



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

**观点聚焦**  
研究报告

2010 年 4 月 23 日

保险业

研究部

周光

分析员, SAC 执业证书编号: S0080207070051

zhoug@cicc.com.cn

赵慧颖

联系人

zhaohy2@cicc.com.cn

刘欣

联系人

liuxin3@cicc.com.cn

## 2009 年业绩回顾和投资展望

### 有望走出独立行情

#### 投资提示:

我们建议投资者提高保险股配置比重。相对于银行、地产和钢铁等大盘股,我们相信保险股拥有更好的资产质量、更有利的行业政策和更有潜力的消费属性。

相对于大盘,2010 年保险股有望走出独立行情。由于新会计准则的实施、投资规模的迅速扩张、固定收益投资的上升,保险公司投资收益和净利润对 A 股大盘的依赖程度明显下降。预计各公司 2010 年一季度业绩能够强劲增长,从而展现出这一趋势。

首选中国平安,前期困扰投资者的准备金和职工股解禁等问题已被股价充分反映,其历史遗留问题将由业务的持续强劲发展解决。我们认为中国平安的估值修复过程才刚刚开始,中国太保的重估过程已接近尾声,而中国人寿的上涨动力依然相对不足。

#### 估值:

重申中国平安和中国太保的“推荐”评级,合理估值分别为 75.65 元和 35.66 元。维持中国人寿“审慎推荐”评级,合理估值 34.10 元。

#### 风险:

A 股市场的持续大幅下滑。

## 目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 投资提示.....                                    | 3  |
| 建议提高保险股配置比重.....                             | 3  |
| 首选中国平安：业务持续快速发展将解决历史遗留问题，估值修复过程刚刚开始.....     | 3  |
| 2009 年年报回顾：新准则实现平稳过渡，保险公司业绩显著向好.....         | 6  |
| 新会计准则的影响：净资产平稳过渡，净利润显著提升.....                | 6  |
| 业务质量继续改善，新业务价值强劲增长.....                      | 8  |
| 投资收益大幅提升，09 年末尚有一定规模的浮盈.....                 | 9  |
| 投资展望：行业利空出尽，规模迅速增长，“以量补价”成主流趋势.....          | 11 |
| 业务发展：保费收入将实现加速增长，新准则下业务规模的提升能够转化为利润的实现.....  | 11 |
| 投资收益：不存在资产质量隐忧，投资资产的迅速累积能够弥补收益率不够丰厚的问题.....  | 11 |
| 行业政策：未来进展主要指向投资渠道和业务范围的拓宽，不存在政策趋紧所带来的压力..... | 13 |
| 盈利预测.....                                    | 14 |
| 各公司一季度业绩预览.....                              | 14 |
| 中国太保 2010 年盈利预测.....                         | 14 |
| 估值及投资建议.....                                 | 15 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表 1：各公司A股估值水平及股价表现.....         | 3  |
| 图表 2：2009 年 11 月以来A股保险股股价表现..... | 4  |
| 图表 3：各公司A股股价隐含的一年新业务价值倍数.....    | 5  |
| 图表 4：新旧准则下A股和H股报表差异对比.....       | 6  |
| 图表 5：新旧准则下净资产对比.....             | 7  |
| 图表 6：新旧准则下净利润对比.....             | 7  |
| 图表 7：折现率假设.....                  | 7  |
| 图表 8：折现率假设敏感性分析.....             | 8  |
| 图表 9：各公司新准则下保费收入及增速.....         | 8  |
| 图表 10：首年期缴保费收入及占比.....           | 8  |
| 图表 11：内含价值和一年新业务价值.....          | 9  |
| 图表 12：各公司投资结构对比.....             | 9  |
| 图表 13：各公司投资收益情况.....             | 9  |
| 图表 14：各公司投资收益率.....              | 10 |
| 图表 15：各公司综合投资收益及收益率.....         | 10 |
| 图表 16：各公司保费收入增长预测.....           | 11 |
| 图表 17：国债和企业债收益率.....             | 12 |
| 图表 18：2008-2010 年基金分红水平.....     | 12 |
| 图表 19：各公司投资资产规模及增长率预测.....       | 13 |
| 图表 20：各公司投资收益水平预测.....           | 13 |
| 图表 21：中国太保损益表.....               | 14 |
| 图表 22：中国平安DCF模型.....             | 15 |
| 图表 23：中国太保DCF模型.....             | 16 |
| 图表 24：中国人寿DCF模型.....             | 17 |
| 图表 25：可比公司估值.....                | 18 |

## 投资提示

### 建议提高保险股配置比重

我们认为，保险股经历了之前几个月各种消息面因素的纷扰，在 2009 年年报公布完毕，新会计准则的影响揭开面纱之际，已处在利空出尽的状态。展望未来，保险公司：

- ▶ **从业务发展角度来看**，保费收入增长势头强劲，2010 年可望实现业务规模的加速提升。
- ▶ **从会计处理角度来看**，新准则下保费收入的增长不再意味着大量的首年业务亏损，而能够在一定程度上实现为当期利润，有助于保险公司实现相对稳定的利润水平。
- ▶ **从投资环境角度来看**，今年保险公司资产配置存在一定压力，但从目前的时点向后看，固定收益类投资供求关系已较一季度明显好转，中长期债券收益率近期已恢复震荡上行的趋势，同时，加息（包括加息预期）仍然对债券投资收益和利差水平构成利好。
- ▶ **从盈利能力角度来看**，投资资产的迅速持续累积将能够弥补利差水平不够丰厚的问题，“以量补价”将成为今年行业的主流趋势。

和其它大盘权重股相比，保险股拥有更好的资产质量、更有利的行业政策和更有潜力的消费属性。未来尽管投资收益仍会受到资本市场波动的影响，但与银行业相比，保险公司不存在资产质量的隐忧；与房地产业及其相关行业相比，保险业未来政策的进展主要指向投资渠道和业务范围的拓宽，不存在政策趋紧甚至着力打压所带来的压力。

因此，我们建议投资者提高保险股配置比重。

### 首选中国平安：业务持续快速发展将解决历史遗留问题，估值修复过程刚刚开始

过去几个月，太保一直是我们在 A 股保险股中的推荐首选。实际上，随着公司在 H 股成功上市，投资者对于公司的认知和评价显著提升，对公司过去几年中管理能力、业务发展和综合竞争力的长足进步表示认可。加之具有一定的相对估值优势，太保在过去几个月中经历了明显的价值重估过程。即使受到新会计准则实施引发的市场担忧情绪的波及，太保仍然成为 2009 年 11 月以来唯一显著跑赢大盘的保险股（图表 1，2）。

目前，太保的估值优势已不明显，A 股股价隐含的 2010 年一年新业务价值倍数为 17.5 倍，低于中国人寿的 20.3 倍，但高于平安 A 股 12.9 倍的水平；2010 年内含价值倍数为 2.0 倍，与平安 A 股基本相当。展望未来，我们认为尽管公司的业务仍将保持健康快速的成长，但是否能够出现更大的惊喜还需要较长时间的验证。

反观平安，前期困扰投资者的准备金、税收和职工股解禁等问题已被股价充分反映，估值水平几乎跌至历史低谷（图表 3）。展望未来，历史遗留问题将由公司业务的持续快速发展解决。我们认为，考虑到平安在运营层面领先的竞争力和更加优秀的主业发展状况，其估值修复的过程才刚刚开始。

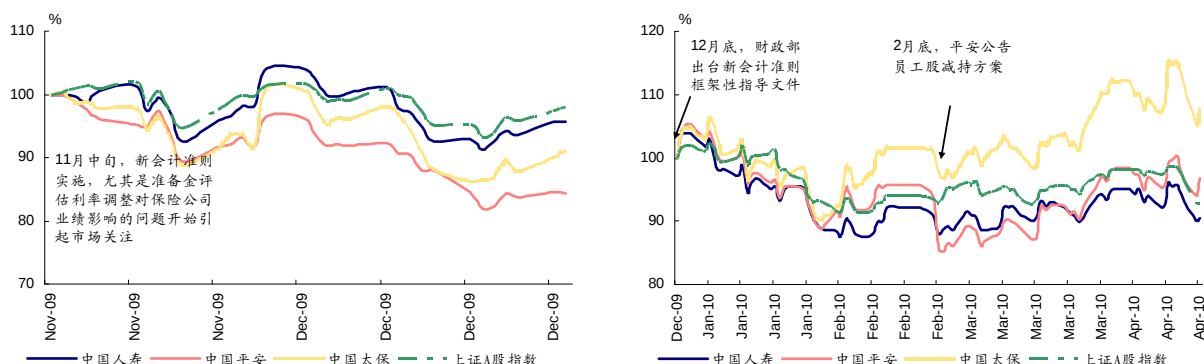
我们将推荐的首选由中国太保调整为中国平安。

图表 1：各公司 A 股估值水平及股价表现

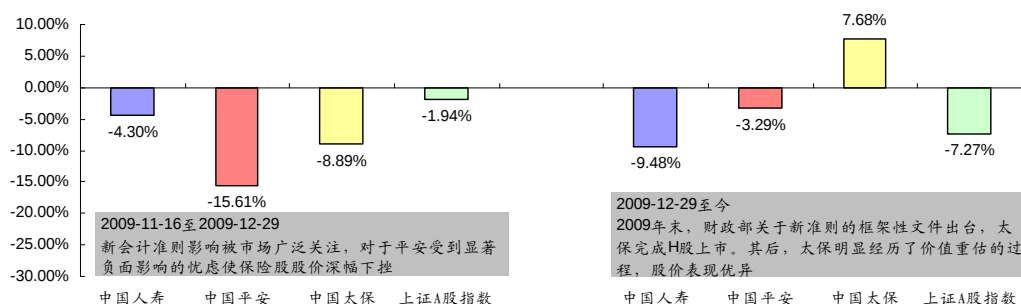
| 上市公司                | 估值水平* (2010-04-22) |      |     | 股价表现     |       |       |        |        |
|---------------------|--------------------|------|-----|----------|-------|-------|--------|--------|
|                     | P/EV               | NBM  | P/B |          | 一周    | 一个月   | 三个月    | 年初至今   |
| 中国人寿                | 2.2                | 20.3 | 3.3 | 中国人寿     | -6.92 | -3.28 | -6.63  | -14.29 |
| 中国平安                | 2.0                | 12.9 | 3.8 | 中国平安     | -1.45 | +6.98 | +3.60  | -6.03  |
| 中国太保                | 2.0                | 17.5 | 2.7 | 中国太保     | -4.54 | +5.95 | +12.65 | +4.96  |
| *估值指标均依据 2010 年预测数据 |                    |      |     | 上证 A 股指数 | -5.25 | -2.47 | -4.15  | -8.53  |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2： 2009 年 11 月以来 A 股保险股股价表现

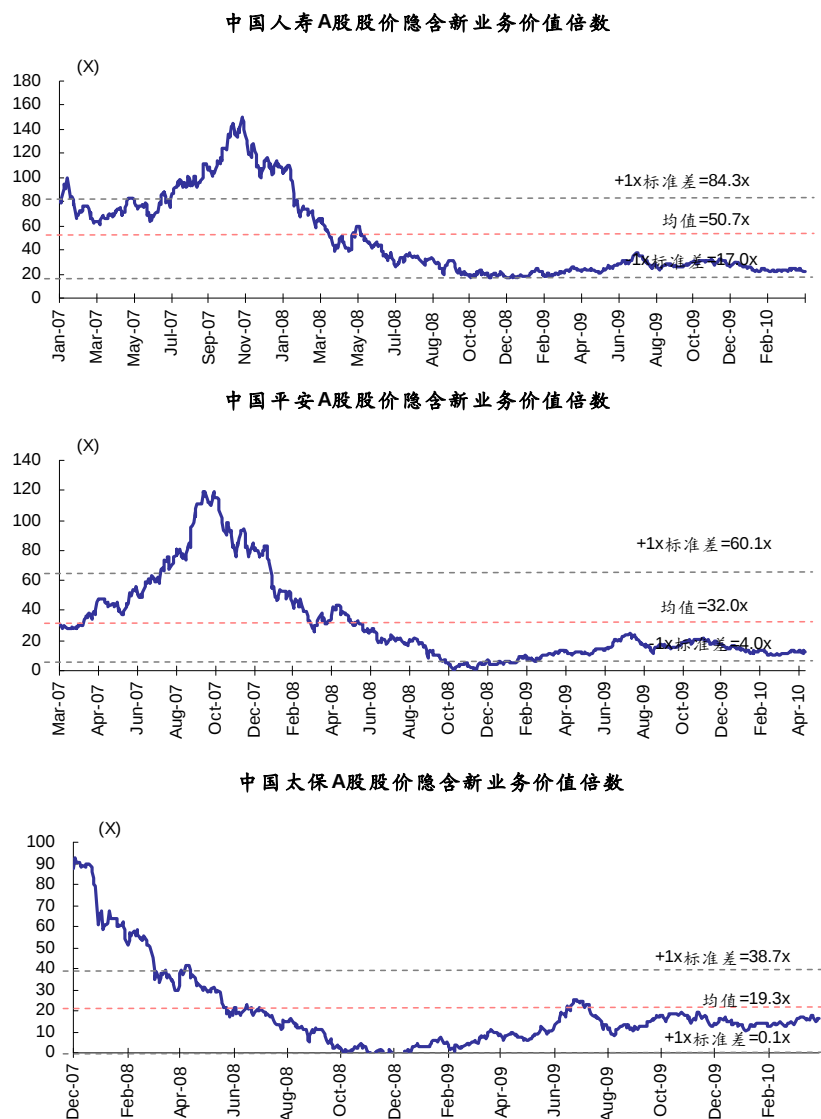


2009年11月以来A股保险股股价表现



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 各公司 A 股股价隐含的一年新业务价值倍数



资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 2009 年年报回顾：新准则实现平稳过渡，保险公司业绩显著向好

随着新准则下首期年报陆续揭开面纱，各公司均交出了符合乃至超出市场预期的业绩答卷。新准则下各公司净资产指标基本实现了平稳过渡，净利润水平则由于准备金计提方法的改变而大幅提升，显示出新准则下保单利润将能够更为均匀地在各期实现的总体趋势。

2009 年，得益于业务结构的持续改善和投资收益的大幅提升，保险公司业绩显著向好。

### 新会计准则的影响：净资产平稳过渡，净利润显著提升

新会计准则的采用使 A 股和 H 股的主要财务数据实现统一。

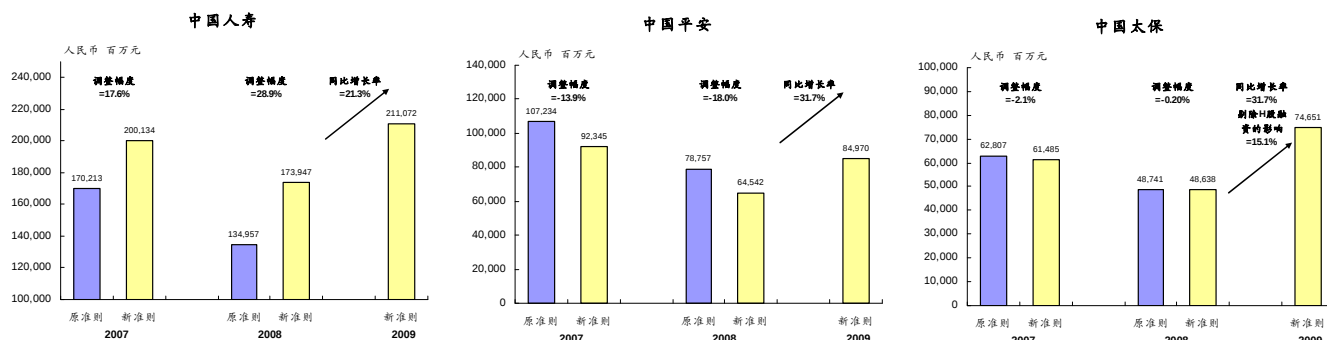
图表 4：新旧准则下 A 股和 H 股报表差异对比

| 2007      |         |         |        | 2008    |         |        | 2009    |         |        |
|-----------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 中国人寿      |         |         |        |         |         |        |         |         |        |
| 净利润       | 原准则     | 新准则     | 变动幅度   | 原准则     | 新准则     | 变动幅度   |         | 新准则     | 变动幅度   |
| A股        | 28,116  | 44,469  | 58.2%  | 10,068  | 19,137  | 90.1%  | n.a.    | 32,881  | n.a.   |
| H股        | 38,879  | 44,469  | 14.4%  | 21,277  | 19,137  | -10.1% | n.a.    | 32,881  | n.a.   |
| 差异（H/A-1） | 38.3%   | 0.0%    |        | 111.3%  | 0.0%    |        |         | 0.0%    |        |
| 净资产       | 原准则     | 新准则     |        | 原准则     | 新准则     |        |         | 新准则     |        |
| A股        | 170,213 | 200,134 | 17.6%  | 134,957 | 173,947 | 28.9%  | n.a.    | 211,072 | n.a.   |
| H股        | 205,500 | 200,134 | -2.6%  | 180,649 | 173,947 | -3.7%  | n.a.    | 211,072 | n.a.   |
| 差异（H/A-1） | 20.7%   | 0.0%    |        | 33.9%   | 0.0%    |        |         | 0.0%    |        |
| 中国平安      |         |         |        |         |         |        |         |         |        |
| 净利润       | 原准则     | 新准则     |        | 原准则     | 新准则     |        |         | 新准则     |        |
| A股        | 15,086  | n.a.    | n.a.   | 662     | 1,418   | 114.2% | 8,914   | 13,883  | 55.7%  |
| H股        | 18,688  | n.a.    | n.a.   | 268     | 1,418   | 429.1% | 10,522  | 13,883  | 31.9%  |
| 差异（H/A-1） | 23.9%   |         |        | -59.5%  | 0.0%    |        |         | 0.0%    |        |
| 净资产       | 原准则     | 新准则     |        | 原准则     | 新准则     |        |         | 新准则     |        |
| A股        | 107,234 | 92,345  | -13.9% | 78,757  | 64,542  | -18.0% | n.a.    | 84,970  | n.a.   |
| H股        | 111,822 | 92,345  | -17.4% | 82,951  | 64,542  | -22.2% | 100,330 | 84,970  | -15.3% |
| 差异（H/A-1） | 4.3%    | 0.0%    |        | 5.3%    | 0.0%    |        |         | 0.0%    |        |
| 中国太保      |         |         |        |         |         |        |         |         |        |
| 净利润       | 原准则     | 新准则     |        | 原准则     | 新准则     |        |         | 新准则     |        |
| A股        | 6,893   | 10,392  | 50.8%  | 1,339   | 2,569   | 91.9%  | 5,434   | 7,356   | 35.4%  |
| H股        | 11,238  | 10,392  | -7.5%  | 3,086   | 2,569   | -16.8% | 7,244   | 7,356   | 1.5%   |
| 差异（H/A-1） | 63.0%   | 0.0%    |        | 130.5%  | 0.0%    |        | 33.3%   | 0.0%    |        |
| 净资产       | 原准则     | 新准则     |        | 原准则     | 新准则     |        |         | 新准则     |        |
| A股        | 62,807  | 61,485  | -2.1%  | 48,741  | 48,638  | -0.2%  | n.a.    | 74,651  | n.a.   |
| H股        | 71,944  | 61,485  | -14.5% | 59,355  | 48,638  | -18.1% | n.a.    | 74,651  | n.a.   |
| 差异（H/A-1） | 14.5%   | 0.0%    |        | 21.8%   | 0.0%    |        |         | 0.0%    |        |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

- ▶ 中国人寿 A 股净资产和净利润都由于新准则而大幅上升；平安采用新准则后 2007 和 2008 年净资产分别下降 13.9% 和 18.0%，负面影响在市场预期之内；太保新准则下 2007 和 2008 年净资产分别微降 2.1% 和 0.2%。
- ▶ 中国人寿、中国平安和中国太保 2009 年净资产增长率分别为 21.8%、31.7% 和 16.7%。

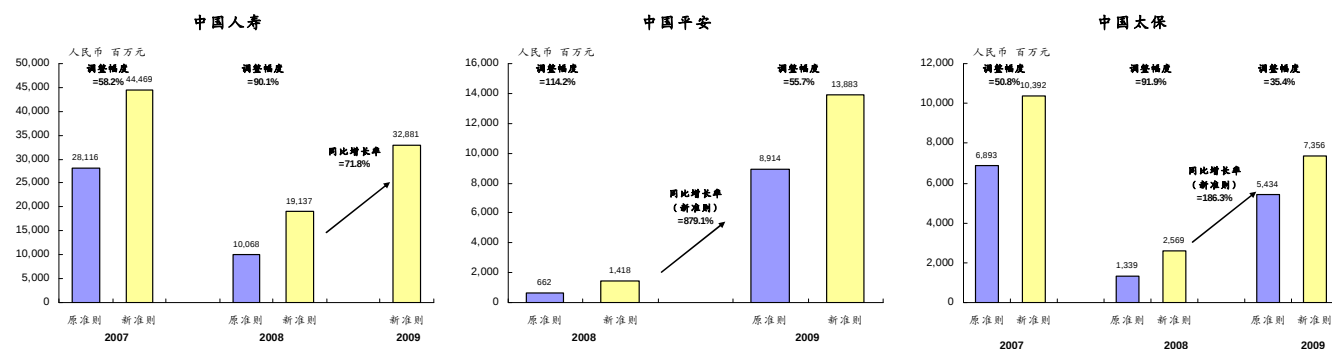
图表 5: 新旧准则下净资产对比



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

- 由于新准则较旧准则采用了更为符合实际的, 基于预期现金流的准备金计提办法, 使得首年保单不再出现大幅度的会计亏损, 保单利润能够在各年度相对均匀地实现, 因此, 各公司新准则下净利润水平均出现大幅提升。

图表 6: 新旧准则下净利润对比



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

- 从评估准备金采用的折现率来看, 中国人寿的假设最为保守。由于历史遗留的 1999 年以前的亏损保单问题, 在允许的范围内, 平安采用了较高的准备金折现率, 高于中国人寿和太保采用的折现率水平。

图表 7: 折现率假设

| 折现率             | 2008        | 2009        |
|-----------------|-------------|-------------|
| <b>中国人寿</b>     |             |             |
| 未来保险利益不受投资影响的合同 | 2.81%-4.95% | 2.69%-5.32% |
| 未来保险利益受投资影响的合同  | 3.50%-5.00% | 4.40%-5.00% |
| <b>中国平安</b>     |             |             |
| 未来保险利益不受投资影响的合同 | n.a.        | 2.83%-5.48% |
| 未来保险利益受投资影响的合同  | n.a.        | 4.5%-5.5%   |
| <b>中国太保</b>     |             |             |
| 未来保险利益不受投资影响的合同 | 3.26%-5.5%  | 2.89%-5.55% |
| 未来保险利益受投资影响的合同  | 4.5%-5.2%   | 4.65%-5.2%  |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

- 敏感度测试显示, 公司利润对计算责任准备金所采用的折现率非常敏感。
- 受信息披露所限, 我们很难将各公司放在完全一致的折现率水平上进行衡量。由于各公司业务特点等方面的差异, 我们认为目前采用的折现率水平处在可接受的范围之内。

图表 8：折现率假设敏感性分析

| 中国人寿       | -50bp  | 当前折现率假设 | +50bp  |
|------------|--------|---------|--------|
| 2009 年税前利润 | 14,588 | 41,745  | 65,174 |
| 变动幅度       | -65%   |         | 56%    |
| 中国平安       | -10bp  | 当前折现率假设 | +10bp  |
| 2009 年税前利润 | 15,477 | 19,919  | 24,197 |
| 变动幅度       | -22%   |         | 21%    |
| 中国太保       | -25bp  | 当前折现率假设 | +25bp  |
| 2009 年税前利润 | 2,893  | 9,541   | 15,734 |
| 变动幅度       | -70%   |         | 65%    |

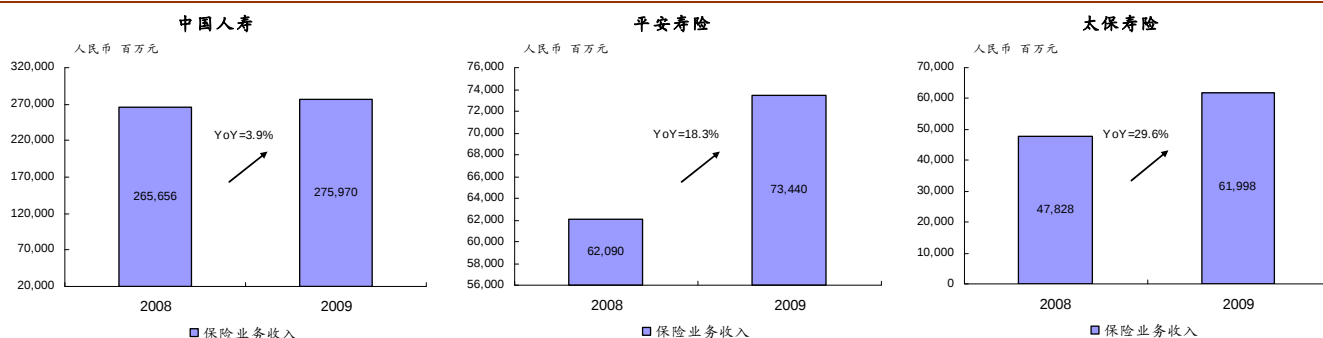
资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 业务质量继续改善，新业务价值强劲增长

由于新准则要求对保险合同进行重大风险测试或分拆处理以确认保费收入，各公司保费收入水平较原准则下的规模保费水平均有不同程度的下降。其中，平安由于万能险业务占比较高，新准则下能够确认的保费收入下降幅度较大。

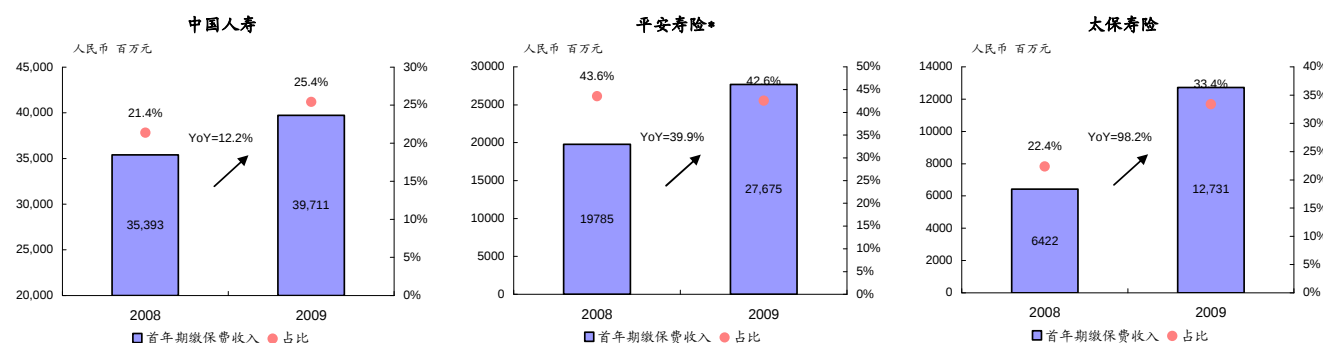
但我们认为，会计处理的变动并不会影响业务本身的盈利能力。首年期缴保费占比及增速数据显示，平安的业务结构仍具有明显优势，而太保则在 2009 年实现了大幅进步。

图表 9：各公司新准则下保费收入及增速



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10：首年期缴保费收入及占比

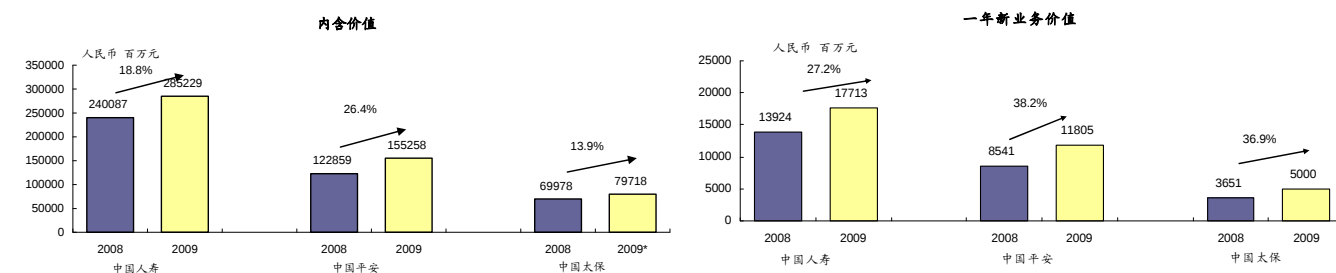


\*平安寿险为规模保费数据，中国人寿和太保寿险为新准则下保费收入数据

资料来源：公司数据，中金公司研究部

各公司 2009 年总体实现了强劲的价值增长。其中，平安 2009 年内含价值增长 26.4%，新业务价值增长 38.2%，高于中国人寿和太保寿险的水平。

图表 11: 内含价值和一年新业务价值



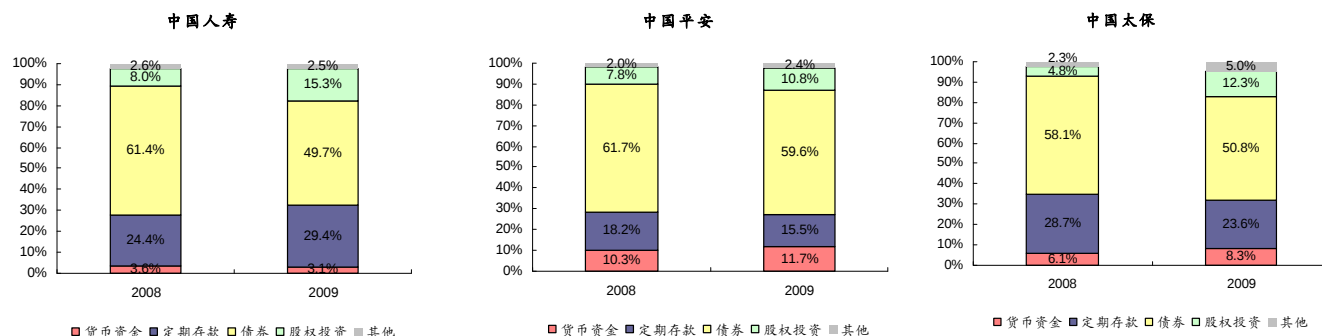
\*剔除H股融资的影响

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

### 投资收益大幅提升, 09 年末尚有一定规模的浮盈

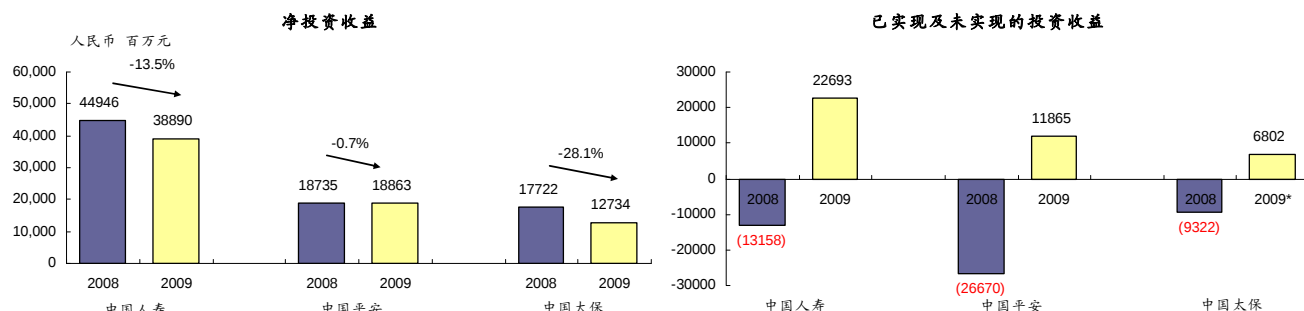
由于股市大幅上扬, 2009 年保险公司投资收益率获得提升, 中国人寿、平安和太保总投资收益率分别达到 5.8%, 6.4% 和 6.3%。并积累了一定规模没有体现在损益表里的浮盈 (未扣除对于其它资产负债项和税项的影子调整)。若加总计算进入损益表的总投资收益及进入股东权益的其他综合收益, 2009 年中国人寿、平安和太保综合投资收益率分别为 7.6%, 7.2% 和 6.9% (投资资产均为简单平均值)。

图表 12: 各公司投资结构对比



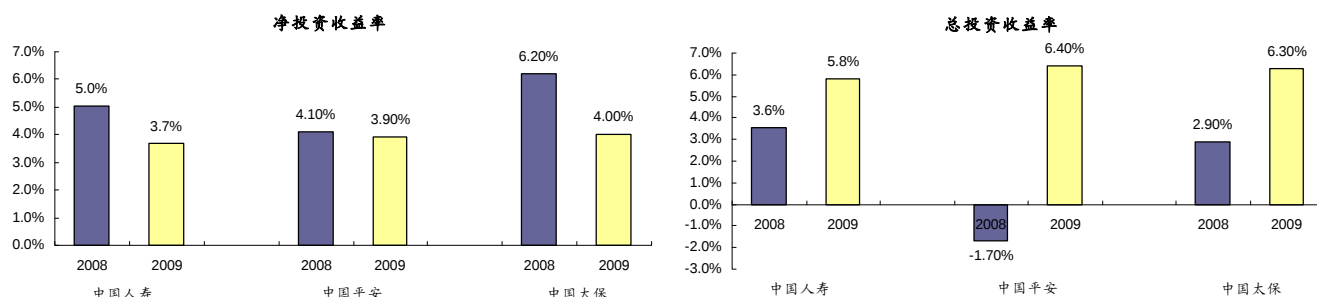
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 13: 各公司投资收益情况



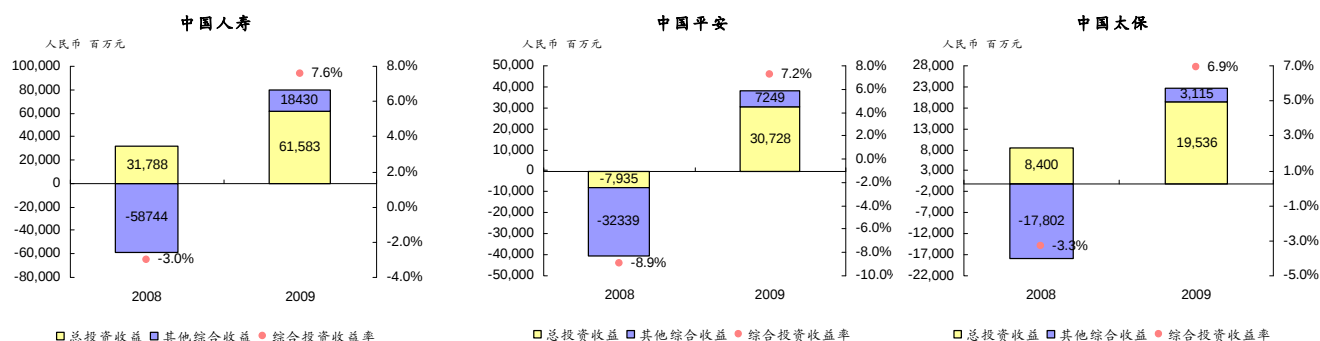
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 14: 各公司投资收益率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 15: 各公司综合投资收益及收益率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 投资展望：行业利空出尽，规模迅速增长，“以量补价”成主流趋势

我们认为，保险股经历了之前几个月各种消息面因素的纷扰，在 2009 年年报公布完毕，新会计准则的影响揭开面纱之际，已处在利空出尽的状态。展望未来，保险公司：

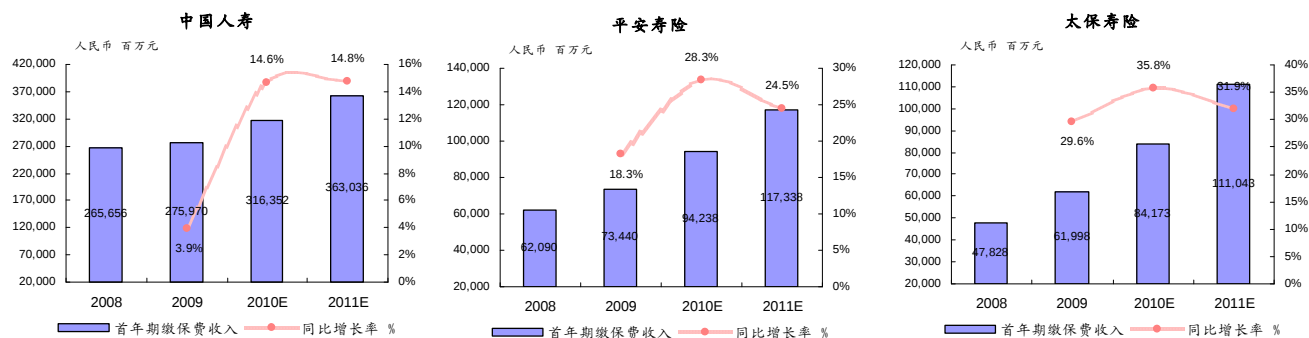
- **从业务发展角度来看**，保费收入增长势头强劲，2010 年可望实现业务规模的加速提升。
- **从会计处理角度来看**，新准则下保费收入的增长不再意味着大量的首年业务亏损，而能够在一定程度上实现为当期利润，有助于保险公司实现相对稳定的利润水平。
- **从投资环境角度来看**，今年保险公司资产配置存在一定压力，但从目前的时点向后看，固定收益类投资供求关系已较一季度明显好转，中长期债券收益率近期已恢复震荡上行的趋势，同时，加息（包括加息预期）仍然对债券投资收益和利差水平构成利好。
- **从盈利能力角度来看**，投资资产的迅速持续累积将能够弥补利差水平不够丰厚的问题，“以量补价”将成为今年行业的主流趋势。

和其它大盘权重股相比，保险公司的基本面和消息面因素都更为扎实，未来尽管投资收益仍会受到资本市场波动的影响，但与银行业相比，保险公司不存在资产质量的隐忧；与房地产业及其相关行业相比，保险业未来政策的进展主要指向投资渠道和业务范围的拓宽，不存在政策趋紧甚至着力打压所带来的压力。

### 业务发展：保费收入将实现加速增长，新准则下业务规模的提升能够转化为利润的实现

由于新会计准则的实施改变了保单利润确认的时间分布，使得保险产品具有了更强的消费属性。保费收入的增长不再意味着大量的首年业务亏损，而能够在一定程度上实现为当期利润，有助于保险公司实现相对稳定的利润水平。

图表 16：各公司保费收入增长预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部

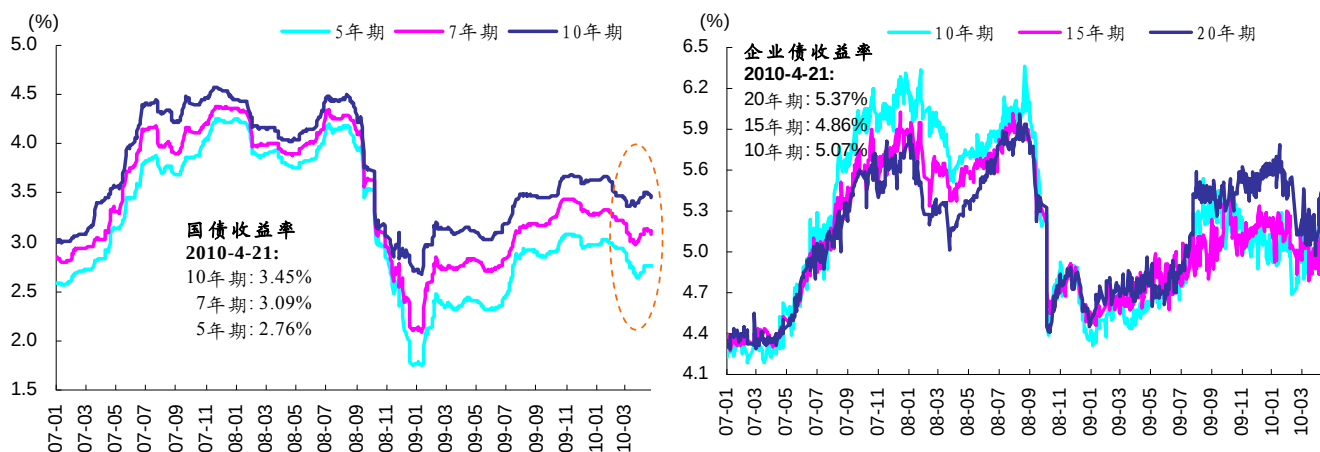
### 投资收益：不存在资产质量隐忧，投资资产的迅速累积能够弥补收益率不够丰厚的问题

债券市场方面，2010 年第一季度，由于银行信贷投放规模受到抑制、保险保费收入强劲增长，债券市场中银行和保险等机构的配置压力较大，而新券供给则由于季节性原因明显不足，供求关系的明显失衡使得债券收益率出现一定幅度的下降。

展望未来，我们认为，债券收益率目前已阶段性触底，通胀风险加大、加息预期上升使收益率已具备了回升的基础，而供求关系的变化则成为收益率向上突破的重要驱动因素。一方面，二季度之后债券季节性供给不足的因素将会消失，债券发行量将回归到正常水平；另一方面，银行贷款增速放缓尽管短期内将增加银行资金的债券需求，但动态来看市场流动性状况将逐渐收紧，需求压力未来将有所减弱。而近期 3 年期央票的重启则会进一步减缓和分流银行配置中长期债券的压力。同时，寿险保费收入规模也将出现季节性回落。因此，债券市场极度偏紧的供求关系将在二季度明显改善，中长期债券收益率可望恢复震荡上行的趋势，全年收益率曲线将整体温和上扬。

定期存款投资方面，由于人民银行和银监会近期加强了对商业银行贷存比的要求，因此，目前各商业银行吸纳大额定期协议存款的要求较为迫切，提供的五年期协议存款利率出现明显提升，浮动利率协议存款利率基本能够达到 4-4.5% 之间的水平，固定利率存款利率还可能更高。该利率水平能够为保险公司提供一定的利差空间，在债券市场中长期债券产品，尤其是收益率具备明显吸引力的产品供给仍然不足的情况下，大额协议存款能够在一定程度上分流债券投资的压力。

图表 17：国债和企业债收益率

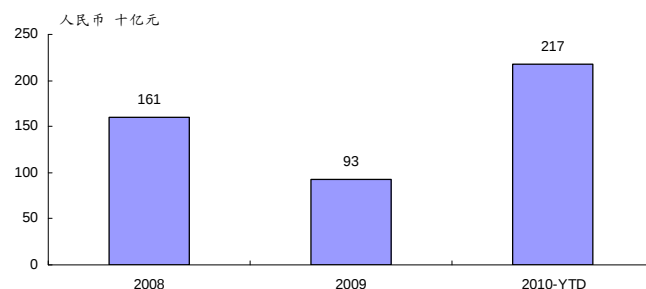


资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

对于保险公司而言，加息（包括加息预期）本质上仍然对固定收益类投资构成利好，尽管加息对股票市场的影响可能偏负面从而增大了总体影响的复杂性。

股市投资方面，去年股市的良好表现使各公司尚有一定规模的浮盈积累，同时，今年较高的基金投资分红收益也将成为公司取得稳定业绩的基础，短期看股权投资尚不存在显著压力。但现有的积累远不足以保证保险公司今年取得较好的股权投资业绩，全年收益水平仍将依赖后市表现。

图表 18：2008-2010 年基金分红水平



资料来源：Wind，中金公司研究部

尽管 2010 年投资收益率很难达到 2009 年的水平，但与银行相比，保险公司不存在资产质量的隐忧，保费收入的强劲增长和投资资产规模的持续迅速提升可以在很大程度上弥补投资收益率水平不够可观的问题，我们预计各公司投资收益规模将能够与 2009 年基本持平。

图表 19: 各公司投资资产规模及增长率预测

| 中国人寿 (人民币百万元) | 2008    | 2009      | 2010E     | 2011E     | 中国平安 (人民币百万元) | 2,008   | 2,009   | 2010E   | 2011E   | 中国太保 (人民币百万元) | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   |
|---------------|---------|-----------|-----------|-----------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 投资资产          |         |           |           |           | 投资资产          |         |         |         |         | 投资资产          |         |         |         |         |
| 现金及现金等价物      | 34,074  | 36,176    | 41,444    | 48,615    | 现金及现金等价物      | 47,856  | 68,740  | 73,012  | 81,845  | 银行存款及现金       | 17,573  | 30,238  | 28,545  | 31,093  |
| 定期银行存款        | 228,272 | 344,983   | 393,721   | 437,535   | 定期银行存款        | 84,412  | 91,599  | 111,256 | 126,859 | 定期存款          | 82,756  | 86,371  | 105,398 | 119,189 |
| 债权投资          | 575,871 | 582,285   | 704,621   | 850,843   | 债权投资          | 286,791 | 351,432 | 420,686 | 503,345 | 债券            | 164,898 | 182,778 | 219,580 | 264,289 |
| 股权投资          | 75,089  | 179,404   | 207,222   | 243,075   | 股权投资          | 36,372  | 63,576  | 76,488  | 90,029  | 股权            | 13,772  | 44,915  | 57,091  | 67,368  |
| 其他投资          | 24,084  | 29,245    | 34,469    | 40,433    | 其他投资          | 9,234   | 14,366  | 13,907  | 16,369  | 其他            | 9,075   | 21,716  | 28,545  | 36,275  |
| 合计            | 937,390 | 1,172,093 | 1,381,478 | 1,620,502 | 合计            | 464,665 | 589,713 | 695,349 | 818,447 | 合计            | 288,074 | 366,018 | 439,160 | 518,214 |
| (人民币百万元)      |         |           |           |           | (人民币百万元)      |         |         |         |         | (人民币百万元)      |         |         |         |         |
| 投资资产明细        |         |           |           |           | 投资资产明细        |         |         |         |         | 投资资产明细        |         |         |         |         |
| 现金及现金等价物      | 3.6%    | 3.1%      | 3.0%      | 3.0%      | 现金及现金等价物      | 10.3%   | 11.7%   | 10.5%   | 10.0%   | 银行存款及现金       | 6.1%    | 8.3%    | 6.5%    | 6.0%    |
| 定期银行存款        | 24.4%   | 29.4%     | 28.5%     | 27.0%     | 定期银行存款        | 18.2%   | 15.5%   | 16.0%   | 15.5%   | 定期存款          | 28.7%   | 23.6%   | 24.0%   | 23.0%   |
| 债权投资          | 61.4%   | 49.7%     | 51.0%     | 52.5%     | 债权投资          | 61.7%   | 59.6%   | 60.5%   | 61.5%   | 债券            | 57.2%   | 49.9%   | 50.0%   | 51.0%   |
| 股权投资          | 8.0%    | 15.3%     | 15.0%     | 15.0%     | 股权投资          | 7.8%    | 10.8%   | 11.0%   | 11.0%   | 股权            | 4.8%    | 12.3%   | 13.0%   | 13.0%   |
| 其他投资          | 2.6%    | 2.5%      | 2.5%      | 2.5%      | 其他投资          | 2.0%    | 2.4%    | 2.0%    | 2.0%    | 其他            | 3.2%    | 5.9%    | 6.5%    | 7.0%    |
| 合计            | 100.0%  | 100.0%    | 100.0%    | 100.0%    | 合计            | 100.0%  | 100.0%  | 100.0%  | 100.0%  | 合计            | 100.0%  | 100.0%  | 100.0%  | 100.0%  |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 20: 各公司投资收益水平预测

| 中国人寿 (人民币百万元) | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 中国平安 (人民币百万元) | 2,008   | 2,009  | 2010E  | 2011E  | 中国太保 (人民币百万元) | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------------|---------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 净投资收益         |        |        |        |        | 净投资收益         |         |        |        |        | 净投资收益         |        |        |        |        |
| 现金及定期银行存款     | 12,074 | 11,977 | 15,510 | 17,966 | 现金及定期银行存款     | 3,558   | 3,972  | 4,738  | 5,502  | 现金、定期银行存款及其他  | 3,618  | 3,730  | 4,663  | 5,585  |
| 债权投资          | 22,690 | 23,759 | 27,025 | 34,220 | 债权投资          | 10,671  | 12,978 | 16,021 | 19,867 | 债权投资          | 6,972  | 8,172  | 9,657  | 11,613 |
| 股权投资          | 10,093 | 3,146  | 7,733  | 9,006  | 股权投资          | 4,253   | 1,291  | 2,801  | 3,330  | 股权投资          | 7,132  | 832    | 2,550  | 3,111  |
| 其他投资          | 89     | 8      | 319    | 375    | 其他投资          | 278     | 716    | 848    | 908    | 合计            | 17,722 | 12,734 | 16,869 | 20,309 |
| 合计            | 44,946 | 38,890 | 50,586 | 61,566 | 合计            | 18,760  | 18,957 | 24,409 | 29,607 | (人民币百万元)      |        |        |        |        |
| (人民币百万元)      |        |        |        |        | (人民币百万元)      |         |        |        |        | 总投资收益         |        |        |        |        |
| 总投资收益         |        |        |        |        | 总投资收益         |         |        |        |        | 现金、定期银行存款及其他  | 3,950  | 3,945  | 4,663  | 5,585  |
| 现金及定期银行存款     | 12,074 | 11,977 | 15,510 | 17,966 | 现金及定期银行存款     | 3,558   | 3,972  | 4,738  | 5,502  | 债权投资          | 7,088  | 9,050  | 10,231 | 12,305 |
| 债权投资          | 25,435 | 26,828 | 28,726 | 35,743 | 债权投资          | 12,699  | 14,615 | 17,501 | 21,622 | 股权投资          | -2,638 | 6,541  | 5,503  | 6,120  |
| 股权投资          | -5,810 | 22,770 | 20,028 | 22,850 | 股权投资          | -23,566 | 12,501 | 8,226  | 7,785  | 合计            | 8,400  | 19,536 | 20,397 | 24,011 |
| 其他投资          | 89     | 8      | 319    | 375    | 其他投资          | -344    | 714    | 848    | 908    |               |        |        |        |        |
| 合计            | 31,788 | 61,583 | 64,582 | 76,933 | 合计            | -7,653  | 31,802 | 31,314 | 35,817 |               |        |        |        |        |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

## 行业政策: 未来进展主要指向投资渠道和业务范围的拓宽, 不存在政策趋紧所带来的压力

与房地产业及其相关行业相比, 保险业未来政策的进展主要指向投资渠道和业务范围的拓宽, 不存在政策趋紧甚至着力打压所带来的压力。尽管新政策出台的时间很难判断, 但在投资渠道不足压力的倒逼之下, 新投资领域的拓宽是大势所趋。因此, 保险业在政策面和消息面仍存在潜在利好, 而不存在可预见的利空。

## 盈利预测

### 各公司一季度业绩预览

由于新会计准则的实施、投资规模的迅速扩张、固定收益投资的上升，使得保险产品具有了更强的消费属性，保险公司投资收益和净利润对 A 股大盘的依赖程度明显下降。预计各公司 2010 年一季度业绩能够强劲增长，从而展现出这一趋势。

我们预计中国人寿 2010 年一季度每股净利润可望超过 0.25 元，约占我们全年盈利预测的 20%；中国平安 2010 年一季度每股净利润可望达到 0.6-0.7 元，约占我们全年盈利预测的 30%；中国太保 2010 年一季度每股净利润可望达到 0.3 元左右，约占我们全年盈利预测的 26%。

### 中国太保 2010 年盈利预测

我们在此更新中国太保基于新会计准则的盈利预测（中国人寿和中国平安盈利预测已分别于 4 月 13 日和 4 月 19 日报告中更新），预计公司 2010 和 2011 年 EPS 分别为 1.13 元和 1.41 元，分别同比增长 19.7%和 24.5%。

图表 21：中国太保损益表

| (人民币 百万元)        | 2008           | 2009           | 2010E           | 2011E           |
|------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 毛承保保费及保单费收入      | 75,752         | 96,342         | 131,182         | 175,528         |
| 减：分出保费           | -8,435         | -9,791         | -13,709         | -17,743         |
| 净承保保费及保单费收入      | 67,317         | 86,551         | 117,473         | 157,785         |
| 未到期责任准备金增加净额     | -1,064         | -2,424         | -4,744          | -4,745          |
| 净已赚保费            | 66,253         | 84,127         | 112,730         | 153,040         |
| 投资收益             | 8,110          | 19,316         | 20,397          | 24,042          |
| 其他业务收入           | 1,904          | 746            | 895             | 1,074           |
| 其他收入合计           | 10,014         | 20,062         | 21,292          | 25,116          |
| <b>收入合计</b>      | <b>76,267</b>  | <b>104,189</b> | <b>134,022</b>  | <b>178,156</b>  |
| 净保户利益及赔款         | -54,403        | -71,027        | -90,650         | -121,221        |
| 利息支出             | -532           | -396           | -475            | -570            |
| 投资合同账户利息支出       | -2,064         | -1,870         | -2,314          | -2,922          |
| 营业及管理费用          | -17,951        | -21,475        | -28,685         | -38,616         |
| <b>费用合计</b>      | <b>-74,950</b> | <b>-94,768</b> | <b>-122,124</b> | <b>-163,329</b> |
| <b>税前利润/(损失)</b> | <b>1,317</b>   | <b>9,506</b>   | <b>12,000</b>   | <b>14,949</b>   |
| 所得税              | 507            | -2,033         | -2,400          | -2,990          |
| <b>税后利润/(损失)</b> | <b>1,824</b>   | <b>7,473</b>   | <b>9,600</b>    | <b>11,959</b>   |
| 少数股东权益           | 98             | 117            | 140             | 168             |
| <b>净利润</b>       | <b>2,569</b>   | <b>7,356</b>   | <b>9,741</b>    | <b>12,128</b>   |
| 同比增长率            |                | 186.3%         | 32.4%           | 24.5%           |
| 每股净利润 (人民币)      | 0.33           | 0.95           | 1.13            | 1.41            |
| 平均净资产回报率         | 4.7%           | 11.9%          | 12.2%           | 13.2%           |
| 市盈率-A股           | 80.6           | 28.4           | 23.7            | 19.1            |
| 每股净资产 (人民币)      | 6.32           | 9.69           | 9.94            | 11.36           |
| 市净率-A股           | 4.3            | 2.8            | 2.7             | 2.4             |
| 平均总资产回报率         | 0.6%           | 2.1%           | 2.2%            | 2.3%            |
| 每股净利润 (港币)       | 0.39           | 1.07           | 1.35            | 1.73            |
| 每股净资产 (港币)       | 7.34           | 11.02          | 11.86           | 13.96           |
| 市盈率-H股           | 86.2           | 31.1           | 24.8            | 19.3            |
| 市净率-H股           | 4.6            | 3.0            | 2.8             | 2.4             |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 估值及投资建议

基于 DCF 模型得到的结果，中国平安 2010 年每股合理价值为人民币 75.65 元，隐含的一年新业务价值倍数和 P/EV 倍数分别为 22.5 倍和 2.9 倍。维持“推荐”的投资评级。

图表 22：中国平安 DCF 模型

|                        | 2009    | 2010E   | 2011—2020E | 2021—2030E | Perpetual  |
|------------------------|---------|---------|------------|------------|------------|
| <b>平安人寿假设：</b>         |         |         |            |            |            |
| 贴现率                    |         | 11.5%   | 11.5%      | 11.5%      | 11.5%      |
| 寿险保费增长率                | 31.4%   | 24.2%   | 17.5%      | 10.5%      | 3.0%       |
| 隐含的平安人寿市场份额            | 16%     | 16%     | 16%        | 17%        | 18%        |
| 寿险保费收入(人民币百万元)         | 134,504 | 167,088 | 4,685,027  | 15,199,520 | 25,058,780 |
| 趸缴新保费收入比例              | 57%     | 52%     | 50%        | 48%        | 45%        |
| 首年寿险保费收入               | 64,985  | 74,267  | 2,078,815  | 6,744,248  | 11,118,946 |
| 首年年度化保费(APE, 人民币百万元)   | 31,406  | 39,763  | 1,134,838  | 3,830,733  | 6,615,773  |
| 新业务价值利润率               | 38%     | 38%     | 25%        | 18%        | 12%        |
| 一年新业务价值(人民币百万元)        | 11,805  | 14,946  | 268,823    | 689,532    | 793,893    |
| 经调整后的净资产价值(人民币百万元)     | A       | 94,606  | 107,449    |            |            |
| 有效业务价值(人民币百万元)         | B       | 60,651  | 84,262     |            |            |
| 内含价值(人民币百万元)           | C=A+B   | 155,257 | 191,711    |            |            |
| 集团拥有的平安寿险内含价值(人民币百万元)  | D       | 99,697  | 119,587    |            |            |
| 一年新业务价值折现值之和(人民币百万元)   | E       | 315,229 | 336,709    |            |            |
| 寿险业务评估价值(人民币百万元)       | F=D+E   | 414,926 | 456,296    |            |            |
| 总股数(百万股)               | G       | 7,345   | 7,345      |            |            |
| 每股内含价值(人民币元)           | H=C/G   | 21.14   | 26.10      |            |            |
| 每股一年新业务价值(人民币元)        |         | 1.61    | 2.03       |            |            |
| 平安寿险每股评估价值(人民币元)       | I=F/G   | 56.49   | 62.12      |            |            |
| 平安财险每股价值 2.0xP/B       |         | 2.50    | 2.93       |            |            |
| 银行业务每股价值 2.0xP/B       |         | 3.89    | 4.15       |            |            |
| 证券业务每股价值 2.0xP/B       |         | 1.16    | 1.36       |            |            |
| 平安集团拥有的其他业务每股价值1.0xP/B |         | 4.67    | 5.09       |            |            |
| 平安每股价值(人民币元)           |         | 68.72   | 75.65      |            |            |
| 平安每股价值(港币元)            |         | 78.09   | 90.26      |            |            |
| 隐含的一年新业务价值倍数           |         | 26.7    | 22.5       |            |            |
| 隐含的市净率                 |         | 5.9     | 5.6        |            |            |
| 隐含的每股价值/每股内含价值         |         | 3.3     | 2.9        |            |            |
| 寿险隐含的每股评估价值/寿险每股内含价值   |         | 4.2     | 3.8        |            |            |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

基于 DCF 模型得到的结果，中国太保 2010 年每股合理价值为人民币 35.66 元，隐含的一年新业务价值倍数和 P/EV 倍数分别为 27.1 倍和 2.6 倍。我们维持对中国太保“推荐”的投资评级。

图表 23：中国太保 DCF 模型

|                        | 2009   | 2010E   | 2011—2020E | 2021—2030E | Perpetual  |
|------------------------|--------|---------|------------|------------|------------|
| <b>关于太保寿险的假设：</b>      |        |         |            |            |            |
| 折现率                    | 11.5%  | 11.5%   | 11.5%      | 11.5%      | 11.5%      |
| 太保寿险保费增长率              | 29.6%  | 35.8%   | 17.6%      | 9.9%       | 3.0%       |
| 太保寿险保费收入(人民币百万元)       | 61,998 | 84,173  | 3,116,215  | 9,585,998  | 15,584,792 |
| 趸缴新保费收入比例              | 67%    | 66%     | 65%        | 65%        | 60%        |
| 首年寿险保费收入               | 38,147 | 51,880  | 1,353,902  | 4,164,830  | 6,771,127  |
| 首年年度化保费(APE, 人民币百万元)   | 15,273 | 20,949  | 561,869    | 1,728,404  | 3,114,718  |
| 首年年度化保费利润率             | 33%    | 31%     | 28%        | 20%        | 12%        |
| 一年新业务价值(人民币百万元)        | 5,000  | 6,494   | 149,391    | 345,681    | 373,766    |
| 行政及其他费用                |        |         |            |            |            |
| 经调整后的净资产价值(人民币百万元)     | A      | 72,368  | 82,842     |            |            |
| 有效业务价值(人民币百万元)         | B      | 26,003  | 36,047     |            |            |
| 内含价值(人民币百万元)           | C=A+B  | 98,371  | 118,889    |            |            |
| 寿险内含价值                 | C      | 60,605  | 69,510     |            |            |
| 一年新业务价值折现值之和(人民币百万元)   | D      | 160,756 | 173,025    |            |            |
| 寿险业务评估价值(人民币百万元)       | E=C+D  | 221,361 | 242,535    |            |            |
| 总股数(百万股)               | F      | 8,483   | 8,600      |            |            |
| 每股内含价值(人民币元)           | G=C/F  | 11.60   | 13.82      |            |            |
| 每股一年新业务价值(人民币元)        |        | 0.58    | 0.74       |            |            |
| 太保寿险每股评估价值(人民币元)       | H=E/F  | 26.09   | 28.20      |            |            |
| 太保财险每股价值(人民币元) 2.0xP/B |        | 2.32    | 2.82       |            |            |
| 其他业务每股价值(人民币元) 1.0xP/B |        | 4.28    | 4.64       |            |            |
| 太保集团每股价值(人民币元)         |        | 32.70   | 35.66      |            |            |
| 太保集团每股价值(港币元)          |        | 37.15   | 42.55      |            |            |
| 隐含的一年新业务价值倍数           |        | 32.7    | 27.1       |            |            |
| 隐含的市净率                 |        | 3.4     | 3.6        |            |            |
| 隐含的每股评估价值/每股内含价值       |        | 2.8     | 2.6        |            |            |
| 寿险隐含的每股评估价值/寿险每股内含价值   |        | 3.7     | 3.5        |            |            |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

基于 DCF 模型得到的结果，中国人寿 2010 年每股合理价值为人民币 34.10 元，隐含的一年新业务价值倍数和 P/EV 倍数分别为 29.7 倍和 2.8 倍。我们维持对中国人寿“审慎推荐”的投资评级。

图表 24：中国人寿 DCF 模型

|                      | 2009    | 2010E   | 2011—2020E | 2021—2030E | 永续增长阶段     |
|----------------------|---------|---------|------------|------------|------------|
| <b>中国人寿假设：</b>       |         |         |            |            |            |
| 折现率                  |         | 11.5%   | 11.5%      | 11.5%      | 11.5%      |
| 中国人寿寿险保费增长率          | 3.9%    | 14.6%   | 16.1%      | 9.4%       | 3.0%       |
| 寿险保费收入(人民币百万元)       | 275,970 | 316,352 | 8,159,433  | 23,906,837 | 38,340,937 |
| 复缴新保费收入比例            | 78%     | 77%     | 75%        | 70%        | 60%        |
| 首年寿险保费收入             | 170,541 | 195,496 | 5,488,496  | 16,081,091 | 25,790,283 |
| 首年年度化保费(APE, 人民币百万元) | 50,821  | 60,017  | 1,826,565  | 5,950,004  | 11,863,530 |
| 新业务价值利润率             | 35%     | 35%     | 30%        | 20%        | 12%        |
| 一年新业务价值(人民币百万元)      | 17,713  | 20,918  | 512,775    | 1,190,001  | 1,423,624  |
| 经调整后的净资产价值(人民币百万元)   | A       | 159,948 | 177,888    |            |            |
| 有效业务价值(人民币百万元)       | B       | 125,281 | 165,349    |            |            |
| 内含价值(人民币百万元)         | C=A+B   | 285,229 | 343,237    |            |            |
| 一年新业务价值折现值之和(人民币百万元) | D       | 576,385 | 620,568    |            |            |
| 评估价值(人民币百万元)         | E=C+D   | 861,614 | 963,804    |            |            |
| 总股数(百万股)             | F       | 28,265  | 28,265     |            |            |
| 每股内含价值(人民币元)         | G=C/F   | 10.09   | 12.14      |            |            |
| 每股评估价值(人民币元)         | H=E/F   | 30.48   | 34.10      |            |            |
| 每股评估价值(港币元)          |         | 34.64   | 40.69      |            |            |
| 隐含的一年新业务价值倍数         |         | 32.5    | 29.7       |            |            |
| 隐含的市净率(中国会计准则)       |         | 5.3     | 4.7        |            |            |
| 隐含的市净率(香港会计准则)       |         | 4.1     | 4.4        |            |            |
| 隐含的每股评估价值/每股内含价值     |         | 3.0     | 2.8        |            |            |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 25：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 (%) |        |      |      |
|--------------------------|------------|------|---------|---------|---------|------|------|---------|------|------|------|------------|--------|------|------|
|                          | 2010-04-22 |      |         | 08A     | 09E     | 10E  | 11E  | 08A     | 09E  | 10E  | 11E  | 08A        | 09E    | 10E  | 11E  |
| 综合性保险公司                  |            |      |         |         |         |      |      |         |      |      |      |            |        |      |      |
| AIG                      | 28,540     | USD  | 40.90   | (1.1)   | (6.1)   | 8.3  | 4.9  | 8.7     | 1.2  | 1.0  | 0.8  | (183.0)    | (17.3) | 12.5 | 3.4  |
| Berkshire Hathaway       | 194,832    | USD  | 118,280 | 36.7    | 24.4    | 22.1 | n.a. | 1.7     | 1.4  | 1.3  | n.a. | 4.3        | 6.2    | 6.0  | n.a. |
| ING                      | 38,334     | EUR  | 7.46    | (20.7)  | 21.0    | 5.8  | 4.2  | 0.6     | 0.7  | 0.6  | 0.5  | (2.3)      | 4.2    | 12.0 | 13.6 |
| Allianz                  | 55,195     | EUR  | 91.25   | (16.8)  | 9.5     | 8.5  | 7.7  | 1.2     | 1.1  | 1.0  | 0.9  | (6.0)      | 11.5   | 12.3 | 13.0 |
| 平均值                      |            |      |         | (0.5)   | 12.2    | 11.2 | 5.6  | 3.0     | 1.1  | 1.0  | 0.8  | (1.3)      | 1.1    | 10.7 | 10.0 |
| 北美寿险公司                   |            |      |         |         |         |      |      |         |      |      |      |            |        |      |      |
| Manulife Canada          | 34,581     | CAD  | 19.62   | 61.3    | 22.1    | 9.3  | 8.2  | 1.2     | 1.2  | 1.1  | 1.0  | 1.9        | 5.4    | 12.4 | 13.6 |
| MetLife                  | 37,917     | USD  | 46.29   | 11.0    | 16.3    | 11.3 | 9.5  | 1.7     | 1.1  | 1.1  | 1.0  | 11.7       | 6.2    | 9.3  | 10.6 |
| Prudential Financial Inc | 30,155     | USD  | 64.85   | (26.8)  | 11.7    | 11.7 | 10.3 | 2.0     | 1.3  | 1.2  | 1.1  | (5.8)      | 12.0   | 10.5 | 11.2 |
| Sun Life Financial Inc   | 17,805     | CAD  | 31.45   | 22.5    | 21.4    | 10.4 | 9.2  | 1.1     | 1.1  | 1.0  | 0.9  | 5.0        | 4.1    | 10.2 | 11.3 |
| 平均值                      |            |      |         | 17.0    | 17.9    | 10.7 | 9.3  | 1.5     | 1.2  | 1.1  | 1.0  | 3.2        | 6.9    | 10.6 | 11.7 |
| 欧洲寿险公司                   |            |      |         |         |         |      |      |         |      |      |      |            |        |      |      |
| AVIVA                    | 16,359     | GBp  | 383.00  | (10.4)  | 7.3     | 6.3  | 5.6  | 0.8     | 0.9  | 0.9  | 0.8  | (7.6)      | 9.2    | 13.6 | 14.7 |
| Prudential               | 22,007     | GBp  | 562.50  | (35.2)  | 10.0    | 8.5  | 8.5  | 2.8     | 2.2  | 2.1  | 2.1  | (7.1)      | 10.2   | 16.1 | 17.3 |
| AXA                      | 51,913     | EUR  | 16.91   | 38.4    | 11.0    | 8.6  | 7.4  | 0.9     | 0.9  | 0.8  | 0.8  | 2.2        | 8.9    | 11.6 | 12.1 |
| CNP Assurances           | 13,541     | EUR  | 68.00   | 13.8    | 9.7     | 8.4  | 7.6  | 0.8     | 1.1  | 1.0  | 0.9  | 5.7        | 11.9   | 12.2 | 12.8 |
| AEGON                    | 12,358     | EUR  | 5.31    | (5.8)   | (442.5) | 11.0 | 7.5  | 0.6     | 1.0  | 0.8  | 0.7  | (7.5)      | 1.8    | 10.3 | 13.3 |
| Generali                 | 35,627     | EUR  | 17.07   | 26.7    | 16.3    | 11.4 | 10.2 | 2.0     | 1.7  | 1.6  | 1.5  | 6.6        | 10.8   | 14.1 | 15.1 |
| Fortis                   | 8,900      | EUR  | 2.64    | (0.2)   | 5.3     | 5.8  | 10.9 | n.a.    | 0.8  | 0.8  | 0.8  | n.a.       | 12.8   | 5.9  | 6.4  |
| LEGAL & GEN GRP          | 8,290      | GBp  | 91.60   | (5.1)   | 10.5    | 8.5  | 8.9  | 1.5     | 1.6  | 1.4  | 1.3  | 12.4       | 7.4    | 13.8 | 13.0 |
| STANDARD LIFE            | 7,046      | GBp  | 204.00  | 44.3    | 12.1    | 10.4 | 9.6  | 1.3     | 0.7  | 0.2  | 0.4  | 23.3       | 8.8    | 5.9  | 5.6  |
| 平均值                      |            |      |         | 7.4     | (40.0)  | 8.8  | 8.5  | 1.4     | 1.2  | 1.1  | 1.0  | 0.8        | 9.1    | 11.1 | 12.0 |
| 亚洲寿险公司                   |            |      |         |         |         |      |      |         |      |      |      |            |        |      |      |
| 大东方人寿 (新加坡)              | 5,492      | SGD  | 15.90   | 27.4    | 19.5    | 18.1 | 16.8 | 2.5     | 2.3  | 2.2  | 2.0  | 8.7        | n.a.   | n.a. | n.a. |
| AXA Asia Pacific (AU)    | 11,950     | AUD  | 6.22    | (37.7)  | 21.8    | 21.6 | 18.8 | 3.2     | 2.9  | 2.7  | 2.6  | (8.0)      | 14.3   | 13.9 | 14.1 |
| AMP (AU)                 | 12,209     | AUD  | 6.34    | 20.4    | 17.0    | 14.9 | 13.8 | 6.1     | 5.1  | 4.6  | 4.2  | 29.3       | 32.9   | 32.7 | 32.2 |
| 台湾人寿                     | 775        | TWD  | 38.05   | (4.8)   | n.a.    | n.a. | n.a. | 5.6     | n.a. | n.a. | n.a. | (59.1)     | n.a.   | n.a. | n.a. |
| 平均值                      |            |      |         | 1.3     | 19.4    | 18.2 | 16.5 | 4.4     | 3.4  | 3.2  | 2.9  | (7.3)      | 23.6   | 23.3 | 23.1 |
| 中国寿险公司                   |            |      |         |         |         |      |      |         |      |      |      |            |        |      |      |
| 中国人寿H股*                  | 118,039    | HKD  | 36.70   | 46.6    | 27.8    | 24.5 | 21.7 | 5.1     | 4.6  | 3.7  | 3.2  | 10.2       | 17.1   | 15.9 | 15.6 |
| 中国人寿A股*                  | 118,039    | RMB  | 27.16   | 40.1    | 23.3    | 21.7 | 19.7 | 4.4     | 3.8  | 3.3  | 2.9  | 10.2       | 17.1   | 15.9 | 15.6 |
| 中国平安H股*                  | 59,114     | HKD  | 69.20   | 308.3   | 32.2    | 25.9 | 17.9 | 6.8     | 5.3  | 4.3  | 3.5  | 1.8        | 18.6   | 17.8 | 21.1 |
| 中国平安A股*                  | 59,114     | RMB  | 51.77   | 268.2   | 27.4    | 23.1 | 16.4 | 5.9     | 4.5  | 3.8  | 3.2  | 1.8        | 18.6   | 17.8 | 21.1 |
| 中国太平*                    | 5,921      | HKD  | 27.00   | (86.3)  | 51.8    | 36.3 | 26.8 | 6.0     | 4.2  | 3.6  | 3.1  | (6.4)      | 9.5    | 10.7 | 12.5 |
| 中国太保A股*                  | 34,781     | RMB  | 26.89   | 80.6    | 28.4    | 23.7 | 19.1 | 4.3     | 2.8  | 2.7  | 2.4  | n.a.       | 11.9   | 12.2 | 13.2 |
| 中国太保H股*                  | 34,781     | HKD  | 33.45   | 86.2    | 31.1    | 24.8 | 19.3 | 4.6     | 3.0  | 2.8  | 2.4  | n.a.       | 11.9   | 12.2 | 13.2 |
| 平均值                      |            |      |         | 138.3   | 31.7    | 25.7 | 20.1 | 5.3     | 4.0  | 3.5  | 2.9  | 6.0        | 15.0   | 14.6 | 16.1 |
| *为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。 |            |      |         |         |         |      |      |         |      |      |      |            |        |      |      |

\*为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

## 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: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

## 上海

**中国国际金融有限公司上海分公司**  
上海市陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5888-8976

## 香港

**中国国际金融香港证券有限公司**  
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

## 香港

**中国国际金融香港资产管理有限公司**  
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

## 新加坡

**中国国际金融（新加坡）有限公司**  
新加坡百得利路6号39层4号  
邮编: 049909  
电话: (65) 6572-1999  
传真: (65) 6327-1278

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9235

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B  
邮编: 200020  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1180

## 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: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243

## 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: (86571) 8849-8000  
传真: (86571) 8735-7743

## 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: (8625) 8316-8988  
传真: (8625) 8316-8397

## 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: (8620) 8396-3968  
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act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，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。