

保险公司业绩评估体系及应用

增持维持

投资要点:

- “综合收益/净资产”指标有净资产增速之利而无其弊
- 真实投资收益的构成与测算
- 对保险责任准备金及提转差的构成与变动的原理解析

报告摘要:

- 由于拥有准备金计提、AFS浮盈等众多业绩平滑利器，保险公司财报解读和业绩评估相对其他行业较为复杂。本报告以2011年上市保险公司中报综述为契机，通过保险公司利润表驱动分解，系统的阐述了我们的保险公司业绩评估体系。
- “综合收益/净资产”有“净资产增速”相对净利润反应AFS浮盈变化之利，而无分红融资对其扰动之弊。所以完全可以替代净资产增速这一业绩衡量指标。**
- 保险公司净利润的驱动力来自于保费收入和投资收益，此外，准备金计提和费用率也是影响净利润的重要因素。承保和投资收益的核心衡量指标分别为新业务价值和真实投资收益率。评估准备金计提充足程度则涉及到保险责任准备金和提转差相关关系。详见正文。
- 对于2011年中期报告，承保业绩下滑在预期之内（三季度寿险承保质量仍未见起色）；上市公司上半年真实投资收益率年化后仅在2%-3%之间。横向来看，中国太保领先承保，中国平安领先投资、太保仅次之。中国人寿则在资产减值损失、责任准备金计提方面较为谨慎，一定程度上导致其业绩落后于另外两家公司。从这个角度讲，中国人寿目前的股价相对积累了较多的上涨势能。
- 寿险行业利差止跌、基本保持稳定，这一情况短期内难以改变。保险公司低景气运行已在盈利和估值上充分反映，未来股价上扬更依赖外部资本市场好转。短期内，业绩增速较快、基本面无明显出血点的中国太保仍是我们首选。

重点公司	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	评级	变动
中国人寿	1.16	1.20	1.05	1.57	1.82	增持	维持
中国平安	1.89	2.26	2.73	3.96	4.33	增持	维持
中国太保	0.95	1.00	1.23	1.62	2.07	增持	维持

非银行金融行业研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

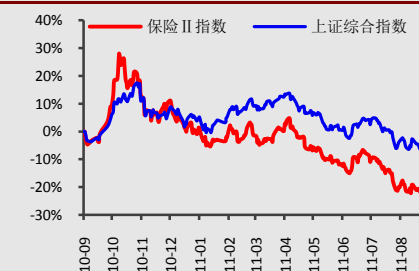
Email: huanglijun@hysec.com

邢波 (S1180511080004)

电话: 010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	3
总市值 (亿元)	6582
流通市值 (亿元)	6566
重点公司 (家)	3
重点公司占行业市值比重	100%

相关研究

保险公司偿付能力偿付能力充足率评估	9.2
保险月报: 寿险承保惯性下探	8.30
中国太保: 投资业绩领先同业	8.28
中国人寿: 新业务价值增长乏力	8.24
中国平安: 偿付能力压力凸显	8.18
保险中期策略: 相对收益有限, 绝对收益可期	6.24

目录

一、中期业绩下滑在预期之中	4
二、保费收入：太保新业务价值增长最快也符合预期.....	5
三、投资业绩：中国平安领先	8
（一）投资资产配置	8
（二）真实投资收益率	8
（三）AFS 浮亏情况.....	9
四、准备金计提：国寿大量补提使业绩相对“低估”	10
（一）保险责任准备金原理解析	10
（二）准备金计提充足程度比较	11
五、费用率：中国太保所有上升	13
六、盈利预测及投资建议	14
（一）盈利预测	14
（二）投资建议	20

插图

图 1: 保险公司利润表驱动力分解.....	5
图 2: 保险公司资产负债表驱动力分解.....	5
图 3: 寿险行业保费同比增速（2011 年数据不可比）.....	6
图 4: 国寿保费增长同比增速.....	6
图 5: 平安寿险保费同比增速.....	6
图 6: 太保寿险保费同比增速.....	6
图 7: 中国人寿新业务价值增长情况（百万，%）.....	7
图 8: 中国平安新业务价值增长情况（百万，%）.....	7
图 9: 中国太保新业务价值增长情况（百万，%）.....	7
图 10: 保险公司真实投资收益分解.....	9
图 11: 保险责任准备金解析.....	10
图 12: 保险责任准备金基准评估利率走势（15 年）.....	11

表格

表 1: 上市保险公司业绩比较（百万，%）.....	4
表 2: 各公司投资组合比例变动表.....	8
表 3: 各公司真实投资收益率情况（百万，%）.....	9
表 4: 上市保险公司 AFS 浮亏与业绩平滑能力（百万，%）.....	10
表 5: 保险责任准备金基准评估利率变动（BP）.....	11
表 6: 中国人寿责任准备金计提评估（百万，%）.....	12
表 7: 平安寿险责任准备金计提评估（百万，%）.....	12
表 8: 太保寿险责任准备金计提评估（百万，%）.....	12
表 9: 中国人寿展业费用率（百万，%）.....	13
表 9: 中国平安展业费用率（百万，%）.....	14
表 9: 中国太保展业费用率（百万，%）.....	14
表 12: 中国人寿资产负债表预测:	15
表 13: 中国人寿利润表预测:	16
表 14: 中国平安资产负债和利润表预测:	17
表 15: 中国平安保费和内含价值预测:	18
表 16: 中国太保保费和内含价值预测:	19

一、中期业绩下滑在预期之中

整体来看，保险公司中期业绩喜忧参半。寿险业务规模和质量下降已在预期之中，但下降幅度还是略超预期。财险方面，行业迎来最佳经营周期，行业整体盈利能力大幅提升，与寿险业务形成鲜明对比。

由于保险公司净利润调节空间较大，所以净利润参考价值有限。业内进而用净资产增量来衡量保险公司业绩，但是净资产变化来自于保险公司盈利和融资分红。后者的存在使得保险公司净资产变动并不直接反映其经营业绩。所以，我们认为采用以下指标能更直接的反映保险公司业绩：

$$AROE = \frac{\text{归属母公司的综合收益}}{\text{期初归属母公司的净资产}}$$

综合收益即为其他综合收益与净利润之和。一般来讲，保险公司其他综合收益反映了当期可供出售金融资产浮盈变化（归属公司的部分）。所以，综合收益这一会计科目就反映了行业用净资产反映保险公司业绩的初衷——净利润无法反映 AFS 浮盈，净资产增量则可以。

表 1：上市保险公司业绩比较（百万，%）

	中国人寿	中国平安	中国太保
归属母公司的净利润	12,964	12,757	5,816
同比增速	-28%	33%	45%
归属母公司的综合收益	-353	9,453	2,523
同比增速	去年同期为 452	43%	去年同期为 -670
归属母公司的净资产	197,051	134,334	79,809
较年初增加	-6%	20%	-1%
AROE（综合收益/净资产）	-0.18%	7.04%	3.16%

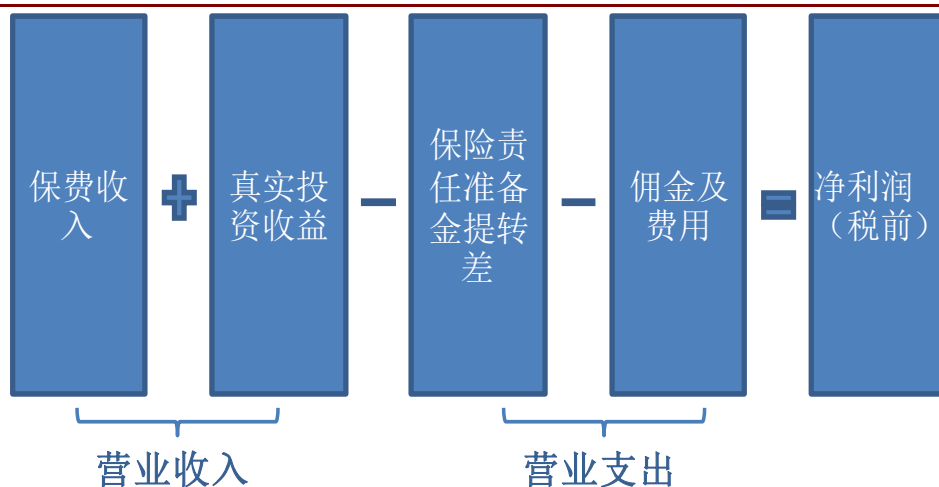
资料来源：公司财报，宏源证券

在表 1 中，中国平安利润中来自深发展的投资收益由于确认时点不同，2010 年基数较低，所以其 AROE 有所高估。剥离深发展利润影响后，中国平安 AROE 为 **6.13%**。整体来看，中国平安的 AROE 较高。

AROE 只是一个比较直观、简单易算的指标。由于三家上市公司业务架构不同，所以其净资产利润率有较大差别。比如，2011 年中期，非寿险业务盈利增速较快，中国太保和中国平安颇赖其力，单一经营寿险的中国人寿 ROE 则较低。

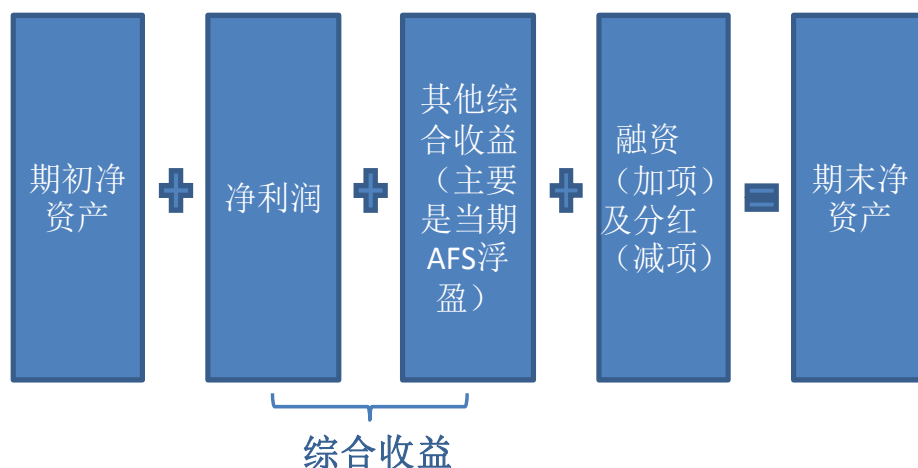
为了能客观反映各公司对同一业务的经营业绩，我们将从以下方面对保险公司业绩进行整体评估：保费收入——其核心指标为新业务价值增速，此外还有用以衡量保险公司业务质量的渠道指标；投资业绩——其核心指标为保险公司真实投资收益率，此外还有可供出售金融资产浮盈等指标；准备金——评估各家公司的准备金提取谨慎程度；费用率——反映各家公司的经营效率。

图 1：保险公司利润表驱动力分解



资料来源：公司财报，宏源证券

图 2：保险公司资产负债表驱动力分解



资料来源：公司财报，宏源证券

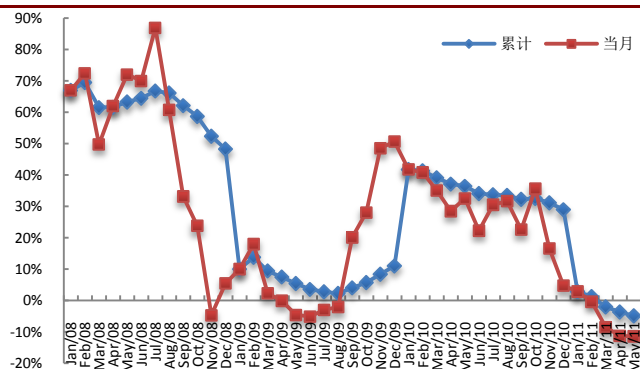
二、保费收入：太保新业务价值增长最快也符合预期

新会计准则下，上半年中国人寿累计实现保费收入 1955 亿，同比增长 6%。平安寿险实现规模保费（未进行保费分拆和重大风险测试）收入 1126.3 亿元，同比增长 20.94%。太保寿险上半年累计保费收入 546 亿，同比增长 11.4%。其中，利润率较高的个险期缴新单分别为 226 亿、229 亿、60.3 亿，同比增速分别为 22.4%、-3.7%、33.7%，其中国人寿由于主打 3 年期缴，而去年同期则主攻 6 年期缴，所以个险期缴新单的规模保费同比大幅增加。而中国太保则由于实施“聚焦营销渠道，聚焦期缴业务”的发展策略，个险业务发展较快。

从保单持续率上看，中国人寿上半年的 14 个月和 26 个月的保单持续率分别为 92.54% 和 87%，较 2010 年下降 0.47 和 0.56 个百分点。中国平安 13 个月和 25 个月的保单持续率分别为 95.2% 和 90.6%，较 2010 年分别上升 2.1 和 3.6 个百分点。中国太保的保单持续率分别为 93.1% 和 89.9%，较 2010 年上升 1.1 和 7.9 个百分点。

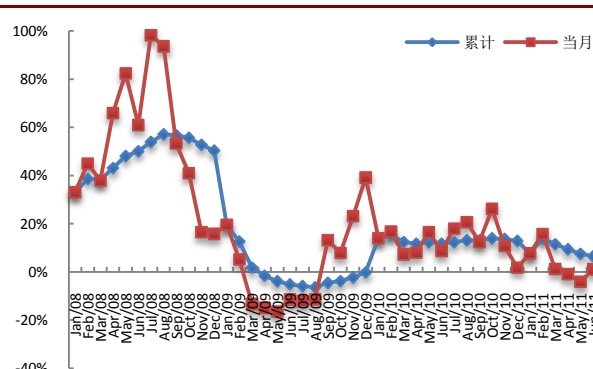
从个险营销人力来看,截止 2011 年 6 月 30 日,中国人寿、平安寿险和太保寿险的个险代理人数量分别为 66.2 万、47.5 万、28.2 万,较年初增加-6.23%、4.7%、0.7%。

图 3: 寿险行业保费同比增速 (2011 年数据不可比)



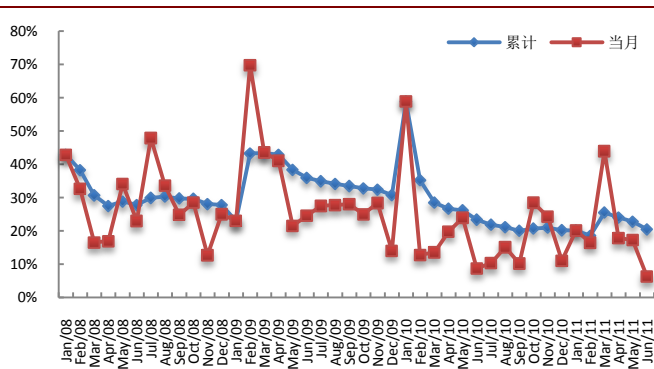
资料来源: CIRC, 宏源证券

图 4: 国寿保费增长同比增速



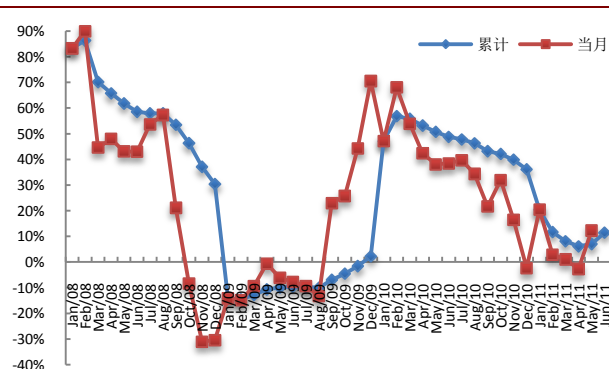
资料来源: CIRC, 宏源证券

图 5: 平安寿险保费同比增速



资料来源: CIRC, 宏源证券

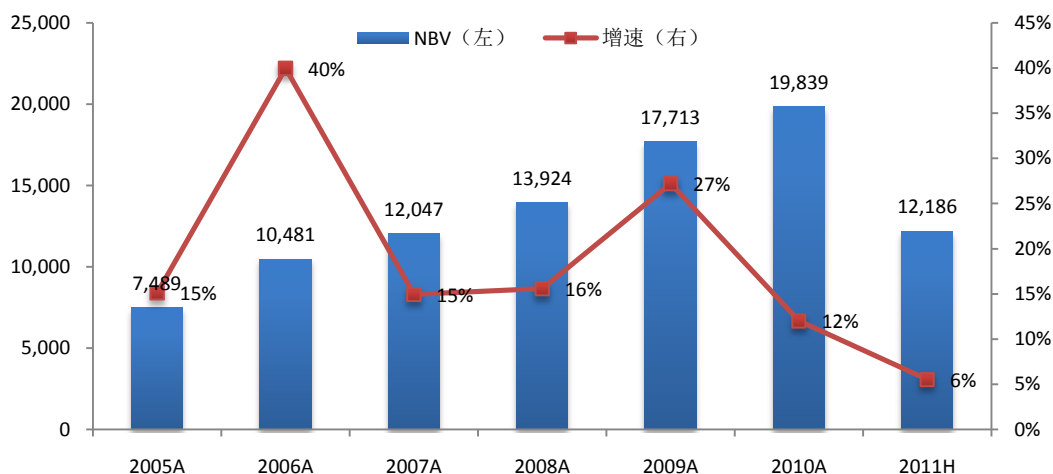
图 6: 太保寿险保费同比增速



资料来源: CIRC, 宏源证券

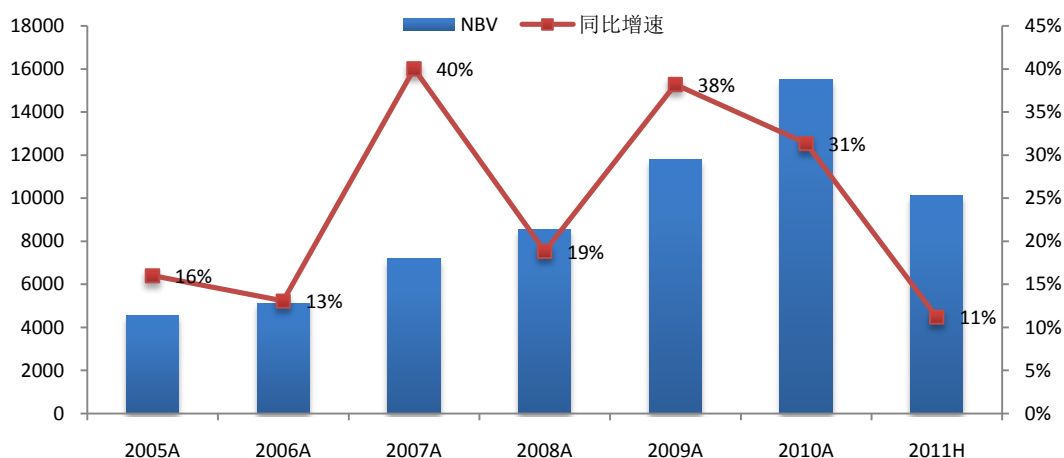
由于银行存款利率上升保险产品缺乏吸引力、保险公司营销人员增员困难、银保监管新规出台,保险公司寿险营销面临困境。主要体现在规模保费增速下降、新业务价值增速下降。2011 年上半年,中国人寿、平安寿险和太保人寿的扣除持有偿付能力额度成本后的半年新业务价值为 121.86 亿、101.48 亿、38.3 亿,同比增长 5.52%、11.2%、18.3%。其中,中国平安在 2011 年中报中将 2010 年中期的半年新业务价值校正为 86.03 亿,按此计算 2011 年中期平安寿险半年新业务价值同比增长 18%。三家公司中中国太保增速最快而且符合预期,这也是 2011 年以来中国太保股价较为抗跌且弹性较好的原因。相比之下,中国人寿和中国平安增速则略低于预期。

图 7：中国人寿新业务价值增长情况（百万，%）



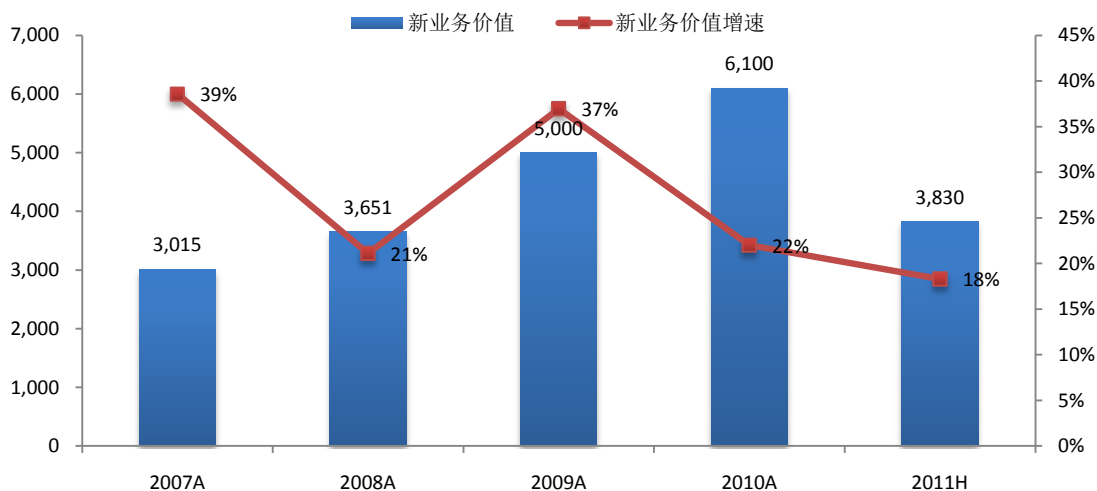
资料来源：公司财报，宏源证券

图 8：中国平安新业务价值增长情况（百万，%）



资料来源：公司财报，宏源证券

图 9：中国太保新业务价值增长情况（百万，%）



资料来源：公司财报，宏源证券

三、投资业绩：中国平安领先

（一）投资资产配置

2011 年中期，各公司的投资资产组合如表 2 所示，各家公司最大的共同之处就是降低了债券占比，增加了定期存款的比重。这一点我们在前期的报告中多有提及，逻辑也很简单：5 年期定期存款利率已达 5.5%，大额协议存款利率可达 6%，已远远超过各个券种的到期收益率。保险资金选择大额协议存款也在情理之中。

在股票和基金投资上，三家公司有所差别：与年初相比，中国人寿仓位下降 1.28 个百分点，而中国平安和中国太保均有所增仓。从历史来看，中国人寿的权益仓位一直高于另外两家公司，在弱市下获取超额收益难度较大，公司遂逐步降低权益仓位。而中国平安和中国太保则选择在目前较低点位上选择战略性的加仓。

表 2：各公司投资组合比例变动表

	国寿	平安	太保	国寿变动	平安变动	太保变动
货币资金	5.46%	9.20%	3.4%	1.88%	-2.00%	-0.60%
债券	43.23%	57.60%	50.3%	-2.28%	-1.6%	-3.4%
股票和基金	13.38%	11.50%	12.9%	-1.28%	1.8%	1%
定期存款	34.32%	19.20%	26.1%	1.27%	1.8%	1.4%
其他	3.61%	2.50%	7.29%	0.41%	0.07%	1.54%

资料来源：公司财报，宏源证券

（二）真实投资收益率

从投资收益率看，中报披露的国寿、平安和太保的投资收益率分别为 4.5%、4.2%、4.4%。三家公司投资资产的范畴各不相同，比如中国人寿和中国平安投资资产中不包括长期股权投资，进而其投资收益就不包括对联营企业的投资收益，而且中国人寿的总投资收益中扣除了投资业务营业税金及附加，中国平安和中国太保报表中则未明确说明扣除。

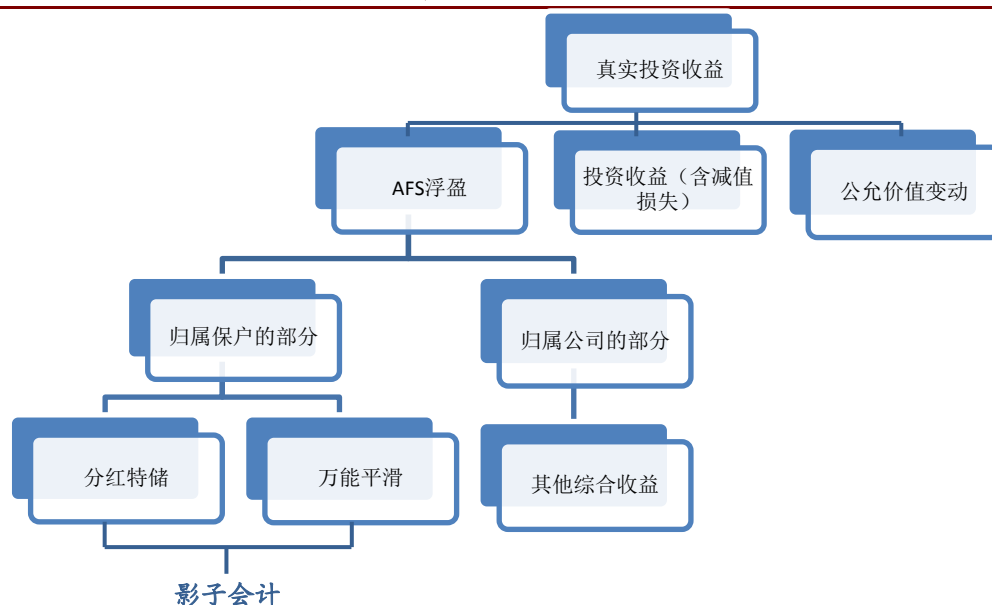
我们认为，为了全面评估保险公司业绩，必须考虑 AFS 浮盈变动，因此我们定义

真实投资收益 = (投资收益 + 公允价值变动 + 可供出售金融资产当期浮盈 - 资产减值损失) / 平均投资资产

可供出售金融资产浮盈中包含了归属于保险公司的部分，也包含属于保户的部分。这是由于分红险和万能险包含利益分享风险共担的保单设计思想，分红险账户和万能险账户的投资收益由保险人和投保人共享。我们要把属于保户的部分也考虑进来是因为账户的总投资收益才体现了保险公司真实的投资能力，而且投资资产的计算中也没有剥离属于保户的分红险/万能险账户资产。

关于可供出售金融资产浮盈，我们在《保险公司真实投资收益率测算与估值优化》一文中详细的解释。

图 10: 保险公司真实投资收益分解



资料来源：公司财报，宏源证券

上半年国寿、平安和太保的真实投资收益率分别为 1.02%、1.33%、1.2%，简单年化分别为 2.04%、2.66%、2.4%。三家公司的真实收益率均远低于财报披露的投资收益率。在表 3 中，中国人寿投资收益扣除了对联营企业的投资收益。

表 3: 各公司真实投资收益率情况（百万，%）

	国寿	平安	太保
投资收益	34,697	18,177	11,773
公允价值变动	201	-386	-87
资产减值损失	-3,600	-1,129	-1,168
AFS 浮盈变动	-17,020	-6,002	-4,954
真实投资收益	14,278	10,660	5,564
平均投资资产	1395271	800,512	461,949
真实投资收益率	1.02%	1.33%	1.20%

资料来源：公司财报，宏源证券

2011 年上半年，在股票市场震荡下行的背景下，中国人寿由于权益仓位相对另两家公司较重，而且出于审慎考虑本期计提了 36 亿资产减值损失，所以真实投资收益率低于另两家公司。中国太保和中国平安则因为灵活快速的投资风格较好的规避了 A 股风险。

（三）AFS 浮亏情况

可供出售金融资产浮盈浮亏变动是保险公司重要的业绩平滑工具。如本章第二节所示，2011 年上半年各家上市保险公司的真实投资收益率只有其财务报表中披露的 50%，其中可供出售金融资产浮盈浮亏发挥了举足轻重的作用。这一节我们讨论的可供出售金融资产浮盈浮亏只是归属于保险公司的部分，因为只有这部分在需要的时候能进入公司的损益表，平滑公司的净利润。

表 4: 上市保险公司 AFS 浮亏与业绩平滑能力 (百万, %)

	国寿	平安	太保
资本公积中 AFS 浮亏	-8646	-3429	-5383
占投资资产比例	-0.59%	-0.41%	-1.10%
占股东权益比例	-4.39%	-2.55%	-7.25%

资料来源: 公司财报, 宏源证券

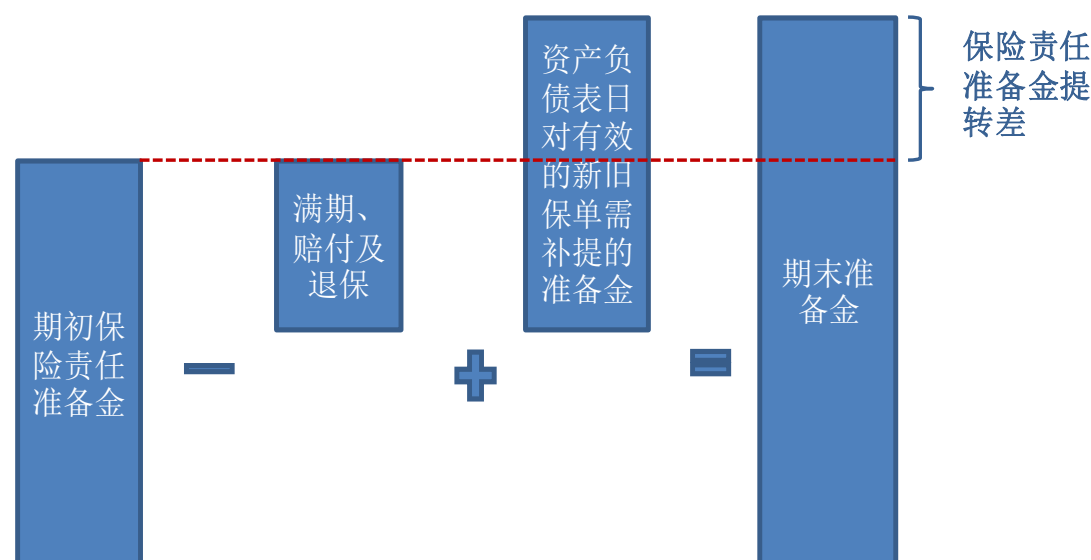
如表 4 所示, 为了尽量保持平滑的财务报表净利润, 三家公司均持有大量的可供出售金融资产浮亏。其中, 中国太保的 AFS 浮亏达 53.83 亿, 占投资资产的比例和占股东权益的比例分别为-1.1%和-7.25%, 均为三家公司最高。未来, 从可供出售金融资产浮盈浮亏来看, 中国平安业绩弹性最大, 国寿次之, 太保最弱。

四、准备金计提: 国寿大量补提使业绩相对“低估”

(一) 保险责任准备金原理解析

2009 年 12 月, 财政部印发了《保险合同相关会计处理规定》, 就保费收入确认和保险合同准备金计量等相关会计处理问题进行了明确。关于保险责任准备金计量的核心在于评估利率的确定。对于保险利益不受对应资产组合影响的保险合同, 保险公司需要以 750 日国债收益率曲线为基准, 同时考虑流动性、税收和其他因素等确定折现率假设。对于未来保险利益受对应资产组合投资收益率影响的保险合同, 保险公司需要以对应资产组合未来预期收益率为折现率。在此规定下, 保险公司对于责任准备金的提取拥有充分的自由度, 这也在一定程度上增加了责任准备金提取充足程度横向比较的难度。

图 11: 保险责任准备金解析



资料来源: 公司财报, 宏源证券

利润表中的“提取保险责任准备金”没有实际意义, 从原理上来讲它就是资产负债表中保险责任准备金的增量。如图 11 所示, 在资产负债表日, 本期内满期、赔付及退保保单需要释放准备金。与此同时, 保险公司需要在一系列折现率、死亡率、费用率假设下,

本着审慎原则，对仍存续的旧保单及本期新保单补提保险责任准备金。如此可得期末的保险责任准备金。图 11 中，第二项“满期、赔付及退保”是保险责任准备金释放，第三项“资产负债表日对有效的新旧保单计提或补提的准备金”是保险责任准备金增加，两者抵消，即为本期内保险责任准备金增量——利润表的“提取保险责任准备金”科目。

我们要核算本期保险公司准备金提取的充足程度，第三项“资产负债表日对有效的新旧保单计提或补提的准备金”尤为重要，而在中国平安的财报中有更为直接的叫法：赔款及保户利益。计算方法上，保险公司利润表中直接披露“退保金”、“满期及赔付支出”、“保单红利支出”以及“提取保险责任准备金”。当然，从原理上来讲，更合理的方法是比较资产负债表的保险责任准备金与期末的有效保单。但是，由于存量准备金规模过大，导致敏感性不足。所以我们采取比较“赔款及保护利益”与已赚保费的方法来衡量准备金计提充足程度。

（二）准备金计提充足程度比较

保险公司的传统险保单评估利率需要以 750 天移动平均的国债收益率为基准评估利率进行确认。从图 12 和表 5 来看，2011 年底前，基准评估利率是不断下降的。也就是说，保险公司需要不断补提准备金。

图 12：保险责任准备金基准评估利率走势（15 年）



资料来源：chinabond，宏源证券

表 5：保险责任准备金基准评估利率变动（BP）

半年度环比变化	1 年期	2 年期	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期	15 年期	20 年期	30 年期
2010H1	-9.8	-8.0	-6.4	-4.5	-3.4	-1.6	3.5	4.5	4.0
2010H2	-18.3	-19.0	-18.5	-17.4	-16.5	-16.1	-12.8	-11.0	-11.7
2011H1	-7.2	-8.4	-7.6	-6.7	-5.1	-4.4	-3.3	-4.0	-3.7
2011H2	-0.2	2.6	3.7	2.8	3.9	3.6	0.0	-0.8	-0.1

资料来源：chinabond，宏源证券

同时，分红险和万能险保单的评估利率需要保险公司基于对未来投资收益率的合理预期进行确定。在货币政策偏紧和加息通道末期的背景下，固息类产品的收益率中枢在不断抬升。保险公司可上调这部分保单的评估利率、释放准备金。

如表 6 至表 8, 我们整理并计算了各家公司的准备金充足率数据。其中, 中国太保 2011 年中期末单独列示保单红利支出, 所以我们在计算时未考虑与其相关的投资收益。

表 6: 中国人寿责任准备金计提评估 (百万, %)

	2008A	2009A	2010H	2010A	2011H
退保金	-25,485	-23,320	-12,810	-25,714	-17,630
赔付支出	-71,581	-59,308	-27,945	-54,016	-45,899
提取保险责任准备金	-135,005	-154,531	-122,619	-200,033	-116,930
保单红利支出	-1,671	-14,487	-6,195	-13,224	-5,764
已赚保费	265,177	275,077	183,589	318,088	194,849
投资收益	53,769	62,807	32,371	68,280	35,866
公允价值变动收益	-8,316	1,636	-382	168	201
赔付和客户利益/已赚保费和投资收益	-75.2%	-74.1%	-78.7%	-75.8%	-80.6%

资料来源: 公司财报, 宏源证券

表 7: 平安寿险责任准备金计提评估 (百万, %)

	2009H	2009A	2010H	2010A	2011H
退保金	-2116	-4,993	-1728	-3,816	-2,058
赔付支出	-7818	-16,736	-8190	-17,177	-13,059
减: 摊回赔付支出	504	1,070	559	1,161	473
提取保险责任准备金	-21588	-39,098	-30791	-60,538	-45,918
减: 摊回保险责任准备金	95	49	31		-48
保单红利支出	-1999	-3,905	-2434	-3,907	-2,842
已赚保费	39551	71,876	53822	95,586	73,957
投资收益	12098	26,961	10000	26,904	14,895
公允价值变动收益	1677	1,574	-470	-20	-369
赔付和客户利益/已赚保费和投资收益	-61.74%	-63.35%	-67.17%	-68.81%	-71.71%

资料来源: 公司财报, 宏源证券

表 8: 太保寿险责任准备金计提评估 (百万, %)

	2008A	2009A	2010H	2010A	2011H
退保金	-3,974	-4,386	-2,064	-4,489	-3,898
赔付支出	-15,449	-12,717	-7,125	-13,749	-7,432
减: 摊回赔付支出	399	476	259	609	447
提取保险责任准备金净额	-20,108	-38,358	-33,368	-59,323	-35,559
减: 摊回保险责任准备金	606	1,305			
已赚保费	45,761	59,058	46,918	84,665	53,080
赔付和保户利益/已赚保费	-84.2%	-90.9%	-90.2%	-90.9%	-87.5%

资料来源: 公司财报, 宏源证券

2011 年中期, 中国人寿的赔付和客户利益与已赚保费和投资收益之比达 80.6%, 较 2010 年末的 75.8% 大幅上升了 4.8 个百分点。平安寿险同指标上升了 2.9 个百分点。考虑

到太保寿险的保费结构与中国人寿最为相似,我们可以认为两家公司的准备金账户结构也最具可比性。但是中国太保的保费成本率(赔付和保户利益/已赚保费)反而下降了 3.4 个百分点。

中国人寿的中报显示,公司精算假设的变更(主要是评估利率)所形成的保险合同准备金的变动计入本期利润表。**此项会计估计变更增加 2011 年 6 月 30 日寿险责任准备金人民币 15.72 亿元,增加长期健康险责任准备金人民币 0.5 亿元,减少税前利润合计人民币 16.22 亿元。**

与此相对的,中国太保在重大会计估计变更中说明:公司在 2011 年 6 月 30 日对精算假设进行了调整,所形成的相关保险合同准备金的变动计入本期利润表。**此项会计估计变更减少 2011 年 6 月 30 日寿险责任准备金和长期健康险责任准备金合计人民币 2.3 亿元,即将增加截止 2011 年 6 月 30 日止 6 个月期间内的利润总和合计人民币 2.3 亿元。**

中国平安在 2011 年 6 月 30 日重新厘定精算假设,**增加 2011 年 6 月 30 日寿险及长期健康险责任准备金 4.71 亿,减少 2011 年 6 月 30 日止 6 个月期间内税前利润人民币 4.71 亿。**

综上,中国人寿在大量补提准备金,中国平安小额补提准备金,而中国太保在释放准备金。中国人寿在准备金计提上的谨慎也是其中期业绩低于另外两家公司的原因之一。

五、费用率：中国太保所有上升

寿险业务的费用主要包括两块:佣金及手续费、业务及管理费。前者衡量保险公司展业费用率水平,后者衡量保险公司运营效率。

对于展业费用率的基数,一般来讲首年标准保费(APE)是最理想的指标,因为展业费用主要发生在首期;选取首年标准保费而不是首年规模保费的原因是可以消除缴费期限影响,测算更加公允。但是保险公司财报并不披露首年标准保费,所以我们按照业内惯例采取如下方法:

$$\text{首年期交保费} + \text{首年趸交保费} * 0.1 \approx \text{APE}$$

需要说明的是,上述计算首年标准保费的方法默认期交保费为 10 年期,而且假定公司的缴费期限保持不变。所以公司之间可比性较差,我们只是从各公司的历史数据判断费用率的升降。

如表 9 所示,近年中国人寿的展业费用率均维持在 30%-35%之间。2011 年中期相比 2010 年下降了 2 个百分点至 32.38%。

表 9: 中国人寿展业费用率(百万, %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011H
佣金及手续费	14647	16056	24200	22936	27256	15343
APE	43260.5	47943.3	64689.1	65453.4	79445.8	47,388
展业费用率	33.86%	33.49%	37.41%	35.04%	34.31%	32.38%

资料来源:公司财报,宏源证券

对于国寿的管理费用率,由于国寿的国有性质,公司实行严格的薪酬管理体制。2008 年制 2010 年,国寿业务及管理费同比增速分别为 6.23%、10.9%、8.7%,与公司业绩变动

相关性不大。2011 年中期，公司管理费达 94.11%，同比增长 7.4%，增速在合理区间内。

2011 年上半年，中国平安的展业费用率为 20.5%，较 2010 年略有上升，中国太保的费用率相比 2010 年则有较大升幅。

表 10：中国平安展业费用率（百万，%）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011H
佣金及手续费	6559	9004	5823	7233	8790	6080
APE	15557.8	20478.8	27227.7	36750.1	49490.1	29,660
展业费用率	42.16%	43.97%	21.39%	19.68%	17.76%	20.50%

资料来源：公司财报，宏源证券

表 11：中国太保展业费用率（百万，%）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011H
佣金及手续费	2,753	3,746	4,739	5,634	7,010	4,653
APE	5,814	8,044	8,651	15,273	20,601	11,546
展业费用率	47.35%	46.57%	54.78%	36.89%	34.03%	40.30%

资料来源：公司财报，宏源证券

六、盈利预测及投资建议

（一）盈利预测

鉴于 2011 年以来的经济形势变化、股票市场波动以及中期业绩，我们需要对 2011 年及以后年度的盈利预测假设及作出调整。

（1）下调权益投资收益率：

保险公司净利润大幅波动的风险主要来自于股票市场，评估利率变动也会对公司利润造成影响。参考宏源证券策略组“四季度经济软着陆背景下的估值修复”观点，调整 2011 年保险公司权益投资收益率至 0%，即在保险公司取得同步于大盘收益率的背景下，从目前至年末上证综指上涨幅度为 12%（年初为 2800,假定到年末大盘能回升到 2800，9 月 9 日为 2500 点）。

（2）上调固息类收益率

在加息和货币政策偏紧背景下，货币资金价格中枢上移，上调保险公司固息类收益率至 5%。

（3）上调评估利率

参考上市公司披露的评估利率和上文中对责任准备金计提充足率的测算，上调各家寿险业务的评估利率。

（4）参考上半年业绩，调整新业务价值增速

对于 2011 年新业务价值增速，仍然维持太保 20% 的预测；下调中国平安至 13%（2010 年基数以 2010 年中报披露数据为准）；维持中国人寿 8% 的预测。

在上述假设下，我们预计 2011 年中国人寿归属公司股东的净利润达 296 亿，同比下降 12%，EPS 为 1.05 元，期末净资产为 2280 亿，同比增长 9%，每股净资产为 8.07 元。

不考虑并表深发展，2011 年中国平安归属公司股东的净利润为 216 亿，同比增长 24.9%，EPS 为 2.73 元。期末公司净资产为 1295 亿，BVPS 为 16.39 元。

预计中国太保全年实现净利润 105 亿，同比增长 23%，EPS 为 1.23 元。期末净资产为 834 亿，同比增长 9%，BVPS 为 10.16 元。

各家公司的营业预测表如表所示：

表 12：中国人寿资产负债表预测：

资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	36,176	47,839	41,637	38,986	44,681
交易性金融资产	9,102	9,693	12,355	16,495	844
债券计划投资	9,250	12,566	16,927	20,312	44,687
保户质押贷款	13,831	23,977	23,132	17,721	20,309
定期存款	344,983	441,585	385,527	443,025	507,737
可供出售金融资产	517,499	548,121	678,527	797,446	934,235
持有到期投资	235,099	246,227	385,527	443,025	507,737
长期股权投资	8,470	20,892	11,849	14,219	31,281
存出资本保证金	6,153	6,153	6,153	6,153	6,153
固定资产	13,511	16,498	16,927	20,312	44,687
资产总计	1,226,257	1,410,579	1,692,695	2,031,234	4,468,714
卖出回购金融资产款	33,553	23,065	33,854	40,625	89,374
应付保单红利	54,587	52,828	93,098	111,718	245,779
保户投资款代理业务负债	67,274	70,087	101,562	121,874	268,123
未到期责任准备金	5,997	5,935	8,463	10,156	22,344
未决赔款准备金	2,944	3,304	4,524	5,429	11,943
寿险责任准备金	802,895	1,000,483	1,151,032	1,381,239	3,038,726
长期健康险责任准备金	6,328	8,413	13,542	16,250	35,750
负债合计	1,013,481	1,200,104	1,462,959	1,772,629	4,176,712
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	74,662	58,460	101,562	121,874	268,123
盈余公积	18,490	29,050	25,390	30,469	67,031
归属母公司所有者权益	211,072	208,710	228,078	256,616	287,627
股东权益合计	212,776	210,475	229,736	258,605	292,002
负债和股东权益合计	1,226,257	1,410,579	1,692,695	2,031,234	4,468,714
每股数据	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
每股净资产	7.47	7.38	8.07	9.08	10.18
每股盈利	1.16	1.20	1.05	1.57	1.82
每股内涵价值	10.09	10.55	11.65	13.50	15.63

资料来源：宏源证券

表 13: 中国人寿利润表预测:

利润表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	342,026	388,791	415,046	489,913	547,109
已赚保费	275,077	318,088	359,424	398,961	442,847
提取未到期责任准备金	-735	36	-1,079	-1,198	-1,329
投资收益及公允价值变动	64,443	68,448	53,104	88,158	101,161
其他收入	2,506	2,255	3,596	3,992	4,431
营业支出	-300,164	-347,780	-380,085	-437,561	-486,562
退保金	-23,320	-25,714	-35,964	-39,920	-44,311
赔付支出	-59,308	-54,016	-86,314	-95,808	-106,347
提取保险责任准备金	-154,531	-200,033	-190,609	-219,560	-243,712
保单红利支出	-14,487	-13,224	-10,621	-17,632	-20,232
手续费及佣金支出	-22,936	-27,256	-29,131	-32,335	-35,892
业务及管理费	-19,238	-20,917	-22,828	-26,945	-30,091
其他支出	-6,344	-6,620	-4,619	-5,360	-5,977
利润总额	41,745	41,008	34,861	52,252	60,448
所得税费用	-8,709	-7,197	-5,229	-7,838	-9,067
净利润	33,036	33,811	29,632	44,415	51,380
内含价值(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
经调整净资产	159,948	144,655	148,251	168,093	189,802
有效业务价值	149,387	183,008	215,949	254,820	300,688
调整后有效业务价值	125,282	153,444	180,966	213,539	251,977
内含价值	285,229	298,099	329,217	381,633	441,778
一年新业务价值	21,352	23,726	26,402	28,559	32,167
调整后一年新业务价值	17,713	19,839	20,974	22,687	25,553
新业务倍数					
每股评估价值(元)					
估值水平	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
P/B	2.12	2.15	1.97	1.75	1.56
P/E	13.67	13.26	15.13	10.09	8.72
P/EVPS	1.87	1.57	1.50	1.36	1.17

资料来源: 宏源证券

表 14：中国平安资产负债和利润表预测：

利润表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	147,835	189,439	250,093	310,576	369,040
已赚保费	100,383	141,124	193,526	232,376	277,071
提取未到期责任准备金	-5,483	-10,079	-8,313	-10,392	-12,678
银行业务利息净收入	4,210	5,934	7,018	8,110	7,486
手续费及佣金净收入	2,781	4,934	5,498	6,487	7,807
投资收益及公允价值变动	32,194	32,645	40,446	59,997	73,068
其他收入	8,267	4,802	3,606	3,607	3,608
营业支出	-128,254	-167,122	-220,528	-269,198	-323,775
退保金	-4,993	-3,816	-8,095	-10,072	-11,994
赔付支出	-29,533	-35,888	-50,145	-64,638	-79,360
提取保险责任准备金	-40,620	-65,902	-81,083	-96,887	-115,551
保单红利支出	-4,559	-3,907	-6,476	-8,058	-9,595
保险业务手续费及佣金支出	-11,418	-14,507	-21,809	-26,258	-31,359
业务及管理费	-22,438	-29,276	-37,666	-45,322	-54,966
资产减值损失	-763	-1,532	0	0	0
其他支出	-14,989	-13,997	-18,187	-21,821	-25,834
营业利润	19,581	22,317	29,566	41,378	45,265
营业外收支	338	30	0	0	0
利润总额	19,919	22,347	29,566	41,378	45,265
所得税费用	-5,437	-4,409	-6,800	-9,517	-10,411
净利润	14,482	17,938	22,766	31,861	34,854
资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
债券	351,432	451,882	567,458	697,935	852,647
权益投资	63,576	22,615	94,576	116,323	142,108
定期存款	91,599	133,105	132,407	139,587	170,529
投资物业	8,932	9,235	28,373	34,897	42,632
其他固定到期日投资	5,434	8,633	4,729	5,816	7,105
投资资产	520,973	677,143	827,543	994,558	1,215,021
发放贷款及垫款	109,060	131,960	156,633	352,424	1,145,378
其他资产	305,679	362,524	480,358	1,948,219	8,349,003
资产合计	935,712	1,171,627	1,464,534	3,295,201	10,709,403
准备金	367,622	444,035	0	0	0
吸收存款	127,052	162,860	191,540	430,965	1,400,637
其他负债	349,295	447,849	1,137,898	2,703,652	9,120,299
负债合计	843,969	1,054,744	1,329,438	3,134,617	10,520,935
归属母公司所有者权益	84,970	112,030	129,486	153,917	180,643
少数股东权益	6,773	4,853	5,609	6,667	7,825
股东权益合计	91,743	116,883	135,095	160,584	188,468
每股数据(元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
每股净资产	11.57	15.25	16.39	19.48	22.87
每股盈利	1.89	2.26	2.73	3.96	4.33
每股内涵价值	21.14	26.29	31.33	36.13	43.73

表 15: 中国平安保费和内含价值预测:

保费收入(百万元, %)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
个人保险	99,863	130,146	144,056	174,644	206,080
首年保费	31,024	42,699	47,263	57,298	67,612
续期保费	68,839	87,447	96,794	117,346	138,468
银行保险	27,783	27,098	41,441	48,900	57,702
首年保费	27,148	26,193	40,454	47,736	56,328
续期保费	635	905	987	1,164	1,374
团体保险	6,857	7,204	11,840	9,314	10,991
首年保费	6,812	7,158	10,656	8,383	9,892
续期保费	45	46	1,184	931	1,099
寿险保费收入合计	134,503	164,448	197,338	232,858	274,773
同比增速	31.39%	0	0	18.00%	18.00%
首年保费合计	64,984	76,050	98,373	113,417	133,832
同比增速	43.06%	0	0	15.29%	18.00%
标准保费	36,750	49,490	54,439	62,419	74,182
同比增速	34.97%	0	0	14.66%	18.84%
APB margin	32.12%	0	0	29.00%	29.00%
车险	29,561	49,420	58,194	72,743	88,746
非车险	7,476	11,205	20,784	25,979	31,695
短期意外和健康险	1,737	1,882	4,157	5,196	6,339
财险保费收入合计	38,774	62,507	83,134	103,918	126,780
同比增速	43.53%	1	0	25.00%	22.00%
内含价值(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
期初内含价值	69,643	100,704			
内含价值的预期回报	7,431	9,823			
本期新业务的价值	12,654	16,310			
其他经验差异	601	392			
投资回报差异	3,404	1,392			
市场价值调整	4,989	-2,719			
股东红利分配	-952	-2,023			
资本注入	1,700	716			
期末内含价值	100,704	121,086			
经调整净资产	94,606	123,573	148,605	160,584	188,468
有效业务价值	60,651	77,413	90,854	115,556	145,809
调整后有效业务价值	60,651	77,413	90,854	115,556	145,809
一年新业务价值	13,945	18,192	0	18,102	21,513
调整后一年新业务价值	11,805	15,507	16,876	15,386	18,286
新业务倍数	30	30	30	30	30
每股评估价值(元)		78	88	96	96
估值水平	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
P/B	3.62	2.75	2.55	2.15	1.83
P/E	22.15	18.49	15.33	10.57	9.67
P/EVPS	1.98	1.59	1.34	1.16	0.96

表 16：中国太保保费和内含价值预测：

利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	104,313	141,662	168,345	206,873	243,588
已赚保费	84,127	119,751	147,878	175,113	204,860
提取未到期责任准备金	-2,424	-6,382	-5,099	-6,038	-7,064
投资收益及公允价值变动	19,529	21,260	19,666	30,802	37,598
其他收入	657	651	801	958	1,130
营业支出	-94,772	-130,972	-154,995	-189,158	-221,060
退保金	-4,386	-4,489	-5,311	-6,108	-7,024
赔付支出	-30,494	-34,523	-44,531	-54,922	-64,971
提取保险责任准备金	-39,225	-64,707	-69,413	-84,730	-97,644
保单红利支出	-2,053	-3,399	-2,619	-3,230	-4,378
手续费及佣金支出	-8,820	-11,198	-15,298	-18,115	-21,192
业务及管理费	-13,237	-16,989	-21,885	-26,893	-31,666
其他支出	3,443	4,333	4,062	4,840	5,815
营业利润	9,541	10,690	13,350	17,714	22,528
营业外收支	-35	-20	20	20	20
利润总额	9,506	10,670	13,370	17,734	22,548
所得税费用	-2,033	-2,005	-2,674	-3,547	-4,510
净利润	7,473	8,665	10,696	14,187	18,038
资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	272,469	344,384	382,917	450,463	547,317
定期存款	182,778	232,533	249,960	306,837	372,810
债券投资	86,371	106,772	132,957	143,626	174,507
权益投资	3,320	5,079	0	0	0
基础设施建设	44,915	51,516	63,819	78,341	95,186
其他投资资产	464	440	1,064	1,306	1,586
投资资产	590,317	740,724	830,717	980,573	1,191,407
其他资产	-193,130	-265,013	-259,864	-295,549	-369,378
资产合计	397,187	475,711	570,853	685,024	822,029
准备金	236,152	307,186	344,224	426,770	512,124
其他负债	85,362	86,974	138,125	160,529	200,455
负债合计	321,514	394,160	482,350	587,298	712,578
归属母公司所有者权益	74,651	80,297	87,362	96,355	107,806
少数股东权益	1,022	1,254	1,142	1,370	1,644
股东权益合计	75,673	81,551	88,504	97,725	109,450
每股数据(元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股净资产	8.80	9.34	10.16	11.20	12.54
每股盈利	0.95	1.00	1.23	1.62	2.07
每股内含价值	11.60	12.80	14.51	16.81	19.37

资料来源：宏源证券

（二）投资建议

按照内含价值和新业务价值估值，目前中国人寿、中国平安、中国太保股价对应的一年期新业务价值倍数分别为 5.6 倍、4.4 倍、7.22 倍，均处于历史的绝对地位。

投资建议方面，如我们在历次报告中所述：此次加息周期保险公司资金成本快速上升，幅度超过投资收益率，保险公司利差收窄；银保监管新规导致银保渠道保费增长受限；投资环境不佳，作为强周期的保险股自然难有表现。目前来看，寿险行业利差止跌、基本保持稳定，这一情况短期内难以改变。保险公司低景气运行已在盈利和估值上充分反映，未来股价上扬更依赖外部资本市场好转。个股选择上，由于财险行业迎来历史最佳经营周期，中国太保和中国平安整体业绩得到有效支撑，其中中国太保寿险业务“聚焦营销、聚焦期缴”的转型颇有成效，上半年新业务价值增长领先中国平安和中国人寿，全年增速得到保证。短期内中国太保仍是我们在保险行业的首选。

分析师简介:

分析师姓名: 黄立军, 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年今日投资非银行金融行业第一名。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。