

保险行业四季度投资策略

净资产三季度有望大幅回升，安全边际平安最高

曹恒乾 研究员 缴文超 研究助理 温重伟 研究助理
电话: 020-87555888-419 电话: 020-87555888-407
eMail: chq@gf.com.cn eMail: jwc2@gf.com.cn

寿险保费增速强劲，净资产保持稳定，盈利能力有保障

从整个寿险行业来看，10年呈现出繁荣的景象，2010年1-7月的寿险原保费收入达到6127亿元，同比增长34%，整个行业依然处于一个强劲的上升期。三家上市保险公司在上半年指数下跌26%的情况下，净资产基本保持不变，中国平安甚至大幅上升了7.8%，超出市场预期，说明了在承保利润以及固定收益类资产的投资收益保障下，保险公司的盈利能力是十分稳健的。

承保利润分化，净资产安全边际平安最高，人寿次之

对于保险公司而言，净资产指标比净利润指标更具参考价值。由于投资帐户综合成本以及承保利润率的不同，三家上市保险公司净资产盈亏平衡对应的实际投资收益率分化明显，其中，得益于较低的投资帐户成本以及较高的承保利润率（约为5.5%），中国平安在实际投资收益率-2.53%的情况下，依然可以保持净资产不变，净资产的安全边际最高，中国人寿次之，为0.05%，而中国太保由于承保利润率较低（约为0.9%），净资产盈亏平衡对应的实际投资收益率至少为1.40%。

净资产三季度有望大幅回升

我们对净资产的影响因素进行细分，一方面是承保利润对净资产的提升；二是银行存款和债券（包括交易性、可供出售、持有到期类债券）的利息收入；三是投资资产（债券净价、股票价格）的公允价值变动（包括交易性金融资产、可供出售类金融资产）对净资产的影响。三季度保险公司净资产有望显著回升（中国平安8.5%，中国人寿6.2%，中国太保4.4%）。

投资建议与风险提示

我们认为从净资产变动分析来看，中国平安业绩风险最小，业务结构进一步优化，新业务价值增速高于保费增速，预测2010年EPS2.59元，评估价值70.42元，给予买入评级；中国人寿未释放浮盈较多，且09年下半年保费收入基数低，下半年业绩增长有望提速，预测2010年EPS1.28元，评估价值32.00元，给予买入评级；中国太保保费增速高于市场平均水平，产险业绩贡献提高，预测2010年EPS1.05元，评估价值28.35元，给予买入评级。

未来存在利率风险，重大灾害风险以及资本市场大幅波动的风险。

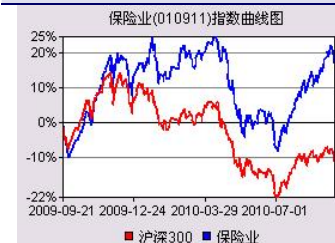
行业评级



前次评级

买入

行业走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
行业指数	6.43%	18.11%	20.75%
沪深300	-1.28%	6.13%	-10.57%

目录索引

一、投资要点	4
二、寿险保费增速强劲，净资产保持稳定，提升市场信心	5
（一）寿险保费继续保持强劲升势，新业务价值提升显著	5
（二）上半年净资产基本保持不变，稳定市场信心	7
三、承保利润分化，净资产安全边际平安最高，人寿次之	8
（一）保险公司净资产变动更能反映实际经营状况	8
（二）考虑浮盈（亏）投资收益率对净资产的盈亏平衡分析	9
四、净资产三季度有望大幅上升	12
（一）上半年净资产变动及测算模型建立	12
（二）三季度净资产有望显著提升，平安升幅最大	15
四、重点公司	18
（一）中国平安，业绩超预期，净资产安全边际最高	18
（二）中国人寿，浮盈较多，基数低，期待下半年增速加快	18
（三）中国太保，保费高增长，产险业绩有突破	19
五、风险提示	20
（一）利率风险	20
（二）重大灾害风险	20
（三）资本市场波动风险	20

图表索引

图 1: 寿险行业保费收入情况（亿元）	5
图 2: 平安寿险保费收入情况（亿元）	5
图 3: 中国人寿保费收入情况（亿元）	6
图 4: 太保寿险保费收入情况（亿元）	6
图 5: 2010H1 新业务价值及增速（亿元）	7
图 6: 保险公司上半年净资产及市场指数涨跌幅对比	8
图 7: 2010H1 投资收益率及扣除融资、分红影响后净资产变动	9
图 8: 2010H1 考虑浮盈（亏）投资收益率及扣除融资、分红影响后净资产变动	10
图 9: 投资资产各帐户占比	11
图 10: 保险公司净资产变动的驱动因素	13
图 11: 保险公司 09 年末寿险投资资产结构	13
图 12: 中国平安上半年净资产变动（亿元）	14
图 13: 保险公司出现利差损益的风险不大	15
图 14: 中国平安三季度净资产变动（亿元）	16

图 15: 平安寿险新业务价值增速高于保费增速 (亿元)	18
图 16: 中国人寿税前浮盈 (亿元)	19
图 17: 中国人寿保费收入和新业务价值在下半年增速有望加快 (亿元)	19
表 1: 2010H1 保险公司净资产变动 (亿元)	7
表 2: 中国平安 2010 年利差益分析 (亿元)	10
表 3: 2010H1 保险公司实际投资收益率 (亿元)	10
表 4: 实际投资收益率对净资产的盈亏平衡分析 (亿元)	11
表 5: 2010H1 保险公司净资产变动 (亿元)	12
表 6: 2006-2009 债券和银行存款投资收益率对比	12
表 7: 2010H1 净资产变动测算模型 (亿元)	14
表 8: 三季度净资产变动预测模型 (亿元)	16
表 9: 2010 下半年净资产变动预测模型 (亿元)	17
表 10: 上证指数对净资产变动的敏感性分析	17
表 11: 中国太保各项业务利润收入及结构 (亿元)	20

一、投资要点

本文我们从保险公司净资产变动的角度来衡量公司的经营状况,通过净资产变动的影响因素分解对其作出预测,并分析净资产盈亏平衡对应的投资收益率,以此来作为我们推荐公司的重要参考。之所以用净资产来代替净利润作为主要的参考指标,一方面是因为考虑到保险公司的投资资产中有大量的可供出售金融资产,这部分资产中尚未出售的部分,其公允价值的变动通过浮盈(亏)的形式隐藏在利润表之外,在净利润中无法反映投资资产实际的损益情况;另一方面,由于保监会对保险公司的偿付能力有严格的规定,保费收入需要有净资产的支持,因此保险公司净资产的规模大小将直接影响其可承载业务量的多少。

首先从整个寿险行业来看,10年呈现出繁荣的景象,2010年1-7月的寿险原保费收入达到6127亿元,同比增长34%,整个行业依然处于一个强劲的上升期。再看上市公司的业绩表现,三家上市保险公司在上半年指数下跌26%的情况下,净资产基本保持不变,甚至出现上升,说明了在承保利润以及固定收益类资产的投资收益保障下,保险公司的盈利能力是十分稳健的。

接着我们对净资产盈亏平衡进行测算,由于承保利润的分化,中国平安净资产盈亏平衡对应的实际投资收益率最低,为-2.53%,意味着即使中国平安的实际投资收益率下降至-2.53%,公司的净资产依然能够保持原有水平,说明中国平安的净资产对应实际投资收益率的安全边际最高(-2.53%),中国人寿次之(0.05%),中国太保(1.40%)。

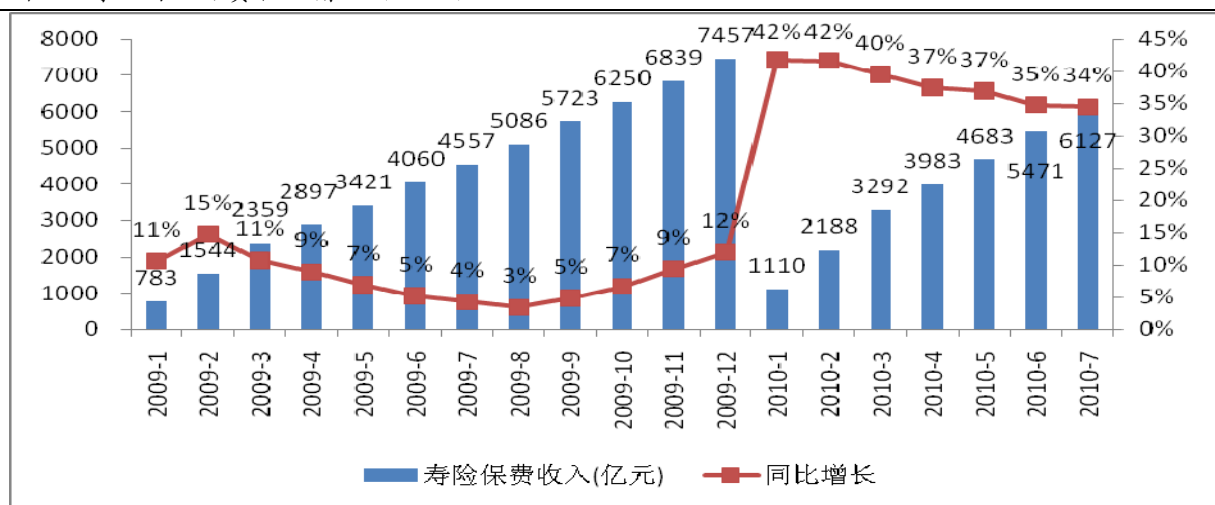
最后对保险公司净资产变动的构成要素进行分解,测算出保险公司净资产将在三季度明显回升,其中,中国平安涨幅最大,达到8.5%,中国人寿上涨6.2%,中国太保上涨4.4%。如果假设2010年末上证指数稳定在2700点,测算出下半年净资产的涨幅分别为:中国平安17.8%,中国人寿12.1%,中国太保8.2%。

二、寿险保费增速强劲，净资产保持稳定，提升市场信心

（一）寿险保费继续保持强劲升势，新业务价值提升显著

整个寿险行业在10年保持了繁荣的景象，2010年1-7月的寿险原保费收入达到6127亿元，同比增长34%，虽然与年初相比，增速有所放缓，但整个行业依然处于一个强劲的上升期。

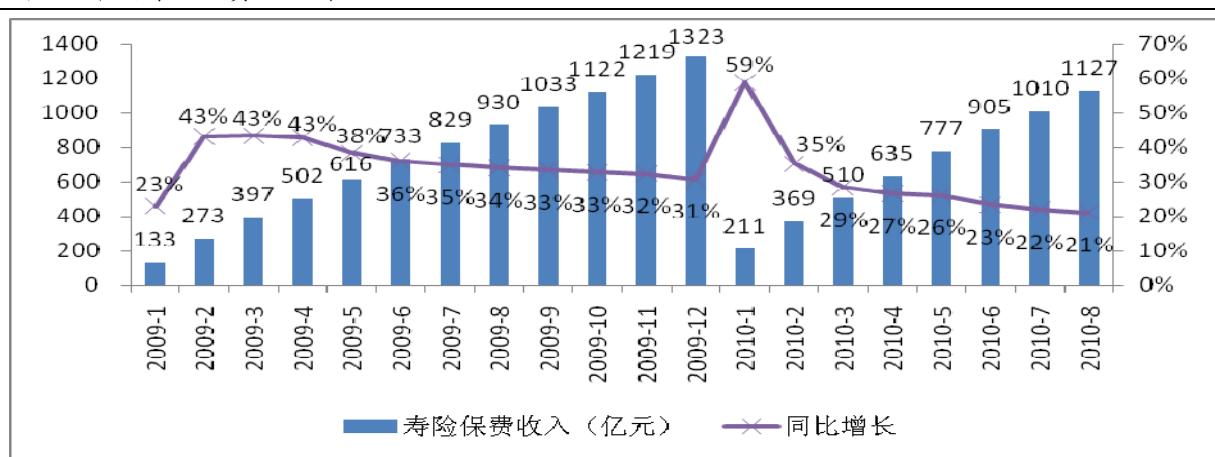
图 1：寿险行业保费收入情况（亿元）



数据来源：保监会网站、广发证券发展研究中心

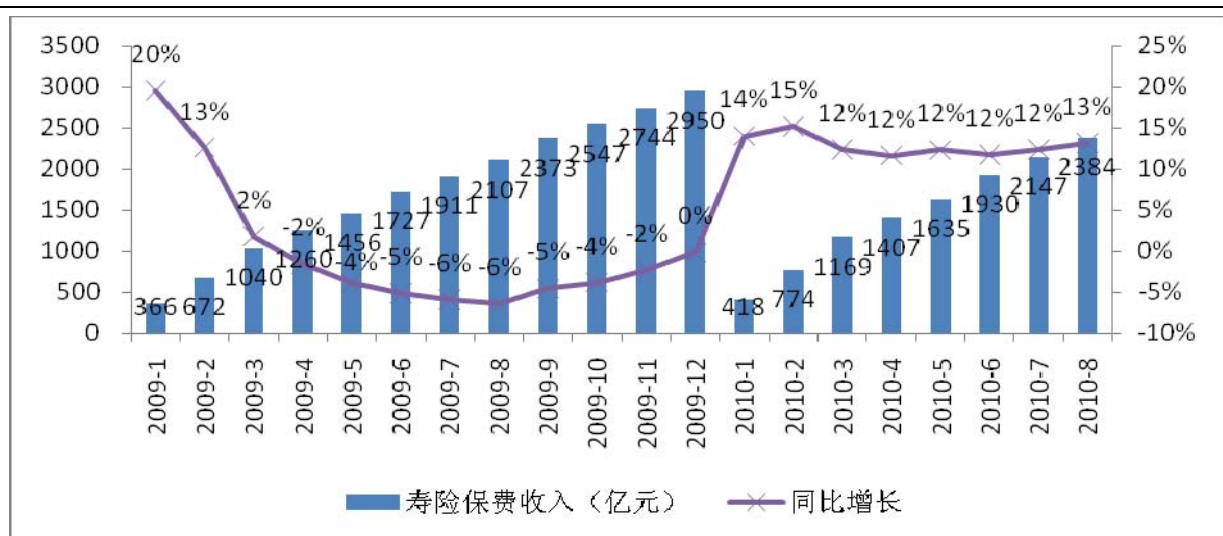
中国平安、中国人寿和中国太保2010年1-8月份的累计寿险规模保费收入分别为1127亿、2384亿和650亿元，由于基数较大并且对保费收入结构进行优化调整，中国平安和中国人寿的增速低于行业平均增速，而太保则保持了45%以上的同比增速。不过可以看到，由于中国人寿09年下半年基数相对低，在8月份的累计增速已经超过了前几个月，达到13%，这与其他两家累计增速下降形成鲜明对比。

图 2：平安寿险保费收入情况（亿元）



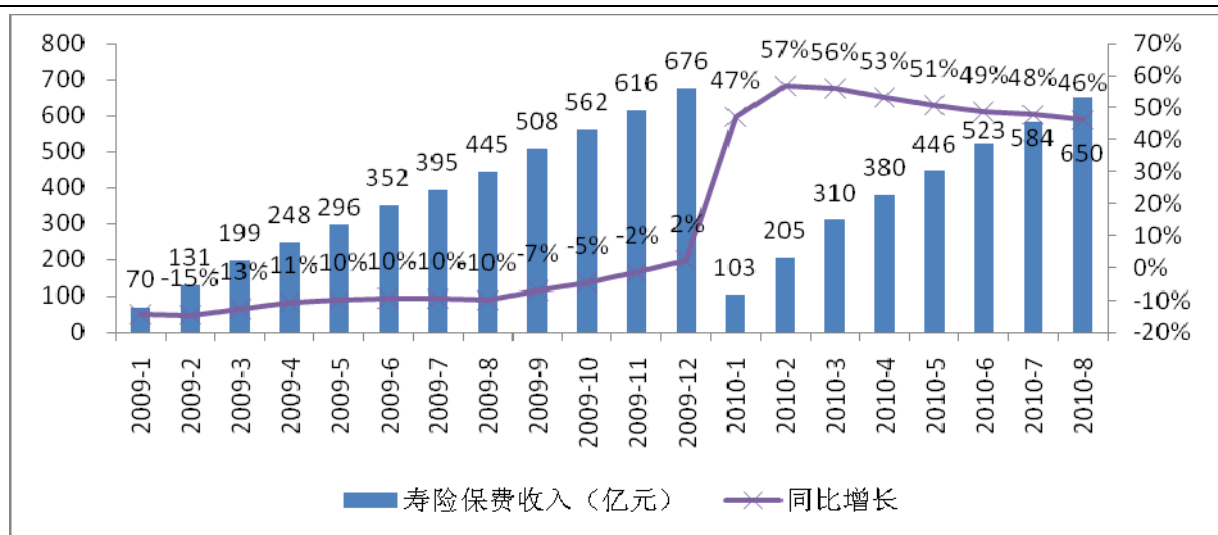
数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

图 3: 中国人寿保费收入情况 (亿元)



数据来源: 保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

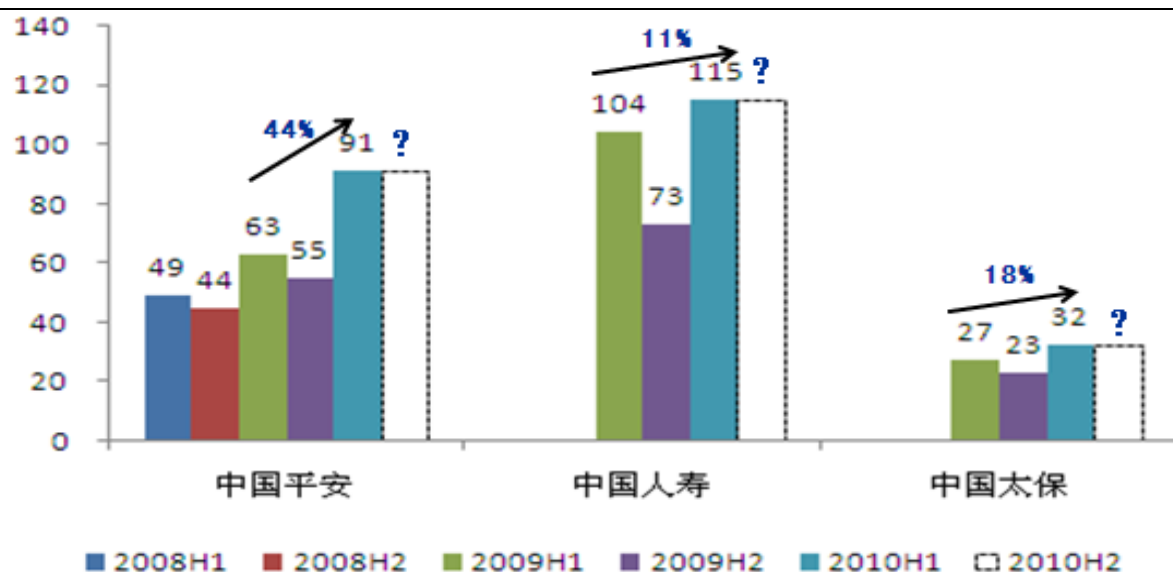
图 4: 太保寿险保费收入情况 (亿元)



数据来源: 保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

由于中国平安和中国人寿对保费收入结构进行了优化, 因此, 虽然保费收入增速低于行业平均水平, 但是从新业务价值增速可以看到, 中国平安的10年上半年新业务价值同比增长达到44%, 远高于保费的增速, 而中国人寿的新业务价值同比也增长了11%, 与保费增速相当, 同时, 由于中国人寿09年下半年的基数较低, 10年下半年有望获得更高的同比增速。

图 5: 2010H1 新业务价值及增速 (亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 上半年净资产基本保持不变, 稳定市场信心

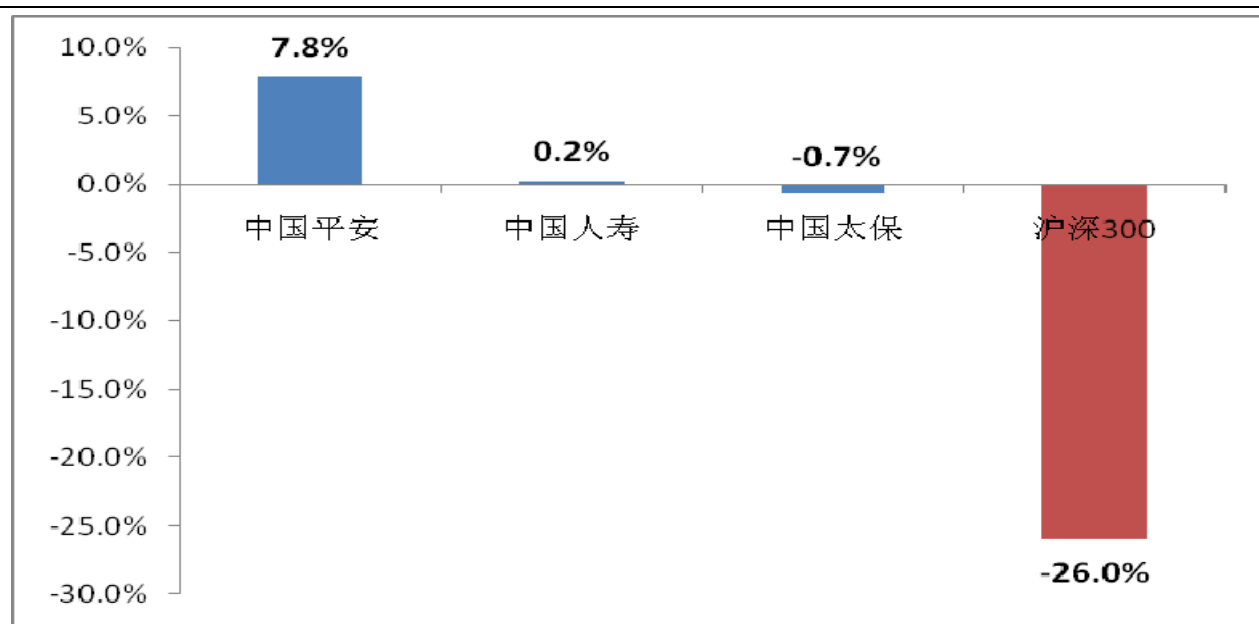
我们从净资产的变动情况来看, 考虑到融资以及分红对净资产的影响较大, 而且这种变动并不直接反映公司的实际经营状况, 因此我们把扣除了上半年分红以及融资影响的净资产作为反映公司经营状况的参考值。扣除影响后, 中国平安净资产增长7.8%, 中国人寿和中国太保上半年的净资产基本保持不变。而同期的沪深300指数下跌了26%, 在这样的不利情况下, 保险公司净资产能够保持不变甚至出现上涨, 增强了市场对其盈利能力的信心。

表 1: 2010H1 保险公司净资产变动 (亿元)

	09 净资产	10H1 净资产	分红	融资	净资产增减 (扣除融资、分红影响)	净资产涨幅 (扣除融资、分红影响)
中国平安	850	1051	23	157	66.6	7.8%
中国人寿	2111	1917	198		3.8	0.2%
中国太保	747	742	26	27	-5.5	-0.7%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 6: 保险公司上半年净资产及市场指数涨跌幅对比



数据来源：公司财报、Wind资讯、广发证券发展研究中心

三、承保利润分化,净资产安全边际平安最高,人寿次之

这部分我们主要分析保险公司在净资产保持不变时,对应的实际投资收益率至少应该为多少,这里我们考虑的实际投资收益率是包含了可供出售金融资产浮盈(亏)的部分。对应的投资收益率越低,表明公司可以承受的市场波动风险越大,净资产的安全边际越高。保险公司净资产安全边际的高低将作为我们推荐顺序的重要参考。

(一) 保险公司净资产变动更能反映实际经营状况

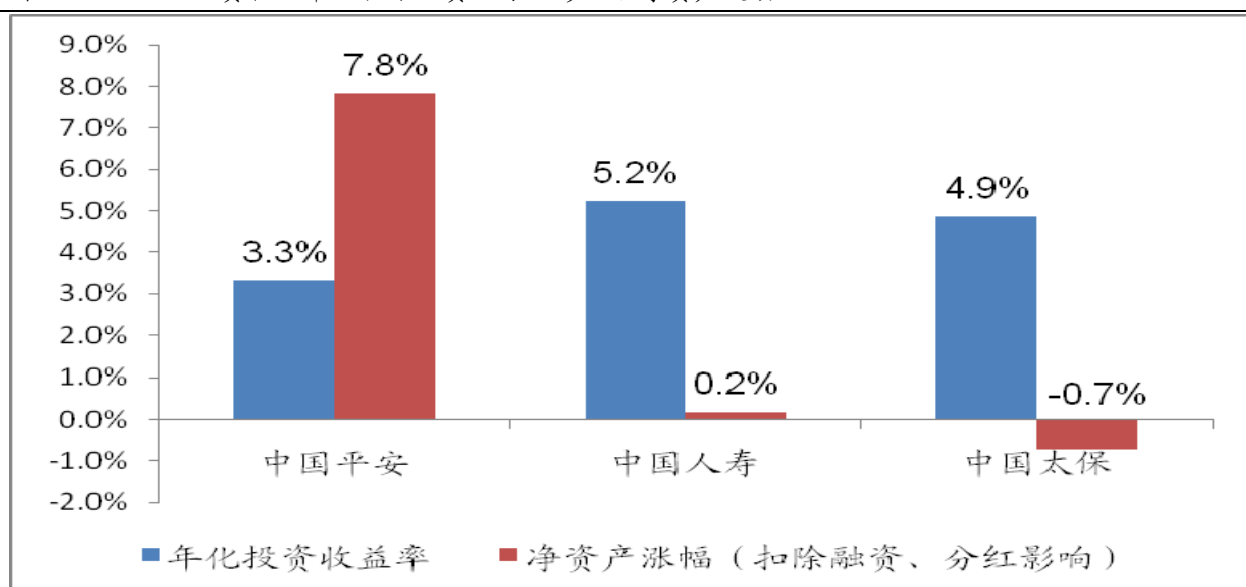
一方面,保险公司的投资资产中有大量的可供出售金融资产,这部分资产中尚未出售的部分,其公允价值的变动通过浮盈(亏)的形式隐藏在利润表之外,在净利润中无法反映投资资产实际的损益情况,然而,真正体现公司实际投资收益的情况应该由公布的投资收益(包括已实现的投资收益,交易性金融资产公允价值变动,资产减值损失和其他收益)与可供出售金融资产的浮盈(亏)两方面构成,而这两方面都会在净资产中得到反映,因此,净资产的变动更能反映保险公司的经营情况。

另一方面,由于保监会对保险公司的偿付能力有严格的规定,保费收入需要有净资产的支持。以传统险为例,在我们之前的报告中(《提高预定利率将使杠杆大幅下降,恶性竞争难现》),测算出通常情况下的传统险杠杆倍数为15倍,即1元净资产大约可以销售的传统险保费为15元。因此保险公司净资产的规模大小将直接影响其可承载业务量的多少。

投资收益率难以准确反映净资产变动情况。由于受到股票市场波动的影响，上半年保险公司的投资收益率同比均有明显下滑，从中报公布的投资情况来看，我们对三家上市保险公司的年化投资收益率测算结果分别为：中国平安3.3%，中国人寿5.2%，中国太保4.9%。

同时，从净资产的变动情况来看，扣除分红和融资影响后，除了中国平安净资产增长7.8%，中国人寿和中国太保上半年的净资产没有增长甚至出现负增长。如果仅从投资收益率来看，中国人寿与中国太保5%左右的年化投资收益要明显好于中国平安的3.3%，不过从净资产的涨幅来看，中国平安净资产较09年末的涨幅达到7.8%，而中国人寿仅微涨0.2%，中国太保甚至下降了0.7%，这种情况一方面说明了三家公司的承保利润有明显分化，另一方面则说明可供出售金融资产的浮盈（亏）对净资产的影响程度有很大不同。

图 7：2010H1 投资收益率及扣除融资、分红影响后净资产变动



数据来源：公司财报、公司公告、广发证券发展研究中心

因此，下一步我们首先把浮盈（亏）考虑进来，重新测算保险公司的投资收益率。然后对净资产盈亏平衡点对应的投资收益率进行测算，给出在净资产不变的条件下，保险公司实际的投资收益率至少应该为多少。最后，根据上半年公布的经营数据，通过利差分析推算出三家公司的承保利润率，进一步分析净资产出现分化的原因。

（二）考虑浮盈（亏）投资收益率对净资产的盈亏平衡分析

根据我们从公司了解到的信息，年报中公布的投资收益是包含了公司承担与客户分成的部分，而体现在权益中的当期浮盈（亏）仅反映公司承担的部分，因此，如果我们要了解考虑浮盈（亏）后的实际投资收益率情况，就必须首先测算出公司与客户在投资收益上的分成比例，再通过这一比例，推算出投资资产实际的整体浮盈（亏）情况。

1. 利差分解模型测算保险公司承担浮盈（亏）的比例

对于由保险公司承担的投资损益部分，需要通过利差分解模型进行测

算，我们以中国平安为例对此加以分析说明。

表 2: 中国平安 2010 年利差益分析 (亿元)

投资帐户	传统险	分红险	万能险	自有资金	合计
平均投资资产	2100	1702	1410	595	5807
假设投资收益率	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	
资金成本率	2.50%	2%+超额收益 80%	3.85%	0.00%	
投资收益	84	68	56	24	232
归属公司的利差益	32	7	2	24	64
假设投资收益率	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	
投资收益	63	51	42	18	174
归属公司的利差益	11	3	-12	18	20

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

可以看到, 由于分红险的保底收益为2%, 超额投资收益部分需要与客户分红(分红比例80%), 而万能险的投资损益需要平滑准备金, 损益的分配设定为50%, 因此当收益率假设为4%时, 总投资收益为232亿元, 而归属于保险公司的利差益为64亿元; 当投资收益率下降为3%时, 总投资收益降为174亿元, 下降了58亿元, 而归属于公司的利差益降为20, 下降了44亿元, 由保险公司承担的损益比例大约为 $44 \div 58 = 77\%$ 。同理, 我们可以测算出中国人寿和中国太保的承担比例分别为57%和60%。

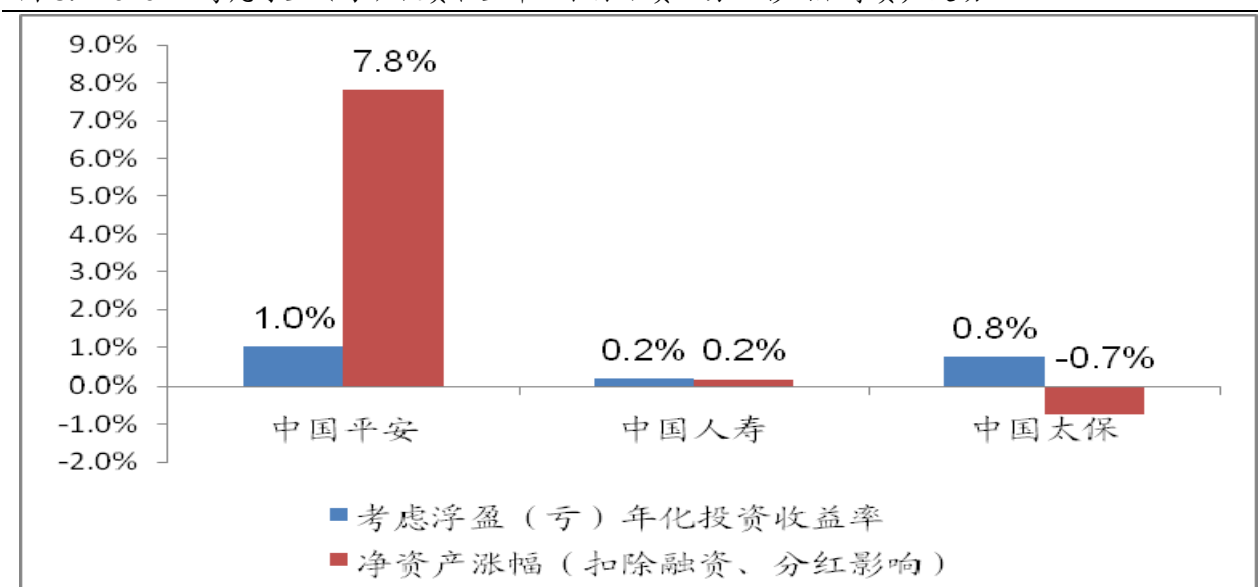
知道了大概的分成比例后, 我们就可以测算出考虑了浮盈(亏)后的保险公司实际投资收益率情况:

表 3: 2010H1 保险公司实际投资收益率 (亿元)

	总投资收益	当期浮盈(亏)	公司承担的比例	实际浮盈(亏)	实际投资收益率
中国平安	104	-55	77%	-72	1.0%
中国人寿	317	-174	57%	-305	0.2%
中国太保	93	-47	60%	-78	0.8%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 8: 2010H1 考虑浮盈(亏)投资收益率及扣除融资、分红影响后净资产变动



数据来源: 公司财报、公司公告、广发证券发展研究中心

2. 实际投资收益率相对净资产变动的盈亏平衡分析

不考虑上半年融资和分红的影响，三家保险公司上半年净资产相对于09年末的增幅为：中国平安67亿元，中国人寿4亿元，中国太保-6亿元。我们假设净资产与09年保持不变，实际情况与假设的这部分差额也体现为浮盈（亏），则达到盈亏平衡的净资产变动对应的实际浮盈（亏）应该为：中国平安-111亿元，中国人寿-9亿元，中国太保13亿元。再加上之前测算的实际浮盈（亏）以及总投资收益，保险公司净资产盈亏平衡对应的实际投资收益率测算结果如下：

表 4：实际投资收益率对净资产的盈亏平衡分析（亿元）

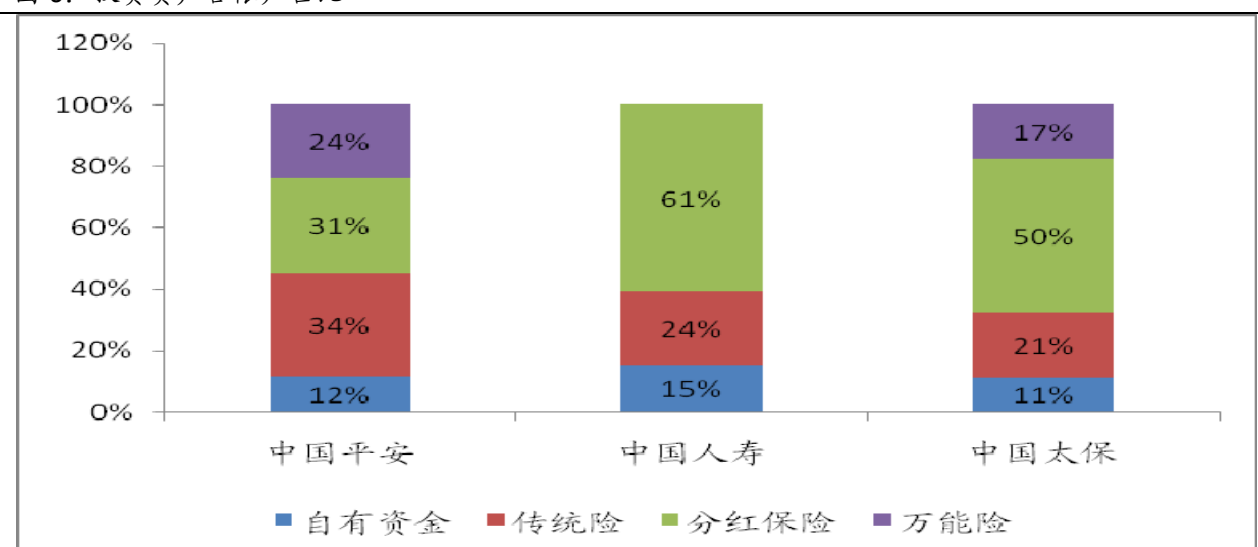
	中国平安	中国人寿	中国太保
盈亏平衡对应的净资产增减	-67	-4	6
盈亏平衡对应的净资产税前增减	-85	-5	7
公司承担的比例	77%	57%	60%
净资产增减对应的实际浮盈（亏）	-111	-9	13
实际浮盈（亏）	-72	-305	-78
总投资收益	104	317	93
盈亏平衡对应的投资收益	-79	3	27
盈亏平衡对应的投资收益率	-2.53%	0.05%	1.40%

数据来源：公司财报、公司公告、广发证券发展研究中心

按照上半年的经营情况来看，中国平安净资产盈亏平衡对应的实际投资收益率最低，为-2.53%，意味着即使中国平安的实际投资收益率下降至-2.53%，公司的净资产依然能够保持原有水平，说明中国平安的净资产对应实际投资收益率的安全边际最高（-2.53%），中国人寿次之（0.05%），中国太保最低（1.40%）。

进一步分析后我们认为，造成这种结果的原因主要有两个：一是产险、银行、证券、信托等其他业务的利润对于净资产增厚起到很大作用，较高的承保利润以及多业务对风险的分散，使得中国平安承受市场波动风险的能力在上市保险公司中是最强的。

图 9：投资资产各帐户占比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

另一方面则是由于中国平安的承保利润率较高，即使在较低的投资收益率情况下，承保利润依然可以保障公司的净资产不出现下降，根据我们的测算，上半年的寿险承保利润率为：中国平安5.5%，中国人寿4.0%，中国太保0.9%。

四、净资产三季度有望大幅上升

（一）上半年净资产变动及测算模型建立

我们在之前的分析中已经测算出，扣除掉分红以及融资的影响部分，上半年三家上市保险公司净资产的实际变动额应该为：中国平安66.6亿、中国人寿3.8亿以及中国太保-5.5亿。

表 5：2010H1 保险公司净资产变动（亿元）

	09 净资产	10H1 净资产	分红	融资	净资产增减 (扣除融资、分红影响)
中国平安	850	1051	23	157	66.6
中国人寿	2111	1917	198		3.8
中国太保	747	742	26	27	-5.5

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

接着我们对能够影响净资产变动的因素进行分解，主要分为寿险业务及非寿险业务影响，就目前保险公司的收入构成来看，主要以寿险业务为主，因此我们对寿险业务进行细分，一方面是承保利润对净资产的影响，另一方面是投资资产的公允价值变动对净资产的影响。再进一步地，我们把投资资产的价值变动分为两部分，一部分是相对稳定的，与市场涨跌关系不大的资产增值（主要为银行存款和持有至到期债券的利息收入），根据三家保险公司历年的投资情况（见下表），我们把这部分的年化收益率设定为较为保守的4%。

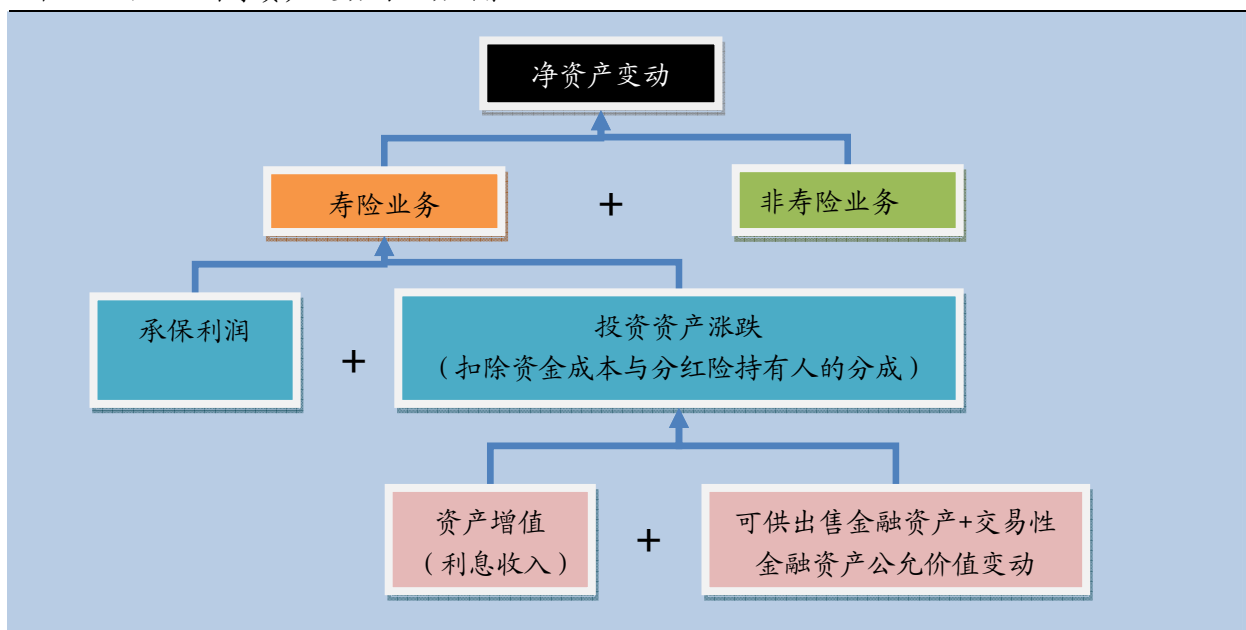
表 6：2006-2009 债券和银行存款投资收益率对比

投资资产类别	2006	2007	2008	2009	均值
太保-债券	4.0%	3.6%	4.7%	5.5%	4.4%
太保-银行存款	4.3%	4.3%	5.1%	4.4%	4.5%
国寿-债券	2.0%	3.2%	4.9%	4.6%	3.7%
国寿-银行存款	2.0%	5.3%	5.7%	3.8%	4.2%
平安-债券	4.2%	2.8%	4.4%	4.0%	3.9%
平安-银行存款	4.9%	5.4%	4.6%	4.0%	4.7%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

而另一部分则是交易性和可供出售权益类资产以及债券资产，这部分资产的公允价值变动与市场直接相关，对保险公司净资产的波动性影响较大。通过图形表示的净资产影响路径如下所示：

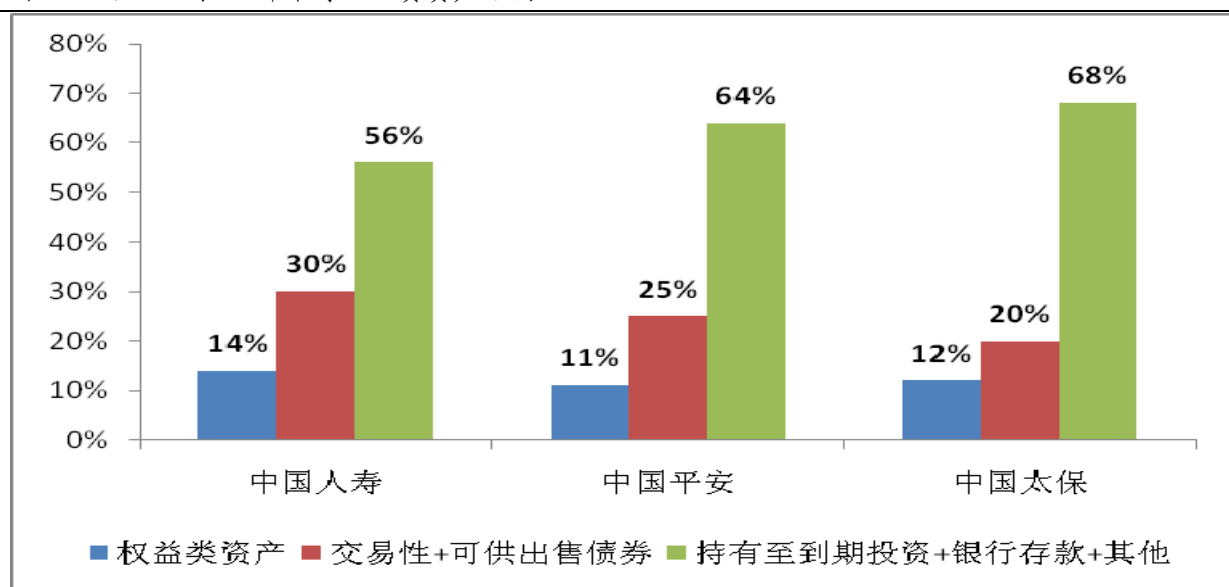
图 10: 保险公司净资产变动的驱动因素



数据来源：广发证券发展研究中心

根据09年的年报数据测算，三家保险公司年末的寿险投资资产结构如下所示：

图 11: 保险公司 09 年末寿险投资资产结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

根据我们之前发布的中国平安深度报告《寿险保费高速增长，承保利润保障盈利能力》所采用的利源分析模型及对应的假设：寿险新增投资资产大约为当年已赚保费的70%；承保利润等于寿险已赚保费与承保利润率（假设与09年相同）的乘积；资产增值等于存量投资资产与年化收益率（假设4%）乘积中，归属于保险公司利差益的部分；可供出售金融资产+交易性金融资产公允价值变动等于其中的权益类和债券类投资资产规模分别乘以对应的涨跌幅，其中由保险公司承担的损益部分计入净资产变动。

三家保险公司股票资产的占比在二季度末均有所下降，我们取09年末与10年上半年股票资产占比的平均值作为上半年股票资产占比的估计值。

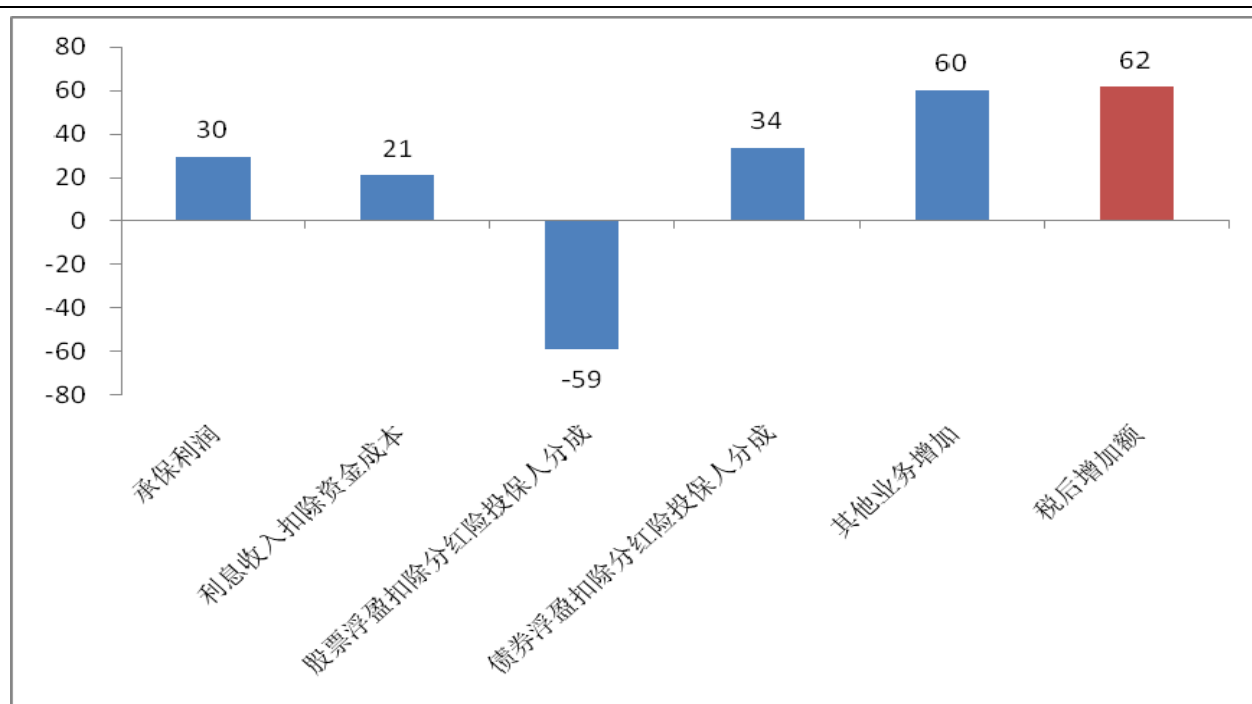
表 7: 2010H1 净资产变动测算模型 (亿元)

	中国人寿	中国平安	中国太保
10 年平均投资资产	12898	5807	3373
年化利息率	4%	4%	4%
归属保险公司利差	22%	18%	14%
上半年利差	56	21	9
上半年已赚保费	1836	538	469
承保利润率	4.00%	5.50%	0.90%
上半年承保利润	73	30	4
股票占比	12%	8%	11%
股票涨跌幅	-17%	-17%	-17%
保险公司承担损益占比	57%	77%	60%
上半年股票浮盈	-154	-59	-37
交易性+可供出售债券占比	29%	25%	20%
债券净价涨跌幅	3.0%	3.0%	3.0%
保险公司承担损益占比	57%	77%	60%
上半年交易性+可供出售债券浮盈	64	34	12
寿险税前	39	25	-11
其他业务增加	0	60	13
所得税	34.88	23.42	9.67
合计	4.5	61.6	-7.6
实际值	3.8	66.6	-5.5

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

以中国平安为例, 用图形来表述的上半年净资产变动如下:

图 12: 中国平安上半年净资产变动 (亿元)

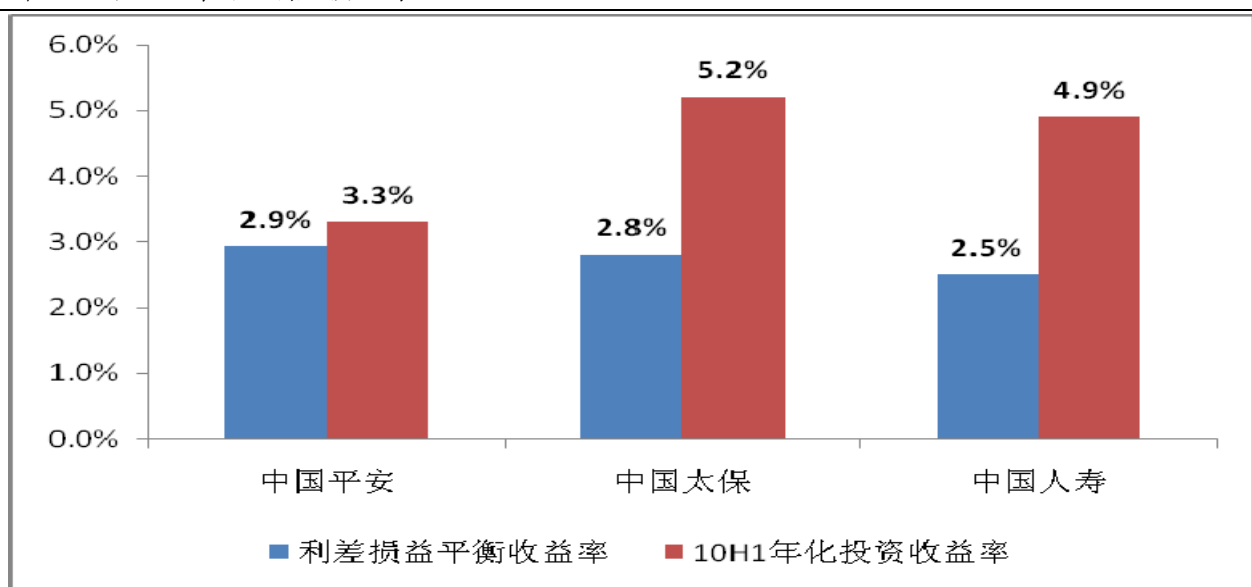


数据来源: 广发证券发展研究中心

从已经公布的中报来看，上半年扣除融资、分红后实际增加的净资产，三家保险公司分别为：中国人寿3.8亿元，中国平安66.6亿元，中国太保-5.5亿元，我们测算的数值与公布的实际值比较接近。

同时从上述中国平安利差益模型的测算结果可知，即使投资收益率下降至3%，此时分红险与万能险帐户出现了利差损，但是传统险依然能够贡献利差益，加上自有资金的投资收益，归属于公司的利差益依然有3亿元。经过我们的测算，保险公司利差损益平衡对应的投资收益率分别为：中国平安2.93%，中国太保2.83%，中国人寿2.50%，上半年在指数下跌26%的不利环境下，三家保险公司的年化收益率依然有：中国平安3.3%，中国人寿5.2%，中国太保4.9%，因此我们认为，保险公司出现利差损的风险不大。

图 13: 保险公司出现利差损益的风险不大



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）三季度净资产有望显著提升，平安升幅最大

上证指数已经反弹至2600点附近，与二季度末相比，涨幅已经达到了8%。我们假设保险公司在三季度的投资资产比例和承保利润率维持上半年的数值不变，通过以上模型对净资产的变动进行测算。

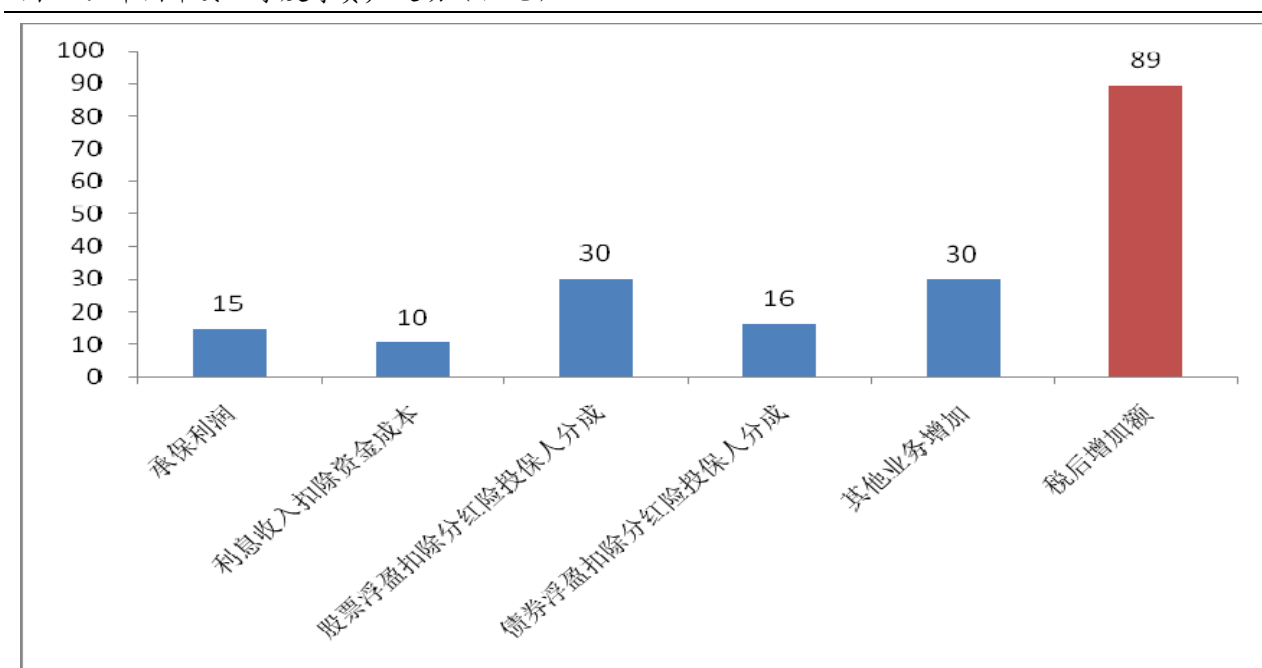
表 8：三季度净资产变动预测模型（亿元）

	中国人寿	中国平安	中国太保
2010 年寿险平均投资资产	12898	5807	3373
年化利息率	4%	4%	4%
归属保险公司利差	22%	18%	14%
三季度寿险利差	28	10	5
三季度已赚保费	740	269	206
承保利润率	4.00%	5.50%	0.90%
三季度承保利润	30	15	2
权益类资产占比	9%	8%	10%
股价涨跌幅（上证指数 2600 点）	8%	8%	9%
保险公司承担占比	57%	77%	60%
三季度股票浮盈	56	30	19
交易性+可供出售债券占比	28%	24%	20%
债券净价涨跌幅	1.5%	1.5%	1.5%
保险公司承担占比	57%	77%	60%
三季度交易性+可供出售债券浮盈	31	16	6
寿险税前	144	71	31
寿险税后	118	59	27
其他业务增加	0	30	6
合计	118	89	33
环比二季度变动	6.2%	8.5%	4.4%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

用图形来表述的中国平安三季度净资产变动如下：

图 14：中国平安三季度净资产变动（亿元）



数据来源：广发证券发展研究中心

按照我们的模型测算，三家保险公司的净资产都有显著提升，相比上半年末的增长幅度分别为：**中国平安8.5%，中国人寿6.2%，中国太保4.4%，其中，中国平安的提升幅度最大。**

按照同样的方法，我们对2010年下半年的保险公司净资产变动情况进行测算，假设10年末上证指数稳定在2700点，全年已赚保费的增长率保持上半年不变，则下半年净资产相对上半年的涨幅达到：**中国平安17.8%，中国人寿12.1%，中国太保8.2%。**

表 9：2010 下半年净资产变动预测模型（亿元）

	中国人寿	中国平安	中国太保
2010 年寿险平均投资资产	12898	5807	3373
年化利息率	4%	4%	4%
归属保险公司利差	22%	18%	14%
下半年寿险利差	56	21	9
下半年已赚保费	2075	742	704
承保利润率	4.00%	5.50%	0.90%
下半年承保利润	83	41	6
权益类资产占比	9%	8%	10%
股价涨跌幅（上证指数 2700 点）	13%	13%	13%
保险公司承担占比	57%	77%	60%
下半年股票浮盈	83	45	25
交易性+可供出售债券占比	28%	24%	20%
债券净价涨跌幅	3.0%	3.0%	3.0%
保险公司承担占比	57%	77%	60%
下半年交易性+可供出售债券浮盈	62	32	12
寿险税前	283	139	53
寿险税后	232	115	45
其他业务增加	0	72	15.6
合计	232	187	61
相比上半年末变动	12.1%	17.8%	8.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

通过敏感性分析可知，即使上证指数在2010年末回调至2500点，**中国平安和中国人寿的净资产在下半年依然保持有两位数的增长率。**

表 10：上证指数对净资产变动的敏感性分析

上证指数	中国人寿	中国平安	中国太保
2500	10%	15%	6%
2600	11%	17%	7%
2700	12%	18%	8%
2800	13%	19%	9%
2900	14%	20%	10%
3000	16%	21%	11%

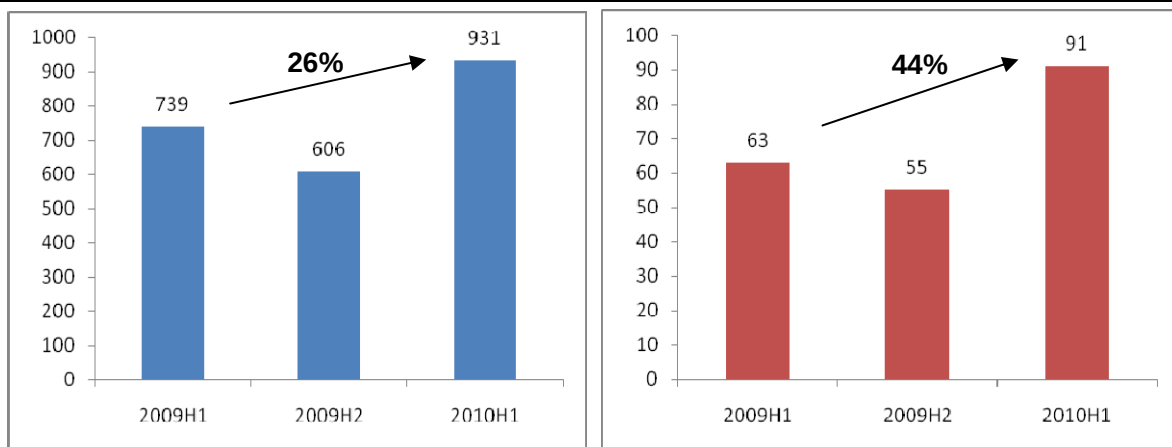
数据来源：广发证券发展研究中心

四、重点公司

（一）中国平安，业绩超预期，净资产安全边际最高

中国平安在上半年业绩表现突出，实现净利润96亿元，同比增长28%，新业务价值91亿元，同比增长44%，均超出市场预期。上半年寿险保费收入增长26%，其中个险新单同比增长52%，产品结构进一步优化，从而带动新业务价值实现44%的高增长。

图 15：平安寿险新业务价值增速高于保费增速（亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

另外，中国平安在上半年市场指数下跌了26%的情况下，净资产依然增长7.8%，提振了市场对于平安盈利能力的信心，通过我们的测算，由于平安拥有较高的承保利润率（5.5%），只要投资收益率不低于-2.53%，那么公司的净资产就不会出现下降，净资产的安全边际最高。

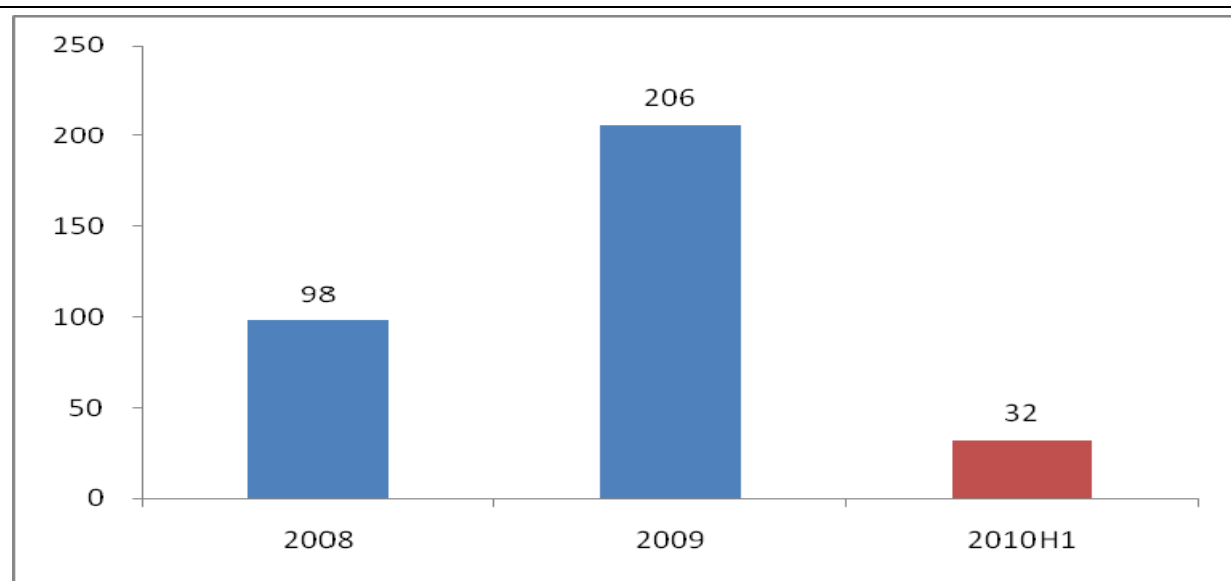
三季度指数已经上升至2600点附近，相比二季度末，反弹幅度达到8%，我们在年底2700点的假设下，测算出平安三季度与下半年相对二季度末的净资产涨幅分别达到8.5%和17.8%。

我们预测2010-2012年中国平安EPS分别为2.59、2.90和3.28元，评估价值70.42元，给予买入评级。

（二）中国人寿，浮盈较多，基数低，期待下半年增速加快

中国人寿由于在09年累计了大量浮盈，截止到上半年末的税前浮盈依然有32亿元之多，对应税后EPS达到0.09元，如果全部释放，则上半年的业绩可以相应提升15%。

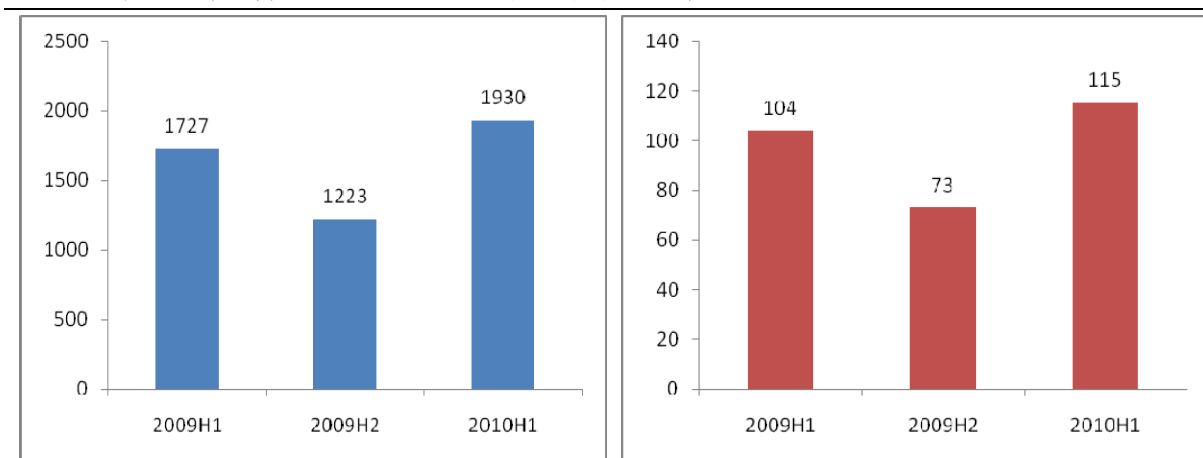
图 16: 中国人寿税前浮盈 (亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

中国人寿在09年下半年的保费收入和新业务价值基数较低, 10年下半年有望获得同比高增长, 实际上, 前8月的累计增速达到13%, 已经高于之前月份12%的累计同比增速。

图 17: 中国人寿保费收入和新业务价值在下半年增速有望加快 (亿元)



数据来源: 保监会网站、公司财报、广发证券发展研究中心

我们测算中国人寿净资产盈亏平衡对应的投资收益率为0.05%, 三季度净资产有望提升6.2%, 在年末2700点假设下, 下半年净资产提升幅度为12.1%。

我们预测2010-2012年中国人寿EPS分别为1.28、1.46和1.65元, 评估价值32.00元, 给予买入评级。

(三) 中国太保, 保费高增长, 产险业绩有突破

中国太保在上半年的寿险保费增速达到49%, 在三家上市保险公司中增速最高。产险实现净利润15亿元, 同比增长137%, 占净利润的比例达到41%, 成为上半年最大亮点。

表 11: 中国太保各项业务利润收入及结构 (亿元)

净利润	2006	2007	2008	2009	2009H1	2010H1	同比变化
人寿保险	10.47	45.5	40.3	54.27	15.57	21.74	40%
财产保险	5.32	22.43	5.37	14.22	6.43	15.21	137%
合计	15.79	67.93	45.67	68.49	22	36.95	68%
利润占比	2006	2007	2008	2009	2009H1	2010H1	
人寿保险	66%	67%	88%	79%	71%	59%	
财产保险	34%	33%	12%	21%	29%	41%	
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

不过太保承保利润率较低,且上半年有37亿元的税前浮亏,需要注意浮亏释放带来的风险。我们预测中国太保2010-2012年EPS分别为1.05、1.26和1.44元,评估价值28.35元,给予买入评级。

五、风险提示

(一) 利率风险

寿险保费收入,对保险公司来说是可以认为是一项长期负债,从行业平均水平来看平均期限在15年以上,由于国内金融市场长期金融产品不足,资产负债匹配难度大,加大了保险公司在利率下调时的风险,要警惕未来可能出现的长期保持低利率的情况发生,并充分考虑因此而出现的保险公司业绩下降的风险。

(二) 重大灾害风险

在缴纳保费一定的情况下,如果疾病,死亡,灾害出现的较少,中国人寿当期的盈利就会增加。如果遇到重大灾害(包括台风、暴雨、洪水、地震、海啸等自然灾害以及恐怖主义活动、重大人为灾害、战争等对整个社会的经济活动和金融体系会造成重大危害的事件),中国人寿的各项金融业务特别是保险业务也会受到重大影响,带来的巨额赔偿会对公司的财务状况和经营成果带来不利影响。

(三) 资本市场波动风险

股权型资产价格取决于市场,市场的大幅波动会对公司业绩有较大影响。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。