

承保投资双丰收

——保险行业 09 年报综述

研究结论

- 09 年是国内保险行业承保投资双丰收的年度。寿险方面：主要公司的一年新业务价值高速增长，均值超越 30%，全投资收益率也达到 7%—8% 的较好水平。在这两方面的推动下，内含价值显著提升，内含价值收益率 (EVE/EV) 达 20%—25%。财险方面：综合成本率显著下降，平均降幅超过 5pct，部分公司已经降至 100% 以下。总之，符合我们年报前瞻预期。
- 我们的寿险估值框架：大前提：对所有行业公司而言，净资产的实际增长比净利润更能全面反映公司真实业绩；小前提：对寿险公司而言，其内含价值 (EV) 相当于其他行业公司的净资产；结论：内含价值收益 (EVE，即内含价值的实际增长) 是寿险公司的最佳业绩指标。推论一：寿险公司的 P/EV 倍数相当于其他行业公司的市净率倍数；推论二：寿险公司的 P/EVE 倍数相当于其他行业公司的市盈率倍数；推论三：寿险公司的内含价值收益率 (EVE/EV) 相当于其他行业公司的净资产收益率。
- 内含价值收益率：中国太平最高，为 28.3%，其次是中国平安 25.2%。中国人寿 21.5%，中国太保 15.5%，中国财险 10.2% (ROE)。太平主要依靠超高的一年新业务价值增速，而平安则有三大原因，如下所述。再看 09P/EVE 倍数，平安最低，为 11.0X，其次是国寿 13.6X，太平 14.4X，太保 17.2X，财险 34.8X。结合内含价值收益率与 09P/EVE 倍数，平安和太平是最有吸引力的公司，其次是国寿和太保，再次是财险。
- 一年新业务价值增速：太平最高，为 56.4%，其次平安 30.2%。太保 29.1%，国寿 27.2%。以上估算还原了平安和太保的风险折现率。从最近四五年的历史看，太平 CAGR 最高，为 46.6%，其次是太保和平安的 32%，再次是国寿的 24%。太平规模基数小、工行背景强、银保产品不断优化；平安个险竞争力突出，健康人海持续进行，估计二者增速仍将保持领先。
- 全投资收益率平安最高，为 7.9%。其次是太保 7.7%、国寿 7.5%、太平 6.6%，再次是财险 5.2%。今年一年度的全投资收益率，依然是平安最高，为 0.97%，其次是国寿 0.93%，再次为太保 0.77%。09 年底权益类投资占比最高的是国寿，为 15.3%，最低的是平安，为 10.8%。平安资产结构相对保守而投资平台比较灵活，今年投资业绩有望继续超越同行。
- 一年新业务价值占内含价值比例平安最高，为 7.6%。其次为国寿 6.2%，再次为太平 5.3% 和太保 5.1%。这是平安的“隐性优势”，使得同样 FNBV 增速下平安仍能享有较高的内含价值收益率。归根到底，原因在于平安多年之前就注重渠道结构优化，大力发展高附加值的个险业务，使得其承保能力领先同行，一年新业务价值沛然可观。可谓“一步领先，步步领先”。
- 平安寿险领先，太保财险夺冠，平安估值水平最低，首推平安。太保财险总投资收益率 6.3%，综合成本率 97.5%，都领先同行。平安股价隐含新业务倍数仅 9.8X，显著低于国寿 18.1X、太保 13.6X 和太平 24.5X。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王小罡

非银行金融行业资深分析师

8621-63325888 × 6083

wangxiaogang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208120164

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

行业

保险

报告日期

2009 年 5 月 12 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-12.8	-5.6	9.7
相对表现 (%)	3.4	4.4	7.2

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	股价	评级
中国人寿	1.16	1.18	24.91	增持
中国平安	1.89	2.08	46.24	买入
中国太保	0.95	1.04	24.17	买入
中国太平	0.53	/	24.50	-
中国财险	0.16	/	6.30	-

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

注：太平数据单位为港元，其他都为人民币

相关研究报告

《内含价值收益大幅上升——保险行业 2009 年年报前瞻》 2010 年 1 月 25 日

《保险股市盈率：40 倍还是 14 倍——Q 系列报告之七》 2009 年 9 月 21 日

目 录

一、承保投资双丰收，内含价值显著提升	4
二、内含价值收益率：太平与平安领先	6
三、一年新业务价值增速：太平与平安领先	7
四、全投资收益率：平安领先	9
五、一年新业务价值占比：平安领先	10
六、寿险费用率：平安领先	11
七、财险总投资收益率：太保领先	13
八、财险综合成本率：太保领先	14
九、隐含新业务倍数与隐含 P/EVE 倍数：平安最低	15

图表目录

图 1：净资产收益率与隐含 P/BVE 倍数对比图	5
图 2：内含价值收益率与隐含 P/EVE 倍数对比图	7
图 3：一年新业务价值增速对比图	7
图 4：一年新业务价值近年 CAGR 对比图	8
图 5：保费增速与一年新业务价值增速对比图	9
图 6：总投资收益率对比图	9
图 7：全投资收益率对比图	10
图 8：投资资产结构对比图	10
图 9：一年新业务价值占内含价值比例图	11
图 10：展业成本率对比图	11
图 11：维持成本率对比图	12
图 12：集团偿付能力充足率对比图	12
图 13：内含价值营运效率对比图	13
图 14：财险总投资收益率对比图	13
图 15：财险综合成本率对比图	14
图 16：财险费用率对比图	14
图 17：财险赔付率对比图	15
图 18：股价隐含新业务倍数对比图	15
图 19：股价隐含 P/EVE 倍数对比图	16

表 1：每股收益对比表	4
表 2：净资产收益率对比表	5
表 3：内含价值收益率对比表	6
表 4：国寿内含价值预测表	16
表 5：平安内含价值预测表	16
表 6：太保内含价值预测表	17
表 7：太平人寿内含价值预测表	18

一、承保投资双丰收，内含价值显著提升

09 年是国内保险行业承保投资双丰收的年度。

寿险方面：主要公司的一年新业务价值高速增长，均值超越 30%，全投资收益率也达到 7%-8% 的较好水平。在这两方面的推动下，内含价值（EV）显著提升，内含价值收益率（EVE/EV，其中 EVE 为内含价值收益，指内含价值扣除融资与分红影响后的实际增长）达 20%-25%。

财险方面：综合成本率显著下降，平均降幅超过 5pct，一些公司已经降至 100% 以下。

总之，09 年保险公司内含价值显著提升，符合我们《内含价值大幅上升——保险行业 2009 年年报前瞻》的预期。

我们在《保险市盈率：40 倍还是 14 倍——Q 系列报告之七》中提到以下寿险估值框架：

大前提：对所有行业公司而言，净资产的实际增长比净利润更能全面反映公司真实业绩；

小前提：对寿险公司而言，其内含价值（EV）相当于其他行业公司的净资产；

结论：内含价值收益（EVE，即内含价值的实际增长）是寿险公司的最佳业绩指标。

推论一：寿险公司的 P/EV 倍数相当于其他行业公司的市净率倍数；

推论二：寿险公司的 P/EVE 倍数相当于其他行业公司的市盈率倍数；

推论三：寿险公司的内含价值收益率（EVE/EV）相当于其他行业公司的净资产收益率。

本文主要根据以上估值体系对保险行业 09 年报进行分析。

每股收益大幅增长

从每股收益看，09 年各公司都呈现高速增长态势。其中，中国财险与中国平安增速分别达到 1536% 和 879%，领先同行。如下表所示

表 1：每股收益对比表

每股收益，元/股	2008	2009	YoY	股价	08PE	09PE
中国人寿	0.68	1.16	71.8%	24.91	36.8	21.4
中国平安	0.19	1.89	879.1%	46.24	239.5	24.5
中国太保	0.33	0.95	187.9%	24.17	73.2	25.4
中国太平（港元）	-0.31	0.53	-	24.50	-	46.5
中国财险	0.01	0.16	1535.8%	6.30	643.7	39.4

资料来源：东方证券研究所

注：中国太平以港元计价，其他以人民币计价

不过，每股收益指标容易受到可供出售类金融资产的浮盈变动的影响，因此很难反映公司的实际业绩。我们更看重的是净资产收益率（ROE=BVE/BV）以及内含价值收益率（ROEV=EVE/EV）。

净资产收益率：平安领先

定义：净资产收益率 $ROE=BVE/BV$ ，其中，BVE 是指扣除分红与融资影响后净资产的实际增长。

从净资产收益率看，09 年平安领先同行，为 33.4%，其次为国寿 25.1%、太平 20.9%以及太保 19.9%，中国财险表现较弱，为 10.2%。

从 P/BVE 倍数看，平安最低，为 15.8X，其次为国寿 16.1X、太保 19.2X、太平 23.7X，再次为财险 34.8X。

结合净资产收益率与 P/BVE 倍数，平安是最有吸引力的公司，其次为国寿、太保、太平，再次为财险。

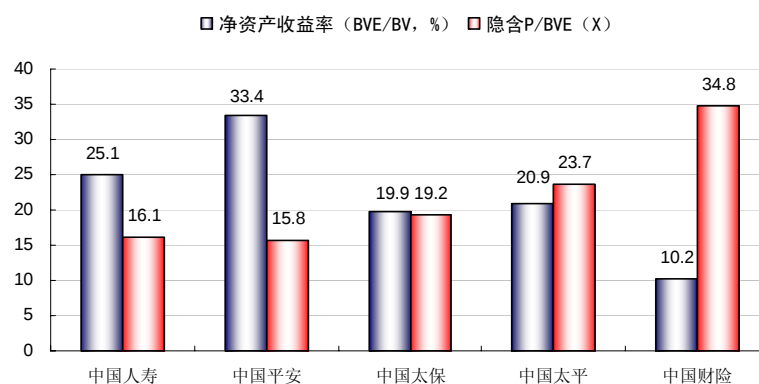
表 2：净资产收益率对比表

单位：百万元	中国人寿	中国平安	中国太保	中国太平	中国财险
期初净资产(BV)	173,947	64,542	48,638	7,027	19,744
期末净资产	211,072	84,970	74,651	10,297	21,763
净资产增长	37,125	20,428	26,013	3,269	2,019
分红派现	6,501	1,102	2,310	0	0
股东融资	0	0	18,653	1,799	0
净资产实际增长 (BVE)	43,626	21,530	9,670	1,470	2,019
净资产收益率 (ROE=BVE/BV, %)	25.1	33.4	19.9	20.9	10.2
每股 BE	1.54	2.93	1.26	1.03	0.18
股价	24.32	46.82	24.12	24.90	7.44
隐含 P/BVE (X)	15.8	16.0	19.2	24.1	41.1

资料来源：东方证券研究所

注：中国太平数据以港元计价（因其财报以港元计价），其他公司以人民币计价。

图 1：净资产收益率与隐含 P/BVE 倍数对比图



资料来源：公司财报，东方证券研究所

由于净资产指标并不包含寿险公司有效业务价值，因此并非公司价值与业绩的最佳指标，我们更看重的还是内含价值收益率（ROEV），如后文所述。

二、内含价值收益率：太平与平安领先

定义：内含价值收益率 $ROEV = EVE/EV$ ，EVE 是指内含价值收益，即扣除分红与融资影响后内含价值的实际增长。

09 年每股内含价值收益（EVE）最高的是平安，为 4.22 元，其次是国寿 1.83 元，太平 1.70 元，太保 1.41 元，财险 0.18 元（BVE）。

内含价值收益率最高的是中国太平，为 28.3%，其次是平安 25.2%，国寿 21.5%，太保 15.5%，财险 10.2%（ROE）。

P/EVE 最低的是平安，为 11.0X，其次是国寿 13.6X，太平 14.4X，太保 17.2X，财险 34.8X。

结合内含价值收益率与 P/EVE 倍数，平安和太平是最有吸引力的公司，其次是国寿和太保，再次是财险。

我们认为，平安内含价值收益率领先的主要原因有三点：一年新业务价值增速高、全投资收益率高、一年新业务价值占内含价值比例高。如后文所述。

表 3：内含价值收益率对比表

单位：百万元	中国人寿	中国平安	中国太保	中国太平	中国财险
期初内含价值(EV)	240,087	122,859	69,978	8,545	19,744
期末内含价值	285,230	155,258	98,371	12,764	21,763
内含价值增长	45,143	32,399	28,393	4,219	2,019
分红派现	6,501	1,102	2,310	0	0
股东融资	0	0	18,653	1,799	0
贴现率变动影响	0	2,524	1,229	0	0
内含价值收益（EVE）	51,644	30,977	10,821	2,420	2,019
内含价值收益率（ROEV=EVE/EV，%）	21.5	25.2	15.5	28.3	10.2
每股 EVE	1.83	4.22	1.41	1.70	0.18
股价	24.91	46.24	24.17	24.50	6.30
隐含 P/EVE（X）	13.6	11.0	17.2	14.4	34.8

资料来源：东方证券研究所

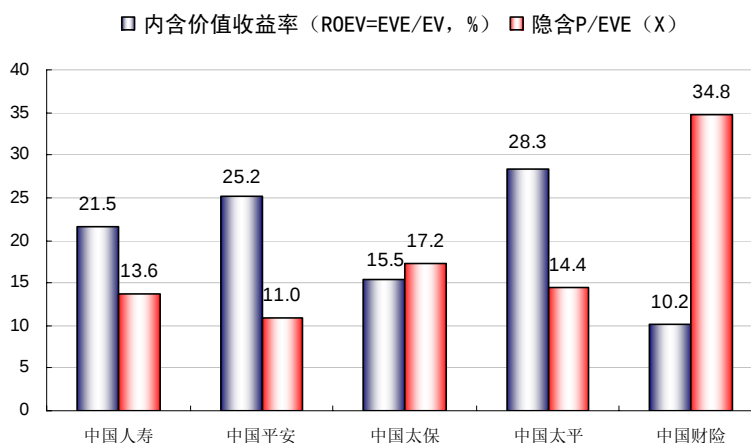
注 1：中国太平数据以港元计价（因其财报以港元计价），其他以人民币计价；

注 2：中国太平只公布了太平人寿内含价值，没公布集团内含价值，上表中的中国太平内含价值 = 应占寿险业务内含价值 + 其他业务净资产

注 3：中国财险业务重点在于财险，以净资产代替内含价值

注 4：以上 EVE 计算扣除了贴现率变动影响。09 年报中，平安将贴现率从 11.5% 降至 11%，太保从 12% 降至 11.5%。我们认为贴现率与投资回报率等金融相关假设的调整影响应该扣除，而死亡率、退保率等运营相关假设的调整影响应该包含。

图 2：内含价值收益率与隐含 P/EVE 倍数对比图



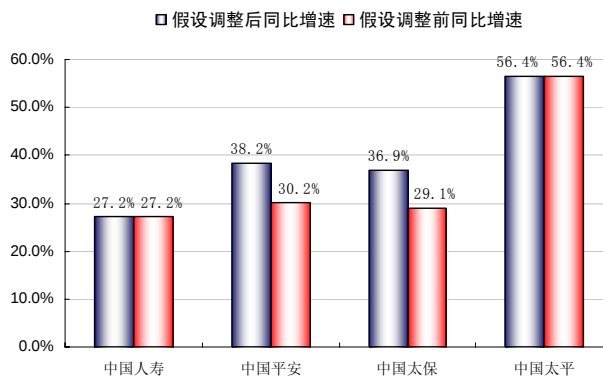
资料来源：公司财报，东方证券研究所

三、一年新业务价值增速：太平与平安领先

09 年各公司的一年新业务价值都呈现高速增长，平均增速超过 30%。太平增速最高，为 56.4%，其次为平安 38.2% 和太保 36.9%，再次为国寿 27.2%。

09 年报中，平安与太保降低了风险折现率，平安从 11.5% 降至 11%，太保从 12% 降至 11.5%。我们认为，贴现率与投资回报率等金融相关假设的调整影响应该扣除，而死亡率、退保率等运营相关假设的调整影响应该包含。

图 3：一年新业务价值增速对比图

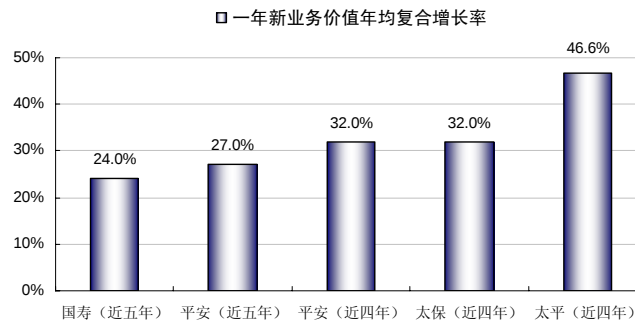


资料来源：公司财报，东方证券研究所

如果将平安和太保的风险折现率还原，那么其一年新业务价值增速分别为 30.2% 和 29.1%。

从最近四五年的历史看，太平的一年新业务价值 CAGR 最高，为 46.6%，其次是太保和平安的 32%，再次是国寿的 24%。

图 4：一年新业务价值近年 CAGR 对比图



资料来源：公司财报，东方证券研究所

比较各公司的规模保费、保费收入以及一年新业务价值增速，我们发现，规模保费与保费收入都不是预测一年新业务价值增速的良好指标。

09 年国寿一年新业务价值增长 27%，显著超越其规模保费的增速 -0.9% 以及保费收入的增速 3.9%，原因在于公司拉长了美满一生年金产品的缴费期，停售三年期、限售五年期、主推八年期和十二年期，这种产品结构的改善并不在规模保费和保费收入中直接体现；

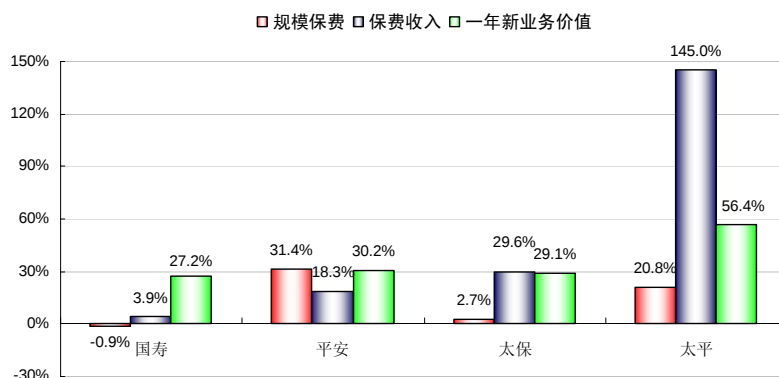
09 年平安一年新业务价值增长 30%，接近其规模保费的增速 31%，原因在于公司渠道结构一向优秀，个险优势相当强大，因此 09 年在同行调整结构时平安继续扩大规模，一年新业务价值增速接近于规模保费增速。

09 年平安一年新业务价值增速高于其保费收入的增速 18%，这就提示我们不要“歧视”保费存款，保费存款一样能带来一年新业务价值，即保费收入确认口径只是一种会计处理方式，并不是说保费收入的增速就意味着一年新业务价值的增速。

由此可知，所谓“保费收入确认率（= 保费收入 / 规模保费）”并没有太大意义，关键还在于一年新业务价值的增长。

09 年太保一年新业务价值增长 29%，明显超过其规模保费的增速 2.7%，接近其保费收入的增速 30%，原因在于公司优化银保业务，提高银保期交占比，而此举提高了“保费收入确认率”。由此可知，“保费收入确认率”只是在部分情况下适用。

09 年太平一年新业务价值增长 56%，与其规模保费增速 20.8% 及保费收入增速 145% 都相差甚远，由此进一步说明，规模保费和保费收入都不是一年新业务价值的良好预测指标。

图 5：保费增速与一年新业务价值增速对比图


资料来源：公司财报，东方证券研究所

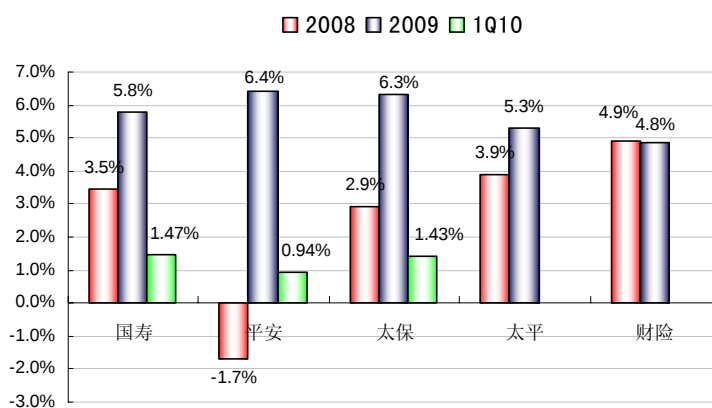
四、全投资收益率：平安领先

先看 09 年总投资收益率，平安最高，为 6.4%，其次是太保 6.3%、国寿 5.8%、太平 5.3%，再次是财险 4.8%。

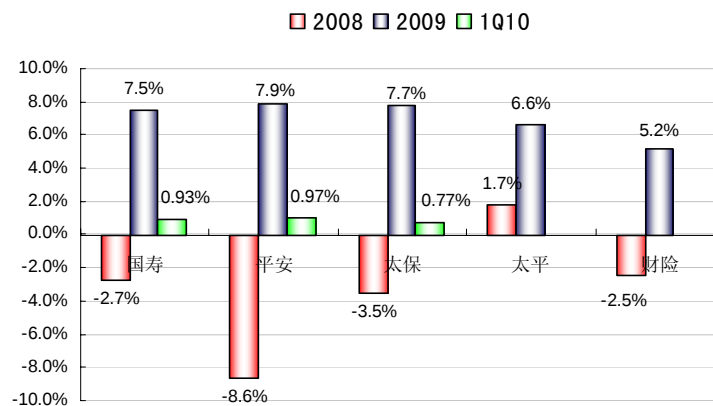
再看 09 年全投资收益率，平安最高，为 7.9%，其次是太保 7.7%、国寿 7.5%、太平 6.6%，再次是财险 5.2%。

今年一年度的全投资收益率，依然是平安最高，为 0.97%，其次是国寿 0.93%，再次为太保 0.77%。太平和财险未披露一季报。

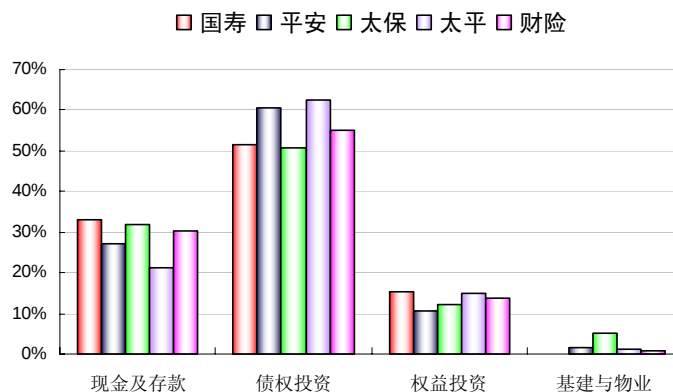
从投资资产结构看，09 年底权益类投资占比最高的是国寿，为 15.3%，最低的是平安，为 10.8%；债权投资占比最高的是太平，为 62.6%，最低的是太保，为 50.8%；基建与物业投资占比最高的是太保，为 5%。我们估计平安相对保守的投资资产结构有望在今年继续获得超越同行的投资业绩。

图 6：总投资收益率对比图


资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 7：全投资收益率对比图


资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 8：投资资产结构对比图


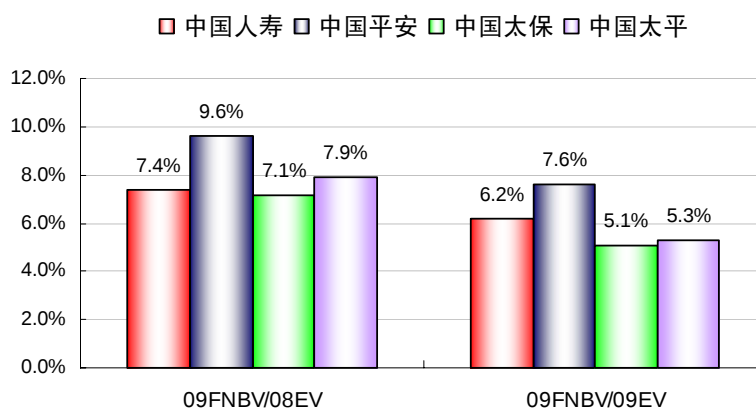
资料来源：公司财报，东方证券研究所

五、一年新业务价值占比：平安领先

之所以 09 年平安内含价值收益率领先同行，除了在一年新业务价值增速以及全投资收益率两方面领先以外，平安还具备一个“隐性优势”：即一年新业务价值占内含价值比例较高，这就使得同样 FNBV 增速下平安仍能享有较高的内含价值收益率。

09 年一年新业务价值占内含价值比例，平安最高，为 7.6%，其次为国寿 6.2%，再次为太平 5.3% 和太保 5.1%。

归根到底，原因在于平安多年之前就注重渠道结构优化，大力发展高附加值的个险业务，从而使得其承保能力领先同行，一年新业务价值沛然可观。可谓是“一步领先，步步领先”。

图 9：一年新业务价值占内含价值比例图


资料来源：公司财报，东方证券研究所

六、寿险费用率：平安领先

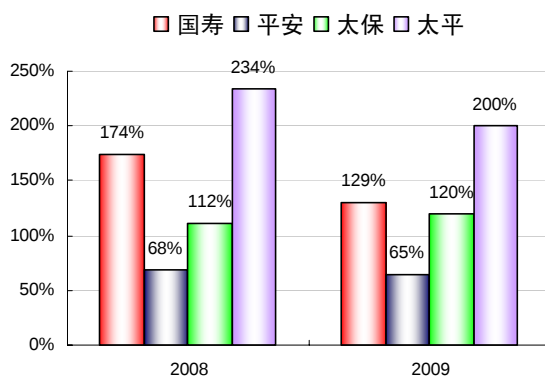
定义：寿险展业成本率 = 寿险手续费及佣金支出 / 一年新业务价值；

寿险维持成本率 = 寿险业务及管理费 / 寿险总资产。

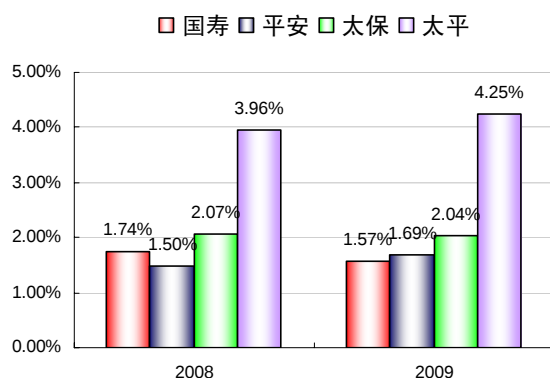
前者说明为了获得单位一年新业务价值而必须支付的成本，后者说明为了管理单位规模现有业务而必须支付的成本。

09 年寿险展业成本率平安最低，为 65%，其次为太保 120%、国寿 129%，再次为太平 200%。

09 年寿险维持成本率国寿最低，为 1.57%，其次为平安 1.69%、太保 2.04%，再次为太平 4.25%。

图 10：展业成本率对比图


资料来源：公司财报，东方证券研究所

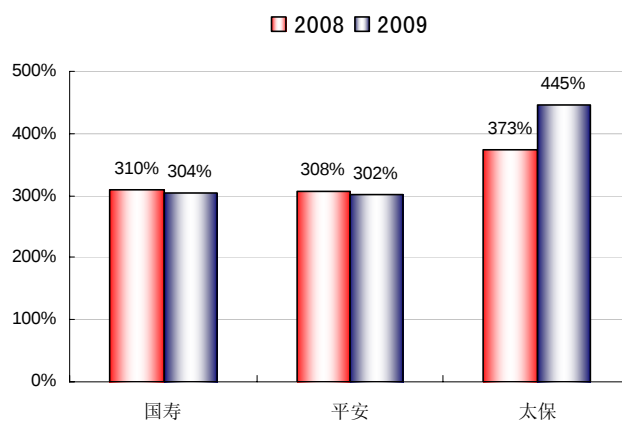
图 11：维持成本率对比图


资料来源：公司财报，东方证券研究所

集团偿付能力充足率：太保领先

09 年集团偿付能力充足率太保最高，为 445%，其次为国寿 304% 和平安 302%。

太平未披露集团偿付能力充足率，其再保险业务偿付能力充足率为 657%，寿险为 222%，财险为 192%。

图 12：集团偿付能力充足率对比图


资料来源：公司财报，东方证券研究所

内含价值营运效率：太平领先

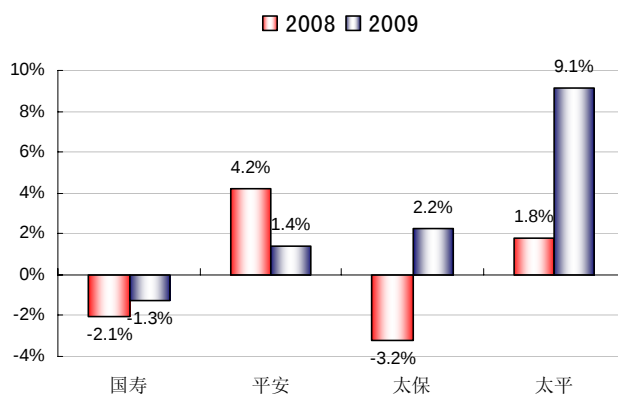
定义：内含价值营运效率 = (营运经验差异 + 其他经验差异) / 期初有效业务价值

该指标反映各公司实际营运效果与其内含价值报告精算假设之间的差异,正数说明实际营运效果优于精算假设,负数说明次于精算假设。

09 年内含价值营运效率太平最高, 9.1%, 其次是太保 2.2%和平安 1.4%, 再次是国寿-1.3%。

对比 08 年和 09 年, 我们发现太平和太保该指标的进步比较明显, 分别提高了 7.3pct 和 5.4pct。

图 13: 内含价值营运效率对比图

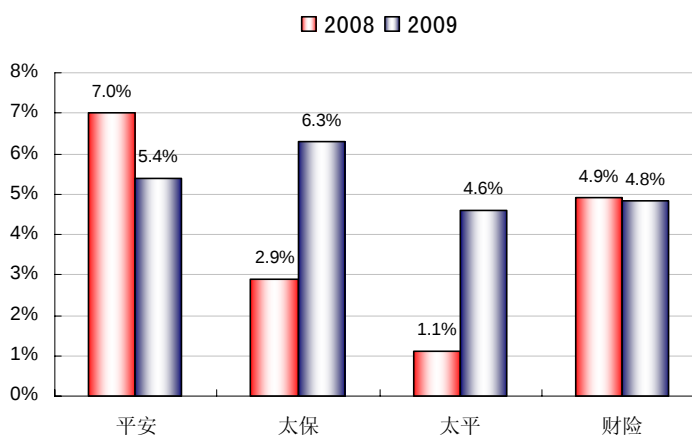


资料来源: 公司财报, 东方证券研究所

七、财险总投资收益率: 太保领先

09 年财险业务总投资收益率太保最高, 为 6.3%, 其次是平安 5.4%, 再次是财险 4.8%和太平 4.6%。

图 14: 财险总投资收益率对比图



资料来源: 公司财报, 东方证券研究所

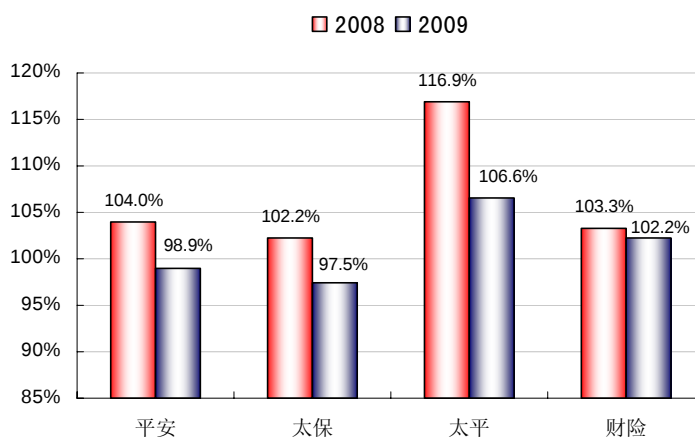
八、财险综合成本率：太保领先

09 年财险综合成本率：太保继续保持领先，为 97.5%，其次是平安 98.9%，再次是财险 102.2% 和太平 106.6%。

单看综合费用率，中国财险最低，为 33%，其次是中国太保 36.5%，再次是中国平安 41.9% 和中国太平 44.4%；

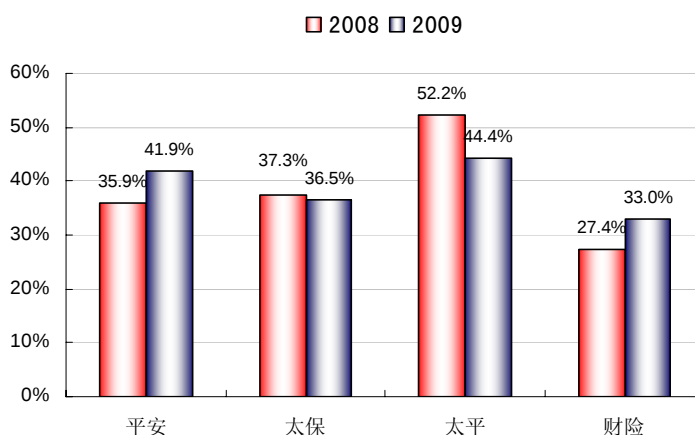
再看综合赔付率，中国平安最低，为 57%，其次是中国太保 61%，再次是中国太平 62.2% 和中国财险 69.2%。

图 15：财险综合成本率对比图

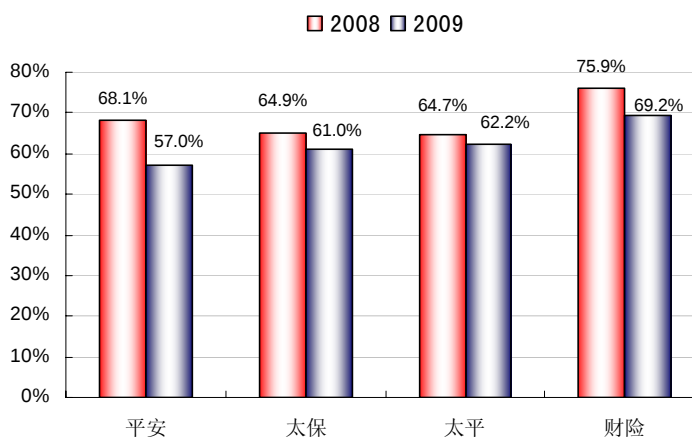


资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 16：财险费用率对比图



资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 17：财险赔付率对比图


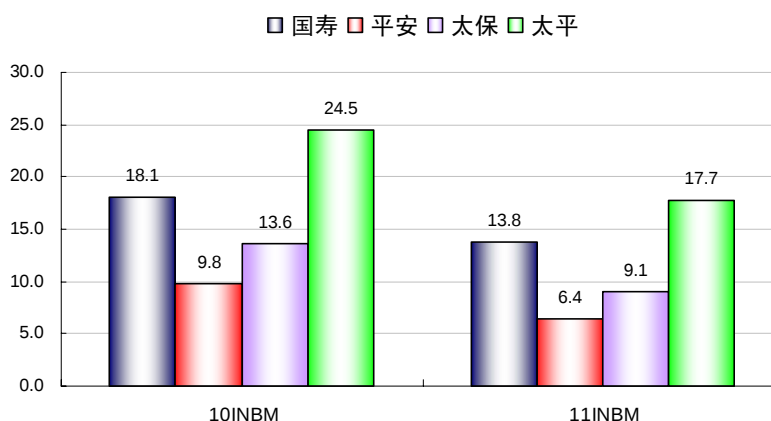
资料来源：公司财报，东方证券研究所

九、隐含新业务倍数与隐含 P/EVE 倍数：平安最低

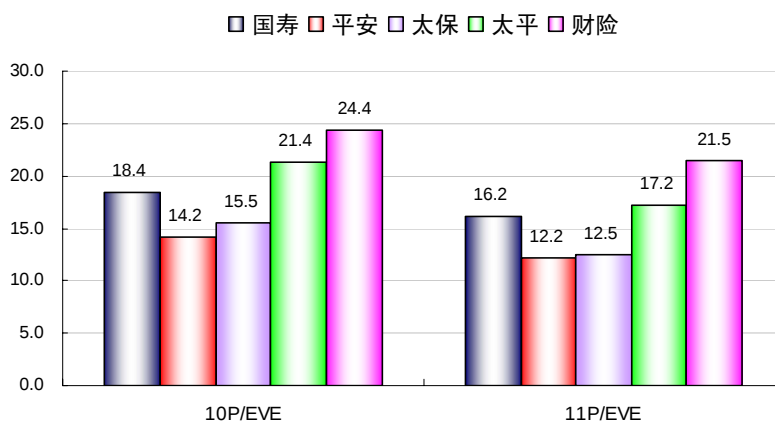
我们预估 2010 年各公司一年新业务价值增速为：国寿 20%、平安 25%、太保 20%、太平 40%，并假设今年 A 股市场上涨 10%，七年期国债到期收益率上升至 3.65%，由此推测各公司 2010 年底内含价值（如下表所示）及当前股价隐含新业务倍数和隐含 P/EVE 倍数。

目前股价隐含新业务倍数平安最低，为 9.8X，其次是太保 13.6X，再次是国寿 18.1X 和太平 24.5X。

目前股价隐含 P/EVE 倍数平安最低，为 14.2X，其次是太保 15.5X 和国寿 18.4X，再次是太平 21.4X 和财险 24.4X（P/BVE）。

图 18：股价隐含新业务倍数对比图


资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 19：股价隐含 P/EVE 倍数对比图


资料来源：公司财报，东方证券研究所

表 4：国寿内含价值预测表

单位：百万元，元/股	2009	2010	2011
期初内含价值	240,087	285,230	302,839
内含价值的预期回报	21,123	22,941	25,788
本期新业务的价值	17,713	21,256	25,507
营运经验的差异	(560)	0	0
投资回报的差异	19,590	(4,163)	(5,039)
评估方法和模型的变化	(1,155)	0	0
市场价值调整	(4,283)	(2,639)	(3,824)
汇率变动及其它	(785)	0	0
资本变动前年底 EV	291,730	322,625	345,270
派发股息/融资	(6,500)	(19,786)	(10,009)
资本变动后年底 EV	285,230	302,839	335,261
每股内含价值（元）	10.09	10.71	11.86
每股内含价值收益（元）	1.83	1.32	1.50

资料来源：东方证券研究所

表 5：平安内含价值预测表

单位：百万元	2009	2010	2011
寿险业务期初内含价值	69,643	100,704	117,813
内含价值的预期回报	7,431	8,631	10,260
一年新业务价值	12,654	15,818	18,981
假设和模型变动	(1,290)	0	0
风险贴现率变动	2,523	0	0
市场价值调整影响	4,989	(4,322)	(5,854)
投资回报差异	3,404	(1,148)	(1,975)
其他经验差异	601	601	601

资本变动前寿险 EV	99,956	120,283	139,826
派发股息/资本注入	748	(2,470)	(2,566)
资本变动后年底 EV	100,704	117,813	137,259
每股内含价值(元)	13.71	15.41	17.96
其他业务期初调整净资产	53,216	54,554	63,869
其他业务当年净利润	2,267	5,643	7,395
市场价值调整影响和其他调整	928	0	0
资本变动前其他业务期末调整净资产	56,410	60,197	71,264
平安寿险向集团分红	946	2,445	2,541
资本注入	6,579	3,430	698
股东股息	(1,102)	(2,204)	(3,977)
资本投资	(8,279)	0	0
其他业务期末调整净资产	54,554	63,869	70,526
集团期末内含价值	155,258	181,682	207,785
集团每股内含价值 (元)	21.14	23.77	27.18
每股内含价值收益 (元)	4.56	3.30	3.84

资料来源：东方证券研究所

表 6：太保内含价值预测表

单位：百万元，元/股	2009	2010	2011
寿险业务期初内含价值	42,769	50,605	68,209
内含价值预期回报	4,286	4,985	6,479
一年新业务价值	5,000	6,000	7,200
营运经验差异	4	0	0
红利分配差异	0	0	0
投资收益差异	3,038	599	250
评估方法、假设和模型的变化	458	0	0
风险贴现率变动	965	0	
市场价值调整	(3,264)	(2,319)	(3,299)
其他	409	409	409
资本注入	0	12,000	0
股东股息	(3,060)	(4,070)	(3,766)
寿险业务期末内含价值	50,605	68,209	75,483
集团其他业务期初调整后净资产	28,064	49,204	45,474
资本投资前净资产价值变化	2,882	5,483	6,128
资本投资	18,653	(9,213)	0
市场价值调整变化	(395)	0	0
集团其他业务期末调整后净资产	49,204	45,474	51,602
少数股东权益调整	(1,438)	(1,749)	(1,291)
期末集团内含价值	98,371	111,935	125,794
每股集团内含价值	11.60	13.02	14.63
每股内含价值收益	1.42	1.55	1.92

资料来源：东方证券研究所

表 7：太平人寿内含价值预测表

百万港元	2009	2010	2011
期初内涵价值	8,548	13,626	16,686
新业务之价值	1,353	1,894	2,368
内涵价值预期回报	797	1,166	1,430
假设及模型变化	(100)	0	0
投资回报差异	771	0	0
费用差异	143	0	0
税项差异	156	0	0
增入资本	1,590	0	0
其他经验差异	355	0	0
汇率收益	13	0	0
期末内涵价值	13,626	16,686	20,483
每股内含价值	8.01	9.80	12.03
每股内含价值收益	2.05	1.80	2.23

资料来源：东方证券研究所

注：上表预测的是太平人寿的内含价值，H 股上市公司中国太平（0966.HK）拥有太平人寿 50.05%的股权。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn