

[2009.06.17]

寻找分化中的投资机会

——2009 年下半年保险投资策略

彭玉龙

董乐

021-38676683

021-38676650

pengyulong@gtjas.com

dongle@gtjas.com

➤ 在分化中寻找投资机会，我们推荐中国太保。

本报告导读：

投资要点：

- 通胀预期成为一种世界潮流，保险公司债券配置比例不断下降，显然也在预期通胀抬头。通胀为保险资金走出投资困局打开了一条出路，但通胀究竟是否会如期到来，还需拭目以待。况且，当前盈利的决定因素还是权益投资。
- 在结构在调整背景下，总保费与标准保费背离，总保费的意义大大弱化，市场对总保费的依赖将为投资者带来机会。太保的背离程度是最大的，虽然太保寿险前 5 个月的总保费下降了 9.9%，但我们估计标准保费应该有大幅上升 35% 以上。
- 由于权益投资表现突出，2009 年盈利应当不错。我们预计，2 季度 3 家公司将合计实现净利润 122 亿元，同比下降 8.1%，但环比大幅增长 69%；尽管基数效应将使得上半年 3 家公司净利润同比下降 17%，但全年有望同比大增 174%。由于中国人寿 2008 年的盈利分布相对均匀，其上半年的盈利增长明显高于中国平安和中国太保，但全年并无优势。
- 关于 ROE 和 PB 估值以及与内含价值估值的比较，我们在去年底的年度策略报告中已经作过分析。目前，保险股的市净率在 2.8-4.2 倍之间，平均 P/EV 也超过了 2，动态市盈率在 32-42 之间，隐含新业务价值倍数在 13-21 之间，总体来讲，估值水平中已经包含了行业较好的预期。
- 通胀预期、资本市场走强、盈利回升、个人年金破题，这些都意味 2009 年的保险行业已经走出了 2008 年的困境。但另一方面，我们判断，除非迎来一轮大的通胀，债券收益率短期内很难超越之前的水平，下半年股权投资的风险在增大，商业养老保险在我国的发展环境和前景还需较长时间来培育和验证。考虑到目前的估值水平中已经包含了较好的预期以及保险行业的长期盈利能力，我们给予行业中性评级。
- 下半年的公司投资策略在于分化中寻找机会，我们推荐中国太保。主要理由：（1）结构调整成效明显，业务质量明显提升，影响太保持续增长的隐忧可望得到有效解决。（2）标准保费增速远高于总保费，市场并未完全消化这一信息，存在套利机会。（3）估值仍有折价。（4）受益于上海国际金融中心建设的先行先试优势，在个人年金、航运保险等方面取得优势。（5）市场好转后，H 股发行可能重新列入议程，对 A 股产生支撑作用。中国太保，增持，目标价 24 元。中国平安，谨慎增持，目标价 55 元。中国人寿，中性，目标价 26 元。

细分行业评级

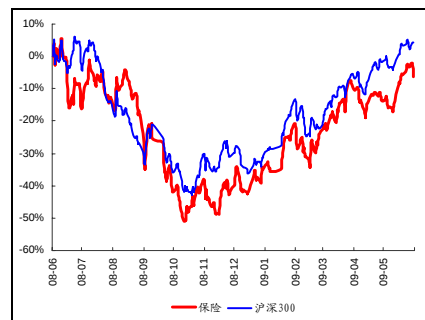
保险

中性

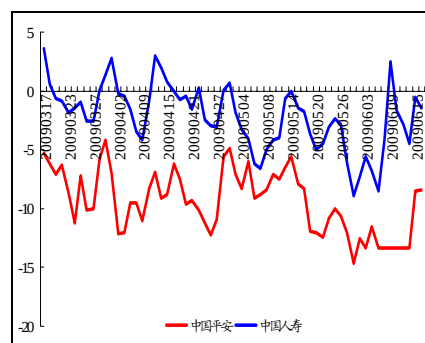
中国太保
中国平安
中国人寿

增持
谨慎增持
中性

行业指数



AH 溢价率（折价率）



相关报告

留一半清醒留一半醉

(09.04.16)

警惕 ROE 制约估值提升

(09.02.22)

年底的憧憬

(08.12.22)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

1. 保险投资	3
1.1. 通胀预期——债券投资将走出困局	3
1.1.1. 债券配置比例不断下降，保险公司预期通胀抬头	3
1.1.2. 无需通胀，仅需通胀预期，便可让债券投资走出困局	3
1.2. 权益投资论业绩英雄	4
1.3. 投资渠道的放开将以落实已有政策预期为主	5
2. 承保业务	6
2.1. 结构调整——寻找总保费与标准保费出现背离的公司	6
2.1.1. 总保费增长分化，差距可望缩小	6
2.1.2. 结构调整导致总保费与标准保费背离：太保突出	7
2.1.3. 抢占市场 VS 结构调整：低投资收益率环境中的业务战略	8
2.2. 新的起点——个人年金业务有望突破	8
2.2.1. 年金：寿险发展的关键领域	8
2.2.2. 税延型个人年金试点：我国寿险业发展的一个突破口	9
3. 投资策略	10
3.1. 业绩预测	10
3.2. 估值水平	10
3.3. 策略观点	12
3.3.1. 行业观点和评级：中性	12
3.3.2. 公司重点推荐：中国太保	13

1. 保险投资

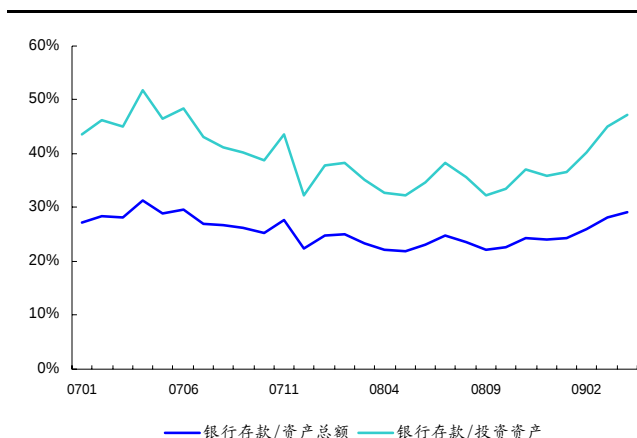
1.1. 通胀预期——债券投资将走出困局

1.1.1. 债券配置比例不断下降，保险公司预期通胀抬头

保险公司面临债券投资困局，前4个月银行存款比例持续上升，而债券投资比例持续下降。按保监会的统计口径，全行业银行存款占投资资产（不含银行存款）的比例由年初的36%上升至4月底的47%，占总资产的比例由24%上升至29%；而权益投资比例也略有上升，占总资产的比例也由年初的8%上升到9%左右。显然，债券投资的比例在持续下降，2-4月累计减少268亿，但从5月开始配置在增加。

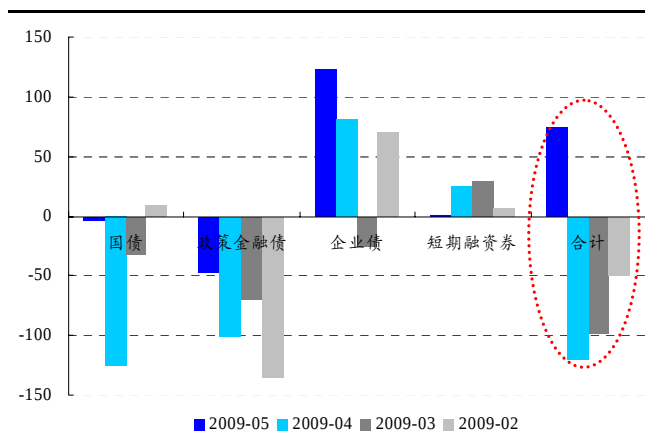
虽然债券收益率过低是保险公司不愿配债的根本原因，但若预期收益率不会上升，债券比例也会稳定在一个正常的水平，在银行存款利率也不高的情况下，不断降低债券比例，将资金存在银行，表明保险公司对未来通胀有预期，以等待更高的债券收益率和更好的债券买入价格。

图 1：行业资产配置：银行存款比例近期持续上升



数据来源：CIRC，国泰君安证券

图 2：2-4 月保险公司债券配置持续下降，5 月开始回升（亿元）



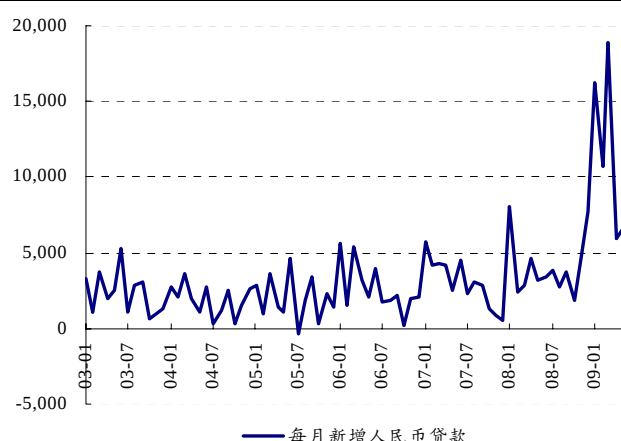
数据来源：CIRC，国泰君安证券

1.1.2. 无需通胀，仅需通胀预期，便可让债券投资走出困局

随着货币发行量的上升和原油等大宗商品价格的上涨，通胀成为一种普遍预期，根据我们债券研究员的预测，今年10月CPI转正，年底CPI同比1.5%，明年上升至3%。通胀预期的最根本来源当然是大量的货币供应，能源及大宗商品价格的纷纷上涨，使得通胀预期成为一种世界潮流。

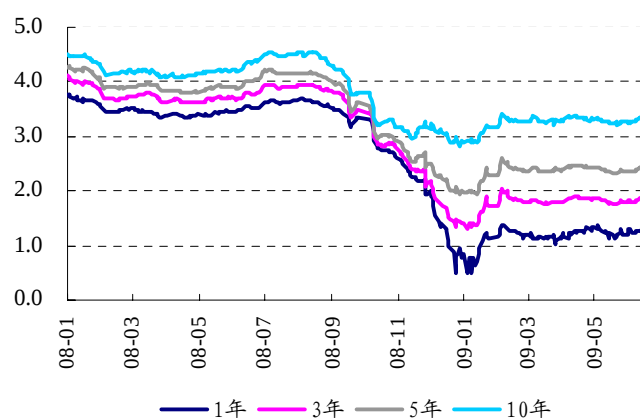
在通胀预期下，美国和我国债券收益率纷纷上扬，躺在银行中的保险资金终于可以找到较好的出处。只要通胀预期不止，债券价格还会不断下挫，更好的投资机会就存在，保险资金对债券的配置因此不会一步到位，而是逐步提高配置比例。

图 3: 我国货币供应量今年猛增



数据来源: 人民银行, 国泰君安证券

图 5: 我国国债收益率触底反弹



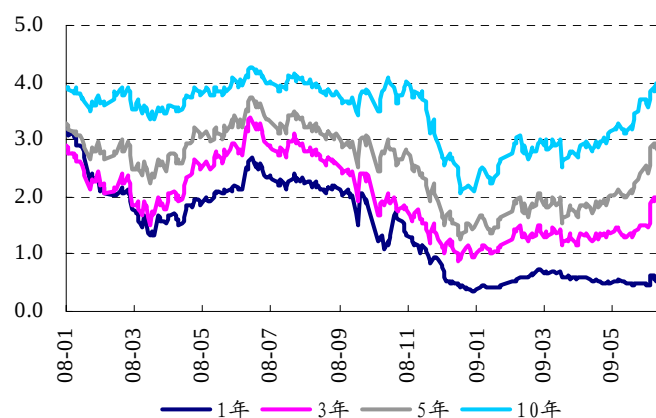
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 4: 国际原油价格不断往上突破



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券

图 6: 美国国债收益率也持续上扬



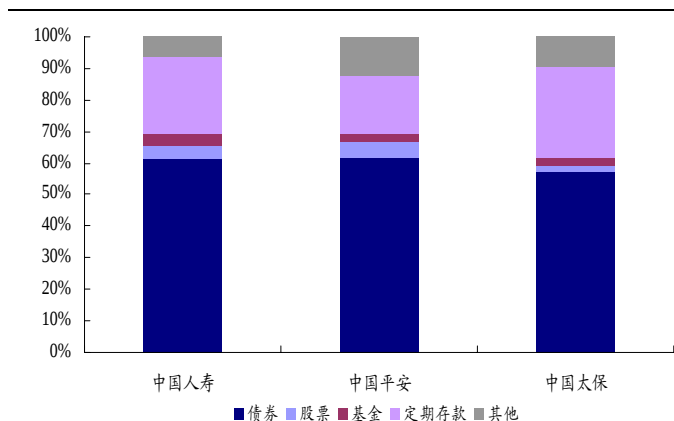
数据来源: WIND, 国泰君安证券

1.2. 权益投资论业绩英雄

债券投资收益率决定保险公司的长期盈利水平, 短期业绩则以权益投资论英雄。虽然下半年通胀预期可能推高债券投资收益率, 但业绩好坏的主要决定因素还是权益投资。我们判断二季度的权益投资比例有所上升, 并且权益投资收益在盈利中的体现往往要滞后于资本市场, 因此二季度盈利将好于一季度。但由于对下半年的资本市场我们不敢持续乐观, 预计全年的盈利不会大幅超出之前的预期, 在权益比例上升的情况下, 若市场下行, 则对盈利的负面影响更大。

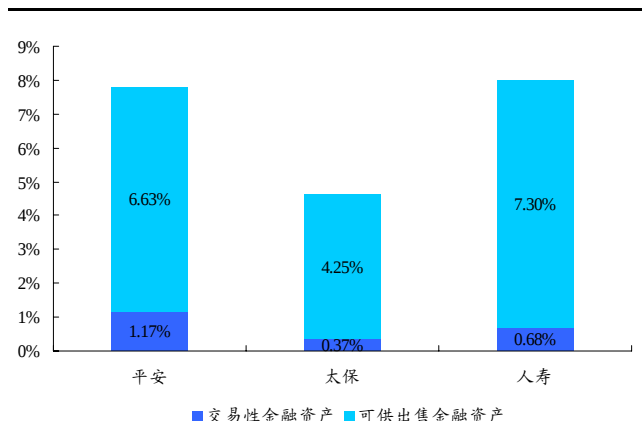
2008 年末, 国寿、平安、太保权益类资产占比分别为 8%、7.8%与 4.6%。2009 年 1 季末, 国寿与平安的交易性金融资产与可供出售金融资产规模均有所下降, 太保也大幅削减了交易性金融资产。保监会披露的行业数据印证了保险公司并未在一季度增加股权净投资, 在同期大盘指数上涨了 30%的情况下, 包括市值上升在内, 全行业股权投资比例仅由年初的 8%上升到一季末的 9%。随着市场稳定趋势更加明显, 我们判断二季度保险资金的股权投资在增加。

图 7: 各公司年初资产配置情况



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 8: 各公司年初权益配置比例



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

表 1: 2009 年 2 季度权益投资增值估算表

单位: 百万无	权益投资比例不变			权益投资比例上升 2%			权益投资比例上升 4%		
	平安	太保	人寿	平安	太保	人寿	平安	太保	人寿
1 季度末浮盈浮亏	2,466	-45	24,830	2,466	-45	24,830	2,466	-45	24,830
1 季度末权益投资	37,817	13,845	79,004	37,817	13,845	79,004	37,817	13,845	79,004
2 季度权益新增投资	4,824	273	4,873	15,485	6,144	24,771	26,145	12,015	44,669
2 季末权益投资 (不考虑增值)	42,641	14,118	83,877	53,302	19,989	103,775	63,962	25,860	123,673
交易类	3,626	2,108	6,802	4,532	2,985	8,416	5,439	3,861	10,030
可供出售类	39,015	11,949	77,075	48,769	16,919	95,359	58,523	21,889	113,644
2 季度交易类公允价值收益	725	422	1,360	906	597	1,683	1,088	772	2,006
2 季度可供出售类公允价值变动	7,803	2,390	15,415	9,754	3,384	19,072	11,705	4,378	22,729
2 季度末浮盈浮亏 (不考虑税收影响)	10,269	2,345	40,245	12,220	3,339	43,902	14,171	4,333	47,559

注: 权益投资比例的上升指的是提高权益配置比例, 不包括增值的影响。假设交易类和可供出售类金融资产的分比例不变。假设基金的股票投资都同步于大市, 二季度大盘指数上涨 20%。

1.3. 投资渠道的放开将以落实已有政策预期为主

投资渠道放开是趋势, 上半年, 保监会放开了债权投资品种, 保险资金可以投资于无担保债券, 主要是中期票据。新《保险法》也明确了保险资金可投资不动产。非上市股权投资的放开也在预期之中。

由于大部分投资渠道都有了比较明确的预期, 投资政策方面, 下半年将以落实已有预期为主。各家保险公司也为此做好了相应的准备。

2. 承保业务

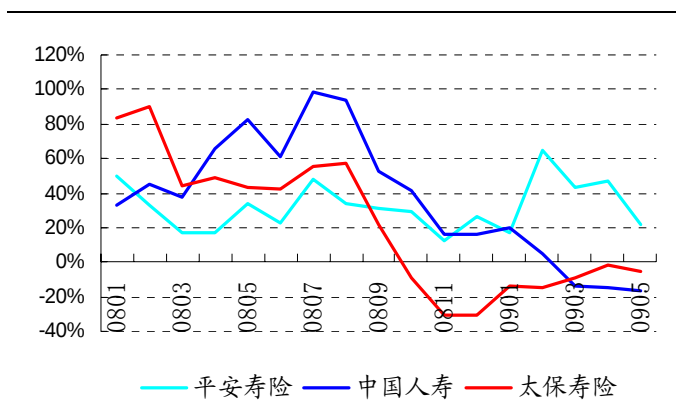
2.1. 结构调整——寻找总保费与标准保费出现背离的公司

2.1.1. 总保费增长分化，差距可望缩小

2009年1-5月，三家公司保费增速出现明显分化，平安保费“一骑绝尘”，累计保费增速37.9%，国寿下降3.9%，太保寿险下降9.9%。保费增长的分化，主要源于2008年保费基数及结构调整的压力不一样：国寿和太保去年同期的增长基数较大，分别为38%和70%，平安寿险相对较小，为33%；太保和国寿去年银保比例较高，占50%左右，平安银保比例低，不到15%。今年以来，平安寿险抓住市场空白，通过维持较高的结算利率，快速拓展万能险市场，直到5月，个险万能产品的结算利率仍维持在4.75%的水平，远高于其他两家的3.85%。

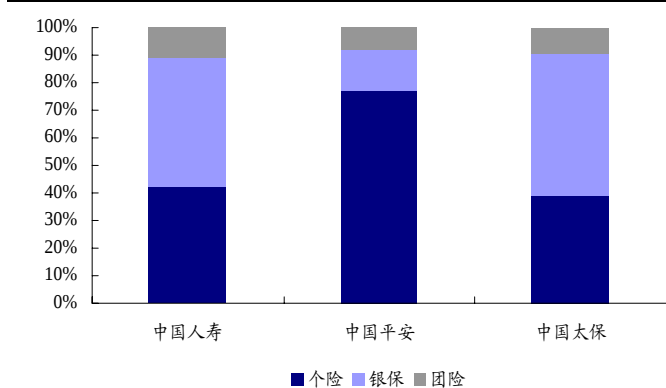
下半年，在股市可能维持震荡、利率虽然见底但并未反转上升的背景下，可用于增加投保人回报率的储备并不多，我们认为行业保费的增长仍然面临挑战。同时，保费结构调整将在主客观因素下继续，但我们预计分化的差距将缩小。平安万能险的平滑准备金被消耗的越来越少，5月银保万能险的结算利率已经下降到了4%，平安寿险5月保费的也出现放缓趋势，从1-4月累计42%的增速下降至5月的22%。

图 9：2009 年 1-5 月各公司保费增速分化明显



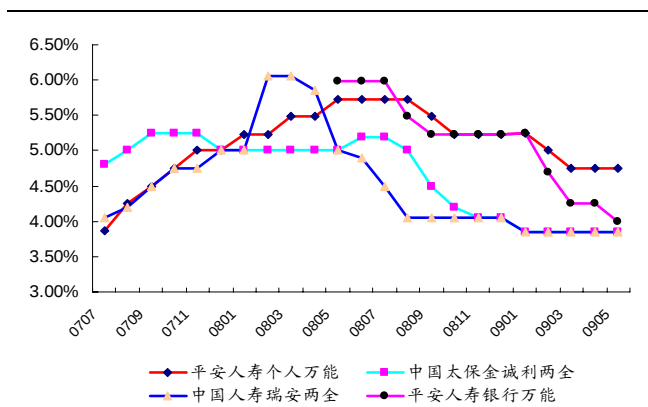
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 11：2008 年各公司保费渠道结构



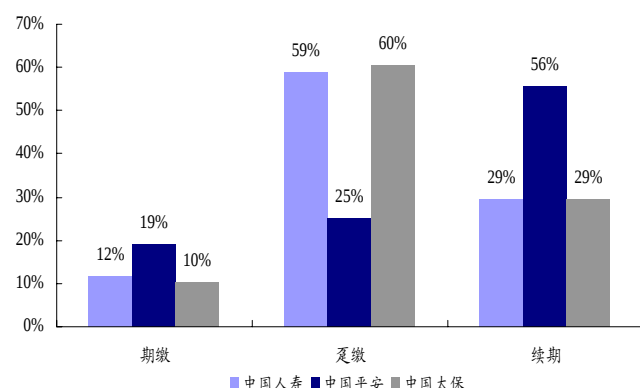
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 10：平安个险万能结算利率远高于同行，但银保万能结算利率开始不断下降



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 12：2008 年各公司保费期限结构



数据来源：公司公告，国泰君安证券

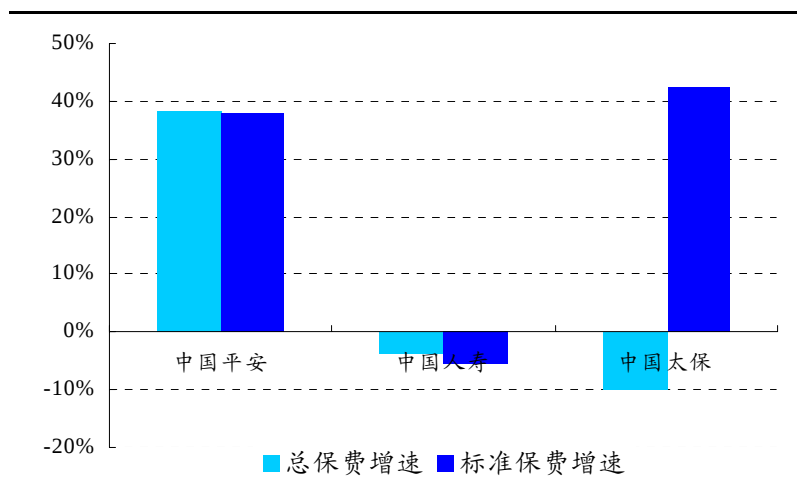
2.1.2. 结构调整导致总保费与标准保费背离：太保突出

由于结构大调整，导致总保费增速的意义大大弱化。从整个行业来看，如果以标准保费来衡量，则 2008 年的保费增速会下降，基数降低和结构优化导致 2009 年的标准保费增速高于总保费增速。由于各家公司的保费结构和调整力度不一样，总保费和标准保费的背离程度差异很大。

在三家上市公司中，太保是总保费和标准保费背离程度最大的，太保 2008 年保费中有 50% 以上是银保，今年大幅下降，我们估计降幅可能达到 30%，因此，太保寿险前 5 个月的总保费虽然下降了 9.9%，但标准保费应该有大幅上升 35% 以上。由于平安的结构调整本来不大，标准保费的增速与总保费增速差异不大；国寿虽然结构调整压力也不小，但今年银保比例并未明显下降，标准保费的增速与总保费基本也会一致。

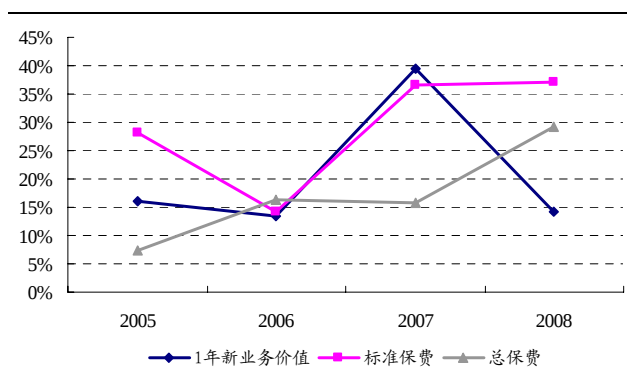
从内含价值估值的角度来看，如果投资收益率等假设保持稳定，各公司新业务价值的增长与标准保费更相关。

图 13：1-5 月太保总保费增速与标准保费增速出现明显背离



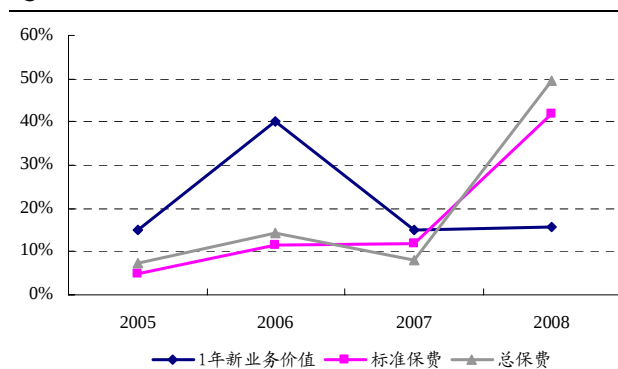
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 14：中国平安总保费、标准保费和新业务价值增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 15：中国人寿总保费、标准保费和新业务价值增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.1.3. 抢占市场 VS 结构调整：低投资收益率环境中的业务战略

低收益率环境显然使保险公司面临投资困局，高保费收入难以找到合适的投资渠道，因而是结构调整的良好时机，但同时也给市场抢占提供了机会。

我们认为，不同公司根据不同的情况采用不同的战略都是能够接受的。对于 2008 年银保和趸缴保费已经很高的公司而言，如太保，结构调整是必须的事，低投资收益率环境恰好提供了一个不错的调整环境，通过提高期缴比例，既保障了保费增长的持续性，又为后续保费提供了可能的高投资回报机会。

对于期缴比例本来很高而银保比例较低的公司而言，若预期收益率短期内可以提升，则利用机会进行市场扩张也是一种选择，因为虽然目前的收益率较低，但可以配置久期较短的资产，待收益率回升再重新配置。这一战略实质是在赌收益率的上升，并同时获得市场份额增加的好处。

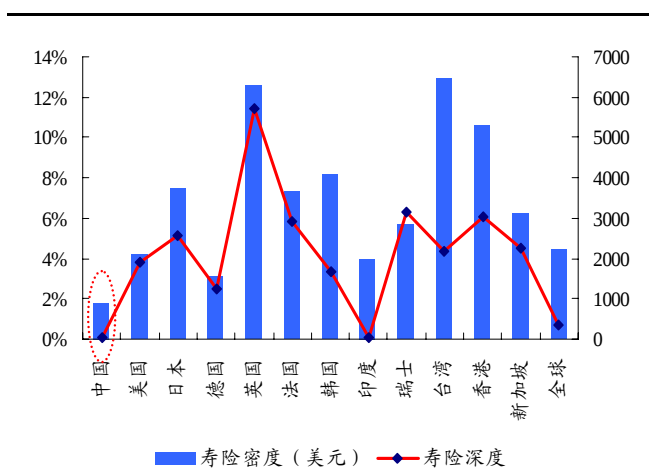
2.2. 新的起点——个人年金业务有望突破

2.2.1. 年金：寿险发展的关键领域

中国保险业最大的吸引力在于宽广的发展前景，无论是保险密度还是深度，都有很大的提升空间。按照 SIGMA 提供的可比口径计算，2007 年中国寿险保险密度为 1.8%，全球平均为 4.4%，英国、台湾、香港超过 10%，印度为 4%。按人均寿险保费计，中国为 44 美元，全球平均为 358 美元。

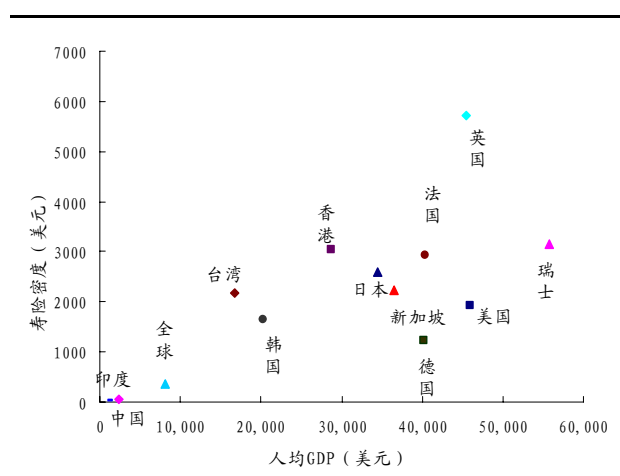
在寿险发达的国家和地区，年金都占有非常重要的地位，美国年金收入 20 多年来持续占保费收入的 50% 左右。2050 年前，随着世界人口进一步老龄化，年金在寿险中的份额还将提升。

图 16：2007 年主要国家和地区寿险密度和深度



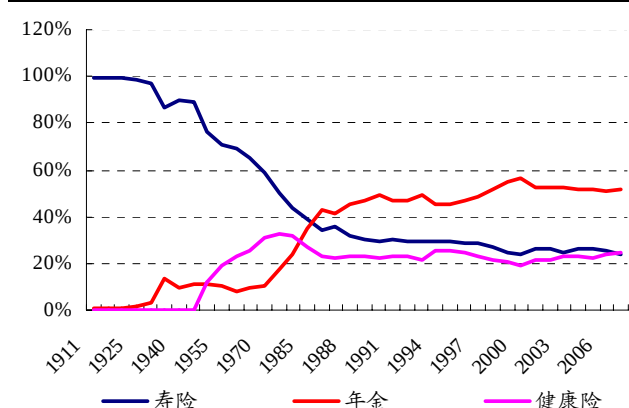
数据来源：SIGMA，国泰君安证券

图 17：寿险密度与 GDP 的关系

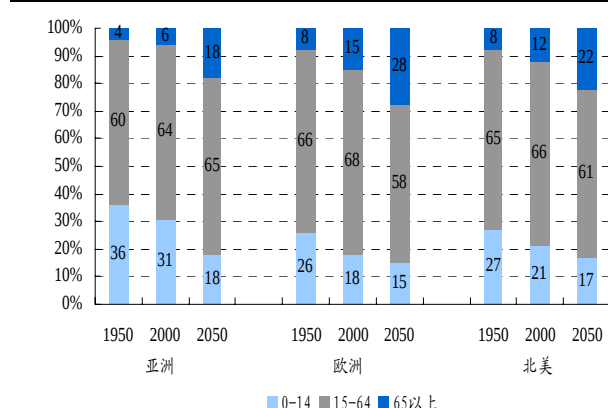


数据来源：SIGMA，国泰君安证券

图 18: 美国年金收入 20 多年来持续占保费收入的 50% 左右 图 19: 亚洲老龄化趋势将加速



数据来源: ACLI, 国泰君安证券



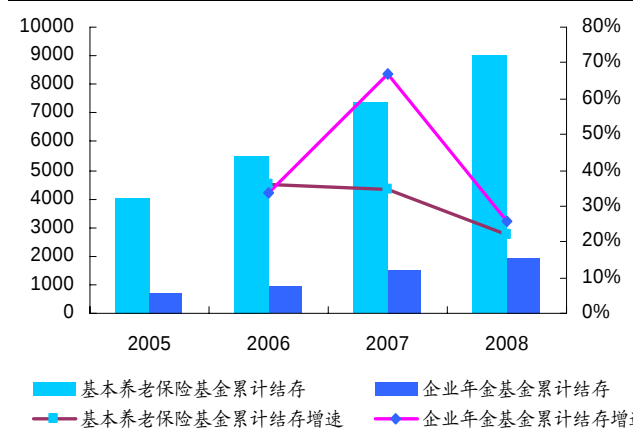
数据来源: ACLI, 国泰君安证券

2.2.2. 税延型个人年金试点: 我国寿险业发展的一个突破口

在上海建立国际金融中心的多项文件中, 国务院等相关政府多次表明支持上海试点递延型个人年金试点的政策, 从政策方面看, 上海作为个人税延型养老保险的试点基地已是水到渠成, 但由于方案涉及到财税等部门, 试点最终的推出应还需时日。

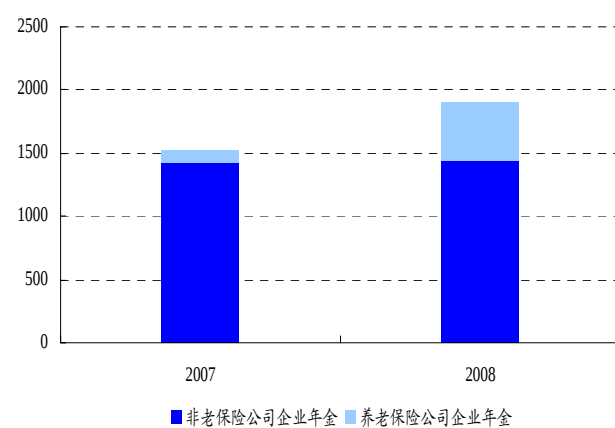
目前我国商业养老险还处于起步阶段, 在养老保险市场中占比较低, 2008 年末, 全国社保累计结存规模达 9031 亿元, 企业年金基金累计结存总规模为 1519 亿元, 而其中专业养老保险公司企业年金规模仅 474 亿元, 占年金总规模的 24.7%。由于延税型个人年金具有节约投保人所得税并减少所得税时间成本的作用, 一旦推出将对商业养老险业务的增长产生明显的刺激作用。

图 20: 基本养老保险及企业年金基金累计结存情况



数据来源: 劳动与社会保障部, 国泰君安证券

图 21: 养老保险公司年金规模仍然偏小



数据来源: CIRC, 国泰君安证券

表 2: 养老保险公司主要情况介绍 (单位: 亿元)

公司名称	企业年金缴费	受托管理资产	投资管理资产	注册资本
太平养老	34.28	61.66	94.26	5.00
平安养老	90.17	124.02	146.13	10.00
国寿养老	53.57	61.37	0.00	25.00
长江养老	21.58	222.61	136.99	5.69
泰康养老	5.89	3.98	0.00	6.00
合计	205.48	473.64	377.37	

数据来源: CIRC, 国泰君安证券

3. 投资策略

3.1. 业绩预测

虽然在降息预期退却后, 国债收益率曲线和企业债收益率曲线均开始上升, 10 年期国债到期收益率从年初的 2.91% 上升至目前的 3.33%, 企业债收益率也从 4.48% 上升至 5.01%, 但整体而言, 债券收益水平仍远低于前期水平。随着通胀预期的继续强化, 债权投资收益率还可能继续上升。但也很难预期短期内超越此次降息前的收益水平。

由于权益投资表现突出, 2009 年盈利应当不错。而由于 2008 年很低的盈利基数, 2009 年盈利增长速度将非常快。我们预计, 2 季度 3 家公司将合计实现净利润 122 亿元, 同比下降 8.1%, 但环比大幅增长 69%; 尽管基数效应将使得上半年 3 家公司净利润同比下降 17%, 但全年有望同比大增 174%。

表 3: 保险公司季度及年度盈利情况

	中国人寿	中国平安	中国太保		中国人寿	中国平安	中国太保
1Q08	3,474	4,860	1,790	1H08	10,772	7,102	5,512
2Q08	7,298	2,242	3,722	2H08	-704	-6,440	-4,173
3Q08	2,339	-7,807	-1,636	1H09 E	13,301	3,985	2,125
4Q08	-3,043	1,367	-2,537	环比	1889.38%	61.89%	50.92%
1Q09	5,387	1,635	200	同比	23.48%	-43.88%	-61.45%
2Q09 E	7,914	2,350	1,925	2008	10,068	662	1,339
环比	46.91%	43.76%	862.50%	2009E	21,812	7,671	3,564
同比	55.07%	-66.36%	-88.83%	同比	116.64%	1058.82%	166.20%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

3.2. 估值水平

保险股的估值, 一直有争议。虽然内含价值估值得到了广泛的使用, 但这一估值方法的强大弹性也很令人无奈, 通常在市场环境较好的情况下, 容易得到认可, 而在市场环境不好时, PB 等传统方法更有说服力。我们赞成用内含价值来估值, 但对 PB 甚至 PE 的方法也心存敬畏, 毕竟这是与其他行业更具可比性的方法, 因为银行等其他金融企业并没有将未来的利差变化体现在当期的净资产即估值当

中，而且，内含价值本质上与这些方法也没有冲突，内含价值也依赖于长期的盈利能力。

当然，用 PB 对保险股估值遇到一个计量问题，即保险资产与保险负债并未实现计价上的匹配，导致净资产并不能完全反映当时的市场情况：当市场向好时，净资产相对高估；当市场不好时，则可能低估，这可能导致股价相对高估和低估。然而，资产负债计量不匹配并不只有保险业存在，银行等其他行业也有类似问题。因此，用 PB 结合长期的 ROE 水平来作为一个估值的参照，不失一个稳妥的办法。

关于 ROE 和 PB 估值以及与内含价值估值的比较，我们在去年底的年度策略报告中已经作过分析。目前，保险股的市净率在 2.8-4.2 倍之间，平均 P/EV 也超过了 2，动态市盈率在 32-42 之间，隐含新业务价值倍数在 13-21 之间，总体来讲，估值水平中已经包含了行业较好的预期。从我们策略部提供的比较行业估值数据来看，无论是相对市净率（相对市净率=行业市净率/市场总体市净率）还是相对市盈率（相对市盈率=行业市盈率/市场总体市盈率），保险股的水平均已算不低。

表 4：各公司估值水平

	中国人寿		中国平安		中国太保	
	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
寿险业务每股内涵价值	8.49	10.87	9.48	10.87	5.55	5.94
每股新业务价值	0.49	0.70	1.16	1.45	0.47	0.60
每股收益	0.36	0.77	0.09	1.04	0.17	0.46
每股净资产	4.77	6.07	10.72	11.67	6.33	6.82
P/EV	2.95	2.31	2.62	2.31	2.08	1.93
市盈率	70.44	32.51	486.52	41.98	108.57	40.79
市净率	5.25	4.14	4.09	3.76	2.98	2.77
隐含新业务价值倍数	33.69	20.26	21.29	16.15	18.11	13.68

数据来源：公司公告，国泰君安证券

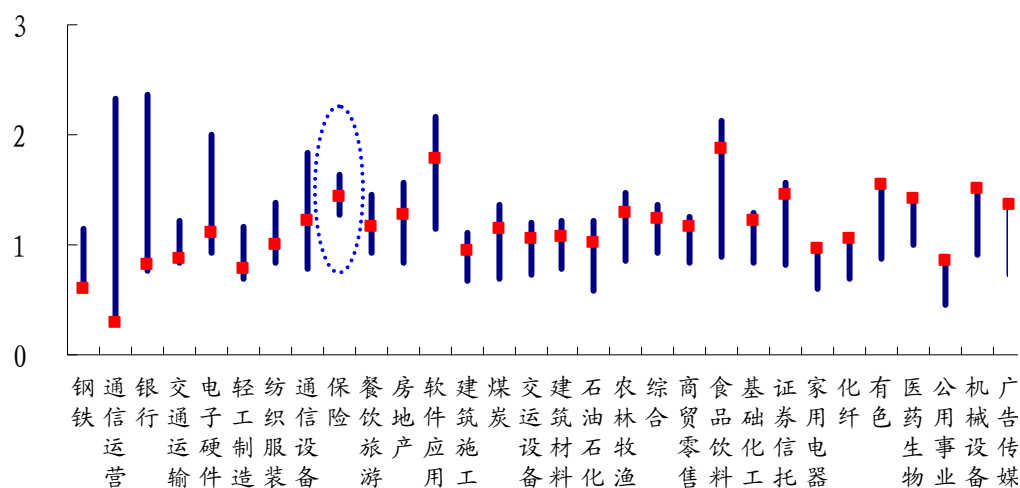
表 5：境外保险公司估值水平。

	股价	市值(百万美元)	EPS			PE			PB	ROE
			2008A	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2009E	2009E
AIG	1.5	19813	-37.84		0.24	0	-12	6	0.1	-2.33
ING	7.1	10517	-0.36	0.59	1.35	-20	12	5	0.6	4.78
Allianz	64.6	21074	-5.43	8.63	10.84	-12	7	6	0.8	11.14
Ace	43.4	14565	3.57	7.53	7.83	12	6	6	0.9	16.55
Manulife Canada	23.4	33346	0.32	1.66	2.59	73	14	9	1.3	9.28
MetLife	29.4	24072	4.19	2.52	3.96	7	12	7	0.8	6.67
Prudential Financial	36.2	16732	-2.42	4.78	5.64	-15	8	6	0.8	11.05
AVIVA	331.8	5528	-0.37	0.47	0.63	-	700	525	1.0	13.78
Prudential	412.8	6338	-0.16	0.70	0.72	-	587	573	1.9	11.00
AXA	13.6	20399	0.44	1.53	2.08	31	9	7	0.8	8.67
Fortis	2.3	3978	-12.21	0.69	0.89	0	3	3	0.2	5.83

Great Eastern Life	10.2	3317	0.58	0.67	0.88	18	15	12	1.5	-
Samsung Fire & Marine Insurance	182500	6863	10406	13681	14875	18	13	12	1.8	13.80
Cathay Financial	47.0	13916	0.20	1.33	1.83	235	35	26	-	11.20

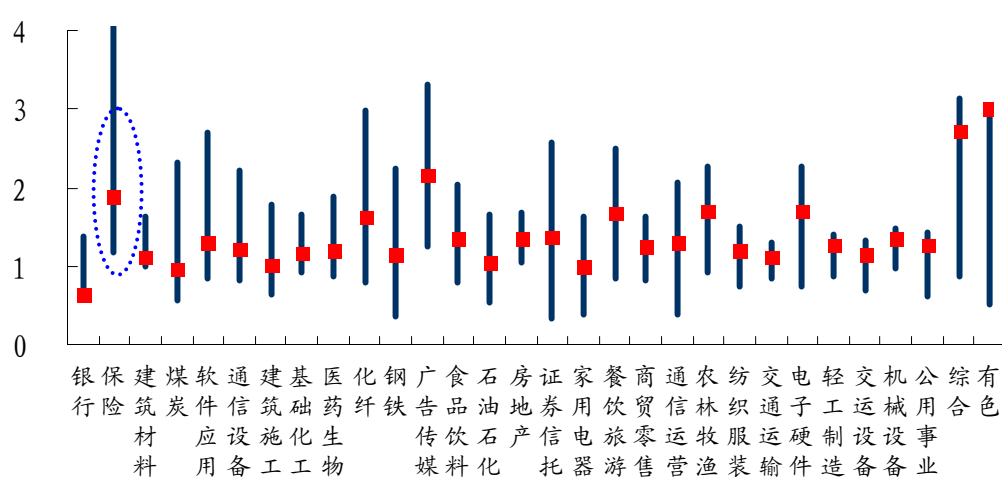
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 22：各行业相对市净率



资料来源：国泰君安证券策略部

图 23：各行业相对市盈率



资料来源：国泰君安证券策略部

3.3. 策略观点

3.3.1. 行业观点和评级：中性

在通胀预期的带动下，债券投资收益率还有上升的趋势，上半年良好的股权投资回报也使中期业绩将比一季度业绩有明显改善，下半年税延型个人年金的试点是我国寿险业深化发展的一大突破。这些有利的因素，意味 2009 年的保险行业已经

走出了 2008 年的困境,这些利好的因素也在估值中得到了充分的体现。另一方面,我们判断,除非迎来一轮大的通胀,债券收益率短期内很难超越之前的水平,下半年股权投资的风险在增大,商业养老保险在我国养老体系中还刚起步,其发展和环境和前景还需较长的时间来培育和验证。考虑到目前的估值水平中已经包含了较好的预期以及保险行业的长期盈利能力,我们给予行业中性评级。

3.3.2. 公司重点推荐: 中国太保

中国太保,增持,目标价 24 元

主要理由:

(1) 结构调整成效明显,业务质量明显提升,影响太保持续增长的隐忧可望得到有效解决。

(2) 标准保费增速远高于总保费,市场并未完全消化这一信息,存在套利机会。

(3) 估值仍有折价。

(4) 受益于上海国际金融中心建设的先行先试优势,在个人年金、航运保险等方面取得优势。

(5) 市场好转后,H 股发行可能重新列入议程,对 A 股产生支撑作用。

表 6: 中国太保主要财务数据和估值指标 (以 6 月 16 日收盘价 18.88 元计算)

主要财务数据 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	1,307	7,069	1,415	3,655	4,571	5,978
同比%	44.1%	440.9%	-80.0%	158.3%	25.1%	30.8%
总资产	203,091	309,010	319,390	393,689	434,573	486,722
同比%	25.9%	52.2%	3.4%	23.3%	10.4%	11.9%
净资产	11,153	62,807	48,741	52,520	57,169	63,208
同比%	68.8%	463.1%	-22.4%	7.8%	8.9%	10.6%
主要估值指标						
每股内涵价值	4.18	9.71	9.09	9.78	10.99	4.18
每股收益	0.23	0.90	0.17	0.46	0.58	0.23
每股净资产	2.59	8.16	6.33	6.82	7.42	2.59
P/EV	4.51	1.94	2.08	1.93	1.72	4.51
市盈率	80.5	21.1	108.6	40.8	32.6	80.5
市净率	7.3	2.3	3.0	2.8	2.5	7.3

表 7: 中国太保估值表

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
调整后净资产	11,287	60,740	51,876	52,520	57,169	63,208
调整后寿险业务净资产	7,345	17,028	24,352	22,959	24,991	27,631
有效业务价值	6,706	14,015	18,103	22,761	27,420	32,079
内涵价值 (EV)	17,993	74,755	69,978	75,281	84,589	95,287

寿险内涵价值	14,051	30,570	42,769	45,720	52,411	59,710
1 年新业务价值	2,176	3,015	3,651	4,618	5,455	6,374
调整每股后净资产	2.62	7.89	6.74	6.82	7.42	8.21
调整后每股寿险业务净资产	1.71	2.21	3.16	2.98	3.25	3.59
每股有效业务价值	1.56	1.82	2.35	2.96	3.56	4.17
每股内涵价值	4.18	9.71	9.09	9.78	10.99	12.37
寿险业务每股内涵价值	3.27	3.97	5.55	5.94	6.81	7.75
每股新业务价值	0.51	0.39	0.47	0.60	0.71	0.83
新业务价值倍数				18		
每股新业务估值				11		
寿险每股评估价值（元）				19		
产险业务每股价值（元）				2		
其他业务每股股值				3		
每股价值（元）				24		

中国平安，谨慎增持，目标价 55 元

主要理由：

（1）平安寿险业务质量仍是最好的，2009 年前 5 个月的保费增速表明平安具有持续发展能力。

（2）富通投资失败后，对深发展的收购表明平安的创新意识和发展战略并未受到影响，其治理能力和自我修复能力很强；收购深发展后，金控集团逐渐名符其实，长期业务空间得以拓广。

（3）由于 2008 年为消化富通的亏损透支了业绩，虽然 2009 的投资业绩不错，但盈利不会大幅超乎预期。

表 8：中国平安主要财务数据和估值指标（以 6 月 16 日收盘价 43.85 元计算）

主要财务数据（百万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	7,342	15,086	662	7,671	8,902	10,678
同比%		105.5%	-95.6%	1058.8%	16.0%	19.9%
总资产	463,288	651,104	707,640	740,980	795,412	878,370
同比%		40.5%	8.7%	4.7%	7.3%	10.4%
净资产	46,626	109,218	81,469	88,697	97,344	107,738
同比%		134.2%	-25.4%	8.9%	9.7%	10.7%
主要估值指标						
每股内涵价值	10.58	20.46	16.73	19.00	21.87	25.26
每股收益	1.19	2.11	0.09	1.04	1.21	1.45
每股净资产	7.31	14.60	10.72	11.67	12.81	14.18
P/EV	4.14	2.14	2.62	2.31	2.01	1.74
市盈率	36.85	20.78	486.52	41.98	36.18	30.16
市净率	6.00	3.00	4.09	3.76	3.42	3.09

表 9：中国平安估值表

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
调整后净资产	46,282	107,032	79,016	85,744	94,104	104,152
调整后寿险业务净资产	18,866	30,319	25,800	25,988	28,933	32,819
有效业务价值	19,291	43,278	43,843	53,832	66,510	81,405
内涵价值	65,573	150,311	122,859	139,576	160,613	185,556
寿险内涵价值	38,157	73,597	69,643	79,820	95,443	114,224
1 年新业务价值	5,150	7,187	8,541	10,627	12,223	13,939
调整后每股净资产	7.47	14.57	10.76	11.67	12.81	14.18
调整后每股寿险业务净资产	3.05	4.13	3.51	3.54	3.94	4.47
每股有效业务价值	3.11	5.89	5.97	7.33	9.06	11.08
每股内涵价值	10.58	20.46	16.73	19.00	21.87	25.26
寿险业务每股内涵价值	6.16	10.02	9.48	10.87	12.99	15.55
每股新业务价值	0.83	0.98	1.16	1.45	1.66	1.90
新业务价值倍数				24		
寿险每股新业务估值				34		
寿险每股评估价值（元）				45		
产险业务每股价值（元）				1		
银行、证券及总部每股价值				8		
每股价值（元）				55		

中国人寿，中性，目标价 26 元

主要理由：

- （1）公司发展稳定，预计盈利增长不错。作为寿险龙头国有企业，有大型项目投资机会。
- （2）总保费和标准保费增速均较低，在总保费下降的情况下显然结构调整成效并不显著。
- （3）目前估值仍相对较高。
- （4）市场份额面临不断下降的风险。

表 10：中国人寿主要财务数据和估值指标（以 6 月 16 日收盘价 25.09 元计算）

主要财务数据（百万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	14,384	28,116	10,068	21,812	25,349	29,089
同比%		95.5%	-64.2%	116.6%	16.2%	14.8%
总资产	727,085	894,604	990,164	1,232,461	1,530,246	1,861,932
同比%		23.0%	10.7%	24.5%	24.2%	21.7%
净资产	115,557	170,213	134,957	171,453	206,257	246,241
同比%		47.3%	-20.7%	27.0%	20.3%	19.4%
主要估值指标						
每股内涵价值	6.44	8.94	8.49	10.87	12.62	14.51
每股收益	0.54	0.99	0.36	0.77	0.90	1.03

每股净资产	4.09	6.02	4.77	6.07	7.30	8.71
P/EV	3.9	2.8	3.0	2.3	2.0	1.7
市盈率	46.5	25.3	70.4	32.5	28.0	24.4
市净率	6.1	4.2	5.3	4.1	3.4	2.9

表 11: 中国人寿估值表

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
调整后净资产	117,700	168,175	137,816	171,453	206,257	246,241
调整后寿险业务净资产	117,700	168,175	137,816	171,453	206,257	246,241
有效业务价值	64,290	84,393	102,271	135,739	150,547	163,992
内涵价值 (EV)	181,990	252,568	240,087	307,192	356,804	410,234
寿险业务内涵价值	181,990	252,568	240,087	307,192	356,804	410,234
1 年新业务价值	10,482	12,047	13,924	19,841	22,878	22,908
调整后每股净资产	4.16	5.95	4.88	6.07	7.30	8.71
调整后每股寿险业务净资产	4.16	5.95	4.88	6.07	7.30	8.71
每股有效业务价值	2.27	2.99	3.62	4.80	5.33	5.80
每股内涵价值	6.44	8.94	8.49	10.87	12.62	14.51
寿险业务每股内涵价值	6.44	8.94	8.49	10.87	12.62	14.51
每股新业务价值	0.37	0.43	0.49	0.70	0.81	0.81
新业务价值倍数				22		
每股新业务估值				15		
每股评估价值 (元)				26		

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com