年10月，健康险保费收入5398亿元，在人身险的占比升至20.5%，较2011年的7.1%大幅上升了13.4个百分点。

图8：健康险保费延续高增



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

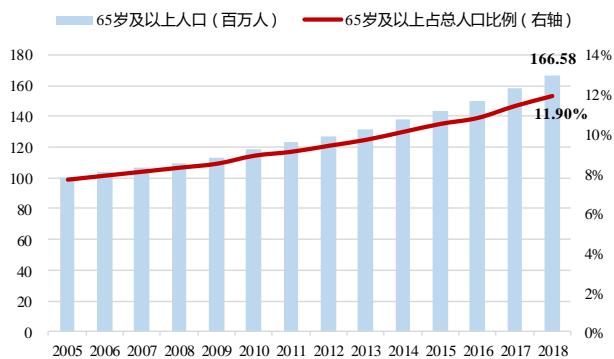
图9：健康险保费占比持续提升



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

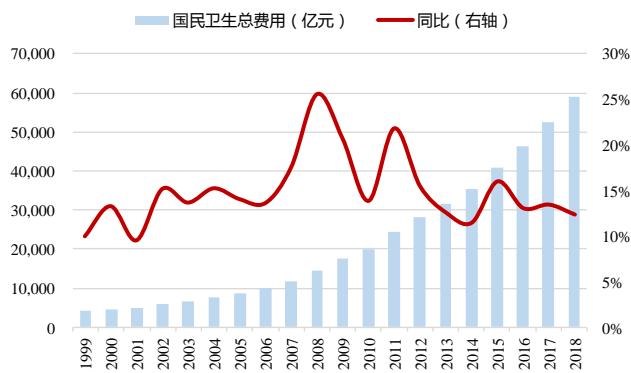
人口老龄化加剧，商业健康险覆盖明显不足。1) 我国实行社会医疗保险模式，以社会基本医疗保险为基础，其他补充医疗保险和商业健康险为补充。近年来我国国民卫生总费用持续攀升，然而商业健康险覆盖明显不足，2017年覆盖群体不到10%；同时，人均收入快速增长，社保保障程度并不足以满足中高收入群体需求。2) 当前我国65岁以上人口已达人口总数的11.9%，且总人口基数大，随着人均预期寿命的上升，未来老年人口将有加快上升趋势。老龄化加剧+居民健康管理意识提升，预期未来居民对商业健康险的需求将逐步释放。

图 10：65 岁以上人口占比逐年增加



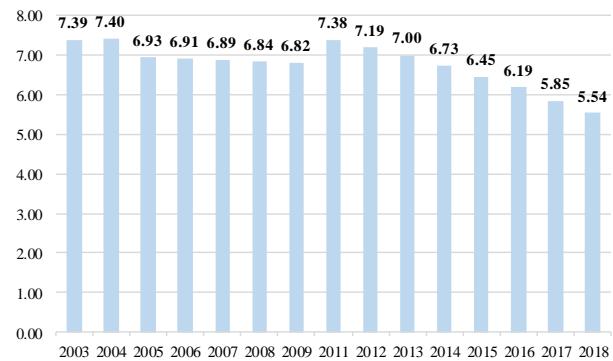
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：国民卫生总费用持续攀升



数据来源：wind，东吴证券研究所

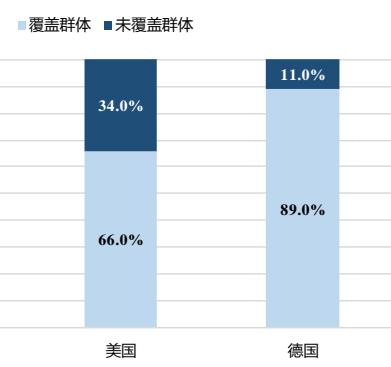
图 11：近年来供养比下滑较快



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：供养比：20-64 岁与 65 岁以上人口比值

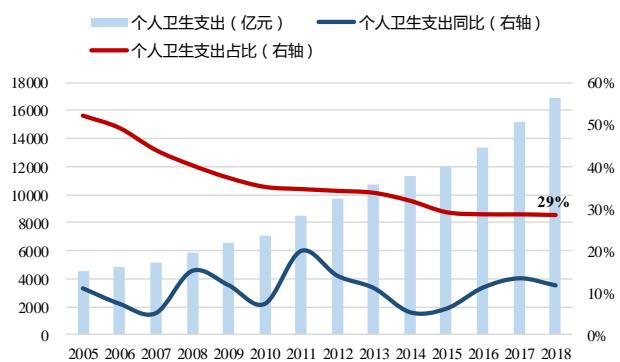
图 13：中国商业健康险覆盖群体远远不足（2017）



数据来源：《2018 中国商业健康保险发展指数报告》，东吴证券研究所

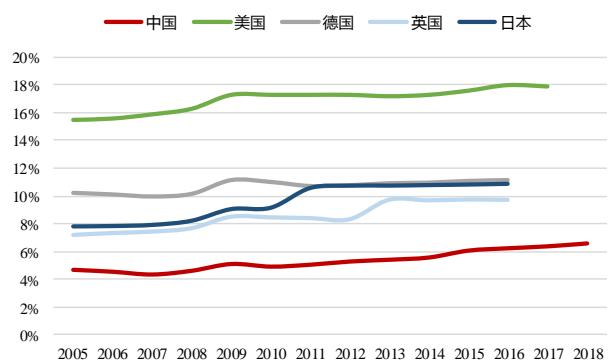
个人医疗支出费用过高，商业健康险未来空间广阔。我国医疗费用支出快速上涨，但个人支出占比相对较高，居民医疗负担较重。目前在各国医疗费用结构对比中可以发现，2015 年我国个人卫生支出达到了 39.7%，远高于其他成熟市场。2018 年我国卫生总费用约 5.9 万亿元，同比增长 12.4%，个人卫生支出占比虽然下降到 29%，但与主要发达国家相比仍处于高位。我国商业健康险仍存在较大成长空间。

图 14：2005~2018 年我国个人卫生支出额及占比



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 15：各国医疗支出占 GDP 的比重

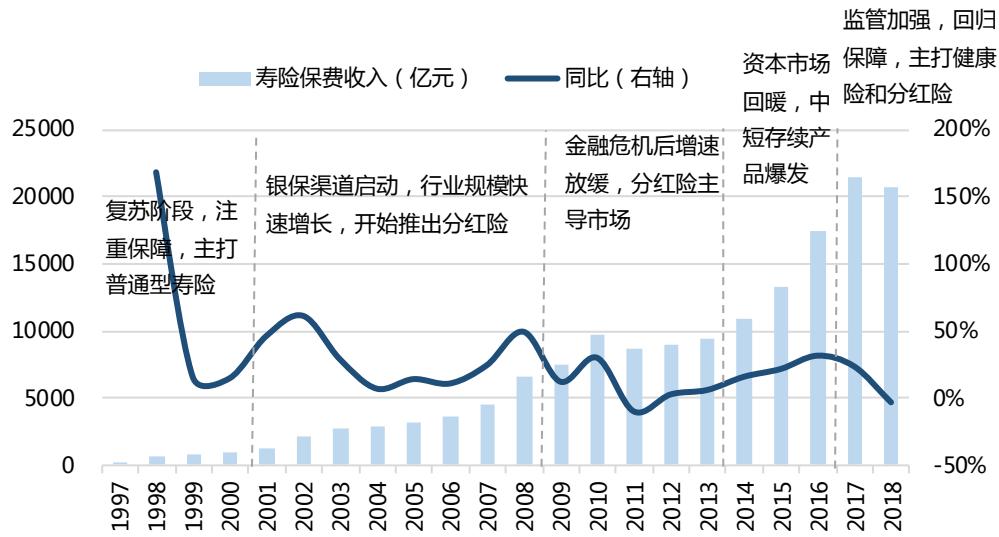


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

1.3. 监管引导行业回归保障

我国寿险市场正处于高速发展的拐点。国内寿险行业历史发展经历大致五个阶段。
 第一阶段：1982 年寿险业务开始恢复，经过 90 年代的复苏发展，寿险产品比较注重保障，以普通型寿险为主打产品，同时保监会于 1998 年正式成立。第二阶段：迈入 2000 年后，银保渠道开始启动，行业规模快速增长，分红险开始推出；第三阶段：2008 年金融危机之后，行业进入低迷期，加之 2010 年底银保渠道新规整顿产品销售趋严，分红险开始主导市场。第四阶段：2014 年，受益于资本市场转暖，保险公司投资收益加强，中短存续期产品爆发。第五阶段：2017 年至今，行业监管趋严，监管强调保险回归保障，此时主打健康险与年金险。整体来看，我国寿险保费收入一直保持较高增速，2017 年开始银保监会加强监管，强调保险的保障属性，保费增速下降较快，目前正处于高速发展的拐点。

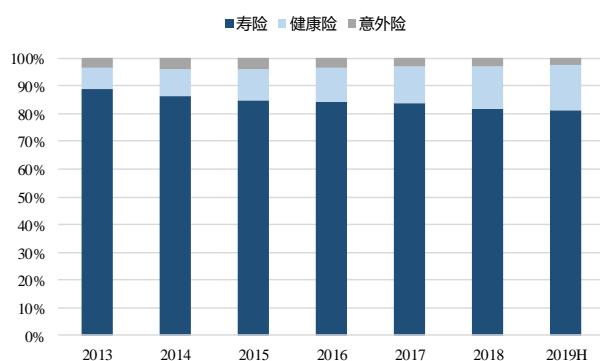
图 16：我国寿险市场发展历程的阶段



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

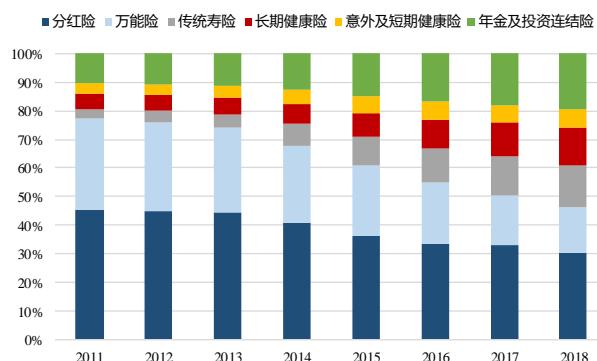
监管趋严，引导行业回归保障属性。保险监管趋严已经成为不争的事实，2017年5月的134号文《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》出台，明确提出两全及年金险首次生存给付需满5年，且万能险不能作为附加险销售，并在10月1日前完成整改，此后对行业产品结构产生重要影响，快返型产品受到严格限制，当前各家保险公司均在加快推进保障型产品发展。此背景下，大型上市险企相对而言在品牌、渠道、产品等方面会更有优势，目前来看大型上市险企长期保障型产品占比相对较高，将会享受监管趋严的红利，中小险企在行业转型过程中受到的冲击将会更大。

图 17：中国人寿险种结构变化趋势



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 18：中国平安险种险种结构变化趋势



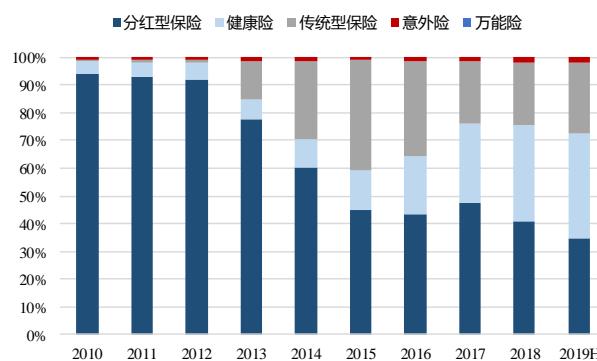
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 19：中国太保险种结构变化趋势



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 20：新华保险险种结构变化趋势



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

表 2：银保监会对促进寿险行业回归本质的相关政策

时间	政策	主要内容
2011/03	《商业银行代理保险业务监管指引》	1) 商业银行不得允许保险公司人员派驻银行网点；2) 规范了保险产品在银行的销售模式，促进保险行业回归保障。
2014/01	《关于进一步规范商业银行代理保险业务销售行为的通知》	1) 进一步规范银保渠道，包括充分评估投保人，充分告知风险； 2) 督促保险公司、商业银行加大力度发展保障型和长期储蓄型保险产品，回归保障。
2015/02	《关于万能型人身保险费率改革政策有关事项的通知》	1) 万能型人身保险的评估利率上限为年复利 3.5%；2) 万能型人身保险最低保证利率高于 3.5% 的，应报送保监会审批。
2015/09	《关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知》	1) 分红型人身险责任准备金评估利率从 2.5% 调整为 Min (预定利率, 3%)；2) 预定利率高于 3.5% 的需报送证监会审批；3) 分红险利益演示的低、中、高档的利差水平分别不高于 0、4.5% 减去预定利率、6% 减去预定利率；4) 若连续三年达不到红利演示水平，需下调演示利率，下调后的演示利率不高于近 3 年实际平均分红利率。
2016/12	《停止前海人寿开展万能险新业务》	针对万能险业务经营存在问题、并且整改不到位的前海人寿等多家寿险公司采取停止开展万能险新业务的措施。
2017/01	《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》	切实落实“财务投资为主，战略投资为辅”的保险资金运用监管导向，限制保险公司的股权投资行为。
2017/05	《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》	1) 大力鼓励发展保障型产品，促进行业回归保障；2) 不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型保险产品；3) 进一步规范人身险产品的设计。
2018/05	《人身险部关于近期人身保险产品问题的通报》	重点清理 1) 违规开发产品，挑战监管底线的行为；2) 偏离保险本源，产品设计异化的行为；3) 囤积公平合理，损害消费者利益的行为；4) 以营销为噱头，开发“奇葩”产品的行为。
2019/08	《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》	对 2013 年 8 月 5 日及以后签发的普通型老年金或 10 年以上的普通型长期年金，将责任准备金评估利率上限由年复利 4.025% 和预定利率的小者调整为年复利 3.5% 和预定利率的小者。
2019/08	《商业银行代理保险业务管理办法》	商业银行代理销售的意外险、健康险、定期寿、终身寿、保险期间不短于 10 年的年金和两全、财产保险（不包括财产保险公司投资型保险）的保费收入之和不得低于总保费收入的 20%。
2019/11	《健康保险管理办法》	1) 提高健康管理服务成本，可达到保费的 20%；2) 扩展健康险定义，新增医疗意外保险；3) 修订长期医疗保险费率固定的规定，满足条件下可以调整；4) 不得利用基因检测资料区别定价，也不得作为核保条件。

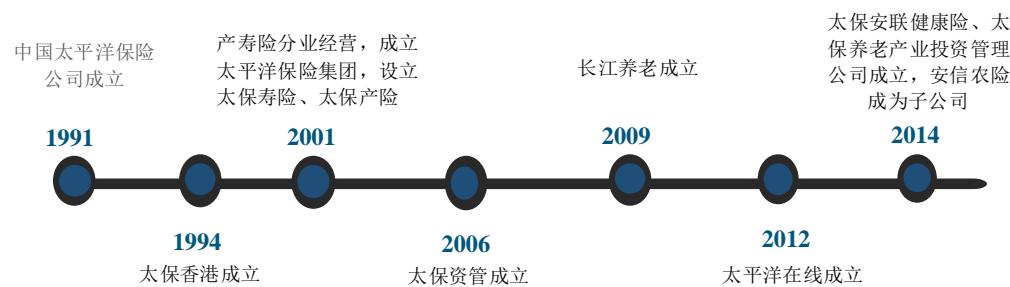
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

2. 专注保险主业，综合实力稳步提升

2.1. 聚焦保险主业，业绩高速增长

业务布局完善，实现全保险牌照布局。太保自成立以来，围绕保险产业链条，积极布局、不断丰富经营范围。公司旗下业务主要分为人身险、财产险、投资三大业务板块，在2014年便已实现了寿险、产险、养老险、健康险、农险和资产管理的全保险牌照布局，拥有太保寿险、太保产险、太保资管、长江养老、太保在线、安信农险、太保安联健康险、太保养老产业投资管理公司成立，安信农险成为子公司。

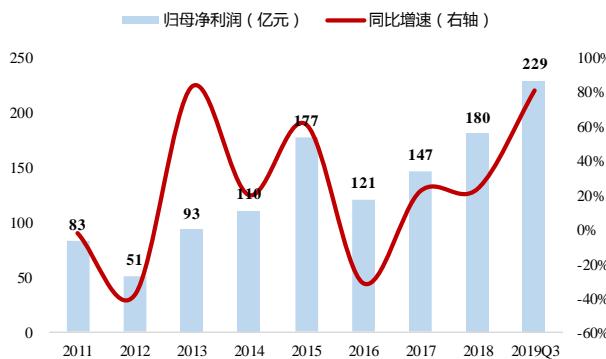
图 21：公司业务发展历程



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

归母净利润、净资产规模延续高增。集团盈利能力良好，2019年前三季度归母净利润229.1亿元，同比+80.2%，主要系上半年税优政策释放盈利、以及权益市场回暖影响，预计全年增速将略有回落；集团ROE由2012年的6.1%提升至2019H的20.2%，年平均ROE超过10%。利润的持续实现推动净资产稳定增长，截至2019Q3，集团归母净资产达到1702亿元，受益于承保端持续扩张以及投资端收益积累，集团资产规模及综合实力稳步提升。

图 22：2011~2019Q3 集团归母净利润



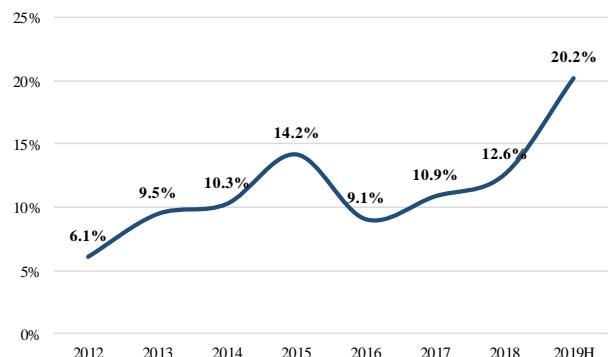
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 23：2011~2019Q3 集团归母净资产



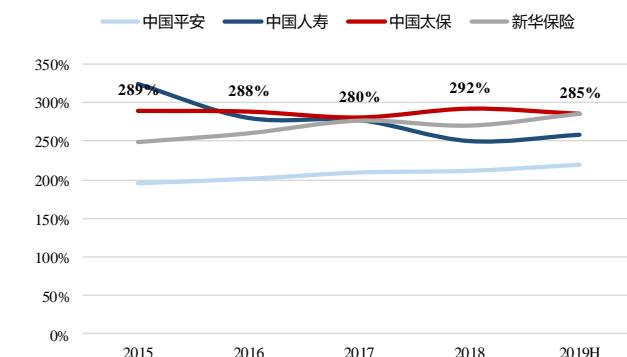
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 24：2012~2019H 集团 ROE



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 25：集团核心偿付能力充足率优于同业



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2.2. 股权结构分散，公司治理优异

分散化股权结构，无控股股东。公司股权结构较为分散，主要股东有申能集团（14.6%）、华宝投资（14.2%）、上海国有资产经营有限公司（5.6%）、上海海烟投资（5.2%）。根据公司财报，集团主要股东的实际控制人分别为上海市国资委、国务院国资委、财政部，其中上海国资委合计直接和间接的实际持股比例为 23%，为第一大股东。集团股权结构分散，无控股股东和实际控制人。

表 3：中国太保前十大股东（截至 2019Q3）

排名	股东	持股比例	实际控制人
1	香港中央结算(代理人)有限公司	30.6%	-
2	申能(集团)有限公司	14.6%	上海市国资委
3	华宝投资有限公司	14.2%	国务院国资委
4	上海国有资产经营有限公司	5.6%	上海市国资委
5	上海海烟投资管理有限公司	5.2%	财政部
6	中国证券金融股份有限公司	3.0%	-
7	上海久事(集团)有限公司	2.8%	上海市国资委
8	中央汇金资产管理有限责任公司	1.2%	财政部
9	香港中央结算有限公司(陆股通)	1.2%	-
10	云南合和(集团)股份有限公司	1.0%	财政部
Total		79.3%	

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

寿险管理层调整完成，高管持股绑定利益。2019 年，太保寿险原董事长徐敬惠、总经理钱仲华、副总经理王润东先后离职，原集团财务负责人潘艳红女士上任太保寿险总经理，太保寿险新任管理层调整到位。新任管理层大多加入公司多年，对市场了解深入，业务经验丰富；在发展战略上仍然更加注重价值增长，不会追求总量目标，公司业

务发展具有延续性。此外，公司对管理层的股权激励制度领先同业，截至 2019H1 高管中潘艳红、陈巍、贺青（2019 年 9 月离职）、俞斌合计持股约 17.8 万股。高管股权激励制度使得管理层利益与公司利益保持一致，有望推动公司更快发展。

表 4：太保寿险新任管理层情况

姓名	职位	履历背景
孔庆伟	董事长	现任集团董事长，曾任外滩房屋置换副总经理，久事置换总部总经理，上海市公积金管理中心常务副主任，闵虹集团副董事长，上海世博土地控股总裁，上海市城投公司总经理，中共上海市金融工作委员会党委书记，上海国盛集团董事长等，2019 年 5 月起任现职。
潘艳红	总经理	1994 年加入太保，曾任太保集团财务负责人，本公司财务部副总经理、总经理、财务副总监、经营委员会执行委员、财务总监、副总经理，太保产险董事等。2019 年 5 月起任现职。
郁华	副总经理（个人业务）	1992 年加入太保，曾担任太保寿险上海分公司副总经理、总公司个人业务部总经理，太保集团行政人事部总经理，太保寿险人力资源总监，长江养老董事，太平洋医疗健康管理执行董事等。2016 年 12 月起任现职。
周晓楠	副总经理（风控合规）	1997 年加入太保，曾任太保郑州分公司办公室主任助理、副主任，南阳中心支公司经理，河南分公司总经理助理、副总经理、总经理，太保寿险广东分公司总经理。2014 年 8 月起任现职。
魏琳	副总经理（养老投资）	曾任四川保监局综合管理处副主任、办公室副主任、人事教育处副处长，中国保险（控股）有限公司董事会办公室高级经理，太平集团投资管理部总经理，太平养老保险产业投资公司总经理等。2018 年 6 月起任现职。
戴文浩	副总经理（营运/科技）	曾任太保寿险宁波分公司信息技术部经理、人力资源部经理，太保寿险信息技术部总经理助理、副总经理、总控管理中心总经理、契约部总经理、营运企划部总经理等。2018 年 6 月起任现职。
崔顺心	副总经理（个人业务）	1993 年加入太保，曾任太保寿险唐山中心支公司副总经理（主持工作）、总经理，河北分公司总经理助理、副总经理、总经理，河南分公司总经理，太保寿险总经理助理等。2018 年 4 月起任现职。
王光剑	常务副总经理（兼团体业务事业中心总经理）	曾任太保寿险乌鲁木齐分公司副总经理、太原分公司副总经理、山西分公司总经理、山东分公司总经理，太保寿险公司经营委员会主席助理、副总经理兼合规负责人、首席风险官等。2019 年 8 月起任现职。
李敬	总经理助理（战略企划）	曾任太保寿险总公司团体业务部副处长、处长、发展企划部处长，太保寿险宁波分公司副总经理，太保寿险总公司发展企划部总经理助理、市场部副总经理、总经理，太保寿险四川分公司总经理，太保寿险浙江分公司总经理等。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 5：中国太保管理层持股情况（截至 2019H1）

高管姓名	职务	持股数量(股)	持股市值(万元)
潘艳红	常务副总裁	96,000	350.50
陈巍	原总审计师、原审计负责人（现任安联健康险总经理）	40,000	146.04
贺青	原执行董事、总裁（2019年9月离职）	35,800	130.71
俞斌	副总裁	5,900	21.54
	合计	177,700	648.79

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 寿险坚定转型，短期波动不扰长期价值

3.1. 转型 2.0 聚焦价值，助力二次腾飞

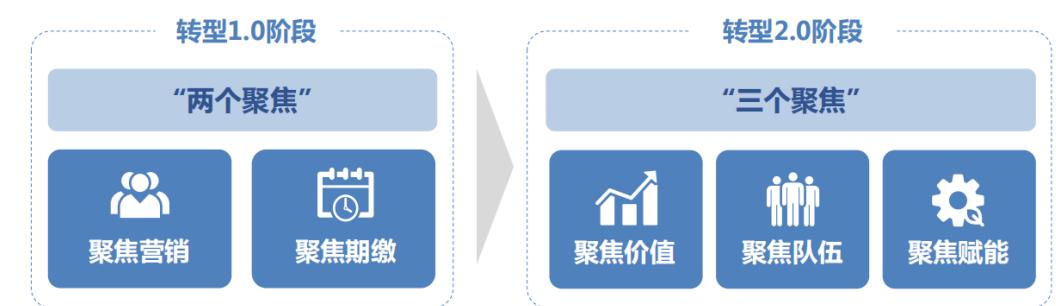
全面推进转型 2.0，努力成为新周期转型标杆。2012 年起，太保寿险开启转型 1.0，实施“**聚焦营销、聚焦期缴**”和“**以客户需求为导向**”的发展战略，优先发展保障型和长期储蓄型产品，推动银保渠道向“**以期缴为核心**”的销售模式转型。转型以来，寿险业务结构持续优化，总保费收入、新单保费收入和新业务价值快速增长，新业务价值率大幅提升。2018 年，公司立足当下，在转型 1.0 的基础上全面推进转型 2.0，加快打造三大新动能，推动营销队伍结构升级，以客户生态圈建设促进服务增值，强化全流程科技赋能，全面加快高质量发展。

表 6：太保转型 1.0、2.0 战略比较

	时间范围	战略目标	具体措施
转型 1.0	2012~2017 年	“ 以客户需求为导向 ”，“ 聚焦营销渠道，聚焦期缴业务 ”	聚焦期缴业务，聚焦营销渠道
转型 2.0	2018 年至今	“ 客户体验最佳，业务质量最优，风控能力最强 ”	发展长期保障型业务，提升保险营销人员的人均产能

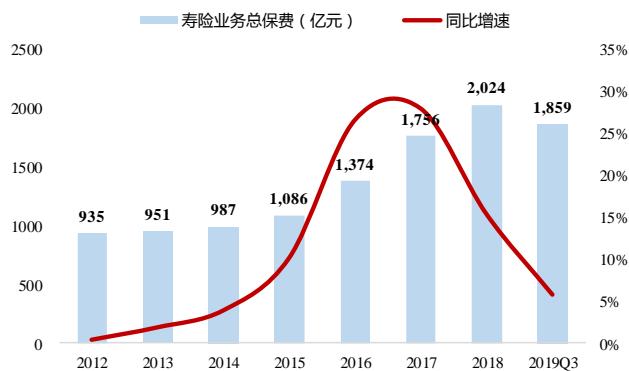
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 26：太保寿险转型 2.0



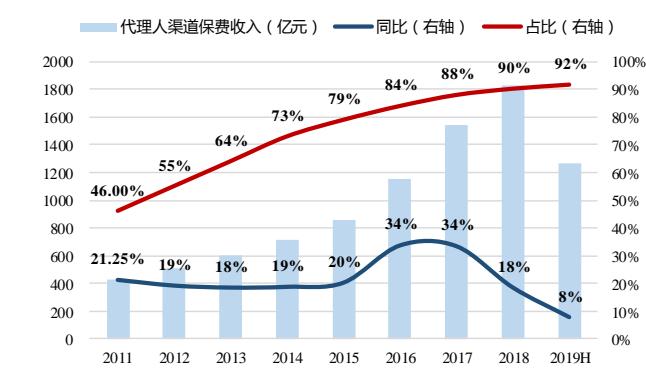
数据来源：公司开放日资料，东吴证券研究所

图 27: 2012~2019Q3 寿险业务总保费收入



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 28: 2011~2019H 代理人渠道新单保费收入持续提高



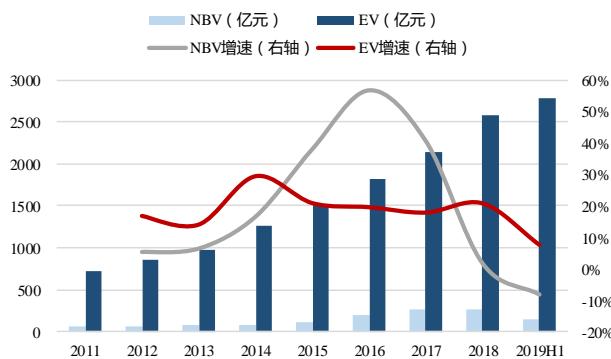
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

聚焦队伍：打造三支关键队伍，推进代理人提质增效。在转型 2.0 中，公司实施队伍分层画像与精细管理，着力打造三支关键队伍，做大核心人力，做强顶尖绩优，培育新生代，推动队伍结构不断优化。1) 做大核心人力：持续提升有一定管理或销售能力、能长期稳定留存、收入稳定的核心人力规模和占比，当前占比 25%，预计未来三年将达到 40%；2) 做强顶尖绩优：当前公司全球顶尖绩优队伍人数为 600 人（参照 MDRT 标准），预计 3 年后将达 2000 人，实现示范引领作用；3) 培育新生代：随着消费者新需求的产生以及消费行为和习惯的变化，公司计划培育更加适应数字化销售服务模式、更具创造性思维模式的新生代队伍，形成面向未来的竞争力。当前公司新生代队伍规模占比为 15%，预计三年后将达到 30%。

聚焦赋能：科技赋能“太保服务”，提升客户体验。公司打造“太保服务”品牌，促进服务增效、体验领先、价值提升。1) 持续提升客户体验：在客户支付服务上，打造“核动力”，实现核保服务新模式；在理赔服务上，升级“太慧赔”，打造全链条理赔服务体系。公司持续促进客户服务模式升级，以服务促销售，实现销服一体化。2) 持续提升服务价值：公司构建“保险+健康”、“保险+养老”生态圈，占据养老专业服务制高点，助力客户健康服务增值。

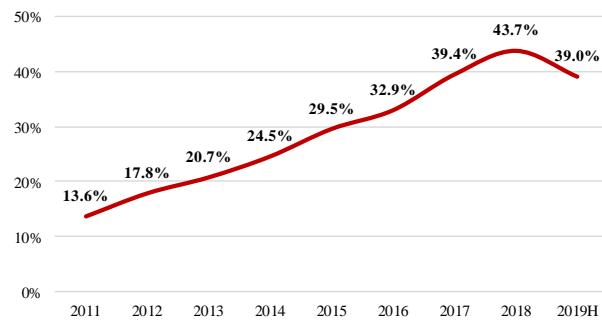
转型 2.0 最终目标：“聚焦价值”。作为寿险公司实力的重要考量指标，评估价值主要由内含价值和未来新业务价值组成。2011~2019 上半年，公司内含价值一直保持稳定增长，年复合增长率达 17%，截至 2019H，公司寿险业务内含价值为 2785 亿元，同比增长 7.8%。新业务价值反映公司的发展延续性及成长性。2019 上半年，公司新业务价值首次负增长，主要系新保销售数据承压。价值率方面，2011~2018 年，新业务价值率稳步提升，2019 上半年较年初下降 4.7 个百分点，主要原因是开门红期间为缓解新单增长压力做了较多提高规模而价值较低的业务。目前公司正处于转型阵痛期，相对于阶段性规模波动，公司更加看重长期价值增长，预计随着转型效果逐渐体现，公司价值将保持稳定增长。

图 29：2011~2019H 公司 EV、NBV 规模及增速



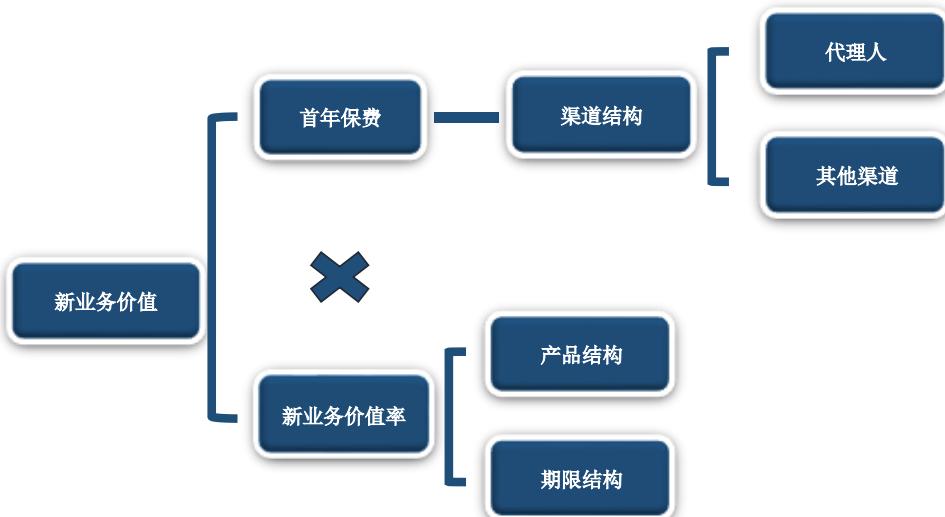
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 30：2011~2019H 公司新业务价值率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 31：新业务价值驱动因素分析

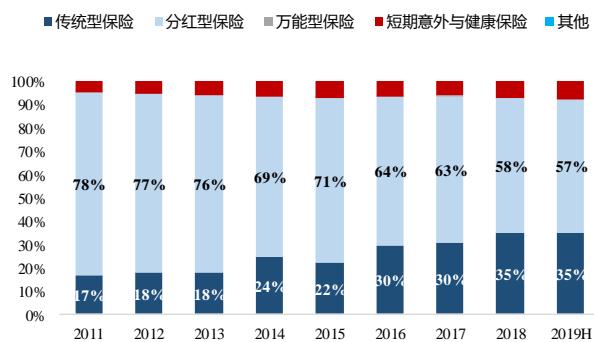


数据来源：东吴证券研究所整理

3.2. 产品角度：结构调整，保障型业务迅速发展

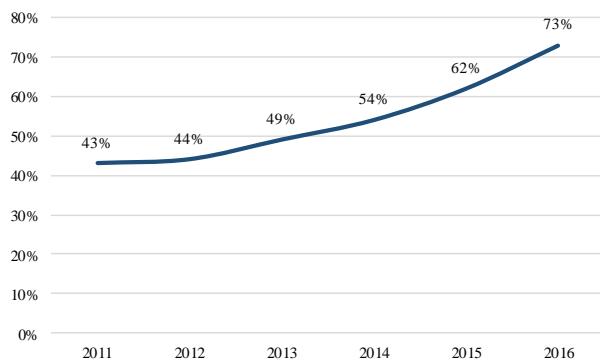
保障型占比提升，产品结构优化。长期保障型保险新业务价值率显著优于其他险种，其保费收入规模的不断扩张将推动寿险业务价值持续增长。2011 年以来，太保万能险占比连续低于 1%；传统寿险占比持续提升，截至 2019 上半年达到 35%；分红险占比保持高位。长期保障型保险首年年化保费收入从 2011 年的 48 亿元增至 2018 年的 305 亿元，年复合增长率为 26%，规模增长迅速；保费占比由 10% 持续提升至 49%，新业务价值占比由 2011 年的 43% 提升至 2016 年的 73%。

图 32：太保寿险产品结构改善



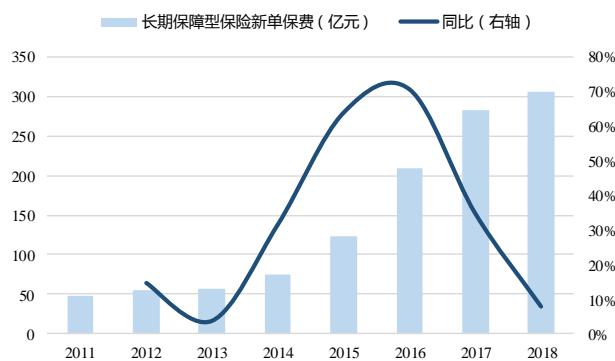
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 34：长期保障型保险新业务价值占比提升



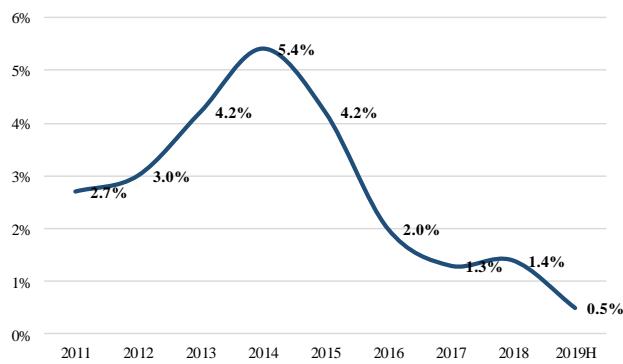
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 33：长期保障型新单保费保持增长



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

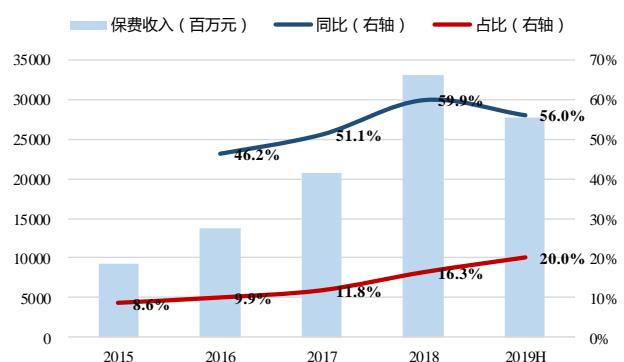
图 35：退保率明显下降



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

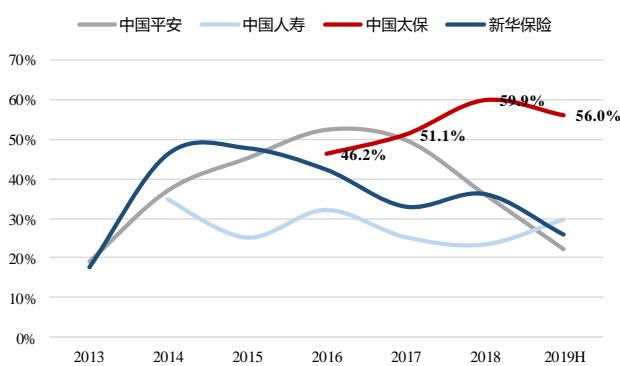
聚焦健康保障需求，健康险增速行业领先。1) 2019年上半年，公司实现长期健康保费收入 277.17 亿元，同比增长 56%，增速行业领先；健康险保费收入占比较年初+3.7 个百分点至 20.0%。2) 随着集团协同发展战略的不断深化，公司提供的健康险产品和服务在太保集团客户中的渗透率不断提升，短期健康保险产品在寿险长险个人客户中的渗透率达到 10.4%，较上年全年提升 3.4 个百分点。公司不断拓展健康服务网络，并积极与大健康生态各方建立合作，推出创新的健康保险产品和服务，持续提升对客户的保障与服务能力。

图 36：2015~2019H 太保长期健康险保费增速及占比



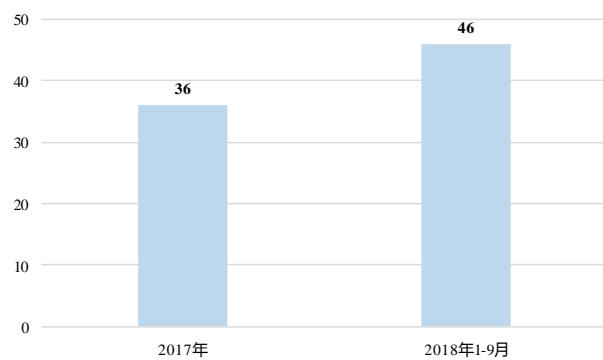
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 37：2013-2019H 上市险企健康险增速



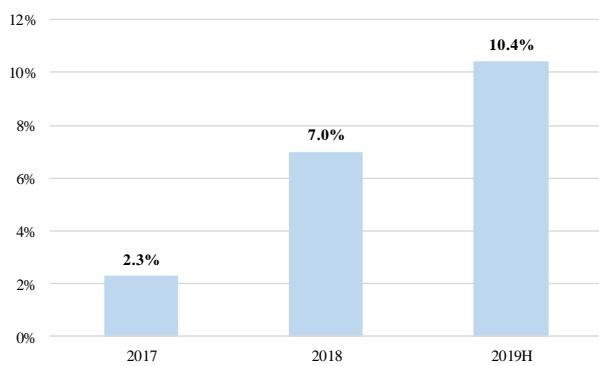
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 38：短期医疗险为寿险营销员新获客数（万人）



数据来源：公司开放日资料，东吴证券研究所

图 39：短期健康险在寿险长险个人客户中的渗透率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 40：丰富服务供给，打造“保险+健康+养老”生态圈

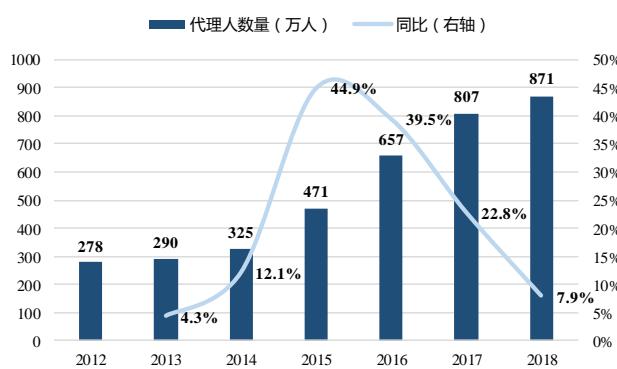


数据来源：公司开放日资料，东吴证券研究所

3.3. 渠道角度：聚焦代理人产能提升

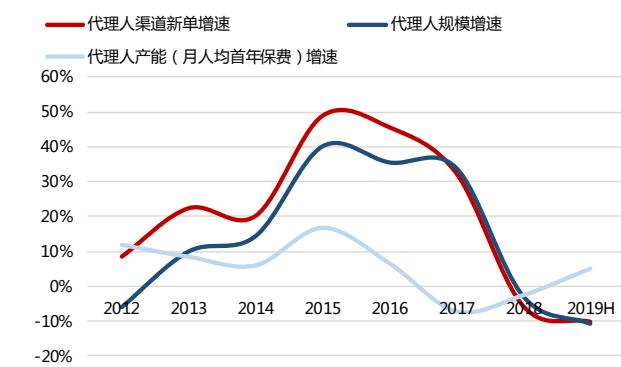
代理人转型：由规模驱动到产能驱动。2015 年监管取消代理人资格考试后，代理人增速达到高点，此后增速明显放缓；人员扩张迅速引起代理人增员低门槛、对人员的培训不足，人均产能的提升远低于保费增速，新单增长主要由代理人规模增长驱动；同时，保障型产品条款复杂，主要在个险渠道销售，对代理人的要求高，在行业回归保障的趋势下，提升代理人产能势在必行。

图 41：行业代理人增速回落



数据来源：保险年鉴，东吴证券研究所

图 42：太保新单增长主要由代理人规模增长驱动

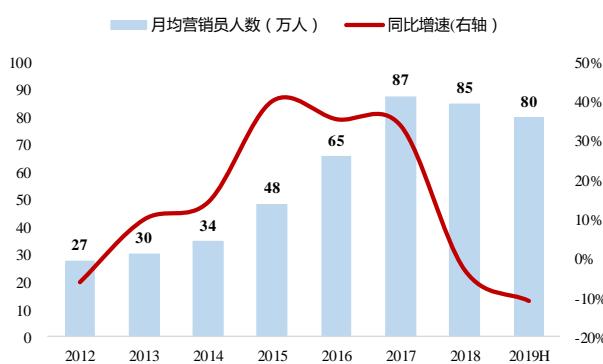


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

注：2017、2018 年月人均首年保费为估算值

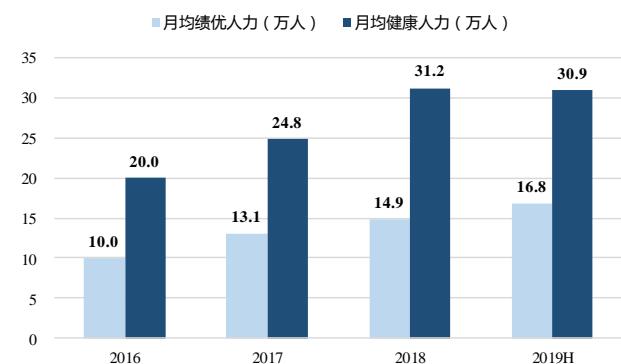
太保调整人力结构，聚焦代理人产能提升。2018 年启动转型 2.0 后，公司推动代理人队伍优质增量：1) 建立严格的基本制度和有效的规范管理，进行区隔式的训练牵引；2) 对队伍分层分类进行培训管理，主动淘汰不达标的代理人，公司总人力规模有所下滑，但月绩优人力、健康人力均保持稳定增长，人均产能持续提升，人均新业务价值三年复合增长率为 8.2%，2018 年达到 32019 元；3) 公司明年有望修订代理人基本法，向绩优代理人倾斜，预计公司营销队伍结构升级将驱动长期价值增长。

图 43：代理人规模小幅下滑



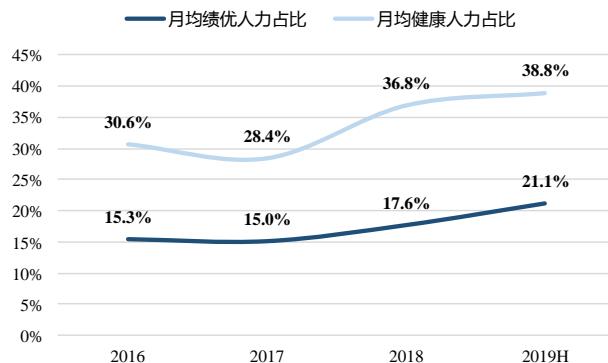
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 44：月均绩优人力、健康人力稳定增长



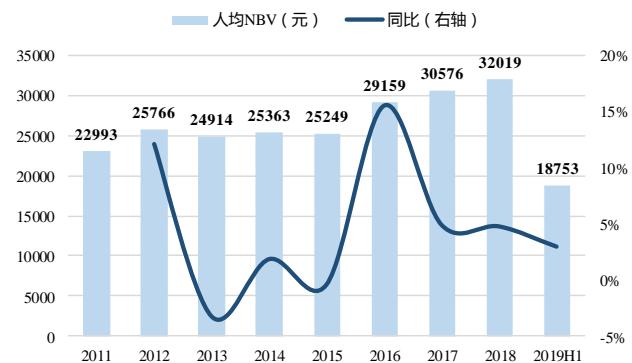
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 45：绩优人力、健康人力占比提高



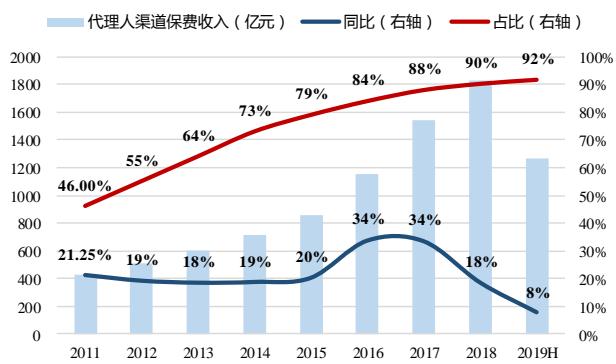
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 46：人均新业务价值持续提升



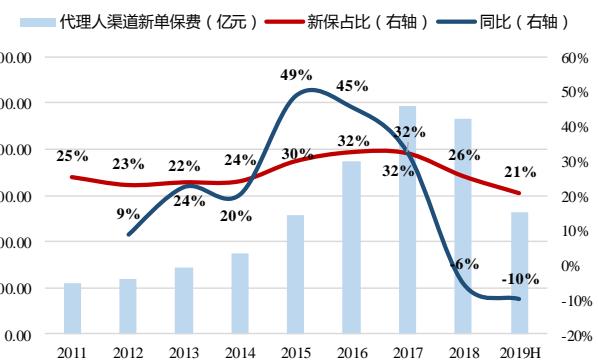
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 47：代理人渠道保费收入占比持续提升



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 48：代理人渠道新单保费占比小幅下滑

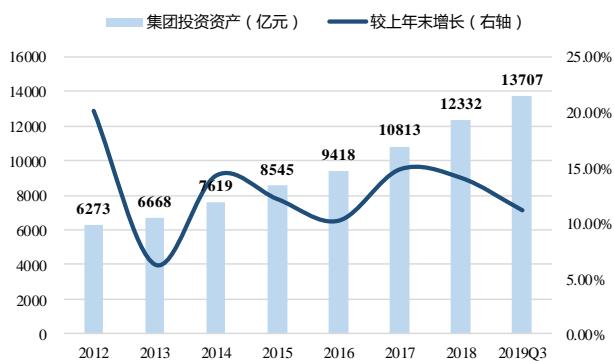


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3.4. 资产端：投资风格稳健，收益率稳定

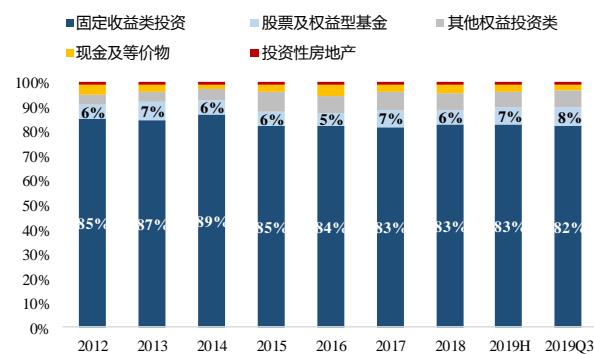
投资资产规模增长稳健，近八年复合增长率超过 14%，其中固收为配置主力。公司承保业务增长稳定，为投资端提供了稳定的现金流支持，2010~2018 年公司总投资资产 CAGR 达 13.9%，截至 2019 年 Q3，集团总投资资产规模达 13707 亿元，较上年末增长 11.2%。资产配置方面，公司基本以固定收益类资产为主，2019 年 Q3 固收类资产占比 82%（包括债券投资 43.4%，定期存款 10.9%，债权投资计划 11.2%）。

图 49：2012~2019Q3 集团投资资产规模及增速



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

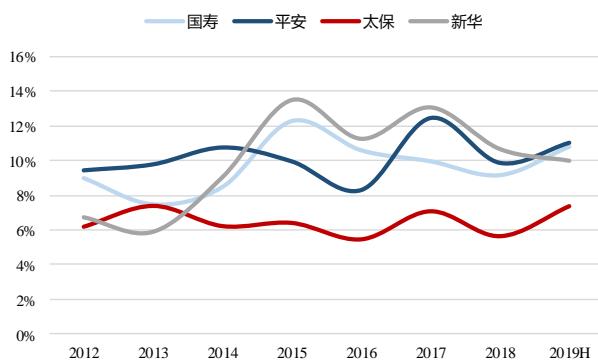
图 50：2012~2019Q3 太保投资资产配置情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

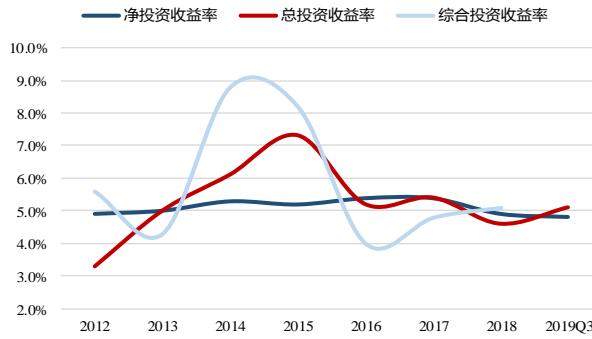
投资风格稳健，投资收益率波动较小。从资产配置来看，近几年固定收益类资产占比略有下降，但始终保持在80%以上；股票及权益型基金配置较少，常年居于上市同业最低位，投资风格稳健；投资收益中利息收入的比重最高，2019H占比达到81.8%。稳健的投资风格和较高的固收占比使得太保的投资收益率波动较小，近年来整体表现稳定，其中净投资收益率、总投资收益率保持在5%左右。

图 51：上市险企股票+权益型基金配置情况



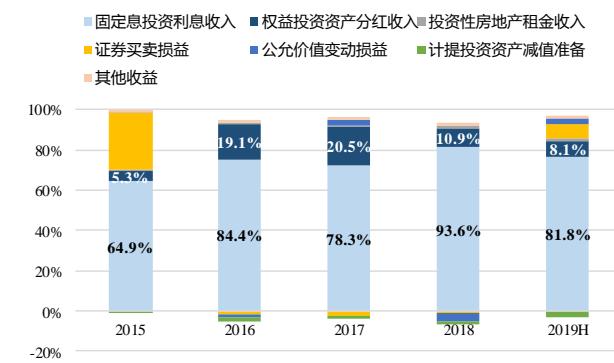
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 53：2012~2019Q3 太保净、总、综合投资收益率



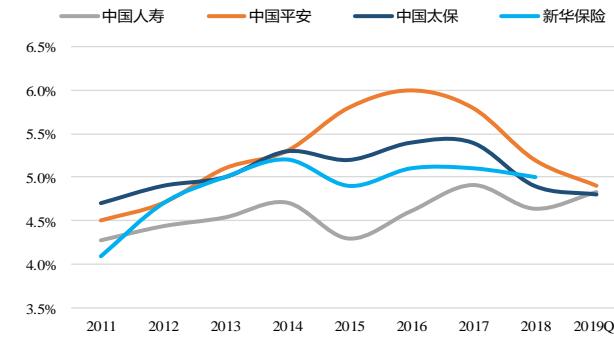
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 52：2015~2019H 太保投资收益结构



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 54：太保净投资收益率波动较小

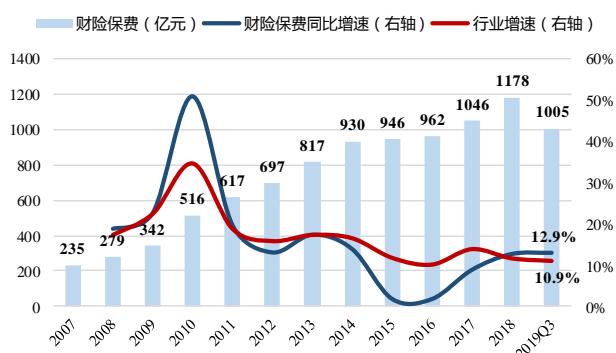


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4. 财险保费增速回升，非车业务拉动增长

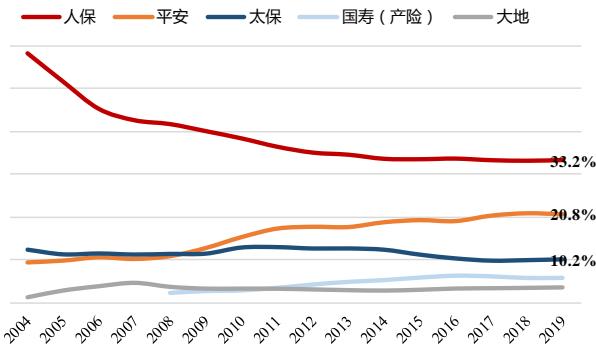
保费增速回升，市场份额稳居第三。上市以来，太保产险保费收入从2007年的235亿元持续提升至2018年的1178亿元，CAGR逾16%，财险业务市占率持续保持行业第三。2019年1-9月，公司实现原保险保费收入1005亿元，同比增长+12.9%，在非车险业务（意外伤害及健康险、责任险、农险等）的带动下增速显著回升。截至10月末，公司财险保费的市场份额为10.1%，较去年末+0.13pct.。

图 55：2007~2019Q3 公司财险保费及增速



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

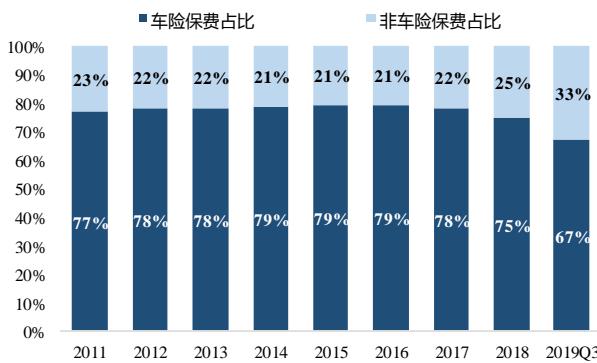
图 56：2004~2019 财险行业 CR5 的市场份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

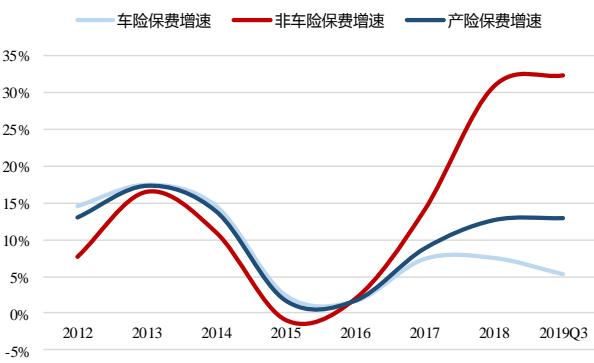
车险降速拖累财产险保费增速，非车险引领增长。近年来公司车险保费占比呈缓慢下降趋势，但仍占据主导地位（截至2019Q3占比67%）。受商车费改影响，2016年后车险、非车险保费增速出现分化：由于新车销量增速下滑及费改后车险件均保费下降影响，车险保费增速自2017年起持续下滑，拖累产险保费增速（2019前三季度公司车险保费同比+5.3%，产险保费同比+12.9%）；非车险进入高速增长阶段，2019年前三季度同比+32.3%。

图 57：2011~2019Q3 车险与非车险保费占比



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 58：非车险拉动产险保费增长

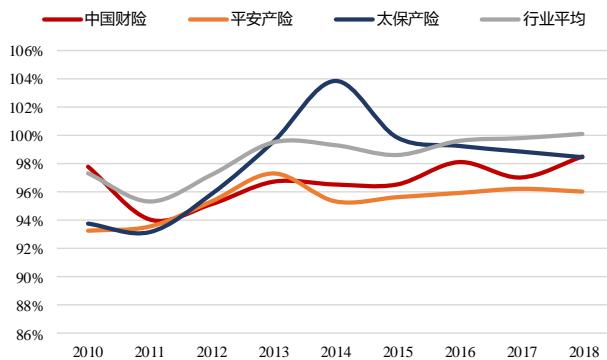


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

财险整体综合成本率保持稳定。自2015年起，公司坚持提升业务品质，加强对承保和理赔的管控，剔除连续3年赔付率高于100%的业务。同年，产险保费收入增速大

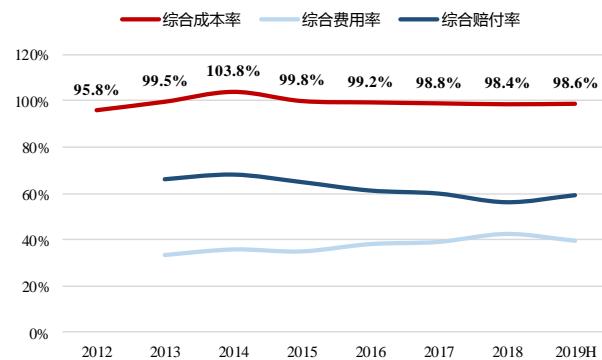
幅下滑至 1.71%，但成本控制成果显著，再次实现承保盈利，且综合成本率逐年降低。截至 2019 年上半年，公司综合成本率为 98.6%，在实现成本控制的基础上，产险保费增速回升至 12.9%，高于行业增速。

图 59：2010~2018 年上市财险公司的整体综合成本率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

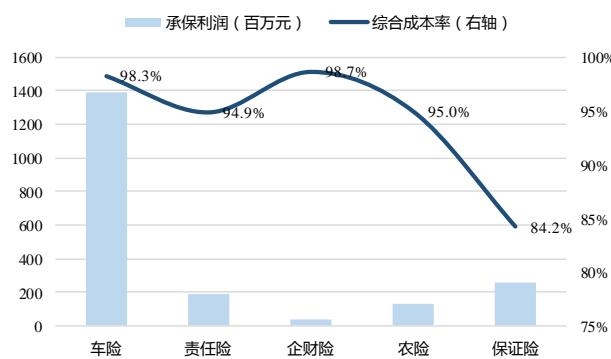
图 60：太保财险综合成本率保持稳定



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

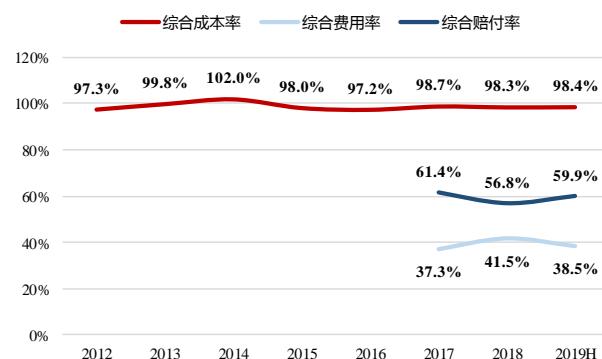
车险贡献最大承保盈余，综合成本率基本稳定。分险种看，车险承保盈利贡献最大，但综合成本率较高为 98.3%，非车险综合成本率合计 99.2%，较 2017 年下降 0.4 个百分点，其中保证险和责任险盈利能力较强，综合成本率分别为 84.2%、94.9%，企财险综合成本率较 2017 年下降 10.5 个百分点至 98.7%，实现承保盈利。车险费改压低保费后市场竞争更激烈，短期内公司加大费用投入以维持市占率，2019 年以来，监管层管控趋严，上半年公司车险综合赔付率上行 3.1 个百分点、费用率下降 3.0 个百分点，符合政策预期。我们预计随着车险费改的持续推进，费用率或将企稳向下，但赔付率仍将高企（费改初衷是让利于消费者），“跷跷板”效应保证公司的综合成本率维持稳定。

图 61：2018 年公司主要险种承保盈余及综合成本率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 62：车险综合成本率保持稳定

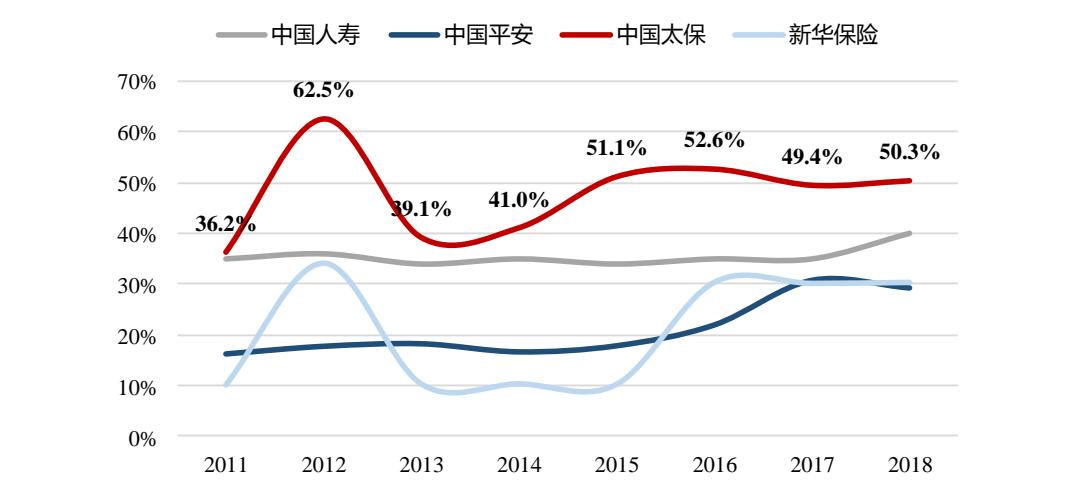


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

5. 投资建议

公司基本面：1) 公司自 2018 年全面推进转型 2.0，坚定价值导向，重点发展长期保障型业务及提升代理人产能，长期转型效果逐渐体现将持续支撑公司价值增长。2) 公司现金分红能力强，近十年分红比例达 45%（算术平均），远超上市同业；公司分红未来或将逐步转向以营运利润为基础，预计分红比例将保持高位稳定。在国债收益率下行趋势下，分红稳定的高股息股票成为市场稀缺性资产，长期吸引力显著。

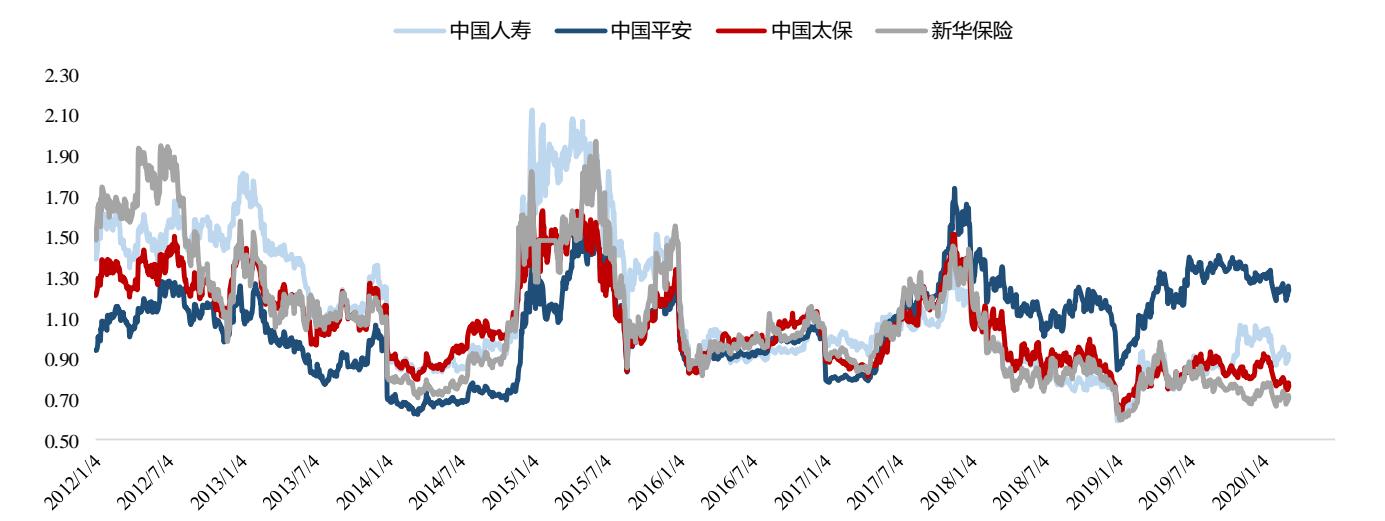
图 63：太保分红比例显著高于同业（基于归母净利润）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：预计公司 2019、2020、2021 年分别实现归属于母公司股东净利润 282.3、292.0、331.3 亿元，同比分别增长 56.7%、3.4%、13.5%，期末归属于母公司股东净资产分别为 1702、1866、2061 亿元，目前 A 股估值 0.76 倍 2019P/EV，港股估值 0.53 倍 2019PEV，港股折价率 31%。看好公司综合实力强劲、转型效果逐步体现以及行业发展空间可期，长期配置价值显著。

图 64：2012 年至今上市险企 PEV 估值（截至 2020 年 3 月 6 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 65：中国太保盈利、核心指标预测及估值（截至 2020 年 3 月 6 日）

单位：人民币百万元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
寿险总保费收入	108,589	137,362	175,628	202,414	212,364	274,067	359,182
产险保费收入	94,615	96,195	104,614	117,808	133,601	153,694	176,458
归属于母公司股东净利润	17,728	12,057	14,662	18,019	28,229	29,197	33,127
归属于母公司股东净资产	133,336	131,764	137,498	149,576	170,170	186,559	206,073
寿险新业务价值 (NBV)	12,170	19,041	26,723	27,120	24,789	25,610	28,492
集团内含价值 (EV)	205,625	245,940	286,169	336,141	387,923	448,256	517,666
寿险总保费收入增速	10.0%	26.5%	27.9%	15.3%	4.9%	29.1%	31.1%
产险保费收入增速	1.7%	1.7%	8.8%	12.6%	13.4%	15.0%	14.8%
归属于母公司股东净利润增速	60.4%	-32.0%	21.6%	22.9%	56.7%	3.4%	13.5%
归属于母公司股东净资产增速	13.8%	-1.2%	4.4%	8.8%	13.8%	9.6%	10.5%
寿险新业务价值 (NBV) 增速	39.5%	56.5%	40.3%	1.5%	-8.6%	3.3%	11.3%
集团内含价值 (EV) 增速	20.0%	19.6%	16.4%	17.5%	15.4%	15.6%	15.5%
EPS	1.96	1.33	1.62	1.99	3.12	3.22	3.66
BVPS	14.71	14.54	15.17	16.51	18.78	20.59	22.74
VNPS	1.34	2.10	2.95	2.99	2.74	2.83	3.14
EVPS	22.69	27.14	31.58	37.09	42.81	49.47	57.12
P/E (A)	16.70	24.56	20.20	16.44	10.49	10.14	8.94
P/B (A)	2.22	2.25	2.15	1.98	1.74	1.59	1.44
VNBX (A)	24.33	15.55	11.08	10.92	11.95	11.56	10.39
P/EV (A)	1.44	1.20	1.03	0.88	0.76	0.66	0.57
P/E (H)	11.65	17.13	14.09	11.46	7.32	7.07	6.24
P/B (H)	1.55	1.57	1.50	1.38	1.21	1.11	1.00
VNBX (H)	16.97	10.85	7.73	7.62	8.33	8.07	7.25
P/EV (H)	1.00	0.84	0.72	0.61	0.53	0.46	0.40

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 转型难度超预期，新单大幅下滑：过去新单保费增长主要由代理人规模驱动，转型期间公司推动代理人提质增效、优质增员，人力规模下滑影响新单保费增长；
- 2) 长端利率下行超预期：负债端，长端利率变动影响险企准备金计提，利率下行，准备金计提增加，从而影响当期利润；资产端，利率下行影响公司再投资收益率；估值角度，利率下行时市场对险企产生利差损的担忧增加，影响保险公司估值；
- 3) GDR 发行压制股价：GDR 上市 120 天后可转换成 A 股，若发行价格存在较大差价，将形成套利空间，短期或是压制因素。

中国太保三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
资产总计	1335959	1488206	1695083	1979631	营业收入	354363	388554	479301	592176
货币资金	15323	15061	17154	20034	已赚保费	299724	322452	399552	502663
以公允价值计量且其变动 计入当期损益的金融资产	11835	20537	24952	29140	投资收益	53477	65957	79122	88569
定期存款	128396	136915	155948	182126	公允价值变动损失	-2168	592	1027	499
可供出售金融资产	415868	410745	467843	546378	其他业务收入	3330	-447	-399	444
持有至到期投资	284744	314904	358679	418890	营业支出	-326108	-358490	-441845	-549695
长期股权投资	17472	6846	7797	9106	退保金	-12641	-13419	-16144	-18641
投资性房地产	8542	10953	13256	16391	赔付支出	-107216	-122009	-139604	-163619
其他资产	453779	572245	649454	757565	提取保险责任准备金	-105078	-114425	-153860	-203818
负债总计	1181911	1313554	1503610	1768131	保单红利支出	-11263	-8675	-8340	-8655
卖出回购金融资产	75075	72401	71600	84197	税金及附加	-900	-389	-481	-602
保户储金及投资款	62325	72401	83534	98230	手续费及佣金支出	-56251	-60457	-74751	-93603
保险合同准备金	918062	1034295	1193342	1403279	业务及管理费	-39943	-42930	-53080	-66466
其他负债	126449	134458	155134	182426	利息支出	-2959	-3035	-3232	-3076
股东权益总计	154048	174652	191472	211500	其他业务支出	8286	2808	3033	3336
股本	9062	9062	9062	9062	计提资产减值准备	-1102	-985	-933	-1007
资本公积	66635	66635	66635	66635	营业利润	28255	30064	37456	42481
盈余公积	4835	4835	4835	4835	利润总额	28008	29974	37353	42328
一般风险准备	11642	13926	16290	18970	所得税费用	-9574	-1421	-7801	-8836
未分配利润	54610	71571	84318	100197	净利润	18434	28553	29553	33492
归属于母公司股东权益	149576	170170	186559	206073	归属于母公司股东净利润	18019	28229	29197	33127
少数股东权益	4472	4481	4913	5427	少数股东损益	415	324	356	365
负债和股东权益总计	1335959	1488206	1695083	1979631	EBIT	33346	35145	42809	47650
关键指标					EBITDA	30967	33009	40586	45404
新单保费 (百万元)	46704	39594	41574	45731	盈利及估值指标				
新单保费增速	-5.62%	-15.22%	5.00%	10.00%	EPS	1.99	3.12	3.22	3.66
新业务价值 (百万元)	27120	24789	25610	28492	BVPS	16.51	18.78	20.59	22.74
新业务价值增速	1.49%	-8.60%	3.31%	11.25%	VNPS	2.99	2.74	2.83	3.14
内含价值 (百万元)	336141	387923	448256	517666	EVPS	37.09	42.81	49.47	57.12
内含价值增速	17.46%	15.40%	15.55%	15.48%	P/E(倍)	16.44	10.49	10.14	8.94
总投资资产 (百万元)	1233222	1369150	1559476	1821261	P/B(倍)	1.98	1.74	1.59	1.44
净投资收益率	4.90%	4.76%	4.74%	4.72%	P/EV(倍)	0.88	0.76	0.66	0.57
总投资收益率	4.60%	5.07%	5.40%	5.24%					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>