

中性（维持）

总保费慢涨，个险新单快涨

2011年4月12日

保险行业2011年4月报

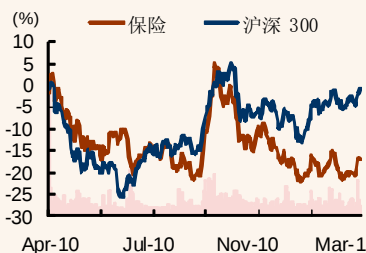
上证指数 3028

行业规模

		占比%
股票家数（只）	3	0.2
总市值（亿元）	8461	3.1
流通市值（亿元）		

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1.4	-2.6	-15.8
相对表现	-1.8	-12.7	-16.0



相关报告

- 1、《保费数据好转，平安或超预期——保险行业 2011 年 3 月报》2010/3/9
- 2、《开门红表现如预期，等待长期投资机会——保险行业 2011 年 2 月报》2011/2/20
- 3、《加息施压保费增速，成本与收益齐升》2011/2/9

罗毅 CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

研究助理：

王宇航

0755-83734407
wangyh1@cmschina.com.cn

平安寿险三月突击保费效果显著，产险保持行业内较高增长。国寿和太保寿险业务结构持续改善。短期维持行业中性评级，长期看好保险业。

- **平安寿险三月爆发四月预计回落。**平安寿险个险新单在经历了开门前两个月的低迷之后，在三月份推出限时、限额、限量销售的趸交产品“财富一生”，季度保费冲击效果明显。预计一季度个险新单保费达到 172 亿元，同比增长 14%。三月单月销售数据超出我们预期的 65 亿元将达到 75 亿元。“财富一生”在取得良好业绩后如约停售，本月平安并无主打的新款保险推出，考虑到市场的休整期，我们预计个险新单保费将回落至 2 月份水平，约 35 亿元。
- **银保新规引发国寿、太保企业业务结构持续改善，个险新单高增长。**银保渠道占比较高的国寿和太保在银保保费被动减少的压力下，公司配合调整保费结构带来利润价值较高的个险新单增速大幅超过保费增速。中国人寿一季度个险新单保费约为 154 亿元，同比增长 26%。继年初推出首款返本还收益的福禄金尊（分红险）之后，中国人寿在 4 月 6 日加息当日推出新产品福满一生两全保险（分红型），打破一般产品购买数年后才能领取生存金的惯例，以“即交即领”为卖点强调快速返还，预计会在四月国寿的业绩上有不错的体现。中国太保一季度预计会计调整前原保费收入 340 亿元，同比增长 9.5%。个险新单约 43 亿元，同比增幅超过 40%。
- **汽车销量拖累产险，平安增速给力。**一季度我国汽车累计销量同比增长 8.1%，大大低于去年全年 32.4% 的增速。全国产险保费增速也由去年的 30.5% 下降到 4% 左右，在产险前三名的公司中，平安产险以一季度 28.5% 的保费增速位居榜首，市场份额较年初上升 2.4 个百分点。
- **大额协议存款和债券受青睐。**在保险资产配置中，今年以来银行存款增速最高，2 月增速达到 34.5%。债券投资在 3 月份的增量超过了前两个月之和，一季度同比增长 20.95%。在加息通道中，由于大额银行协议存款利率和债券收益率提高，保险机构会加大银行存款和高息债的配置，预计今后两月银行存款和债券投资增速将保持。
- **考虑未来加息预期，预计三年国债收益率曲线在三季度反转并弥补前期的下降程度而有上涨的盈余。**假设折现率在全年提高 2bp，将提高平安、太保、国寿的税前利润 3.9%、5.3% 和 2.6%。国寿没有高利率传统保单，提升最小。
- **风险因素：**权益类资产波动，保费增长低于预期。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	11PE	11PB	11NBV	P/EV	评级
中国平安	51.88	2.26	2.65	19.6	3.4	8.12	1.62	强烈推荐-A
中国太保	23.48	1.00	1.40	16.8	9.6	11.39	1.65	强烈推荐-A
中国人寿	21.62	1.19	1.52	14.2	8.0	12.86	1.85	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、主要观点	3
1. 市场回顾	3
2. 重点公司推荐	3
二、保费收入	4
三、保险资产	7
三、市场收益率	8
1. 债券市场收益率	8
2. 万能险结算利率	9
3. 寿险准备金折现率	9
五、近期行业动态	11

图表目录

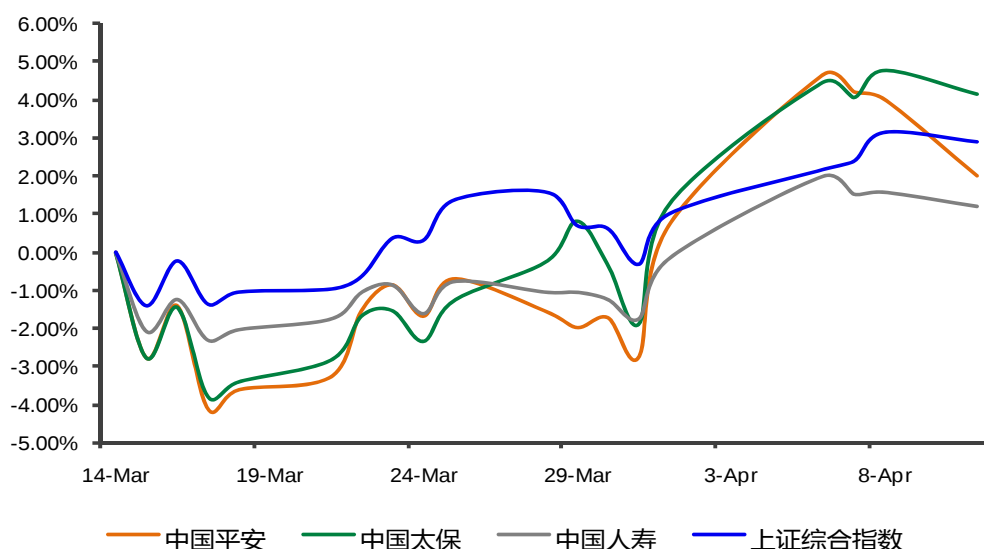
图 1: 最近一个月保险相对走势	3
图 2: 寿险市场累计总保费	5
图 3: 主要公司单月保费收入增速	5
图 4: 本月寿险市场份额 (%)	5
图 5: 主要公司市场份额变化	5
图 6: 产险市场累计总保费	6
图 7: 主要寿险公司单月保费收入增速	6
图 8: 本月产险市场份额 (%)	6
图 9: 主要产险公司市场份额变化	6
图 10: 750 日移动平均国债收益率变化	6
图 11: 保险投资资产	7
图 12: 固定收益类投资	7
图 13: 债券分种类单月增持额	7
图 14: 债券投资变动	7
图 15: 股权类投资资产	7
图 16: 股权、固定收益、存款三类投资占比	7
图 17: 银行间固定利率国债收益率	8
图 18: 银行间固定利率企业债收益率	8
图 19: 银行间固定利率政策性金融债收益率	8
图 20: 央行票据收益率	8
图 21: 主要保险公司 3 月、12 月结算利率对比	9
图 22: 万能险利率低于 3 年期定期存款利率	9
图 23: 750 日移动平均国债收益率变化	9
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
表 1: 分红和万能占比 80%左右	4
表 2: 按照新口径平安份额降低, 国寿太保份额提升	4
表 3: 750 日移动平均国债收益率变化	10
表 4: 折现率上升 10bp 对准备金的影响	10
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. 市场回顾

最近一个月平安、太保、国寿分别涨幅为 2.01%，4.17%和 1.22%，同期上证综合指数涨幅为 2.90%。保险股在连续两个月跑输大盘之后，我们强烈推荐的太保和平安在最近两周阶段性超越大盘，在 4 月初的加息利好等刺激下有了较高涨幅。

图 1：最近一个月保险相对走势



资料来源：WIND，招商证券研发中心

2. 重点公司推荐

中国平安：强烈推荐。公司在个险渠道优势优于同业，一季度个险新单增长 14%，全年保费仍将保持 20%以上的增速。融资尘埃落定，消除估值压力。公司平台完善，受银保新规负面影响最小。产寿险盈利能力强，平安证券、平安信托、大华基金和平安银行、深发展多引擎支持公司业绩增长。人力、电话、网络等多平台渠道将成为保费增长的强劲动力。今年以来股价回调幅度最大；AH 股价差异最大。

中国太保：强烈推荐。寿险保费结构持续优化，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。上海试点保险资金投资保障房建设，中国太保参与其中，依托与地方政府关系，太保有望获批更大份额。相对于商业地产投资，保障房建设具有地方政府负责、制定土地划拨、规定利润空间、承诺回购等要求，更加符合保险资金长期稳定、担保可靠的投资需求，降低保险资金对于资本市场的波动风险的敏感度。

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

按新会计准则口径统计的保费数据同比不可比。今年以来保监会公布的保费数据按照新会计准则口径调整，将万能险和投连险的大部分保费收入不予以确认，使得各公司数据都有一定的下降。由于平安万能险保费收入占比高达 40.3%，因此在新口径下数字下降幅度较大。

按照可比数据，前两个月保费增速放缓明显。按照我们估算的会计调整前原保费来计算，前两个月国寿保费同比增长 12.1%，平安同比增长 18.4%，太保增长 13.3%。大幅低于去年同期 15.2%、35.4%、56.6%的增速。

表 1：分红和万能占比 80%左右

	中国平安		中国太保	
	保费	占比	保费	占比
传统型保险	5,456	3.3%	15,248	17.4%
分红型保险	69,696	42.4%	68,434	77.9%
万能型保险	66,294	40.3%	85	0.1%
短期意外与健康保险	6,204	3.8%	4,106	4.7%

数据来源：公司年报，招商证券研发中心

表 2：按照新口径平安份额降低，国寿太保份额提升

日期	国寿	平安寿	太保寿	泰康	新华	太平	人保寿
2010-12	31.72%	15.15%	8.76%	8.26%	8.92%	3.14%	7.85%
2011-01	35.83%	14.82%	9.55%	6.88%	9.05%	2.77%	7.70%
2011-02	36.05%	13.69%	9.33%	7.11%	8.71%	2.82%	8.09%

数据来源：公司年报，招商证券研发中心

平安寿险三月爆发四月预计回落。平安寿险个险新单在经历了开门前两个月的低迷之后，在三月份推出限时、限额、限量销售的趸交产品“财富一生”，季度保费冲击效果明显。预计一季度个险新单保费达到 172 亿元，同比增长 14%。三月单月销售数据超出我们预期的 65 亿元将达到 75 亿元，同比大增 167%。“财富一生”在取得良好业绩后如约停售，本月平安并无主打的新款保险推出，考虑到市场的休整期，我们预计个险新单保费将回落至 2 月份水平，约 35 亿元。

银保新规引发国寿太保企业业务结构持续改善。银保渠道占比较高的国寿和太保在新规出台之初受负面影响较大，但在银保保费被动减少的压力下，国寿和太保配合调整保费结构带来利润价值较高的个险新单增速大幅超过保费增速。

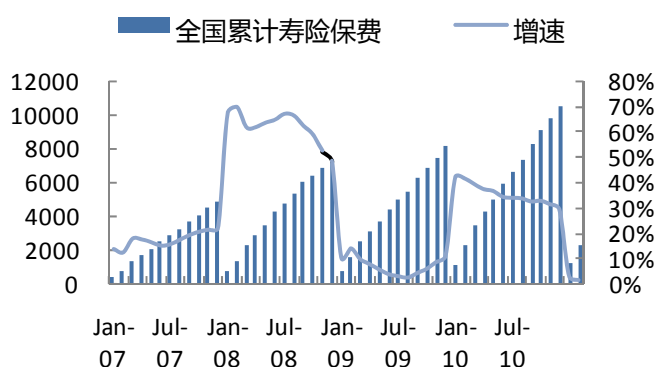
国寿一季度新单高增速，本月推新品。中国人寿一季度个险新单保费约为 154 亿元，同比增长 26%。继年初推出首款返本还收益的福禄金尊（分红险）之后，中国人寿在 4 月 6 日加息当日推出新产品福满一生两全保险（分红型），打破一般产品购买数年后才能领取生存金的惯例，以“即交即领”为卖点强调快速返还，预计会在本月国寿的业绩上有不错的体现。

太保寿险一季度总保费增速放缓，个险新单维持高增长。中国太保一季度预计会计调整前原保费收入 340 亿元，同比增长 9.5%。一季度个险新单约 43 亿元，同比增幅超过 40%。太保保费结构优化，一方面是因为去年 2 月份个险新单在全年中处于较低水平，另一方面也是由于新的领导班子坚持“聚焦营销、聚焦期缴”，寿险专注于个险承保能力的提升。

保监会拟将除了银行以外的非保险类金融机构纳入可代理保险业务的范围，短期影响有限，长期削弱银行在代销保险方面的垄断地位。在银保渠道被规范限制后，券商销售渠道被放开，在基金销售中券商占比在 20% 左右，但银行客户相对偏好低风险，与保险的客户群更为接近，券商的客户更偏好风险较高的产品，因此营业部销售保险的动力和成功率较银保会低一些。同时，券商销售保险需要券商机构和销售人员获得保监会批准的保险兼业代理资格，短期内难以大规模开展，不过长期来看，券商和保险的合作加强是双赢的格局，可能会对银行代理中间业务的垄断地位产生一定冲击。

汽车销量拖累产险，平安增速给力。一季度我国汽车累计销售 498 万辆，同比增长 8.1%，大大低于去年全年 32.4% 的增速。全国产险保费增速也由去年的 30.5% 下降到 4% 左右，在产险前三名的公司中，平安产险以一季度 28.5% 的保费增速位居榜首，市场份额较年初上升 2.4 个百分点。

图 2：寿险市场累计总保费



资料来源：CIRC、招商证券研发中心

图 3：主要公司单月保费收入增速

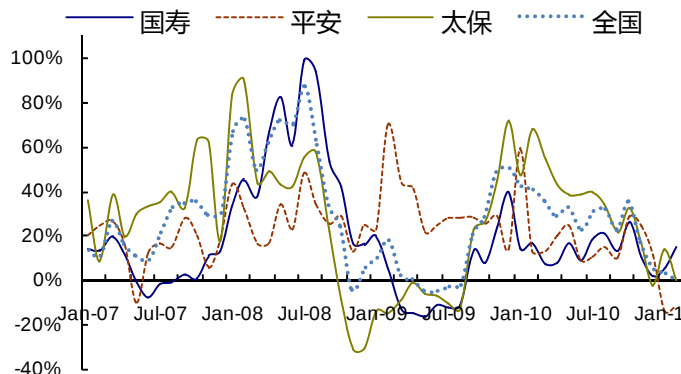
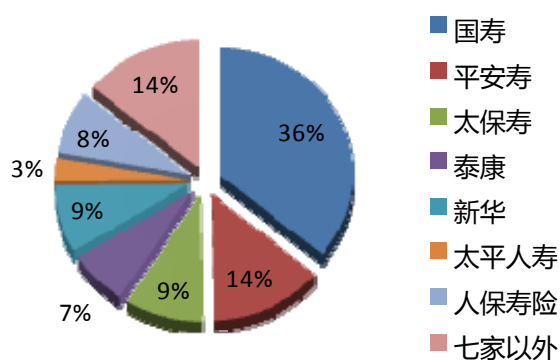
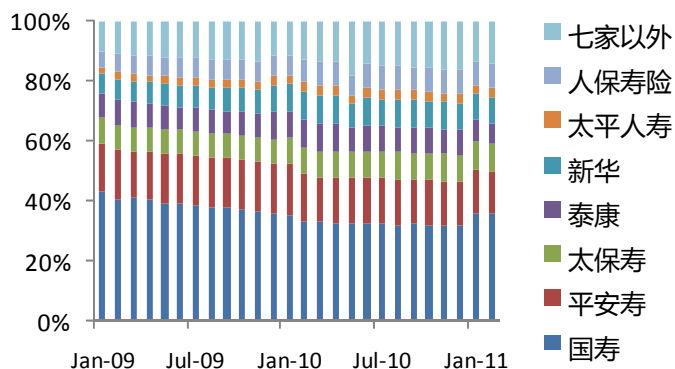


图 4：本月寿险市场份额（%）



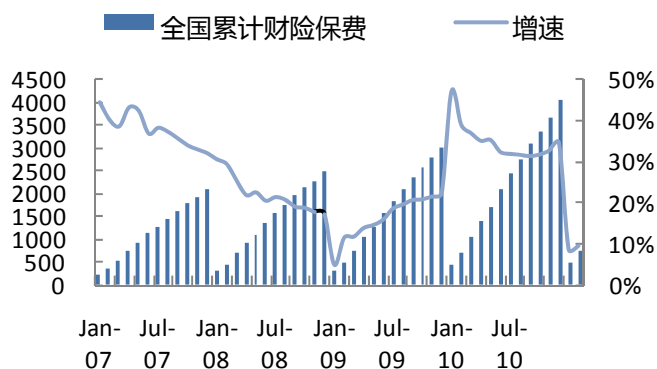
资料来源：CIRC、招商证券研发中心

图 5：主要公司市场份额变化



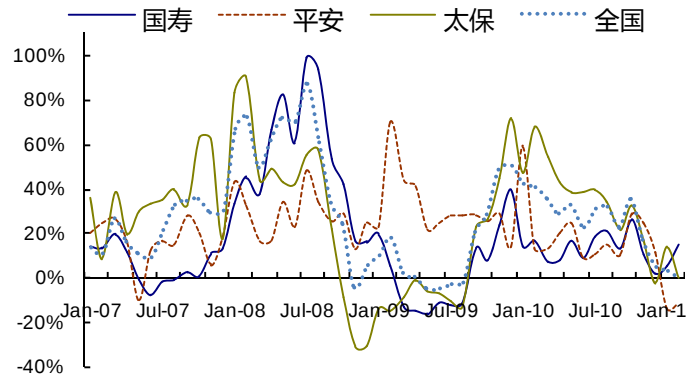
资料来源：CIRC、招商证券研发中心

图 6: 产险市场累计总保费



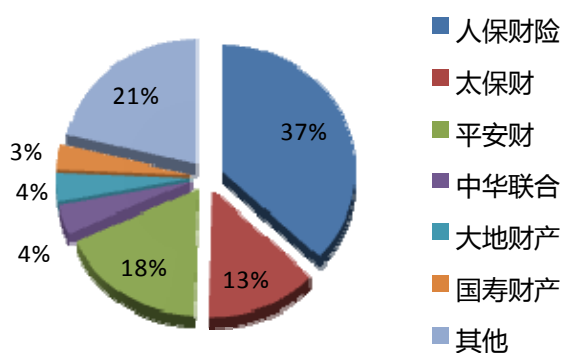
资料来源: CIRC、招商证券研发中心

图 7: 主要寿险公司单月保费收入增速



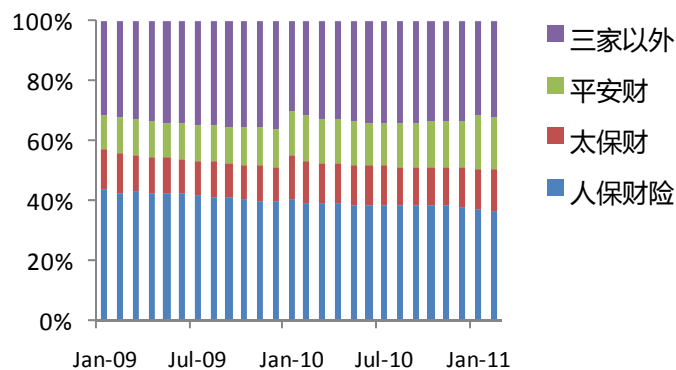
资料来源: CIRC、招商证券研发中心

图 8: 本月产险市场份额 (%)



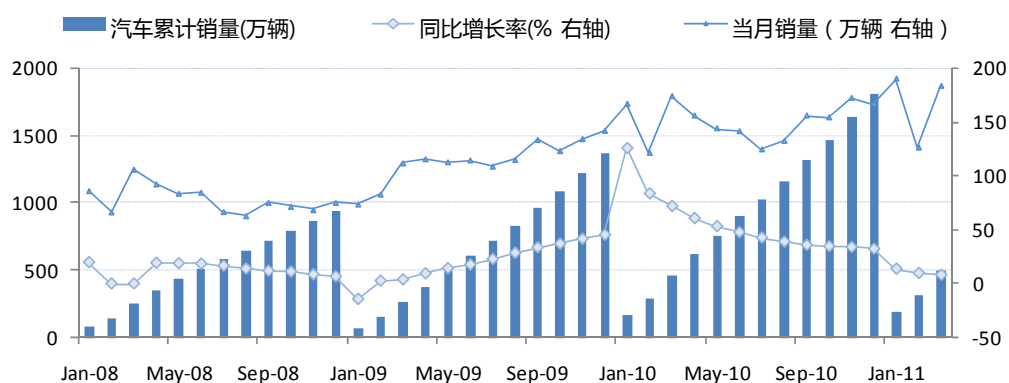
资料来源: CIRC、招商证券研发中心

图 9: 主要产险公司市场份额变化



资料来源: CIRC、招商证券研发中心

图 10: 750 日移动平均国债收益率变化



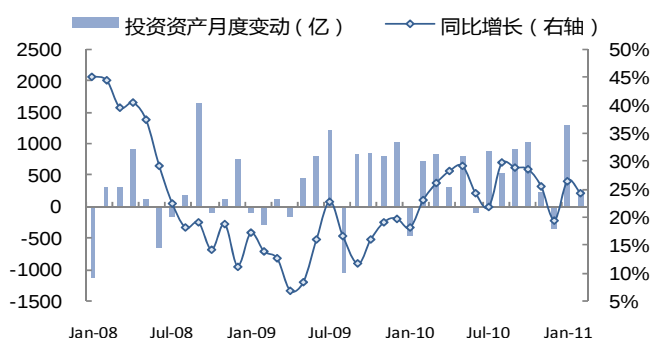
资料来源: WIND、招商证券研发中心

三、保险资产

今年以来上证综指上升 7.9%，前两个月上涨 3.45%，一定程度上抵消了保费增速缓慢的影响，保险业总资产同比增长 25.8%，达到 5.21 万亿元，保持了较高增速。投资资产增速在首月月冲高至 26.5% 之后回落至 24.1%。在各类资产配置中，银行存款在今年以来增速最高，2 月增速达到 34.5%。债券投资在 3 月份的增量超过了前两个月之和，一季度同比增长 20.95%。

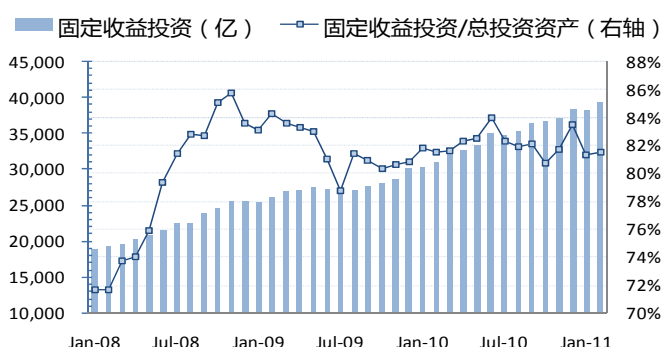
在加息通道中，由于大额银行协议存款利率和债券收益率提高，保险机构会加大银行存款和高息债的配置，预计今后两月银行存款和债券投资增速将保持高增长。

图 11：保险投资资产



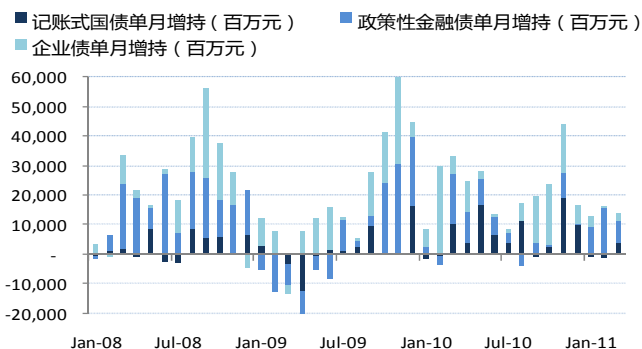
资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 12：固定收益类投资



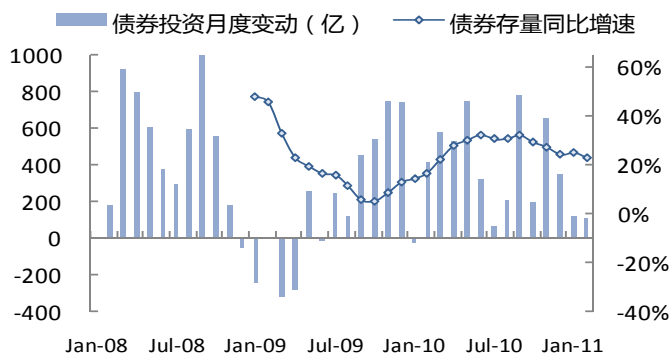
资料来源：中债网，招商证券研发中心

图 13：债券分种类单月增持额



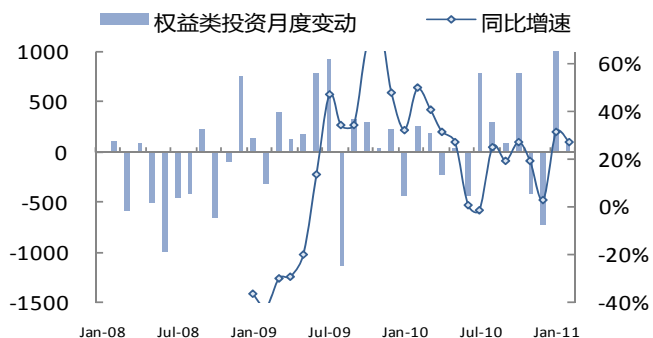
资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 14：债券投资变动



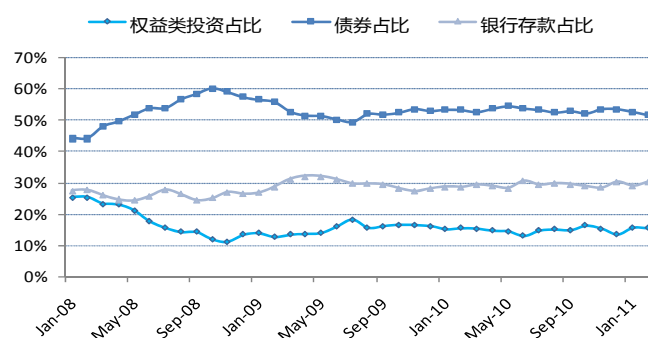
资料来源：中债网，招商证券研发中心

图 15：股权类投资资产



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 16：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

三、市场收益率

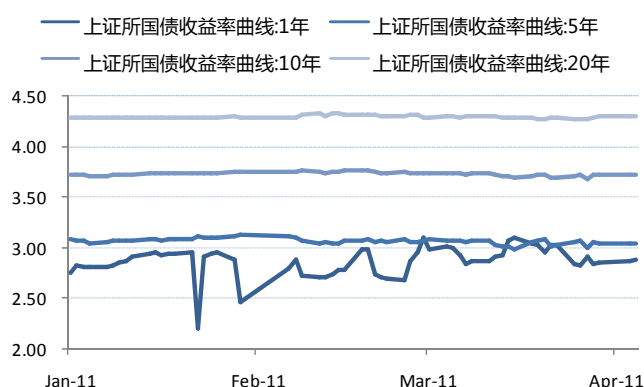
1. 债券市场收益率

3月份由于资金面较宽裕，企业债、政策性金融债和央行票据收益率总体有所下降，央行票据和政策性金融债短端下降显著，一年期收益率分别减少了28BP和27BP。

从3月下旬到4月份以来，受央行回笼货币预期加强、银行季末考核、上调存款准备金率、以及上调存贷款基准利率等因素的影响，信用债收益率重新上扬，1年期企业债13个交易日上升了59BP；同期一年期票据和政策性金融债分别上涨了8BP和5BP。随着提准缴款和银行季末考核的结束，预计四月中旬银行间市场资金面将相对上月宽松，考虑到加息冲击的逐步释放，债券价格有望向上恢复。

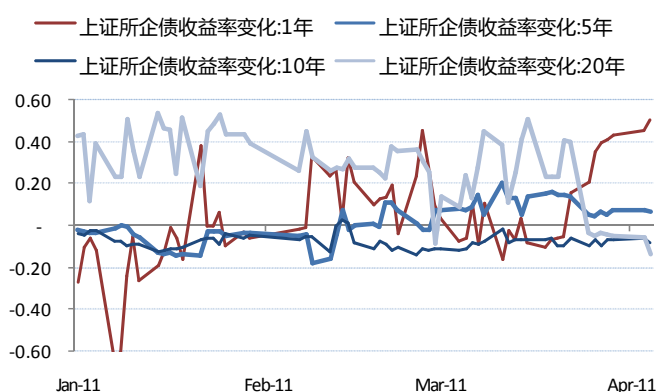
根据招商研发中心债券组的预测，按照翘尾加新涨价因素的方法计算3月CIP同比数据将提升至5.4%，突破去年11月份5.1%的高点再创新高。因此预计收益率曲线在4到5月有再次冲高的可能，货币政策总体从紧，目前债券市场利差隐含的加息预期约为两次。

图 17：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

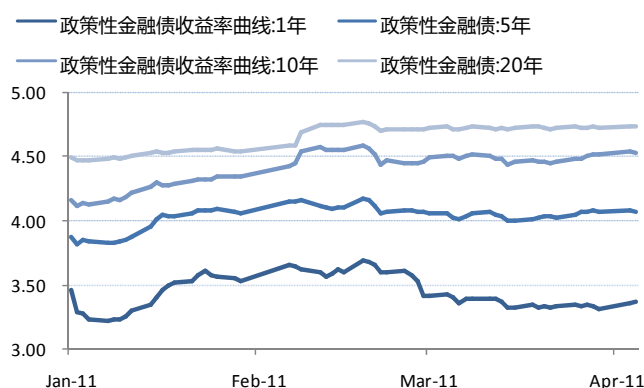
图 18：银行间固定利率企业债收益率



资料来源：WIND，招商证券研发中心

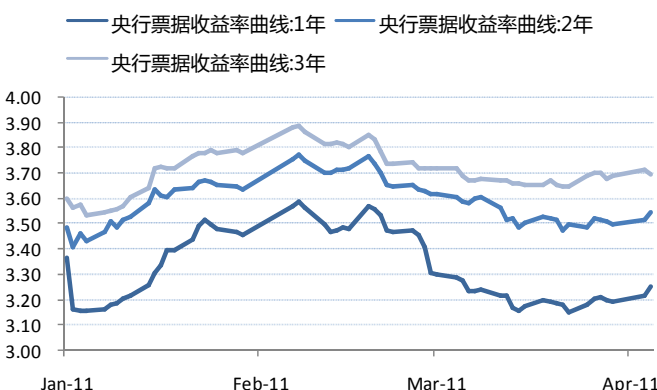
注：以2010-12-31为基准

图 19：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 20：央行票据收益率

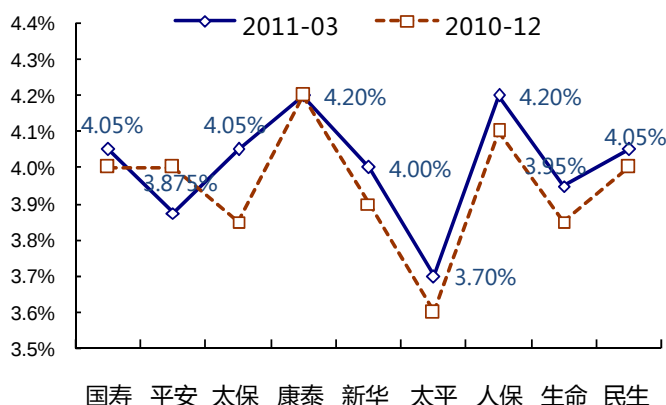


资料来源：WIND，招商证券研发中心

2. 万能险结算利率

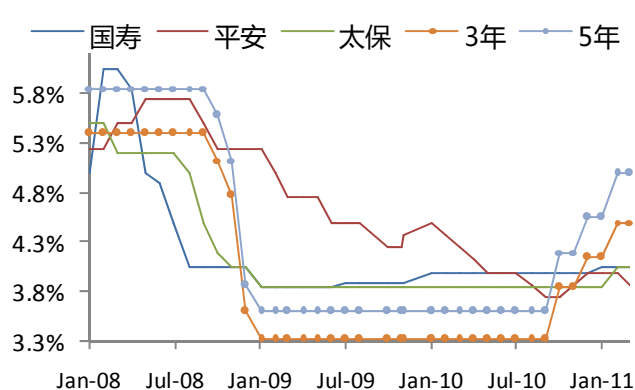
保险公司在通胀环境下主打分红险和万能险（平安这两种保险收入占公司保费收入的82.7%，太保占比78%）。但是自2月份加息以来各家公司均没有应声上调万能险结算利率，平安反而将结算利率下调了12.5BP，目前最高的结算利率依然由泰康和人保保持在4.2%，但是已经落后于三年期和五年期的调后利率：4.75%，5.25%，今后短期内投资收益率提升幅度不会太大，在这种利差持续倒挂并有所扩大的情形下，未来几个月的保险承保压力再次加大。

图 21：主要保险公司 3 月、12 月结算利率对比



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 22：万能险利率低于 3 年期定期存款利率

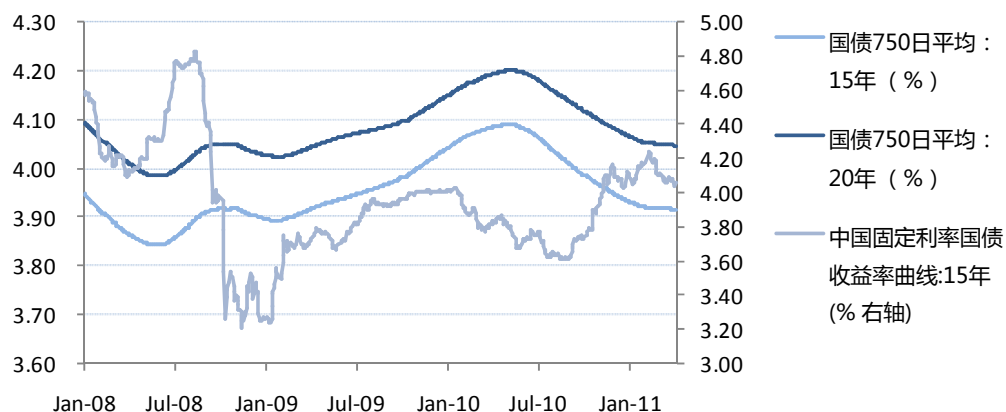


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

3. 寿险准备金折现率

受前期利率下将周期影响，如果未来利率稳定，国债收益率750日均线在今年前三个季度连续下行，如果年内继续加息，将有可能早在三季度反转和带来四季度收益率更大幅度的上升，弥补前期的下降程度而有上涨的盈余，折现率的上升对于保险公司的利润释放作用非常显著。

图 23：750 日移动平均国债收益率变化



资料来源：WIND，招商证券研发中心

表 3: 750 日移动平均国债收益率变化

收益率季度变化	(未来不变)		(二季末+25BP)		(二季末+25BP)且(三季末+25bp)	
单位: BP	15Y	20Y	15Y	20Y	15Y	20Y
2010Q1	4.21	4.4	4.21	4.4	4.21	4.4
2010Q2	-2.33	-1.5	-2.33	-1.5	-2.33	-1.5
2010Q3	-7.53	-6.18	-7.53	-6.18	-7.53	-6.18
2010Q4	-5.28	-5.02	-5.28	-5.02	-5.28	-5.02
2011Q1	-1.61	-1.92	-1.61	-1.92	-1.61	-1.92
2011Q2	-2.43	-2.14	-2.30	-2.01	-2.30	-2.01
2011Q3	-3.15	-3.01	-1.39	-1.25	-1.23	-1.09
2011Q4	6.13	5.39	7.86	7.12	9.59	8.85

资料来源: 中债网, 招商证券研发中心

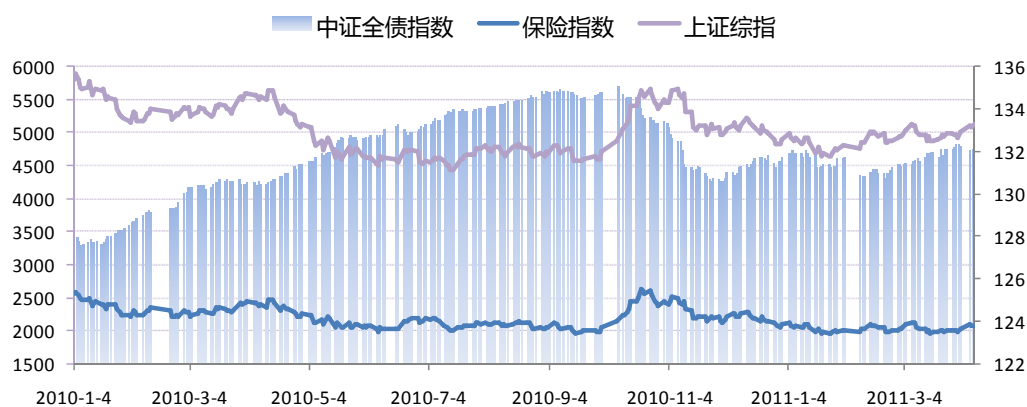
下表计算了假设折现率在全年提高 2bp 的情况下对于保险公司税前利润的释放效果, 由于折现率上升后减少了寿险和长期健康险的准备金, 因此能够提高平安、太保、国寿的税前利润 3.9%、5.3%和 2.6%。平安和太保利润提升较多, 国寿没有高利率传统保单, 提升最小。

表 4: 折现率上升 10bp 对准备金的影响

假设折现率上升 10bp	中国平安	中国太保	中国人寿
税前利润的增加	877	798	1,074
折合每股收益提高	0.09	0.07	0.03
税前利润变动	3.9%	5.3%	2.6%

资料来源: 公司年报, 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



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

五、近期行业动态

券商等金融机构可代销保险。保监会4月8日发布了《保险公司委托金融机构代理保险业务监管规定（征求意见稿）》，将除了银行以外的非保险类金融机构均纳入可代理保险业务的范围，这意味着未来在保险产品销售中介渠道上，除了银保、专业保险中介公司外，证券公司、信托公司、金融租赁公司等这些金融机构亦可卖保险，拓宽了保险产品的销售中介渠道。

行业协会力推代位求偿权。中国保险行业协会4月7日发布消息称，为不断解决完善机动车辆保险理赔服务中存在的突出问题，更好地保护投保人和被保险人利益，中国保险行业协会组织制定了《机动车辆损失险代位求偿索赔指引》，并向社会各界征求意见。按照《指引》要求，保险公司应积极协助被保险人向责任对方（责任对方是指在事故中对被保险人负有赔偿责任的当事人）进行索赔；如果责任对方怠于请求的，被保险人可以直接向责任对方保险公司索赔，也可以选择直接向投保保险公司索赔，并将向责任对方请求赔偿的权利转让给保险公司，即采用“代位求偿”的索赔方式。

保监会调研机动车辆商业保险制度。中国保监会于3月29日下发通知，要求各保监局及中国保险行业协会就机动车辆商业保险制度展开调研工作。保监会将在广泛调研的基础上，于9月底前推动全行业完成商业车险产品、承保理赔流程等制度方案的调整完善工作。本次调研的内容包括：当前商业车险产品管理制度是否存在问题及建议；当前商业车险条款、费率厘定中是否存在问题及建议；当前商业车险承保、理赔服务流程、服务标准上存在的问题及建议；进一步推进商业车险费率市场化改革的建议；车险知识普及和风险提示方面存在的问题及建议；当前商业车险领域侵害被保险人利益的行为及如何更好地保护被保险人利益的意见和建议等。

保险业“十二五”规划课题研究成果发布。3月31日，25个保险业“十二五”规划重大课题研究成果正式在京发布。据了解，这些最新研究成果将运用到保险业十二五规划的编制中，该规划有望于今年6月前后正式出台。保监会发展改革委主任房永斌介绍说，此次发布的25个重大课题研究成果，紧紧围绕中央和国家的战略意图，着眼于保险业“十二五”规划编制工作的需要，既对产险、寿险、中介、资金运用等不同领域市场发展情况进行了研究，又对保险业转变发展方式、区域协调发展、监管体制创新等宏观课题进行了研究。同时，各个课题在深入研究的基础上，都提出了具有较强针对性和可操作性的政策建议，为行业科学制定发展目标提供了依据。

图 25：保险行业历史PEBand

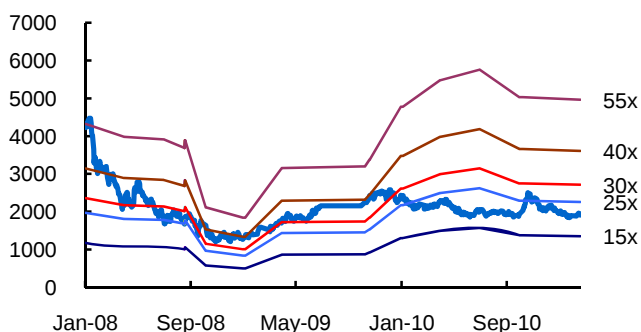
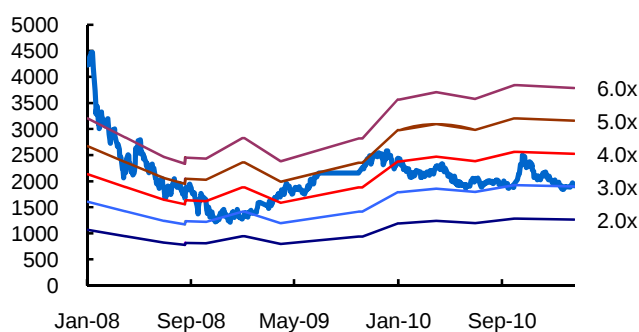


图 26：保险行业历史PBBand



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	2010	2011E	2012E
估值				
股价/内含价值	2.45	1.97	1.62	1.40
隐含新业务倍数	19.1	12.6	8.1	5.0
市盈率	27.4	22.9	19.6	16.6
市净率	4.5	3.5	3.5	2.8

每股数据				
每股净资产	11.57	14.66	14.86	18.50
每股内含价值	21.14	26.29	32.10	36.95
每股一年新业务价值	1.61	2.03	2.44	2.97
每股盈利	1.89	2.26	2.65	3.12

盈利增长因素				
毛保费增长	-13%	42%	23%	19%
净赚保费增长	-18%	41%	22%	20%
营业及管理费用	56%	69%	19%	21%
理赔支出	-12%	19%	27%	17%
承保利润	-101%	2032%	39%	-36%
投资收益	8%	8%	30%	25%
税前利润	-912%	12%	17%	22%
净利润	1997%	25%	21%	22%

主营业务比例				
营业费用/总保费	23%	27%	27%	27%
理赔/投资收益	110%	121%	119%	111%
投资收益率	5%	5%	5%	6%
资产回报率	2%	2%	2%	2%
净资产回报率	23%	20%	22%	22%

寿险业务				
保费收入增长	31%	22%	20%	18%
个人保险增长	26%	30%	27%	25%
银行保险增长	87%	-2%	-2%	-2%
团体保险增长	-19%	5%	5%	4%
APE	368	452	543	641
APE 增速	35%	23%	20%	18%
新业务利润率	32%	43%	36%	37%
新业务价值增长	38%	24%	24%	22%

资料来源：公司报表、招商证券

单位: 亿	2009	2010	2011E	2012E
利润模型				
保费收入	1,122	1,594	1,953	2,324
分出保费	63	82	100	119
未到期责任准备金	55	101	125	140
已赚保费	1,004	1,411	1,728	2,065
营业及管理费用	259	438	521	631
理赔及保户红利	334	398	505	593
保险责任准备金	414	659	817	915
承保利润	-4	-84	-116	-74
投资收益	304	328	426	533
其他收益	83	49	-2	-68
税前利润	199	223	261	319
净利润	145	179	210	256
归属于股东利润	139	173	209	256

资产负债表				
投资资产	5,897	6,900	8,073	9,445
其他资产	3,460	4,817	5,448	5,969
总资产	9,357	11,716	13,521	15,413
保险与投资承保负债	5,732	5,392	6,264	7,380
其他负债	2,708	5,156	6,080	6,569
总负债	8,440	10,547	12,344	13,949
股东权益	850	1,120	1,176	1,464

寿险				
保费收入	1,345	1,644	1,974	2,330
个人保险	999	1,301	1,657	2,064
银行保险	278	271	266	262
团体保险	69	72	51	4

财险业务				
保费收入	388	625	813	1,056
机动车险	296	494	585	792
非机动车险	75	112	89	100
意外与健康保险	17	19	139	164
赔付率	65%	63%	63%	63%
综合成本率	99%	93%	98%	98%
财险保费占比	35%	39%	42%	45%

附：中国太保财务预测表

	2009	2010	2011E	2012E
估值				
股价/内含价值	2.02	1.83	1.65	1.36
隐含新业务倍数	13.4	8.0	5.3	1.3
市盈率	27.1	23.6	16.8	14.8
市净率	2.7	2.5	2.4	2.3

每股数据				
每股净资产	8.80	9.34	9.64	10.03
每股内含价值	11.60	12.80	14.19	17.25
每股一年新业务价值	0.59	0.71	0.82	0.94
每股盈利	0.87	1.00	1.40	1.58

盈利增长因素				
毛保费增长	2%	45%	25%	20%
净赚保费增长	0%	42%	25%	20%
营业及管理费用	56%	17%	27%	21%
理赔支出	-12%	38%	27%	18%
承保利润	417%	55%	28%	-4%
投资收益	38%	9%	10%	8%
税前利润	-2778%	12%	41%	13%
净利润	449%	16%	41%	13%

主营业务比例				
营业费用/总保费	27%	22%	22%	22%
理赔/投资收益	172%	220%	253%	276%
投资收益率	7%	6%	6%	6%
资产回报率	2%	2%	3%	3%
净资产回报率	13%	13%	18%	18%

寿险业务				
保费收入增长	-6%	42%	24%	17%
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	15,273	20,601	24,839	28,849
APE 增速	41%	35%	21%	16%
新业务毛利率	33%	30%	28%	28%
新业务价值增长	37%	22%	15%	15%

资料来源：公司报表、招商证券

单位：亿	2009	2010	2011E	2012E
利润模型				
保费收入	963	1,396	1,744	2,093
分出保费	98	134	168	201
未到期责任准备金	24	64	79	95
已赚保费	841	1,198	1,498	1,797
营业及管理费用	259	304	386	468
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	-258	-329	-316
投资收益	194	211	232	250
其他收益	7	9	14	37
税前利润	95	107	150	170
净利润	75	87	122	138
归属于股东利润	74	86	120	136

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	3,972	4,757	4,864	5,366
保险与投资承保负债	3,043	3,749	3,832	4,183
其他负债	172	192	216	236
总负债	3,215	3,942	4,048	4,419
归属于母公司股东权益	747	803	816	948

寿险				
保费收入	620	879	1,090	1,275
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	343	516	665	798
机动车险	232	396	331	396
企业财险	54	41	82	101
其他财险	104	40	252	302
赔付率	65%	61%	61%	61%
综合成本率	98%	94%	96%	97%
财险保费占比	38%	37%	38%	40%

附：中国人寿财务预测表

	2009	2010	2011E	2012E
估值				
股价/内含价值	2.14	2.05	1.85	1.62
隐含新业务倍数	18.4	15.8	11.8	8.2
市盈率	18.6	18.2	14.2	12.9
市净率	2.9	2.9	2.7	2.3

每股数据				
每股净资产	7.47	7.38	8.07	9.59
每股内含价值	10.09	10.55	11.69	13.39
每股一年新业务价值	0.63	0.70	0.84	1.00
每股盈利	1.16	1.19	1.52	1.67

盈利增长因素				
毛保费增长	-7%	15%	19%	15%
净赚保费增长	-7%	16%	19%	15%
营业及管理费用	11%	10%	27%	10%
理赔支出	-9%	-9%	13%	12%
承保利润	-33%	8%	55%	23%
投资收益	18%	9%	18%	10%
税前利润	431%	-2%	28%	10%
净利润	227%	2%	28%	10%

主营业务比例				
营业费用/总保费	7%	7%	8%	7%
理赔/投资收益	117%	98%	94%	96%
投资收益率	5%	5%	6%	6%
资产回报率	3%	3%	3%	3%
净资产回报率	20%	20%	23%	21%

寿险业务				
保费收入增长	4%	16%	18%	8%
个人保险增长	4%	16%	19%	9%
团体保险增长	-44%	150%	-53%	9%
短期险种增长	4%	13%	7%	2%
APE	532	650	721	816
APE 增速	0%	22%	11%	13%
新业务利润率	33%	31%	33%	35%
新业务价值增长	27%	12%	20%	19%

资料来源：公司报表、招商证券

单位: 亿	2009	2010	2011E	2012E
利润模型				
保费收入	2,760	3,182	3,787	4,355
分出保费	2	2	2	2
未到期责任准备金	7	-0	-0	-0
已赚保费	2,751	3,181	3,785	4,353
营业及管理费用	204	225	285	314
理赔及保户红利	737	671	760	854
保险责任准备金	1,545	2,000	2,300	2,645
承保利润	264	285	440	540
投资收益	628	683	806	886
其他收益	25	26	-356	-379
税前利润	417	410	524	576
净利润	330	338	432	475
归属于股东利润	329	336	430	473

资产负债表				
投资资产	11,721	13,362	13,945	15,273
其他资产	542	744	1,133	1,947
总资产	12,263	14,106	15,078	17,221
保险与投资承保负债	9,899	11,759	12,562	14,229
其他负债	235	242	234	282
总负债	10,135	12,001	12,796	14,511
归属于股东的股东权益	2,111	2,087	2,282	2,710

寿险				
保费收入	2,751	3,182	3,765	4,085
个人保险	2,617	3,028	3,603	3,920
团体保险	2	5	2	2
短期险	132	150	160	163

附：主要保险公司估值表

	名称	滚动 PE	PE11	PE12	PB	市值	营收	ROE	月市值变动%
澳大利亚	安盛亚洲太平洋	22.1	19.9	17.9	0.0	13,271	6,105	16.5	-0.5
	安宝保险	14.8	13.9	12.8	3.8	11,268	7,462	33.1	-2.5
加拿大	MANULIFE FINANCIAL	157.3	10.8	10.0	1.2	30,758	36,662	6.3	-4.6
	POWER FINANCIAL	13.5	12.0	10.8	2.0	22,039	32,427	12.4	0.5
	GREAT-WEAST LIFECO	13.1	11.8	10.7	2.1	24,566	29,998	13.3	-4.7
	SUN LIFE FINANCIAL	11.3	11.0	10.1	1.1	17,887	24,640	3.7	-3.5
欧洲	CNP ASSURANCES	14.7	7.4	6.9	0.2	8,740	43,282	11.5	-7.0
	ING	9.2	6.5	5.9	0.7	34,660	120,113	0.0	-1.4
英国	保诚保险	12.9	11.3	10.1	2.3	18,583	47,646	16.0	2.0
	英国耆卫保险	#N/AN/A	7.6	6.8	0.8	7,076	21,574	7.0	-1.7
	LEGAL&NENERAL GROUP PLC	8.0	8.4	7.8	1.5	6,630	43,790	7.4	-4.6
	标准人寿	11.2	13.3	12.1	1.2	4,710	18,569	5.5	-13.3
日本	T&D HOLDINGS INC	21.7	19.7	18.3	1.1	715,554	2,113,888	-15.6	-11.3
	SONY FINANCIAL HOLDINGS	13.1	16.2	16.7	2.4	709,050	536,008	8.8	-6.2
台湾	国泰金融控股	42.0	29.6	22.6	2.5	462,534	1,180	5.7	-4.7
	新光金融控股	#N/AN/A	21.8	17.4	1.0	103,346	6,774	1.6	-1.2
	台湾人寿	4.2	5.7	5.6	1.7	20,174	27,527	22.8	-6.8
	中国人寿（台湾）	14.6	13.5	12.6	2.0	49,123	82,492	22.4	-1.7
美国	大都会	10.5	8.7	7.8	1.0	47,556	52,717	7.3	4.3
	保德信	8.5	9.5	8.1	0.9	29,904	38,414	11.6	-4.9
	美国家庭人寿保险	9.7	8.6	7.9	2.3	25,147	20,732	27.8	-7.9
	UNUM GROUP	9.8	9.0	8.0	0.9	8,203	10,193	11.1	-1.6
	PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	11.6	10.9	9.5	1.1	10,285	9,159	11.4	-4.4
	CONSECO INC	28.6	10.4	9.2	0.4	1,794	4,084	4.3	12.4
	TORCHMARK CORP	10.3	9.6	8.6	1.3	5,138	3,368	15.4	-0.1
	STANCORP FINANCIAL GROUP	9.6	9.3	8.4	1.1	2,127	2,765	14.1	2.7
	LINCOLN NATIONAL GROUP	9.9	8.0	7.3	0.8	9,611	10,407	8.6	-1.5
	DELPHI FINANCIAL GROUP-CLA	8.5	8.1	7.4	1.2	1,635	1,745	16.0	-0.1
	PROTECTIVE LIFE CORP	9.8	8.4	7.6	0.7	2,285	3,098	11.6	-4.4
	AIG	#N/AN/A	20.2	10.9	0.3	65,769	77,301	-10.5	-8.3

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。本报告基于合法取得的信息, 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。