



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 1 月 19 日

保险

研究部

周光

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010008
zhoug@cicc.com.cn

王松柏

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207070060
wangsb@cicc.com.cn

瑕不掩瑜

保险行业 2011 年投资策略

投资提示:

在目前中国已经处于升息周期前期的大前提下,我们维持对保险行业“超配”的投资评级。在保险行业品种上,我们更偏好规模保费增速较快且对银行渠道依赖程度低的寿险股。我们对保险股的推荐顺序依次为中国平安、中国太保、中国人寿。

理由:

根据我们之前已经详细阐述的保险行业投资时钟,保险股在升息周期前期股价往往有较好表现,这主要是由于期间投资收益水平上升速度将会超过保单资金成本上升速度,导致利差水平将不断扩大。

美中不足的是 2011 年规模保费增速可能会放缓,这在一定程度上可能会限制保险股上涨空间。在寿险方面,升息导致的保单资金成本上升将会导致分红保险和万能保险的保单销售难度增加;中国银监会对银行保险的新政策将会导致已占寿险保单销售半壁江山的银行保险面临较大压力;与此同时,2010 年规模保费的高基数效应也进一步增加寿险规模保费增速的压力。在财险方面,由于保费与汽车销售高度关联,一旦新车销售放缓,保费增速将面临较大压力。

在寿险公司品种选择上,我们偏好规模保费增速较高而且对银行渠道依赖程度相对较小的寿险公司。这主要是由于中国寿险行业仍处于高速发展期,较高的保费增速将带来更好的增长前景。与此同时由于我们预计 2011 年银行渠道将面临较大压力,因此银行渠道占比较低的寿险公司 2011 年保费增速受到的负面影响将较小。具体来说,平安寿险规模保费收入增速适中而且对银行渠道的依赖程度最低,加上其保单质量较好导致新业务价值利润率较高,为我们的首选;太保寿险 2010 年规模保费增速最高,但对银行渠道的依赖度已经超过 50%,2011 年的保单销售增速下滑将会较为明显,为我们的次选;而中国人寿的规模保费收入增速最慢,且对银行销售渠道依赖程度与太保寿险较为接近。

与产险公司相比,我们更加偏好寿险公司。由于盈利模式的差异,寿险公司在升息周期初期的投资盈利能力弹性将高于产险公司。这主要是由于寿险公司投资盈利能力取决于投资收益水平和保单资金成本的利差水平,而产险公司投资盈利能力只取决于投资收益水平。产险业务中,平安产险的保费增长最为强劲,但 2011 年购车优惠政策到期和北京限售的新措施将对车险销售造成压力;太保产险的综合成本率更有优势但保费增速相对平稳。

估值:

经过近期的大幅调整,保险股的估值已经接近历史低位,已经具备明显的长期投资价值。目前中国平安的 2011 年 P/EV 和新业务价值倍数分别为 1.5 倍和 6.6 倍,维持“推荐”评级;中国太保的 2011 年 P/EV 和新业务价值倍数分别为 1.5 倍和 6.5 倍,维持“推荐”评级;而中国人寿的 2011 年 P/EV 和新业务价值倍数分别为 1.6 倍和 12.7 倍,维持“审慎推荐”评级。

风险:

一旦股票市场出现下跌,将对保险公司投资收益以及净资产产生较大负面影响,导致保险公司股价出现下跌。

目录

保险股在降息周期后期至加息周期前期将有结构性投资机会	3
投资是中国保险公司盈利能力带有周期性特征的主要原因.....	3
保险股的结构性投资机会主要出现在降息周期后期至升息周期前期.....	4
中国已进入加息周期前期.....	5
投资：利差水平将不断扩大	6
债券收益水平上升速度将快于保单资金成本上升速度.....	6
股票市场在降息周期末期至升息周期前期上涨概率较高.....	7
承保：规模保费增长将放缓	8
加息带来的保单资金成本上升将给寿险保单销售带来负面影响.....	8
银行渠道寿险规模保费增速将明显下滑.....	9
2010 年的高基数效应给寿险规模保费增长带来压力.....	9
购车优惠政策到期将导致产险规模保费增速下滑.....	11
保险行业投资建议	14
保险行业投资策略：维持“超配”投资评级.....	14
保险行业投资组合：偏好规模保费增速较高且对银行渠道依赖度低的寿险股.....	14

图表目录

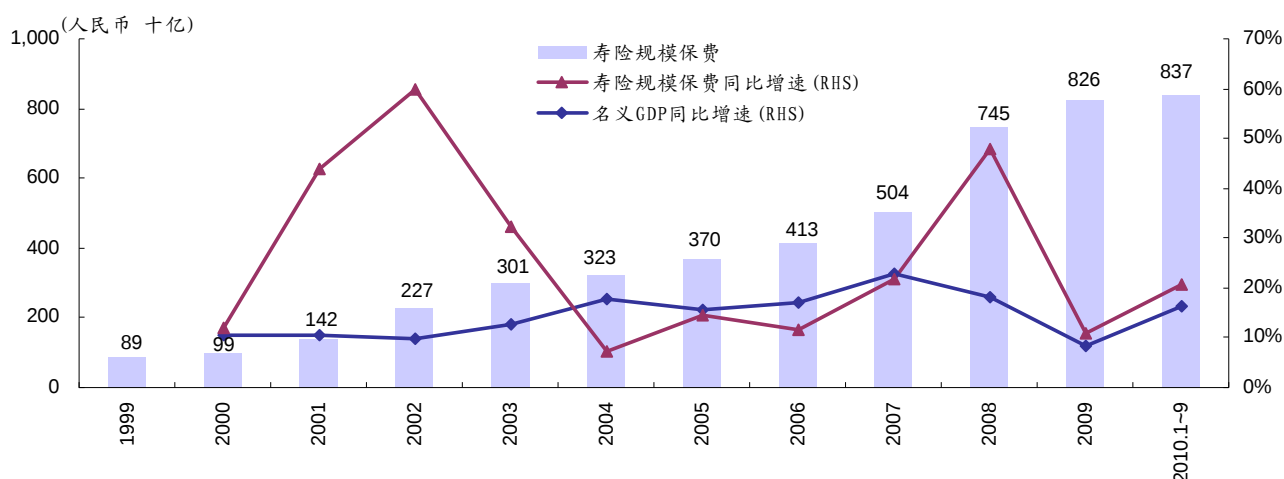
图表 1：寿险规模保费增速与名义 GDP 增速.....	3
图表 2：产险规模保费增速与名义 GDP 增速.....	3
图表 3：利率周期中的寿险和财险公司利差或收益水平（示意图）.....	4
图表 4：寿险行业投资时钟.....	4
图表 5：1 年期至 5 年期定期存款利率.....	5
图表 6：1 年期至 10 年期国债收益率.....	6
图表 7：1 年期至 10 年期企业债收益率.....	6
图表 8：主要寿险公司万能险结算利率.....	7
图表 9：上证综指和 1 年期定期存款利率.....	7
图表 10：主要寿险公司万能险结算利率和 5 年期定期存款利率.....	8
图表 11：2009 年全行业和上市保险公司寿险规模保费按险种构成.....	8
图表 12：2009 年全行业和上市保险公司寿险规模保费按渠道构成.....	9
图表 13：寿险行业月度规模保费.....	9
图表 14：中国人寿月度规模保费.....	10
图表 15：平安寿险月度规模保费.....	10
图表 16：太保寿险月度规模保费.....	10
图表 17：太平寿险月度规模保费.....	11
图表 18：产险规模保费和汽车销量.....	11
图表 19：产险行业月度规模保费.....	12
图表 20：中国人寿月度规模保费.....	12
图表 21：平安产险月度规模保费.....	12
图表 22：太保产险月度规模保费.....	13
图表 23：太平产险月度规模保费.....	13
图表 24：中国平安 DCF 模型.....	15
图表 25：中国太保 DCF 模型.....	16
图表 26：中国人寿 DCF 模型.....	17
图表 27：寿险可比公司估值.....	18
图表 28：财险可比公司估值.....	19
图表 29：中国人寿 NBM Band.....	20
图表 30：中国太保 NBM Band.....	20
图表 31：中国平安 NBM Band.....	21

保险股在降息周期后期至加息周期前期将有结构性投资机会

投资是中国保险公司盈利能力带有周期性特征的主要原因

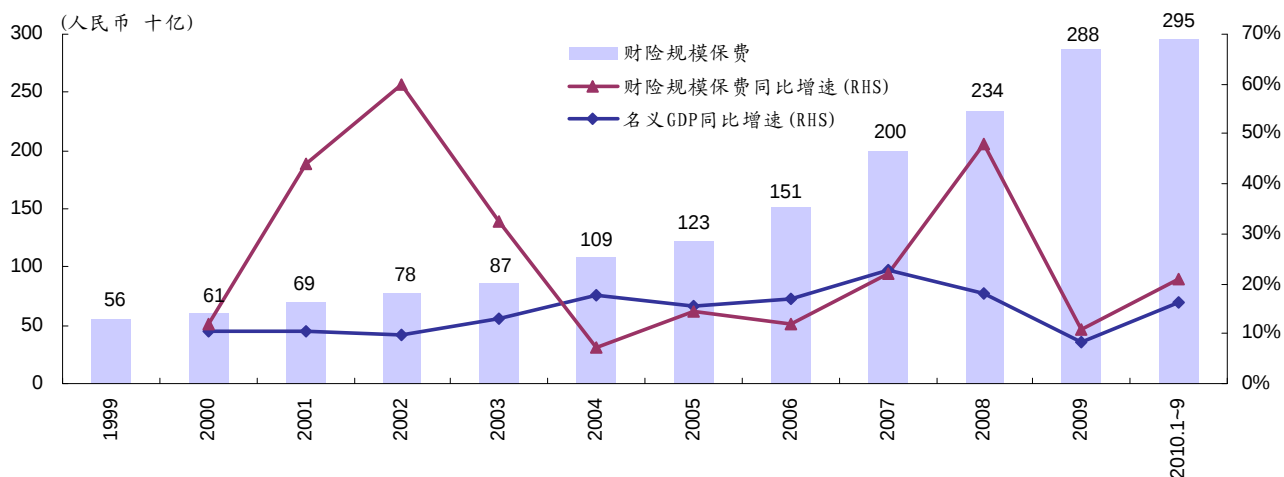
作为保险公司盈利能力的核心之一，承保与经济周期密切相关但与利率周期相关度较低。由于保费深度和保费密度仍然较低而且中国经济仍处于快速增长期，我们预计规模保费未来仍将保持快速增长，尽管规模保费单年增速带有较强的波动性。

图表 1：寿险规模保费增速与名义 GDP 增速



资料来源：CIEC、中国保监会、中金公司研究部

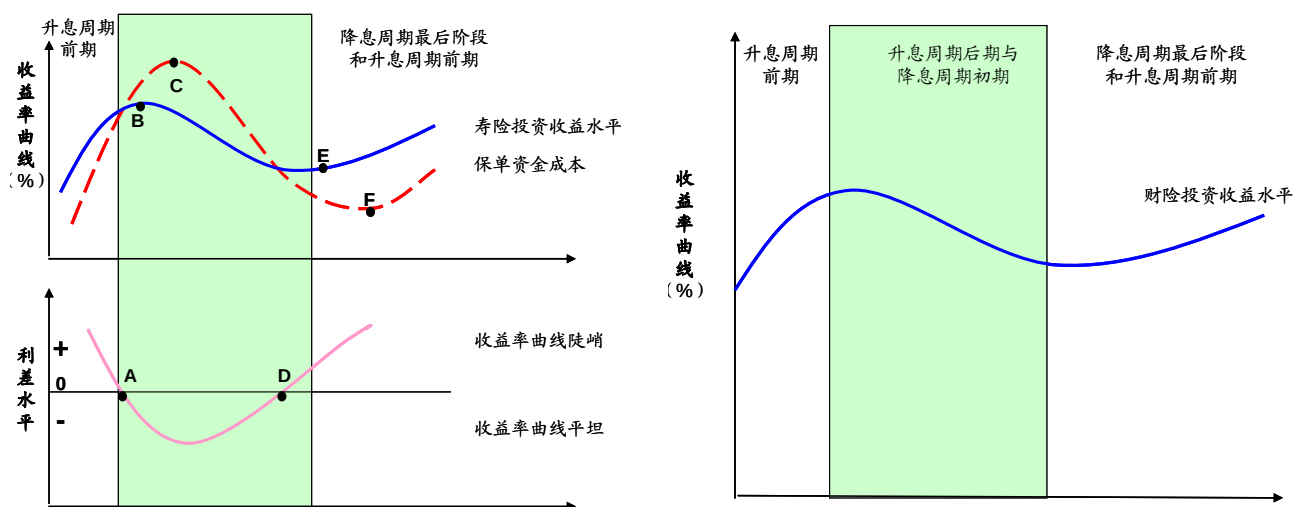
图表 2：产险规模保费增速与名义 GDP 增速



资料来源：CIEC、中国保监会、中金公司研究部

作为保险公司盈利能力的另一重要核心，投资与利率周期密切相关导致了保险公司盈利能力随利率周期波动。中国寿险公司投资收益水平与保单资金成本随利率周期波动进而导致利差水平出现明显的周期性特征；而中国产险公司并不存在保单资金成本，投资收益水平随利率周期波动直接导致利差水平出现明显的周期性特征，尽管产险公司的利差水平波动幅度将小于寿险公司。

图表3：利率周期中的寿险和财险公司利差或收益水平（示意图）

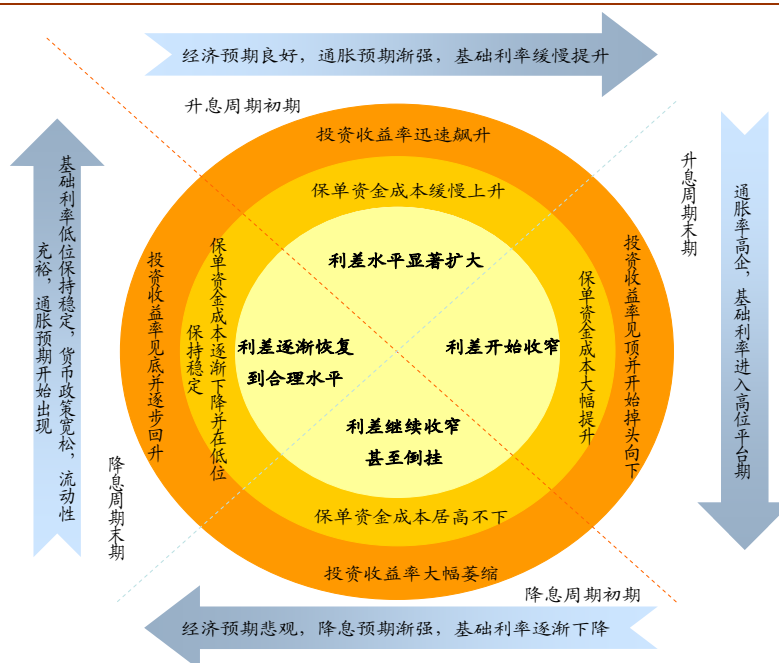


资料来源：中金公司研究部

保险股的结构性的投资机会主要出现在降息周期后期至升息周期前期

保险公司的利差水平在降息周期后期至升息周期前期通常呈现出逐步扩大的趋势。债券收益率变动和股票市场走势能够反映投资者对货币政策、经济增长和通货膨胀等多种因素的预期，因此通常领先于基准利率的变化开始变动。在降息周期后期至升息周期前期，债券收益率的提升和股票市场的上涨共同提升了投资收益水平，而基准利率变动的滞后导致保单资金成本上升的速度滞后于投资收益水平提升的速度，进而不断推高保险公司利差水平。

图表4：寿险行业投资时钟

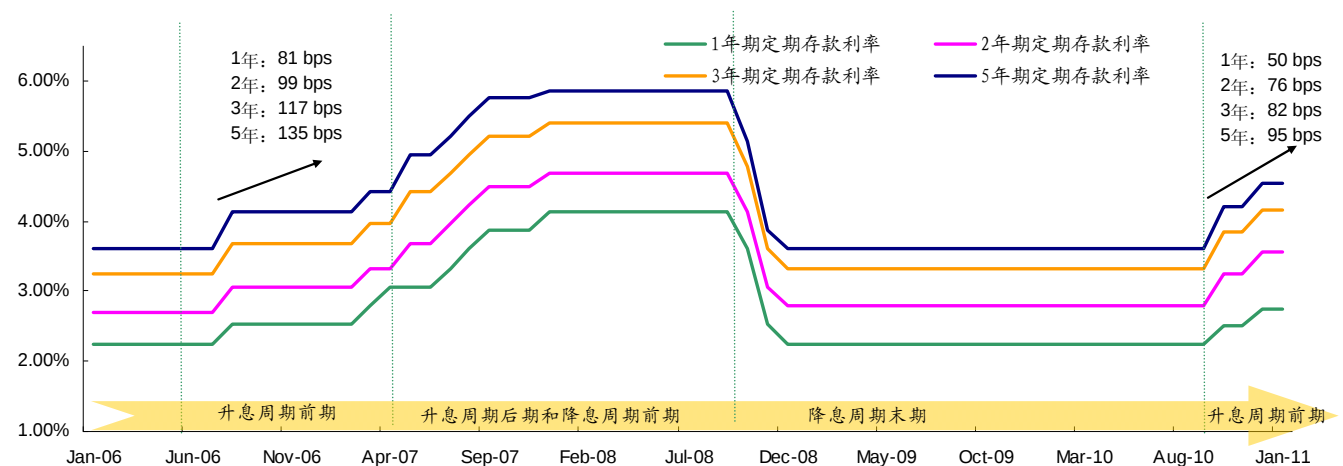


资料来源：中金公司研究部

中国已进入加息周期前期

在利率水平维持了 22 个月之后，中国人民银行于 2010 年 10 月 10 月提高了利率水平，并于 2010 年 12 月 26 日再次提高了利率水平，中国已进入加息周期前期。

图表 5：1 年期至 5 年期定期存款利率



资料来源：中国人民银行、中金公司研究部

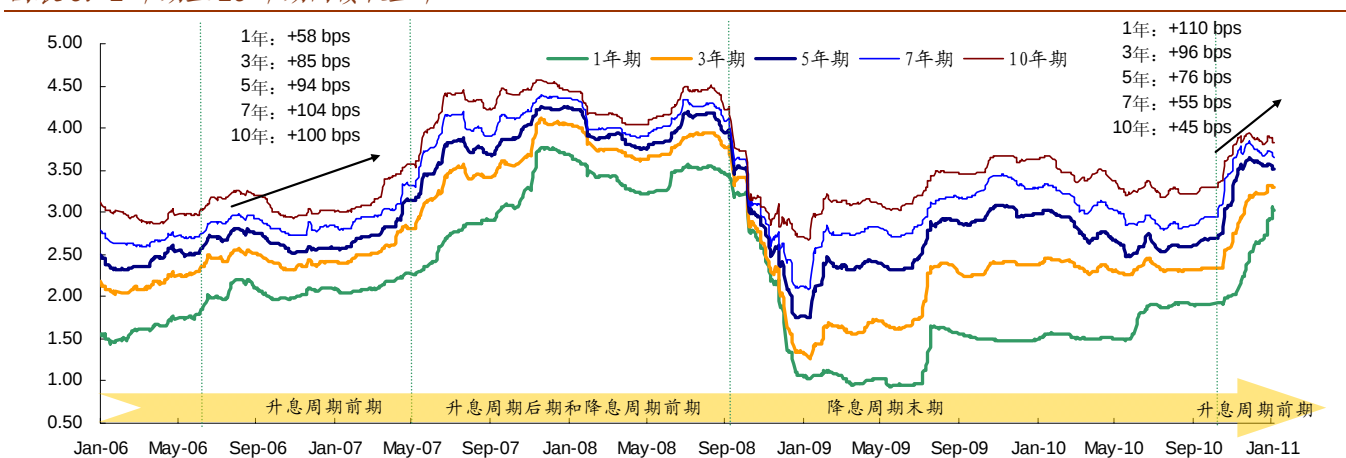
投资：利差水平将不断扩大

债券收益水平上升速度将快于保单资金成本上升速度

中国上一个加息周期为 06 年 6 月至 07 年 12 月，在加息周期初期，债券收益率上升速度快于保单资金成本上升速度。在 06 年 6 月至 07 年 5 月的加息初期，1 年期至 10 年期国债收益率以及企业债收益率的上升幅度分别为 58~104 个基点以及 65~100 个基点；同期主要寿险公司万能险结算利率的上升幅度分别为 35~60 个基点。

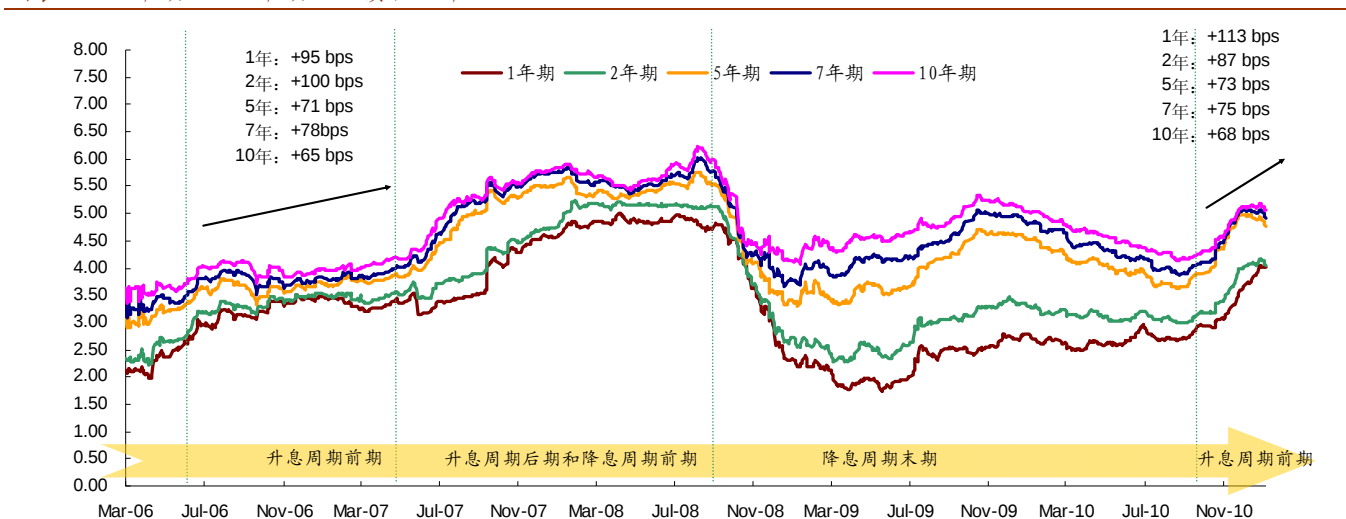
自 10 年 10 月这一个加息周期开始至今，债券收益率上升速度也快于保单资金成本上升速度。截止到 2010 年 12 月，1 年期至 10 年期国债收益率以及企业收益率的上升幅度分别为 45~110 个基点、68~113 个基点；同期主要寿险公司万能险结算利率的上升幅度分别为 0~33 个基点。伴随着加息周期的进一步推进，我们预计债券收益率上升速度快于保单资金成本这一趋势将延续一段时间。

图表 6：1 年期至 10 年期国债收益率



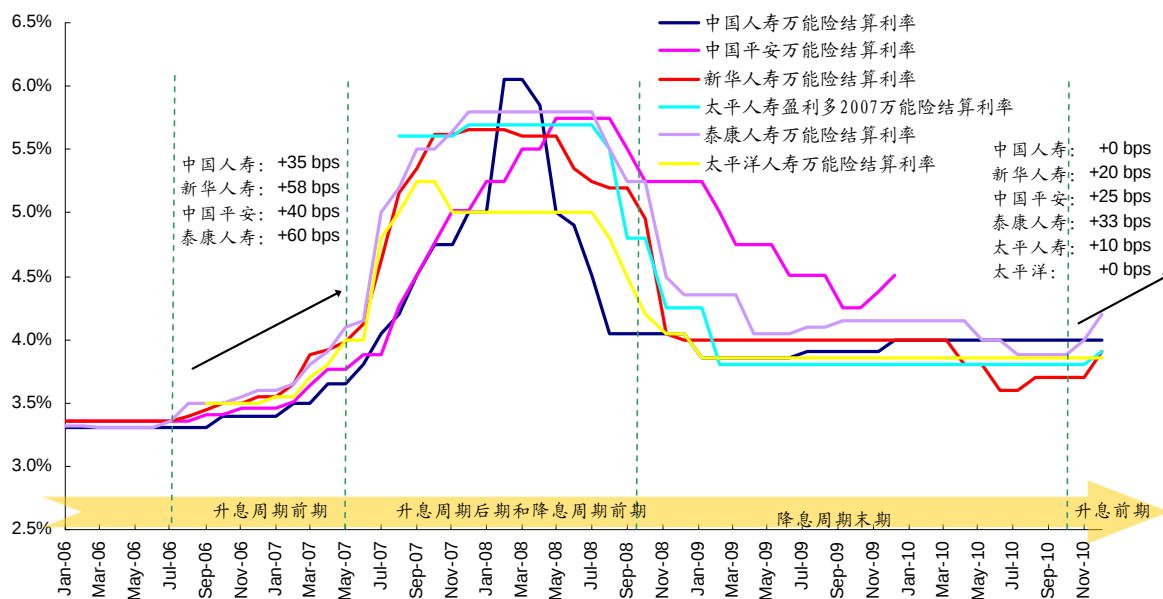
资料来源：中金公司固定收益部、中金公司研究部

图表 7：1 年期至 10 年期企业债收益率



资料来源：中金公司固定收益部、中金公司研究部

图表8：主要寿险公司万能险结算利率

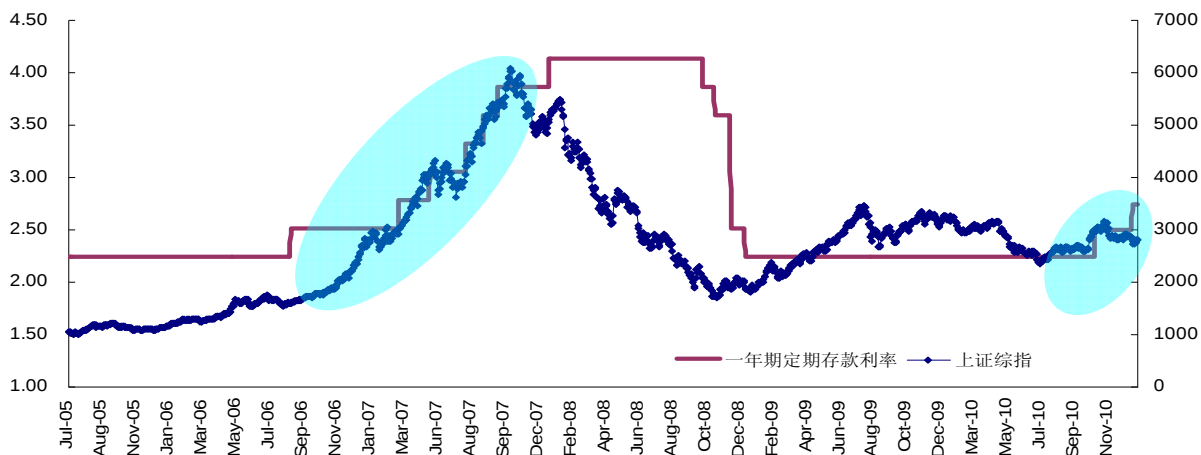


资料来源：公司数据、中金公司研究部

股票市场在降息周期末期至升息周期前期上涨概率较高

股票市场走势与利率周期较为相关，但往往先于利率周期出现拐点。股票市场上个牛市为06年1月至07年10月，而上一个加息周期为06年8月至07年12月。自2010年10月至今中国仅仅加息2次，仍处于加息周期前期，后续股票市场震荡上行的概率较高。

图表9：上证综指和1年期定期存款利率



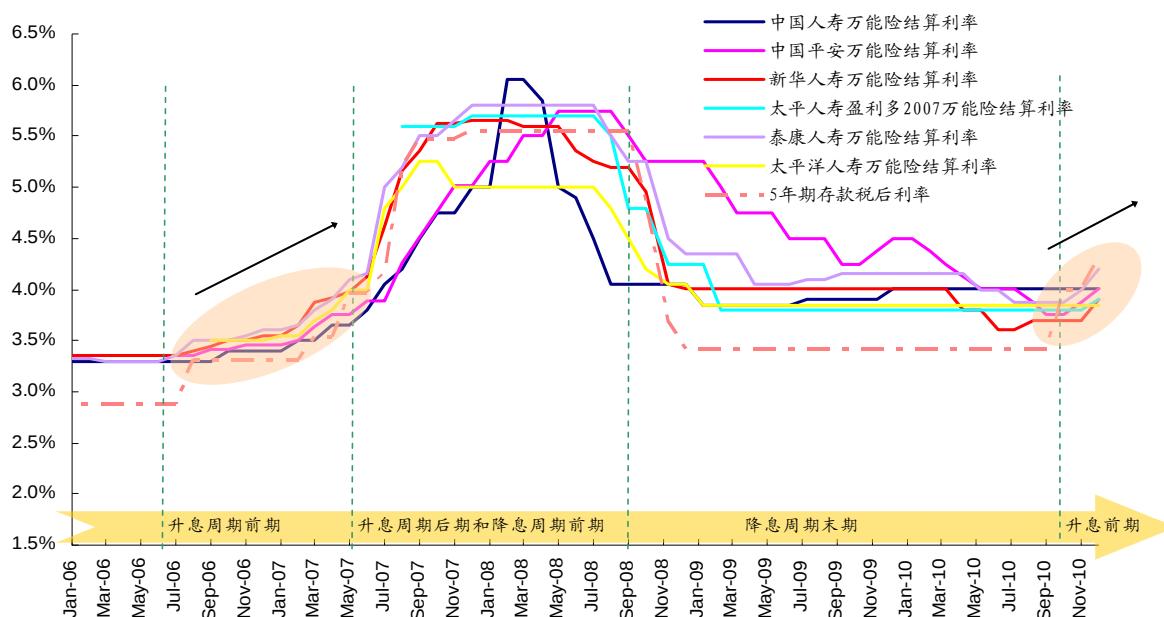
资料来源：WIND 资讯、中国人民银行、中金公司研究部

承保：规模保费增长将放缓

加息带来的保单资金成本上升将给寿险保单销售带来负面影响

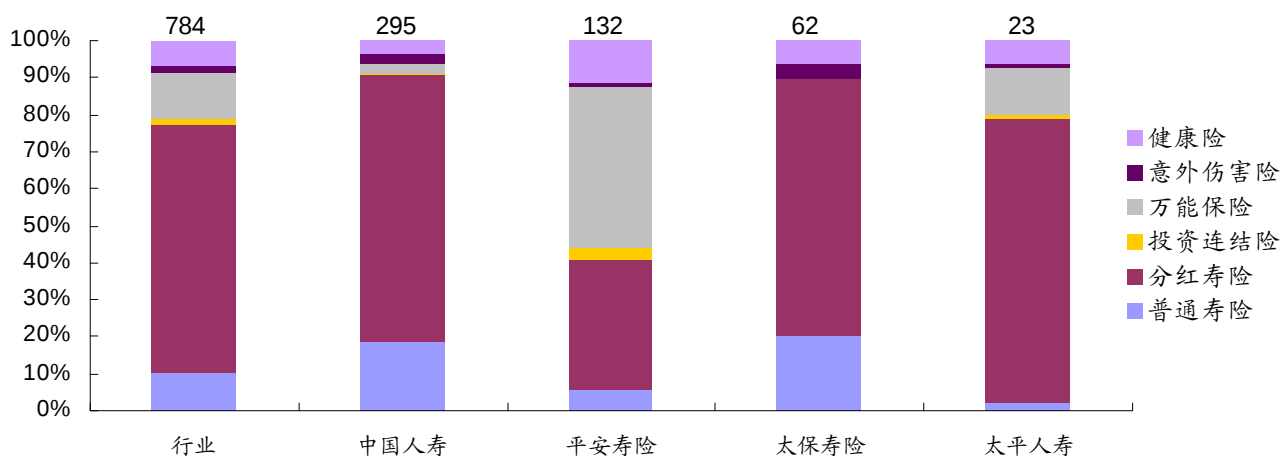
10 年 10 月以来的两轮加息已经提升了 5 年期定期存款利率共 95 个基点。由于万能险结算利率和分红险分红利率在很大程度上要参照 5 年期定期存款利率确定（图表 1），所以升息将迫使寿险公司在未来逐步提高万能险结算利率和分红险分红利率以保持保单的吸引力，否则保单的销售将收到负面影响。由于分红险和万能险的规模保费占比约为 70%~80%，因此我们预测加息带来的保单资金成本上升将给 2011 年保单销售带来负面影响。

图表 10：主要寿险公司万能险结算利率和 5 年期定期存款利率



资料来源：中国人民银行、公司数据、中金公司研究部

图表 11：2009 年全行业和上市保险公司寿险规模保费按险种构成

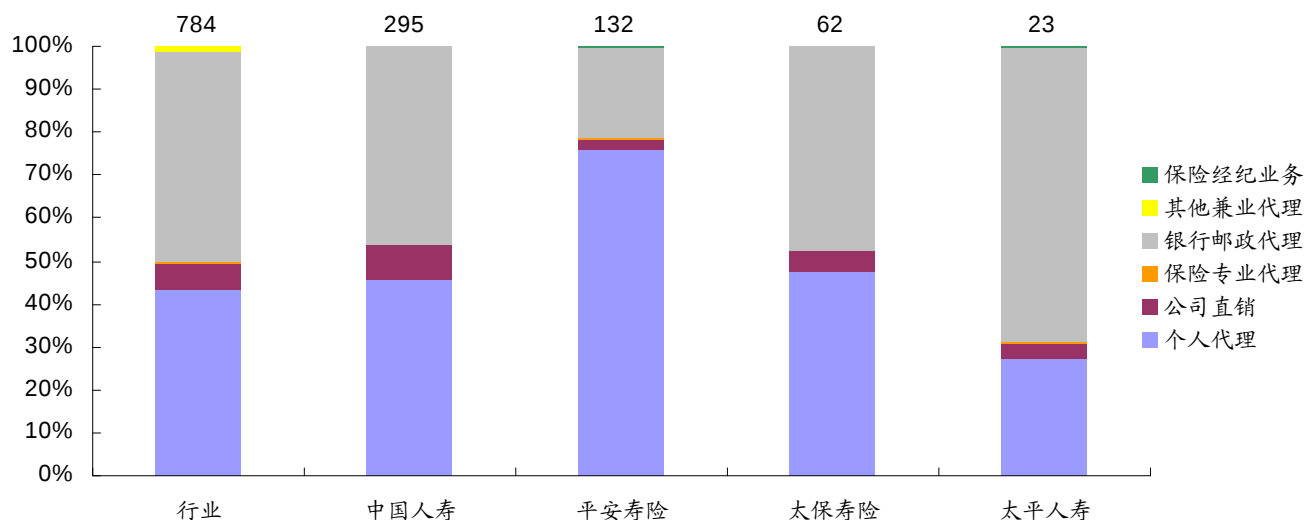


资料来源：中国保险年鉴、中金公司研究部

银行渠道寿险规模保费增速将明显下滑

中国银监会于 2010 年 11 月发布了《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》(以下简称《通知》),明确禁止保险公司在银行网点驻点销售且每个银行网点合作的保险公司原则上不能超过 3 家。由于《通知》禁止保险公司在银行网点驻点销售将导致银行渠道寿险规模保费增速明显下滑,加上银行渠道的寿险规模保费占比已近半壁江山,2011 年银行渠道规模保费增速的明显下滑将给寿险规模保费增长带来较大压力。

图表 12: 2009 年全行业 and 上市保险公司寿险规模保费按渠道构成

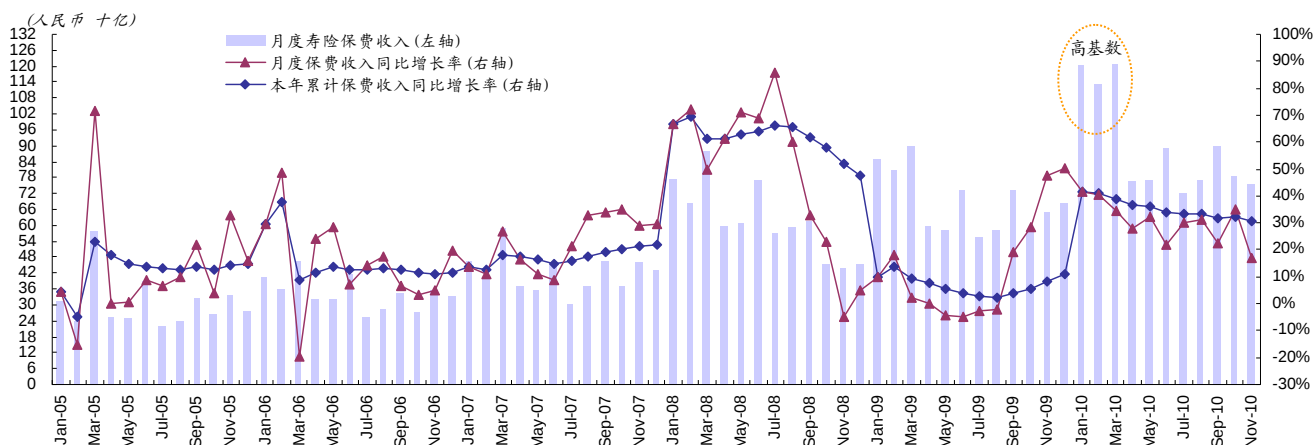


资料来源: 中国保险年鉴、中金公司研究部

2010 年的高基数效应给寿险规模保费增长带来压力

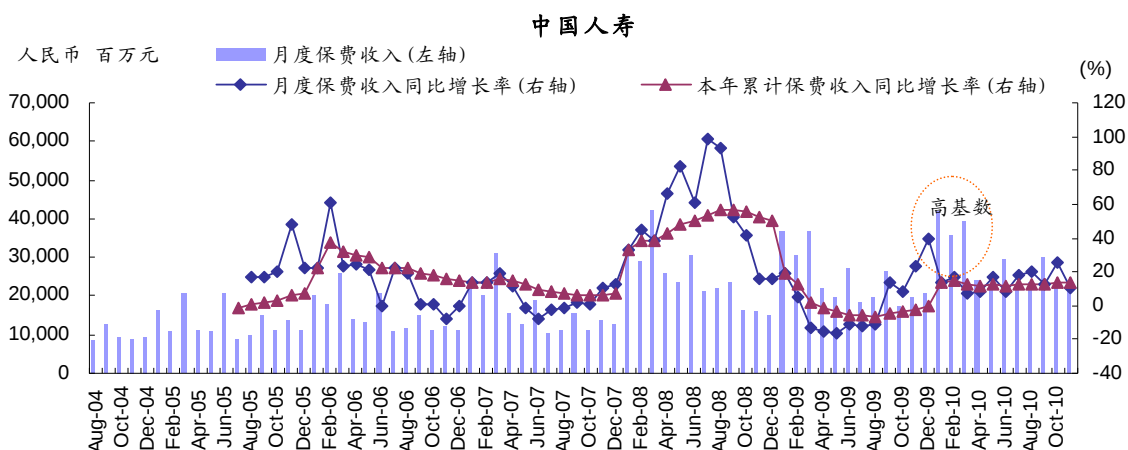
寿险规模保费在 2010 年取得了高速增长,但同时也给 2011 年留下了较高的规模保费基数。由于 2010 年第 1 季度的寿险规模保费同比增速处于全年高点,我们预计寿险公司要达到所谓的“开门红”将面临更大的难度。

图表 13: 寿险行业月度规模保费



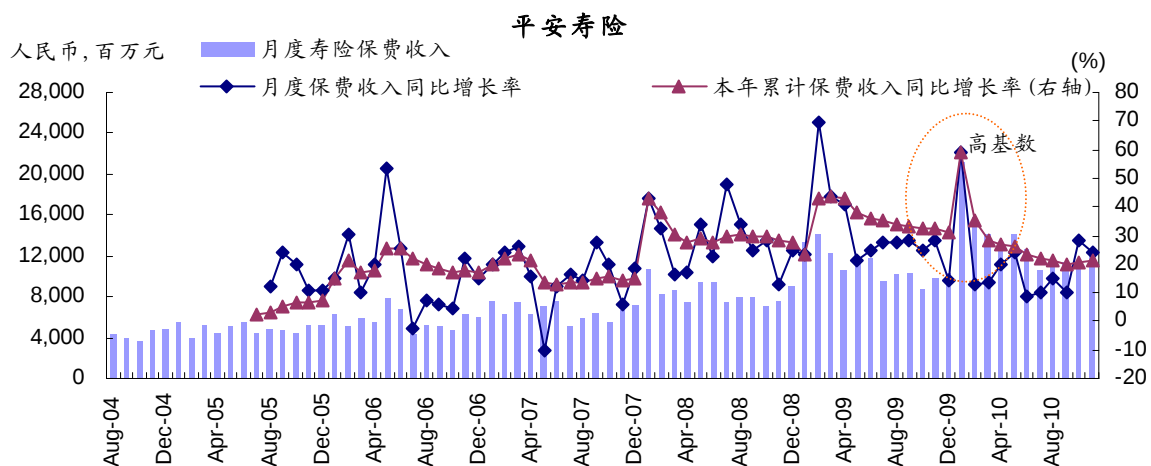
资料来源: 中国保监会、中金公司研究部

图表 14：中国人寿月度规模保费



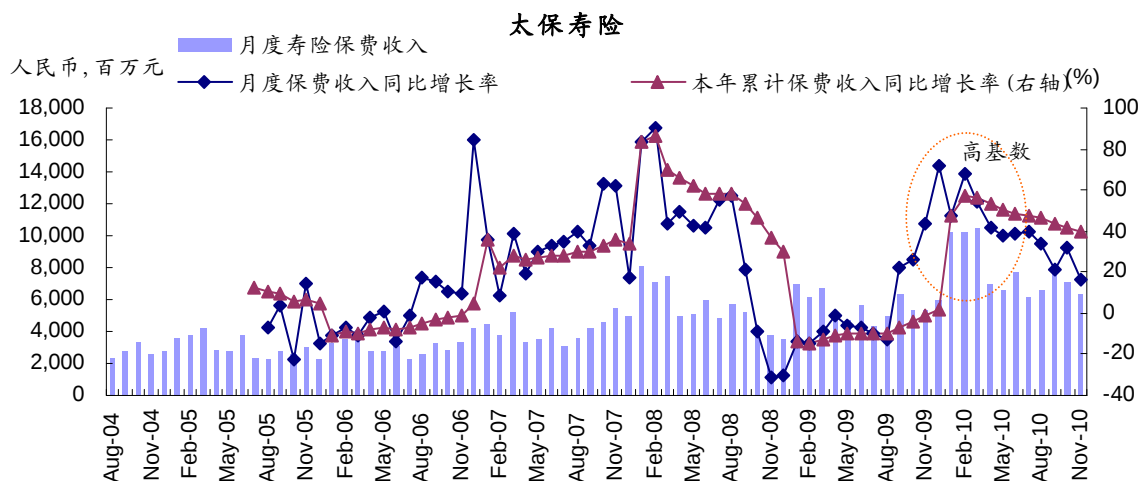
资料来源：中国保监会、中金公司研究部

图表 15：平安寿险月度规模保费



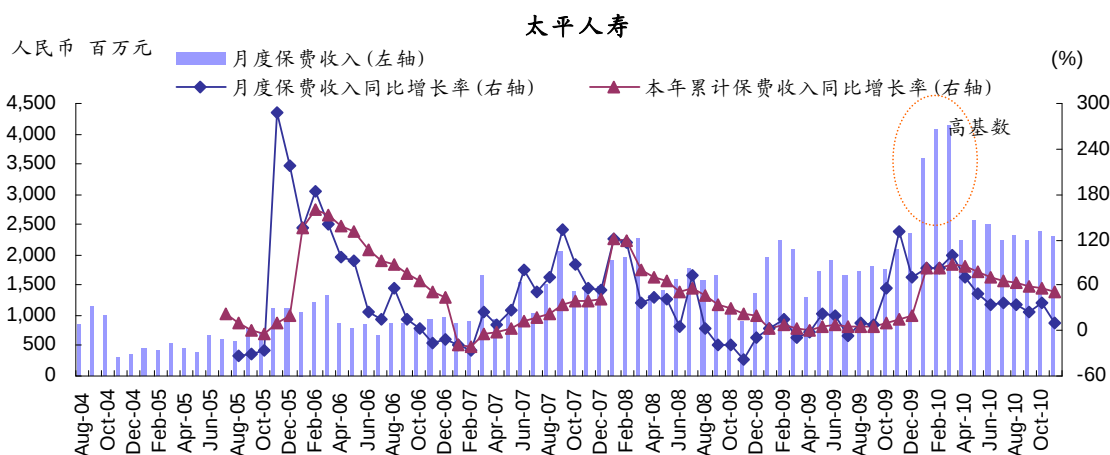
资料来源：中国保监会、中金公司研究部

图表 16：太保寿险月度规模保费



资料来源：中国保监会、中金公司研究部

图表 17：太平人寿月度规模保费

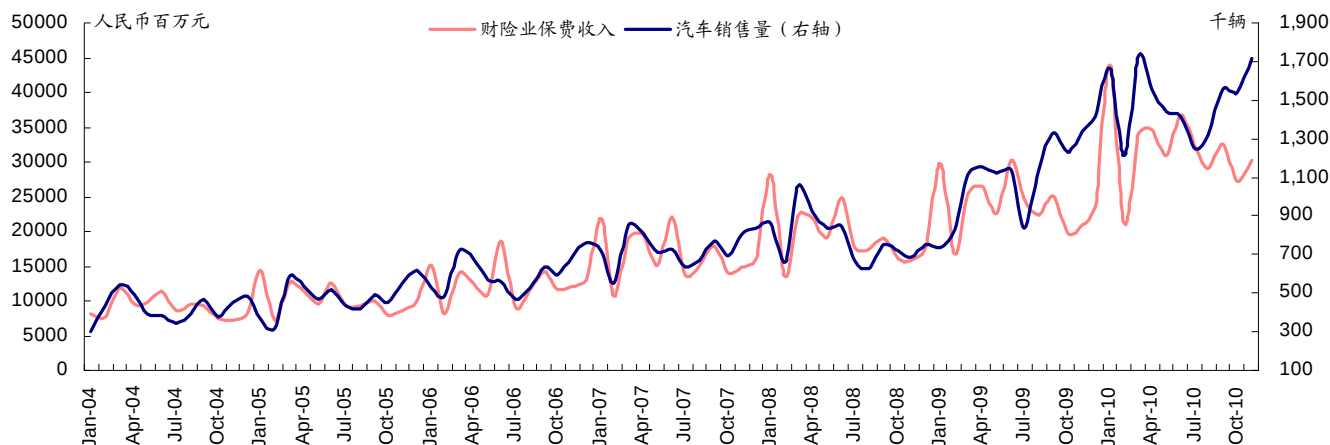


资料来源：中国保监会、中金公司研究部

购车优惠政策到期将导致产险规模保费增速下滑

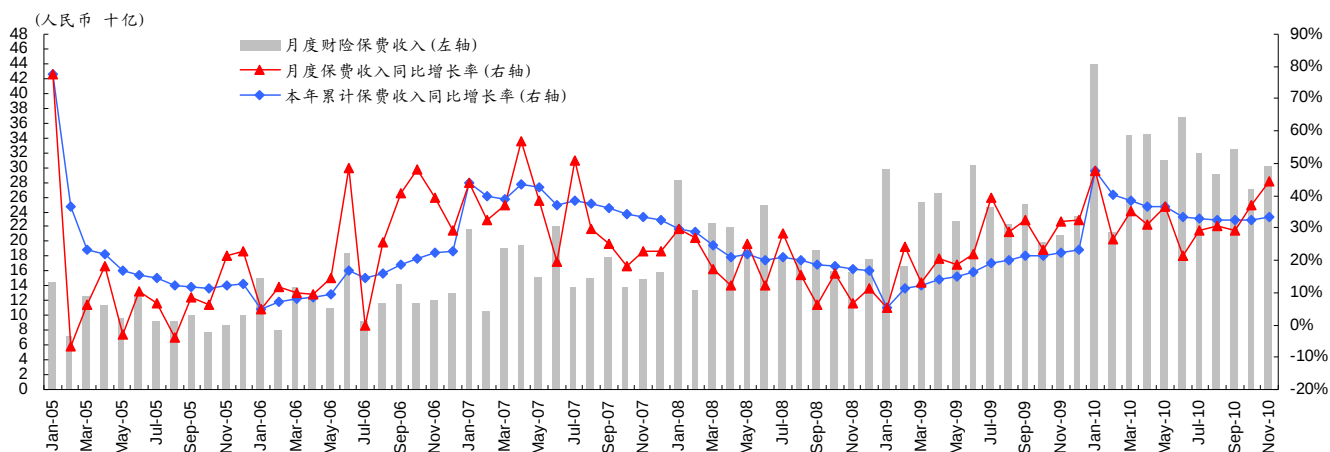
产险规模保费与汽车销量高度相关，而购车优惠政策到期将导致汽车销量增速下滑。在产险规模保费中，有超过 70% 来自于机动车辆险，09 年以来购车优惠政策在很大程度上推动了汽车销量的快速增长，而购车优惠政策到期将导致汽车销量增速下滑。与此同时，北京 2010 年新车销量为 89.1 万辆，而从 2011 年开始实施的治理拥堵新措施将采取“摇号销售”，每月限量销售 2 万辆，这无疑将加剧 2011 年的汽车销量增速下滑程度。

图表 18：产险规模保费和汽车销量



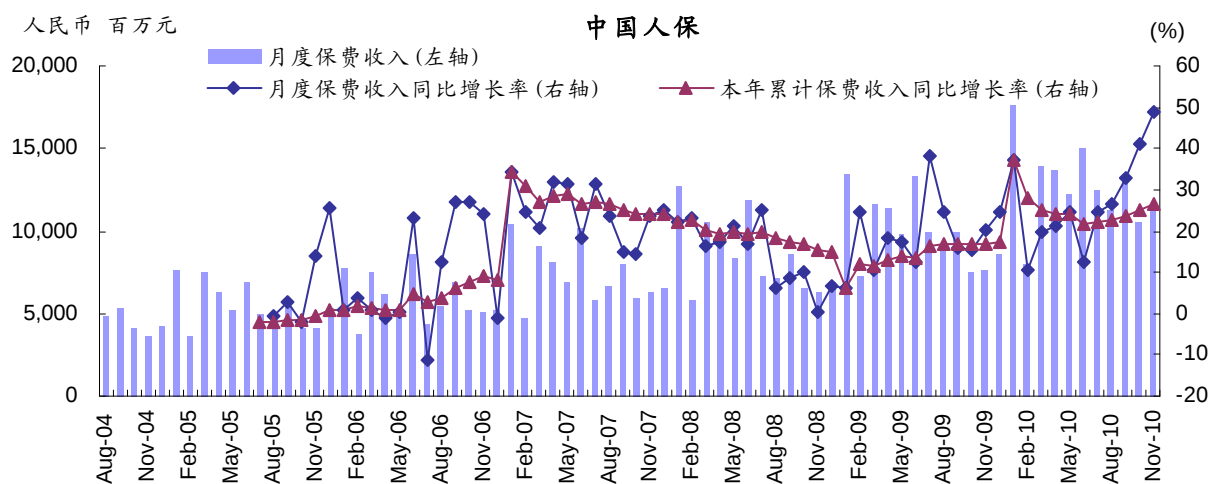
资料来源：中国保监会、中金公司研究部

图表 19：产险行业月度规模保费



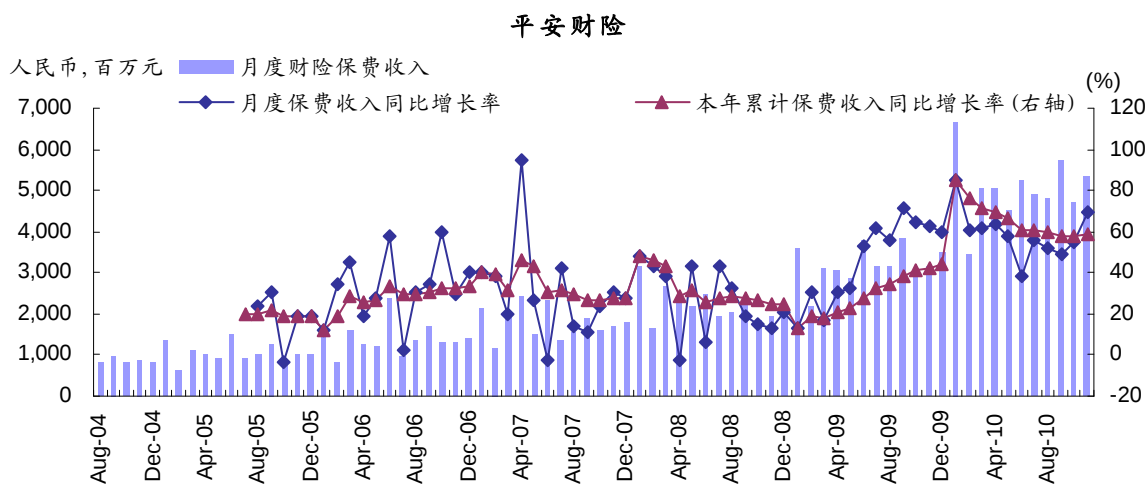
资料来源：中国保监会、中金公司研究部

图表 20：中国人保月度规模保费



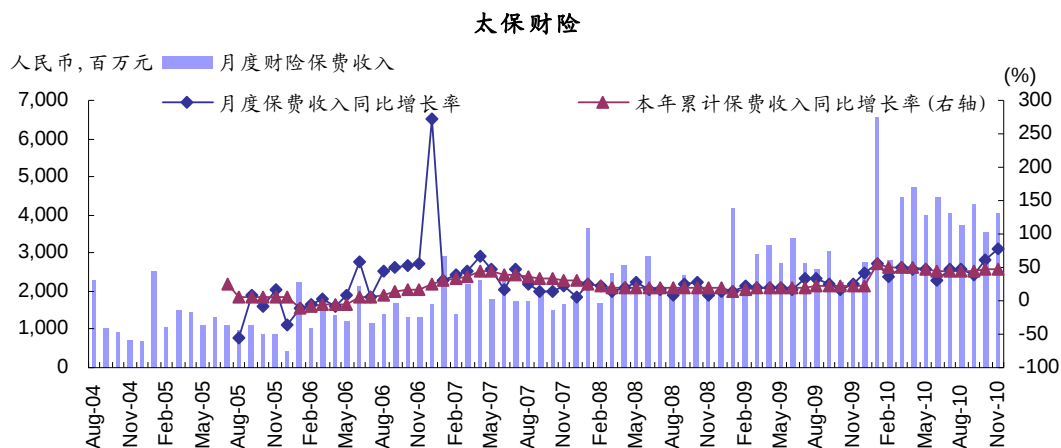
资料来源：中国保监会、中金公司研究部

图表 21：平安产险月度规模保费



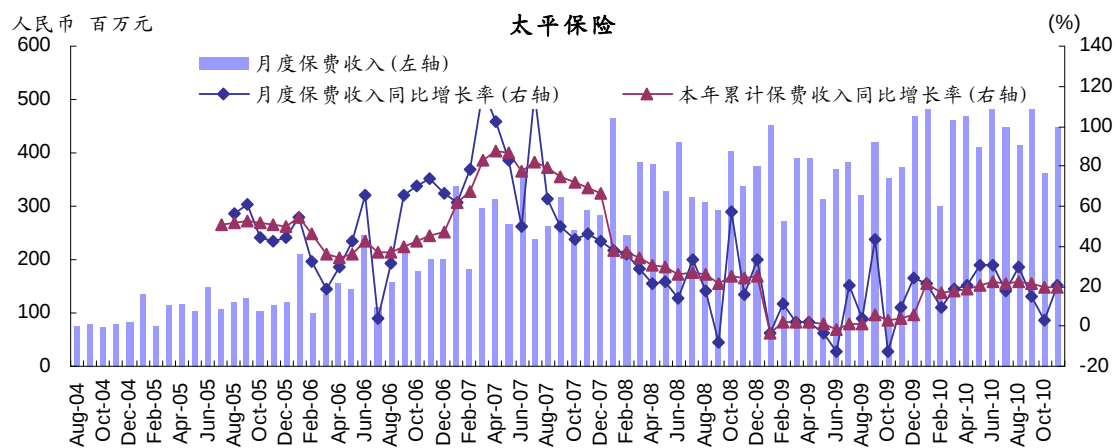
资料来源：中国保监会、中金公司研究部

图表 22: 太保产险月度规模保费



资料来源: 中国保监会、中金公司研究部

图表 23: 太平产险月度规模保费



资料来源: 中国保监会、中金公司研究部

保险行业投资建议

保险行业投资策略：维持“超配”投资评级

在目前中国已经处于升息周期前期的大前提下，我们维持对保险行业“超配”的投资评级。根据我们之前已经详细阐述的保险行业投资时钟，保险股在升息周期前期股价往往有较好表现，这主要是由于期间投资收益水平上升速度将会超过保单资金成本上升速度，导致利差水平将不断扩大。

美中不足的是 2011 年规模保费增速可能会放缓，这在一定程度上可能限制保险股上涨空间。在寿险方面，升息导致的保单资金成本上升将会导致分红保险和万能保险的保单销售难度增加；中国银监会对银行保险的新政策将会导致已占寿险保单销售半壁江山的银行保险面临较大压力；与此同时，2010 年规模保费的高基数效应也进一步增加寿险规模保费增速的压力。在财险方面，由于保费与汽车销售高度关联，一旦新车销售放缓，保费增速将面临较大压力。

保险行业投资组合：偏好规模保费增速较高且对银行渠道依赖度低的寿险股

在寿险公司品种选择上，我们偏好规模保费增速较高而且对银行渠道依赖程度相对较小的寿险公司。这主要是由于中国寿险行业仍处于高速发展期，较高的保费增速将带来更好的增长前景。与此同时由于我们预计 2011 年银行渠道将面临较大压力，因此银行渠道占比较低的寿险公司 2011 年保费增速受到的负面影响将较小。具体来说，平安寿险规模保费收入增速适中且对银行渠道的依赖程度最低，加上其保单质量较好导致新业务价值利润率较高，为我们的首选；太保寿险 2010 年规模保费增速最高，但对银行渠道的依赖度已经超过 50%，2011 年的保单销售增速下滑将会较为明显，为我们的次选；而中国人寿的规模保费收入增速最慢，且对银行销售渠道依赖程度与太保寿险较为接近。

与产险公司相比，我们更加偏好寿险公司。由于盈利模式的差异，寿险公司在升息周期初期的投资盈利能力弹性将高于产险公司。这主要是由于寿险公司投资盈利能力取决于投资收益水平和保单资金成本的利差水平，而产险公司投资盈利能力只取决于投资收益水平。产险业务中，平安产险的保费增长最为强劲，但 2011 年购车优惠政策的到期和北京限售的新措施将对车险销售造成压力；太保产险的综合成本率更有优势但保费增速相对平稳。

综合以上因素，我们对保险股的推荐顺序依次为中国平安、中国太保、中国人寿。

图表 24：中国平安 DCF 模型

	2011E	2012—2021E	2022—2031E	Perpetual
平安人寿假设：				
贴现率	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
寿险保费增长率	23.4%	14.7%	8.8%	3.0%
寿险保费收入(人民币百万元)	206,163	4,823,658	13,261,619	19,177,505
趸缴新保费收入比例	47%	52%	52%	52%
首年寿险保费收入	90,459	1,860,532	5,376,067	8,414,578
首年年度化保费(APE, 人民币百万元)	51,822	986,062	2,860,067	4,476,555
新业务价值利润率	37%	25%	20%	12%
一年新业务价值(人民币百万元)	19,280	252,475	581,228	537,187
	21%			
经调整后的净资产价值(人民币百万元)	A	131,787		
有效业务价值(人民币百万元)	B	114,878		
内含价值(人民币百万元)	C=A+B	246,665		
集团拥有的平安寿险内含价值(人民币百万元)	D	161,578		
	D	198,576		
一年新业务价值折现值之和(人民币百万元)	E	338,681		
寿险业务评估价值(人民币百万元)	F=D+E	500,260		
总股数(百万股)	G	7,644		
每股内含价值(人民币元)	H=C/G	32.27		
每股一年新业务价值(人民币元)		2.52		
平安寿险每股评估价值(人民币元)	I=F/G	65.44		
平安财险每股价值 20xP/E		6.13		
平安银行业务每股价值 2.0xP/B		4.70		
深发展银行业务每股价值 2.0xP/B		6.71		
证券业务每股价值 2.0xP/B		1.96		
平安集团拥有的其他业务每股价值 1.0xP/B		1.48		
平安每股价值(人民币元)		86.42		
平安每股价值(港币元)		103.12		
	20.98			
隐含的一年新业务价值倍数		17.6		
隐含的市净率		5.6		
隐含的每股价值/每股内含价值		2.7		
寿险隐含的每股评估价值/寿险每股内含价值		3.1		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 25：中国太保 DCF 模型

	2011E	2012—2021E	2022—2031E	Perpetual
关于太保寿险的假设：				
折现率	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
太保寿险保费增长率	28.9%	11.5%	6.2%	3.0%
太保寿险保费收入(人民币百万元)	116,128	2,512,453	5,264,061	7,756,254
趸缴新保费收入比例	68%	70%	70%	70%
首年寿险保费收入	74,594	1,642,312	3,443,840	5,074,275
首年年度化保费(APE, 人民币百万元)	29,100	607,655	1,274,221	1,877,482
首年年度化保费利润率	25%	23.0%	18.0%	14.0%
一年新业务价值(人民币百万元)	7,275	146,091	243,523	262,847
行政及其他费用				
经调整后的净资产价值(人民币百万元)	A	84,798		
有效业务价值(人民币百万元)	B	45,186		
内含价值(人民币百万元)	C'=A+B	129,984		
寿险内含价值	C	83,608		
一年新业务价值折现值之和(人民币百万元)	D	147,535		
寿险业务评估价值(人民币百万元)	E=C+D	231,143		
总股数(百万股)	F	8,600		
每股内含价值(人民币元)	G=C/F	15.11		
每股一年新业务价值(人民币元)				
太保寿险每股评估价值(人民币元)	H=E/F	26.88		
太保财险每股价值(人民币元) 20xP/E		7.75		
其他业务每股价值(人民币元) 1.0xP/B		5.03		
太保集团每股价值(人民币元)		39.65		
太保集团每股价值(港币元)		47.31		
隐含的一年新业务价值倍数	20.6			
隐含的市净率	3.9			
隐含的每股评估价值/每股内含价值	2.6			
寿险隐含的每股评估价值/寿险每股内含价值	2.8			

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 26：中国人寿 DCF 模型

		2011E	2012—2021E	2022—2031E	Perpetual
中国人寿假设：					
折现率		11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
中国人寿寿险保费增长率		14.8%	11.0%	5.9%	3.0%
寿险保费收入(人民币百万元)		363,287	6,511,045	14,510,633	21,262,062
趸缴新保费收入比例		75%	70%	70%	70%
首年寿险保费收入		224,500	4,023,626	8,967,126	13,139,303
首年年度化保费(APE, 人民币百万元)		73,973	1,488,742	3,317,837	4,861,542
新业务价值利润率		31%	28%	25%	18%
一年新业务价值(人民币百万元)		22,932	419,340	844,623	875,078
经调整后的净资产价值(人民币百万元)	A	151,691			
有效业务价值(人民币百万元)	B	209,574			
内含价值(人民币百万元)	C=A+B	361,265			
一年新业务价值折现值之和(人民币百万元)	D	496,539			
评估价值(人民币百万元)	E=C+D	857,804			
总股数(百万股)	F	28,265			
每股内含价值(人民币元)	G=C/F	12.78			
每股评估价值(人民币元)	H=E/F	30.35			
每股评估价值(港币元)		36.21			
隐含的一年新业务价值倍数		21.7			
隐含的市净率		3.9			
隐含的每股评估价值/每股内含价值		2.4			

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 27: 寿险可比公司估值

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 (%)			
	2011-01-18			08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E
综合性保险公司															
AIG	96,670	USD	54.00	(1.4)	(0.6)	(5.6)	20.4	11.4	1.5	0.2	1.0	(183.0)	(10.5)	n.a.	n.a.
Berkshire Hathaway	201,841	USD	122,475	38.0	23.6	18.3	17.7	1.7	1.4	1.3	1.2	4.3	6.0	7.9	7.4
ING	40,018	EUR	7.82	(21.7)	(13.7)	8.2	5.8	0.6	0.7	0.7	0.7	(2.3)	1.3	9.9	11.9
Allianz	57,765	EUR	95.16	(17.5)	10.0	8.5	7.9	1.3	1.0	1.0	0.9	(6.0)	11.6	12.0	12.0
平均值				(0.7)	4.8	7.4	13.0	3.8	1.1	0.8	1.0	(1.3)	2.1	10.0	10.5
北美寿险公司															
Manulife Canada	31,635	CAD	17.57	54.9	21.4	77.7	10.6	1.1	1.1	1.2	1.2	1.9	6.3	2.0	11.5
MetLife	45,933	USD	46.62	11.1	(16.1)	10.8	9.1	1.7	1.1	1.0	1.0	11.7	7.3	9.8	11.2
Prudential Financial Inc	29,946	USD	61.70	(25.5)	8.0	10.2	9.8	1.9	1.1	1.0	0.9	(5.8)	11.6	10.3	10.3
Sun Life Financial Inc	18,068	CAD	31.09	22.2	32.7	11.9	10.9	1.1	1.1	1.1	1.1	5.0	3.7	9.8	10.8
平均值				15.7	11.5	27.7	10.1	1.5	1.1	1.1	1.0	3.2	7.2	8.0	11.0
欧洲寿险公司															
AVIVA	19,426	GBp	431.50	(11.7)	11.4	7.1	6.9	1.0	1.1	1.1	1.0	(7.6)	13.4	15.5	13.9
Prudential	27,737	GBp	682.50	(42.7)	25.3	13.1	11.0	3.4	2.8	2.4	2.1	(7.1)	16.0	17.5	17.4
AXA	45,180	EUR	14.58	33.1	9.7	9.3	7.3	0.8	0.7	0.7	0.7	2.2	8.7	8.0	9.6
CNP Assurances	12,022	EUR	15.15	3.1	2.2	8.3	7.5	0.2	0.2	0.9	0.8	1.3	11.5	10.0	10.7
AEGON	12,268	EUR	5.29	(5.8)	(33.1)	6.8	8.0	0.6	0.4	0.5	0.5	(7.5)	0.0	9.5	6.6
Generali	30,691	EUR	14.76	23.1	15.9	11.5	9.6	1.8	1.4	1.2	1.1	6.6	9.9	10.6	12.1
Fortis	6,888	EUR	1.97	(0.2)	4.1	7.6	10.3	n.a.	0.6	0.5	0.5	n.a.	14.4	7.7	5.7
LEGAL & GEN GRP	10,200	GBp	108.90	(6.1)	7.3	8.4	8.3	1.8	1.5	1.3	1.2	14.8	7.4	16.3	14.8
STANDARD LIFE	8,139	GBp	223.30	48.5	28.6	14.1	12.9	1.4	1.4	1.2	1.1	40.7	5.5	8.3	8.3
平均值				4.6	7.9	9.6	9.1	1.4	1.1	1.1	1.0	2.6	9.6	11.5	11.0
亚洲寿险公司															
大东方人寿 (新加坡)	5,842	SGD	15.86	27.3	14.6	15.5	14.7	2.5	2.0	2.0	1.8	8.7	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	13,226	AUD	6.41	(38.8)	18.4	23.3	20.1	3.3	3.0	2.8	2.7	(8.0)	16.5	12.2	13.7
AMP (AU)	10,767	AUD	5.15	16.6	13.9	13.9	12.8	5.0	4.1	3.6	3.4	29.3	33.1	27.8	27.2
台湾人寿	923	TWD	33.50	(4.2)	4.5	7.0	6.8	5.0	1.9	n.a.	n.a.	(59.1)	22.8	n.a.	n.a.
Dai-ichi Life	16,384	JPY	135,200	n.a.	25.5	25.5	26.2	n.a.	n.a.	n.a.	1.3	8.0	n.a.	n.a.	5.1
Samsung Life	19,565	KRW	109,000	3.1	19.3	n.a.	14.5	0.2	0.3	n.a.	1.6	7.9	1.3	n.a.	11.6
Korea Life	6,407	KRW	8,220	16.3	70.3	13.9	12.7	1.6	1.6	1.3	1.1	10.1	2.3	9.6	9.5
Tong Yang Life	1,178	KRW	12,200	12.9	32.7	11.8	8.9	2.0	1.8	1.4	1.2	17.5	5.6	13.1	14.0
AIA*	32,752	HKD	21.15	82.9	19.4	17.5	16.2	3.8	2.3	1.9	1.7	3.7	14.7	11.8	11.1
平均值				13.2	23.6	16.9	15.3	2.9	2.1	2.1	1.8	1.2	13.7	14.3	12.5
中国寿险公司															
中国人寿H股*	97,094	HKD	31.90	40.5	24.1	21.8	18.8	4.5	3.8	3.6	3.4	10.2	17.1	16.5	18.3
中国人寿A股*	97,094	RMB	21.05	31.1	18.1	17.2	15.2	3.4	3.0	2.8	2.7	10.2	17.1	16.5	18.3
中国平安H股*	66,459	HKD	81.95	365.1	38.2	31.7	24.1	8.0	6.2	5.3	4.3	1.8	18.6	17.9	19.4
中国平安A股*	66,459	RMB	50.00	259.0	26.5	23.1	18.1	5.7	4.3	3.8	3.2	1.8	18.6	17.9	19.4
中国太平*	5,039	HKD	23.00	(73.5)	44.1	36.8	24.6	5.1	3.5	3.7	3.1	(6.4)	9.5	10.2	13.7
中国太保A股*	31,391	RMB	22.41	75.0	26.2	25.4	21.4	3.5	2.3	2.4	2.2	4.7	11.9	9.9	10.8
中国太保H股*	31,391	HKD	33.60	96.7	34.6	32.0	26.0	5.1	3.4	3.1	2.7	4.7	11.9	9.9	10.8
平均值				144.6	30.2	26.8	21.2	5.0	3.8	3.5	3.1	5.6	15.0	14.1	15.8

*为中金预测; 其它数据为市场预测, 来自彭博资讯。

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

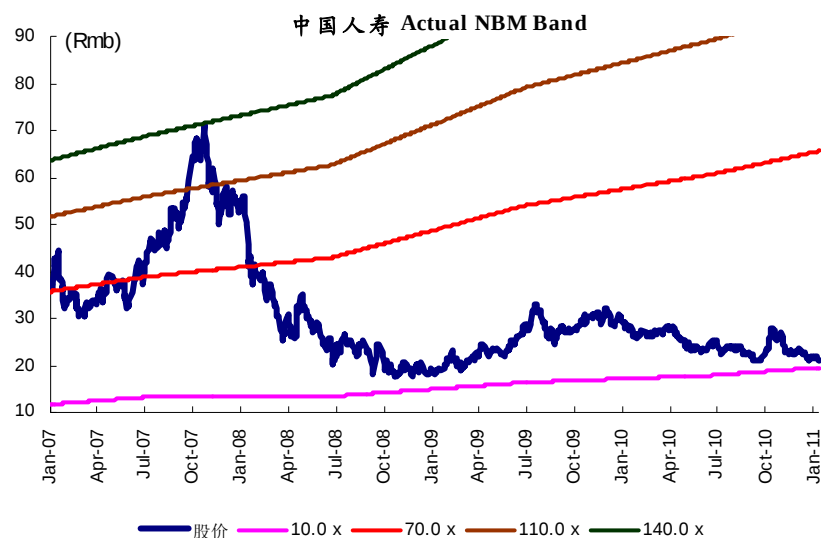
图表 28: 财险可比公司估值

公司	市值 (百万美元)	货币	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产回报率 (%)			
	2011-01-18			08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E
<u>北美</u>															
Allstate Corporation	16,528	USD	30.71	(10.0)	9.1	9.4	7.9	1.3	0.9	0.9	0.8	(9.7)	10.8	10.1	10.9
Travelers Cos Inc	25,078	USD	54.63	11.1	9.7	9.0	9.1	1.3	1.1	0.9	0.9	11.3	12.1	11.1	9.9
Chubb Corporation	17,479	USD	57.32	11.5	9.7	9.9	9.8	1.5	1.2	1.1	1.0	12.9	14.1	12.0	10.7
Progressive Corporation	12,915	USD	19.47	(194.7)	13.1	13.0	12.7	3.1	2.3	2.1	1.9	(1.5)	20.2	16.7	15.5
平均值				(16.7)	24.4	21.5	12.8	1.8	1.3	1.2	1.2	2.1	10.4	10.1	11.0
<u>澳洲</u>															
QBE Insurance Group Inc	19,159	AUD	18.25	8.7	9.2	14.4	11.7	1.6	1.9	2.0	1.9	18.9	18.3	14.1	16.8
IAG	7,782	AUD	3.75	41.7	26.8	34.1	12.3	1.7	1.7	1.7	1.6	4.1	5.6	4.2	13.3
平均值				25.2	18.0	24.3	12.0	1.6	1.8	1.9	1.7	11.5	12.0	9.2	15.0
<u>日本</u>															
Millea Holdings Inc	24,890	JPY	2,553	87.6	64.3	20.2	17.0	1.2	0.8	1.0	0.9	1.1	0.8	5.5	5.6
Fuji Fire & Marine	984	JPY	116	(0.9)	(1.1)	9.5	7.6	1.3	0.6	0.5	0.5	(72.5)	(49.9)	7.7	7.2
平均值				43.4	31.6	14.8	12.3	1.3	0.7	0.7	0.7	(13.2)	(10.9)	5.4	6.4
<u>Korea</u>															
Samsung Fire & Marine	9,354	KRW thd	220	16.2	17.2	16.7	16.1	2.5	2.5	1.9	1.7	16.2	15.1	n.a.	n.a.
Dongbu Insurance	2,859	KRW thd	45	12.3	11.6	10.6	10.3	3.4	2.8	2.2	1.8	27.6	25.5	24.0	18.6
Hyundai Fire & Marine	2,102	KRW thd	26	18.2	12.8	11.4	10.3	2.5	2.3	1.8	1.6	15.4	18.5	17.8	16.4
LG Insurance	1,217	KRW thd	23	10.3	8.9	8.0	9.8	2.4	1.6	1.3	1.1	22.2	20.0	19.9	13.1
Meritz Fire & Marine	1,061	KRW thd	10	(17.6)	35.4	7.4	7.7	2.4	1.9	1.5	1.3	(13.3)	4.9	24.1	17.7
平均值				7.9	17.2	10.8	10.8	2.6	2.2	1.7	1.5	13.6	16.8	21.5	16.5
<u>欧洲</u>															
Allianz	57,765	EUR	95	(17.5)	9.9	8.5	7.9	1.3	1.2	1.0	0.9	(6.0)	11.5	12.0	12.0
Zurich Financial	35,390	CHF	252	11.6	11.2	9.9	8.5	1.6	1.4	1.2	1.1	12.2	13.3	11.8	13.2
Swiss Reinsurance	19,243	CHF	54	(20.7)	31.0	13.2	9.2	0.9	0.9	0.7	0.7	(3.3)	3.4	6.1	7.8
Munich Reinsurance	28,746	EUR	114	15.3	9.4	8.9	8.7	1.1	1.0	0.9	0.8	6.5	11.0	10.5	10.1
平均值				(2.9)	15.4	10.1	8.6	1.2	1.1	0.9	0.9	2.4	9.8	10.1	10.8
<u>中国</u>															
中国人保*	15,472	HKD	10.80	949.4	56.7	19.3	12.8	5.2	4.6	4.0	3.1	0.5	8.6	22.3	26.8
平均值				949.4	56.7	19.3	12.8	5.2	4.6	4.0	3.1	0.5	8.6	22.3	26.8

*为中金预测; 其它数据为市场预测, 来自彭博资讯。

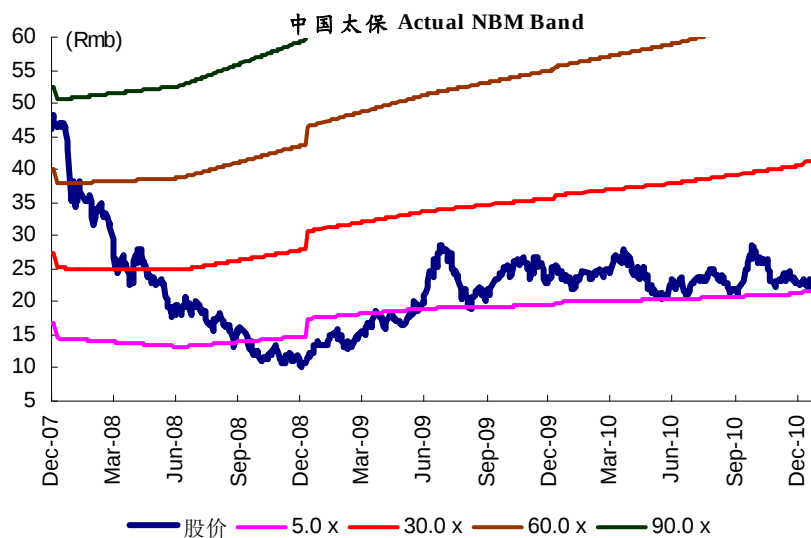
资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 29: 中国人寿 NBM Band



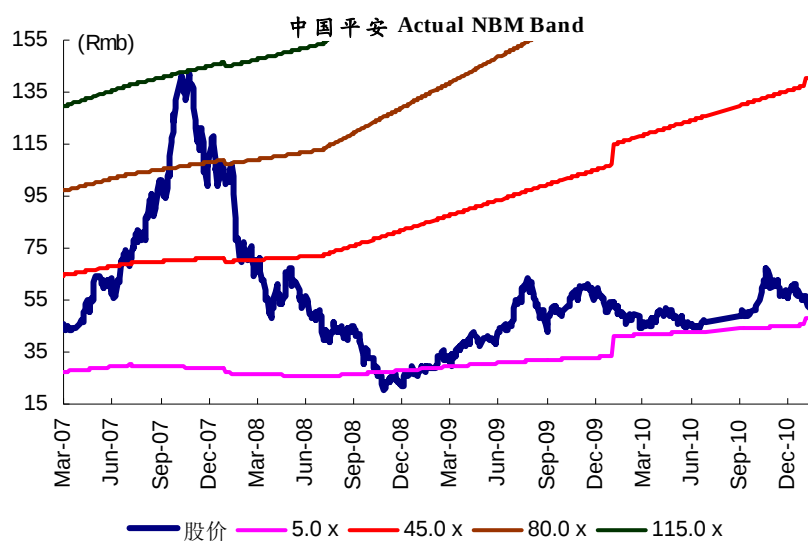
资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 30: 中国太保 NBM Band



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 31: 中国平安 NBM Band



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为中国平安提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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