



**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 4 月 26 日

保险

研究部

**毛军华**

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080511020001  
maojh@cicc.com.cn

**王松柏**

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080511030003  
wangsb@cicc.com.cn

## 挑战仍在, 但下半年有望逐渐反转 保险行业 2 季度投资策略

### 投资提示:

面对银行保险新规、债券收益率与 5 年期存款利率之间差距收窄以及代理人招聘困难等挑战, 2011 年寿险公司必须进行结构性调整。但我们认为寿险公司盈利有望逐季环比改善, 主要基于: 1) 2 季度保费增速可能逐渐反弹; 2) 投资收益水平 2 季度起有望改善; 以及 3) 保险合同负债折现率或于 3 季度见底回升。更重要的是, 得益于产品结构的变化, 我们预计新业务价值增速将快于整体保费增速, 这一点有望在保险公司的中期业绩中获得证实。与纯寿险公司相比, 我们更偏好综合保险集团, 主要由于产险业务上半年仍将维持良好表现。考虑到中国太保业务仍将持续改善并且其新业务价值增速更高, 我们将中国太保作为我们的首选, 中国平安作为我们的次选。我们同时下调中国人寿评级至“中性”。

### 理由:

**2 季度保费增速可能反弹。**虽然高利率环境下保费收入难以实现高速增长, 但银行保险渠道保费去年的高基数效应将在 2 季度逐渐缓解。

**2 季度投资收益水平有望改善。**虽然中长期债券收益率难以大幅上升, 但我们看到了一些积极趋势: 首先, 更多低利率债券将到期并重定价至较高的利率; 其次, 2 季度股票市场好于 1 季度; 此外, 保险公司动态调整资产配置到协议存款、企业债券和股票。

**1 季度或为全年盈利低点。**目前投资收益水平尚未明显受益于去年 10 月份开始的加息周期, 但未来几个季度这一情况有望改观。此外, 预计 10 年期国债收益率的 750 天移动平均值将于 3 季度见底回升, 从而推升长期保险合同负债的折现率, 这将有助于中国太保和中国平安改善下半年业绩。

**保险公司业绩增速或出现分化。**受益于综合成本率下降, 产险业务表现依然较好, 因此中国太保和中国平安这样的综合保险集团盈利增速有望高于纯寿险公司。中国人寿 1 季度净利润同比下降 22%, 而中国太保和中国平安预计将实现 20%以上的增长。

### 估值与建议:

**我们将中国太保作为我们的首选, 次选中国平安。**首先, 新业务价值增速的差距将缩小。中国太保仍在进行内部优化, 2011 年新业务价值增速有望超过 20%, 而中国平安受制于万能险销售困境, 新业务价值增速将放缓至 20%以上。其次, 从新业务价值倍数来看, 中国太保目前估值较中国平安有着约 10%的折让, 而两者新业务价值增速相似且中国太保的精算假设更为保守。第三, 中国太保对保险合同负债折现率的上升更加敏感。我们同时下调中国人寿评级至“中性”, 反映其新业务价值倍数较同业高出 30%, 而新业务价值增速只有 14%, 低于中国太保和中国平安的 22~23%。

### 投资风险:

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造成负面影响, 导致保险公司股价出现下跌。

## 目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 2 季度保费增速可能见底回升 .....                 | 3  |
| 2 季度投资收益水平有望改善 .....                 | 5  |
| 固定收益证券的投资收益水平将上升 .....               | 5  |
| 2 季度股票市场向好的可能性较高 .....               | 5  |
| 资产配置的动态调整 .....                      | 7  |
| 1 季度可能为 2011 年全年业绩低谷 .....           | 8  |
| 2011 年 1 季度净利润可能为全年低点 .....          | 8  |
| 折现率调整可能有助于提升 2011 年下半年业绩 .....       | 8  |
| 估值与建议 .....                          | 10 |
| 准备迎接下半年基本面的改善 .....                  | 10 |
| 我们将中国太保作为我们的首选，次选中国平安，下调中国人寿评级 ..... | 10 |

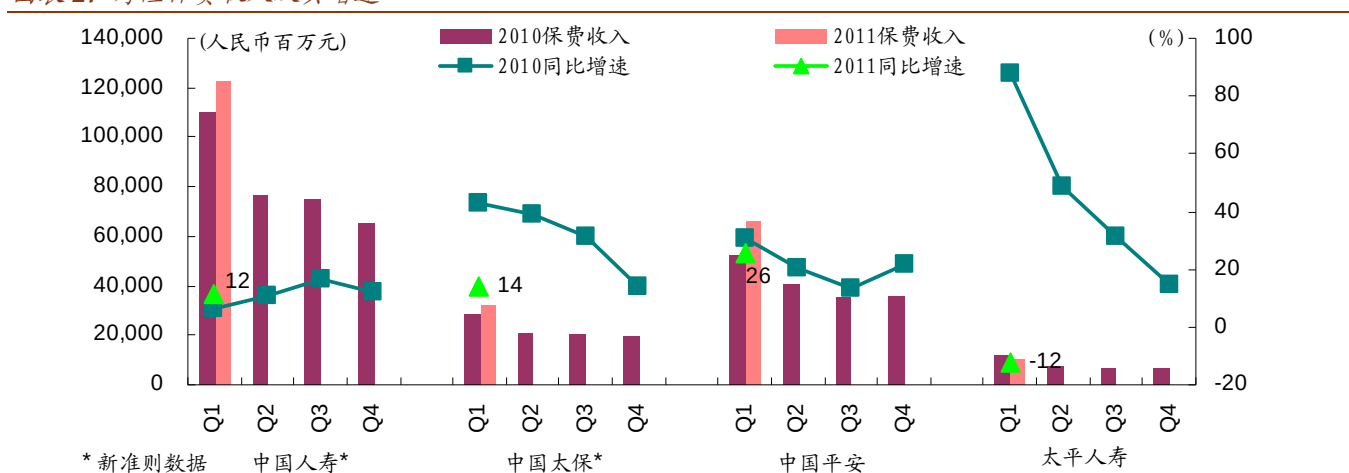
## 图表

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1: 寿险保费收入及其增速 .....            | 3  |
| 图表 2: 产险保费收入及其增速 .....            | 3  |
| 图表 3: 寿险保费收入分渠道构成 .....           | 4  |
| 图表 4: 中长期债券收益率难以大幅上升 .....        | 5  |
| 图表 5: 目前 5 年期债券收益率高于 2006 年 ..... | 5  |
| 图表 6: 保险公司主要的股权投资及表现 .....        | 6  |
| 图表 7: 1 季度和年初至今的股指表现 .....        | 6  |
| 图表 8: 整体股权投资收益率的敏感性分析 .....       | 6  |
| 图表 9: 2010 年保险公司投资组合 .....        | 7  |
| 图表 10: 2011 年 1 季度业绩预测 .....      | 8  |
| 图表 11: 国债收益率 750 日移动均线 .....      | 9  |
| 图表 12: 折现率敏感性分析 .....             | 9  |
| 图表 13: 新业务价值与企业价值预测 .....         | 10 |
| 图表 14: 可比公司估值 .....               | 10 |
| 图表 15: 历史 P/EV 区间 .....           | 11 |
| 图表 16: 历史 NBM 区间 .....            | 12 |

## 2 季度保费增速可能见底回升

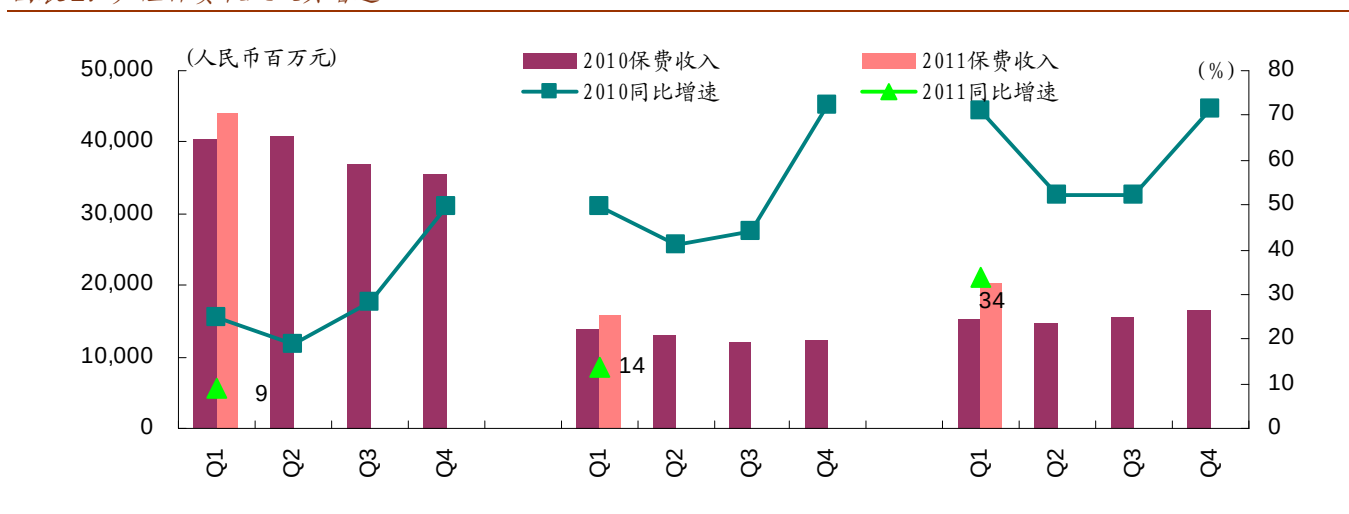
1 季度寿险保费增速显著放缓（图表 1）主要由于：1）去年同期的基数效应；2）银保渠道新规的影响；以及 3）5 年期存款利率与万能险结算利率差距扩大导致保险产品吸引力下降。同时，汽车销售放缓亦对产险保费增速造成压力（图表 2）。

图表 1：寿险保费收入及其增速



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：产险保费收入及其增速



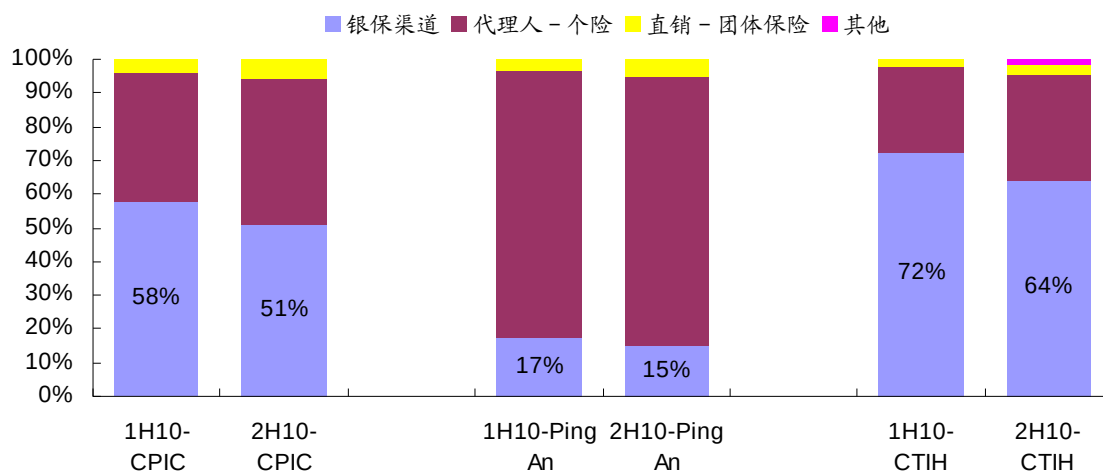
资料来源：公司数据，中金公司研究部

尽管寿险保费增速不太可能恢复至 2010 年的水平，但保费增速 2 季度可能见底回升：

- **银保渠道保费增速将逐渐企稳。**由于去年下半年银保渠道在保费收入中的占比下降（图表 3），银保渠道放缓对整体保费增速的影响将大为减缓。此外，保险公司正积极作出调整，包括加强对银行客户经理的培训以及开发更合适的产品。
- **加大代理人渠道的发展将收到回报。**保险公司已经加大代理人渠道的产品推销力度。我们估计，1 季度代理人渠道的首年保费收入已出现快速增长，中国太保、中国人寿和中国平安增速分别达 40% 以上、26% 和 14%。

- **产品结构的变化亦将起到积极作用。**虽然 5 年期存款利率的大幅上升（从 3.6% 升至 5.25%）降低了保险产品的吸引力，但保险公司亦采取了更加灵活的产品策略。由于保单持有人能够轻易地将万能险结算利率与 5 年期存款利率进行比较，而分红险相对而言较不透明，因此一个最明显的变化是从万能险转向分红险。例如，中国平安已于 3 月份下调了其万能险结算利率，之后大力推广其趸缴分红险产品“财富一生”。

图表 3：寿险保费收入分渠道构成



资料来源：保监会，公司数据，中金公司研究部

## 2 季度投资收益水平有望改善

### 固定收益证券的投资收益水平将上升

**债券投资组合重定价将提升整体收益率。**由于银行希望进一步增加其债券投资久期，我们认为未来几个季度中长期债券收益率难以大幅上升（图表4）。但随着更多债券逐渐重定价至更高的利率，整体债券投资收益率有望上升。拿保险公司典型的债券投资组合久期来说，5年期债券的收益率将比2006年高出100至150个基点（图表5）。

**协议存款将提供更高的收益率。**随着基准利率的上调，61个月期协议存款利率亦相应上升。鉴于5年期存款利率目前已经升至5.25%，加上商业银行对长期稳定存款的需求，预计61个月期协议存款利率将升至5.5~6%。

图表4：中长期债券收益率难以大幅上升

| 项目         | 2010-10-20 | 2011-4-5 | 变动(+/-) | 2011-4-6 | 现在   | 变动(+/-) |
|------------|------------|----------|---------|----------|------|---------|
| 3年期定期存款利率  | 3.85       | 4.50     | 65      | 4.75     | 4.75 | -       |
| 5年期定期存款利率  | 4.20       | 5.00     | 80      | 5.25     | 5.25 | -       |
| 5年期国债      | 2.99       | 3.51     | 52      | 3.53     | 3.46 | (7)     |
| 7年期国债      | 3.39       | 3.73     | 34      | 3.74     | 3.68 | (5)     |
| 10年期国债     | 3.62       | 3.91     | 29      | 3.92     | 3.89 | (3)     |
| 5年期企业债     | 4.24       | 5.15     | 91      | 5.17     | 5.05 | (12)    |
| 7年期企业债     | 4.34       | 5.45     | 111     | 5.45     | 5.31 | (14)    |
| 10年期企业债    | 4.51       | 5.54     | 103     | 5.55     | 5.48 | (7)     |
| 5年期政策性金融债  | 3.01       | 3.87     | 86      | 3.90     | 4.10 | 20      |
| 7年期政策性金融债  | 3.45       | 4.06     | 61      | 4.08     | 4.31 | 24      |
| 10年期政策性金融债 | 3.67       | 4.30     | 63      | 4.32     | 4.48 | 15      |

资料来源：中金公司固定收益部，中国人民银行，中金公司研究部

图表5：目前5年期债券收益率高于2006年

|               | 2006年一季度 | 2011年一季度 | 变化幅度 (bps) |
|---------------|----------|----------|------------|
| 5年期国债收益率      | 2.39     | 3.56     | 117.12     |
| 7年期国债收益率      | 2.65     | 3.77     | 112.05     |
| 10年期国债收益率     | 2.96     | 3.94     | 98.05      |
| 5年期政策性银行债收益率  | 2.63     | 4.03     | 140.73     |
| 7年期政策性银行债收益率  | 2.88     | 4.22     | 133.11     |
| 10年期政策性银行债收益率 | 3.17     | 4.41     | 123.64     |
| 5年期企业债收益率     | 3.01     | 5.05     | 203.87     |
| 7年期企业债收益率     | 3.25     | 5.23     | 197.73     |
| 10年期企业债收益率    | 3.57     | 5.33     | 176.73     |

资料来源：中金公司固定收益部，中国人民银行，中金公司研究部

### 2 季度股票市场向好的可能性较高

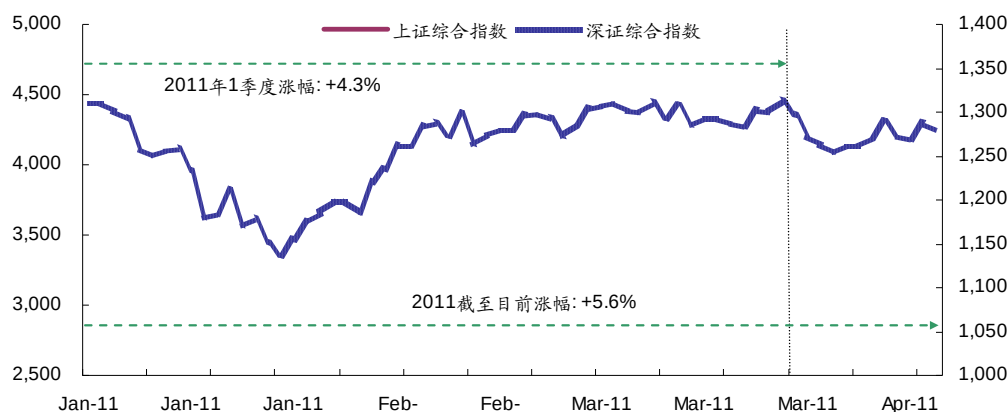
特别值得注意的是，保险公司配置大盘蓝筹股的比重较高，尤其是2季度以来表现最好板块之一的银行股（图表6）。根据中金公司策略组的预测，2季度上证综指将于2,900点至3,200点之间波动，对保险公司股权投资构成利好（图表7）。我们的敏感性分析显示，中国太平对股票市场表现最为敏感，而中国平安的敏感性最低（图表8）。

图表6：保险公司主要的股权投资及表现

| (人民币, 百万元) | 证券名称 | 投资成本  | 2010年末账面价值 | 占总股票投资比 | 季度末账面价值 | YTD账面价值 | 1季度公允价值变动(+/-) | YTD公允价值变动(+/-) |
|------------|------|-------|------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 中国人寿       | 民生银行 | 5,448 | 5,591      | 2.9%    | 6,226   | 6,660   | 635            | 1,069          |
|            | 农业银行 | 3,199 | 3,199      | 1.6%    | 3,295   | 3,486   | 96             | 287            |
|            | 工商银行 | 3,020 | 3,318      | 1.7%    | 3,497   | 3,584   | 180            | 266            |
|            | 建设银行 | 2,765 | 2,409      | 1.2%    | 2,608   | 2,750   | 199            | 341            |
|            | 中国建筑 | 2,663 | 2,181      | 1.1%    | 3,475   | 2,576   | 1,294          | 395            |
| 中国平安       | 农业银行 | 4,880 | 4,763      | 5.7%    | 4,905   | 5,190   | 142            | 427            |
|            | 工商银行 | 3,922 | 3,778      | 4.5%    | 3,983   | 4,081   | 205            | 303            |
|            | 建设银行 | 1,892 | 1,760      | 2.1%    | 1,906   | 2,009   | 146            | 249            |
|            | 中国一重 | 1,590 | 1,620      | 1.9%    | 1,486   | 1,500   | (134)          | (120)          |
|            | 大秦铁路 | 1,449 | 1,325      | 1.6%    | 1,450   | 1,498   | 125            | 173            |
| 中国太保       | 大秦铁路 | 2,174 | 1,947      | 3.5%    | 2,131   | 2,201   | 184            | 254            |
|            | 工行转债 | 1,838 | 2,009      | 3.6%    | 1,957   | 2,013   | (52)           | 4              |
|            | 工商银行 | 1,419 | 1,341      | 2.4%    | 1,414   | 1,449   | 73             | 108            |
|            | 农业银行 | 1,417 | 1,414      | 2.6%    | 1,456   | 1,541   | 42             | 127            |
|            | 中国建筑 | 1,363 | 1,085      | 2.0%    | 1,174   | 1,282   | 89             | 197            |

资料来源：WIND 资讯，公司数据，中金公司研究部

图表7：1季度和年初至今的股指表现



资料来源：WIND 资讯，中金公司研究部

图表8：整体股权投资收益率的敏感性分析

| 2011年预计每股收益 | 2011年股票投资总投资收益率 |        |      |        |         |
|-------------|-----------------|--------|------|--------|---------|
|             | -100bps         | -50bps | Base | +50bps | +100bps |
| 中国太保        | 1.16            | 1.19   | 1.21 | 1.24   | 1.27    |
| 中国平安        | 2.65            | 2.69   | 2.74 | 2.78   | 2.82    |
| 中国人寿        | 1.31            | 1.35   | 1.38 | 1.41   | 1.44    |
| 中国太平        | 0.66            | 0.68   | 0.71 | 0.73   | 0.76    |
| 变动(%)       | 2011年股票投资总投资收益率 |        |      |        |         |
|             | -100bps         | -50bps | Base | +50bps | +100bps |
| 中国太保        | -5%             | -2%    | -    | 2%     | 5%      |
| 中国平安        | -3%             | -2%    | -    | 2%     | 3%      |
| 中国人寿        | -5%             | -2%    | -    | 2%     | 5%      |
| 中国太平        | -7%             | -4%    | -    | 4%     | 7%      |

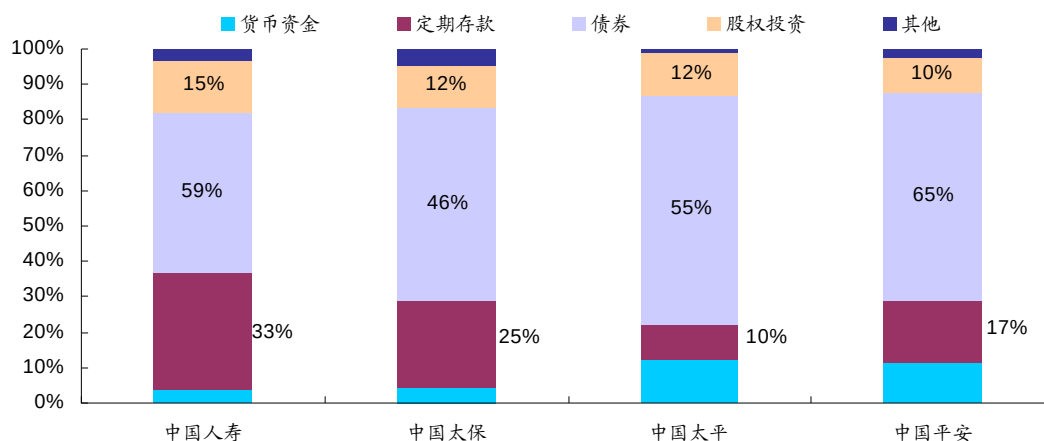
资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 资产配置的动态调整

**协议存款和企业债券的比重将继续上升。**鉴于协议存款利率处于高位及其稳定性，我们认为保险公司将继续增加固定收益证券中协议存款的投资。此外，保险公司亦增加了收益率较高的信用产品的投资，以平衡结算利率的上升。

**部分保险公司增加了股权投资的比重。**2010 年，股权投资占到中国人寿投资组合的 15%，中国太保的 13%，中国太平的 12%，中国平安的 10%（图表 9）。我们了解，鉴于近期市场出现反弹，部分保险公司已加大了股权投资的比重。

图表 9：2010 年保险公司投资组合



资料来源：公司数据，中金公司研究部



## 1 季度可能为 2011 年全年业绩低谷

### 2011 年 1 季度净利润可能为全年低点

我们认为，寿险公司 2011 年 1 季度业绩不会十分理想，例如中国人寿已公布 1 季度净利润同比下降 22%。但是，我们预计，中国太保和中国平安净利润同比将增长 20%-25% 左右（图表 10），主要是由于 2011 年上半年其产险业务综合成本率保持低位，而且多项业务的存在使盈利结构多元化。

- 保费增速：在中国太保、中国平安和中国人寿总保费收入分别增长 13.6%、44.5% 和 11.5% 推动下，预计其净资产增速将分别达到 26%、27% 和 20%。
- 折现率：保险公司 2010 年 1 季度折现率并未出现较大变化，但中国平安和中国太保保险合同负债折现率 2011 年 1 季度可能有所下降。

图表 10：2011 年 1 季度业绩预测

|           | 中国人寿 A    | 中国平安 E   | 中国太保 E   |
|-----------|-----------|----------|----------|
| 营业收入      | 140,006   | 78,603   | 53,496   |
| 保险业务收入    | 122,978   | 69,510   | 48,100   |
| 投资收益      | 17,171    | 7,544    | 5,881    |
| 营业支出      | (130,501) | (71,740) | (49,060) |
| 保户给付及赔款净额 | (111,227) | (47,905) | (34,051) |
| 业务及管理费    | (4,574)   | (9,663)  | (7,906)  |
| 净利润       | 8,022     | 5,739    | 3,525    |
| 每股收益      | 0.28      | 0.73     | 0.41     |
| 增长率       |           |          |          |
| 营业收入      | 9%        | 51%      | 32%      |
| 保险业务收入    | 11%       | 45%      | 14%      |
| 投资收益      | -5%       | 25%      | 10%      |
| 营业支出      | 12%       | 54%      | 33%      |
| 保户给付及赔款净额 | 12%       | 50%      | 17%      |
| 业务及管理费    | 10%       | 41%      | 11%      |
| 净利润       | -21%      | 24%      | 25%      |
| 每股收益      | -21%      | 22%      | 25%      |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

### 折现率调整可能有助于提升 2011 年下半年业绩

保险合同负债折现率主要取决于 10 年期国债收益率 750 日移动均线、风险边际和剩余边际。因此，保险合同负债折现率会随着 10 年期国债收益率走低而下降，反之亦然。因此，在折现率下降或上升时，保险合同负债会增加或减少，进而会推动税前利润下滑或增加。

2010 年保险合同负债折现率调整导致中国太保和中国平安税前利润分别减少 31.3 亿元和 21.8 亿元。截至 2010 年底，10 年期国债收益率 750 日移动均线与 2009 年相比有所下降，中国太保和中国平安相应地降低了其保险合同负债折现率。

如果 10 年期国债收益率维持在目前水平，10 年期国债收益率 750 日移动均线有望从 7 月份开始逐步上行。如果我们假设 10 年期国债收益率维持在目前水平，2011 年 1 季度和 2 季度移动均线将进一步下降，可能于 3-4 季度逐步触底反弹（图表 11）。随着保险合同负债折现率上升，中国太保和中国平安合同负债支出可能下降，从而使 3-4 季度税前利润得到释放。如果这一情况发生，中国太保将是最大受益者，而中国太平受益程度最低（图表 12）。



图表 11：国债收益率 750 日移动均线



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 12：折现率敏感性分析

| 2011年预计每股收益 | 2011年折现率 |      |        |
|-------------|----------|------|--------|
|             | -10bps   | base | +10bps |
| CPIC        | 0.85     | 1.21 | 1.73   |
| Ping An     | 2.46     | 2.74 | 3.38   |
| China Life  | 1.23     | 1.31 | 1.46   |
| CTIH        | n.a.     | 0.71 | 0.75   |
| 变动(%)       | 2011年折现率 |      |        |
|             | -10bps   | base | +10bps |
| CPIC        | -30.2%   | -    | 42.8%  |
| Ping An     | -9.9%    | -    | 23.4%  |
| China Life  | -6.0%    | -    | 11.0%  |
| CTIH        | n.a.     | -    | 6.8%   |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

## 估值与建议

### 准备迎接下半年基本面的改善

保险公司基本面将从 2011 年 2 季度开始逐步改善。在 1 季度保费增速下滑后，保费增速放缓已在投资者的普遍预期之中。展望未来，随着保费增速反弹和投资收益上升，保险公司基本面将从 2 季度开始出现改善。

新业务价值 2011 年上半年将继续保持良好增长。尽管银行保险新规为保费增长带来压力，但新业务价值可能不会遭受严重影响，因为银保渠道新业务利润率相对较低而且在新业务价值中占比较小。另外，保险公司将加大对代理人渠道的开发力度，此举可能会推动新业务利润率 2011 年有所改善，使中国太保和中国平安新业务价值增速超过 20%（图表 13）。

图表 13：新业务价值与企业价值预测

| 公司   | 10A     | 11E     | 12E     | 1H10   | 1H11E  | 11E    | 12E    | 10A    | 11E | 12E | 10A     | 1H11E | 11E | 12E |
|------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|-----|---------|-------|-----|-----|
|      | 内含价值    |         |         | 新业务价值  |        |        |        | 内含价值增速 |     |     | 新业务价值增速 |       |     |     |
| 中国太保 | 110,088 | 134,356 | 154,274 | 3,238  | 3,915  | 7,518  | 8,599  | 12%    | 22% | 15% | 22%     | 21%   | 23% | 14% |
| 中国人寿 | 200,986 | 251,662 | 300,716 | 9,122  | 10,828 | 18,728 | 22,240 | 29%    | 25% | 19% | 31%     | 19%   | 21% | 19% |
| 中国平安 | 298,099 | 336,816 | 379,429 | 11,548 | 13,043 | 22,692 | 24,562 | 5%     | 13% | 13% | 12%     | 13%   | 14% | 8%  |
| 中国太平 | 17,511  | 22,473  | 28,472  | 1,055  | 1,263  | 2,227  | 2,513  | 29%    | 28% | 27% | 35%     | 20%   | 22% | 13% |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

### 我们将中国太保作为我们的首选，次选中国平安，下调中国人寿评级

与纯寿险公司相比，我们更偏好综合保险集团。寿险公司今年面临更多挑战，需要忍受痛苦的结构型变化。但是，产险业务上半年仍将维持良好表现，盈利增长可能更为强劲。另外，商业银行业务也有助于中国平安业绩稳定增长。

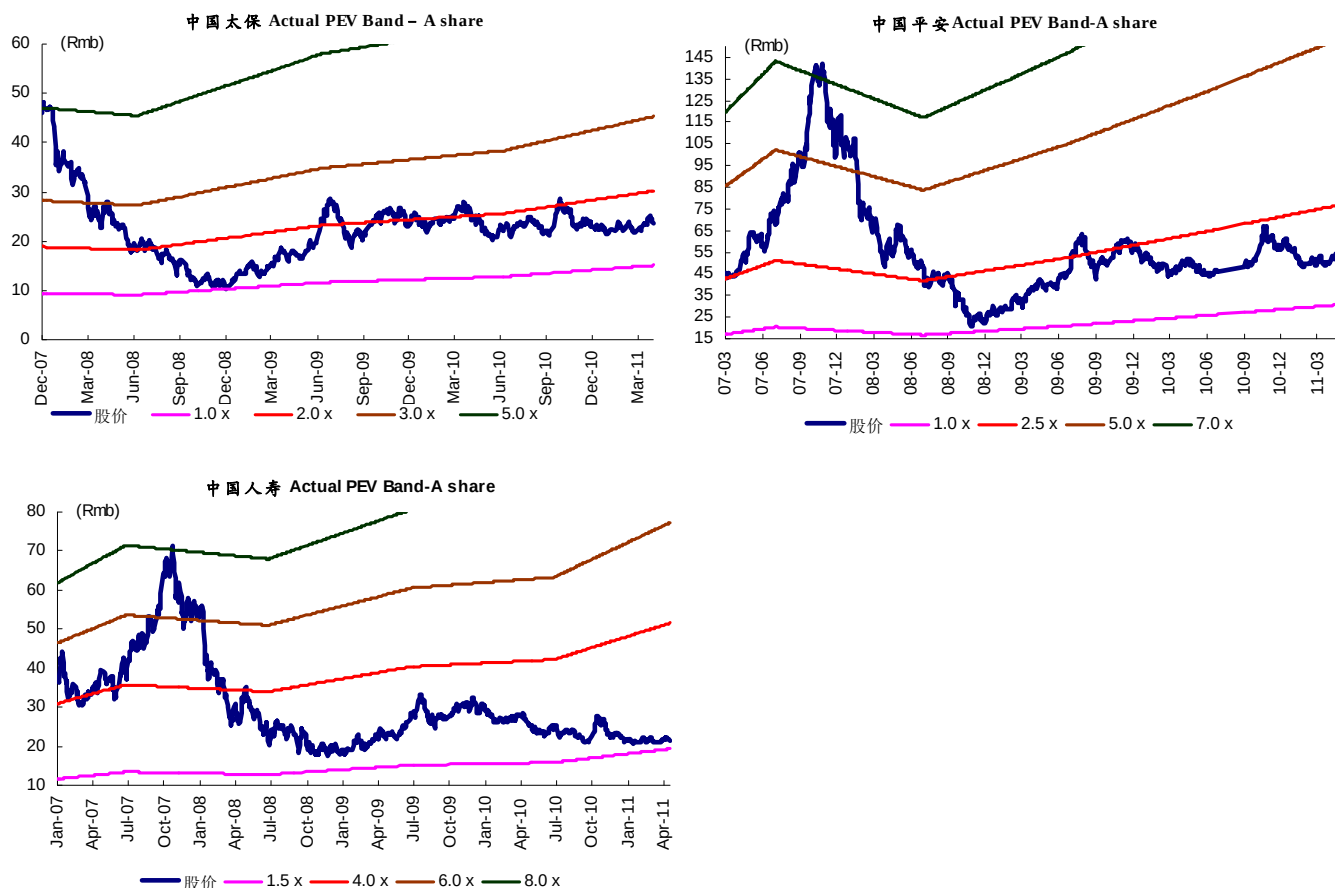
我们将中国太保作为我们的首选，次选中国平安。首先，新业务价值增速的差距将缩小。中国太保仍在进行内部优化，2011 年新业务价值增速有望超过 20%，而中国平安受制于万能险销售困境，新业务价值增速将放缓至 20% 以上。其次，从新业务价值倍数来看，中国太保目前估值较中国平安有着约 10% 的折让，而两者新业务价值增速相似且中国太保的精算假设更为保守（图表 14）。

图表 14：可比公司估值

| 公司         | 股价      | 总股本     | 流通股    | 每股收益 |      |        | 每股净资产 |      |        | 每股内含价值 |       |        | 每股新业务价值 |      |           | 总资产收益率 |      |      |
|------------|---------|---------|--------|------|------|--------|-------|------|--------|--------|-------|--------|---------|------|-----------|--------|------|------|
| 2011-04-25 |         |         |        |      |      |        | 10A   | 11E  | 12E    | 10A    | 11E   | 12E    | 10A     | 11E  | 12E       | 10A    | 11E  | 12E  |
| 中国人寿H股     | 29.65   | 28,265  | 7,441  | 1.40 | 1.55 | 1.81   | 8.7   | 10.0 | 11.5   | 12.41  | 14.02 | 15.79  | 0.83    | 0.94 | 1.02      | 2.40   | 2.20 | 2.20 |
| 中国平安H股     | 86.50   | 7,644   | 2,858  | 2.66 | 3.22 | 3.89   | 17.2  | 22.1 | 25.7   | 30.93  | 37.40 | 44.69  | 2.39    | 2.78 | 3.31      | 1.50   | 1.50 | 1.60 |
| 中国太保H股     | 35.35   | 8,600   | 2,313  | 1.17 | 1.43 | 1.66   | 11.0  | 12.2 | 13.5   | 15.06  | 18.37 | 21.10  | 0.83    | 1.03 | 1.18      | 1.80   | 1.80 | 1.80 |
| 友邦保险       | 26.75   | 12,044  | 12,044 | 1.74 | 1.76 | 1.97   | 12.6  | 15.3 | 18.3   | 15.98  | 18.94 | 22.30  | 0.43    | 0.47 | 0.53      | 0.68   | 0.59 | 0.58 |
| 中国财险       | 10.72   | 11,142  | 11,142 | 0.55 | 0.79 | 0.93   | 2.6   | 3.5  | 4.5    |        |       |        |         |      |           | 2.58   | 3.05 | 2.98 |
|            |         |         |        |      |      |        |       |      |        |        |       |        |         |      |           |        |      |      |
| 中国人寿A股     | 21.39   | 28,265  | 20,824 | 1.19 | 1.31 | 1.54   | 7.4   | 8.5  | 9.8    | 10.55  | 11.92 | 13.42  | 0.70    | 0.80 | 0.87      | 2.40   | 2.20 | 2.20 |
| 中国平安A股     | 51.68   | 7,644   | 4,786  | 2.26 | 2.74 | 3.31   | 14.7  | 18.8 | 21.9   | 26.29  | 31.79 | 37.99  | 2.03    | 2.37 | 2.81      | 1.50   | 1.50 | 1.60 |
| 中国太保A股     | 23.68   | 8,600   | 6,208  | 1.00 | 1.21 | 1.41   | 9.3   | 10.4 | 11.5   | 12.80  | 15.62 | 17.93  | 0.71    | 0.87 | 1.00      | 1.80   | 1.80 | 1.80 |
| 公司         | 市值      | 流通市值    | 净资产收益率 |      |      | 市盈率(X) |       |      | 市净率(X) |        |       | 内含价值倍数 |         |      | 一年新业务价值倍数 |        |      |      |
| 中国人寿H股     | 838,049 | 220,631 | 16.1   | 15.5 | 15.7 | 21.2   | 19.2  | 16.4 | 3.4    | 3.0    | 2.6   | 2.4    | 2.1     | 1.9  | 20.9      | 16.5   | 13.6 |      |
| 中国平安H股     | 661,206 | 247,194 | 15.5   | 14.6 | 15.1 | 32.5   | 26.9  | 22.2 | 5.0    | 3.9    | 3.4   | 2.8    | 2.3     | 1.9  | 18.5      | 13.9   | 9.8  |      |
| 中国太保H股     | 304,010 | 81,775  | 10.7   | 11.7 | 12.2 | 30.2   | 24.7  | 21.3 | 3.2    | 2.9    | 2.6   | 2.3    | 1.9     | 1.7  | 15.9      | 12.2   | 8.7  |      |
| 友邦保险       | 322,177 | 322,177 | 11.8   | 11.1 | 11.1 | 15.3   | 15.2  | 13.6 | 2.1    | 1.7    | 1.5   | 1.7    | 1.4     | 1.2  | 25.0      | 16.7   | 8.3  |      |
| 中国财险       | 119,440 | 119,440 | 21.0   | 22.5 | 20.5 | 19.5   | 13.6  | 11.5 | 4.1    | 3.1    | 2.4   |        |         |      |           |        |      |      |
|            |         |         |        |      |      |        |       |      |        |        |       |        |         |      |           |        |      |      |
| 中国人寿A股     | 604,582 | 445,415 | 16.1   | 15.5 | 15.7 | 18.0   | 16.3  | 13.9 | 2.9    | 2.5    | 2.2   | 2.0    | 1.8     | 1.6  | 15.4      | 11.8   | 9.2  |      |
| 中国平安A股     | 395,042 | 247,362 | 15.5   | 14.6 | 15.1 | 22.8   | 18.9  | 15.6 | 3.5    | 2.8    | 2.4   | 2.0    | 1.6     | 1.4  | 10.7      | 7.4    | 4.3  |      |
| 中国太保A股     | 203,648 | 147,012 | 10.7   | 11.7 | 12.2 | 23.8   | 19.5  | 16.8 | 2.5    | 2.3    | 2.1   | 1.8    | 1.5     | 1.3  | 10.0      | 7.2    | 4.4  |      |

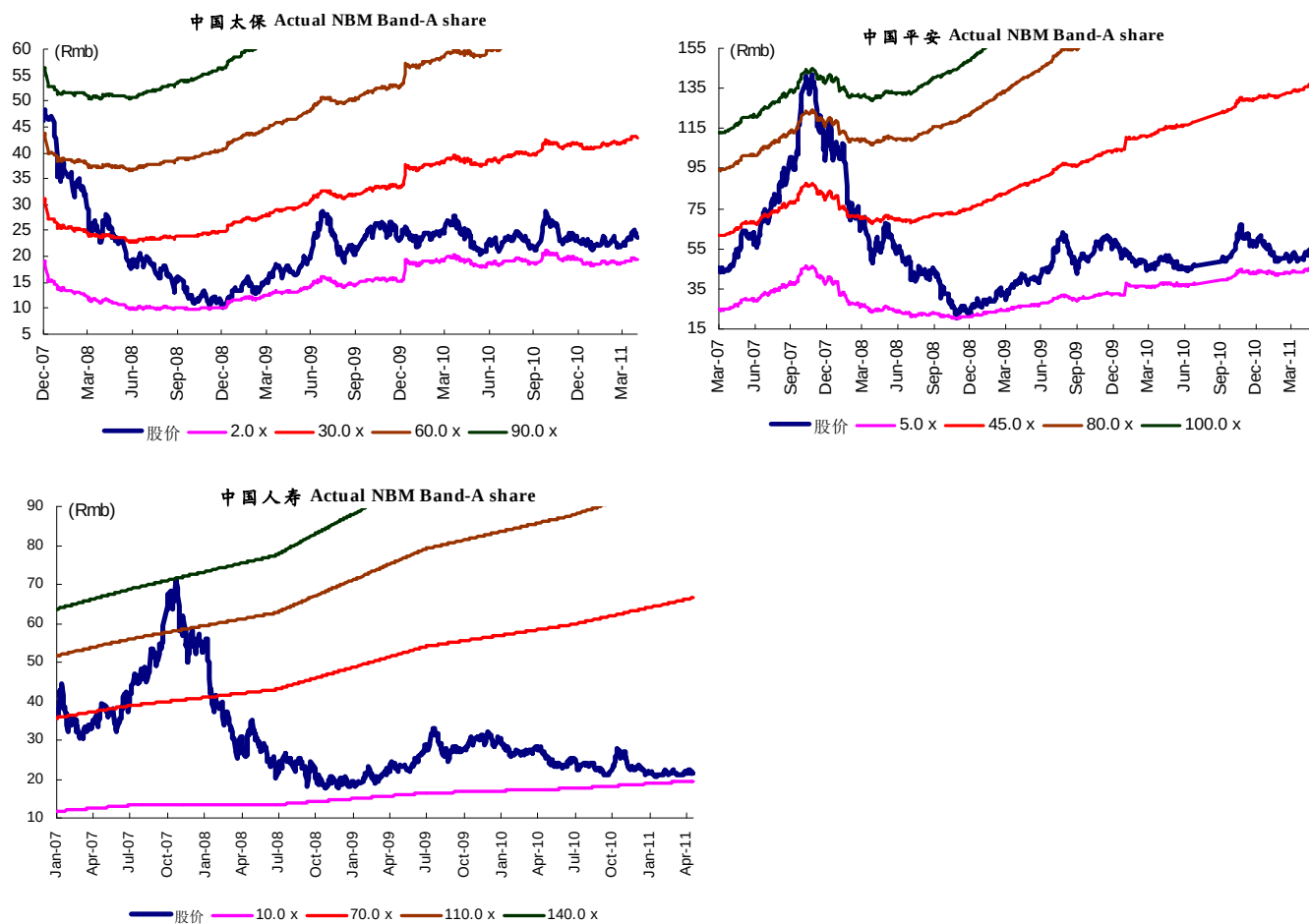
资料来源：彭博资讯、Wind、中金公司研究部

图表 15: 历史 P/EV 区间



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 16: 历史 NBM 区间



资料来源: 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。

**截至报告发布之日前十二个月，中金公司为中国平安提供了投资银行服务。**

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