



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月28日

保险业

研究部

周光

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207070051
zhoug@cicc.com.cn

王松柏

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207070060
wangsb@cicc.com.cn

推荐

中国太保(601601.SH)

2010 年业绩好于预期

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
总保费及保单管理费收入	96,342	139,555	166,434	196,741
净已赚保费	84,127	119,751	148,035	176,438
投资收益	19,316	20,657	23,522	28,346
收入总额	104,189	141,327	172,568	205,896
赔款及保户利益	(71,027)	(100,487)	(123,822)	(149,297)
保险业务支出及其他费用总额	(94,768)	(130,645)	(159,413)	(190,611)
净利润	7,356	8,557	10,444	12,103
(+/-%)	186%	16%	22%	16%
每股净利润 (人民币)	0.87	1.00	1.21	1.41
每股净资产 (人民币)	8.80	9.34	10.35	11.51
平均净资产收益率(%)	9.9%	10.7%	11.7%	12.2%
市盈率-A股(X)	25.7	22.4	18.3	15.8
市净率-A股(X)	2.5	2.4	2.2	1.9
现金分红收益率(%)	1.2%	1.3%	1.6%	1.9%

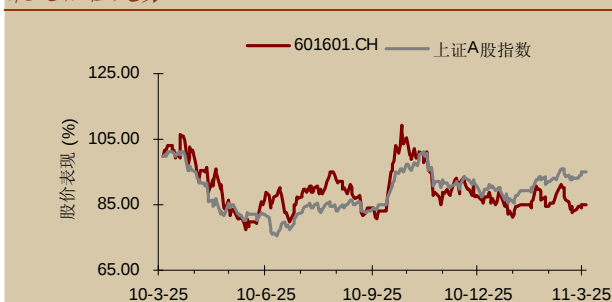
股票信息

H-股	A-股
2601.HK	601601 CH Equity
HK\$ 31.3	RMB 22.26
HK\$ 43.86	-
6.38	日成交量 (百万股)
HK\$ 36.45/27.8	52周最高价/最低价
238,698	总市值 (百万元)
8,600	发行股数 (百万股)
4,890	流通股 (百万股)
	主要股东 (持股比例)
	华宝投资有限公司(16.4%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601601.CH]	+2.20	-0.80	-1.90	-2.79
[SHASHR index]	+2.44	+2.51	+8.96	+6.05
[Insurance index]	-3.55	+2.37	-9.22	-5.57

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2010 年业绩好于预期

中国太保 2010 年实现净利润人民币 86.65 亿元 (折每股收益 1.00 元), 同比增长 16.3%, 比我们预测的 2010 年净利润高 12.9%。其中, 寿险业务 2010 年实现净利润 46.11 亿元, 产险业务实现净利润 35.11 亿元。

主要看点:

- ▶ 下半年寿险业务保费收入质量有所提高。2010 年下半年首年保费收入中, 首年期缴保费收入占比为 34.4%, 相比上半年的 28.9%有提高。
- ▶ 2010 年下半年公司新业务价值同比增长 26.7%, 比 2010 年上半年 18.1%的同比增速有所提高。
- ▶ 寿险代理人数量保持增长。在寿险行业代理人增员普遍遭遇较大困难情况下, 截至 2010 年末, 太保寿险代理人较 2009 年增加 10.2%, 为 28 万人, 人均首年保险业务收入也同比增长 10.2%至每月 2,863 元。
- ▶ 公司在 2010 年调整了评估利率假设, 使得 2010 年利润总额减少了 31.3 亿元。由于中国已经进入加息周期, 因此评估利率向下调整压低了公司 2010 年的实际盈利水平。

发展趋势:

2010 年末公司偿付能力充足率为 357%, 伴随着 2011 年以来股票市场温和上涨, 我们预计公司偿付能力充足率仍将维持在 300%以上。

盈利预测调整:

根据中国太保 2010 年的经营状况, 我们分别将 2011 年和 2012 年的盈利预测分别上调 15.7%和 12.7%, 每股收益分别调整为 1.21 元和 1.41 元。

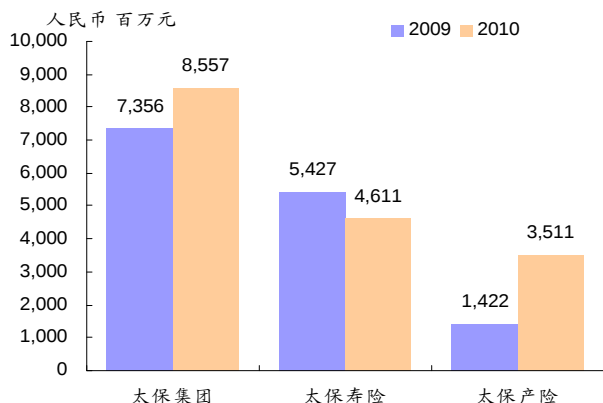
估值与评级

目前中国太保的 2011 年 P/EV 和新业务价值倍数分别为 1.5 倍和 6.6 倍, 维持“推荐”评级。

2010 年业绩好于预期

中国太保 2010 年实现净利润人民币 86.65 亿元(折每股收益 1.00 元)，同比增长 16.3%，比我们预测的 2010 年净利润高 12.9%。其中，寿险业务 2010 年实现净利润 46.11 亿元，产险业务实现净利润 35.11 亿元(图表 1)。

图表 1：中国太保分业务净利润

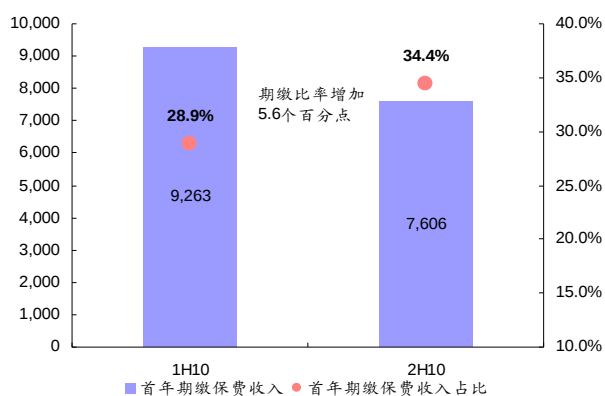


资料来源：公司数据，中金公司研究部

下半年寿险业务保费收入质量有所提高

- 2010 年全年，公司实现寿险保险业务收入 879 亿元，同比增长达 41.7%。
- 2010 年下半年首年保费收入中，首年期缴保费收入占比为 34.4%，相比上半年的 28.9% 有提高(图表 2)。

图表 2：中国太保首年期缴保费收入及占比

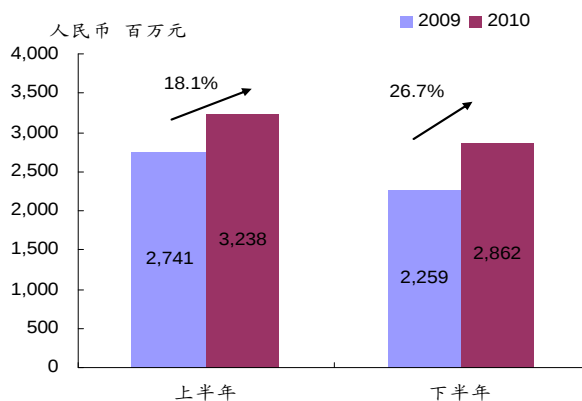


资料来源：公司数据，中金公司研究部

下半年新业务价值实现 25% 以上同比增长

- 2010 年，公司新业务价值 61 亿元，同比增速为 22%。
- 2010 年下半年公司新业务价值同比增长 26.7%，比 2010 年上半年 18.1% 的同比增速有所提高。

图表 3：中国太保新业务价值同比增长



资料来源：公司数据，中金公司研究部

寿险代理人数量保持增长

- 在寿险行业代理人增员普遍遭遇较大困难情况下，截至 2010 年末，太保寿险代理人较 2009 年增加 10.2%，为 28 万人，人均首年保险业务收入也同比增长 10.2% 至每月 2,863 元。

图表 4：中国太保代理人数量及人均首年保险业务收入

	2009	2010
代理人(千人)	254	280
人均首年保险业务收入	2,597	2,863

资料来源：公司数据，中金公司研究部

评估利率假设调整压低利润总额 31 亿元

- 公司在 2010 年调整了评估利率假设，使得 2010 年利润总额减少了 31.3 亿元。由于中国已经进入加息周期，因此评估利率向下调整压低了公司 2010 年的实际盈利水平。

图表 5：中国太保评估利率假设调整及其影响

折现率变动	2009	2010
未来保险利益不受投资影响的合同(传统险)	2.89%-5.55%	2.61%-5.83%
未来保险利益受投资影响的合同(分红险及其它)	4.65%-5.20%	4.75%-5.20%
精算假设变动影响税前利润	n.a.	-3,130

资料来源：公司数据，中金公司研究部

产险业务综合成本率保持在较好水平

- 2010 年太保产险综合成本率 94.1%，较 2009 年的 98.4% 下降 4.3 个百分点。其中，赔付率下降 3.3 个百分点至 57.7%，费用率下降 0.9 个百分点至 36.4%。

投资收益受惠于加息周期及资产规模扩大

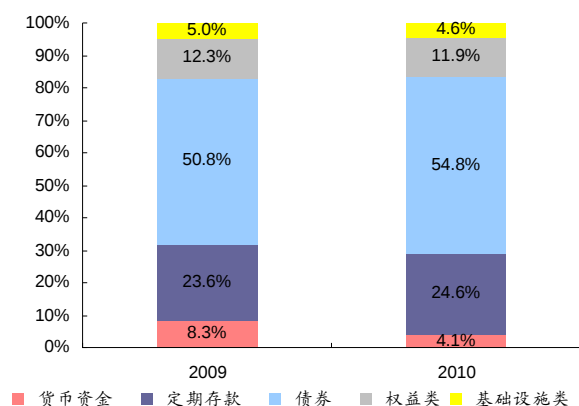
- 随着 2010 年 10 月加息周期的来临，公司固定收益投资收益增长明显，净投资收益率由 2009 年的 3.90% 提高至 4.28%。由于股票市场的下跌，公司 2010 年总投资收益率从 2009 年的 5.92% 微幅下滑至 5.19%。综合投资收益率由 2009 年的 6.87% 下降至 4.13%。
- 从公司投资资产的结构来看，公司也加大了对定期存款、债券等固定收益类资产的投资力度。

图表 6：中国太保投资收益率

投资收益率	2009	2010
净投资收益率	3.90%	4.28%
总投资收益率	5.92%	5.19%
综合投资收益率	6.87%	4.13%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7：中国太保投资资产配置



资料来源：公司数据，中金公司研究部

偿付能力充足率维持在 350% 以上

- 2010 年末公司偿付能力充足率为 357%，伴随着 2011 年以来股票市场温和上涨，我们预计公司偿付能力充足率仍将维持在 300% 以上。

盈利预测

根据中国太保 2010 年的经营状况，我们分别将 2011 年和 2012 年的盈利预测分别上调 15.7% 和 12.7%，每股收益分别调整为 1.21 元和 1.41 元。

估值与评级

目前中国太保的 2011 年 P/EV 和新业务价值倍数分别为 1.5 倍和 6.6 倍，维持“推荐”评级。

图表 8: 2010 年业绩分析

报表分析 (百万元)	09A	10A	YOY (%)	10Q3	10Q4	QoQ (%)
营业收入	104,313	141,662	35.8 %	32,526	36,505	12.2 %
保险业务收入	96,342	139,555	44.9%	32,032	31,457	-1.8%
减: 分出保费	-9,791	-13,422	37.1%	-3,025	-2,897	-4.2%
减: 提取未到期责任准备金	-2,424	-6,382	163.3%	-630	-373	-40.8%
已赚净保费	84,127	119,751	42.3 %	28,377	28,187	-0.7 %
证券投资资产	335,895	418,425	24.6%	399,209	418,425	4.8%
投资净收益	19,389	21,067	8.7%	3,753	8,206	118.7%
公允价值变动净收益	140	193	37.9%	244	-52	-121.3%
投资收入	19,529	21,260	8.9 %	3,997	8,154	104.0 %
投资收益率	6.4%	5.5%		1.0%	2.0%	
其他收入	657	651	-0.9 %	152	164	7.9 %
营业支出	-94,772	-130,972	38.2 %	-31,558	-31,863	1.0 %
退保金	-4,386	-4,489	2.3%	-1,190	-1,235	3.8%
赔付支出净额	-26,446	-29,926	13.2%	-7,067	-8,457	19.7%
提取保险责任准备金净额	-38,142	-62,673	64.3%	-14,985	-12,988	-13.3%
保单红利支出	-2,053	-3,399	65.6%	-964	-1,009	4.7%
保户给付及赔款净额	-71,027	-100,487	41.5 %	-24,206	-23,689	-2.1 %
已赚净保费占比	-84.4%	-83.9%		-85.3%	-84.0%	
手续费及佣金支出	-8,820	-11,198	27.0%	-2,686	-2,704	0.7%
保险业务收入占比	-9.2%	-8.0%		-8.4%	-8.6%	
业务及管理费	-13,237	-16,989	28.3 %	-4,014	-4,919	22.5 %
保险业务收入占比	-13.7%	-12.2%		-12.5%	-15.6%	
其他支出	-1,688	-2,298	36.1 %	-652	-551	-15.5 %
营业利润	9,541	10,690	12.0 %	968	4,642	379.5 %
营业外收入	75	68	-9.3%	20	22	10.0%
营业外支出	-110	-88	-20.0%	-7	-12	71.4%
利润总额	9,506	10,670	12.2 %	981	4,652	374.2 %
所得税费用	-2,033	-2,005	-1.4%	-93	-945	916.1%
所得税率	-21.4%	-18.8%		-9.5%	-20.3%	
净利润	7,473	8,665	16.0 %	888	3,707	317.5 %
少数股东权益	117	108	-7.7%	2	55	2650.0%
归属于公司股东的净利润	7,356	8,557	16.3%	886	3,652	312.2%
净利润率	7.1%	6.0%		2.7%	10.0%	
股东权益	75,673	81,551	7.8 %	79,839	81,551	2.1 %
少数股东权益	1,022	1,254	22.7%	1,231	1,254	1.9%
归属于公司股东的股东权益合计	74,651	80,297	7.6%	78,608	80,297	2.1%
净资产收益率	9.9%	10.7%		1.1%	4.5%	
每股收益 (元)	0.87	1.00	14.7 %	0.10	0.42	312.2 %
每股净资产 (元)	8.80	9.34	6.1 %	9.14	9.34	2.1 %
投资资产分析 (百万元)	09A	10A	As %	10Q3	10Q4	QoQ (%)
货币资金	30,123	14,960	3.5%	17,339	14,960	-13.7%
交易性金融资产	333	3,604	0.8%	5,232	3,604	-31.1%
买入返售金融资产	115	2,600	0.6%	6,021	2,600	-56.8%
保户质押贷款	1,352	2,307	0.5%	1,993	2,307	15.8%
定期存款	86,371	106,772	24.6%	100,356	106,772	6.4%
可供出售金融资产	118,475	119,759	27.6%	119,169	119,759	0.5%
持有至到期投资	104,618	157,360	36.3%	142,002	157,360	10.8%
归入贷款及应收款的投资	22,199	22,811	5.3%	21,200	22,811	7.6%
长期股权投资	464	440	0.1%	464	440	-5.2%
存出资本保证金	1,968	2,772	0.6%	2,772	2,772	0.0%
投资资产总计	366,018	433,385	100.0 %	416,548	433,385	4.0 %
保险合同负债分析 (百万元)	09A	10A	As %	10Q3	10Q4	QoQ (%)
保户储金及投资款	52,179	51,354	14.3%	53,021	51,354	-3.1%
未到期责任准备金	15,863	23,407	6.5%	23,114	23,407	1.3%
未决赔款准备金	11,479	15,826	4.4%	15,168	15,826	4.3%
寿险责任准备金	201,249	258,797	72.2%	248,026	258,797	4.3%
长期健康险责任准备金	7,561	9,156	2.6%	8,927	9,156	2.6%
保险合同负债合计	288,331	358,540	100.0 %	348,256	358,540	3.0 %

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 9: 盈利预测假设调整

主要假设	2011			2012		
	Before	After	+/- (%)	Before	After	+/- (%)
承保						
太保寿险毛保费收入增速	28.9%	21.7%	-7.2ppt	26.8%	21.8%	-5.0ppt
太保财险毛保费收入增速	27.5%	15.2%	-12.4ppt	19.4%	11.7%	-7.7ppt
投资						
净投资收益率	4.0%	4.4%	0.4ppt	4.1%	4.4%	0.3ppt
总投资收益率	4.5%	4.9%	0.4ppt	4.8%	4.9%	0.1ppt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10: 盈利预测调整

单位：百万元	2011			2012		
	Before	After	+/- (%)	Before	After	+/- (%)
营业收入	173,067	172,568	-0.3	217,769	205,896	-5.5
已赚净保费	151,200	148,035	-2.1	190,720	176,438	-7.5
保险业务收入	175,613	166,434	-5.2	218,293	196,741	-9.9
减：分出保费	-17,732	-15,473	-12.7	-21,513	-17,647	-18.0
减：净提取未到期责任准备金	-6,681	-2,926	-56.2	-6,061	-2,657	-56.2
投资净收益	20,792	23,522	13.1	25,760	28,346	10.0
其他业务收入	1,074	1,011	-5.9	1,289	1,112	-13.7
营业支出	-161,696	-159,413	-1.4	-204,242	-190,611	-6.7
保户给付及赔款净额	-120,345	-123,822	2.9	-152,227	-149,297	-1.9
利息支出	-570	-410	-28.0	-684	-451	-34.0
分保费用	-3,477	-1,894	-45.5	-4,426	-2,084	-52.9
业务及管理费	-37,303	-33,287	-10.8	-46,905	-38,779	-17.3
营业利润	11,371	13,155	15.7	13,527	15,285	13.0
利润总额	11,493	13,214	15.0	13,674	15,362	12.3
减：所得税费用	-2,299	-2,608	13.5	-2,735	-3,064	12.0
净利润	9,195	10,606	15.3	10,939	12,298	12.4
归属于公司股东的净利润	9,026	10,444	15.7	10,737	12,103	12.7
少数股东损益	168	162	-3.7	202	195	-3.6
每股收益（元）	1.05	1.21	15.7	1.25	1.41	12.7
每股净资产（元）	10.17	10.35	1.8	11.34	11.51	1.5

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 11: 历史和预测的财务指标

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
利润表					
营业收入	80,828	104,313	141,662	172,333	205,649
已赚净保费	66,253	84,127	119,751	148,035	176,438
保险业务收入	75,752	96,342	139,555	166,434	196,741
减: 分出保费	-8,435	-9,791	-13,422	-15,473	-17,647
减: 净提取未到期责任准备金	-1,064	-2,424	-6,382	-2,926	-2,657
投资净收益	14,000	19,389	21,067	23,368	28,166
公允价值变动净收益	-742	140	193	214	257
汇兑损益	-132	-14	-200	-220	-242
其他业务收入	1,449	671	851	936	1,030
营业支出	-79,905	-94,772	-130,972	-159,096	-190,262
退保金	-3,974	-4,386	-4,489	-5,764	-7,250
赔付支出	-31,408	-30,494	-34,523	-44,746	-53,101
减: 摊回赔付支出	4,405	4,048	4,597	4,880	5,523
提取保险责任准备金	-21,561	-39,225	-64,707	-75,933	-91,442
减: 摊回保险责任准备金	704	1,083	2,034	2,291	2,696
保单红利支出	-2,569	-2,053	-3,399	-4,550	-5,724
分保费用	-14	-15	-21	-23	-25
减: 摊回分保费用	2,904	3,347	4,425	4,868	5,354
营业税金及附加	-1,677	-2,256	-3,193	-3,512	-3,864
手续费及佣金支出	-6,599	-8,820	-11,198	-13,612	-16,072
业务及管理费	-11,430	-13,237	-16,989	-19,892	-22,946
利息支出	-532	-396	-373	-410	-451
其他业务成本	-2,933	-2,204	-2,447	-2,692	-2,961
计提资产减值准备	-5,221	-164	-689	0	0
营业利润	923	9,541	10,690	13,237	15,387
加: 营业外收入	454	75	68	75	82
减: 营业外支出	-60	-110	-88	-97	-106
利润总额	1,317	9,506	10,670	13,215	15,362
减: 所得税费用	1,350	-2,033	-2,005	-2,608	-3,064
净利润	2,667	7,473	8,665	10,607	12,298
归属于公司股东的净利润	2,569	7,356	8,557	10,444	12,103
少数股东损益	98	117	108	162	195
估值					
每股收益 (元)	0.33	0.87	1.00	1.21	1.41
每股净资产 (元)	6.32	8.80	9.34	10.35	11.51
每股股利 (元)	0.30	0.27	0.30	0.35	0.43
每股内含价值 (元)	5.55	5.97	8.21	9.75	11.53
每股新业务价值 (元)	0.47	0.59	0.71	0.77	0.87
市盈率 (倍)	66.7	25.7	22.4	18.3	15.8
市净率 (倍)	3.5	2.5	2.4	2.2	1.9
现金分红收益率 (%)	1.35	1.22	1.35	1.57	1.91

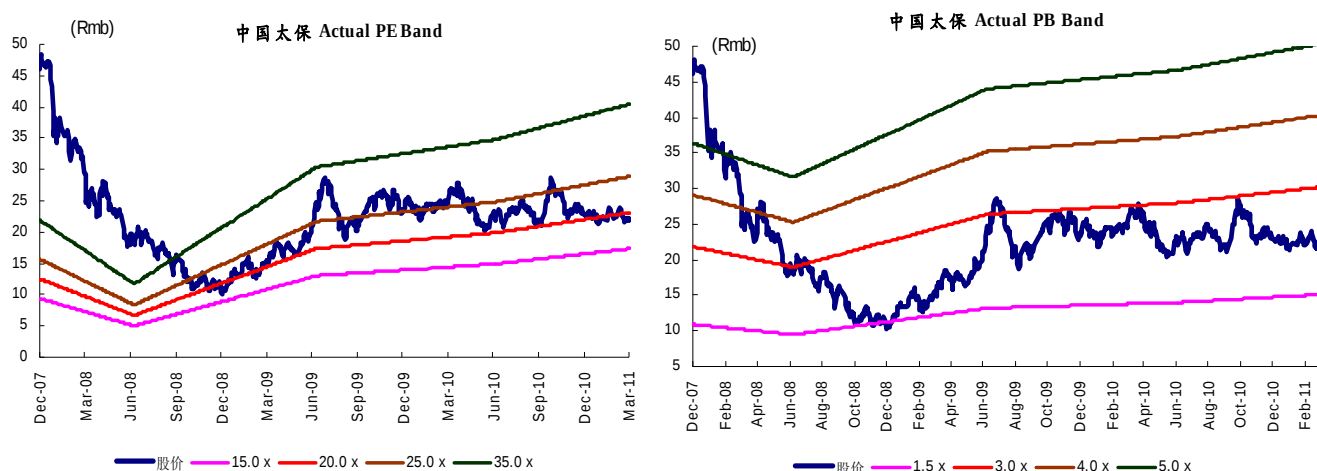
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 12: DCF 模型

单位: 百万元	2011F	2012-2020F	2021-2030F	Pertetual
太保寿险DCF估值				
折现率	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
保险业务收入	106,920	2,566,050	10,737,125	23,105,628
保险业务收入复合增速	22%	18%	12%	4%
新保业务期缴收入	19,395	389,049	1,434,457	2,650,332
期缴收入新保业务收入占比	32%	30%	30%	30%
新保业务趸缴收入	40,980	900,194	3,347,066	6,184,108
趸缴收入新保业务收入占比	68%	70%	70%	70%
续期业务收入	46,545	1,276,807	5,955,602	14,271,188
续期业务收入寿险收入占比	44%	49%	55%	62%
续期率	92%	91%	91%	91%
APE	23,493	479,068	1,769,164	3,268,743
一年新业务价值 (NBV)	6,609	105,193	239,130	231,318
一年新业务价值利润率	28%	22%	14%	7%
经调整的净资产价值	41,698			
有效业务价值	42,147			
内含价值 (EV)	83,844			
一年新业务价值折现值	129,732			
评估价值	213,576			
每股评估价值 (元)	24.83			
每股评估价值 (港元)	29.22			
隐含的内含价值倍数	2.55			
隐含的一年新业务价值倍数	19.63			
隐含的市净率	2.40			
单位: 百万元	2011F			
中国太保部分加总估值				
太保寿险每股评估价值 (元, DCF)	24.83			
太保产险&香港每股价值 (元, 20倍市盈率)	9.64			
太保其他每股价值 (元, 1倍市净率)	2.80			
中国太保每股价值 (元)	37.28			
中国太保每股价值 (港元)	43.86			

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 13: 历史 PE/PB Band



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 14: 可比公司估值

公司	市值(百万美元)	货币单位	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产回报率 (%)			
	2011-03-25			08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E
综合性保险公司															
AIG	65,590	USD	36.53	(1.0)	(0.4)	(2.9)	20.6	7.7	1.0	0.1	0.8	(183.0)	(10.5)	n.a.	n.a.
Berkshire Hathaway	210,798	USD	127,869	39.7	24.6	19.5	19.0	1.8	1.4	1.3	1.3	4.3	6.0	7.0	7.0
ING	50,330	EUR	9.32	(25.9)	(16.4)	9.0	6.7	0.7	0.8	0.9	0.8	(2.3)	1.3	9.8	12.6
Allianz	63,114	EUR	98.57	(18.2)	10.3	8.8	8.2	1.3	1.0	1.0	0.9	(6.0)	11.6	12.0	12.0
平均值				(1.3)	4.6	8.6	13.6	2.9	1.1	0.8	1.0	(1.3)	2.1	9.6	10.5
北美寿险公司															
Manulife Canada	31,025	CAD	17.11	53.5	20.9	27.1	10.6	1.0	1.1	1.1	1.1	1.9	6.3	1.3	11.5
MetLife	47,535	USD	45.05	10.8	(15.6)	10.4	8.7	1.7	1.1	1.0	1.0	11.7	7.3	9.9	11.5
Prudential Financial Inc	29,656	USD	61.02	(25.2)	7.9	10.0	9.4	1.9	1.1	1.0	0.9	(5.8)	11.6	10.6	10.5
Sun Life Financial Inc	17,950	CAD	30.64	21.9	32.3	12.2	10.9	1.1	1.1	1.1	1.1	5.0	3.7	10.1	10.8
平均值				15.2	11.4	14.9	9.9	1.4	1.1	1.0	1.0	3.2	7.2	8.0	11.1
欧洲寿险公司															
AVIVA	19,635	GBp	434.00	(11.8)	11.5	6.8	6.9	1.0	1.1	1.0	1.0	(7.6)	13.4	16.4	14.4
Prudential	29,382	GBp	719.50	(45.0)	26.6	13.3	11.8	3.6	2.9	2.6	2.3	(7.1)	16.0	17.3	17.5
AXA	47,983	EUR	14.68	33.4	9.7	9.3	7.4	0.8	0.7	0.7	0.7	2.2	8.7	8.3	10.4
CNP Assurances	12,731	EUR	15.21	3.1	2.2	8.4	7.8	0.2	0.2	0.9	0.8	1.3	11.5	10.1	10.4
AEGON	14,294	EUR	5.31	(5.8)	(33.2)	6.4	7.9	0.6	0.4	0.6	0.6	(7.5)	0.0	9.8	7.0
Generali	33,404	EUR	15.23	23.8	16.4	12.4	10.1	1.8	1.4	1.3	1.2	6.6	9.9	10.1	11.8
Fortis	7,761	EUR	2.10	(0.2)	4.4	9.9	10.9	n.a.	0.6	0.6	0.6	n.a.	14.4	7.7	5.8
LEGAL & GEN GRP	11,030	GBp	117.20	(6.6)	7.9	9.3	9.0	1.9	1.6	1.4	1.3	15.9	7.4	15.9	14.5
STANDARD LIFE	7,541	GBp	205.90	44.8	26.4	13.8	12.1	1.3	1.3	1.1	1.0	37.5	5.5	8.0	8.5
平均值				4.0	8.0	10.0	9.3	1.4	1.1	1.1	1.0	2.3	9.6	11.5	11.1
亚洲寿险公司															
大东方人寿 (新加坡)	5,713	SGD	15.22	26.2	14.0	14.2	13.2	2.4	1.9	1.8	1.7	8.7	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	13,599	AUD	6.42	(38.9)	18.4	23.7	20.1	3.3	3.0	2.9	2.7	(8.0)	16.5	12.2	13.5
AMP (AU)	11,546	AUD	5.38	17.3	14.5	14.5	13.7	5.2	4.2	3.8	3.5	29.3	33.1	27.3	26.7
台湾人寿	684	TWD	27.15	(3.4)	3.7	5.6	5.5	4.0	1.5	n.a.	n.a.	(59.1)	22.8	n.a.	n.a.
Dai-ichi Life	15,564	JPY	126,600	n.a.	23.9	23.9	23.8	n.a.	n.a.	n.a.	1.2	8.0	n.a.	n.a.	5.5
Samsung Life	18,489	KRW	103,000	2.9	18.2	n.a.	12.6	0.2	0.3	n.a.	1.4	7.9	1.3	n.a.	12.6
Korea Life	5,909	KRW	7,580	15.0	64.8	12.8	12.0	1.5	1.5	1.2	1.1	10.1	2.3	9.6	9.2
Tong Yang Life	1,279	KRW	13,250	14.0	35.5	12.8	9.2	2.2	2.0	1.5	1.3	17.5	5.6	13.1	14.7
AIA*	37,082	HKD	24.00	102.6	20.5	18.1	16.4	4.2	2.5	2.1	1.9	3.7	14.7	11.8	11.1
平均值				15.2	22.9	16.4	14.6	2.8	2.0	2.1	1.8	1.2	13.7	14.2	12.1
中国寿险公司															
中国人寿H股*	93,930	HKD	27.90	35.4	21.1	19.9	17.2	3.9	3.3	3.2	2.8	10.2	17.1	16.1	16.1
中国人寿A股*	93,930	RMB	21.20	31.3	18.2	17.8	15.4	3.4	3.0	2.9	2.5	10.2	17.1	16.1	16.1
中国平安H股*	65,028	HKD	76.85	342.3	35.8	29.7	23.4	7.5	5.8	4.9	3.7	1.8	18.6	17.9	18.0
中国平安A股*	65,028	RMB	50.51	261.6	26.7	23.3	18.9	5.7	4.4	3.9	3.0	1.8	18.6	17.9	18.0
中国太平*	4,940	HKD	22.60	(72.2)	43.4	17.3	32.0	5.0	3.5	3.0	2.6	(6.4)	9.5	19.5	8.7
中国太保A股*	30,634	RMB	22.26	74.5	26.0	22.4	18.3	3.5	2.3	2.4	2.2	4.7	11.9	10.7	11.7
中国太保H股*	30,634	HKD	31.30	90.1	32.2	26.7	21.9	4.8	3.2	2.8	2.6	4.7	11.9	10.7	11.7
平均值				139.2	29.1	22.4	21.0	4.8	3.6	3.3	2.7	5.6	15.0	15.6	14.3

*为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。

资料来源：公司数据、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED