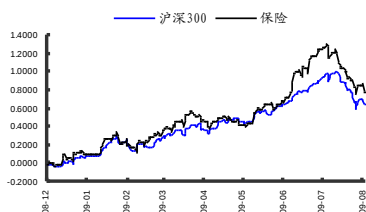


相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
保险	-21.8	23.26	8.91
沪深 300	-15.2	12.69	30.03

重点公司	6m%	YTD%	评级
中国人寿	38.01	50.45	中性
中国平安	51.57	83.60	增持
中国太保	58.93	91.51	中性

相关报告

分析师

黄秋茜、桑俊

电话：0755-83704681

邮件：huangqh@ghzq.com.cn

分析师申明：

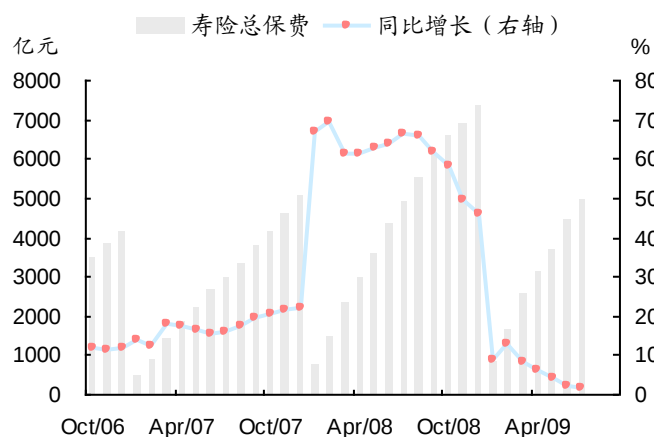
分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 寿险增速低位徘徊 财险竞争加剧。1-7 月，寿险行业总保费 4953 亿，增长 1.35%，为近年来最低增速。主要原因是 08 年银保高增长带来的基数效应以及业务结构调整带来的趸交保费下降。财险行业总保费 1833 亿，增长 24.11%，增速好于去年同期。主要原因是 09 年上半年新车销售旺盛。
- 存款和债券比重下降，单月加仓基金股票明显。保险行业总资产 3.84 万亿，同比增长 24.6%，其中，银行存款 1.03 万亿，增长 34.6%，增速较前三个月下滑明显；7 月主动增加债券配置，单月加仓 194.7 亿，债券余额 1.37 万亿；同时加大股票和基金的配置，单月加仓 1010 亿，股票和基金余额 9598 亿。
- 万能利率稳定，财险综合成本率下降。7 月份万能险结算利率普遍与 6 月持平，只有国寿和泰康比上月略微提高 5bp。7 月财险简单赔付率 48.5%，比 6 月提高 1.2%。从上半年来看，人保和平安的赔付率均有不同程度下降，虽然费用率比去年提高，因此，综合成本率比去年也有所下降。
- 股市收益不确定性加大，债券收益率走好。8 月，沪深 300 指数下跌 14.44%，其中，保险公司重仓持有的银行板块下跌 18.63%，股权投资收益或面临压力。债券收益率继续回升，目前，20 年期国债收益率达到 4.2%，10 年 AAA 级企业债收益率为 5%，对保险公司而言，债券长期投资价值陆续显现，有助于减轻资金配置压力。
- 本月跌幅靠前，估值泡沫逐渐释放。8 月份保险股下跌 16.2%，各大板块中位列倒数第三，抵消了上月的大部分涨幅，这与保险股业绩与证券市场相关度提高密切相关。随着股价的走低，保险板块的估值泡沫释放，而行业基本面仍在改善中，投资价值开始逐渐显现。
- 价值型投资机会仍需进一步确认，给予行业“中性”的投资评级。行业的投资亮点集中于两点：业务结构调整带来新单价值增长，债市/股市的走好改善投资收益。不过由于前期涨幅已经兑现了负债端下降以及投资端上移的利好，在整个 A 股板块估值中枢仍在震荡的背景下，保险股的估值目前仍处于一个合理水平，具备安全边际的价值型投资机会仍需要进一步确认。在安全边际并不充分的情况下，股市的波动会给保险投资带来较大的冲击，风险因素不可忽视。

寿险增速低位徘徊 财险竞争加剧

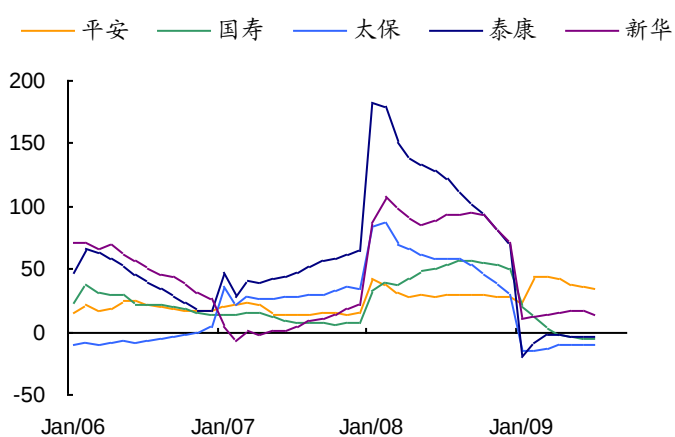
1-7月，寿险行业总保费 4953 亿，增长 1.35%，为近年来最低增速。主要原因是 08 年银保高增长带来的基数效应以及业务结构调整带来的趸交保费下降。

图 1、寿险行业保费增速保持低位



资料来源：保监会 国海证券研究所

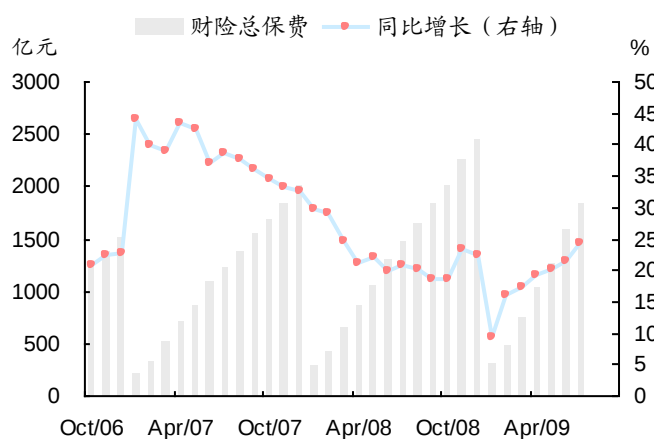
图 2、主要寿险公司保费增速



资料来源：保监会 国海证券研究所

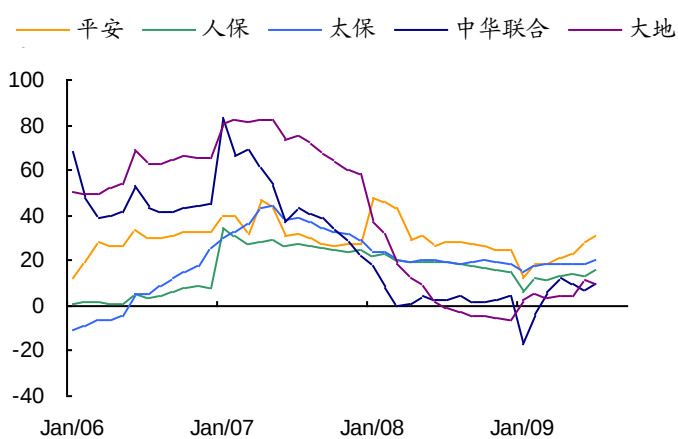
1-7 月，财险行业总保费 1833 亿，增长 24.11%，增速好于去年同期。主要原因是 09 年上半年新车销售旺盛。

图 3、财险行业保费增速保持低位



资料来源：保监会 国海证券研究所

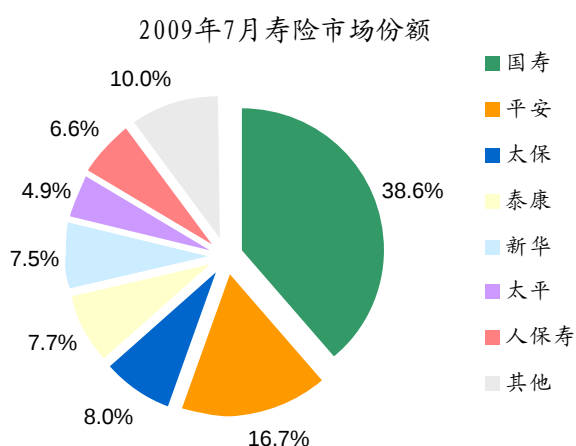
图 4、主要财险公司保费增速



资料来源：保监会 国海证券研究所

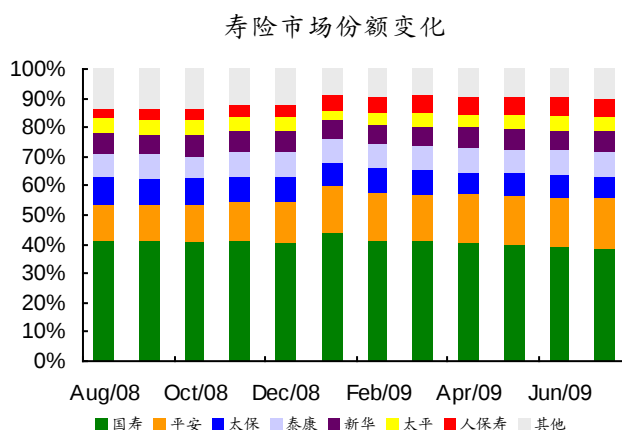
1-7月，国寿市场份额38.6%，连续5个月下降，与压缩短期分红险关系较大；平安市场份额16.73%，主要是银保发力促进投资型保单销售；太保市场份额7.97%，比08年底9%下降1%，原因是公司将万能险转型为分红险，同时提高保单期限，从而影响了新单保费规模。另外值得关注的是人保寿险，市场份额达到6.6%，一方面是人保的渠道和品牌优势带动，另一方面公司主推投资型险种有助于短期规模扩张。

图 5、主要寿险公司 09 年 1-7 月市场份额



资料来源：保监会 国海证券研究所

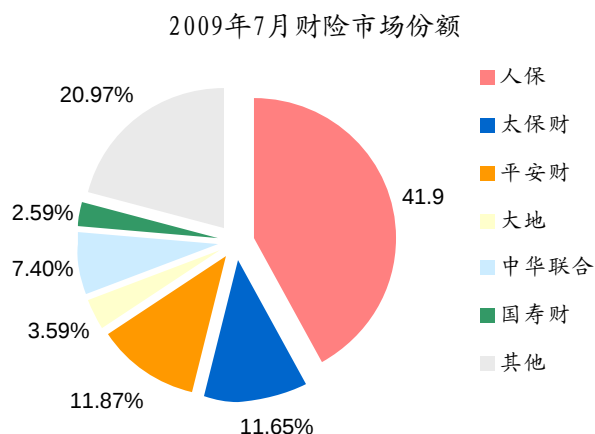
图 6、寿险公司市场份额变化



资料来源：保监会 国海证券研究所

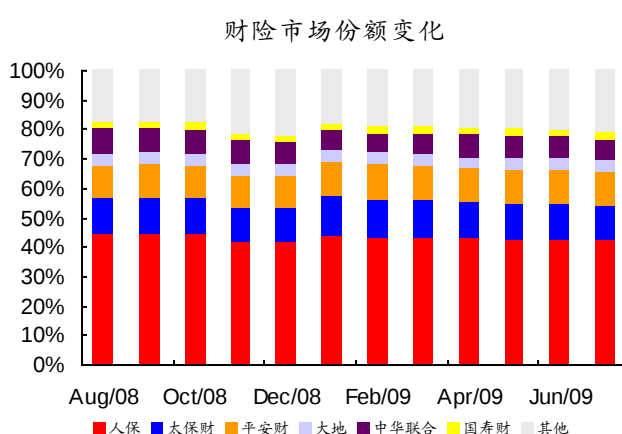
在财险方面，人保市场份额41.9%，虽仍排第一位，但年初至今一路走低，平安市占率11.87%，强势超越太保。由于今年平安计划在财险规模上有所突破，与太保争夺第二名的竞争加剧，增速明显超过行业。

图 7、主要财险公司 09 年 1-7 月市场份额



资料来源：保监会 国海证券研究所

图 8、财险公司市场份额变化

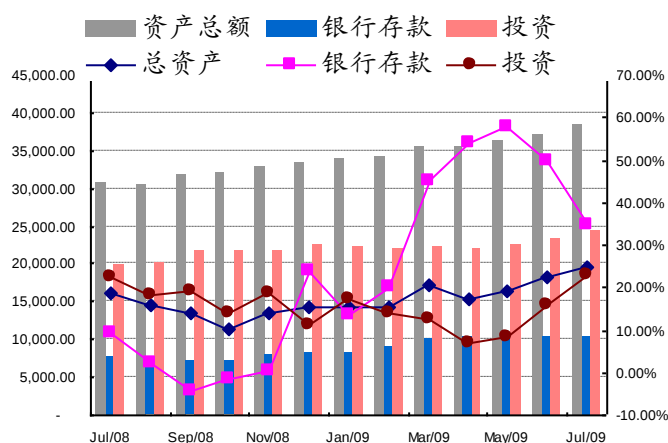


资料来源：保监会 国海证券研究所

存款和债券比重下降 单月加仓基金股票明显

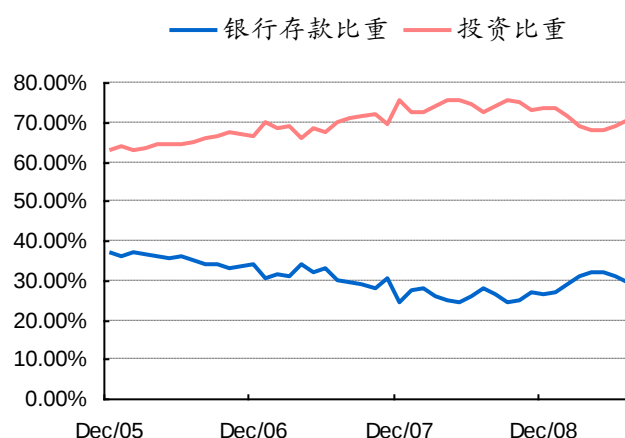
截至 09 年 7 月，保险行业总资产 38391.53 亿，同比增长 24.59%，其中，银行存款 10292.9 亿，增长 34.58%，增速较前三个月下滑明显，在投资资产中占比下降至 29.6%；投资 24484.02 亿，增长 22.84%，增速稳步提高。

图 9、保险行业总资产 3.84 万亿



资料来源：Wind 保监会 国海证券研究所

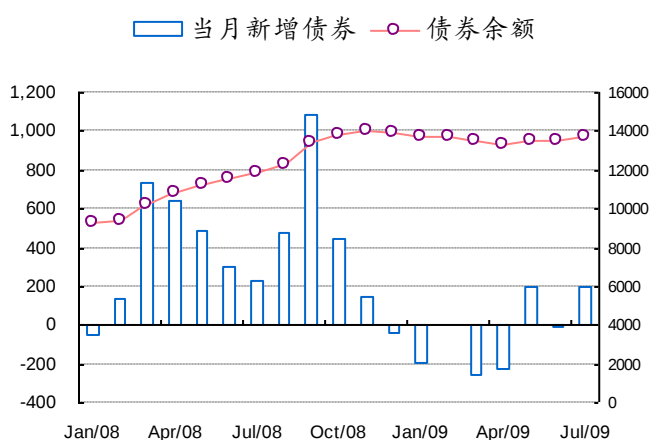
图 10、银行存款在投资资产中占比下降



资料来源：Wind 国海证券研究所

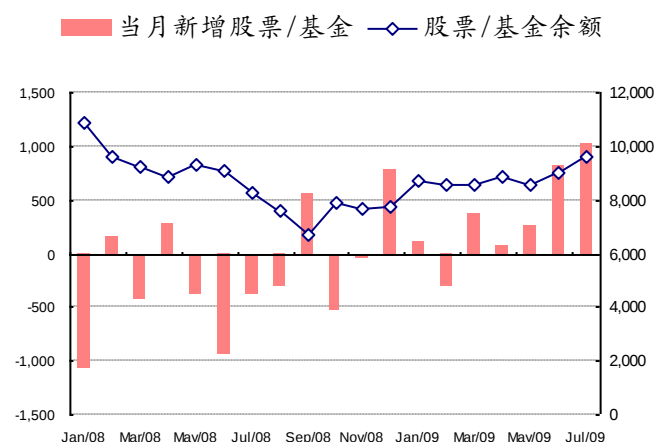
保险公司 7 月增加债券的配置，单月加仓 194.7 亿，债券余额为 1.37 万亿；同时，也加大了股票和基金等权益类资产的配置，单月加仓 1009.6 亿，股票和基金余额 9598 亿。

图 11、保险公司 7 月份加仓债券 194.7 亿



资料来源：国海证券研究所

图 12、保险公司 7 月份加仓股票/基金 1009.6 亿



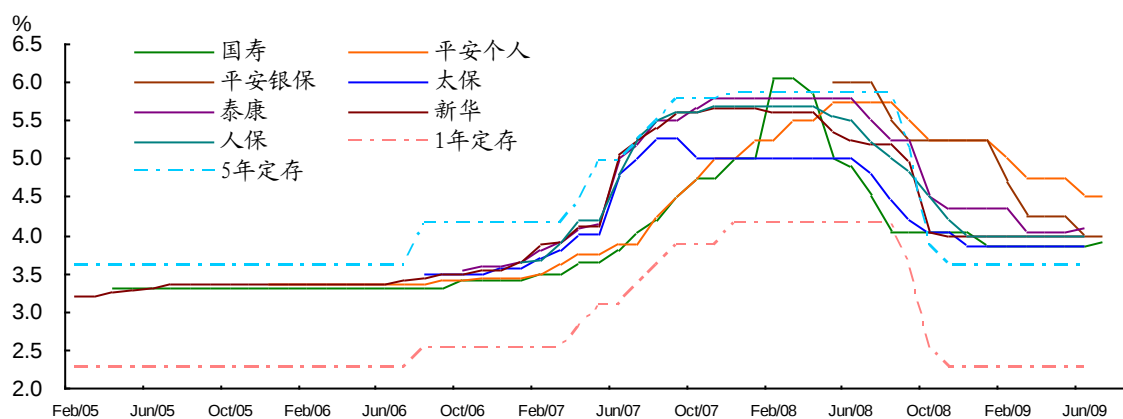
资料来源：国海证券研究所

万能险结算利率基本保持平稳

7 月份万能险结算利率普遍与 6 月持平，只有国寿和泰康比上月略微提高 5bp。其中，平安个人结算利率 4.5%，高出同业约 50bp，但今年销售更好的银保万能结算利率为 4%，与行业持平。

国寿和太保收缩万能险，结算利率垫底便是情理之中，泰康/新华/人保等对银保依赖度较高的公司，则维持或略高于 4% 的水平。

图 13、万能结算利率基本保持平稳



资料来源：公司数据 国海证券研究所

简单赔付率提高 综合成本率下降

7 月份财险行业简单赔付率 48.5%，比 6 月提高 1.2%。从上半年来看，人保和平安的赔付率均有不同程度下降，虽然费用率比去年提高，因此，综合成本率比去年也有所下降。

表 1、财险综合成本率比去年同期有所下降

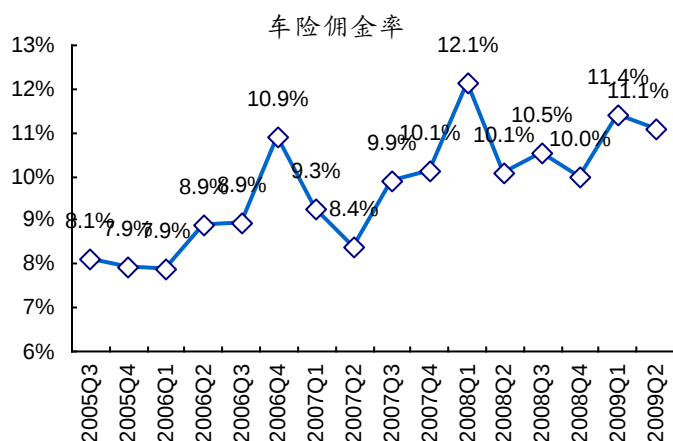
%	行业简单 赔付率	人保财险			太保财险			平安财险		
		赔付率	费用率	综合成本率	赔付率	费用率	综合成本率	赔付率	费用率	综合成本率
2009-7-31	48.5									
2009-6-30	47.3	72.7	30.3	103.0				61.7	46.7	108.4
2008-12-31	60.7	74.1	29.5	103.6	66.4	40.0	106.4	67.3	40.0	107.3
2008-6-30	48.2	75.9	29.3	105.2	69.4	39.1	108.5	69.6	40.7	110.3
2007-12-31	51.1	68.3	33.8	102.1	59.7	40.2	99.9	61.1	40.7	101.8
2007-6-30	41.2	67.1	29.2	96.3	58.4	40.2	98.6	63.2	39.8	103.0
2006-12-31	52.8	69.4	29.5	98.9	60.4	39.5	99.9	63.9	37.9	101.8

资料来源：公司数据 国海证券研究所

车险佣金率略有下降 银保佣金率上升乃情理之中

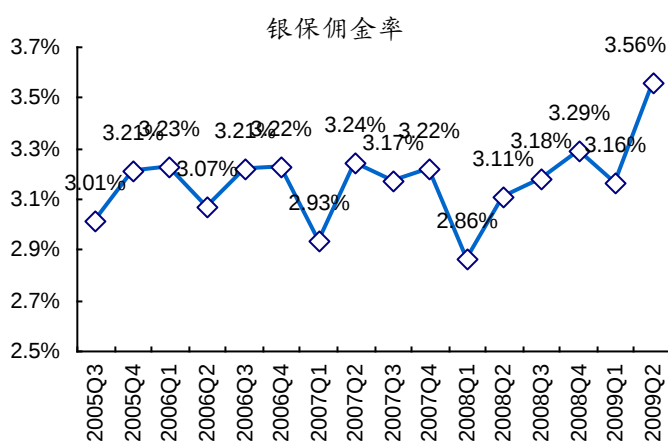
2 季度末，车险佣金率比 1 季度下降 0.3% 至 11.1%，与保险公司加大车险销售管理有一定关系。银保佣金率升至 3.56%，主要是银保产品期交化导致首年保费下降，手续费占比提高属于情理之中。

图 14、车险佣金率比 1 季度略有下降



资料来源：保监会 国海证券研究所

图 15、银保佣金率提高至 3.56%

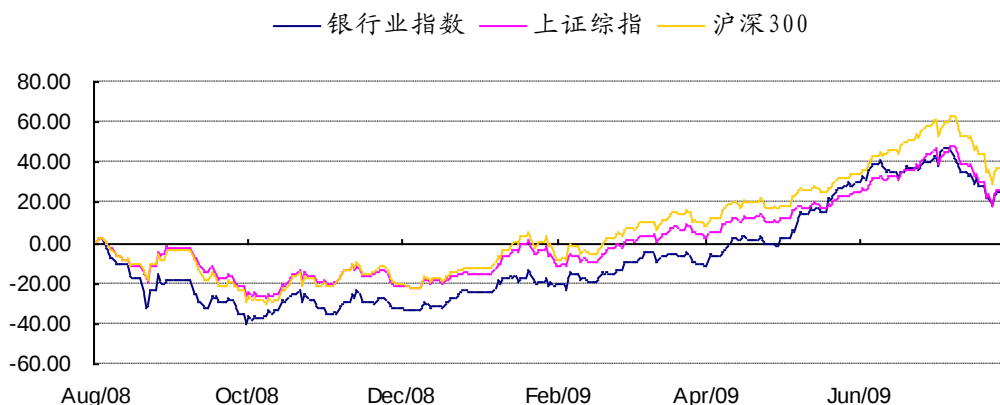


资料来源：保监会 国海证券研究所

股市收益不确定性加大

8 月，沪深 300 指数下跌 14.44%，其中，保险公司重仓持有的银行板块下跌 18.63%，股权投资收益或面临压力。

图 16、股市调整带来下半年收益不确定性增大



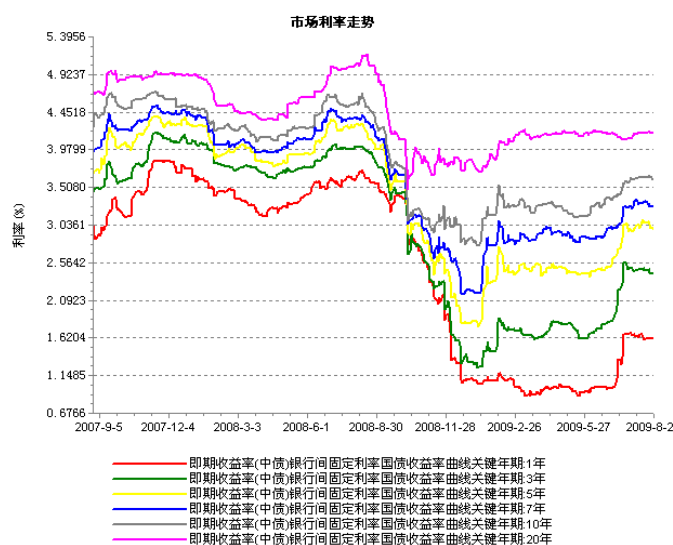
	09-8-26	09-7-31	09-6-30	09-5-31	09-4-30	09-3-31	09-2-28	09-1-31
银行业指数	-18.63	10.59	28.24	8.88	3.07	14.42	4.12	14.39
上证综指	-12.22	14.68	12.40	6.67	5.07	13.94	4.63	8.61
沪深300	-14.44	17.44	14.74	5.92	5.57	17.16	5.30	10.87

资料来源：Wind 国海证券研究所

债券市场走好减轻配置压力 CPI 或称为后续推力

8月，债券收益率继续回升，目前，20年期国债收益率达到4.2%，10年AAA级企业债收益率为5%，对保险公司而言，债券长期投资价值陆续显现，有助于减轻资金配置压力。

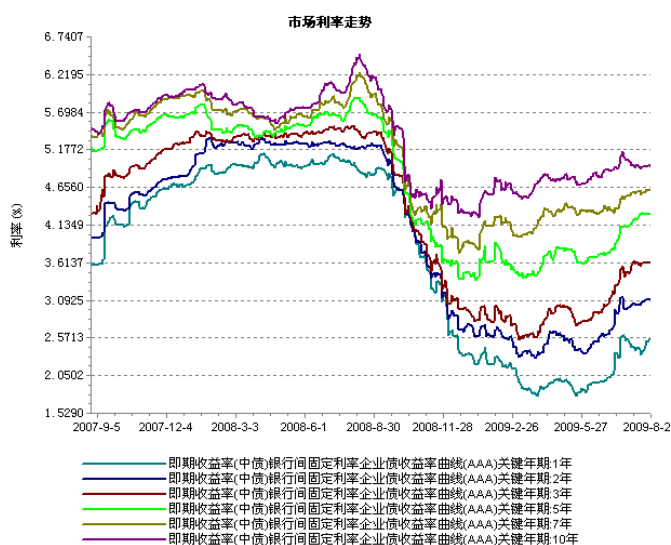
图 17、股市调整带来下半年收益不确定性增大



数据来源：Wind资讯、中国债券信息网

资料来源：Wind 国海证券研究所

图 18、股市调整带来下半年收益不确定性增大

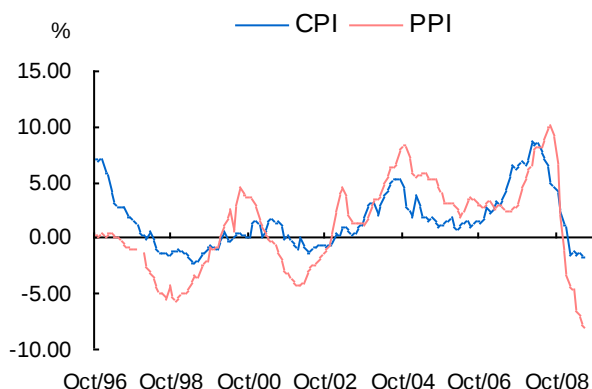


数据来源：Wind资讯、中国债券信息网

资料来源：Wind 国海证券研究所

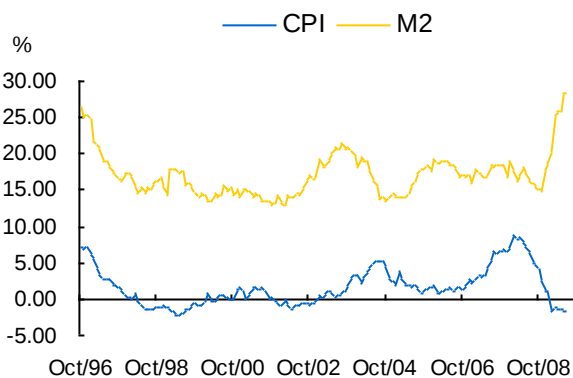
7月份CPI为-1.8%，虽然仍为负值，但降幅已经开始收窄，同时，由于M2连续保持高位增长，根据CPI对M2的滞后反映，我们判断CPI将快速转正，通胀预期进一步明确，如果经济复苏是确定性好转，加息有可能早于市场预期来临。

图 19、CPI 和 PPI 都做继续走低



资料来源：Wind 国海证券研究所

图 20、M2 走高必将拉高 CPI



资料来源：Wind 国海证券研究所

平安和国寿半年报基本符合预期

8 月，平安和国寿均公布了半年报，从盈利看，二季度环比均出现了明显的好转，主要得益于股市实现收益。

其中，国寿 09 年上半年盈利 139.2 亿，同比增长 29.22%，每股收益 0.49 元，每股净资产 5.37 元，比年初增加 12.56%。

平安 09 年上半年盈利 45.58 亿，同比下降 37.65%，EPS0.59 元，其中税收检查 10.18 亿，忽略这部分影响，盈利 55.76 亿，EPS0.76 元，BVPS12.3 元，比年初增长 14.69%。

在资金运用方面，两家公司均面临一定的配置压力，国寿投资资产 10430.6 亿，比年初增加 1059.62 亿/11.31%。增加的资产中，主要是现金及存款，基金，股票，相应的，减持债券大约 386 亿。期末现金及存款占比 32.38%，债券比重降至 51.51%，基金和股票分别占 5.52% 和 7.88%，合计达到 13.41%

平安投资资产 5135.77 亿元，比年初增长 10.53%，权益类资产比重 9.61%，比 08 年底增加 1.78%，主要是基金增加 105 亿。考虑到上半年股市上涨带来的资产增值，公司在股票上并没有加仓。在新增的投资中，主要是现金和定期存款，分别占 51.98% 和 13.85%，由于对权益类资产持有谨慎的投资态度，公司在保费迅速扩张的时期，面临较大的资产配置压力。

表 2、国寿投资资产构成

人民币亿元	2008A	1H09	△	HoH
现金及现金等价物	340.85	612.79	271.94	79.78%
定期存款	2282.72	2764.38	481.66	21.10%
债券	5758.85	5372.60	-386.25	-6.71%
基金	339.53	576.28	236.75	69.73%
股票	408.19	822.21	414.02	101.43%
其他方式	240.84	282.34	41.50	17.23%
合计	9370.98	10430.60	1059.62	11.31%
占比%				
现金及现金等价物	3.64%	5.87%	25.66%	
定期存款	24.36%	26.50%	45.46%	
债券	61.45%	51.51%	-36.45%	
基金	3.62%	5.52%	22.34%	
股票	4.36%	7.88%	39.07%	
其他方式	2.57%	2.71%	3.92%	

资料来源：Wind 国海证券研究所

表 3、平安投资资产构成

人民币亿元	2008A	1H09	△	HoH
债券	2867.91	2879.38	11.47	0.40%
定期存款	844.12	911.86	67.74	8.02%
其他	37.25	44.85	7.60	20.40%
股票	229.29	253.88	24.59	10.72%
基金	134.43	239.57	105.14	78.21%
基础设施	55.09	73.41	18.32	33.25%
现金及等价物	478.56	732.82	254.26	53.13%
合计	4646.65	5135.77	489.12	10.53%
占比%				
债券	61.72%	56.07%	2.35%	
定期存款	18.17%	17.76%	13.85%	
其他	0.80%	0.87%	1.55%	
股票	4.93%	4.94%	5.03%	
基金	2.89%	4.66%	21.50%	
基础设施	1.19%	1.43%	3.75%	
现金及等价物	10.30%	14.27%	51.98%	

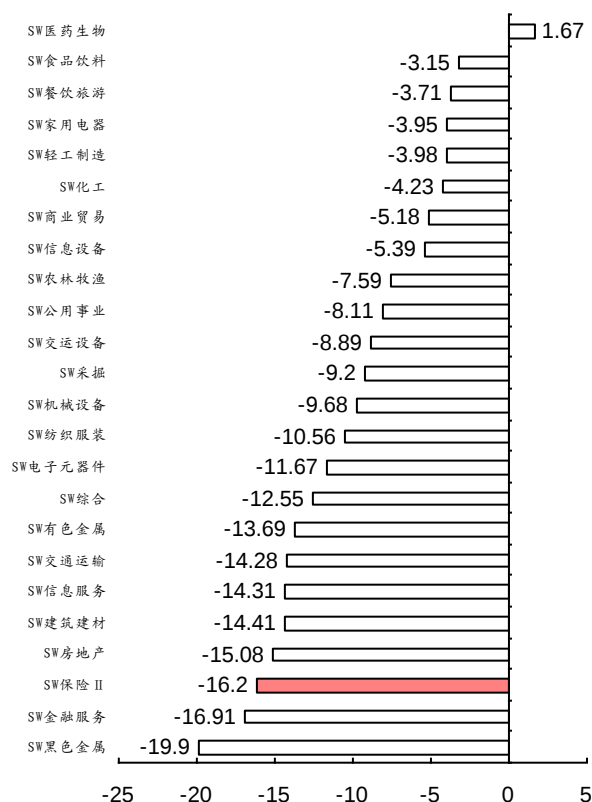
资料来源：Wind 国海证券研究所

本月跌幅靠前 估值泡沫逐渐释放

8月份保险股下跌16.2%，各大板块中位列倒数第三，抵消了上月的大部分涨幅，这与保险股业绩与证券市场相关度提高密切相关。

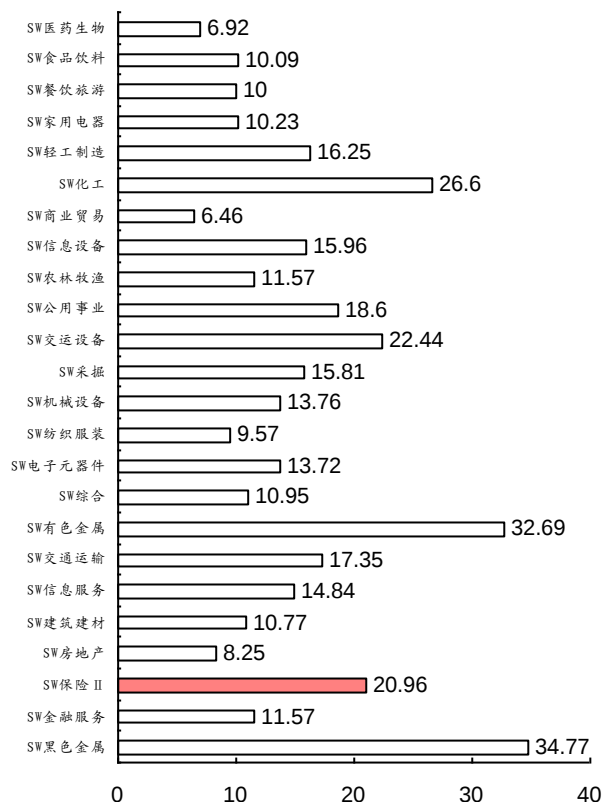
随着股价的走低，保险板块的估值泡沫释放，而行业基本面仍在改善中，投资价值开始逐渐显现。

图 21、保险板块本月涨跌幅



资料来源：保监会 国海证券研究所

图 22、保险板块上月涨跌幅



资料来源：保监会 国海证券研究所

价值型投资机会仍需进一步确认 给予中性评级

行业的投资亮点集中于两点：业务结构调整带来新单价值增长，债市/股市的走好改善投资收益。

虽然行业盈利能力较之 08 年得到改善，不过由于前期涨幅已经兑现了负债端下降以及投资端上移的利好，在整个 A 股板块估值中枢仍在震荡的背景下，保险股的估值目前仍处于一个合理水平，具备安全边际的价值型投资机会仍需要进一步确认。

在安全边际并不充分的情况下，股市的波动会给保险投资带来较大的冲击，风险因素不可忽视。综合以上几点，给予保险业“中性”的投资评级。

表 4、上市保险公司内含价值比较

证券代码	证券简称	Price	EV-09	PEV-09	VNB-09	NBM
601628.SH	中国人寿	27.81	10.10	2.75	0.71	25.04
601318.SH	中国平安	48.82	20.39	2.39	1.50	18.98
601601.SH	中国太保	20.98	9.91	2.12	0.59	18.67

资料来源：公司资料 国海证券研究所

表 5、上市保险公司盈利估值比较

股票代码	名称	重点关注保险股										
		上次评级	本次评级	股价(元)		每股收益(元)				市盈率(x)		
		2009-6-3	2009-8-26	2009-8-25	08A	09E	10E	11E	08E	09E	10E	11E
601628.SH	中国人寿	中性	中性	27.81	0.36	0.77	0.81	0.98	77.03	36.23	34.54	28.43
601318.SH	中国平安	增持	增持	48.82	0.12	1.37	1.51	2.26	410.75	35.66	32.36	21.61
601601.SH	中国太保	中性	中性	20.98	0.17	0.74	0.66	0.68	120.65	28.39	31.72	30.90

资料来源：公司数据 国海证券研究所

表 6、中国平安 09 年估值 53.78 元

	人民币亿元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
A	寿险有效业务价值	432.78	438.43	523.84	633.84	768.84	928.84
B	调整后净资产	1070.32	790.16	973.68	1015.17	1070.80	1108.80
C=A+B	内含价值	1503.10	1228.59	1497.52	1649.01	1839.64	2037.64
D	一年新业务价值	71.87	85.41	110.00	135.00	160.00	180.00
E	新业务倍数	22.00	22.00	25.00	25.00	25.00	25.00
F=D*E	新业务价值	1581.14	1879.02	2750.00	3375.00	4000.00	4500.00
G=C+F	寿险业务评估价值	2013.92	2317.45	3273.84	4008.84	4768.84	5428.84
H	财险净利润	14.84	4.08	8.15	6.96	7.24	8.25
I	财险PE	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
J=H*I	财险评估价值	222.60	61.20	122.22	104.40	108.62	123.73
K	银行净利润	15.37	14.44	13.28	20.84	33.16	45.00
L	银行PE	30.00	15.00	15.00	20.00	20.00	20.00
M=K*L	银行评估价值	461.10	216.60	199.17	416.82	663.30	899.95
N	证券净利润	14.92	5.50	8.88	10.60	13.46	15.86
O	证券PE	30.00	20.00	25.00	25.00	25.00	26.00
P=N*O	证券评估价值	447.60	110.00	222.05	264.90	336.40	412.37
Q	其他业务净利润	32.37	6.05	13.28	14.81	18.93	22.09
R	其他业务PE	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
S=Q*R	其他业务评估价值	323.70	60.50	132.77	148.09	189.27	220.95
T	集团评估价值	3468.92	2765.75	3950.06	4943.04	6066.44	7085.84
U	总股本	73.45	73.45	73.45	73.45	73.45	73.45
V=T/U	每股评估价值（元）	47.23	37.65	53.78	67.30	82.59	96.47
W=C/U	每股内含价值（元）	20.46	16.73	20.39	22.45	25.05	27.74
X	每股有效业务价值（元）	5.89	5.97	7.13	8.63	10.47	12.65
Y	每股一年新业务价值（元）	0.98	1.16	1.50	1.84	2.18	2.45
Z	隐含新业务倍数（X）	30.24	28.66	19.81	15.02	11.48	9.10
AA	新业务价值/寿险评估价值	78.51%	81.08%	84.00%	84.19%	83.88%	82.89%
AB	隐含新业务价值增长		18.84%	28.79%	22.73%	18.52%	12.50%

资料来源：公司数据 国海证券研究所

表 7、中国人寿 09 年估值 19.68 元

	人民币亿元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
A	寿险有效业务价值	843.93	1022.72	1161.96	1361.96	1581.96
B	调整后净资产	1681.75	1378.16	1691.50	1937.76	2197.95
C=A+B	内含价值	2525.68	2400.88	2853.46	3299.72	3779.91
D	一年新业务价值	120.47	139.24	200.00	220.00	240.00
E	新业务倍数	22.00	22.00	22.00	22.00	22.00
F=D*E	新业务价值	2650.34	3063.28	4400.00	4840.00	5280.00
G=A+F	寿险业务评估价值	3494.27	4086.00	5561.96	6201.96	6861.96
H	非寿险业务净资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
I	非寿险业务净资产倍数	1.00	1.00	1.00	0.60	1.50
J=H*I	非寿险业务评估价值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
K=G+J	评估价值（元）	3494.27	4086.00	5561.96	6201.96	6861.96
L	总股本（亿）	282.65	282.65	282.65	282.65	282.65
M=K/L	每股评估价值（元）	12.36	14.46	19.68	21.94	24.28
N=C/L	每股内含价值（元）	8.94	8.49	10.10	11.67	13.37
O	每股有效业务价值（元）	2.99	3.62	4.11	4.82	5.60
P	每股一年新业务价值（元）	0.43	0.49	0.71	0.78	0.85
Q	隐含新业务倍数（X）	45.55	40.31	25.80	21.42	17.64
R	新业务价值/寿险评估价值	75.85%	74.97%	79.11%	78.04%	76.95%
S	隐含新业务价值增长		15.58%	43.64%	10.00%	9.09%

资料来源：公司数据 国海证券研究所

表 8、中国太保 09 年估值 20.41 元

	人民币亿元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
A	寿险有效业务价值	140.15	181.03	217.54	263.18	317.94	383.66	462.52
B	调整后净资产	607.40	518.76	545.80	601.74	663.42	731.42	806.39
C=A+B	内含价值	747.55	699.79	763.34	864.92	981.36	1115.08	1268.91
D	一年新业务价值	29.50	36.51	45.64	54.77	65.72	78.86	94.63
E	新业务倍数	20.00	20.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
F=D*E	新业务价值	590.00	730.20	1140.94	1369.13	1642.95	1971.54	2365.85
G=C+F	寿险业务评估价值	730.15	911.23	1358.48	1632.30	1960.89	2355.20	2828.37
H	非寿险业务净利润	25.62	0.09	10.64	6.22	6.65	7.10	6.56
I	非寿险业务PE	20.00	15.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
J=H*I	非寿险业务评估价值	512.40	1.35	212.87	124.36	133.07	142.04	131.20
K=G+J	评估价值（元）	1242.55	912.58	1571.35	1756.66	2093.96	2497.24	2959.57
L	总股本（亿）	77.00	77.00	77.00	77.00	77.00	78.00	79.00
M=K/L	每股评估价值（元）	16.14	11.85	20.41	22.81	27.19	32.02	37.46
N=C/L	每股内含价值（元）	9.71	9.09	9.91	11.23	12.74	14.30	16.06
O	每股有效业务价值（元）	1.82	2.35	2.83	3.42	4.13	4.92	5.85
P	每股一年新业务价值（元）	0.38	0.47	0.59	0.71	0.85	1.01	1.20
Q	隐含新业务倍数（X）	38.09	32.08	24.27	18.37	13.54	9.89	6.88
R	新业务价值/寿险评估价值	80.81%	80.13%	83.99%	83.88%	83.79%	83.71%	83.65%
S	隐含新业务价值增长		23.76%	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司数据 国海证券研究所

表 9、中国平安 09 年盈利预测

中国平安盈利预测表										
证券代码:	601318.sh					最新价格:	50.05	投资评级:	增持	日期: 2009-8-26
人民币亿元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E					
利润表						驱动因素				
已赚保费	940	1218	1652	2030	2432	寿险增速	15.89%	29.12%	40.71%	23.97%
银行利息收入	37	43	48	65	82	个人寿险	16.28%	23.00%	24.34%	23.14%
投资收益	570	282	291	326	411	银行保险	16.32%	104.14%	145.53%	29.77%
公允价值变动损益	69	(177)	51	56	78	团体寿险	12.35%	9.50%	10.00%	10.00%
营业收入	1652	1400	2080	2520	3058	财险增速	27.49%	24.68%	17.42%	15.27%
退保金	133	134	160	199	244	车险	29.54%	27.77%	18.00%	15.00%
赔付支出	246	316	377	455	551	非车险	20.72%	15.28%	15.00%	15.00%
计提准备金	770	330	948	1152	1367	意外健康	34.80%	27.93%	20.00%	20.00%
红利支出	35	63	55	60	77	银行净利息增速	3247.32%	15.84%	9.48%	36.11%
资产减值损失	1	259	4	4	4	利息收入	2667.71%	32.10%	-2.56%	27.87%
营业支出	1480	1420	1982	2390	2861	利息支出	1856.25%	71.05%	-22.10%	9.08%
税前利润	175	(22)	98	130	197	证券手续费增速	261.69%	-26.45%	5.32%	17.28%
所得税	19	(33)	(4)	17	29	经纪业务	345.85%	-48.84%	4.70%	15.38%
净利润	156	9	99	110	166	承销业务	253.66%	76.21%	30.00%	20.00%
资产负债表						保费结构				
投资资产	5472	5959	7294	8822	10596	寿险渠道				
银行贷款	631	742	954	1247	1554	个人寿险	81.12%	77.27%	68.28%	67.83%
总资产	6511	7076	8650	10444	12525	银行保险	9.16%	14.48%	25.27%	26.46%
保险准备金	3809	4201	5191	6379	7802	团体寿险	9.72%	8.24%	6.44%	5.72%
客户存款	721	830	1078	1402	1752	寿险险种				
总负债	5419	6262	7712	9441	11462	传统	17.94%	15.08%	15.00%	15.00%
资本公积	721	481	572	602	622	分红	38.36%	36.57%	30.00%	35.00%
所有者权益	1092	815	938	1003	1064	万能	27.06%	33.09%	45.00%	40.00%
少数股东权益	20	27	34	41	49	投连	6.15%	7.01%	5.00%	5.00%
归属母公司权益	1072	788	904	962	1015	财险险种				
每股指标						车险	70.00%	71.73%	72.08%	71.91%
每股收益 (元)	2.12	0.12	1.35	1.50	2.26	非车险	24.76%	22.90%	22.42%	22.37%
每股净资产 (元)	14.87	11.09	12.77	13.66	14.48	意外健康	5.24%	5.37%	5.49%	5.72%
每股EV (元)	20.45	16.72	20.73	25.09	31.00	资产结构				
每股AV (元)	47.20	37.63	52.19	61.87	73.14	投资资产	84.04%	84.21%	84.33%	84.47%
P/E	23.59	421.10	36.98	33.32	22.19	现金&存款	18.06%	20.14%	19.10%	19.12%
P/B	3.37	4.51	3.92	3.67	3.46	债券	43.99%	56.50%	53.24%	54.87%
P/EV	2.45	2.99	2.41	2.00	1.61	股票	18.50%	4.15%	8.33%	9.24%
P/AV	1.06	1.33	0.96	0.81	0.68	基金	9.01%	7.17%	8.89%	7.53%
盈利指标						发放贷款	9.70%	10.48%	11.03%	11.94%
ROAA	2.80%	0.13%	1.26%	1.16%	1.44%	个人贷款	31.66%	32.99%	38.00%	40.00%
ROAE	20.00%	0.92%	11.34%	11.37%	16.03%	企业贷款	69.18%	67.99%	62.83%	60.85%
保险经营指标						负债结构				
寿险偿付能力	287.90%	183.70%				保险准备金	70.30%	67.08%	67.31%	67.58%
财险偿付能力	181.60%	153.30%				寿险准备金	65.99%	62.63%	62.99%	63.48%
退保率	3.73%	2.91%	3.00%	3.00%	3.00%	未决准备金	2.01%	2.32%	2.26%	2.14%
总投资收益率	14.03%	1.85%	5.17%	4.74%	5.04%	客户存款	13.31%	13.25%	13.98%	14.85%
保单利率	4.63%	4.71%	4.48%	4.41%	4.37%	活期存款	51.36%	47.99%	48.00%	50.00%
利差益	9.41%	-2.86%	0.70%	0.32%	0.67%	定期存款	47.91%	49.23%	51.50%	49.50%
银行经营指标						其他存款	0.74%	0.00%	0.50%	0.50%
净息差	3.05%	2.68%	2.44%	2.71%	2.78%	其他数据				
不良率	0.83%	0.55%	0.53%	0.54%	0.48%	员工人数	66325	82808		
拨备覆盖率	82.19%	153.71%	150.00%	150.00%	150.00%	发行价 (元)	33.80	33.80		
						总股本 (亿股)	73.45	73.45	73.45	73.45

资料来源: 公司数据 国海证券研究所

表 10、中国人寿 09 年盈利预测

中国人寿盈利预测表									
证券代码:	601628.sh	最新价格:	28.35	投资评级:	中性	日期:	2009-8-26		
人民币亿元	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
利润表					利润表结构				
营业收入	3411	3508	4011	4611	营业收入				
已赚保费	2949	2841	3373	3944	已赚保费	86.47%	80.98%	84.09%	85.52%
投资收益	533	593	617	644	总投资收益	13.20%	18.67%	15.57%	14.16%
营业支出	3332	3257	3744	4286					
退保金	391	474	546	629	营业支出				
赔付支出	792	911	1046	1201	退保	11.75%	14.55%	14.60%	14.68%
计提准备金	1560	1082	1271	1438	赔付	23.76%	27.97%	27.93%	28.02%
红利支出	17	319	366	420	准备金提取	46.84%	33.23%	33.95%	33.55%
手续费支出					红利支出	0.50%	9.79%	9.78%	9.81%
业务及管理费	137	30	0	0	业务管理费	30.25%	37.26%	38.97%	38.57%
税前利润	79	251	268	325	资产减值损失	4.13%	0.92%	0.00%	0.00%
所得税	(23)	34	40	49					
净利润	102	217	228	276	资产负债表结构				
资产负债表					总资产				
投资资产	9371	10816	12387	14149	投资资产	94.64%	94.64%	94.64%	94.64%
总资产	9902	11428	13088	14950	现金&存款	28.65%	30.00%	25.00%	25.00%
保险准备金	7784	8864	10147	11598	债券	61.45%	55.00%	60.00%	60.00%
总负债	8543	9737	11151	12752	股票	4.36%	8.00%	8.00%	8.00%
资本公积	639	889	1039	1189	基金	3.62%	5.00%	5.00%	5.00%
所有者权益	1359	1691	1938	2198	其他资产	5.36%	5.36%	5.36%	5.36%
少数股东权益	9	10	11	12	总负债				
归属母公司权益	1350	1681	1927	2186	保险准备金	91.12%	91.04%	91.00%	90.95%
每股指标					未到期	0.85%	0.72%	0.75%	0.77%
每股收益 (元)	0.36	0.77	0.81	0.98	未决	0.34%	0.34%	0.34%	0.34%
每股净资产 (元)	4.81	5.98	6.86	7.78	寿险 (含: 长期健康)	98.81%	98.94%	98.91%	98.90%
每股EV (元)	8.48	10.08	11.66	13.36	保费结构				
每股AV (元)	14.44	19.65	21.92	24.25	寿险构成				
P/E	78.52	36.93	35.21	28.99	个人寿险	89.11%	87.72%	88.74%	89.52%
P/B	5.90	4.74	4.14	3.65	团体保险	6.43%	7.19%	6.55%	6.05%
P/EV	3.34	2.81	2.43	2.12	短期保险	4.46%	5.08%	4.72%	4.43%
P/AV	1.96	1.44	1.29	1.17	保费增速				
盈利指标					个人寿险	50.33%	-3.50%	18.63%	16.97%
ROAA	1.08%	2.03%	1.86%	1.97%	团体保险	61.11%	-5.00%	20.00%	18.00%
ROAE	6.65%	14.23%	12.54%	13.37%	短期保险	-10.08%	8.00%	8.00%	8.00%
关键指标					短期保险	9.78%	10.00%	10.00%	10.00%
寿险偿付能力	310.00%				其他数据				
总投资收益率	5.04%	6.49%	5.38%	4.92%	员工人数	102241			
退保率	4.32%	4.50%	4.50%	4.50%	发行价 (元)	18.88			
					总股本 (亿股)	282.65	282.65	282.65	282.65

资料来源: 公司数据 国海证券研究所

表 11、中国太保 09 年盈利预测

中国太保盈利预测表									
证券代码:	601601.sh	最新价格:	21.34	投资评级:	中性	日期:	2009-8-26		
人民币亿元	2008A	2009E	2010E	2011E	人民币亿元	2008A	2009E	2010E	2011E
利润表					每股指标				
营业收入	978	1097	1246	1498	EPS	0.17	0.74	0.66	0.68
已赚保费	843	860	1060	1293	BVPS	6.33	7.02	7.74	8.53
投资收益	133	237	186	205	每股AV	11.85	20.41	22.81	27.19
营业支出	986	1020	1177	1427	每股EV	9.09	9.91	11.23	12.74
退保金	73	91	103	117	每股VBIF	2.35	2.83	3.42	4.13
赔付支出	283	294	302	345	每股FNBV	0.47	0.59	0.71	0.85
计提准备金	371	400	493	633	P/E	122.72	28.88	32.27	31.43
红利支出	26	30	34	39	P/B	3.37	3.04	2.76	2.50
手续费支出	73	76	92	112	P/EV	2.35	2.15	1.90	1.67
业务及管理费	114	123	145	173	P/AV	1.80	1.05	0.94	0.78
税前利润	(4)	77	69	71	P/VBIF	9.08	7.55	6.24	5.17
所得税	(18)	19	17	18	P/FNBV	45.01	36.01	30.00	25.00
归属母公司净利润	13	57	51	52					
资产负债表					保费结构				
总资产	3194	3521	3882	4280	<u>寿险渠道</u>				
投资资产	2879	3204	3533	3895	个人寿险	39.05%	52.98%	56.53%	59.04%
非盈利资产	315	317	349	385	银行保险	51.38%	37.54%	35.60%	34.32%
总负债	2702	2975	3280	3617	团体保险	9.56%	9.48%	7.87%	6.64%
保险准备金	2467	2723	3002	3309	<u>寿险产品</u>				
其他负债	235	253	279	307	传统险	23.30%	20.00%	18.00%	16.00%
所有者权益	492	546	602	663	分红险	50.32%	64.00%	67.00%	71.00%
内含价值					万能险	22.09%	11.00%	10.00%	8.00%
寿险有效业务价值	181	218	263	318	短期意外健康险	4.29%	5.00%	5.00%	5.00%
一年新业务价值	37	46	55	66	<u>财险产品</u>				
新业务倍数	20	25	25	25	车险	70.51%	72.16%	72.10%	72.03%
新业务价值	730	1141	1369	1643	非车险	15.66%	15.39%	15.78%	16.17%
寿险评估价值	911	1358	1632	1961	其他	13.83%	12.46%	12.12%	11.79%
非寿险评估价值	1	213	124	133	投资资产				
集团评估价值	913	1571	1757	2094	银行存款	28.75%	29.00%	29.00%	29.00%
经营指标					货币资金	6.10%	6.00%	6.00%	6.00%
ROAA	0.45%	1.72%	1.40%	1.31%	债券	57.28%	50.00%	50.00%	50.00%
ROAE	2.51%	11.12%	9.04%	8.43%	股票	2.77%	8.00%	8.00%	8.00%
投资收益率	4.69%	7.38%	5.26%	5.26%	基金	1.85%	4.00%	4.00%	4.00%
退保率	2.98%	3.51%	3.46%	3.44%	其他	3.25%	3.00%	3.00%	3.00%
寿险偿付能力	233.55%				保险准备金				
财险偿付能力	187.57%				未到期	6.46%	7.00%	7.00%	7.00%
其他数据					未决	4.31%	4.00%	4.00%	4.00%
员工人数	64131				寿险	85.76%	85.50%	85.50%	85.50%
总股本(亿股)	77.00	77.00	77.00	77.00	长期健康	3.46%	3.50%	3.50%	3.50%

资料来源: 公司数据 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。