



保险

2011.09.05

短期承压，前程远大

——保险 2011 年中报综述

 **彭玉龙**
 021-38676683
 pengyulong@gtjas.com
 编号 S0880511010025

本报告导读：

太保和平安的中期盈利表现较好，但浮亏对净资产、内涵价值和下半年投资收益都形成不利影响，新业务价值增长好于保费。寿险保费下半年仍可能持续低迷，但目前保险处于估值底和寿险底，养老体制改革决定远大前程，维持行业增持评级。

摘要：

- **中国人寿盈利低于同行。**公司盈利：中国太保（44.7%）>中国平安（32.7%）>中国人寿（-28.1%）；寿险盈利：太保寿险（28.5%）>平安寿险（3%）>中国人寿（-28.1%）；产险盈利：平安产险（148%）>太保产险（54%）。
- **浮亏拉低净资产增速，分红导致净资产下降。**经营活动净资产：中国平安（8.3%）>中国太保（3.2%）>中国人寿（-0.1%）；净资产：中国平安（10.9%）>中国太保（7.2%）>中国人寿（6.2%）。
- **内含价值和偿付能力受净资产不利影响，但新业务价值好于寿险保费。**内涵价值：中国平安（16.4%）>中国太保（-0.1%）>中国人寿（-0.2%）；调整后内涵价值：中国平安（9.9%）>中国人寿（3.3%）>中国太保（2.7%）；一年新业务价值：中国平安（10.0%）>中国太保（9.7%）>中国人寿（3.4%）；上半年新业务价值：中国太保（18.3%）>中国平安（18.0%）>中国人寿（5.5%）。实际资本受市场的影响比净资产更大，对偿付能力形成较大负面影响。
- **个险有增长，银保滑铁卢。**从个险来看，都实现了正增长，其中，国寿增长 10.0%，平安增长 29.3%，太保增长 25.0%。个险首年保费也都有不错的增长，但平安的首年保费主要靠趸期增长 435%拉动，而期缴下降了 4%，国寿和太保的首年期缴分别增长了 32%和 22%。银保受政策影响均有所下降。
- **产险公司保费超越行业增速，综合成本因费用率大幅下降而降到低。**平安产险和太保产险保费增速比行业高出 19 和 2 个百分点；综合成本率分别下降至 92.9%和 91.1%的历史新低，主要是因为综合费用率分别下降了 6 和 5.5 个百分点；综合赔付率上升 2 个百分点左右。
- **加息致净投资收益率上升，但浮亏致综合投资收益率下降。**总投资收益率：国寿（4.5%）>太保（4.4%）>平安（4.2%）；考虑浮亏后的综合投资收益率：平安（3.3%）>太保（3.0%）>国寿（2.6%）。
- **下半年判断：**寿险很可能延续上半年的低迷趋势，四季末或将出现新周期；产险盈利景气可持续，但增速下滑在预期之中；由于股市和债市同步下跌，国寿、平安、太保上半年的累积浮亏达到 86.46 亿、61.69 亿、53.83 亿，下半年面临投资收益压力。
- **估值和寿险基本面处于底部，行业仍处于朝阳阶段，养老政策改革的步伐越来越临近，随时可能带来希望，即使经历些煎熬，持有保险股终将得到回报。给予行业增持评级，近期仍推荐中国太保，中国平安是战略投资品种，四季度可考虑中国人寿的短期投资机会。**

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

保险	增持
中国太保	增持
中国平安	增持
中国人寿	增持

相关报告

保险：《中国版 401K 将催生寿险黄金 20 年》	2011.08.28
保险：《“加息利好” 此次有望兑现》	2011.07.06
保险：《重回 08，战略进攻！》	2011.06.07
保险：《保费增长继续徘徊，下半年有回升机会》	2011.05.16
保险：《变额年金当前需求不大》	2011.05.11

目 录

1. 总体业绩回顾.....	3
1.1. 中国人寿的盈利明显低于同行.....	3
1.2. 浮亏拉低净资产增速，分红导致净资产下降.....	4
1.3. 内含价值受净资产不利影响，但新业务价值好于寿险保费.....	4
1.4. 偿付能力下滑：受股市和债市的影响，实际资本大幅下降.....	5
2. 寿险回顾.....	6
2.1. 寿险增长乏力，盈利贡献下滑.....	6
2.2. 个险有增长，银保滑铁卢.....	7
2.3. 首年乏力，续期强劲.....	8
2.4. 营销员数量下降，产能提升.....	9
2.5. 保单持续率走高，退保率有上升苗头.....	10
3. 产险回顾.....	11
3.1. 超越行业增速，市场份额上升.....	11
3.2. 综合成本率降至新低：费用率大幅下降，赔付率有所上升.....	11
4. 投资回顾.....	12
4.1. 加息致净投资收益率上升,但浮亏致综合投资收益率下降.....	12
4.2. 权益高降低升，债券下降，定存上升.....	13
5. 下半年判断与评级.....	14
5.1. 下半年判断.....	14
5.2. 行业评级.....	15

1. 总体业绩回顾

1.1. 中国人寿的盈利明显低于同行

总体盈利：2011 年上半年国寿、平安、太保归属于公司股东的净利润分别为 129.64 亿元、128 亿元和 58.16 亿元，分别同比增长-28.1%、32.7%和 44.71%；每股收益分别为 0.46 元、1.67 元和 0.68 元，分别同比增长-28.1%、28.5%和 44.68%；ROE 分别为 6.22%、10.9%、7.2%，较上年同期分别降低 2.3 个百分点、增加 0.3 个百分点和上升 2 个百分点。

寿险盈利：太保寿险（28.5%）> 平定寿险（3%）> 中国人寿（-28.1%）。

产险盈利：平安产险（148%）> 太保产险（54%）。

图 1： 平安上半年净利润与国寿接近

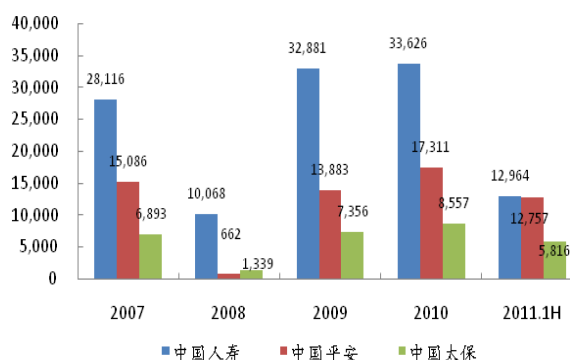
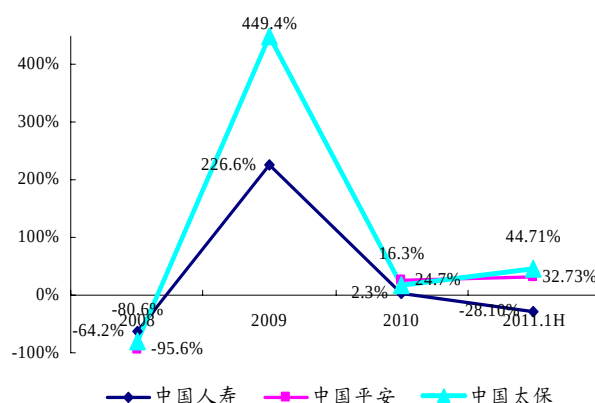


图 2： 太保盈利增长 44.7%，国寿下降 28.1%



数据来源：公司公告，国泰君安证券

数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 1： 上半年业绩与预期的差异

单位：亿元人民币	中国人寿			中国平安			中国太保		
	预期值	实际值	差异	预期值	实际值	差异	预期值	实际值	差异
总资产	16,000	15,469	-531	13,060	13,101	41	5,400	5,372	-28
投资资产	15,000	14,544	-456	8,400	8,381	-20	4,920	4,905	-15
归属公司股东的股东权益	2,066	1,971	-95	1,358	1,343	-14	809	798	-11
偿付能力充足率	190%	164%	-26%	190%	200%	10%	300%	298%	-2%
总保费收入	1,950	1,948	-2	1,077	1,077	0	750	869	119
总投资收益	320	313	-7	130	158	28	105	108	3
净投资收益	340	359	19	150	162	12	110	108	-2
归属股东净利润	158	130	-28	128	128	0	56	55	-1
净资产收益率	7.70%	6.22%	-1.5%	10.51%	10.90%	0.39%	7.20%	7.20%	0
一年新业务价值	209	205	-4	168	171	3	66	67	1
内含价值	3,087	2,965	-122	2,167	2,340	173	1,145	1,100	-45
单位：元									
每股收益	0.56	0.46	-0.10	1.67	1.67	0	0.65	0.68	0
每股净资产	7.31	6.97	-0.34	15.38	16.97	2	9.41	9.28	0
每股内涵价值	10.92	10.49	-0.43	27.37	29.56	2	13.31	12.79	-1
每股一年新业务价值	0.74	0.73	-0.01	2.12	2.15	0	0.77	0.78	0

数据来源：公司公告，国泰君安证券

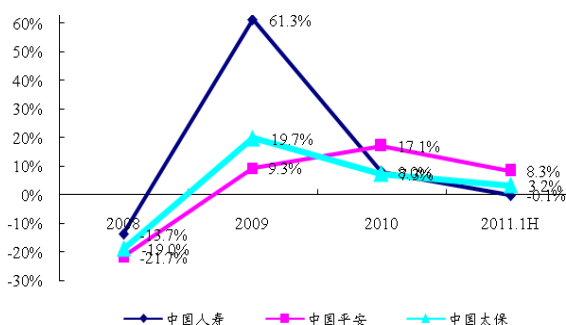
1.2. 浮亏拉低净资产增速，分红导致净资产下降

中国人寿的其他综合损失达到 133.41 亿，比净利润还要高出 2.67 亿，综合收益出现负的 2.67 亿，导致净资产下降 0.1%，再加上 133.41 亿元的现金分红，归属于公司股东的净资产由年初的 2087.10 亿下降至年中的 1970.51 亿，下降 5.6%，每股净资产 6.97 元，下降 0.41 元。

中国平安其他综合收益为-35.45 亿元，但远小于 128 亿的净利润，因而产生 93 亿的综合收益，导致净资产增长 8.3%，加上 H 股定向增发获得的 161.34 亿元资本金，减去现金分红的 30.78 亿元后，归属于公司股东的净资产 1343.34 亿，比年初的 1120.30 亿增长 19.9%。

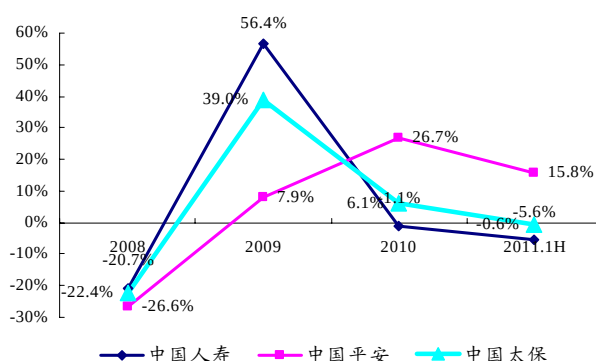
中国太保其他综合收益-33.51 亿元，也小于 58.16 亿的净利润，实现正的综合收益 25.32 亿，净资产上升 3.2%，但除去现金分红 30.75 亿后，归属母公司净资产由去年年底的 802.97 亿下降到 798.09 亿元，下降 0.6%。

图 3：经营活动导致的净资产有所增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 4：现金分红导致净资产出现下降



数据来源：公司公告，国泰君安证券

1.3. 内含价值受净资产不利影响，但新业务价值好于寿险保费

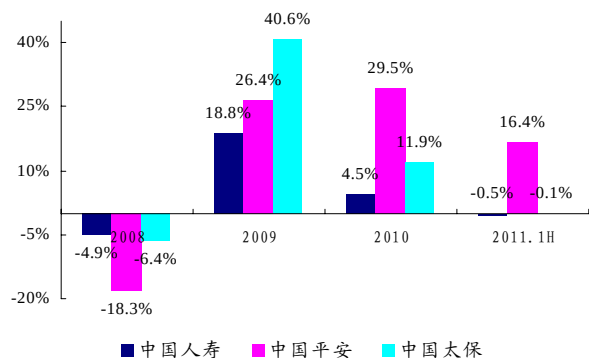
2011 年上半年国寿、平安、太保分别实现内含价值 3078.57 亿、2209.1 亿和 1130.83 亿，较去年年底分别同比下降 0.5%、增长 16.4%、下降 0.1%；扣除现金分红和再融资因素后，经调整的内含价值分别同比增长 3.3%、9.9%和 2.7%。

调整后，太保内涵价值增速低于国寿的原因是：太保净资产在内涵价值中占比更高，受净资产下降的影响大于国寿。

截至 2011 年 6 月底，平安、太保的一年新业务价值分别为 205.06 亿、170.51 亿、66.93 亿，分别增长 3.4%、10.0%和 9.7%。2011 年上半年新业务价值，国寿、平安和太保分别为 121.86 亿、101.48 亿和 38.3 亿元，分别增长 5.5%、18.0%和 18.3%。

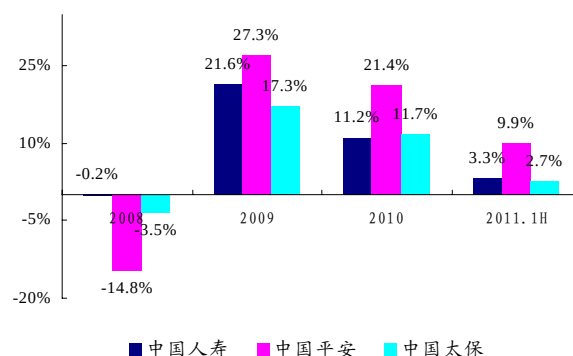
受寿险低迷影响，新业务价值增速比前 2 年有所放缓，但仍好于保费增速，意味着保费结构和利润率有所上升，国寿、平安和太保上半年的寿险首年保费的增速分别为：-0.4%、2.9%和-5.4%。

图 5: 内含价值仅平安一家实现增长



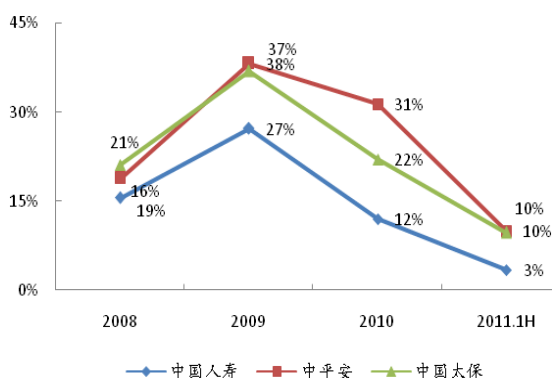
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 6: 经调整的内含价值增速



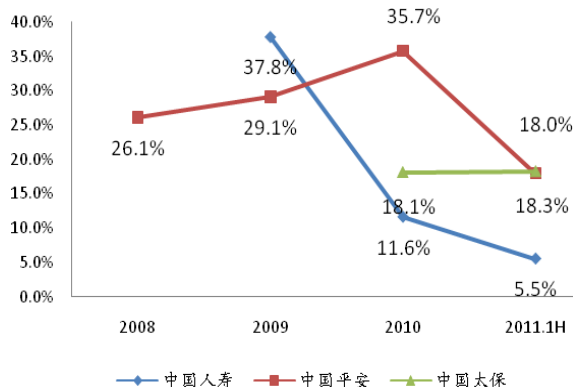
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 7: 一年新业务价值增速



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 8: 上半年新业务价值增速



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

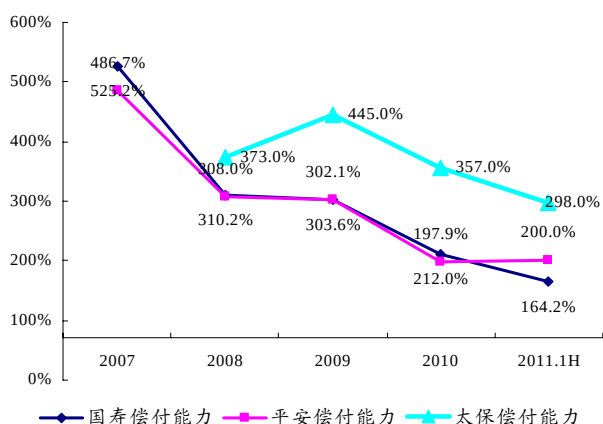
1.4. 偿付能力下滑: 受股市和债市的影响, 实际资本大幅下降

国寿偿付能力充足率由年初的 212% 下降到年中的 164.2%, 下滑严重。偿付能力快速下降主要是因为大比例的现金分红 (一年半内 313 亿) 和金融资产市值下跌 (股市债市齐跌) 有关。考虑下半年 300 亿次级债的发行, 我们预计年底公司的偿付能力充足率可以提升到 200% 以上。

平安偿付能力充足率为 200%, 较去年年底 197.9% 上升 2.1 个百分点, 偿付能力维持稳定; 但从子公司来看, 寿险和产险的偿付充足率分别为 158% 和 196%, 寿险的资本补充要求较紧迫。考虑到平安向深发展注资 150-200 亿元, 以及资本市场迷雾不散, 2011 年底平安的偿付能力将降低到 170% 左右。若平安寿险通过发行次级债融资, 则可使资本得到合理补充, 降低 2012 年的融资压力。

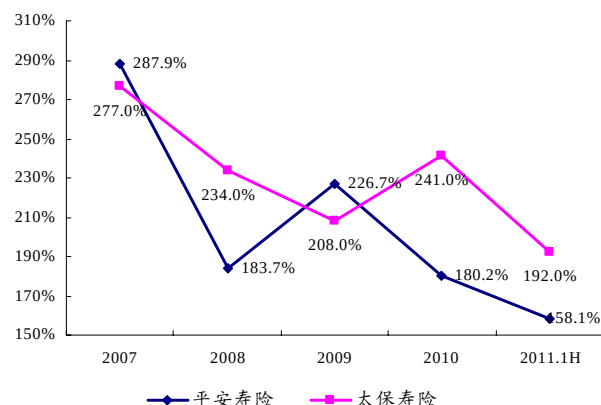
太保由于上半年实际资本下降 55 亿, 导致偿付能力由 357% 降低到 298%, 但仍维持在较高水平, 无需融资。从子公司来看, 太保寿险和太保产险的偿付能力充足率分别达 192% 和 175%, 产险本次增资 56.54 亿元后, 充足率将达到 250% 以上。

图 9: 保险公司偿付能力



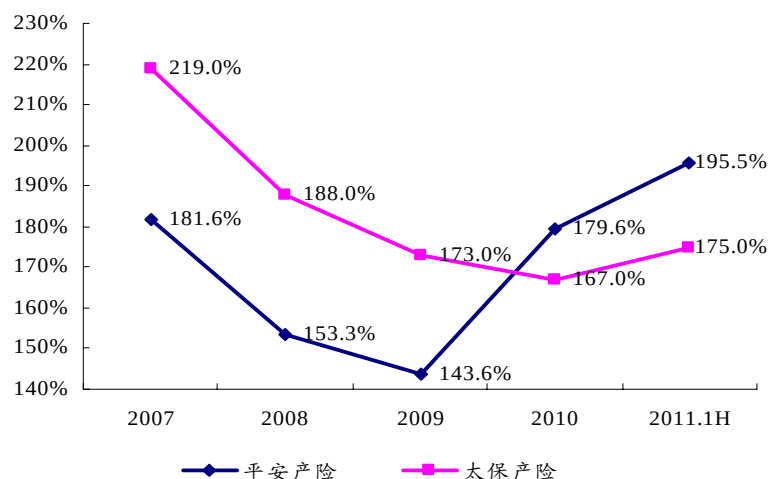
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 10: 寿险公司偿付能力



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 11: 产险公司偿付能力



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

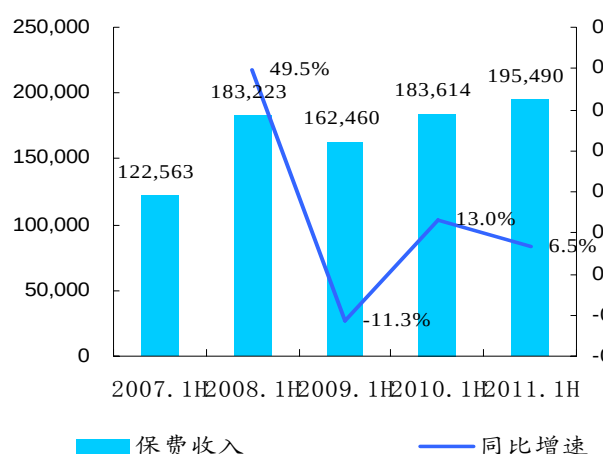
2. 寿险回顾

2.1. 寿险增长乏力, 盈利贡献下滑

上半年寿险增长乏力。寿险行业保费增长 11.4%，国寿低于行业，平安高于行业，太保与行业持平。国寿保费收入 1995 亿元，同比增长 6.5%；平安寿险保费 1126.3 亿元，同比增长 20.94%；太保寿险保费 546 亿元，增长 11.4%。

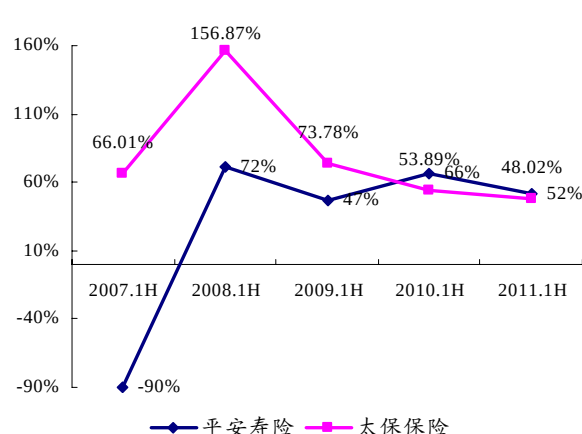
从利润贡献来看，平安寿险利润 67.62 亿，增长 3%，占公司总盈利的 52%，份额下降 14 个百分点。太保寿险上半年实现 27.93 亿元，盈利贡献由去年同期的 54.1%降低到 48%。

图 12: 上半年国寿保费收入增速下滑至 6.5%



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 13: 平安太保寿险业务贡献双双下滑



数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.2. 个险有增长，银保滑铁卢

从个险渠道来看，上半年三家保险公司都实现了正增长。其中，国寿个险保费 1954.9 亿元，同比增长 10%；平安 948.6 亿元，同比增长 29.3%；太保 233.9 亿元，同比增长 24.99%。其中，首年保费都有较好增长，但平安的首年保费主要靠趸期增长 435% 拉动，而期缴下降了 4%，国寿和太保的首年期缴分别增长了 32% 和 22%。

从银保渠道来看，受银保监管政策和紧缩货币政策的影响，上半年各家保险公司保费下滑趋势显现。其中，国寿银保渠道贡献保费 944.21 亿元，占比 48.3%，小幅增长 3.52%；平安和太保银保渠道保费收入都有不同程度的下滑，平安上半年银保渠道实现保费收入 134.58 亿元，下降 17.27%；太保上半年银保渠道实现保费 280 亿元，小幅下滑 1.34%。

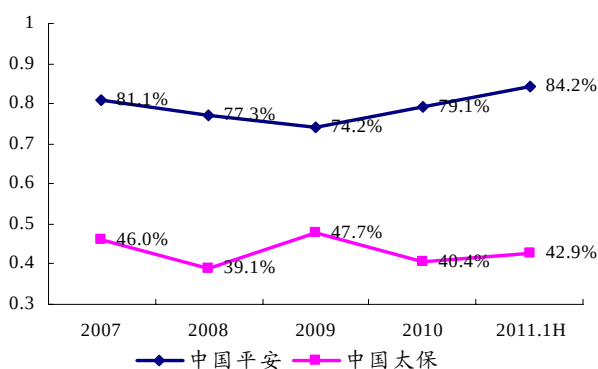
表 2：保费结构

保费渠道结构	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2011.6	占比	增长	2011.6	占比	增长	2011.6	占比	增长
单位：百万元									
保费合计	195,490	100%	6%	112,629	100%	21%	54,574	100%	11%
个险渠道	92,012	47%	10%	94,860	84%	29%	23,390	43%	25%
首年保费	22,787	25%	22%	29,855	31%	15%	6,523	28%	32%
首年期缴保费	22,607	99%	22%	22,963	77%	-4%	6,134	94%	34%
首年趸缴保费	180	1%	-31%	5,894	20%	435%	389	3%	4%
续期保费	69,164	75.2%	7%	65,005	69%	37%	16,867	72%	22%
短期险	61	0%	56%	998	7%	0%			
银保渠道	94,421	48%	4%	13,458	8%	-17%	28,006	51%	-1%
首年保费	79,199	84%	-6%	12,478	93%	-21%	20,718	74%	-18%
首年期缴保费	9,367	12%	-10%	735	6%	11%	3,881	19%	-17%
首年趸缴保费	69,832	88%	-5%	11,743	94%	-23%	16,837	81%	-18%
续期保费	15,222	16%	113%	980	7%	156%	7,288	26%	140%
团险渠道	9,057	5%	3%	4,311	2%	23%	3,178	6%	71%
首年保费	784	9%	-20%	4,276	99%	23%	3112	98%	
首年期缴保费	1	0%	0%	77	2%	148%	7	0%	

首年趸缴保费	783	100%	-20%	1,196	28%	8%	3105	98%
短期险	8,272	91%	6%	3,003	70%	29%		
续期保费	1	0%	-75%	35	-		66	2%
首年保费	111,103	57%	0%	46,609	41%	3%	30,353	56%
期缴	31,975	29%	11%	23,775	51%	-3%	10,022	33%
趸缴	79,128	71%	-4%	18,833	40%	8%	20,331	67%
续期保费	84,387	43%	17%	66,020	59%	38%	24,221	44%
合计	195,490	100%	6%	112,629	100%	21%	54,574	100%

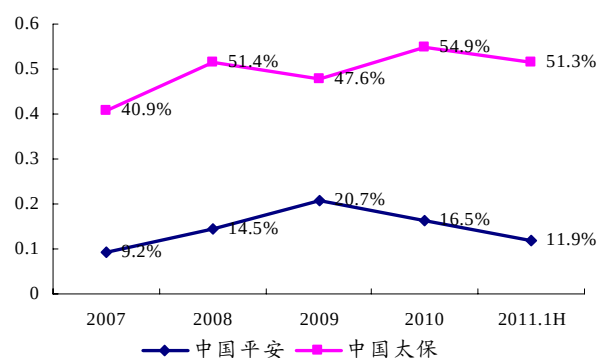
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 14：个险渠道占比攀升



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 15：银保渠道占比集体下滑



数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.3. 首年乏力，续期强劲

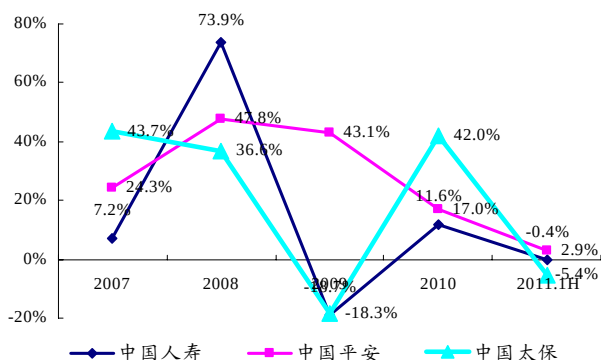
从期限结构来看，首年保费呈下滑趋势，续期保费增长较明显。

国寿上半年首年保费 1111.03 亿元，下降 0.42%，占比 56.83%，但首年期缴增长 10.78%；平安首年保费 466.1 亿元，同比增长 2.9%，不过首年期缴下降了 3.1%；太保实现首年保费 303.53 亿元，同比下降 5.42%，期缴增长 8.19%。

与首年保费下滑趋势相反，上半年各保险公司续期保费都实现不同程度的增长。其中国寿续期保费收入 843.87 亿元，增长 17.14%，占比 43.17%；平安实现续期保费收入 660.2 亿元，增长 38%；太保续期保费收入 242.21 亿元，同比增长 43.6%。

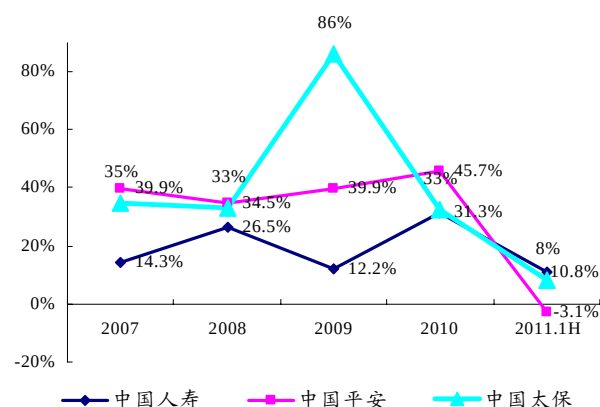
总体而言，平安首年保费增速虽然好于国寿和太保，但期缴下降，主要靠趸期拉动，而国寿和太保寿险的期缴增速有提升。同时，平安的个险比例高于同行，因而续期保费增速较高。

图 16: 首年保费低迷



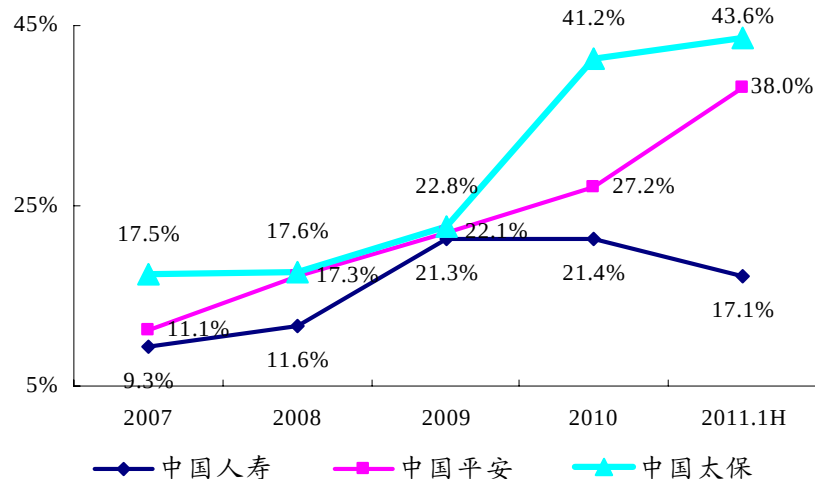
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 17: 首年期缴增速下降更明显



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 18: 续期保费持续上升, 但分化大, 是导致盈利分化的重要原因



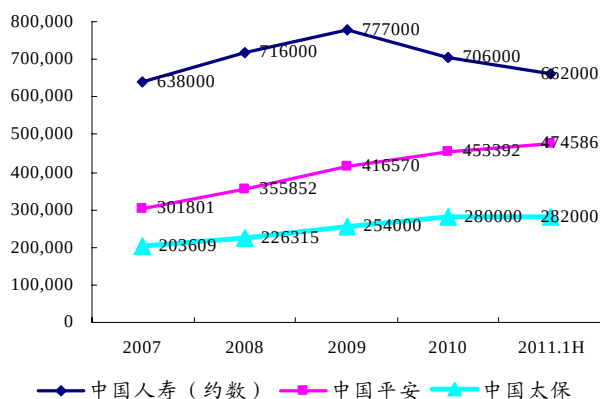
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

2.4. 营销员数量下降, 产能提升

2011 年上半年各保险公司都面临着不同程度的增员难问题, 其中国寿代理人数量由去年年底的 70.6 万人下降到 66.2 万人, 平安代理人规模有去年年底的 45.4 万人小幅增加到 47.5 万人, 太保代理人规模则由去年年底的 28 万人小幅增加 28.2 万人。这是因为一方面各保险公司都不约而同的加强了代理人考核制度, 清退了不合格的代理人; 另一方面由于通胀以及代理人收入偏低等因素, 造成代理人增员难。

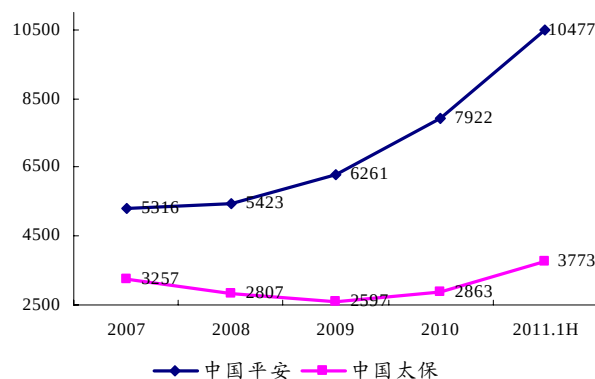
虽然代理人规模出现紧张形势, 但是各保险公司的营销员产能却在上升。国寿人均首年保费从 2125 元每月上升至 2876 元每月, 上升了 35%; 平安月均产能 10477 元, 较去年年底增长 32.3%; 太保月均产能 3773 元, 较去年年底增长 31.8%。

图 19: 总体增员困难



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 20: 清退低效人员致产能上升



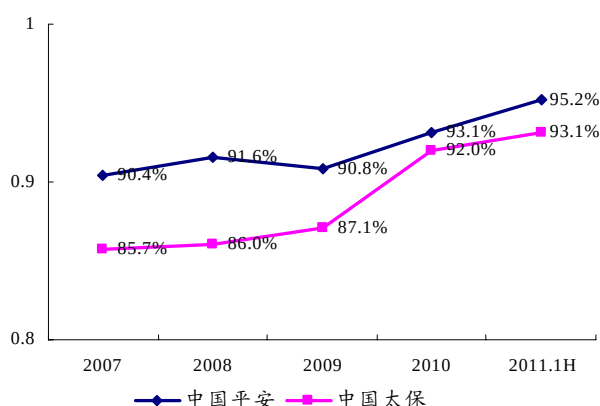
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

2.5. 保单持续率走高, 退保率有上升苗头

保单持续率继续上升。国寿上半年保单持续率(14 个月及 26 个月)分别达 92.54%和 87.00%, 比上年同期下降了 2.09 和 0.81 个百分点; 平安保单持续(13 个月和 26 个月)分别达到 95.2%和 90.6%, 较 2010 年年底分别上升 2.1%和 3.6%; 太保保单持续率(13 个月和 25 个月)分别为 93.1%和 89.9%, 分别较去年年底上升 1.1%和 5.9%。

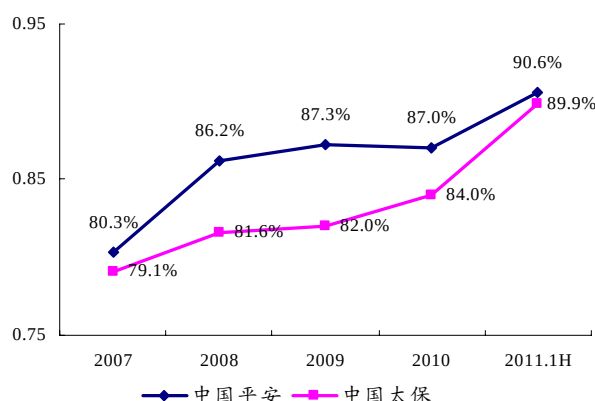
退保率较去年同期的整体偏高, 与上半年加息有关, 导致寿险产品相对银行理财产品吸引力下降所致。其中, 国寿上半年退保率为 1.47%, 较 2010 年同期提高了 0.17 个百分点; 平安退保率为 0.4%, 与去年同期持平; 太保退保率为 1.4%, 较去年同期上升 0.5 个百分点。

图 21: 平安太保 13 个月保单持续率持续攀升



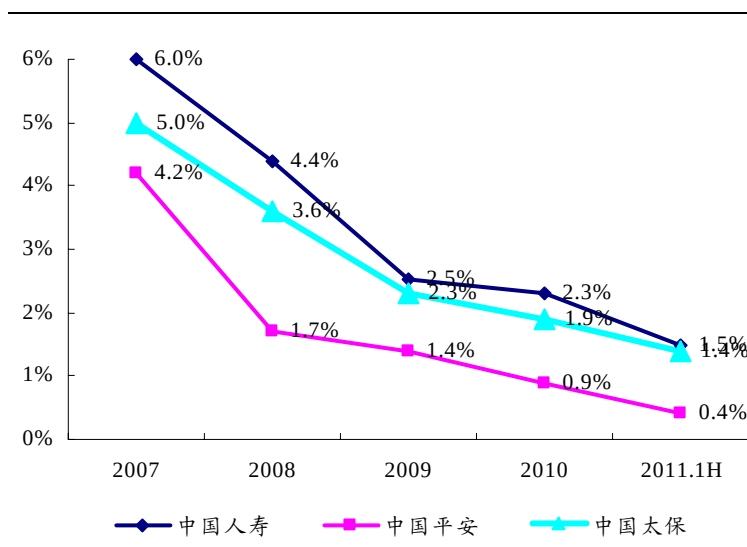
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 22: 平安太保 25 个月保单持续率逐步上升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 23: 退保率近年持续下降, 但上半年相对去年同期有上升苗头



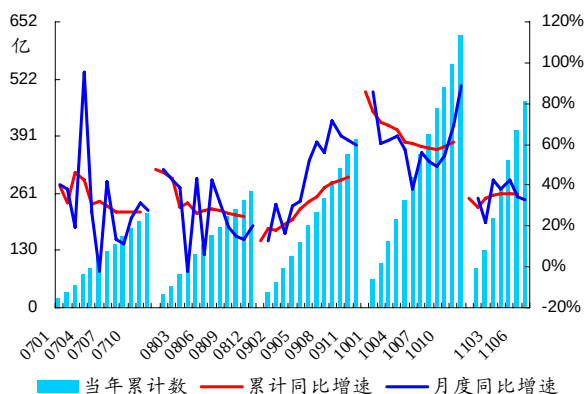
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

3. 产险回顾

3.1. 超越行业增速, 市场份额上升

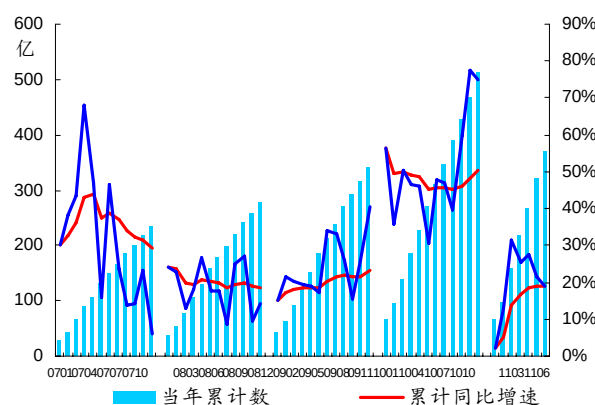
上半年, 产险行业保费增长 16.9%, 平安和太保产险保费均超越行业增速。平安产险保费 407.34 亿元, 增长 35.89%, 超过行业 19 个百分点, 市场份额达由 2010 年年底的 15.94% 上升至 17.26%。太保上半年产险保费 322 亿元, 增速 19%, 高于行业 2 个百分点, 市场份额由 2010 年年底的 13.23% 上升至 13.65%。

图 24: 平安产险保费增长 36%



数据来源: 公司公告, CIRC, 国泰君安证券

图 25: 太保产险保费增长 19%



数据来源: 公司公告, CIRC, 国泰君安证券

3.2. 综合成本率降至新低: 费用率大幅下降, 赔付率有所上升

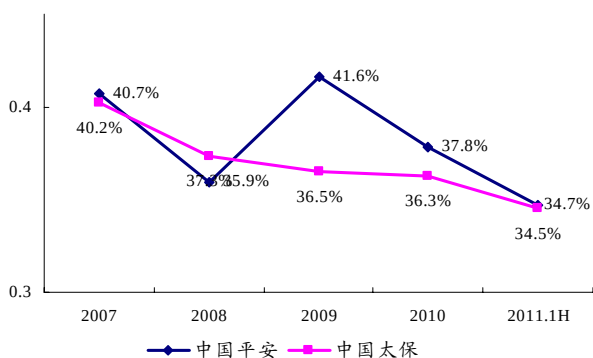
平安的综合成本率由去年同期的 96.5% 下降至 92.9%, 下降了 3.6 个百分点; 太保的综合成本率也下降 3.4 个百分点, 下降至 91.1%。综合成本率下降至历史最低点, 也即承保利润率上升到了历史最高点。

综合成本率降低全靠费用率下降, 平安的综合费用率从 40.7% 下降至

34.7%，下降 6 个百分点，太保综合费用率为 34.5%，比去年同期下降了 5.5 个百分点。

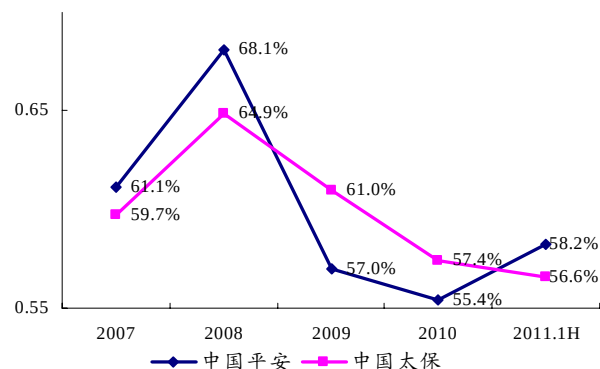
综合赔付率反而有所上升，平安综合成本率上升 2.4 个百分点至 58.2%，太保综合赔付率上升 2 个百分点至 56.6%。

图 26：费用率大幅下降



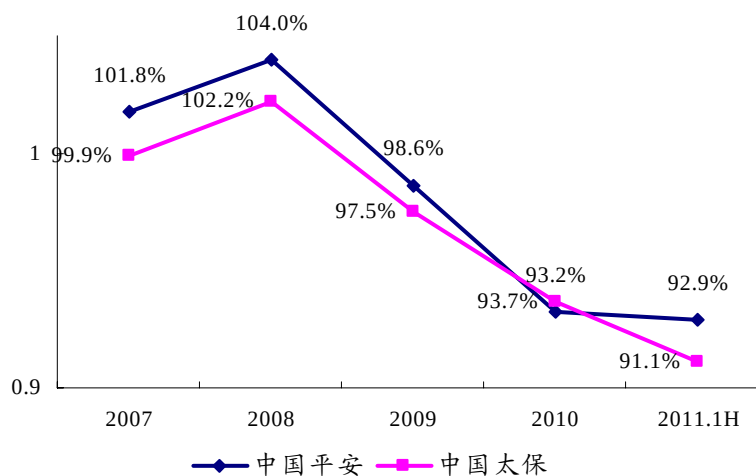
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 27：赔付率有所上升



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 28：综合成本率降至历史新低



数据来源：公司公告，国泰君安证券

4. 投资回顾

4.1. 加息致净投资收益率上升，但浮亏致综合投资收益率下降

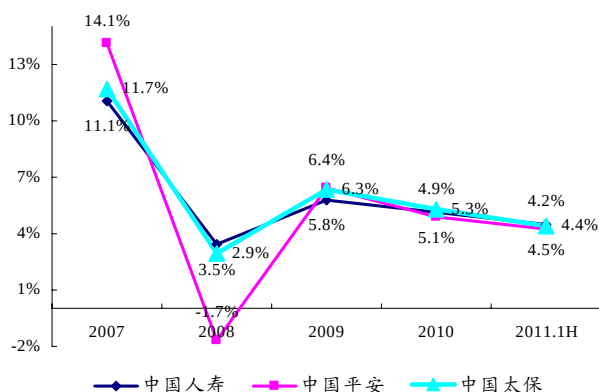
总投资收益率：国寿（4.5%）>太保（4.4%）>平安（4.2%）；虽然总投资收益率跟去年同期比差不多，甚至略有上升，但考虑到浮亏的影响，综合投资收益率不高。

考虑到浮亏的影响后，综合投资收益率最高的是平安，其次是太保，最低的是国寿。**综合投资收益率：**平安（3.3%）>太保（3.0%）>国寿（2.6%）。

由于加息的影响，净投资收益率比去年同期有 0.1-0.2 个百分点的上升，达到 4.2% 左右。

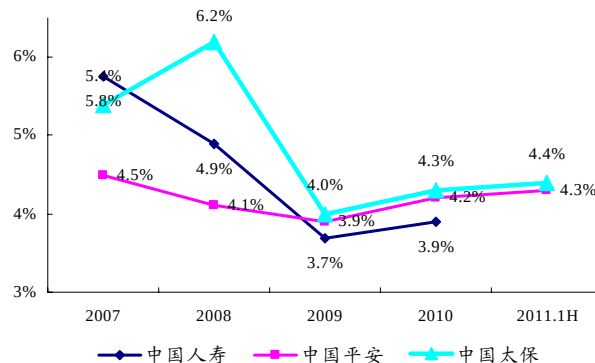
由于股市和债市同步下跌，国寿、平安、太保上半年的累积浮亏达到 86.46 亿、61.69 亿、53.83 亿。

图 29: 总投资收益率上半年持平，但总体下降



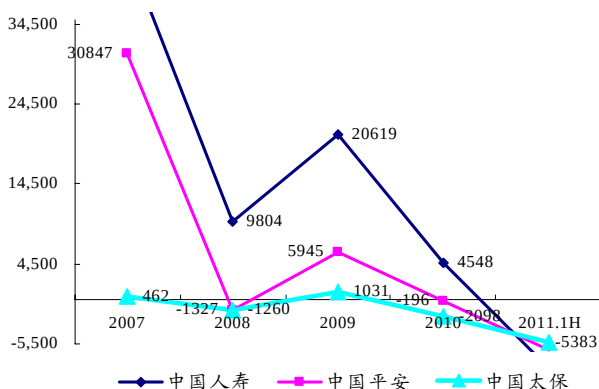
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 30: 加息推高净投资收益率



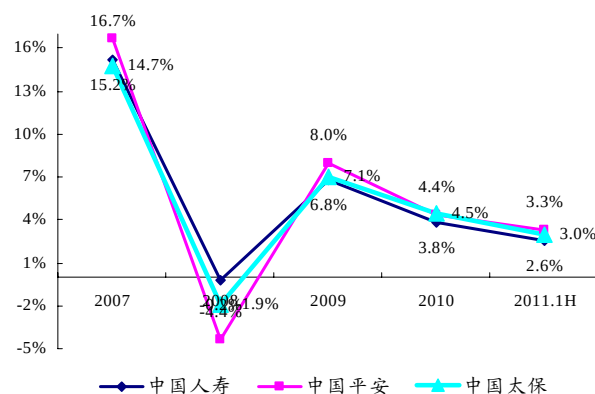
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 31: 全部出现累积浮亏



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 32: 综合投资收益率与资本市场关系密切



数据来源：公司公告，国泰君安证券

4.2. 权益高降低升，债券下降，定存上升

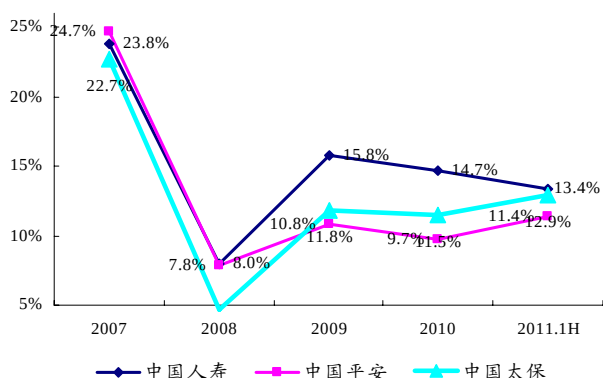
权益配置比例差异缩小，各公司趋于一致；定存上升主要是受加息影响；而债券配置下降是受债市下跌的影响。

在权益类资产配置方面，上半年国寿下调了权益类资产配置比例，而平安和太保对权益类资产进行了加仓，这样，三家公司的权益配置比例差异缩小，更加趋同。国寿权益资产占总投资资产比重由年初的 14.7% 下降至年中的 13.4%，平安权益类资产占比由年初的 9.7% 上升至 11.4%，太保权益类资产占比由年初的 11.5% 上升至 12.9%。

在债券配置方面，三家上市保险公司都下调了债券比例。其中，国寿将债券配置比例由年底的 45.5% 下调至 43.2%，平安将债券配置比例由年底的 59.2% 下调至 57.7%，太保将债券配置比例由年底的 53.7% 下调至 50.3%。

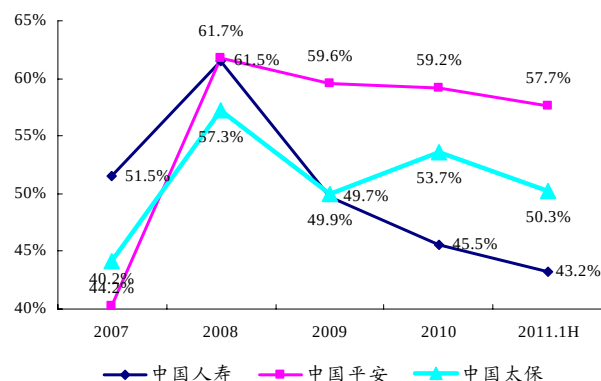
在定期存款方面，三家上市公司都调高了定期存款的配置比例。其中，国寿将定期存款的配置比例由年底的 33% 上调至 34.3%，平安将定期存款的配置比例由年底的 17.4% 上调至 19.2%，太保将定期存款的配置比例由年底的 24.6% 上调至 27.3%。

图 33: 权益配置高降低升，趋于一致



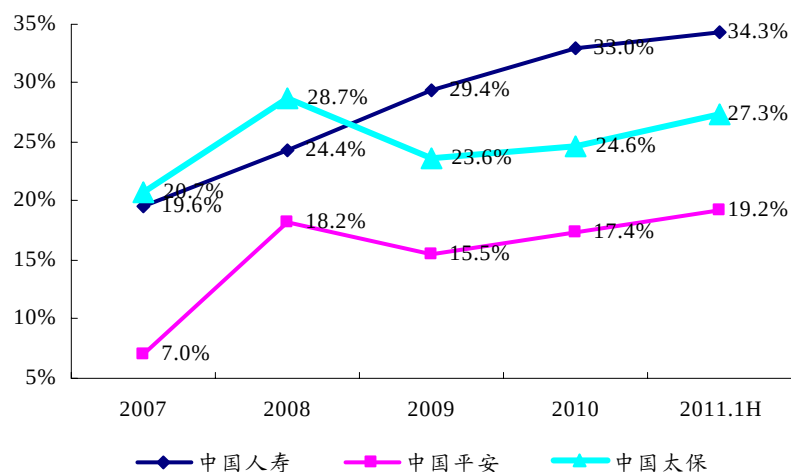
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 34: 债券配置下降



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 35: 定期存款配置上升



数据来源：公司公告，国泰君安证券

5. 下半年判断与评级

5.1. 下半年判断

寿险三季度很可能延续上半年的低迷趋势，四季末或将出现新周期。银保新政短期内难以改观，宏观紧缩政策同样难以突然转向，对寿险保费的压制因素依然存大，因而寿险保费三季度低迷状况持续低迷的可能性

较大，四季末进入较低的增长周期，基数效应消失，增速有望回升。受折现率的影响，寿险承保盈利也将在四季度上升。

产险盈利景气可持续，但增速下滑在预期之中。产险综合成本率虽然达到了历史新低，但景气水平还可持续一段时间，在不出现恶性竞争的前提下，还可能持续较长一段时间，但车险新一轮竞争难以避免，增速下滑也将在预期之内。

浮亏严重，下半年投资收益压力大。上半年国寿、平安和太保累计浮亏分别达到 86.46 亿元、61.69 亿元和 53.83 亿元，2010 年下半年股市上涨了 17%，若今年下半年股市若持续低迷，这将给各保险公司下半年的投资收益带来很大的压力。

5.2. 行业评级

虽然基本面短期内难有大的起色，特别是在资本市场没有好转的情况下，但目前保险股的估值已经反应了这些预期，估值和寿险都处于一个底部区域，特别是估值已经到了清算价值的地步，下跌的空间非常有限。

鉴于估值和寿险基本面处于底部，整个行业仍处于朝阳阶段，养老政策改革的步伐越来越临近，随时可能带来希望，即使经历些煎熬，持有保险股终将得到回报。

给予行业增持评级，近期仍推荐中国太保，中国平安是战略投资品种，四季度可考虑中国人寿的短期投资机会。

表 3：保险股估值水平

	中国人寿		中国平安		中国太保	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
2011 年 9 月 4 日						
每股内涵价值	10.55	12.73	26.29	31.79	12.80	15.31
每股新业务价值	0.70	0.78	2.03	2.33	0.71	0.84
每股收益	1.19	1.37	2.30	3.01	1.00	1.39
每股净资产	7.38	9.08	14.66	17.81	9.34	10.92
P/EV	1.49	1.24	1.56	1.29	1.59	1.33
隐含新业务价值倍数	7.40	3.85	1.95	1.70	1.54	1.30
市盈率	13.23	11.50	17.88	13.66	20.41	14.66
市净率	2.13	1.73	2.81	2.31	2.19	1.87

数据来源：公司公告，国泰君安证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		

