

2011 年保险行业中报对比解析

研究结论:

● 2011 年保险行业中报呈现以下几个特点

- 虽保费收入增速趋缓,但价值增长不慢
- 净利润增长超预期,产险对集团利润拉升贡献加大
- 投资净值增长不乐观,净值增长率在 1.3%左右
- ROE 水平较低平,内生解决偿付问题有压力

● 看好行业:价值增长未受业务下滑影响

- 虽然上半年受银行渠道保费急剧下降影响,行业保费增长大幅下降,市场颇多担忧。平安、太保新业务价值增长仍保持了 18% 的快速增长,说明上半年各家公司聚焦个险的策略已初见成效,个人渠道强劲的增长以及新业务边际利润率的改善,有力弥补了银行业务下滑对价值增长的负面影响。

● 首选平安:优势明显

- 强大高效的个人代理渠道
平安在个险业务占比、首年期缴保费占比、边际利润率等寿险核心业务指标方面均远超同业;营销员人均产能达到 10,477 元/月,高于行业平均水平 5 倍左右,充分显示了平安代理人的战斗力。
- 抢先一步的新渠道拓展先机
在其他各家仍在投入摸索之际,平安已经开始了收获。这也是今年上半年新车销售增速急剧下降,平安车险借助电销渠道,仍然 34% 的远超行业水平的增长。
- 收购深发展对保险业务发展意义深远

而从发达国家经验来看,银行渠道是保险公司销售个人保险产品的重要渠道。未来掌控银行渠道的保险公司,潜在的优势自不待言。

● 平安员工股减持,心理承压大于实际压力

2010 年下半年平安员工股共减持近 1.5 亿股,而平安去年下半年股价走势强于沪深 300 以及同业另二家保险公司。这就说明市场认可平安未来的业绩增长,并且认为利好的一面可以消化减持的负面影响。今年在业务增速下滑、投资业绩难以提振等负面信号影响下,市场似乎将员工股减持的压力无限放大。

投资建议: 维持行业“看好”评级,维持平安和太保买入评级,国寿增持评级。

主要风险: 营销新业务增速低于市场预期, AFS 浮亏进一步扩大



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860209120209

联系人

陈红霞

8621-63325888 × 6083

chenhongxia@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

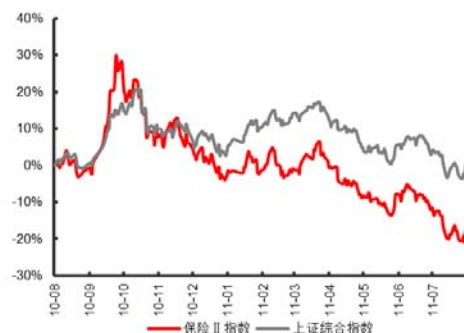
行业

保险

报告发布日期

2011 年 8 月 31 日

股价表现



重点公司盈利预测及投资评级

EPS	10A	11E	12E	股价	评级
中国人寿	1.19	1.28	1.37	16.2	增持
中国平安	2.26	3.08	3.81	41.0	买入
中国太保	1.00	1.47	1.75	20.9	买入

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

目 录

1 总体财务表现对比	3
2 寿险价值增长对比	4
3 投资能力对比	8
4 研究结论	9
图 1 平安寿险首年规模保费渠道构成	5
图 2 太保寿险首年保费渠道构成	5
图 3 国寿首年保费渠道构成	6
图 4 平安寿险首年规模保费缴费结构	6
图 5 太保寿险首年保费缴费结构	7
图 6 国寿首年保费缴费结构	7
图 7 三家保险股 2010 年股价走势	11
表 1 主要财务指标对比	3
表 2 上半年寿险新业务价值（扣除偿付能力额度）	4
表 3 总投资收益率对比（太保口径）	8
表 4 投资净值增长率对比	9
附表：财务报表预测与比率分析（中国人寿）	12
附表：财务报表预测与比率分析（中国平安）	13
附表：财务报表预测与比率分析（中国太保）	14

1 总体财务表现对比

表 1 主要财务指标对比

单位：百万元

	平安		太保		国寿	
	2011H	2010H/2010Y	2011H	2010H/2010Y	2011H	2010H/2010Y
总量指标						
总资产	1,310,064	1,171,627	537,223	475,711	1,546,891	1,410,579
增长率	11.8%		12.9%		9.7%	
净资产（还原增资、分红因素）	118,200	112,030	82,819	80,297	208,357	208,710
增长率	5.5%		3.1%		-0.2%	
保险业务收入	116,080	85,079	86,875	76,066	195,490	183,614
增长率	36.4%		14.2%		6.5%	
净利润	12,757	9,611	5,482	4,019	12,964	18,034
增长率	32.7%		36.4%		-28.1%	
综合收益	9,228	6,398	2,523	-670	-353	452
增长率	44.2%		-476.6%		-178.1%	
加权平均净资产收益率	10.9%	10.6%	7.2%	5.2%	6.2%	8.5%
每股指标						
每股收益	1.67	1.30	0.64	0.47	0.46	0.64
每股净资产	16.97	14.66	9.28	9.34	6.97	7.38

资料来源：公司定期报告（注：1、归属于母公司口径；2、太保净利润为扣除非经常损益后）

2011 年上半年整个行业财务表现方面呈现出几个特点：

1、 保费收入增速趋缓

业内龙头企业国寿业务仅增长 6.5%，业务规模弹性最大的太保增长 14.2%，平安则取得了 36.4%的三家之首的增长，主要受益于二个因素：1）业内最高的续期业务平台（平安续期保费占总保费 58.6%，国寿、太保 43.2%，44.4%）；2）万能险占比下降导致保费确认率提升。

2、 净利润增长超预期

产险对集团利润拉升贡献加大，太保和平安的净利润增长均超市场预期达到 30%以上。平安的净利润首次与中国人寿站在同一平台。

国寿则由于仅有寿险业务，且保费收入增长缓慢，业务支出却快速增长，加上减值损失大幅增加，最终导致净利润下滑 28.1%。

3、 综合收益表现平平，净资产基本未增长

相对于净利润而言，考虑了净资产变动的综合收益更能全面反映公司的实际业绩。平安的优势则与另二家拉开，国寿综合收益缩水为负数。

受 A 类资产浮亏影响，整个行业净资产增长均处于较低水平，平安由于资产中浮亏相对较少以及利润增长较快，最终取得了 5.5%的领先增长。

4、 股东回报水平低于银行、券商平均水平

平安自 2009 年以来，一直保持了上市三家公司中 ROE 最高水平，今年上半年 10.9%。

太保、国寿的 ROE 在 6%-7%的水平。

2 寿险价值增长对比

表 2 上半年寿险新业务价值（扣除偿付能力额度）

单位：百万元

	平安	太保	国寿
上半年新业务价值			
2011H	10,148	3,830	12,186
2010H	8,603	3,238	11,548
增长率	18.0%	18.3%	5.5%
首年保费			
2011H	46,610	30,353	111,103
2010H	45,297	32,091	111,576
增长率	2.9%	-5.4%	-0.4%
边际利润率			
2011H	21.8%	12.6%	11.0%
2010H	19.0%	10.1%	10.3%
增长率	14.6%	25.1%	6.0%

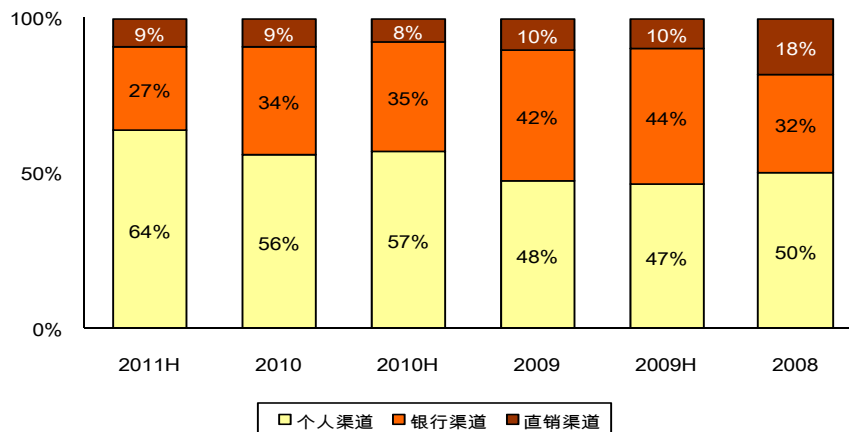
资料来源：公司定期报告，东方证券研究所

平安边际利润率遥遥领先于同业，今年上半年达到 21.8%，高于另二家近二倍的水平。

主要是平安在边际利润率高的个人代理渠道优势相当明显，原因有二：1、首年保费中，平安个人渠道保费占比达到 64%，远超太保和国寿的 21%水平；2、首年保费中期缴占比高达 50%以上，而太保和国寿均在 30%左右。

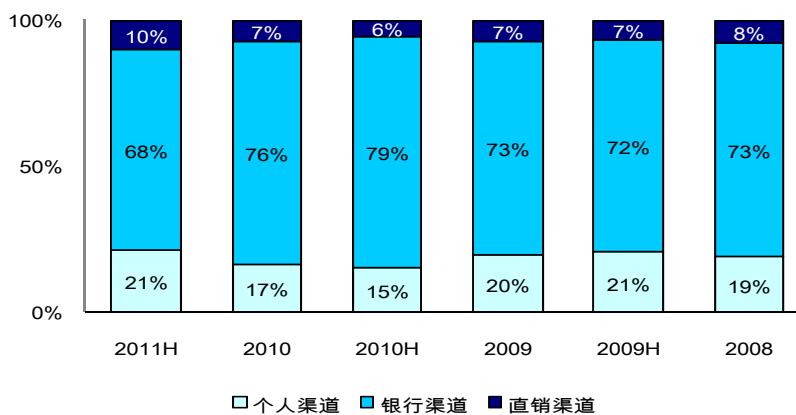
首年保费渠道构成对比：

图1 平安寿险首年规模保费渠道构成



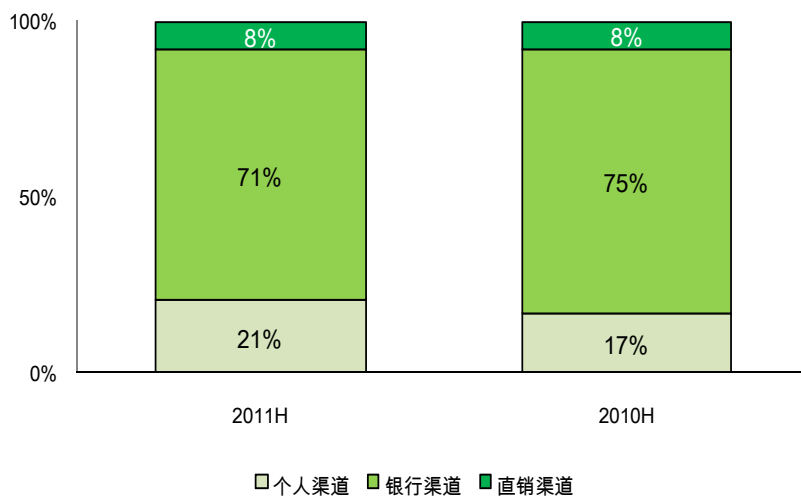
资料来源：公司定期报告

图2 太保寿险首年保费渠道构成



资料来源：公司定期报告

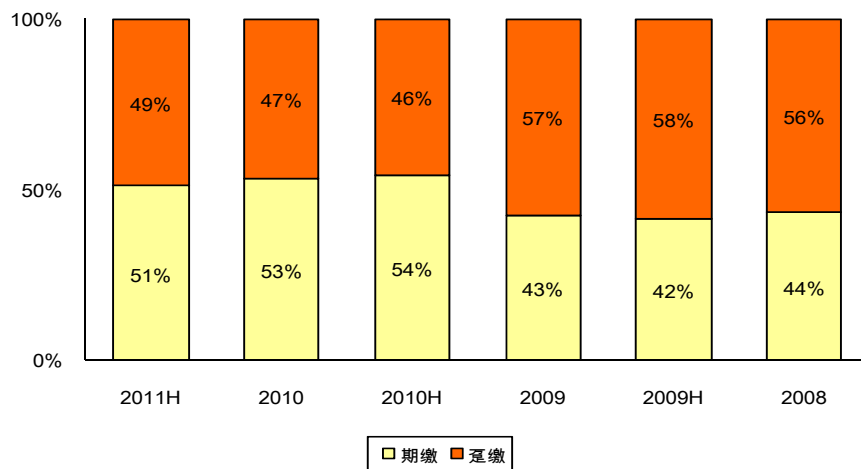
图 3 国寿首年保费渠道构成



资料来源：公司定期报告（国寿 2011 中报首次披露分渠道数据，仅有二年对比数据）

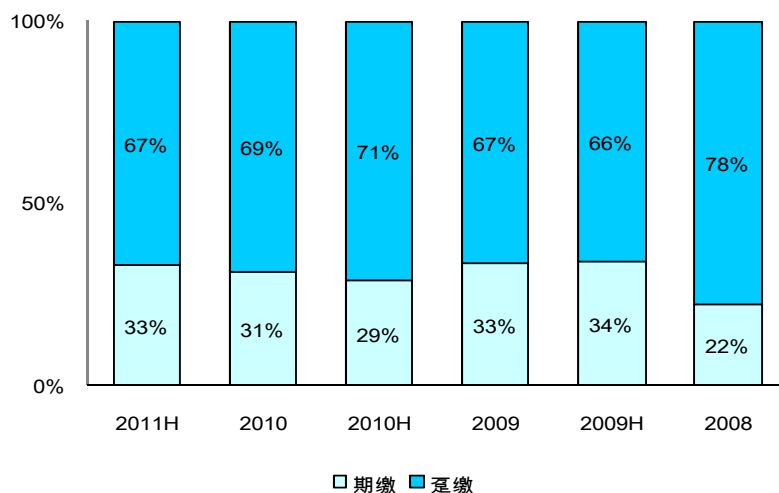
首年保费缴费结构对比：

图 4 平安寿险首年规模保费缴费结构



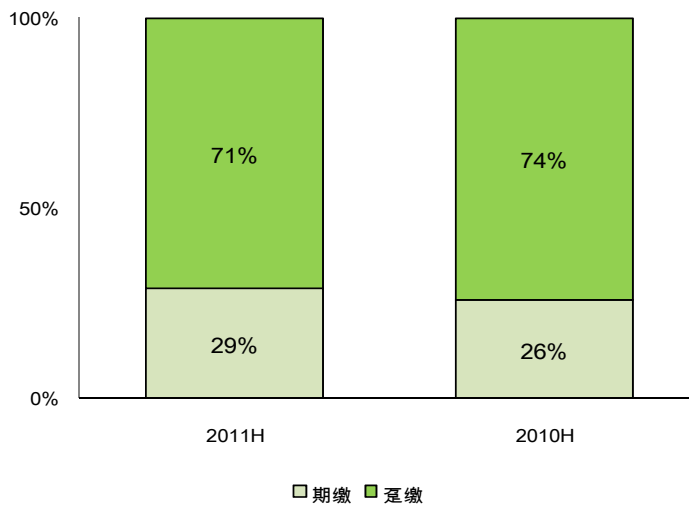
资料来源：公司定期报告

图5 太保寿险首年保费缴费结构



资料来源：公司定期报告

图6 国寿首年保费缴费结构



资料来源：公司定期报告（国寿 2011 中报首次披露分渠道数据，仅有二年对比数据）

太保由于业务规模在三家中最小，增长空间和弹性大，新业务价值增长、边际利润率改善幅度均居三家之首，而庞大的国寿在增长及边际利润率方面均逊于另二家。

3 投资能力对比

三家保险公司投资收益计算口径有如下差异：

1、 年化方法不同

国寿是简单乘以二，平安和太保则是仅将定息资产利息乘以二；

2、 平均投资资产不同

平安采用 Modified Dietz 方法计算（即时间加权法），国寿和太保用期初期末简单平均计算。

3、 其他口径差异

此外三家公司在计算投资收益率时，分子分母在是否包括卖出回购证券、联营合营企业相关的资产及收益方面也有差异。

从可获取的公司披露信息角度考虑，我们按照太保口径对三家公司均计算投资收益率的分子分母均进行口径统一，并按统一后的投资资产、投资收益口径对比总投资收益率、投资净值增长率：

表 3 总投资收益率对比（太保口径）

总投资收益率		2011H	2010	2009	2008
太保	太保口径（未年化）	2.39%	5.31%	6.25%	2.94%
国寿	定期报告披露（年化）	4.50%	5.11%	5.78%	3.48%
	太保口径（未年化）	2.34%	5.36%	5.98%	3.52%
平安	定期报告披露（年化）	4.20%	4.90%	6.40%	-1.70%
	太保口径（未年化）	2.18%	4.67%	6.13%	-1.83%

资料来源：公司定期报告，东方证券研究所（平安数据仅包括保险资金投资组合）

表 4 投资净值增长率对比（太保口径）

投资净值增长		中国太保		
		2011H	2010	2009
A	总投资收益	10,648	20,742	19,306
B	AFS资产浮盈亏变动	-4,954	-4,242	3,115
C=A+B	净值增长额	5,694	16,500	22,421
D	平均投资资产	445,472	390,727	318,636
E=C/D	净值增长额/平均投资资产	1.28%	4.22%	7.04%

投资净值增长		中国平安		
		2011H	2010	2009
A	总投资收益	15,776	29,252	30,545
B	AFS资产浮盈亏变动	-5,973	-6,141	7,277
C=A+B	净值增长额	9,803	23,111	37,822
D	平均投资资产	723,821	626,214	498,667
E=C/D	净值增长额/平均投资资产	1.35%	3.69%	7.58%

投资净值增长		中国人寿		
		2011H	2010	2009
A	总投资收益	32,363	66,450	62,182
B	AFS资产浮盈亏变动	-20,145	-29,429	18,430
C=A+B	净值增长额	12,218	37,021	80,612
D	平均投资资产	1,380,941	1,240,499	1,040,451
E=C/D	净值增长额/平均投资资产	0.88%	2.98%	7.75%

资料来源：公司定期报告、东方证券研究所（平安数据仅包括保险资金投资组合）

从总投资收益率还原结果来看，国寿、太保未年化的投资收益率高于平安，这可能与公司是实现还是在帐上捂住浮亏的策略有关。通过对比投资净值增长，更能看明白。

在考虑了 AFS 资产浮盈浮亏后，受大盘波动影响，三家公司近二年来投资净值一直在下降，尤其是国寿下滑厉害，从 09 年的 7.75%，一路滑到 2011 年中期的 0.88%。

为什么看不到保险公司投资收益爆发式增长？保险资金的投资目标不同于公募基金等理财渠道，保证资金的安全以履行长达 20-30 年以上的偿付责任是保险投资的首要目标，因此投资收益率超越保单负债成本是第一目标，在稳健的大前提下追求相对收益的提升。不能简单从投资收益率与其他理财收益的比较来判定保险公司投资能力差。

4 研究结论

1、价值增长未受业务下滑影响

虽然上半年受银行渠道保费急剧下降影响，各公司保费增长大幅下降，市场对保险公司的增长颇多担忧。从已经披露的中报来看，平安和太保新业务价值增长仍然保持了 18% 的快速增长。这也说

明了现阶段地位不对等的银保合作模式下,银保业务只是撑份额的手段,在价值贡献中的占比很低,真正的价值增长来自个人代理渠道。

而且上半年各家公司聚焦个险的策略已初见成效,个人渠道强劲的增长以及新业务边际利润率的改善,有力的弥补了银行渠道业务下滑对新业务价值的负面影响。

2、首选平安, 平安优势明显

平安寿险去年提出“超人计划”,在诱人的业务超额奖励刺激下,业务快速增长,去年同期个险新保期缴增长 57%,而今年受增员难以及货币从紧的宏观环境影响,保险销售难度加大,个险业务在去年高同比的基础上,增长表现不佳。但这些暂时的增速放缓掩盖不了平安的强大优势:

- 强大高效的个人代理渠道

平安在个险业务占比、首年期缴保费占比、边际利润率等寿险核心业务指标方面均远超同业;营销员人均产能达到 10,477 元/月,高于行业平均水平 5 倍左右,充分显示了平安代理人的战斗力。

- 抢先一步的新渠道拓展先机

在当前不利的外部环境制约下,为寻求业务增长的突破点,各家产寿险公司都在考虑拓展传统渠道之外的低成本销售渠道。而中国平安早在 2007 年就开始布局电话销售策略,在其他各家仍在投入摸索之际,平安已经开始了收获。这也是今年上半年新车销售增速急剧下降,平安车险借助电销渠道,仍然 34%的远超行业水平的增长。

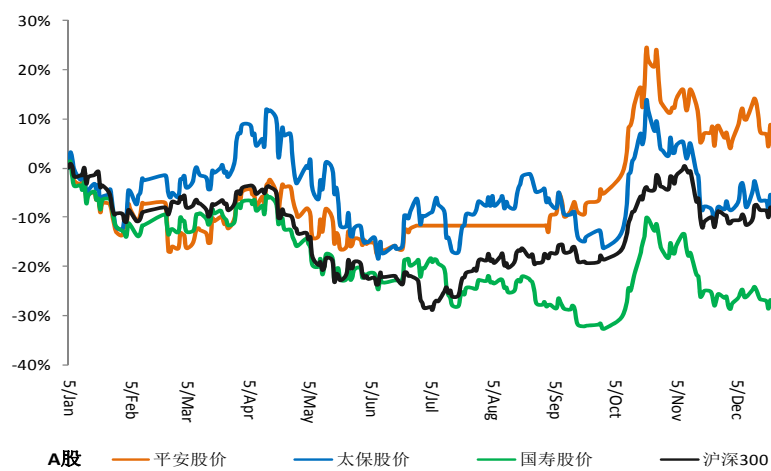
- 收购深发展对保险业务发展意义深远

我们以前的研究报告里提到过,在当前银行绝对优势地位下,银保合作对于保险公司来说就是挤压利润换取市场份额。而从发达国家经验来看, **银行渠道是保险公司销售个人保险产品的重要渠道。未来掌控银行渠道的保险公司,潜在的优势自不待言。**

3、平安员工股减持,心理承压大于实际压力

2010 年下半年平安员工股共减持近 1.5 亿股,而从去年三家保险股股价走势来看,平安下半年走势强于沪深 300 以及同业另二家保险公司。这就说明市场认可平安未来的业绩增长,并且认为利好的一面可以消化减持的负面影响。今年在业务增速下滑、投资业绩难以提振等负面信号影响下,市场似乎将员工股减持的压力无限放大。

图 7 三家保险股 2010 年股价走势



资料来源：WIND 资讯

附表：财务报表预测与比率分析（中国人寿）

损益表（人民币百万元，元/股）					内含价值预测表（人民币百万元，元/股）				
	2,009	2010	2011E	2012E		2,009	2010	2011E	2012E
已赚保费	275,077	318,088	362,212	410,629	寿险期初内含价值	240,087	285,229	298,099	333,896
总投资收益	62,248	68,056	79,324	93,550	本期新业务价值	17,713	19,839	22,219	24,885
银行业务净利息差					内含价值预期回报	21,123	23,922	26,700	30,442
非保险业务手续费					投资回报差异	19,590	(9,297)	(1,610)	(6,655)
其他业务收入	2,534	2,647	2,549	2,557	其他差异	(6,784)	(1,809)	(206)	(243)
收入合计	339,859	388,791	444,084	506,736	资本注入	0	0	0	0
退保金	(23,320)	(25,714)	(32,037)	(37,829)	股东股息	(6,500)	(19,785)	(11,306)	(11,306)
赔付支出	(59,201)	(53,904)	(81,330)	(96,035)	寿险期末内含价值	285,229	298,099	333,896	371,019
提取保险准备金	(154,517)	(200,014)	(214,822)	(244,052)	其他业务期末净资产	0	0	0	0
保单红利支出	(14,487)	(13,224)	(15,491)	(18,905)	少数股东权益	0	0	0	0
保险业务手续费佣金	(22,936)	(27,256)	(24,824)	(27,740)	集团期末内含价值	285,229	298,099	333,896	371,019
业务及管理费	(19,255)	(20,884)	(23,390)	(26,197)					
其他业务成本	(4,281)	(6,784)	(4,679)	(4,881)	估值指标				
支出合计	(297,997)	(347,780)	(396,572)	(455,639)		2,009	2010	2011E	2012E
营业利润	41,862	41,011	47,513	51,097	P/EV	1.6	1.5	1.4	1.2
营业外收入/支出	(117)	(3)	3	(4)	隐含新业务倍数	9.3	7.7	5.3	3.2
利润总额	41,745	41,008	47,516	51,093	PE	13.7	13.4	12.5	11.6
所得税	(8,709)	(7,197)	(10,929)	(11,751)	PB	2.1	2.2	1.9	1.7
净利润	33,036	33,811	36,587	39,342	每股数据（元/股）				
少数股东权益	155	185	549	590		2,009	2010	2011E	2012E
母公司股东净利润	32,881	33,626	36,039	38,752	每股寿险内含价值	10.09	10.55	11.81	13.13
资产负债表（人民币百万元）					每股 NBV	0.63	0.70	0.79	0.70
	2,009	2010	2011E	2012E	每股集团 EV	10.09	10.55	11.81	13.13
投资资产	1,172,093	1,357,053	1,610,208	1,901,353	每股收益	1.16	1.19	1.28	1.37
其他资产	54,164	53,526	56,738	60,142	每股净资产	7.47	7.38	8.47	9.46
资产合计	1,226,257	1,410,579	1,666,945	1,961,495	每股股利	0.70	0.40	0.40	0.40
保户储金及投资款	67,274	70,087	74,993	80,243	股本（百万股）	28,265	28,265	28,265	28,265
未到期责任准备金	5,997	5,935	7,518	9,418	增长率				
未决赔款准备金	2,944	3,304	3,965	4,758		2,009	2010	2011E	2012E
寿险责任准备金	802,895	1,000,483	1,211,824	1,451,280	已赚保费增长率	3.7%	15.6%	13.9%	13.4%
长期健康险准备金	6,328	8,413	11,233	15,036	净利润增长率	186.3%	2.3%	7.2%	7.5%
少数股东权益	1,704	1,765	0	0	投资资产增长率	25.0%	15.8%	18.7%	18.1%
负债合计	1,015,185	1,200,104	1,427,566	1,694,080	集团 EV 增长率	40.6%	4.5%	12.0%	11.1%
寿险净资产	211,072	208,710	239,379	267,415	一年 NBV 增长率	36.9%	12.0%	12.0%	12.0%
财险净资产	0	0	0	0	净资产增长率	21.3%	-1.1%	14.7%	11.7%
其他净资产	0	0	0	0	偿付能力充足率				
权益合计	211,072	208,710	239,379	267,415		2,009	2010	2011E	2012E
负债与权益总计	1,226,257	1,410,579	1,666,945	1,961,495	寿险	304%	212%		

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析（中国平安）

利润表（人民币百万元）					内含价值预测表（人民币百万元）				
	2009	2010	2011E	2012E		2009	2010	2011E	2012E
已赚保费	100,383	141,124	179,158	223,749	寿险期初内含价值	69,643	100,704	121,086	151,591
总投资收益	31,431	32,782	44,241	55,174	本期新业务价值	11,805	15,507	19,384	23,842
银行业务净息差	4,210	5,934	6,234	7,480	内含价值预期回报	7,431	9,823	12,722	15,778
非保险业务手续费	2,781	4,934	4,835	5,701	投资回报差异	3,404	1,392	2,043	0
其他业务收入	8,284	4,665	5,196	5,716	其他差异	7,673	(4,317)	(144)	(171)
收入合计	147,072	189,439	239,665	297,820	资本注入	1,700	0	0	0
退保金	(4,993)	(3,816)	(7,775)	(9,667)	股东股息	(952)	(2,023)	(3,500)	(4,500)
赔付支出	(29,533)	(35,888)	(59,754)	(75,051)	寿险期末内含价值	100,704	121,086	151,591	186,539
提取保险准备金	(41,417)	(65,902)	(58,210)	(74,900)	其他业务期末净资产	54,554	79,900	86,862	102,539
保单红利支出	(3,905)	(3,907)	(7,688)	(10,467)	集团期末内含价值	155,258	200,986	237,437	287,829
保险业务手续费佣金	(11,418)	(14,507)	(22,267)	(26,930)					
业务及管理费	(20,499)	(26,660)	(29,859)	(33,442)					
其他业务成本	(15,726)	(16,442)	(21,709)	(26,344)	估值指标				
支出合计	(127,491)	(167,122)	(207,262)	(256,800)		2009	2010	2011E	2012E
营业利润	19,581	22,317	32,403	41,020	P/EV	2.0	1.6	1.3	1.1
营业外收入/支出	338	30	(44)	55	隐含新业务倍数	12.7	7.3	4.3	1.4
利润总额	19,919	22,347	32,359	41,075	PE	22.2	18.5	13.1	10.6
所得税	(5,437)	(4,409)	(7,119)	(9,858)	PB	3.6	2.9	2.3	1.9
净利润	14,482	17,938	25,240	31,217	每股数据（元/股）				
少数股东权益	599	627	882	1,091		2009	2010	2011E	2012E
母公司股东净利润	13,883	17,311	24,358	30,126	每股寿险内含价值	13.71	15.84	19.15	23.56
资产负债表（人民币百万元）					每股 NBV	1.61	2.04	1.61	2.03
	2009	2010	2011E	2012E	每股集团 EV	21.14	26.29	29.99	36.36
寿险投资资产	524,695	651,258	817,030	1,015,902	每股收益	1.89	2.26	3.08	3.81
财险投资资产	39,905	60,594	91,966	127,529	每股净资产	11.57	14.66	17.71	21.27
银行资产	220,806	249,297	286,692	329,695	每股股利	0.15	0.45	0.45	0.45
证券资产	24,386	24,820	27,412	29,204	股本（百万股）	7,345	7,644	7,916	7,916
资产合计	935,712	1,171,627	1,408,758	1,687,988	增长率				
寿险负债	575,475	740,093	810,534	1,008,421		2009	2010	2011E	2012E
财险负债	41,689	62,008	69,492	77,099	已赚保费增长率	22.0%	40.6%	27.0%	24.9%
负债合计	843,969	1,054,744	1,264,551	1,515,081	净利润增长率	879.1%	24.7%	40.7%	23.7%
少数股东权益	6,773	4,853	4,022	4,514	投资资产增长率	30.3%	26.1%	27.7%	25.8%
归属母公司股东权益	84,970	112,030	140,185	168,393	集团内含价值增长率	26.4%	29.5%	18.1%	21.2%
权益合计	91,743	116,883	144,207	172,907	一年新业务价值增长	38.2%	31.4%	25.0%	23.0%
负债与权益总计	935,712	1,171,627	1,408,758	1,687,988	净资产增长率	31.7%	31.8%	25.1%	20.1%

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析（中国太保）

损益表（人民币百万元）					内含价值预测表（人民币百万元，元/股）				
	2,009	2010	2011E	2012E		2,009	2010	2011E	2012E
已赚保费	84,127	119,751	142,511	169,720	寿险期初内含价值	42,769	50,605	70,613	82,437
总投资收益	19,365	21,067	24,338	30,182	本期新业务价值	5,000	6,100	7,374	8,888
银行业务净利息差					内含价值预期回报	4,286	6,341	6,585	7,832
非保险业务手续费					投资回报差异	3,038	(1,089)	683	169
其他业务收入	671	844	675	677	其他差异	(1,428)	(1,814)	(1,078)	188
收入合计	104,149	141,662	167,525	200,579	资本注入	0	12,000	0	0
退保金	(4,386)	(4,489)	(6,778)	(8,376)	股东股息	(3,060)	(1,530)	(1,740)	(1,740)
赔付支出	(26,446)	(29,926)	(42,147)	(49,714)	寿险期末内含价值	50,605	70,613	82,437	97,772
提取保险准备金	(38,142)	(64,707)	(65,409)	(79,576)	其他业务期末净资产	49,204	41,255	44,270	49,579
保单红利支出	(2,053)	(3,399)	(3,824)	(5,077)	少数股东权益	(1,438)	(1,779)	(1,410)	(1,672)
保险业务手续费佣金	(8,820)	(11,198)	(13,258)	(15,644)	集团期末内含价值	98,371	110,089	125,297	145,679
业务及管理费	(9,890)	(12,564)	(14,072)	(15,760)	估值指标				
其他业务成本	(4,871)	(4,689)	(6,042)	(6,582)		2,009	2010	2011E	2012E
支出合计	(94,608)	(130,972)	(151,530)	(180,730)	P/EV	2.3	1.8	1.6	1.4
营业利润	9,541	10,690	15,995	19,849	隐含新业务倍数	24.7	10.9	11.8	7.6
营业外收入/支出	(35)	(20)	30	(37)	PE	63.7	22.1	21.1	14.3
利润总额	9,506	10,670	16,025	19,811	PB	3.3	2.4	2.3	2.0
所得税	(2,033)	(2,005)	(3,205)	(4,557)	每股数据（元/股）				
净利润	7,473	8,665	12,820	15,255		2,009	2010	2011E	2012E
少数股东权益	117	108	192	229	每股寿险内含价值	5.97	8.21	9.59	11.37
母公司股东净利润	7,356	8,557	12,628	15,026	每股NBV	0.59	0.71	0.86	1.03
资产负债表（人民币百万元）					每股集团EV	11.60	13.53	15.48	12.80
	2,009	2010	2011E	2012E	每股收益	0.95	1.00	1.47	1.75
投资资产	366,018	433,385	534,753	661,274	每股净资产	8.80	9.34	10.76	12.03
其他资产	31,169	42,326	44,866	47,557	每股股利	0.30	0.30	0.30	0.30
资产合计	397,187	475,711	579,619	708,832	股本（百万股）	8,483	8,600	8,600	8,600
保户储金及投资款	52,179	51,354	54,949	58,795	增长率				
未到期责任准备金	15,863	23,407	26,222	29,638		2,009	2010	2011E	2012E
未决赔款准备金	11,479	15,826	18,991	22,789	已赚保费增长率	27.0%	42.3%	19.0%	19.1%
寿险责任准备金	201,249	258,797	318,693	391,153	净利润增长率	186.3%	16.3%	47.6%	19.0%
长期健康险准备金	7,561	9,156	11,504	14,821	投资资产增长率	27.1%	18.4%	23.4%	23.7%
少数股东权益	1,022	1,254	1,721	2,067	集团EV增长率	40.6%	11.9%	13.8%	16.3%
负债合计	322,536	394,160	487,096	605,382	一年NBV增长率	36.9%	22.0%	20.9%	20.5%
寿险净资产	24,059	36,714	43,704	51,717	净资产增长率	53.5%	7.6%	15.2%	11.8%
财险净资产	12,384	14,297	17,671	21,993	偿付能力充足率				
其他净资产	38,208	29,286	31,147	28,720		2,009	2010	2011E	2012E
权益合计	74,651	80,297	92,523	103,450	寿险	208%	241%		
负债与权益总计	397,187	475,711	579,619	708,832	产险	173%	167%		

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn