

推荐 (维持)

2010: 寿险超万亿, 产险增速更快

2011 年 1 月 6 日

保险行业 2011 年 1 月报

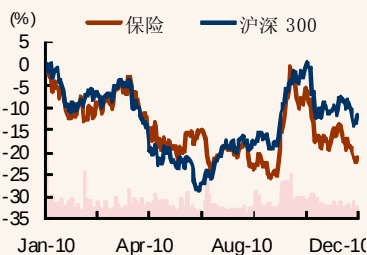
上证指数 2838

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	3	0.2
总市值 (亿元)	8563	3.5
流通市值 (亿元)	8545	4.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6.0	-7.1	-21.7
相对表现	-6.5	-33.5	-10.8



相关报告

- 1、《二次加息继续利好保险股-央行加息点评》2010/12/26
- 2、《保险公司次级定期债务管理办法》点评-次级债监管趋严, 大受益小受制》2010/12/23
- 3、《保险行业 2011 年度投资策略--保险地位长期提升, 产险开启复兴之路》2010/12/2

罗毅 CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090208070228

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090210070016

研究助理:

王宇航

0755-83734407
wangyh1@cmschina.com.cn

2010 年寿险保费首次超过万亿, 国寿平安新华居前三位。产险保费 4 千亿, 平安财险和太保财险的市场份额增加。一年期债券收益率和万能险结算利率年末上升明显。

- **寿险: 预计 2010 年保费增速 30%, 突破万亿大关。**保险三巨头中, 太保几乎在全年保持了远高于全国水平的高增速状态, 预计 2010 年增长 36%, 居上市公司首位。
- **银保新规影响平安最小。**保险业银保渠道业务结构进一步优化, 新单期缴业务同比增长 61.5%, 较趸缴业务增速高出 34.5 个百分点。从单月保费同比增速上看, 平安、国寿、太保分别降低了 4.2, 15.25 和 15.61 个百分点, 平安受叫停银保驻点影响相对最小。
- **寿险一二名稳定, 银保业务把新华抬进前三。**中国人寿和平安寿险依然牢牢占据着 47% 的市场份额, 新华人寿凭借其股东的渠道优势发力银保业务, 2010 年保费增长 38%, 首次摘得年度探花已成定局。
- **平安、太保领跑 2010 年产险。**预计 2010 年产险保费增速超过寿险达到 32%, 增速呈现出前高后低形态, 与汽车销量增速形态相同。平安产险业绩骄人, 预计全年保费收入增长 58%, 并在明年维持 30% 以上, 达到五年内非寿利润与寿险持平所需要的最低增速。市场份额上, 排名第一的人保财险份额下降了 1.9 个百分点, 太保财险和平安财险则分别提高了 1.4 和 2.5 个百分点。
- **投资减速, 多配债券。**预计全行业总资产在 12 月底达到 5.04 万亿, 同比增长 24%; 11 月投资资产同比增长 26%, 增速较前三个月有所下降。固定收益类投资占总投资资产的比重较上月提高 1 个百分点达到 82%。鉴于 12 月行情依然低迷, 预计当月保险机构将配置更多资金在债券类资产上, 11 月权益投资占比 18%、债券占比 53%, 两者趋势线上的分化趋势将在 12 月更加明显。
- **一年期国债企业债收益率上涨超 100 基点。**保险机构主要投资的国债和企业债到期收益率从 9 月就开始反弹, 紧缩流动性使一年期债券上升显著, 截至目前, 两者在最近四个月以来已经分别上涨了 113 和 107 个基点。
- **万能险利率 12 月再上调。**投资能力突出的平安和泰康已经连续两个月提高万能险结算利率, 12 月的数字分别为 4.0% 和 4.2%; 国寿在 2010 年保持 4.0% 不变, 是市场前九大寿险中唯一一家全年锁定在较高水平的公司。

- **风险提示: 股市波动风险。**

重点公司主要财务指标

	股价	NBEV	EV	P/EV	NBM	10EPS	09PE	评级
中国平安	56.91	2.01	24.73	2.30	20	2.47	30.4	强烈推荐-A
中国太保	23.30	0.74	10.83	2.13	18	0.95	26.9	强烈推荐-A
中国人寿	21.77	0.83	11.11	2.02	25	1.18	19.4	审慎推荐-A

资料来源: 招商证券

正文目录

一、主要观点.....	3
1. 行业观点.....	3
2. 重点公司推荐.....	3
二、保费收入.....	3
1. 寿险.....	3
2. 财产险.....	5
三、保险资产.....	6
四、市场收益率.....	8
五、近期行业动态.....	10

图表目录

图 1: 寿险市场累计总保费.....	4
图 2: 主要公司单月保费收入增速.....	4
图 3: 本月寿险市场份额(%).....	4
图 4: 主要公司市场份额变化.....	4
图 5: 产险市场累计总保费.....	5
图 6: 主要公司单月保费收入增速.....	5
图 7: 汽车销量变化.....	6
图 8: 本月产险市场份额(%).....	6
图 9: 主要公司市场份额变化.....	6
图 10: 保险投资资产.....	7
图 11: 固定收益类投资.....	7
图 12: 债券分种类单月增持额.....	7
图 13: 债券投资变动.....	7
图 14: 股权类投资资产.....	8
图 15: 股权、固定收益、存款三类投资占比.....	8
图 16: 中国十年期国债到期收益率 减 一年期存款利率.....	8
图 17: 美国十年期国债利率 减 联邦基准利率.....	8
图 18: 银行间固定利率国债收益率.....	9
图 19: 银行间固定利率企业债收益率.....	9
图 20: 银行间固定利率政策性金融债收益率.....	9
图 21: 央行票据收益率.....	9
图 22: 750 日移动平均国债收益率变化.....	10
图 23: 主要公司万能险结算利率变化.....	10
图 24: 上证综指、保险指数和中证全债指数变化.....	10
图 25: 保险行业历史 PEBand	11
图 26: 保险行业历史 PBBand	11
附: 中国平安财务预测表.....	12
附: 中国太保财务预测表.....	13
附: 中国人寿财务预测表.....	14
附: 主要保险公司估值表.....	15

一、主要观点

1. 行业观点

央行于圣诞节再次加息，提升保险资金收益率。根据保险资金投资结构计算本次加息提高固定收益类投资回报率 13BP，长期投资收益提高 10BP，提升精算价值 5%以上

加息有利于保险准备金折现率较早进入上升通道。四季度折现率仍有 5BP 的下降空间，但 2011 年二季度开始将重新进入上升区间，明年利润释放空间更大。

次级债监管趋严，大受益小受制。保监会近日发布《保险公司次级定期债务管理办法》的征求意见稿，对次级的发行主体、累计发行规模和计入附属资本的方式等方面做出了新的规定，总体对上市保险公司影响偏正面。平安产险目前有次级债余额 45 亿，公司 09 年末净资产 91 亿元，但产险公司在 8 月份增资了 60 个亿，预计目前净资本 170 亿元左右，累计次级债占净资本 27%，离标准还有空间。国寿资本充足，未发次级债，太保寿险 06 年 20 亿次级债将在 1 年以内到期，离监管标准有较大距离。

2. 重点公司推荐

中国平安：强烈推荐。AH 股价差异最大。公司平台完善，受银保新规负面影响最小，2010 年个险新单规模将超国寿。产寿险盈利能力强，攒齐全金融牌照：平安证券、平安信托、平安大华基金和平安银行、深发展多引擎支持公司业务增长。

中国太保：强烈推荐。新保业务增长较快，财险的盈利能力好转，上海个税递延型养老保险有望启动，公司旗下的长江养老受益。

中国人寿：审慎推荐。“十二五”时期新目标：全面推进国际金融保险集团建设。权益投资比例较高，预计投资收益大幅增长，股价距离前期高点的空间最大，板块中的估值优势显现。

二、保费收入

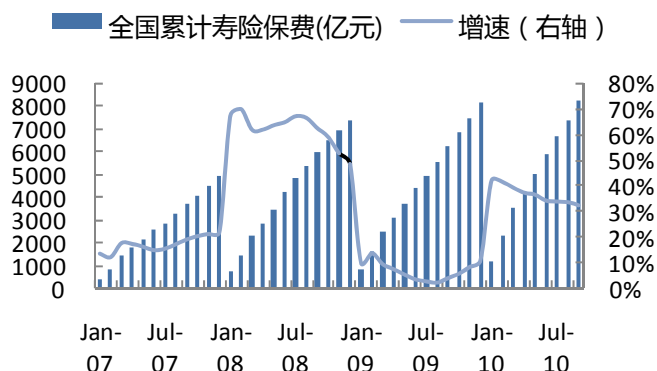
1. 寿险

预计 2010 年寿险保费增速 30%，突破万亿大关。前十一个月寿险保费增速呈现逐月下降态势，但仍保持在每月累计 30%以上的同比高增长状态，寿险、健康险、意外险分别增长 32%、19.7%和 18.9%。新单期缴保费 1596 亿元，同比增长 34.1%，增速提高 3.6 个百分点；新单期缴占比 27%，提高 0.7 个百分点。保险三巨头中，太保几乎在全年均保持了远高于全国水平的高增速状态，出于前期保费增速较高和备战开门红的考虑，我们预计太保在 12 月的保费业绩会有所回调，全年增速维持在 36%左右，居上市公司首位。全行业 2010 年寿险保费收入预计为 1.06 万亿。

平安受银保新规影响最小显现。前十一个月，保险业银保渠道业务结构进一步优化，新单期缴业务同比增长 61.5%，较趸缴业务增速高出 34.5 个百分点。受 11 月初银监会叫停银保驻点的影响，三家上市公司当月的保费增速均有回落。从单月保费同比增速上看，

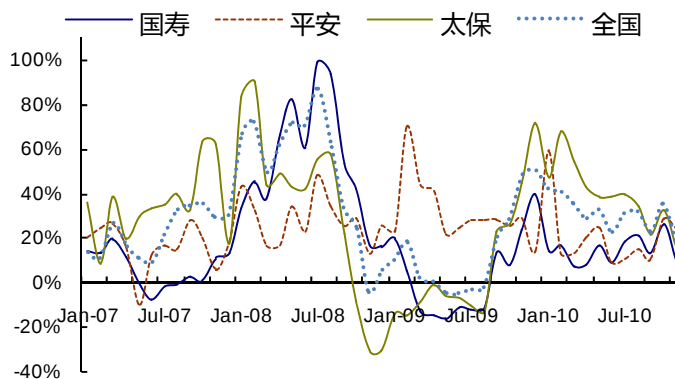
平安、国寿、太保分别降低了 4.2, 15.25 和 15.61 个百分点, 平安受影响相对最小。

图 1: 寿险市场累计总保费



资料来源: CIRC、招商证券研发中心

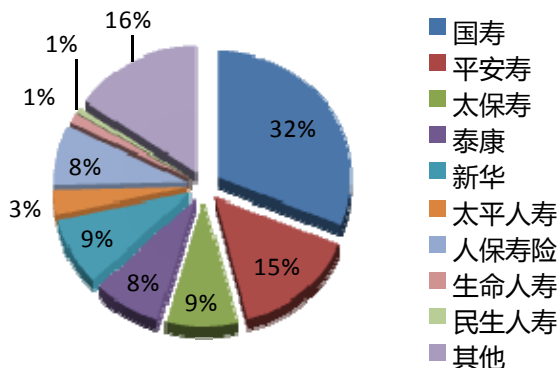
图 2: 主要公司单月保费收入增速



一二名稳定，第三争夺激烈。中国人寿和平安寿险依然牢牢占据着 47% 的市场份额，但是第三名的争夺在太保、新华、泰康之间争夺激烈，三家公司前十一个月同比增速均超过行业平均水平，其中新华更是同比大增 45%。今年下半年以来，新华人寿占比一直在另外两家之上，尽管优势仅有 0.2 个百分点，但依靠全年 920 亿元左右的保费规模，新华首次摘得年度探花已成定局。

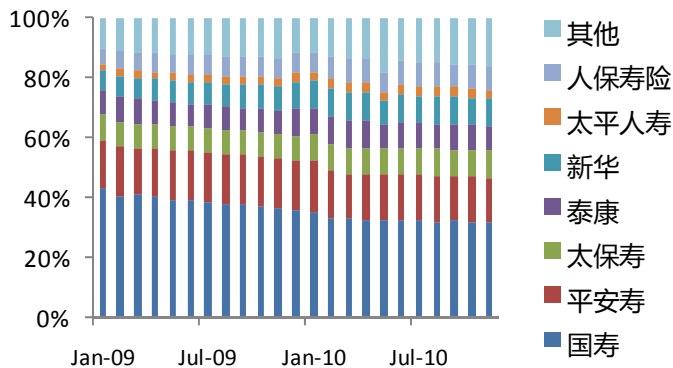
银保业务把新华抬进前三，新年全力备战 IPO。2009 年 11 月，中央汇金公司出资 40 亿元成为新华第一大股东，当年即在行业整体增速放缓的情况下逆势上扬。汇金作为五家国有银行的股东，在银保合作方面让新华获得了充分的资源共享。作为保险公司核心业务之一，公司在银保期交业务的市场份额一直保持市场排名第二的领先地位，并且业务结构优良，期缴保费占银保规模的比例（22% 左右）也远在同业水平之上。目前，新华保险 140 亿元的巨额增资已经全部到账，目前，新华保险正全力备战 IPO，参与前期准备工作的中介机构已经纷纷入场。

图 3: 本月寿险市场份额 (%)



资料来源: CIRC、招商证券研发中心

图 4: 主要公司市场份额变化



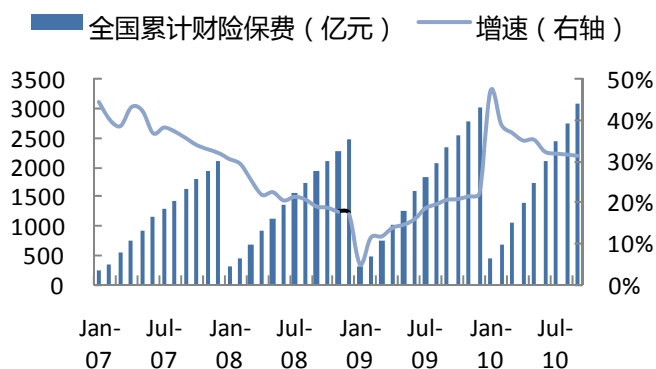
资料来源: CIRC、招商证券研发中心

2. 财产险

平安太保领跑 2010 年产险。前 11 个月产险增速略高于寿险，达到 32.7%，两家上市公司平安和太保的产险高增长拉动效果显著，两者分别同比增长 58.7%和 48.4%，预计平安产险全年保费收入增长 58%，并在明年维持 30%以上的增速，达到五年内非寿利润与寿险持平所需要的最低增速。与寿险相似，10 年产险增速也呈现出前高后低形态，这主要是受汽车销量同比增速由年初的 126%逐步降至 34%的影响。

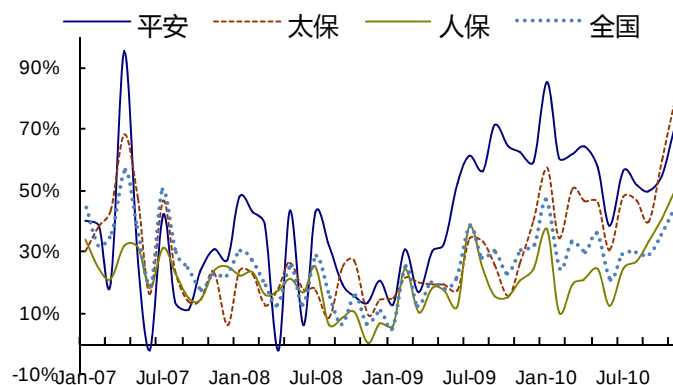
前 11 个月产险实现盈利 180.5 亿元，同比增加 166 亿元，其中承保直接盈利 89.6 亿元，同比增加 188.3 亿元，由于产险保费中 75%来自于车险业务，因此车险在今年扭亏为盈为产险盈利起了重要作用。据此推算人保财险、平安财险、太保财险前 11 个月分别获得的承保利润为 34 亿、14 亿和 12 亿元。

图 5：产险市场累计总保费



资料来源：CIRC，招商证券研发中心

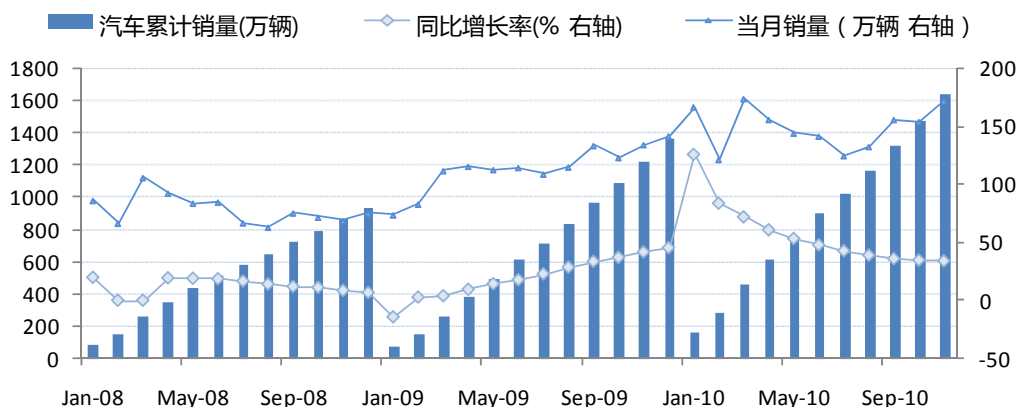
图 6：主要公司单月保费收入增速



资料来源：CIRC，招商证券研发中心

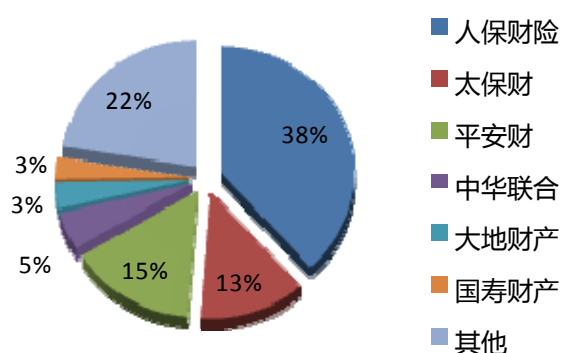
汽车销量深受政策调控影响。2010 年初，汽车购置税优惠在年初从 5%缩小到 2.5%，造成了上半年销量的高起低走，下半年节能汽车补贴政策的实施又成为了销量探底反弹的主要动力。2010 年底，延续两年之久的小排量车购置税优惠政策到期，抢占岁末优惠政策末班车的心理在 12 月重新了抬高汽车销量，也预示着产险年底冲关和开年首月的高增长。受 2011 年车险销量增速回落到 20%以下的预期影响，新一年的产险市场竞争将更加激烈。与去年同期相比，市场排名第一的人保财险份额下降了 1.9 个百分点，太保财险和平安财险则分别提高了 1.4 和 2.5 个百分点。

图 7: 汽车销量变化



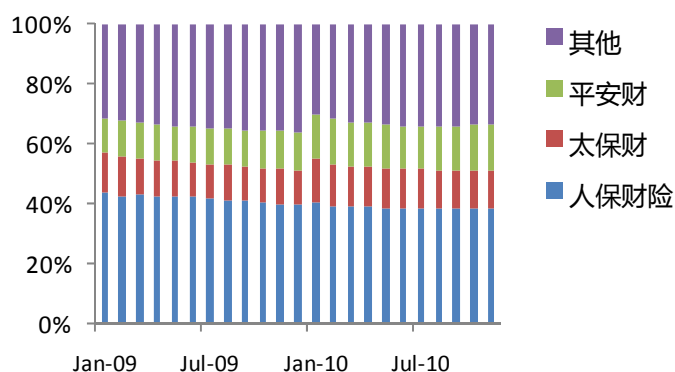
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 8: 本月产险市场份额 (%)



资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 9: 主要公司市场份额变化

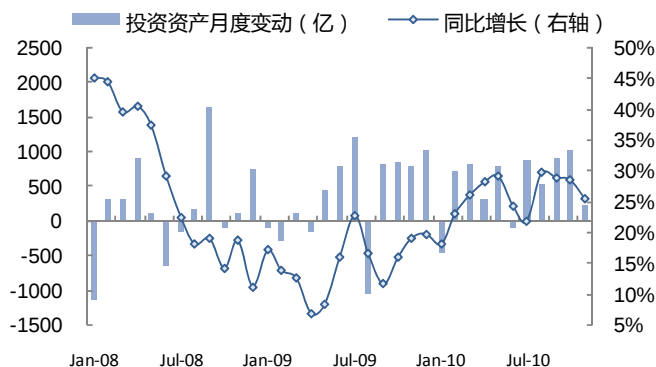


资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

三、保险资产

投资减速，多配债券。保险行业 11 月底总资产 4.90 万亿元，同比增长 25%；其中，投资资产同比增长 26%，增速较前三个月有所下降，债券投资增速 27%，银行存款同比增加 33%。11 月股市中止了国庆节以来的一路高歌，上证综指下跌 5%，反映在权益类投资上，同比增速仅为 20%；当月固定收益类投资占总投资资产的比重较上月提高 1 个百分点达到 82%。

图 10: 保险投资资产



资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 11: 固定收益类投资



资料来源: 中债网, 招商证券研发中心

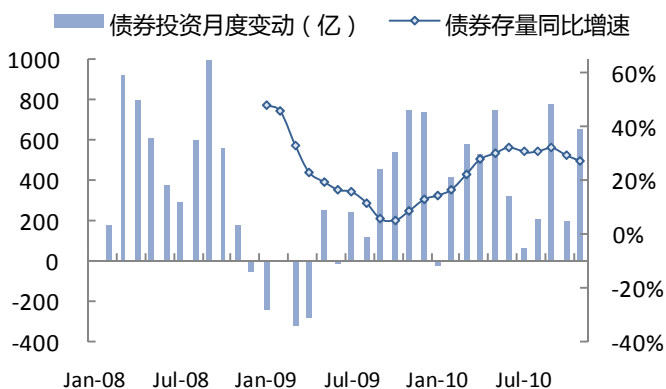
11月11日国开行招标发行的100亿元30年期固息金融债，财政部18日发行的280亿元50年超长期国债均受到保险资金追捧。当月保险投资于记账式国债的金额创下了年内最高的189.9亿，而政策性金融债的增持也高达82.8亿元。

图 12: 债券分种类单月增持额



资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

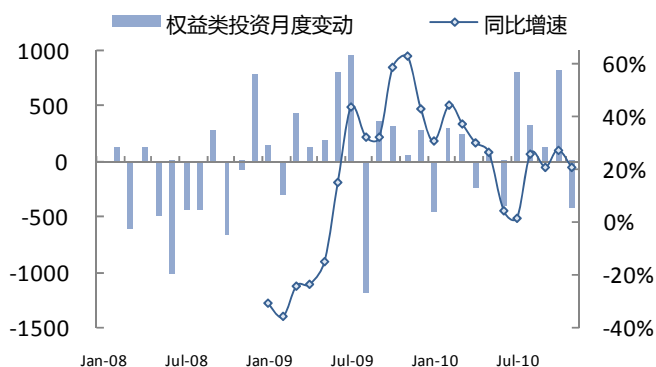
图 13: 债券投资变动



资料来源: 中债网, 招商证券研发中心

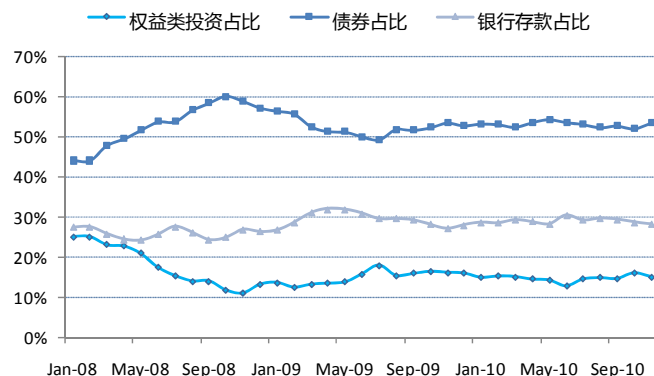
本月新增债券投资654亿元，鉴于12月行情依然低迷，预计当月保险机构将配置更多资金在债券类资产上，11月权益投资占比15%、债券占比53%，两者趋势线上的分化趋势将在次月更加明显。新增债券有望受益于二次加息提高的投资回报率。

图 14: 股权类投资资产



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 15: 股权、固定收益、存款三类投资占比

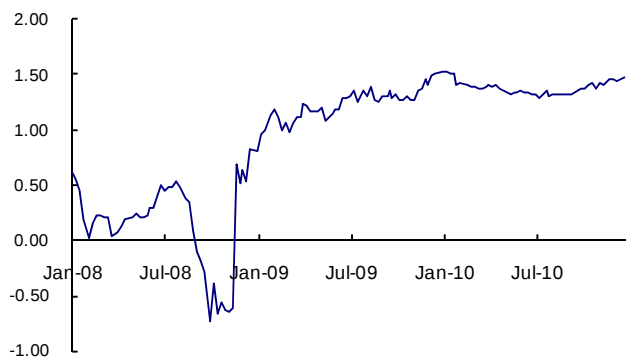


资料来源: 中债网, 招商证券研发中心

四、市场收益率

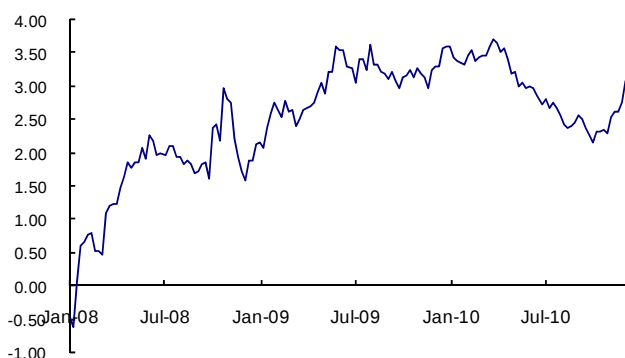
下半年利差扩大。今年7月以来我国利差表现出逐渐扩大趋势, 11月十年期国债到期收益率高出一年期存款利率1.47个百分点, 为近三年来的最高峰, 保险资金低成本和相对高收益的投资机会显现。

图 16: 中国十年期国债到期收益率 减 一年期存款利率



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 17: 美国十年期国债利率 减 联邦基准利率



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

一年期国债企业债收益率上涨超 100 基点。 保险机构主要投资的国债和企业债到期收益率从9月就开始反弹, 由于年底银行存贷比指标压力、财政存款划拨未到位、春节现金备付等紧缩流动性因素的影响, 国债企业债一年期债券收益率上升明显, 截至目前, 两者在最近四个月以来已经分别上涨了113和107个基点, 分别达到了2.75%和3.50%; 长期债券收益率提升有限。

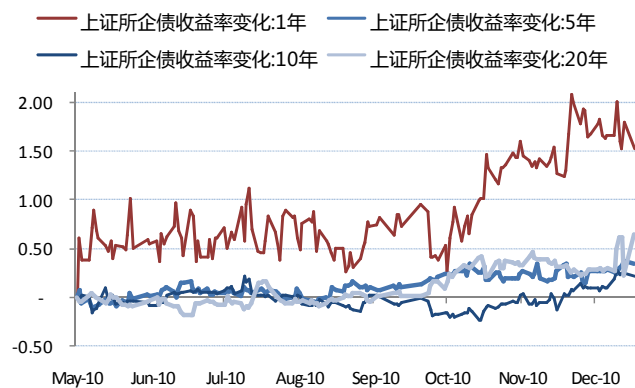
政策性金融债和央行票据从10月19日央行宣布加息前后开始发力, 各期限的券种收益率均有明显上扬, 首次加息后政策性金融债各期收益率上浮了33到133个基点不等, 三年内的央票收益率上浮均在80个基点以上。

图 18: 银行间固定利率国债收益率



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

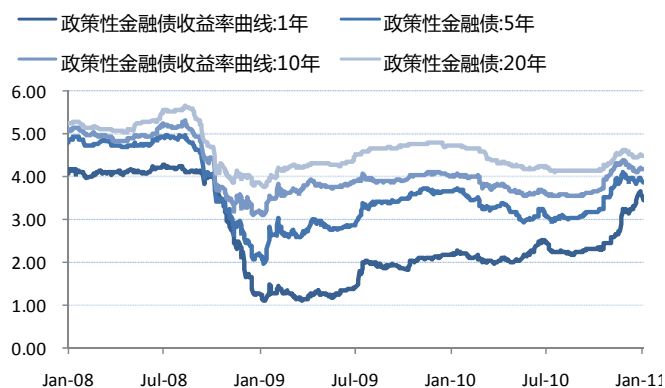
图 19: 银行间固定利率企业债收益率



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

注: 以 2010-05-19 为基准

图 20: 银行间固定利率政策性金融债收益率



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 21: 央行票据收益率

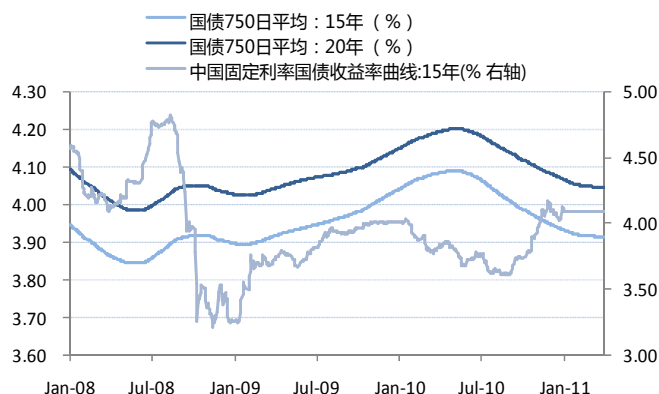


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

假设未来基准利率保持不变, 15 年期和 20 年期固定利率国债的 750 日移动平均收益率曲线将在明年第四季度掉头向上, 但是加息进程会提前逆转的时间至二三季度, 从而减少准备金提取, 增厚利润。

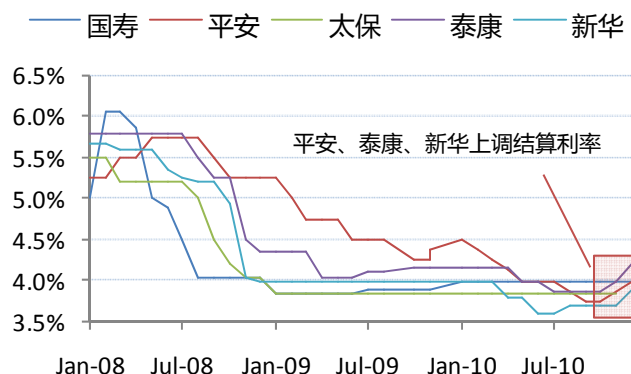
加息进程推涨了万能险结算利率。投资能力突出的平安和泰康已经连续两个月提高万能险结算利率, 12 月的数字分别为 4.0% 和 4.2%; 新华也将结算利率在 12 月上调至 3.9%, 国寿则在 2010 年全年保持 4.0% 不变, 是市场前九大寿险公司中唯一一家结算利率全年稳定在较高水平的公司。目前生命、民生、新华等多家公司已经上调过一轮结算利率, 即便如此, 在二次加息之后, 主要保险公司的万能险利率仍低于主要参考标准的三年期存款利率 4.15% 和五年期的 4.55%, 万能险利率滞后性造成这种较低资金成本优势在 12 月将会变得更小。

图 22: 750 日移动平均国债收益率变化



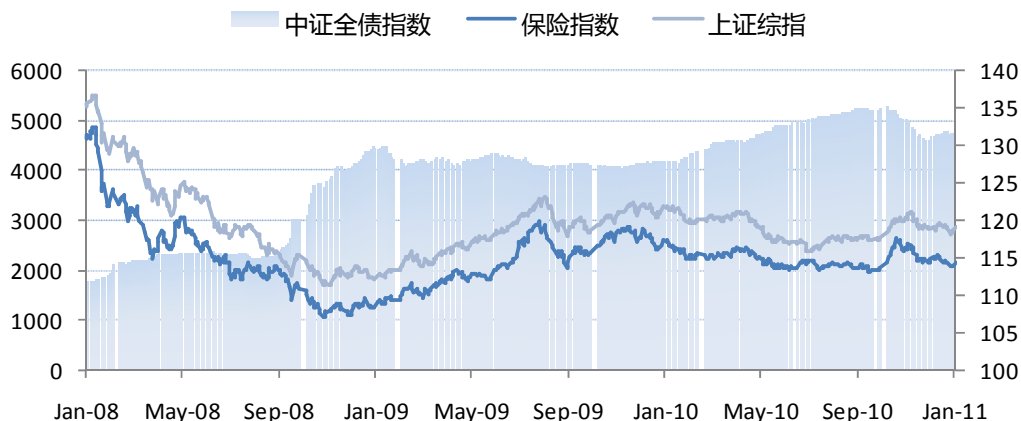
资料来源：中债网，招商证券研发中心

图 23: 主要公司万能险结算利率变化



资料来源：中债网，招商证券研发中心

图 24: 上证综指、保险指数和中证全债指数变化



数据来源：WIND，招商证券研发中心

五、近期行业动态

平安大华基金获批 中国平安金控布局完整。平安的合资基金公司“平安大华”于 12 月 29 日获证监会批准，并将于近期完成工商注册登记之后成立。注册资本为 3 亿元，是目前中国基金业注册资本最高的基金公司，平安信托持有 64% 的股份。基金牌照的获批，意味着中国平安攒齐了综合金融的所有牌照。目前，平安已拥有保险（寿险、财险、养老险、健康险）、银行（深发展和平安银行）、资产管理、信托、证券、资本（直投公司）、基金等牌照。按照中国平安内部规划，基金公司将定位为资产管理业务的重要一环，被赋予拓展零销和专户理财的职能。

抢夺保险牌照 银行资本给力。12 月 27 日，建设银行牵头的投资团再次购入太平洋安泰 1% 股权，至此建行将合计持有后者 51% 股权，成为其控股股东。至此，国内首批试点银行入股保险公司实施完毕。交通银行控股交银康联人寿保险公司，北京银行控股中

荷人寿保险公司，中国银行控股中银保险，中国工商银行控股金盛人寿保险公司。随着银保新规出台，保险公司对于银行的依赖关系进一步加强；而银行业加快对保险业的渗透，不仅有扩大盈利的诉求，此外也有锁定客户、提供全方位金融服务链条的战略考虑。

险资恋上国创母基金 承诺投资不低于 10 亿。我国首支国家级大型人民币母基金 12 月 28 日问世，让酝酿已久的险资终于找到了 PE 投资的良径。基金总规模为 600 亿元，首期资金规模 150 亿元，分为 PE（私募股权投资）母基金和 VC（风险投资）母基金两大板块。据了解，中国人寿、中再保险等保险公司均做出了不低于 10 亿元的投资承诺。在直接投资未上市企业还存在一定约束的背景下，通过投资母基金(Fund of Funds)的方式参股相关基金，从而间接涉足 PE 投资，将成为国内大量保险资金进军股权投资领域的最优选择。

图 25: 保险行业历史PEBand

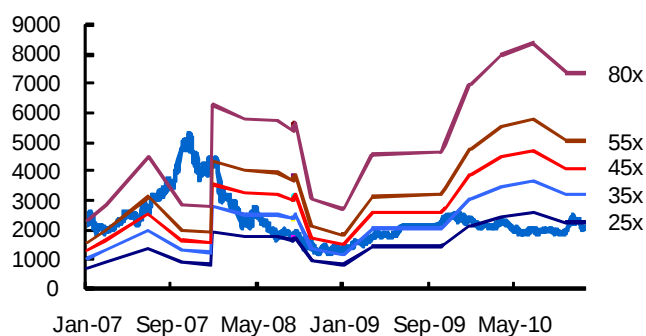
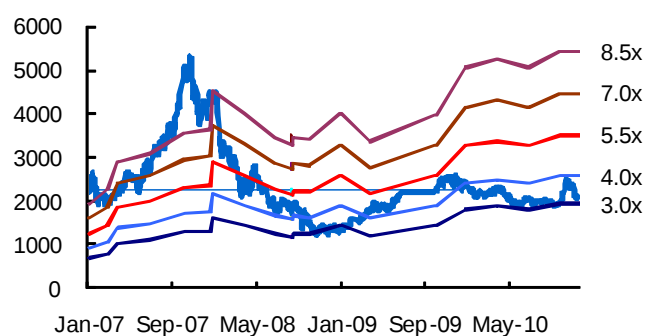


图 26: 保险行业历史PBBand



- 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。

附：中国平安财务预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
估值				
股价/内含价值	2.65	2.26	1.95	1.68
隐含新业务倍数	18.1	11.9	8.1	6.5
市盈率	29.6	22.0	20.2	18.9
市净率	4.5	3.9	3.4	3.0
每股数据				
每股净资产	12.49	14.24	16.23	18.51
每股内含价值	21.14	24.73	28.79	33.32
每股一年新业务价值	1.61	2.01	2.27	2.72
每股盈利	1.89	2.55	2.77	2.96
盈利增长因素				
毛保费增长	-13%	23%	23%	17%
净赚保费增长	-18%	20%	22%	17%
营业及管理费用	56%	36%	11%	8%
理赔支出	-12%	38%	27%	18%
承保利润	26%	66%	24%	12%
投资收益	8%	10%	15%	20%
税前利润	-912%	35%	9%	7%
净利润	1997%	35%	9%	7%
主营业务比例				
营业费用/总保费	23%	25%	23%	21%
理赔/投资收益	110%	138%	153%	150%
投资收益率	5%	5%	5%	5%
资产回报率	2%	3%	2%	2%
净资产回报率	22%	26%	25%	23%
寿险业务				
保费收入增长	31%	13%	8%	12%
个人保险增长	26%	19%	14%	10%
银行保险增长	87%	12%	15%	18%
团体保险增长	-19%	-2%	-15%	18%
APE	368	250	271	304
APE 增速	35%	-32%	9%	12%
新业务利润率	32%	59%	62%	66%
新业务价值增长	38%	25%	13%	20%

资料来源：公司报表、招商证券

单位: 亿	2009	2010E	2011E	2012E
利润模型				
保费收入	1,122	1,380	1,691	1,972
分出保费	63	78	96	112
未到期责任准备金	55	101	125	140
已赚保费	1,004	1,201	1,470	1,720
营业及管理费用	259	351	390	423
理赔及保户红利	334	463	587	690
保险责任准备金	414	689	855	955
承保利润	-4	-302	-361	-347
投资收益	304	334	384	461
其他收益	83	409	517	600
税前利润	199	269	292	312
净利润	145	195	213	227
归属于股东利润	139	187	204	217
资产负债表				
投资资产	5,897	6,900	8,073	9,445
其他资产	3,460	3,767	4,088	4,418
总资产	9,357	10,667	12,161	13,863
保险与投资承保负债	5,732	5,392	6,264	7,380
其他负债	2,708	4,230	4,704	5,124
总负债	8,440	9,621	10,968	12,504
股东权益	917	1,046	1,192	1,359
寿险				
保费收入	1,345	1,514	1,637	1,833
个人保险	999	1,092	1,245	1,369
银行保险	278	186	192	227
团体保险	69	236	200	236
财险业务				
保费收入	388	468	585	761
机动车险	296	357	421	571
非机动车险	75	85	89	100
意外与健康保险	17	26	75	90
赔付率	65%	63%	63%	63%
综合成本率	99%	100%	98%	98%
财险保费占比	35%	34%	35%	39%

附：中国太保财务预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
估值				
股价/内含价值	2.02	1.77	1.59	1.45
隐含新业务倍数	13.1	7.5	4.4	2.5
市盈率	26.6	24.3	22.2	18.8
市净率	2.7	2.5	2.4	2.3

每股数据				
每股净资产	8.40	9.06	9.64	10.03
每股内含价值	11.44	13.04	14.48	15.90
每股一年新业务价值	0.58	0.67	0.81	0.87
每股盈利	0.87	0.95	1.04	1.23

盈利增长因素				
毛保费增长	2%	22%	18%	20%
净赚保费增长	0%	56%	16%	15%
营业及管理费用	-8%	11%	29%	21%
理赔支出	-13%	31%	17%	8%
承保利润	-689%	16%	95%	5%
投资收益	47%	-27%	30%	19%
税前利润	-2788%	2%	21%	18%
净利润	449%	11%	21%	18%

主营业务比例				
营业费用/总保费	27%	30%	28%	25%
理赔/投资收益	172%	227%	269%	293%
投资收益率	7%	6%	6%	6%
资产回报率	2%	2%	2%	3%
净资产回报率	13%	13%	14%	16%

寿险业务				
保费收入增长	-3%	47%	7%	12%
个人保险增长	8%	19%	14%	10%
银行保险增长	-12%	12%	15%	18%
团体保险增长	-2%	-2%	-15%	2%
APE	14,925	22,480	26,161	28,849
APE 增速	38%	51%	16%	10%
新业务利润率	36%	28%	26%	28%
新业务价值增长	13%	-11%	0%	0%

资料来源：公司报表、招商证券

单位: 亿	2009	2010E	2011E	2012E
利润模型				
保费收入	963	1,175	1,387	1,664
分出保费	98	119	141	169
未到期责任准备金	24	45	53	63
已赚保费	841	1,011	1,193	1,432
营业及管理费用	259	351	390	423
理赔及保户红利	334	463	587	690
保险责任准备金	414	689	855	955
承保利润	-166	-492	-637	-636
投资收益	194	204	218	235
其他收益	7	39	48	77
税前利润	95	104	114	135
净利润	75	82	89	106
归属于股东利润	74	81	88	104

资产负债表				
投资资产	2,953	3,322	3,724	4,105
其他资产	991	1,075	1,170	1,262
总资产	3,944	4,397	4,894	5,366
保险与投资承保负债	3,034	3,409	3,832	4,250
其他负债	172	192	216	236
总负债	3,207	3,602	4,048	4,486
股东权益	723	779	829	863

寿险				
保费收入	640	939	1,006	1,125
个人保险	280	335	376	413
银行保险	299	529	554	635
团体保险	62	74	76	77

财险业务				
保费收入	390	554	665	798
机动车险	232	277	331	396
非机动车险	54	66	82	101
意外与健康保险	104	211	252	302
赔付率	65%	61%	61%	61%
综合成本率	99%	95%	96%	97%
财险保费占比	38%	37%	38%	40%

附：中国人寿财务预测表

	2009	2010E	2011E	2012E	单位: 亿	2009	2010E	2011E	2012E
估值					利润模型				
股价/内含价值	2.20	2.04	1.84	1.65	保费收入	2,760	3,284	3,809	4,381
隐含新业务倍数	19.6	16.7	13.4	10.3	分出保费	2	2	2	3
市盈率	19.5	18.8	17.5	14.5	未到期责任准备金	7	7	9	10
市净率	2.9	3.0	2.8	2.7	已赚保费	2,751	3,275	3,799	4,368
每股数据					营业及管理费用	204	214	230	276
每股净资产	7.78	7.68	8.04	8.50	理赔及保户红利	737	936	1,069	1,202
每股内含价值	10.32	11.11	12.34	13.75	保险责任准备金	1,545	2,717	3,152	3,624
每股一年新业务价值	0.63	0.69	0.77	0.87	承保利润	264	-592	-653	-734
每股盈利	1.16	1.21	1.30	1.56	投资收益	628	672	753	828
盈利增长因素					其他收益	25	2	-229	-236
毛保费增长	-7%	19%	16%	15%	税前利润	417	434	467	561
净赚保费增长	-7%	19%	16%	15%	净利润	330	344	370	444
营业及管理费用	11%	5%	8%	20%	归属于股东利润	329	342	368	442
理赔支出	-9%	27%	14%	12%	资产负债表				
承保利润	-1%	76%	16%	15%	投资资产	10,311	11,549	13,281	15,273
投资收益	18%	7%	12%	10%	其他资产	1,511	1,587	1,797	1,947
税前利润	431%	4%	8%	20%	总资产	11,822	13,135	15,078	17,221
净利润	227%	4%	8%	20%	保险与投资承保负债	9,462	10,743	12,562	14,525
主营业务比例					其他负债	154	213	234	282
营业费用/总保费	7%	7%	6%	6%	总负债	9,616	10,956	12,796	14,807
理赔/投资收益	117%	139%	142%	145%	股东权益	2,198	2,170	2,273	2,404
投资收益率	6%	6%	6%	5%	寿险				
资产回报率	4%	3%	3%	3%	保费收入	2,820	3,370	3,729	4,276
净资产回报率	19%	20%	21%	23%	个人保险	2,510	3,037	3,380	3,920
寿险业务					团体保险	175	184	189	193
保费收入增长	-5%	19%	11%	15%	健康和意外险	135	149	160	163
个人保险增长	-5%	19%	14%	10%	投资型合同业务				
银行保险增长	-8%	12%	15%	18%	个人保险	2,634	2,510	3,037	4,122
团体保险增长	3%	-2%	-15%	2%	团体保险	190	175	184	193
APE	532	650	721	816	健康和意外保险	132	135	149	163
APE 增速	0%	22%	11%	13%					
新业务利润率	40%	36%	36%	36%					
新业务价值增长	21%	10%	11%	13%					

资料来源：公司报表、招商证券

附：主要保险公司估值表

	名称	滚动 PE	PE10	PE11	PB	市值	营收	ROE	市值变动%
澳大利亚	安盛亚洲太平洋	20.3	22.1	19.1	0.0	12,775	6,105	16.5	13.6
	安保险	12.4	13.8	12.6	3.7	10,661	10,742	33.1	-4.7
加拿大	MANULIFE FINANCIAL			9.2	1.1	25,857	39,160	6.3	13.0
	POWER FINANCIAL	13.6	13.2	11.5	1.9	21,338	32,697	12.4	-1.9
	GREAT-WEAST LIFECO	13.4	13.6	11.5	2.1	24,156	30,541	13.3	-4.3
	SUN LIFE FINANCIAL	11.7	11.0	9.9	1.0	16,110	27,572	3.7	-1.9
欧洲	CNP ASSURANCES	11.5	6.7	6.1	0.6	7,335	43,498	11.5	-13.9
	ING		7.6	5.4	0.6	27,637	120,113	0.5	-6.0
英国	保诚保险	10.8	12.6	10.4	2.1	15,248	48,099	16.0	-5.0
	英国耆卫保险	27.0	7.9	7.1	0.8	6,618	18,710	7.0	-6.4
	LEGAL&NENERAL GROUP PLC	4.4	7.3	7.2	1.2	5,550	43,790	7.4	-5.8
	标准人寿	11.6	13.2	12.2	1.3	4,641	17,435	5.5	-9.5
日本	T&D HOLDINGS INC	19.9	17.5	16.2	1.0	656,606	2,113,888	-15.6	16.9
	SONY FINANCIAL HOLDINGS	12.3	15.0	15.2	2.2	665,550	536,008	8.8	9.3
台湾	国泰金融控股	43.7	59.3	31.2	2.6	481,827	1,180	5.7	1.3
	新光金融控股		41.3	22.7	1.0	92,469	6,774	1.6	-2.9
	台湾人寿	4.8	6.4	6.3	2.0	24,751	27,527	22.8	-3.9
	中国人寿（台湾）	13.8	14.6	12.7	1.8	43,570	82,492	22.4	2.4
美国	大都会	9.5	9.2	7.8	0.8	38,602	41,058	7.3	5.6
	保德信	7.9	8.6	8.3	0.7	25,175	32,688	11.6	2.5
	美国家庭人寿保险	9.9	9.6	8.6	2.2	25,028	18,254	27.8	-4.9
	UNUM GROUP	8.2	8.1	7.5	0.8	7,018	10,091	11.1	-4.2
	PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	10.3	10.7	9.9	1.0	8,996	8,849	11.4	4.6
	CONSECO INC	10.0	9.9	8.9	0.3	1,511	4,341	4.3	10.7
	TORCHMARK CORP	9.4	9.3	8.5	1.1	4,701	3,222	15.4	1.5
	STANCORP FINANCIAL GROUP	8.6	8.9	8.3	1.0	1,967	2,770	14.1	-1.9
	LINCOLN NATIONAL GROUP	7.7	7.6	6.7	0.6	7,713	8,499	8.6	-0.5
	DELPHI FINANCIAL GROUP-CLA	7.8	7.8	7.3	0.9	1,443	1,572	16.0	-1.7
	PROTECTIVE LIFE CORP	6.6	8.7	7.7	0.6	2,056	3,068	11.6	0.1
	AIG			16.1	0.9	29,624	95,233	-10.5	1.0

资料来源：招商证券研究 注：市值和营收单位为当地货币（百万）

分析师承诺

负责本研究报告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2010年度第二名，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2010年度第二名，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。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010年第二名。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

王宇航：南开大学精算学硕士，2010年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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。