

推荐 (维持)

2010 年 8 月 19 日

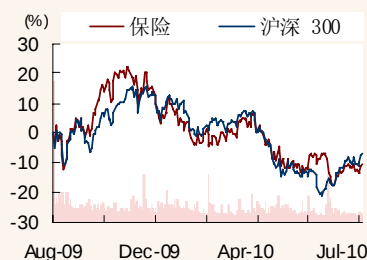
上证指数 2672

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	3	0.2
总市值 (亿元)	8740	3.9
流通市值 (亿元)	7868	5.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	8.3	-11.8	-11.8
相对表现	-4.1	-2.3	-5.5



相关报告

- 1、《保险行业估值体系重构专题报告：市盈率将主导估值》2010/5/10
- 2、《保险行业预定利率自由化专题报告》2010/7/20
- 3、《保险行业估值体系重构专题报告-市盈率将主导估值，平安重估空间巨大》2010/5/10
- 4、《保险行业预定利率自由化专题报告-短期推出或存不确定性，公司影响非常有限》2010/7/20

罗毅 CFA

 0755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn
 S1090208070228

洪锦屏

 0755-82960071
 hongjinping@cmschina.com.cn
 S1090210070016

保险公司的利润生成模式探究

保险公司研究图谱第一卷

自保费流入保险公司的瞬间起，到底是怎么样的机制和会计处理使其演变成最终列示于财务报表中净利润的呢？为了让投资者对保险公司有更清晰的了解和认识，本报告对此将进行详细的说明和探究。

- **实际收取的保费收入 ≠ 报表列示的保费收入。**新会计准则下，保险公司实际收取的保费收入需要根据保险产品承担保险风险的大小分类为保险合同与非保险合同区别对待。对于传统险和通过重大风险测试的保费被视为“真正”的保费，列于利润表的保费业务收入科目中；而万能险投资账户部分和未通过重大风险测试的保费被视为“伪”保费，列于资产负债表的保户储金及投资款中，对业绩不产生直接影响。由于保费的分拆处理衍生出保费确认率的新概念，被业内用于衡量各公司保费质量的直接指标，但是需要明确的是，保费确认率的高低仅仅是一种形式上的数字，对保险公司实际层面的业绩和市场占有率影响甚微，切忌仅以之作为评价保险公司好坏优劣的标准。
- **保险责任准备金之“谜”。**保险准备金的提取源于未来的支付义务，保险准备金的大小相当于预计未来现金流的现值。新准则下，对未来现金流的考虑更为充分合理，对贴现率的选择更加符合实际，所计量的准备金更加精确。保险责任准备金作为连通保费收入和投资资产的重要环节，对研究保险公司预测保险公司业绩起着举足轻重的作用。
- **三差益深入浅出解读保险公司利润表。**寿险业务的利润主要源自三差益（利差益、死差益、费差益），因此从三差益的角度去研究利润表有助于提高投资者阅读和分析保险公司的能力。死差益与存量准备金、费差益与保费收入均存在稳定的比例关系，体现的是保险公司的承保能力，可直接从利润表中的赔付、费用支出估算得出。利差益依赖于投资收益率，体现的是保险公司的投资能力，起着“双刃剑”的作用。随着保险公司承保盈利能力的提高，保险股在熊市中的高贝塔属性有望得以改善。
- **保险公司牛市中的高贝塔和熊市中的低贝塔属性有助于抬高保险股的投资价值。**未来随着保险公司的保障功能进一步提高，保险的前景更值得看好，维持保险行业推荐评级。看好的保险排序为：中国平安，中国太保，中国人寿。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
中国平安	46.51	0.09	1.87	2.14	24.9	21.7	4.0	强烈推荐 A
中国太保	24.42	0.17	0.85	0.98	28.7	24.9	2.7	审慎推荐 A
中国人寿	23.86	0.36	1.16	1.18	20.6	20.2	3.1	审慎推荐 A

资料来源：招商证券

正文目录

一、保费收入的分析逻辑.....	3
二、保险责任准备金之“谜”.....	6
三、保险公司利润表分析图谱.....	10

图表目录

图 1: 保险公司资产负债表分析图谱.....	3
图 2: 提取保险责任准备金与存量准备金关系.....	6
图 3: 寿险准备金计量方法.....	8
图 4: 保险公司的资金流程.....	9
图 5: 保险公司利润表分析图谱.....	10
图 6: 寿险运营模式.....	12
图 7: 保险公司研究思路.....	13
图 8: 保险行业历史 <u>PEBand</u>	13
图 9: 保险行业历史 <u>PBBand</u>	13
表 1: 各险种会计处理汇总.....	4
表 2: 中国平安规模保费与保费收入调节表.....	4
表 3: 三大保险公司保费确认率.....	5
表 4: 2009 年中国人寿存量准备金及提取准备金关系.....	7
表 5: 新旧准则寿险准备金参数对比.....	8
表 6: 新旧准则寿险准备金参数对比.....	9
表 7: 5 年期定期保险基本情况表（预定利率为 6%）.....	11
表 8: 5 年期定期保险死差益分析表（预定利率为 6%）.....	11
表 9: 5 年期定期保险死差益分析表（预定利率为 6%）.....	11
表 10: 5 年期定期保险利差益分析表（实际投资收益率为 7%）.....	12
表 11: 国际保险公司估值.....	14

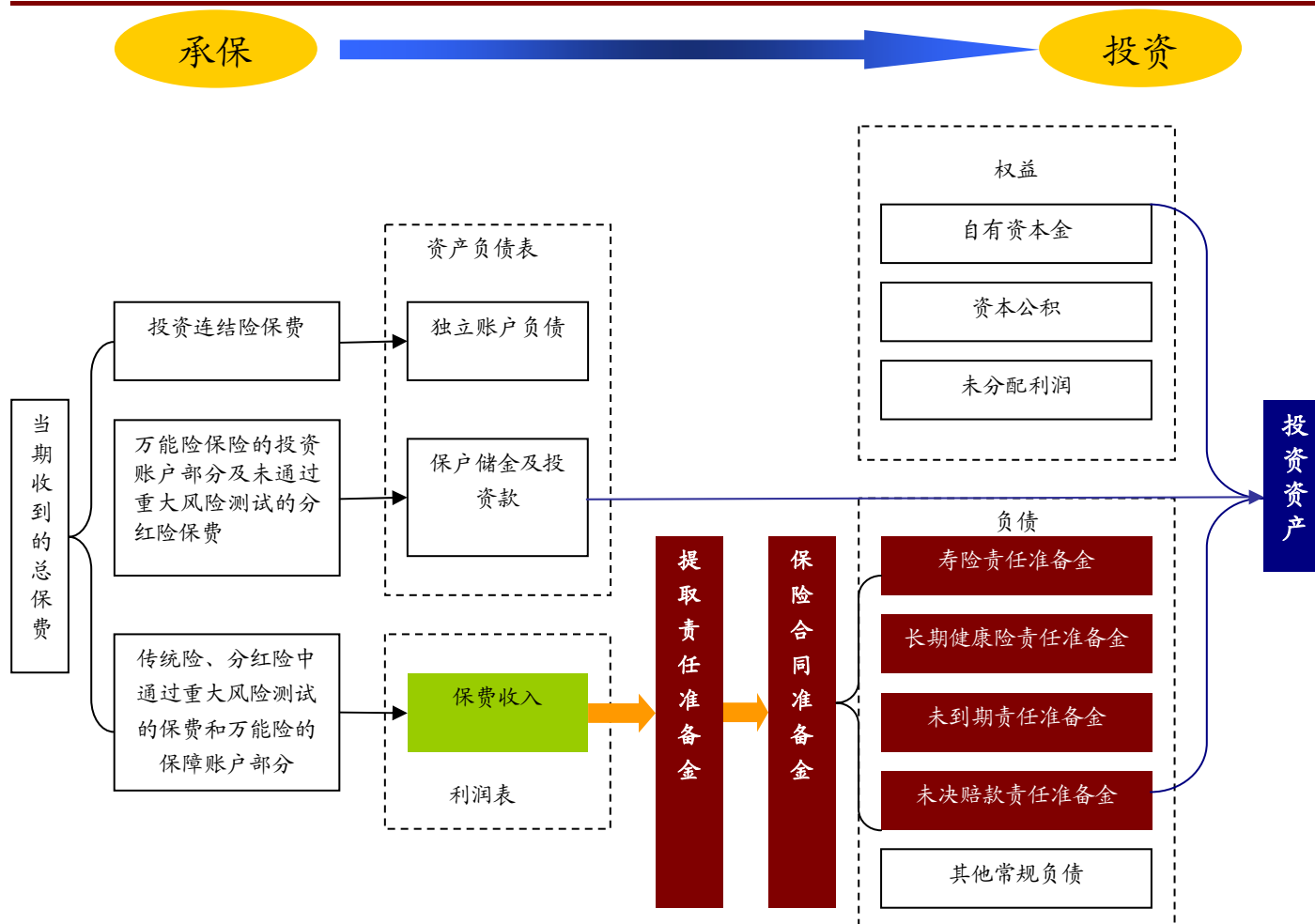
一、保费收入的分析逻辑

流入公司的保费在经过保险风险拆分后成为“确认”的保费收入，进入利润表。

众所周知，承保+投资是保险行业的两大核心业务。承保体现了保险的本源业务，即保险公司通过与投保人签署保单，一方面收取投保人保费，另一方面对投保人未来的不确定事项提供保障。一般而言，如果未来投保事项按乐观情形发生，则未来现金流支出的现值小于所收保费的现值，该笔保单实现承保盈利；而当未来投保事项不幸按悲观情形发生，则未来现金流支出的现值大于所收保费的现值，该笔保单实现承保亏损。此外，由于保费收入与未来现金流支出存在一定的时间差，保险公司可以利用保费在此时间差内进行适当的投资，以赚取投资收益。

关于保险公司经营模式的探讨已是老生常谈，但是，自保费流入保险公司的瞬间起，到底是怎么样的机制和会计处理使其演变成最终列示于财务报表中净利润的呢？为了让投资者对保险公司有更清晰的了解和认识，我们有必要在此对上述问题进行详细的说明和探究。

图 1：保险公司资产负债表分析图谱



资料来源：招商证券研发中心

实际收取的保费收入 ≠ 报表列示的保费收入。 保险公司承保的直接产物是保险合同，保险合同是指保险公司与投保人约定保险权利义务关系，并承担源于被保险人保险风险的协议。当发生保险合同约定的保险责任范围内的事故会导致保险公司承担赔付保险金责任或当被保险人死亡、伤残、疾病或达到约定的年龄、期限时保险公司承担给付保险金

责任的，保险公司承担了保险风险。而保险公司承担的除保险风险以外的风险则视为非保险合同。按照新会计准则，一份保单属于保险合同与否，直接影响着该保单所收取的保费在报表中的归类和列示。以寿险为例：

- 对于保险公司与投保人签订的合同，如果保险公司只承担了保险风险，则属于保险合同（传统险），会计处理上把该保单所收取的保费直接列于利润表中的保费业务收入科目。
- 对于保险公司既承担保险风险又承担其他风险的合同，如果保险风险部分和其他风险部分能够区分并单独计量的，需要将两者分列于报表的不同科目。以万能险为例，对于属于保险合同部分，记入利润表的保险业务收入，直接影响保险公司的业绩；而不属于保险合同，即投资部分，记入资产负债表的保护储金及投资款，不直接影响保险公司业绩。
- 如果保险风险部分和其他风险部分不能区分或不能单独计量的，以整体合同为基础进行重大保险风险测试，如果保险风险重大，将整个合同确定为保险合同，记入利润表。如果保险风险不重大，整个合同确定为非保险合同，记入资产负债表。

表 1：各险种会计处理汇总

险种	报表	科目
传统险	利润表	保费业务收入
分红险通过重大风险测试的保费	利润表	保费业务收入
万能险保障部分	利润表	保费业务收入
万能险投资部分	资产负债表	保户储金及投资款
未通过重大风险测试的保费	资产负债表	保户储金及投资款
投资连结险保障部分	利润表	保费业务收入
投资连结险投资部分	资产负债表	独立账户负债
财产险	利润表	保费业务收入

资料来源：招商证券研发中心

总而言之，在鼓励保险公司回归保险本源的核心思想下，直接列于利润表，影响保险公司表面业绩的保费收入要小于保险公司当期实际收取的保费收入，利润表中的保费业务收入科目并非完全反映保险公司当期的实收保费。

由此衍生出一个新的概念“保费确认率”。保费确认率是指本期实收保费中能够被确认并计入利润表中的保费收入的比例，目前业内一般以保费确认率的大小衡量保险公司的保费质量。同时需要指出的是，目前需要进行保险合同风险测试和分拆处理的绝大部分为寿险合同，财险合同并不存在上述问题，因此业内所说的保费确认率通常=寿险保费确认率。

$$\text{寿险保费确认率} = \frac{\text{利润表中寿险保费业务收入}}{\text{当期寿险规模保费收入}}$$

表 2：中国平安规模保费与保费收入调节表

	2009	2008
规模保费	173,277	129,383
减：未通过重大保险风险测试的规模保费	(3,016)	(2,836)
减：万能投连分拆至保费存款的部分	(58,048)	(37,444)
保费收入	112,213	89,103

资料来源：公司报表，招商证券研发中心

表 3：三大保险公司保费确认率

	中国人寿	中国平安	中国太保
2009	93.55%	54.06%	91.92%
2010 年一季度	94.35%	61.88%	91.7%
2010 年 1-5 月	96.49%	-	93.27%

资料来源：公司报表，CIRC，招商证券研发中心

投资者对此需要特别注意，保费被确认与否，通常仅影响保险公司报表层面的业绩和以被确认保费衡量的市场占有率，而对保险公司实际层面的业绩和市场占有率影响甚微，被确认保费的大小，保费确认率的高低仅仅是一种形式上的数字，切忌仅以此作为评价保险公司好坏优劣的标准。由于资本市场收益率的不断浮动，市场对于投资型保险产品的认可度随之调整，各保险公司的保费确认率也会有相应的变化。

二、保险责任准备金之“谜”

准备金的提取源于未来支付义务。

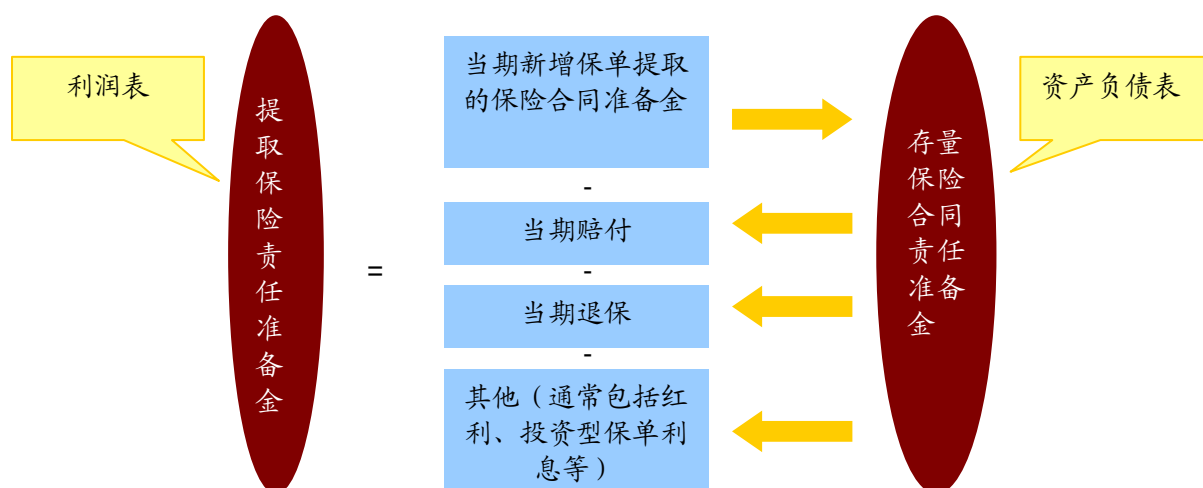
一般来说，资产负债表中的存量保险合同准备金即为保险公司各期计提的保险合同准备金净值之和。

按照保险合同的定义，一旦保险公司与投保人签订了保险合同，则保险公司作为债务人，需要承担未来当保险合同约定事项发生时，向投保人支付保险金的义务；而投保人作为债权人，有权在未来当保险合同约定事项发生时要求保险公司支付保险金的权利。为了避免保险公司当前把收取的保费花光导致未来无法支付保险金的事情发生，按照相关规定，保险公司承保新保险合同时要以未来因履行相关支付义务所需支出的合理估计金额为基础计提保险合同准备金，以确保保险公司未来能够顺利履行保险合同义务。当保险公司履行相应的保险支付义务，即当期实现赔付、退保、红利等支出后，未来所需支付的现金也相应减少，以往所多提的准备金也因此需要一并转出，由此，在旧准则下存在保险责任准备金提转差的说法， $\text{保险责任准备金提转差} = \text{当期提取的保险责任准备金} - \text{保险责任准备金的转出}$ 。

需要特别注意的是，在新准则下，取消了旧准则下保险责任准备金提转差的说法，直接以“提取保险责任准备金”科目取代，即“提取保险责任准备金”已经是扣除了当期赔付、退保、红利等其他支出后的提取保险责任准备金净值。

此外，资产负债表中的存量保险合同准备金即为保险公司各期计提的保险合同准备金净值之和。

图 2：提取保险责任准备金与存量准备金关系



资料来源：招商证券研发中心

表 4：2009 年中国人寿存量准备金及提取准备金关系

	08 年末	本年增加 额	本年减少额			09 年末	09 年存量准 备金净增加额		2009 年提 取准备金
			赔付款 项	提前解 除	其他				
未到期 责任准 备金	5,237	5,997	-	-	5,237	5,997	760	提取未到 期责任准 备金	735
未决赔 款准备 金	2,780	2,944	2,780	-	-	2,944	164	提取未决 赔款准备 金	156
寿险责 任准备 金	649,819	235,639	51,455	23,224	7,884	802,895	153,076	提取寿险 责任准备 金	153,076
长期健 康险责 任准备 金	5,029	2,151	101	96	655	6,328	1,299	提取长期 健康险责 任准备金	1,299
合计	662,865	246,731	54,336	23,320	13,776	818,164	155,299		155,266

资料来源：公司报表，招商证券研发中心

保险合同准备金按功能或目的分，主要分为四大类：未到期责任准备金、未决赔款准备金、寿险责任准备金和长期健康险责任准备金。其中

- 未到期责任准备金是指保险公司作为保险人为尚未终止的非寿险业务保险责任提取的准备金。
- 未决赔款责任准备金是指保险公司作为保险人为非寿险保险事故的赔案提取的准备金，包括已发生已报案未决赔款准备金、已发生未报案未决赔款准备金和理赔费用准备金。
- 寿险和长期健康险责任准备金是指保险公司作为保险人为承担尚未终止的人寿和长期健康保险责任而提取的准备金。

由于非寿险承保周期短，通常不需要考虑时间价值，因此未到期责任准备金和未决赔款责任准备金计量简单，波动性小。

而寿险和长期健康险承保周期长，通常跨度达几十年，因此计量寿险和长期健康险准备金必须对未来现金净流量做出估算，并考虑时间价值，这使得寿险和长期健康险准备金的大小严重依赖于各种假设，如保险事故发生率、退保率、费用假设、保单红利假设、折现率等，使得寿险和长期健康险计算复杂，波动大，直接影响着保险公司的业绩。

寿险准备金的计量

新准则的实施对保险公司影响最大的莫过于寿险和长期健康险准备金的计量，因此有必要在此对其进行较为详细的分析，帮助投资者更好地把握保险公司报表的“核心”。

在新准则下，寿险准备金的计量采用更为合理的贴现未来现金流法。尽管在法定准备金法（旧准则）下，寿险准备金并非单纯的用贴现未来现金流法计量，但大体思路也与其类似，为了更好地进行对比分析，我们假设旧准则下寿险准备金也使用贴现未来现金流法计量。在计算方法相同的条件下，两者的主要区别来源于未来现金流和贴现率两大核心参数。

在旧准则下，用于贴现的未来现金流出只包括了死亡和生存给付，而对退保和维持费用

在新会计准则下，影响寿险准备金计量的两大因素：现金流预测和贴现率假设均更加贴近实际。

不予考虑；此外允许保险公司根据自身情况提取未来属于保单持有人和公司股东的分红和保单利息分别作为分红特储和万能平滑准备金。**也就是说旧准则下，用于计量寿险准备金的预测未来现金流支出包括死亡和生存给付、分红特储、万能平滑。**同时，在贴现率的使用上，旧准则对99年前后的保单进行了区分处理，其中对于99年前所签订的高利率保单按照7.5%与定价利率孰低原则选择贴现率，对于99年后的保单采用2.5%作为贴现率，因此在行业内经常听到所谓哪家公司存在多少高利率保单，哪家公司的业绩不真实，风险大等等说法。

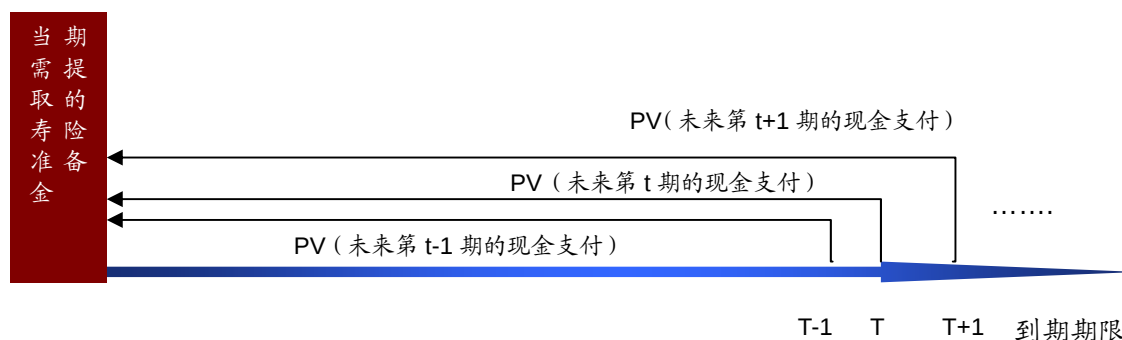
而在目前新准则下，未来现金流和贴现率两大核心参数均向实际靠拢。其中对于未来现金流的估算弥补了旧准则的缺陷，把原来所忽略的退保和维持费用考虑进来，同时把原来允许保险公司计提的归属公司股东的分红特储和万能平滑剔除（注：有说法曾指出新准则完全取消了分红特储和万能平滑准备金并不准确），仅考虑了归属保单持有人的未来分红和保单利息，这样使公司所计提的准备金完完全全针对于单个保单的未来的所有支出，既不少考虑退保和费用支出，也不多考虑属于公司股东而不属于单个保单的支出。在贴现率的使用上，新准则摒弃了旧准则按高低利率保单的区别对待计算方法，直接使用市场利率对准备金进行计量，因此目前已不存在所谓的高利率保单说法。投资者对保险公司报表的阅读和理解也因此更为直观。

表 5：新旧准则寿险准备金参数对比

	新准则	旧准则
未来现金流：		
死亡和生存赔付	Y	Y
退保	Y	N
费用	Y	N
分红特储	仅考虑未来需要向保单持有人支付的分红险分红	考虑未来需要向保单持有人和公司股东支付的分红险分红
万能平滑	仅考虑未来需要向保单持有人支付的万能险利息	仅考虑未来需要向保单持有人支付的万能险利息
贴现率：	传统险保单：以 750 个工作日国债收益率曲线的移动平均为基准，加不超过 150 个 BP 的溢价确定。 非传统险保单：以未来预期投资收益率确定	99 年前保单按照 7.5%与定价利率孰低原则； 99 年后保单采用 2.5%

资料来源：招商证券研发中心

图 3：寿险准备金计量方法



资料来源：招商证券研发中心

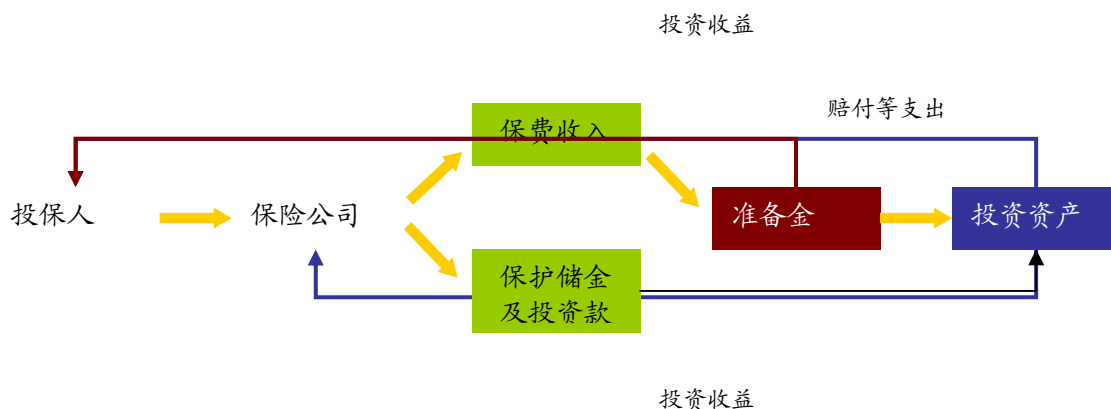
由于准备金的计量对各假设敏感性较高，某些假设的细微变化均会导致公司业绩的较大波动，而各公司所采用的假设均存在一定差异，从而导致保险公司间报表层面的业绩不具可比性，虽然可以通过报表中所披露的各参数敏感性分析进行统一，但按此法所估算的结果仍相当粗略，实操性不强。可喜的是，在实际投资预测中，我们通常是以公司历史业绩和经营结构为基础预测公司未来业绩，只要公司持续经营，经营结构不变，使用的精算假设维持稳定，我们大可不必理会公司间不同的精算假设，即可较好的预测公司未来业绩。

表 6：新旧准则寿险准备金参数对比

		2009		2008	
		非传统险	传统险	非传统险	传统险
中国人寿		4.4%-5.0%	2.69%-5.32%	3.5%-5.0%	2.81%-4.95%
中国平安		4.5%-5.5%	2.83%-5.48	-	-
中国太保		4.65%-5.2%	2.89%-5.55%	4.5%-5.2%	3.26%-5.5%

资料来源：公司报表，招商证券研发中心

保险公司与投保人签订保险合同，保险公司承诺在未来约定事项发生时履行相应的义务，同时也获得了保费资金的使用权，从事相关投资业务，赚取投资收益。因此保险公司的投资资金一般来源于资本金、各种准备金、资本公积、未分配利润等。

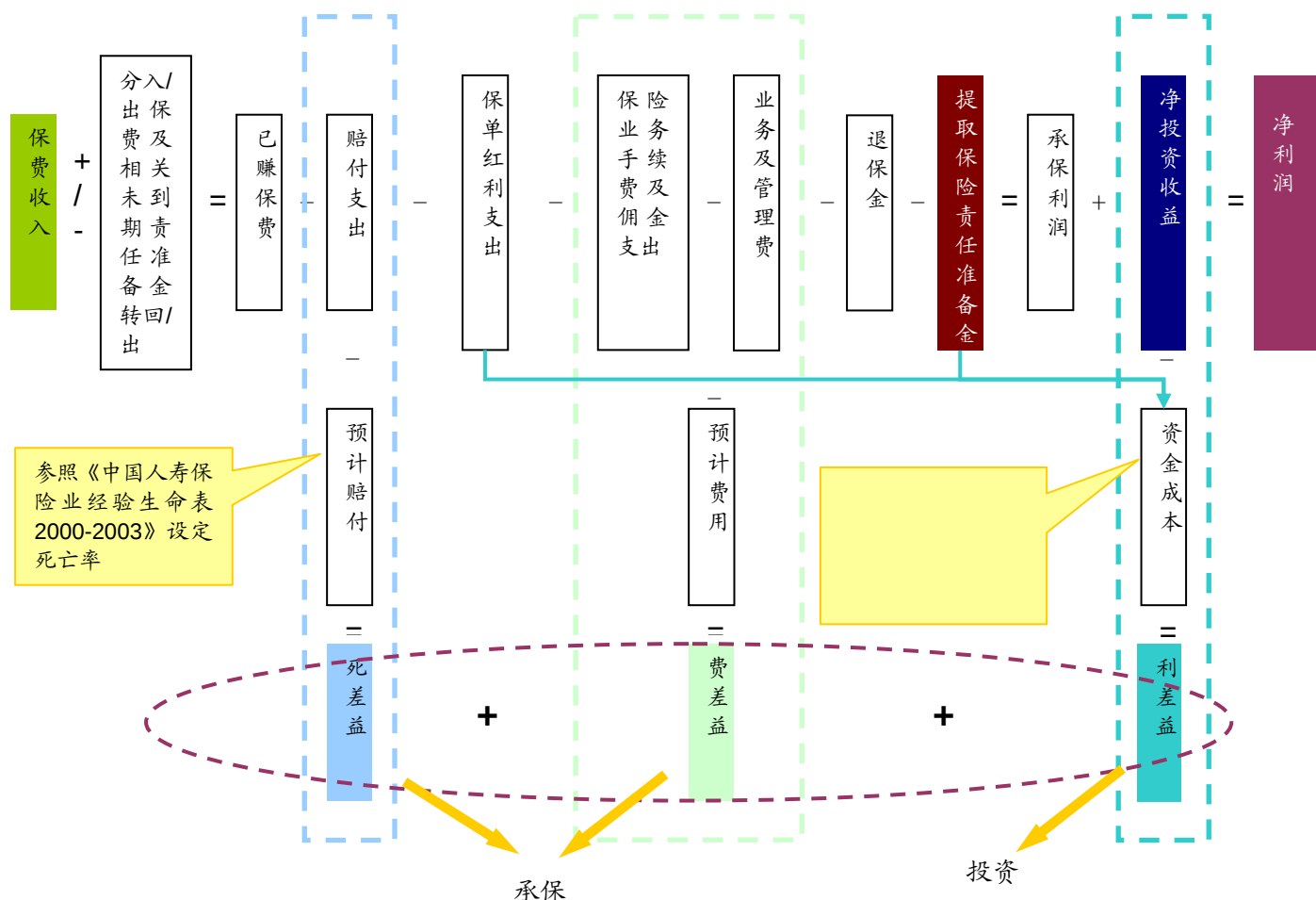
图 4：保险公司的资金流程


资料来源：招商证券研发中心

三、保险公司利润表分析图谱

寿险业务的利润主要源自三差异（利差益、死差益、费差益），因此从三差异的角度去研究有助于提高投资者阅读和分析保险公司利润表的能力。

图 5：保险公司利润表分析图谱



资料来源：招商证券研发中心

死差益是由于实际死亡率与预定死亡率有差异，保险公司按照预定死亡率收取的纯保费支付实际保险成本后尚有盈余而产生的利益。目前保险业内惯例一般是按照《中国人寿保险业经验生命表（2000-2003）》设定死亡率，从而预测未来死亡及相关生存赔付。由于死亡分布符合大数定律，在样本足够大的条件下，所假设的死亡率偏差和波动不大，因此保险公司每年所获死差益与历史累积承保业务即存量准备金额成一定的相关关系。死差益可以此根据利润表中的赔付支出科目推算得出。下面通过简单的例子模拟死差益的实现：

假设投保一份 5 年期定期死亡保险 10000 元，年缴纯保费 388 元（预定利率为 6%），当实际死亡人数与预计死亡人数不一致时，即出现死差益。

表 7：5 年期定期保险基本情况表（预定利率为 6%）

期限	平准保费 (1)	年初人数 (2)	保费收入 (3)=(1)*(2)	期初预收保费 余额(4)	死亡人数 (5)	保险给付 (6)=(5)*10000	期末预收保费余额 (7)=[(3)+(4)]*1.06-(6)
1	388	100	38800	0	2	20000	21128
2	388	98	38024	21128	3	30000	32701
3	388	95	36860	32701	4	40000	33735
4	388	91	35308	33735	5	50000	23186
5	388	86	33368	23186	6	60000	0

资料来源：招商证券研发中心

表 8：5 年期定期保险死差益分析表（预定利率为 6%）

期限	平准保费	年初人数	保费收入	期初预收 保费余额	实际死亡 人数	保险给付	按基本情况期末 预收保费余额	实际期末预 收保费余额	当期死差 益
1	388	100	38800	0	1	10000	21128	31128	10000
2	388	99	38412	21128	4	40000	32701	23112	-9589
3	388	95	36860	32701	3	30000	33735	43735	10000
4	388	92	35696	33735	6	60000	23186	13597	-9589
5	388	86	33368	23186	5	50000	0	9947	9947

资料来源：招商证券研发中心

按照三差损益的框架去研究保险公司有助于投资者阅读利润表以及分析保险股的贝塔属性。

费差益是指年度内保费收入中的附加保费（即所收保费中用于支付预定费用的部分）大于实际支出费用的差额。承保一份保单通常需要发生体检费、核保费、经纪人佣金或银行手续费等相关费用支出，如果公司的经营、渠道结构和成本控制能力并非发生较大变化，保单费用/保费收入和预计保单费用/实际保单费用应趋于固定。费差益即可根据利润表中实际发生的相关费用估算得出。

总体而言，死差和费差益相对稳定，体现的是保险公司的承保能力。

利差益指保险公司资金运用的实际投资收益率与预期利率的差额。与死差益和费差益不同的是利差益完全依赖于保险公司当期的投资收益，体现的是保险公司的投资能力，因此波动也较死差和费差益大，保险公司业绩的大起大落，高贝塔属性也正源于此。就寿险产品而言，不同类型产品的预定利率即资金成本各不相同，保险公司财务报表也仅披露了相关各类产品的成本利率区间（即上述表 6 所指出的计量准备金的贴现率）。为了测算各保险公司各产品的单位利差损益，在此我们取保险公司各产品的成本利率区间中值作为保险公司投资的资金成本。经测算，2009 年收益于投资环境好转，三大保险公司均实现了较高的投资收益率，因此各保险产品均实现了单位利差益，其中国寿由于没有高利率保单的负担，传统险单位利差益最高；平安由于投资收益率最高，分红和万能险单位利差益最高。

表 9：5 年期定期保险死差益分析表（预定利率为 6%）

	中国人寿	中国平安	中国太保
投资收益率	5.78%	6.4%	6.3%
传统险资金成本	2.5%*	4.155%	4.22%
非传统险资金成本	4.7%	5%	4.925%
传统险利差益	3.28%	2.25%	2.08%
非传统险利差益	1.08%	1.40%	1.38%

*国寿此前没有高利率保单，因此传统险资金成本直接使用 2.5%

资料来源：公司报告，招商证券研发中心

为了更清楚地分析利差益的实现，我们改进一下上述的例子模拟利差益的实现：假如实际死亡人数与预计死亡人数一致，而当前的实际投资收益率为 7% 大于基本情况的预定

利率 6%，利差益随之而产生，而当实际投资收益率小于预定利率 6% 时，则遭受利差损。

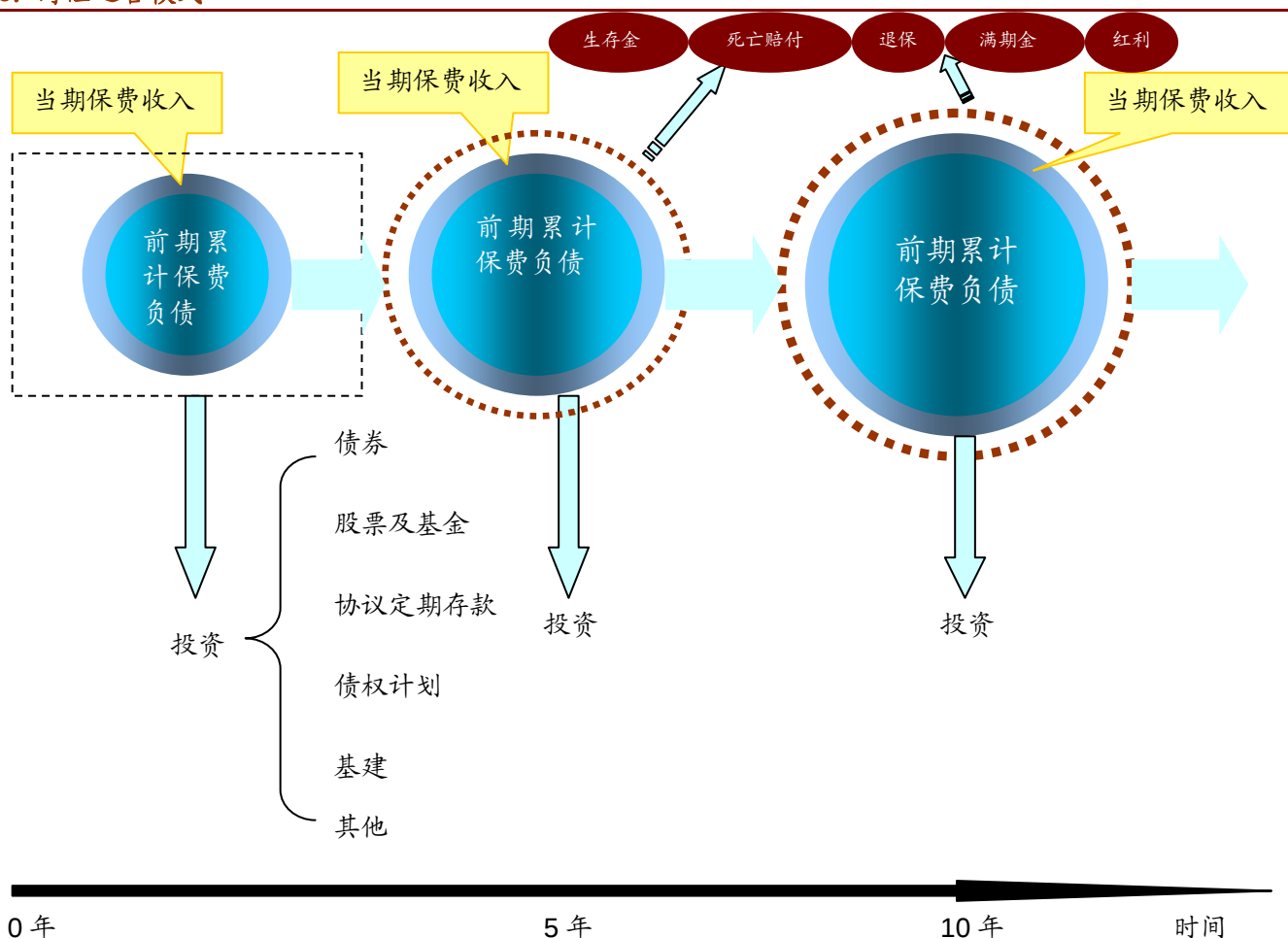
表 10：5 年期定期保险利差益分析表（实际投资收益率为 7%）

期限	平准保费	年初人数	保费收入	期初预收保费余额	实际死亡人数	保险给付	期末预收保费余额	实际期末预收保费余额	当期利差益
1	388	100	38800	0	2	20000	21128	21516	388
2	388	99	38412	21128	3	30000	32701	33293	592
3	388	95	36860	32701	4	40000	33735	34430	695
4	388	92	35696	33735	5	50000	23186	23876	690
5	388	86	33368	23186	6	60000	0	513	513

资料来源：招商证券研发中心

上述曾提到保险公司的投资资产主要来源于各种准备金，而准备金的产生简单而言是由于保费收入的提前收取和赔付等相关支出的滞后发生之间存在时间差，正是由于时间和保费双驱动，使保险公司的投资资产持续不断的快速递增，受益于业务周期的长期性，寿险业的投资资产快速递增效应尤为明显。

图 6：寿险运营模式



资料来源：招商证券研发中心

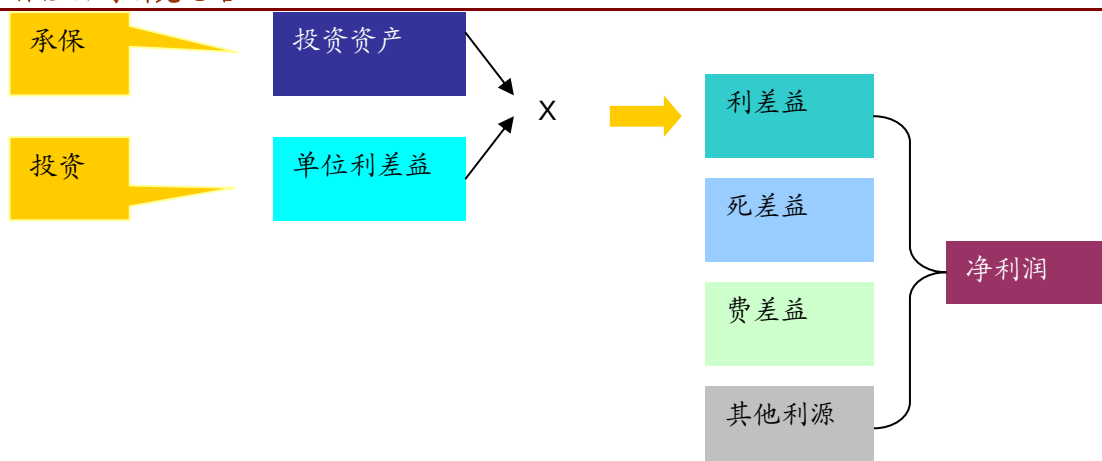
保险公司的投资收益在“价”上（即单位利差益）可正可负，“量”上（即投资资产）长期维持稳定快速增长，由此可见，保险公司的投资是一把“双刃剑”，可上天堂，可下地狱，保险股的高贝塔属性显而易见。

然而，随着保险公司经营的持续改善和新准则实施，保险公司的承保业务已不再仅仅是为投资业务而融资的“辅助”业务，大部分寿险公司已实现承保盈利，为公司业绩提供了重要的保证和支撑。此外，连续稳定的投资现金流入有助于提高保险公司应对市场，平滑投资收益的能力。随着保险行业跨入真正的“承保+投资”双驱动营运时代，保险股在熊市中的高贝塔属性将获得明显改善。

通过上述较为详尽的分析和说明，相信投资者对陌生的保险公司经营和报表已有进一步的了解和认识，总体而言，对保险公司的研究大致可归纳为下面几方面：

- 研究行业经营环境和公司的承保能力，预测公司未来保费收入及保费结构，并据此进一步预测公司投资资产的增长和规模；
- 研究外部投资环境和公司的投资能力，预测公司未来的投资收益率并预测公司未来的利差益总额；
- 研究公司的产品设计能力、核保理赔能力、成本费用控制能力可以预测未来的死差益和费差益。
- 综合考虑，即可对保险公司有较为深入的认识和业绩预测分析。

图 7：保险公司研究思路



资料来源：招商证券研发中心

图 8：保险行业历史PEBand

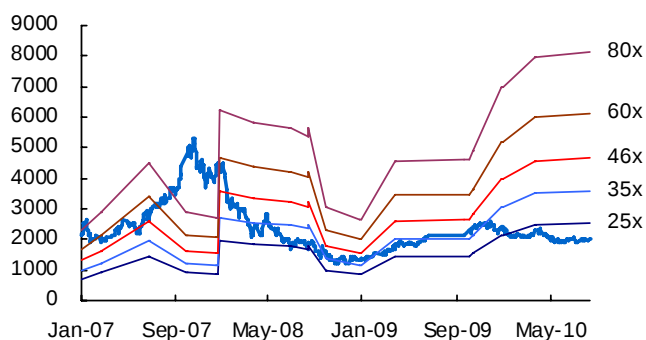
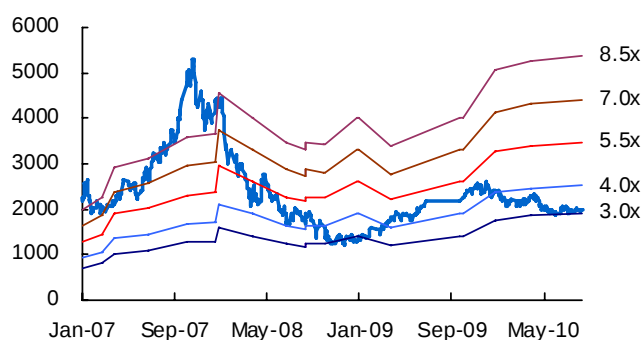


图 9：保险行业历史PBBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心；
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

表 11: 国际保险公司估值

公司名称	股价	09EPS	10EPS	P/E	PB	市值 (亿)
澳大利亚						
安盛亚洲太平洋保险	5.5	0.28	0.34	18.03	2.49	114
安保险	5.32	0.40	0.44	14.50	4.19	110
加拿大						
MANULIFE FINANCIAL CORP	12.66	0.16	1.82	--	0.85	224
POWER FINANCIAL CORP	28.3	2.24	2.67	12.81	1.81	200
GREAT-WEST LIFECO INC	24.5	1.92	2.27	13.12	1.99	232
SUN LIFE FINANCIAL INC	25.5	2.47	3.01	18.75	0.91	145
欧洲						
CNP ASSURANCES	14.52	1.91	2.10	13.57	2.97	87
ING	7.388	1.06	1.35	403.83	0.60	283
英国						
保诚保险	583.5	0.45	0.53	10.55	2.06	147
英国耆卫保险公司	125	0.15	0.17	27.78	0.85	68
LEGAL & GENERAL GROUP PLC	93.25	0.12	0.13	4.29	1.30	55
标准人寿保险	213.6	0.16	0.18	12.14	1.33	47
日本						
T&D HOLDINGS INC	1738	96.80	102.70	20.61	0.94	5922
SONY FINANCIAL HOLDINGS INC	275000	18390.80	19770.10	12.43	2.22	5981
台湾						
国泰金融控股	49.25	1.39	2.00	46.17	2.70	5001
新光金融控股	11.75	0.32	0.59	--	0.97	924
台湾人寿	34.1	4.19	--	5.31	2.17	253
中国人寿 (台湾)	27.6	1.74	2.01	14.96	1.92	472
美国						
大都会	39.24	4.36	5.31	8.40	0.86	356
保德信	55.68	5.87	6.57	9.26	0.87	260
美国家庭人寿保险	48.27	5.46	5.98	9.30	2.27	227
UNUM GROUP	21.03	2.74	3.01	7.91	0.78	69
PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	23.01	2.71	2.91	8.28	0.88	74
CONSECO INC	4.96	0.59	0.68	6.79	0.30	12
TORCHMARK CORP	51.15	6.32	6.75	8.29	1.06	41
STANCORP FINANCIAL GROUP	37.07	4.56	5.15	7.76	0.91	17
LINCOLN NATIONAL CORP	22.46	3.44	3.77	6.59	0.56	71
DELPHI FINANCIAL GROUP-CL A	24.24	3.39	3.73	6.83	1.01	13
PROTECTIVE LIFE CORP	20.65	2.72	2.90	5.97	0.57	18
AIG	36.42	5.11	4.17	--	0.97	254

资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

注: 单位为当地货币

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名，2007年度第三名，证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名，2007年度第二名，金融时报(FINANCIAL TIMES)2007年度最佳分析师金融行业第二名，目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。