

推荐 (维持)

非理性下跌为反弹蓄势

2011 年 8 月 10 日

保险行业 2011 年 8 月报

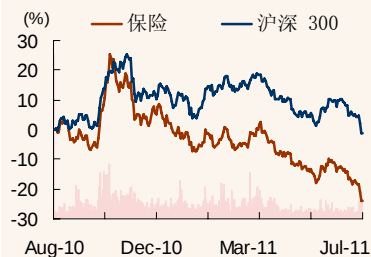
上证指数 2526

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	3	0.2
总市值 (亿元)	6550	2.8
流通市值 (亿元)	6535	3.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14.5	-19.6	-25.7
相对表现	-4.5	-11.7	-21.6



相关报告

- 1、《加息再提投资收益，期待年底利润释放-央行第五次加息对保险业影响点评》2011-7-7
- 2、《保险行业 2011 年 7 月报-紧要处当识决断之机》2011-7-8
- 3、《保险行业 2011 年中期投资策略-估值突围，绝地反攻》2011/6/8

罗毅 CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

洪锦屏

021-12345678
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

研究助理:

王宇航

0755-83734407
wangyh1@cmschina.com.cn

受外围市场因素影响，保险股的被动下跌已经为后市反弹蓄势充分，首推太保：上半年利润高增长做实了业绩支撑，预计增长 35%，强烈推荐。

- **保险股阶段性回调后，中报行情反弹将更加有力，首推太保。**7 月保险股价调整后，三家公司的隐含新业务倍数、市盈率和市净率下探至历史最低水平，市场等待的反弹催化剂是即将公布的中期业绩，受益于产险利润的大幅增长，首推中国太保：中期业绩预计同比增长 35%，9 月份长险折现率翻转后弹性最大助其年度利润进一步释放；预计平安中期增长超过 25%，平安产险净利润与去年同期比较会翻番。
- **车险市场化全面启动对上市公司是利好。**仅有太保、平安等少数资本金充足且综合成本率保持较低水平的大型产险公司才有资格完全独立的开发市场化产品（中国保险行业协会曾于 2007 年牵头开发了车险示范条款，条款的统一带来了长达四年的车险的同价时代）。由于独立险种开发权的稀有性，平安和太保可以开发出创新产品，打破长期以来的同质化产品的沉闷，满足客户的个性化需求，找到新的盈利点。
- **深圳经验：市场化后，保费和损失同降。**另从已经试点费率市场化的深圳市来看，今年 3 至 5 月，平均保费下降 4.64%，同时由于费率对出险情况更为敏感，车险理赔率（特别是小额案件）也应幅下降，2000 元以下案件下降 11.5%，5000 元以下案件下降 6.9%，两项比较，对车险盈利的影响总体较小。同时，本次改革采用循序渐进式的分批改革方式，也是监管层为了防止 2003 年~2005 年车险恶性竞争情况的重现，因此对于各公司的自定费率，预计保监会也会根据综合成本率和偿付能力水平进行挂钩式监管。
- **7、8 月保费前瞻：寿险看太保、产险看平安。**三家公司个险新单在 7 月份均进入年内低点。国寿和平安寿单月新单约在 17 亿元左右，太保寿约 6 亿元。前两家增速低迷，太保寿险保持两位数的高增速。太保寿险总保费在 7 月虽然增速也有一定下滑，但前 7 个月的累计增速仍然保持在 10% 左右。7 月份的产险市场依然由平安领先，预计单月保费同比增速保持在 35% 以上。
- **债券收益率继续上行。**7 月份保险投资债券短端收益率继续大幅上升。由于对云南城投偿债能力和铁路等公共设施建设债券的担忧等原因，1 年期企业债收益率上升幅度在各券种中最高，达到 78BP，在 7 月下旬曾经超越 5 年期收益率。长期债券也有不同程度的上升。
- **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	40.96	2.26	2.65	15.5	2.8	3.67	1.28	强烈推荐-A
中国太保	19.76	1.00	1.40	14.1	1.9	6.29	1.38	强烈推荐-A
中国人寿	16.14	1.19	1.40	11.5	2.0	5.67	1.38	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

敬请阅读末页的重要说明

正文目录

一、主要观点	3
1. 走势回顾	3
2. 商业车险费率市场化点评	3
3. 重点公司推荐：主推太保、平安	4
二、月度保费前瞻	5
三、保险资产	7
四、市场收益率	9
1. 债券市场收益率	9
2. 投资性险种收益率	10

图表目录

图 1：7 月至今保险股走势	3
图 2：六月寿险市场份额（%）	5
图 3：主要寿险公司市场份额变化	5
图 4：产险市场累计总保费	6
图 5：主要产险公司单月保费收入增速	6
图 6：四月产险市场份额（%）	6
图 7：主要产险公司市场份额变化	6
图 8：去年主要保险市场排名（6 月）	6
图 9：总资产月度变动和同比增速	7
图 10：银行存款	7
图 11：保险投资资产（不含银行存款）	7
图 12：固定收益类投资	7
图 13：债券分种类单月增持额	8
图 14：债券投资（更新至 7 月）	8
图 15：股权类投资资产	8
图 16：股权、固定收益、存款三类投资占比	8
图 17：保险机构债券投资结构	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变化	9
图 20：银行间固定利率政策性金融债收益率	10
图 21：商业银行债收益率	10
图 22：主要保险公司 7 月、12 月结算利率对比	10
图 23：万能险利率与 3-5 年期定期存款利率对比	10
图 24：上证综指、保险指数和中证全债指数变化	11
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

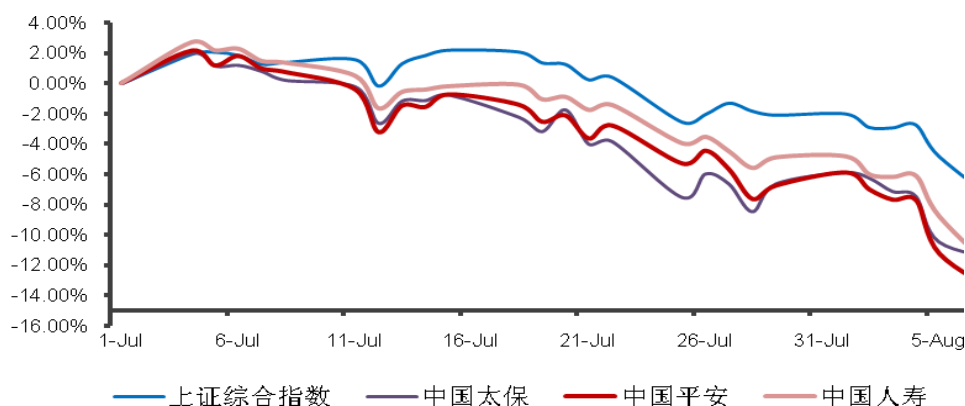
1. 走势回顾

7月至今保险股受累于大盘低迷走势，显示了较高的贝塔属性，上证综指下跌8.43%，太保、平安、国寿分别下跌11.79%，14.31%和13.32%。平安、太保和国寿的A-H股折价分别为-26.50%，-14.91%和-16.50%。其中中国人寿A股创下上市以来的新低。

近期股价下探主要是由于标普下调美国主权信用评级对整个亚太股市的负面影响；以中国财险和友邦保险为代表的H股近一周以来10%以上的大跌，也是由于香港投资者前期获利回吐所致，以上两个因素皆难以影响A股保险公司的基本面和发展前景，短时被动急跌正是为强力反弹蓄势。

本轮下跌之后，三家公司的隐含新业务倍数下探至历史最低水平，市场期待的反弹催化剂是即将公布的中期业绩，受益于产险利润的大幅增长，首推中国太保：中期业绩预计同比增长35%，9月份长险折现率翻转后弹性最大助其年度利润进一步释放；预计平安中期增长超过25%，平安产险净利润与去年同期比较会翻番。半年报业绩的稳定增长，为支撑保险股后市的翻身仗打好了基础。

图 1：7月至今保险股走势



资料来源：WIND，招商证券研发中心

2. 商业车险费率市场化点评

商业车险费率市场化进程加速，细则预计9月底前出台。

据报道，中国保险行业协会已经对商业车险产品费率市场化改革展开调研，按计划将在9月底前拿出相关细则，于2012年1月开始实施。消息传出后当天和第二天，中国财险港股分别下跌了3.7%和11.3%，而从今年3月17日的低点以来，中国财险至暴跌前已经累计上涨62.4%，港股投资者的见顶预期和同一时期欧美股市的大跌放大了该消息的负面影响。

据悉改革的大体思路是：合并目前市场上ABC三套商业车险产品，制定一个行业参考条款和纯风险保费，费率则根据各家保险公司的综合成本率（赔付率+费用率）而定。不过，符合相关条件的公司仍可独立开发条款和费率。

具备单独开发权的保险公司须具备以下条件：上年末综合成本率低于行业平均水平的保

险公司（综合成本率越低说明保险公司盈利能力越强），可以在行业参考条款的基础上适当增加保险责任，但不得减少保险责任；最近连续 3 个会计年度实现盈利，且最近连续 4 个季度偿付能力充足率高于 150%，且历年商业车险承保车辆数累计 100 万辆次以上的保险公司也可独立开发条款和费率。

因此预计从明年开始，商业车险的市场化将全面启动，但是启动之初仅从费用率开始，而损失风险保费仍然由行业统一划定，仅有平安、太保等少数资本金充足且综合成本率保持较低水平的大型产险公司才有资格完全独立的开发市场化产品。中国财险在 2010 年首次实现 2010 年底偿付能力充足率为 115%，今年一季度在 120% 左右，且发行在外的次级债（142 亿元）已经超过净资产（248 亿元）的 50%，因此在再融资之前，难以进入自主开发名单。因此绝大多数产险公司将仍然按照行业一致的示范条款和行业损失率拟定车险条款。中国保险行业协会曾于 2007 年牵头开发了车险示范条款，条款的统一标志着车险同价时代的到来。各家财险中介手续费率、品牌和服务的差异成为车险客户争夺的主要影响因素。本次市场化改革后预计将有新的示范条款和参考损失率推出。

从已经建立车险信息联网平台并试点费率市场化的深圳来看，保费价格有所下降，今年 3 月至 5 月，深圳车险的平均保单保费为 4768.39 元，比上年同期下降 4.64%，其中个人车单均保费 4554.87 元，同比下降 6%，团车单均保费 5376.23 元，同比下降 3.6%。

但另一方面，由于对客户对出险记录更为谨慎，也带来了理赔率的下降，个人车与团车出险报案率分别下降了 1.7% 与 3.3%，而理赔案件数特别是小额案件数降幅更为明显，2000 元以下案件较上年同期下降 11.5%，5000 元以下的则较同期下降 6.9%。两相比较，出险率下降与费率的下降相当，因此总体而言对盈利的影响并不大。

综合来看，对于 A 股上市的产险公司来讲是利好。主要是由于独立险种开发权的稀有性，平安和太保可以开发出创新产品，打破长期以来的同质化行业产品垄断，满足客户的个性化需求，找到新的盈利点。同时，本次改革采用循序渐进式的分批改革方式，也是监管层为了防止 2003 年~2005 年车险恶性竞争情况的重现，因此对于各公司的自定费率，预计保监会也会根据综合成本率和偿付能力水平进行挂钩式监管。

3. 重点公司推荐：主推太保、平安

中国太保：强烈推荐。中报利润增幅居上市险企之首；利润对折现率上行的敏感性最大，全年净利润增幅接近 40%。寿险转型及时，今年聚焦营销渠道，新保业务增长较快，同时加大信息平台建设，将电话和网络销售与服务作为未来的主要战略之一。传统险对折现率上行敏感利好。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。

中国平安：强烈推荐。与深发展的重组完成，银保合作潜力巨大，目前银行渠道保费占比最小，新规是相对利好。公司在个险渠道优势由于同业，全年仍将保持 20% 以上的增速。产险综合成本率继续下降，增速领先，全年利润可观。公司平台完善，“万佛朝宗”的综合金融计划纵深推进，平安证券、平安信托和平安银行、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。

中国人寿：审慎推荐。今年大力改善险种结构，主营长期首年期缴业务和内含价值较高的产品，业务向可持续增长转化。“十二五”时期以全面推进国际金融保险集团建设为新目标，股价距离前期高点的空间最大，板块中的估值优势显现。

二、月度保费前瞻

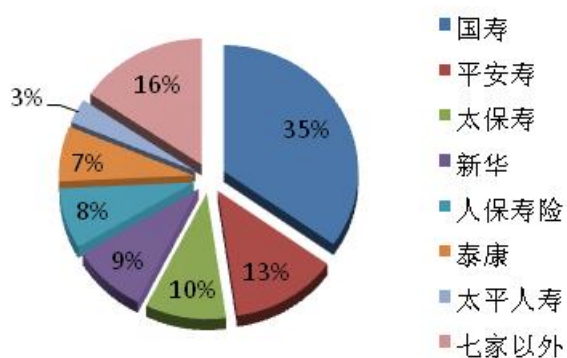
寿险：7、8月保费进入休整期，太保寿保持两位数增长。上半年个人代理渠道保费贡献占比上升到43%，三家寿险公司的个险新单数字在7月份均进入年内低点。国寿和平安寿单月新单约在17亿元左右，太保寿约6亿元。前两家同比出现负增长，太保寿险符合预期，保持两位数的增长速度。太保寿险总保费在7月虽然增速也有一定下滑，但前7个月的累计增速仍然保持在10%左右。

由于频繁加息带来的投资收益上升具有时滞性，占上半年市场销售额91.6%的分红险受储蓄类替代产品的竞争压力增大，同时各家分红险又比较相似，比如快速返还、现金或保额分红、意外保障等。另外由于保险产品高利润率转型和银保渠道尚未恢复增速等原因，预计8月寿险保费增速仍然保持低位。

产险：7月平安增35%，中期业绩翻番。上半年平安产险保费和利润均实现高增长，预计中期利润翻番。7份的产险市场依然由平安领先，预计单月保费同比增速保持在35%以上，全年增长超过32%。

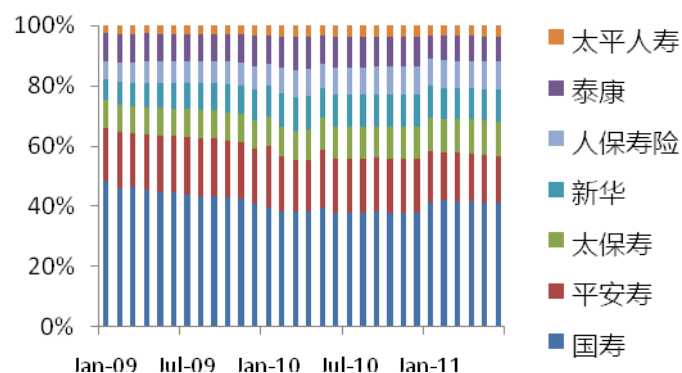
市场份额：人保系产寿险份额提高。6月保险市场竞争继续升级，寿险业国寿和太保市场份额环比分别上升5BP和3BP，平安下降53BP，人保寿险在今年取代泰康成为第四大保费收入公司之后表现强劲，6月份份额环比上升21BP，是前几家公司中涨幅最大的，该公司在上半年实现累计盈亏平衡，取得了五年内打平的好成绩（人身险公司从开业到盈亏平衡一般需要7至9年时间）。前七大寿险公司以外的中小公司市场份额上升20BP。产险方面人保财险环比上升13BP，平安和太保各降低35BP，前三家意外的产险公司份额上升57BP。

图 2：六月寿险市场份额（%）



资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 3：主要寿险公司市场份额变化



资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 4: 产险市场累计总保费

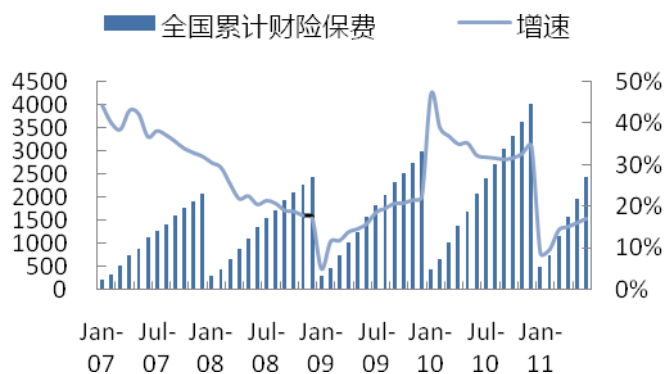
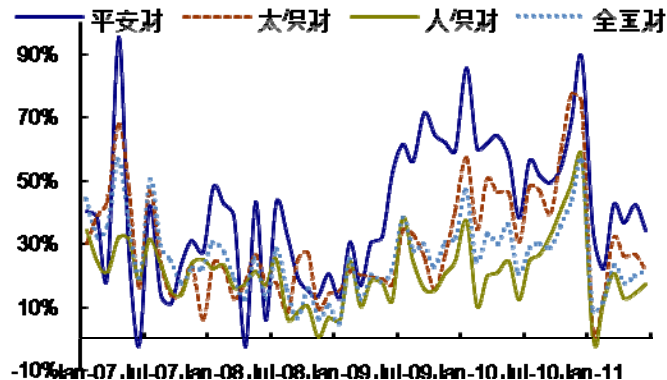


图 5: 主要产险公司单月保费收入增速



资料来源: CIRC、招商证券研发中心资料来源: CIRC、招商证券研发中心

图 6: 四月产险市场份额 (%)

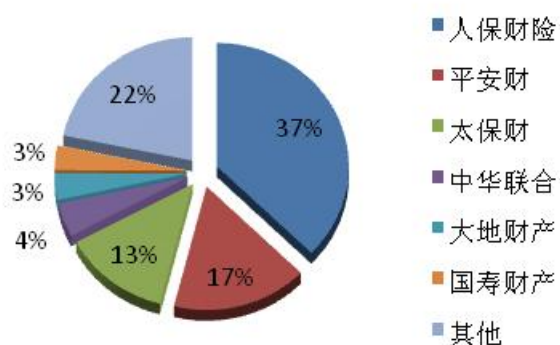
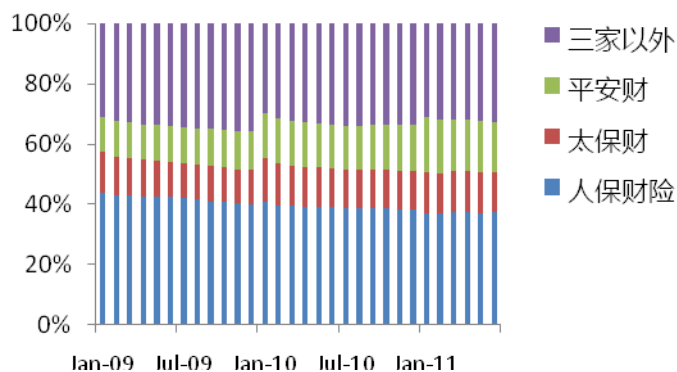


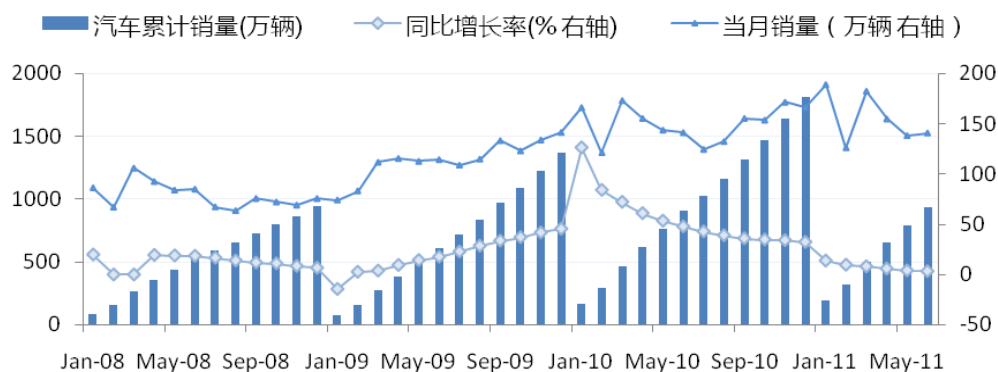
图 7: 主要产险公司市场份额变化



资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 8: 去年主要保险市场排名 (6 月)



资料来源: 瑞士再保险, 招商证券研发中心

三、保险资产

六月保险业总资产增长 3825 亿元，创六年来的单月最高增幅，上半年总资产同比增长 27.0%，投资资产、银行存款和债券投资分别同比增长 18.8%、39.0%和 21.4%，权益类投资上半年则同比下降 16%，6 月单月减少 711 亿元。

根据中债网披露的数据，7 月份保险机构债券托管量剧减 493.39 亿元，达 2008 以来单月持有量减少之最，主要减持品种为企业债和商业银行债，二者分别减少 262.14 亿和 137.05 亿，另外中期票据减少 55.76 亿，政策性金融债减少 49.35 亿。

6 月份保险机构单月债券增持量刚刚创出年内新高，7 月就掉头创新低，是因为 6 月份商业银行债密集发行约 1000 亿元，保险公司作为该券种历来的主要买方大笔增持 896.15 亿元；而 7 月中证全债指数下跌 0.85%，债市连续两月的下跌使得险资对债券投资更加谨慎。另一方面，4 月和 7 月两次加息之后，五年以上定期存款利率已经达到 5.5%，银行协议存款优势更加明显，六月份保险公司银行存款单月增加 2149.36 亿元，创 2005 年以来的最高值，在投资资产中的占比环比提高 2.71 个 PT 达到 33.9%；权益类和债券类投资占比环比分别下降 1.19PT 和 2.02PT。

图 9：总资产月度变动和同比增速



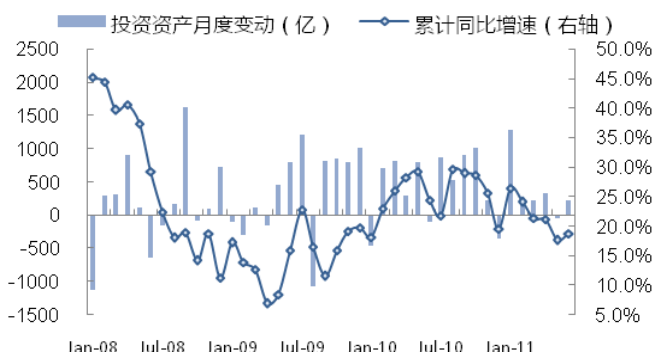
资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 10：银行存款



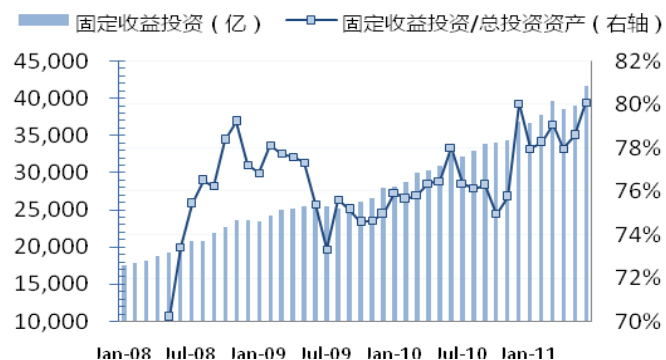
资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 11：保险投资资产（不含银行存款）



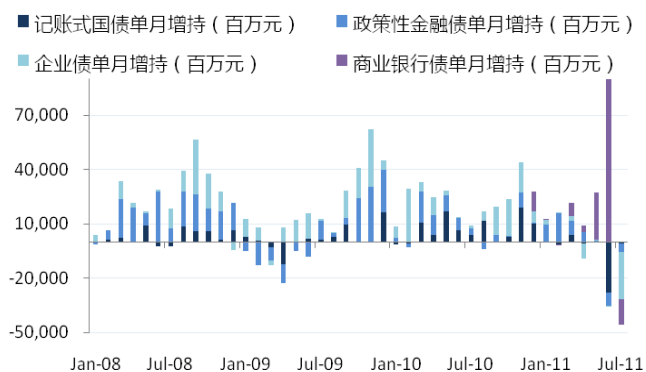
资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 12：固定收益类投资



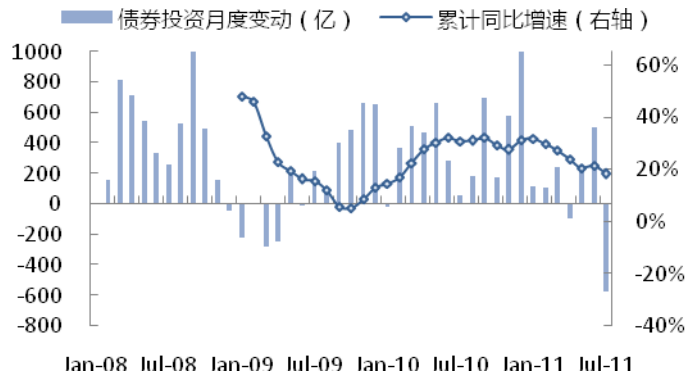
资料来源：中债网，招商证券研发中心

图 13: 债券分种类单月增持额



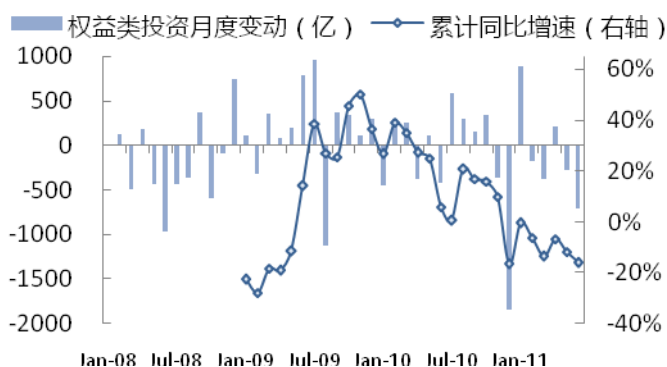
资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 14: 债券投资 (更新至 7 月)



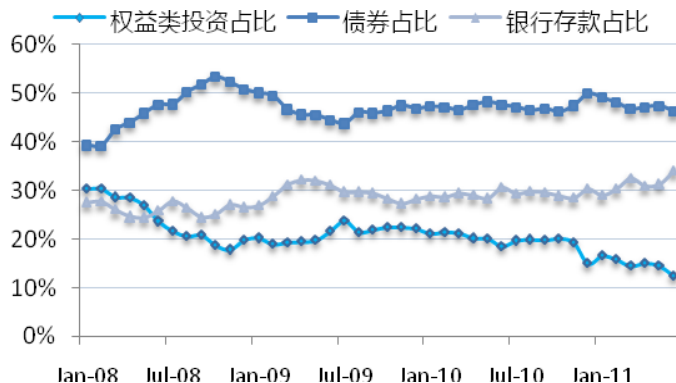
资料来源: 中债网, 招商证券研发中心

图 15: 股权类投资资产



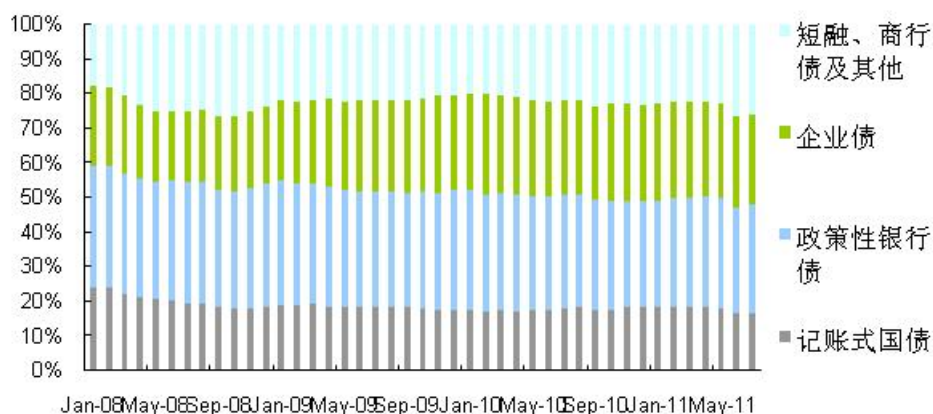
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

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

图 17: 保险机构债券投资结构



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

四、市场收益率

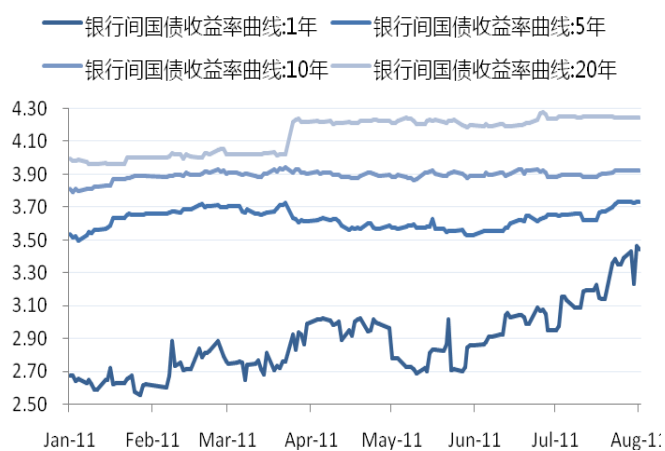
1. 债券市场收益率

7月份由于公开市场净回笼,以及日均存贷比考核、加息预期强烈和实现等原因的影响,货币市场较为紧张,保险投资的短期债券收益率继续大幅上升。一年期的国债、3A级企业债、政策性金融债的收益率上升48BP, 78BP, 44BP, 三年期AA+级商业银行次级债收益率上行44BP。由于对云南城投债偿债能力和铁路等公共设施建设债券的担忧等原因,1年期企业债收益率上升幅度在各券种中最高,达到78BP,在7月下旬曾经超越5年期收益率。

长期限的信用债收益率也有不同程度的上升:5年到20年的企业债上升在23BP到30BP之间;10年和20年的商业银行次级债分别上升17BP和24BP;利率债中政策性金融债上升更多:5年到20年间上升32BP到26BP;5年和10年国债分别仅上升8BP和4BP。

7月收益率上行之后,债券收益率已经隐含加息预期,预计8月份继续上升概率很小,特别是短期债收益率将有所回落,债券持有量价值有望止跌回升。

图 18: 银行间固定利率国债收益率



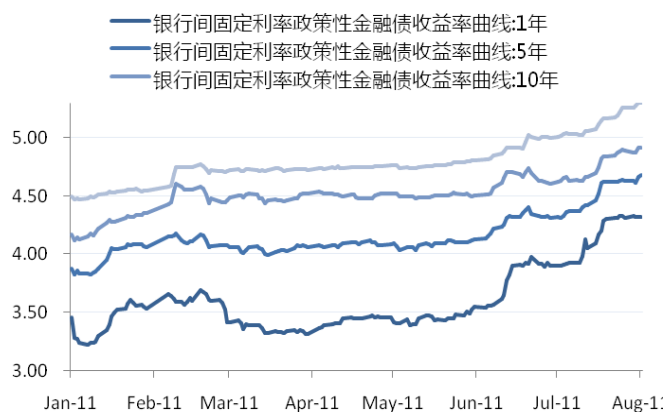
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 19: 银行间固定利率企业债收益率变化



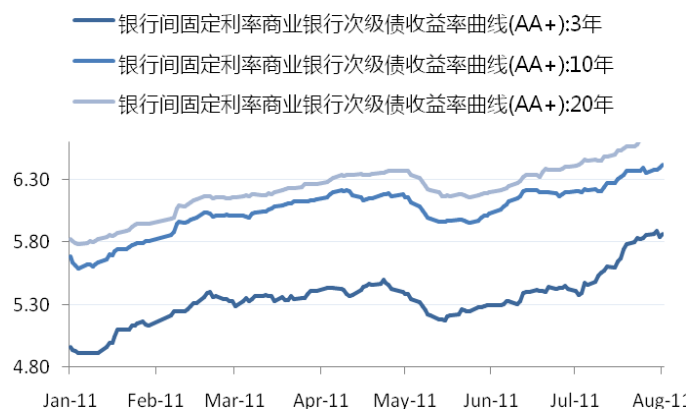
资料来源: WIND, 招商证券研发中心注: 以 2010-12-31 为基准

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: 商业银行债收益率



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

2. 投资性险种收益率

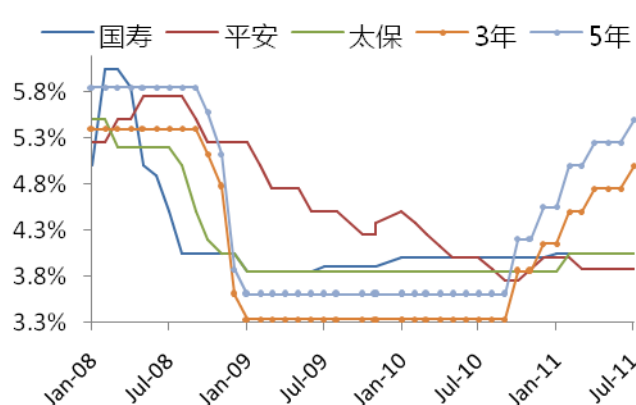
7月7日央行年内第三次宣布加息,一年、三年、五年期定存利率分别达到了3.5%, 4.4%, 5.0%; 万能险收益率继续承压。7月份除生命人寿之外的其他各大保险公司的主要万能险结算利率均没有上调, 生命人寿上调0.1个百分点到达4.10%, 在主要险企中仅次于人保寿和泰康。自三月份以来, 三大寿险公司结算利率均保持不变, 在整个行业的产品导向和会计准则导向均回归保障的形势下, 万能险在短期内难以振兴。

图 22: 主要保险公司 7 月、12 月结算利率对比



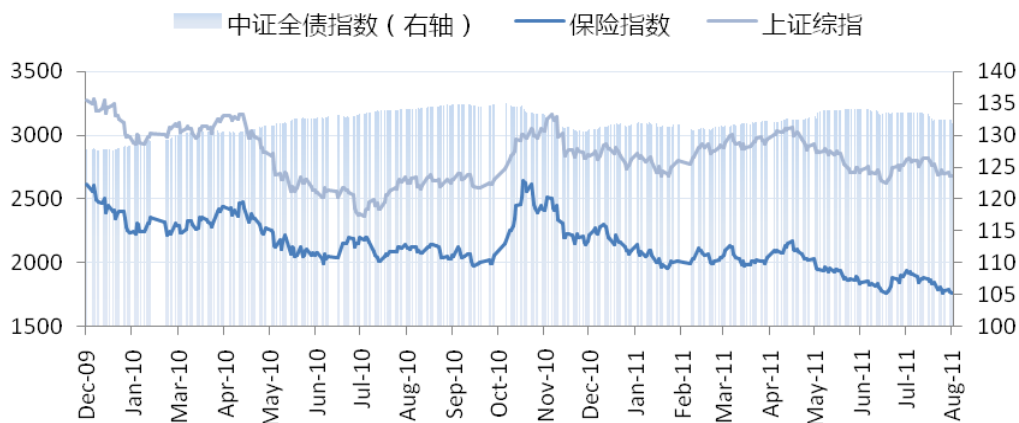
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 23: 万能险利率与 3-5 年期定期存款利率对比



资料来源: 公司公告, 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

图 25: 保险行业历史PEBand

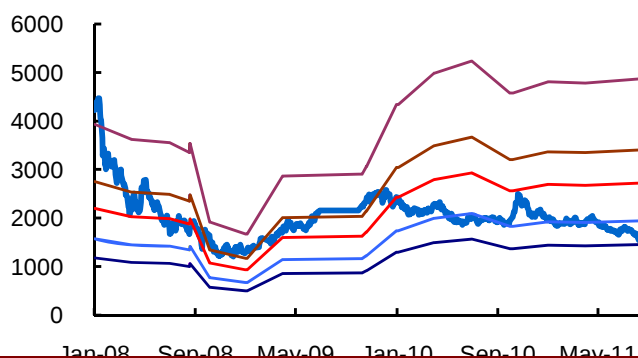
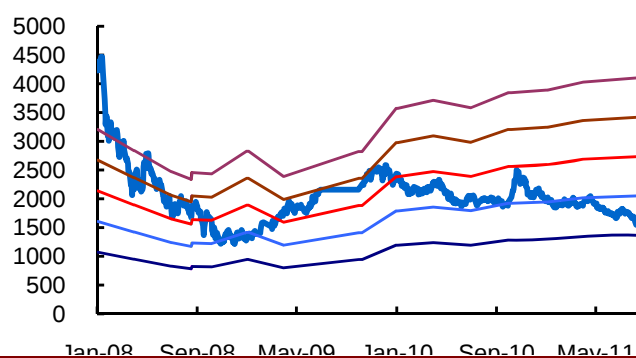


图 26: 保险行业历史PBBand



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	1.94	1.56	1.28	1.11
隐含新业务倍数	12.3	7.2	3.7	1.4
市盈率	21.7	18.1	15.5	13.2
市净率	3.5	2.8	2.8	2.5

每股数据				
每股净资产	11.57	14.66	14.86	16.48
每股内含价值	21.14	26.29	32.01	36.79
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	3.11

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%	24%

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	217	265
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	5,833
总资产	9,357	11,716	13,521	15,278
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	6,594
总负债	8,440	10,547	12,344	13,974
股东权益	850	1,120	1,176	1,304

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	1.70	1.54	1.38	1.23
隐含新业务倍数	13.9	9.8	6.3	3.6
市盈率	22.8	19.9	14.1	12.5
市净率	2.2	2.1	1.9	1.7

每股数据				
每股净资产	8.80	9.34	10.27	11.30
每股内含价值	11.60	12.80	14.36	16.08
每股一年新业务价值	0.59	0.71	0.86	1.01
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%	17%	17%

寿险业务				
保费收入增长	-6%	42%	15%	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%	30%	30%
新业务价值增长	37%	22%	21%	18%

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	5,233	5,730
保险与投资承保负债	3,043	3,749	4,120	4,507
其他负债	172	192	216	236
总负债	3,215	3,942	4,336	4,743
归属于母公司股东权益	747	803	884	972

寿险				
保费收入	620	879	132	154
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	1.60	1.53	1.38	1.21
隐含新业务倍数	9.7	8.0	5.7	3.1
市盈率	13.9	13.6	12.4	11.3
市净率	2.2	2.2	2.0	1.8

每股数据				
每股净资产	7.47	7.38	8.07	9.07
每股内含价值	10.09	10.55	11.67	13.32
每股一年新业务价值	0.63	0.70	0.79	0.91
每股盈利	1.16	1.19	1.30	1.43

盈利增长因素				
毛保费增长	-7%	15%	10%	15%
净赚保费增长	-7%	16%	10%	15%
营业及管理费用	11%	10%	9%	10%
理赔支出	-9%	-9%	13%	12%
承保利润	-33%	8%	-32%	31%
投资收益	18%	9%	18%	10%
税前利润	431%	-2%	9%	10%
净利润	227%	2%	9%	10%

主营业务比例				
营业费用/总保费	7%	7%	7%	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%	20%	19%

寿险业务				
保费收入增长	4%	16%	10%	17%
个人保险增长	4%	16%	10%	18%
团体保险增长	-44%	150%	14%	11%
短期险种增长	4%	13%	7%	2%
APE	514	645	721	816
APE 增速	-3%	25%	12%	13%
新业务利润率	34%	31%	31%	31%
新业务价值增长	27%	12%	12%	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	2,760	3,182	3,501	4,026
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	3,499	4,024
营业及管理费用	204	225	246	271
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	193	253
投资收益	628	683	806	886
其他收益	25	26	-70	-50
税前利润	417	410	448	493
净利润	330	338	369	406
归属于股东利润	329	336	367	404

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	1,238
总资产	12,263	14,106	15,078	16,511
保险与投资承保负债	9,899	11,759	12,562	13,666
其他负债	235	242	234	282
总负债	10,135	12,001	12,796	13,948
归属于股东的股东权益	2,111	2,087	2,282	2,563

寿险				
保费收入	2,751	3,182	3,496	4,089
个人保险	2,617	3,028	3,331	3,920
团体保险	2	5	5	6
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		0.0	0.0			5,314	12.2	
	安宝保险	11.5	11.9	10.8	3.0	11,809	7,462	27.3	-15.5
加拿大	MANULIFEFINANCIAL		9.1	8.1	1.1	25,671	36,662	1.3	-14.6
	POWERFINANCIAL	11.9	11.1	9.6	1.8	19,525	32,427	14.0	-6.9
	GREAT-WEASTLIFE	11.5	11.4	10.0	2.0	22,196	29,998	15.3	-6.7
	SUNLIFEFINANCIAL	8.4	9.4	8.7	0.9	15,010	24,640	10.1	-10.3
欧洲	CNPASSURANCES	7.5	7.0	6.5	0.8	7,501	43,406	10.1	-12.8
	ING	7.5	4.9	4.7	0.6	27,346	109,674	9.8	-15.0
英国	保诚保险	11.5	10.8	9.7	2.1	16,701	47,646	17.3	-10.5
	英国耆卫保险		7.1	6.4	0.8	6,661	21,574	9.9	-12.0
	LEGAL&NENERAL GROUP PLC		7.8	7.4	1.3	6,235	38,440	15.9	-13.8
	标准人寿	9.8	12.9	11.3	1.1	4,428	18,569	8.3	-9.9
日本	T&DHOLDINGS INC	26.8	15.9	14.7	1.0	640,591	1,878,801	5.9	-7.6
	SONYFINANCIAL HOLDINGS	15.1	18.2	15.6	2.1	629,010	573,937	19.6	-4.7
台湾	国泰金融控股	39.5	28.8	21.5	2.3	435,015	1,180	4.5	-3.1
	新光金融控股		17.0	14.4	1.0	104,611	6,774	3.1	-3.9
	台湾人寿	15.3			2.0	22,659	21,446		-1.5
	中国人寿（台湾）	22.6	16.5	14.5	2.4	89,283	51,757	11.7	10.2
美国	大都会	9.8	7.6	6.7	0.8	41,700	52,717	9.9	-9.4
	保德信	7.6	8.5	7.3	0.9	27,850	38,414	10.6	-11.4
	美国家庭人寿保险	7.5	7.1	6.9	1.7	20,981	20,732	26.6	-3.5
	UNUMGROUP	8.8	8.2	7.4	0.8	7,501	10,193	10.6	-6.4
	PRINCIPALFINANCIAL GROUP	10.1	9.3	8.1	0.9	8,774	9,159	9.7	-9.4
	CONSECO INC	21.1	9.7	8.8	0.4	1,786	4,084	4.6	-8.8
	TORCHMARK CORP	10.5	8.4	7.5	1.1	4,445	3,368	13.5	-9.8
	STANCORPFINANCIAL GROUP	8.3	10.8	8.1	0.8	1,450	2,765	12.7	-23.4
	LINCOLN NATIONAL GROUP	7.0	6.2	6.0	0.6	7,853	10,407	8.8	-12.2
	DELPHIFINANCIAL GROUP-CLAI	7.1	7.0	6.5	0.8	1,406	1,745	12.6	-14.0
	PROTECTIVELIFE CORP	6.8	6.8	5.9	0.5	1,763	3,098	8.3	-11.4
	AIG		7.6	8.6	0.6	53,469	77,301	3.3	-5.8

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(FINANCIALTIMES)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。