

推荐 (维持)

保费环比小升，权益投资加码

2011 年 9 月 15 日

保险行业 2011 年 9 月报

上证指数 2484

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	3	0.2
总市值 (亿元)	6496	2.8
流通市值 (亿元)	6480	3.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.8	-19.6	-25.7
相对表现	1.6	-11.7	-21.6



相关报告

- 1、《非理性下跌为反弹蓄势-保险行业 2011 年 8 月报》2011-8-10
- 2、《紧要处当识决断之机-保险行业 2011 年 7 月报》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

王宇航

0755-83734407
wangyh1@cmschina.com.cn

八月三家寿险公司个险新单环比回升，八月以来保险股相对大盘表现较好，中国太保产寿险业务盈利水平俱佳，产寿险增速上升，维持强烈推荐。

- **规模保费：寿险新口径增速小有起色，产险加速增长。**8 月寿险规模保费上，国寿收入 217 亿元，同比减少 6.22%，累计增长 4.08%。平安收入 73 亿元，同比增长 15.34%，累计同比增长 33.19%。太保 65 亿元，同比增长 1.54%，累计同比增长 9.31%。8 月产险保费数据：平安收入 66 亿元，同比增长 37.63%，增速比 7 月提升 443BP，累计同比增长 35.77%。太保收入 45 亿元，同比增长 20.32%，增速比 7 月提升 207BP，累计同比增长 19.13%。
- **个险新单八月数据估计：环比上升，同比下降。**7 月三家公司均经历了年内个险新单的低谷，我们估计 8 月平安和国寿单月实现新单保费 18 亿元左右，太保实现 6 亿左右，尽管环比上升，但同比增速仍在下降。
- **保险公司中期业绩回顾。**平安虽然产险保费和利润增速最快，但其寿险带来的当期利润逊于太保，“标准保费”增速仅为 5.37%，快于国寿的 2.02%，但慢于太保的 12.16%；太保 APE 新业务利润改善最幅度大。太保产险综合成本率优于平安达到 91.1%，产险净利同比增长 54.0%；平安产险净利同比增长 147.5%，贡献占比较去年同期提高 9.7 个百分点达到 20.7%。
- **考虑到再融资、派息、会计假设的调整后，实际净资产增速为平安 20.2%，太保 0.0%，国寿-6.0%，除了利润增长和长险准备金对折现率的敏感性不同外，还有 AFS 的新增浮亏，其占投资资产的比重：国寿>太保>平安。**
- **八月以来保险股相对表现好。**8 月至今我们主推的中国太保表现超越大盘 4.95 个百分点，由于保险股前期股价充分低估，近期大盘下挫之中保险股相对表现较好，在 24 个 wind 二级行业板块中，保险股的最近 5、10 和 20 个交易日涨幅分别居第 2、3、6 位，低估值保险股的防御优势明显。
- **七八两月连续减少债券配置，权益类投资增加。**投资资产 7 月增加 1344 亿元，创三年来最大单月增幅，但银行存款 7 月大幅减少 1675 亿元，占比环比下降约 3 个百分点；债券投资 7 月和 8 月单月各减少 182 亿元和 305 亿元，减持的主要品种为企业债。权益类投资 7 月增加 1154 亿元，同期上证综指下跌 2.18%，保险资金显示抄底迹象。
- **债市收益率前低后高。**八月至今各种债券收益率历经震荡略有提升，预计九月末面临十一长假的资金压力将带来收益率再度上升。
- **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	39.48	2.26	3.10	12.7	2.2	3.08	1.23	强烈推荐-A
中国太保	20.31	1.00	1.40	14.5	2.0	7.37	1.45	强烈推荐-A
中国人寿	15.99	1.19	1.10	14.5	2.1	6.02	1.41	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、上半年业绩和上月走势回顾	3
1. 上半年业绩回顾	3
2. 走势回顾	5
3. 保监会完善保险公司退出机制	5
4. 重点公司推荐: 主推太保、平安	6
二、月度保费总结	7
三、保险资产	10
四、市场收益率	12
1. 债券市场收益率	12
2. 投资性险种收益率	13

图表目录

图 1: 综合成本率变化	4
图 2: 8 月至今保险股走势	5
图 3: 平安险种结构调整提高保费确认率	7
图 4: 七月寿险市场份额 (%)	8
图 5: 主要寿险公司市场份额变化	8
图 6: 产险市场累计总保费	8
图 7: 主要产险公司单月保费收入增速	8
图 8: 七月产险市场份额 (%)	8
图 9: 主要产险公司市场份额变化	8
图 10: 汽车销量数据	9
图 11: 总资产月度变动和同比增速	10
图 12: 银行存款	10
图 13: 保险投资资产 (不含银行存款)	10
图 14: 固定收益类投资	10
图 15: 债券分种类单月增持额 (更新至 8 月)	11
图 16: 债券投资 (更新至 8 月)	11
图 17: 股权类投资资产	11
图 18: 股权、固定收益、存款三类投资占比	11
图 19: 保险机构债券投资结构 (更新至 8 月)	11
图 20: 银行间固定利率国债收益率	12
图 21: 银行间固定利率企业债收益率变化	12
图 22: 银行间固定利率政策性金融债收益率	13
图 23: 商业银行债收益率	13
图 24: 主要保险公司 8 月、12 月结算利率对比	13
图 25: 万能险利率与 3-5 年期定期存款利率对比	13
图 26: 上证综指、保险指数和中证全债指数变化	14
图 27: 保险行业历史 PEBand	14
图 28: 保险行业历史 PBBand	14
附: 中国平安财务预测表	15
附: 中国太保财务预测表	16
附: 中国人寿财务预测表	17
附: 主要保险公司估值表	18

一、上半年业绩和上月走势回顾

1. 上半年业绩回顾

上半年中国太保的净利润增长居于榜首，扣除出售太平洋安泰股权非经常性损益后的净利润同比增长 35%，平安增幅达 33%居第二，国寿同比负增长 28%。

表 1: 上半年同比增幅

(亿元)	中国太保		中国平安		中国人寿	
	1H2011	同比	1H2011	同比	1H2011	同比
营业收入	872	20%	1,297	38%	2,319	7%
营业税金及附加	19	23%	30	38%	7	-9%
管理费用	92	14%	162	23%	94	7%
投资收益	118	29%	182	55%	359	11%
营业利润	75	48%	163	34%	149	-31%
所得税	75	49%	33	40%	19	-47%
归属母公司净利润	58	45%	128	33%	130	-28%
EPS (元)	0.68	45%	1.61	28%	0.46	-28%

资料来源：公司数据，招商证券研发中心

利润的差异主要来自业务结构的差异，拥有更全面业务结构的保险公司在寿险受压的环境下盈利能力优势体现出来。国寿由于业务单一，利润同比负增长，平安虽然产险保费和利润增速最快，但其寿险带来的当期利润逊于太保，根据保监会公布的标准保费增速仅为 5.37%，快于国寿的 2.02%，但慢于太保的 12.16%，整体的利润增幅低于太保。APE 新业务利润率上看，太保相对提升最大，提高了 3.7 个百分点，平安和国寿分别提高 3.4 个百分点和下降 0.5 个百分点。

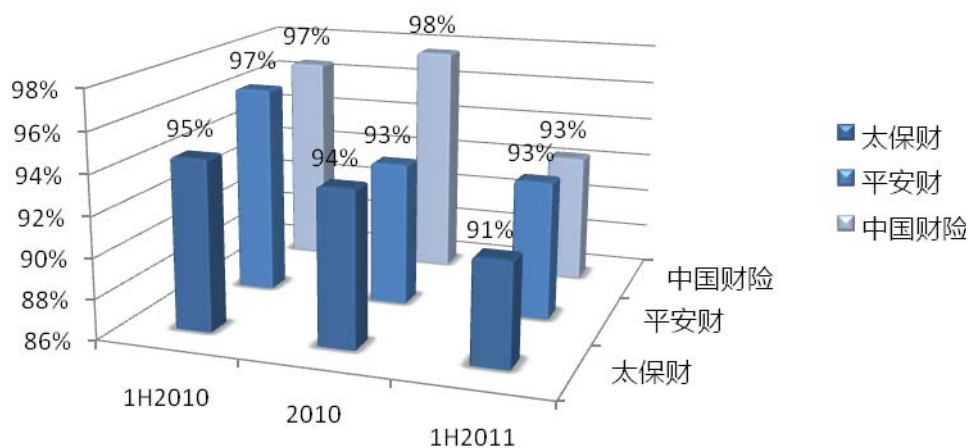
表 2: 三家公司寿险业务比较

百万元	太保寿			平安寿			国寿		
	1H2011	1H2010	增长	1H2011	1H2010	增长	1H2011	1H2010	增长
已赚保费	53,080	46,918	13.1%	73,957	53,822	37.4%	194,849	183,589	6.1%
赔付支出	6,985	6,866	1.7%	13,059	8,190	59.5%	45,899	27,945	64.2%
利润总额	3,426	2,639	29.8%	8,440	7,878	7.1%	14,927	21,603	-30.9%
所得税	629	421	49.4%	1,678	1,327	26.5%	1,853	3,488	-46.9%
净利润	2,793	2,174	28.5%	6,762	6,551	3.2%	13,074	18,115	-27.8%
假设调整对净利润的影响	230	-		-358	751	-147.7%	-1,217	2,530	-148.1%
总投资收益率				4.3%	3.8%	13.2%	4.2%	5.0%	-16.0%
偿付能力充足率	192.3%	236.0%	-18.5%	158.1%	206.3%	-23.4%	164.0%	217.0%	-24.4%
期末人力 (万)	28	25	11.9%	48	41	15.3%	66	74	-10.1%
APE	12,055	11,546	4.4%	29,660	29,615	0.2%	39,888	37,134	7.4%
APE 新业务利润率	31.8%	28.0%	3.7%	34.2%	30.8%	3.4%	30.6%	31.1%	-0.5%

资料来源：公司报表，招商证券整理

今年是产险盈利周期主题年，上半年产险的盈利水平较去年进一步提高，其中太保产险在上半年推进渠道建设，加强精细化管理和成本管控，成绩突出，综合成本率超越平安达到 91.1%，较去年同期下降了 3.4 个百分点。综合费用率依然低于平安，同比下降 5.5 个百分点达到 34.5%，综合赔付率提高了 2.1 个百分点。财产保险业务收入 322.67 亿元，同比增长 19.2%，低于平安但高于行业平均增速 2.0 个百分点。承保盈利能力大幅提升，实现承保利润 19.59 亿元，同比增长 119.8%，产险净利润同比增长 54.0%，在公司净利润中的占比较去年同期提高 1.5 个百分点到达 37.1%。平安产险净利润同比增长 147.5%，净利润贡献占比较去年同期提高 9.7 个百分点达到 20.7%。

图 1：综合成本率变化



资料来源：WIND，招商证券研发中心

表 3：两家公司产险业务比较

百万元	太保产			平安产		
	1H2011	1H2010	增长	1H2011	1H2010	增长
已赚保费	21,921	16,175	35.5%	29,442	20,763	41.8%
赔付支出	9,930	7,493	32.5%	14,690	9,989	47.1%
利润总额	3,097	1,941	59.6%	3,552	1,379	157.6%
所得税	-754	-413	82.6%	861	286	201.0%
净利润	2,342	1,521	54.0%	2,693	1,088	147.5%
偿付能力充足率	175%	167.1%	4.7%	199.2%	136.2%	46.2%
综合成本率	91.1%	94.50%	-3.4%	92.9%	96.5%	-3.6%
综合赔付率	56.60%	54.50%	2.1%	58.2%	55.8%	2.4%
综合费用率	34.5%	40.0%	-5.5%	34.7%	40.7%	-6.0%

资料来源：公司报表，招商证券整理

考虑到再融资、派息、会计假设的调整后，我们测算净资产增速分别为平安 20.2%，太保 0.0%，国寿-6.0%，公司之间的差异除了利润增长的区别和长险准备金对折现率的敏感性不同外，可供出售金融资产浮亏的增加也是重要原因，平安、太保、国寿该部分新增浮亏占平均投资资产的比重分别为0.4%、0.7%、1.0%。

如果仅扣除今年上半年平安再融资因素的影响，三家公司的净资产增速分别为：平安5.5%、太保-0.6%、国寿-5.6%。

表 4：存量指标比较

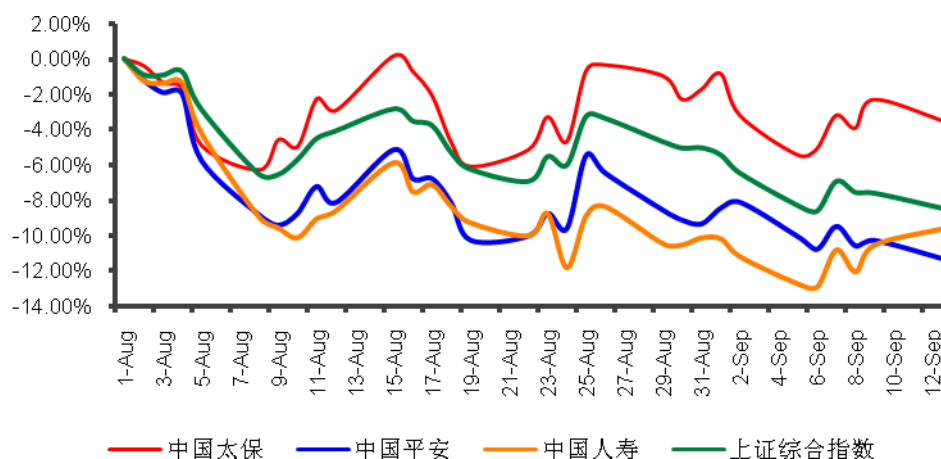
(百万元)	中国太保			中国平安			中国人寿		
	1H2011	2010	半年增长	1H2011	2010	半年增长	1H2011	2010	半年增长
总资产	537,223	475,711	12.9%	1,310,064	1,171,627	11.8%	1,546,891	1,410,579	9.7%
净资产	79,809	80,297	-0.6%	134,334	112,030	19.9%	197,051	208,710	-5.6%
再融资	-	2,805		16,134	16,036		-	-	
派息	-3,010	-2,580		-3,058	-3,440		-11,306	-19,785	
假设调整增加净利润	180	-2,542		-376	-1,746		-1,421	5,262	
调整后净资产	82,639	82,614	0.0%	121,634	101,180	20.2%	209,778	223,233	-6.0%
股本	8,600	8,600	0.0%	7,916	7,644	3.6%	28,265	28,265	0.0%
调整后每股净资产	9.6	9.6	0.0%	15.4	13.2	16.1%	7.4	7.9	-6.0%

资料来源：公司数据，招商证券研发中心

2. 走势回顾

8月至今大盘低迷下行，上证综指下跌8.60%，太保、平安、国寿分别下跌3.65%，11.43%和9.48%。我们主推的中国太保表现超越大盘4.95个百分点，9月6日收盘国寿下探至上市以来新低的15.35元，但触底之后反转上涨至今，五日涨幅3.36%。由于保险股前期股价充分低估，在8月以来市场对经济放缓担忧造成的大盘下挫之中保险股相对表现较好，在24个wind二级行业板块中，保险股的最近5、10和20个交易日涨跌幅分别居第2、3、6位，低估值保险股的防御优势明显。

图 2：8月至今保险股走势



资料来源：WIND，招商证券研发中心

3. 保监会完善保险公司退出机制

保监会颁布《保险公司保险业务转让管理暂行办法》，并将于2011年10月1日正式实施。该办法允许保险公司在平等协商的基础上将其经营的全部或部分保险业务自愿转

让给其它保险公司。这种转让不适应于公司破产或偿付能力不足情形下发生的强制转让，而是投资人或者保险管理人主动而平等协商的市场进出选择，譬如放弃业务价值不高的保单或者对于保险业务未来资本需求难以持续满足情况下的财务选择。

保险业务转让制度是保险市场退出机制的重要组成部分。作为受让的保险公司，《办法》要求治理结构完善，内控制度健全，偿付能力充足，在受让业务的保单最初签发地设有分支机构，已进行经营管理受让业务的可行性研究等。我们认为分支机构广泛、业务结构完备、经营时间长的大型保险公司在涉及业务转让中更容易获得谈判优势，减少业务拓展的成本，加速市场资源和效率的整合，有利于上市险企。

4. 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。传统险准备金对折现率反转的弹性最大时间点最先。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。通过参与定增对深发展的持股比例将提升到 60%左右，银行保险深入合作的最佳载体。公司在个险渠道优势由于同业，未来银行渠道也将崛起，全年仍将保持 20%以上的增速。公司在个险渠道优势由于同业。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。

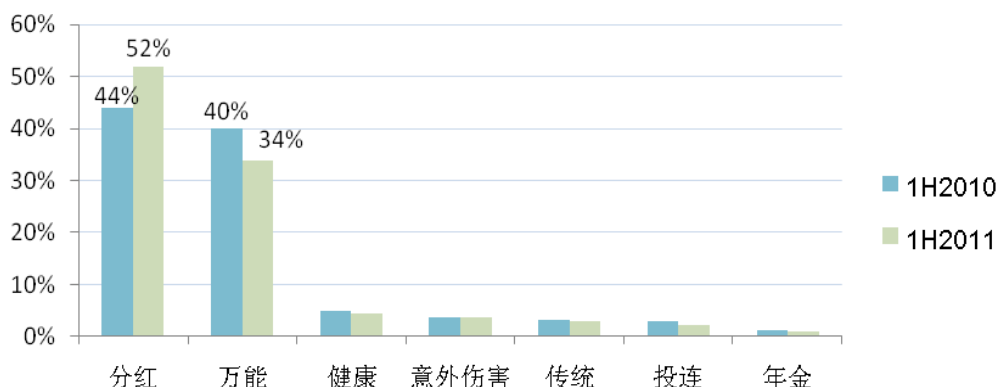
二、月度保费总结

个险渠道首年保费月度估计：环比上升，同比下降。七月三家公司均经历了年内个险新单的低谷，调研结果显示：八月份三家公司个险新单保费继续保持低位，但相比七月已经有所回升。预计平安和国寿单月实现新单保费 18 亿元左右，太保实现 6 亿左右，尽管环比上升，但与去年同期比增速仍在下降过程中。

寿险保费环比上升，同比太保平安按新口径上升。新会计口径下，国寿 8 月实现保费收入 217 亿元，同比减少 6.22%，累计增长 4.08%。平安寿险 8 月保费收入 73 亿元，同比增长 15.34%，累计同比增长 33.19%。太保寿险 8 月保费 65 亿元，同比增长 1.54%，累计同比增长 9.31%。

8 月份三家公司保费收入较 7 月均有 10% 左右的环比提升，太保的单月同比增速也在提高，由于平安从去年 8 月份才开始公布新口径下的单月数据，并且通过险种结构调整，保单确认率由去年同期的 57% 提高到 66%，因此首次计算单月增幅高达 15.34%，我们测算会计调整前 8 月规模保费增速约-4%，累计增速 17%。太保调整前 8 月规模保费亦下降。

图 3：平安险种结构调整提高保费确认率

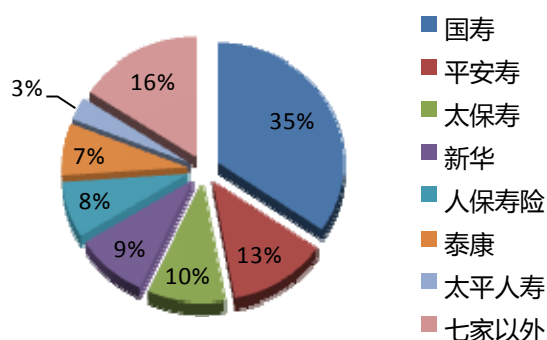


资料来源：瑞士再保险，招商证券研发中心

产险保费：平安太保增速上升。平安产险 8 月保费收入 66 亿元，同比增长 37.63%，增速比 7 月提升 443BP，累计同比增长 35.77%。太保产险 8 月保费收入 45 亿元，同比增长 20.32%，增速比 7 月提升 207BP，累计同比增长 19.13%。

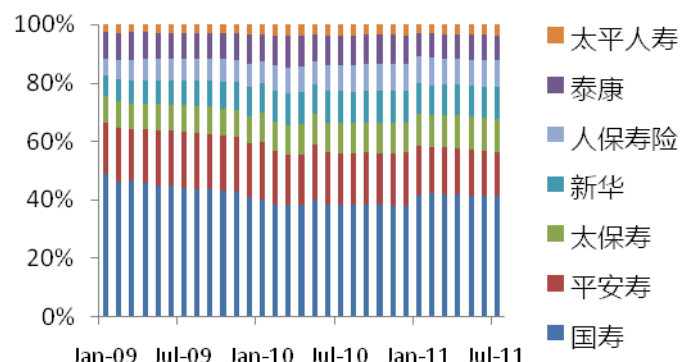
市场份额：市场集中度下降。国寿、平安、太保、新华前四大寿险公司的市场份额由 1 月份的 69.2% 下降了 3 个百分点到 7 月份的 66.2%。市场排名前两位的的市场份额下降，太保和新华份额在六个月间分别上升了 14BP 和 26BP。产险行业前三家公司的市场份额较年初下降了 1.8 个百分点，其中人保财险微降 5BP，平安财险下降 121BP，太保财险下降 51BP。

图 4: 七月寿险市场份额 (%)



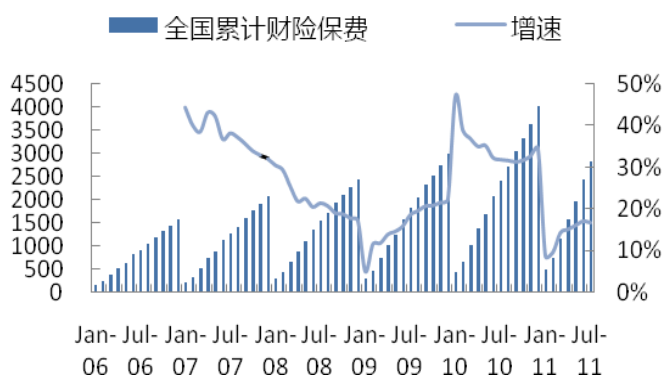
资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 5: 主要寿险公司市场份额变化



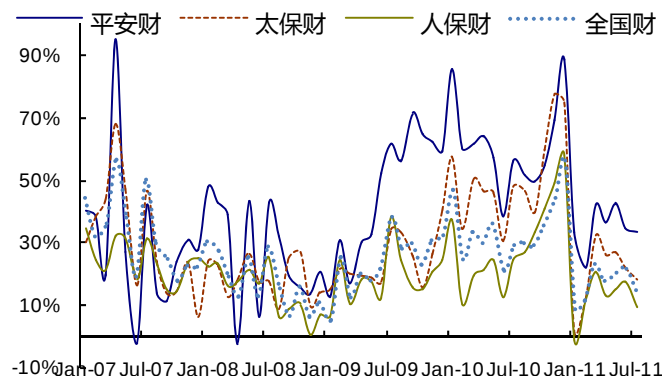
资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 6: 产险市场累计总保费



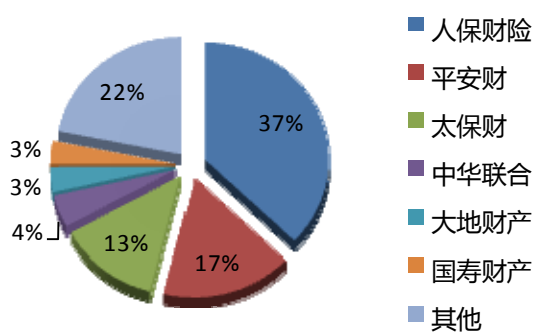
资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 7: 主要产险公司单月保费收入增速



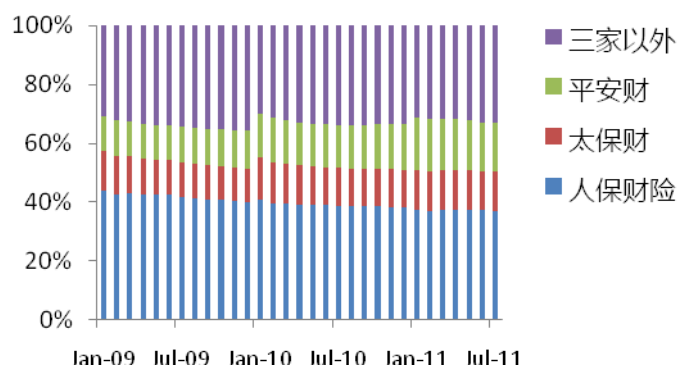
资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 8: 七月产险市场份额 (%)



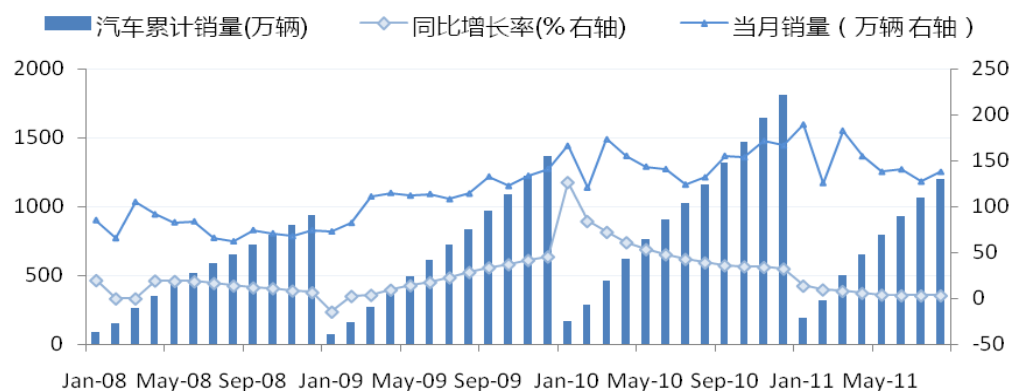
资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 9: 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

图 10: 汽车销量数据



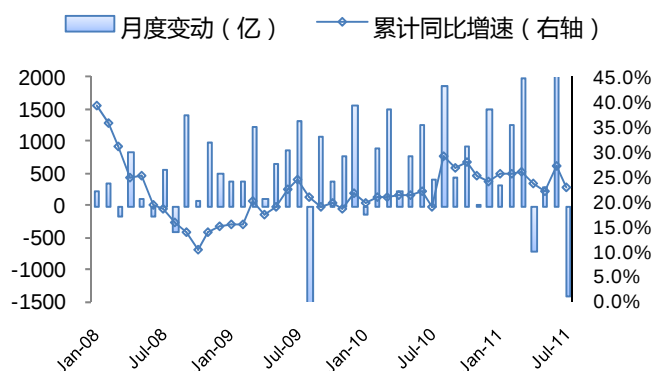
资料来源：瑞士再保险，招商证券研发中心

三、保险资产

七八两月连续减少债券配置，权益类投资增加。7月保险业总资产减少1396亿元，主要减少了固定收益类资产配置，大幅增加了权益类投资和总投资资产。在6月大幅增加3825亿元后回落，总资产同比增长22.8%。投资资产单月增加1344亿元，创三年来最大单月增幅，累计投资资产同比增长19.8%；银行存款单月大幅减少1675亿元，占比环比下降约3个百分点；债券投资7月和8月单月各减少182亿元和305亿元，截至8月累计同比增长19.6%。8月减持的主要品种为企业债，这也是连续两个月减持最大的债券品种（在银行间市场持有的企业债在两个月间减少了412亿元）。

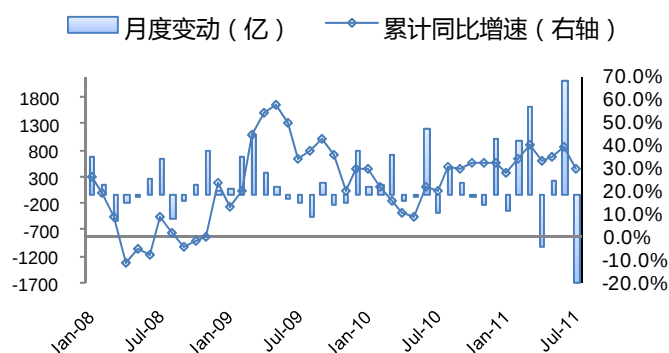
权益类投资累计同比下降13.2%，7月占比一改今年以来的减少态势，环比上升2.3个百分点，单月增加1154亿元，同期上证综指下跌2.18%，保险资金抄底动作明显。

图 11：总资产月度变动和同比增速



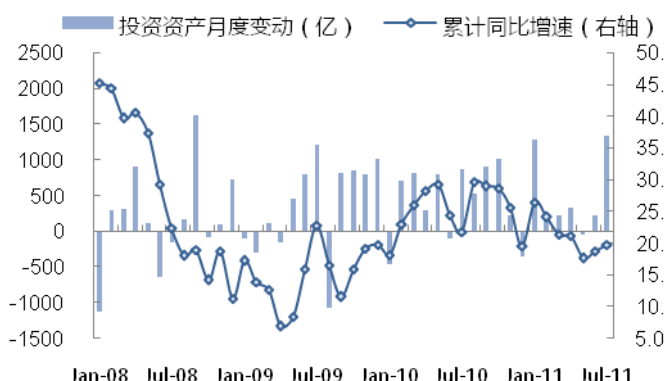
资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 12：银行存款



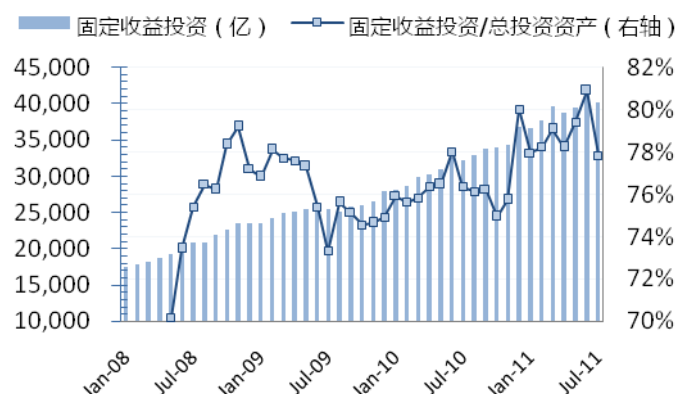
资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 13：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 14：固定收益类投资



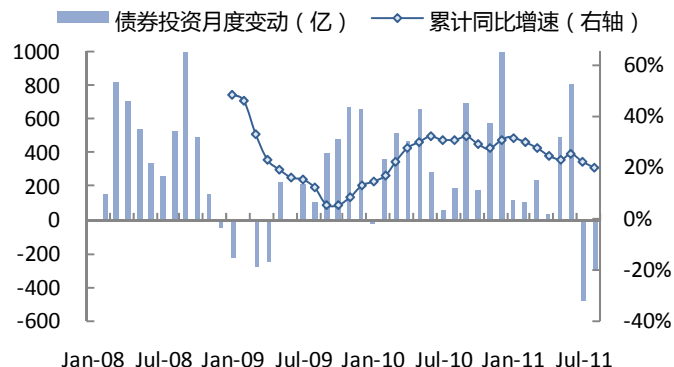
资料来源：中债网，招商证券研发中心

图 15: 债券分种类单月增持额 (更新至 8 月)



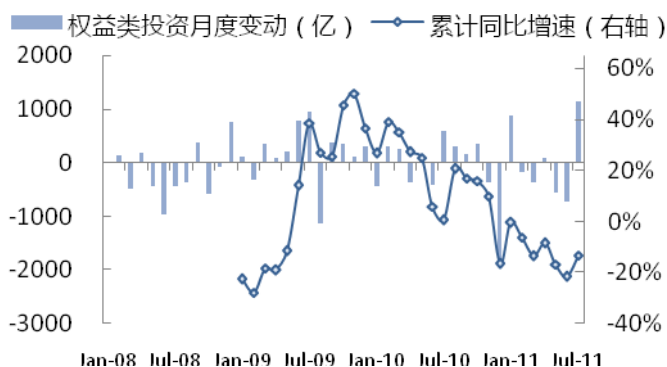
资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 16: 债券投资 (更新至 8 月)



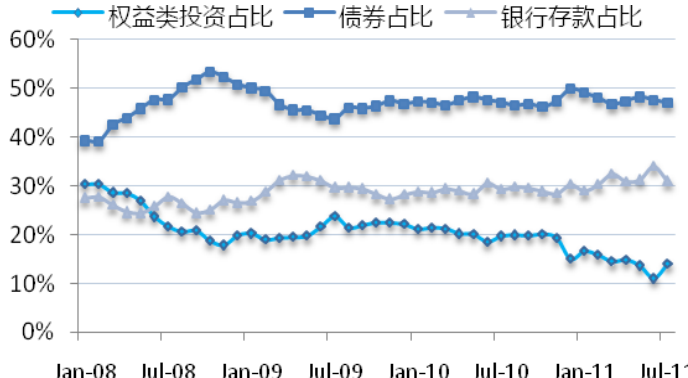
资料来源: 中债网, 招商证券研发中心

图 17: 股权类投资资产



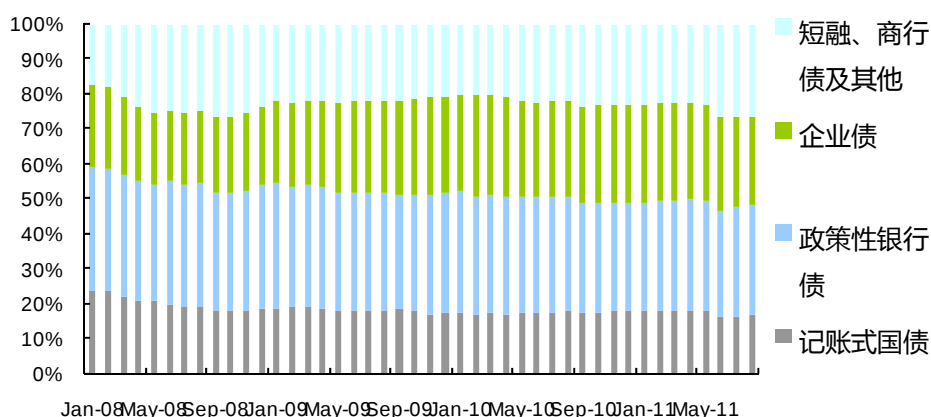
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 18: 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 19: 保险机构债券投资结构 (更新至 8 月)



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

四、市场收益率

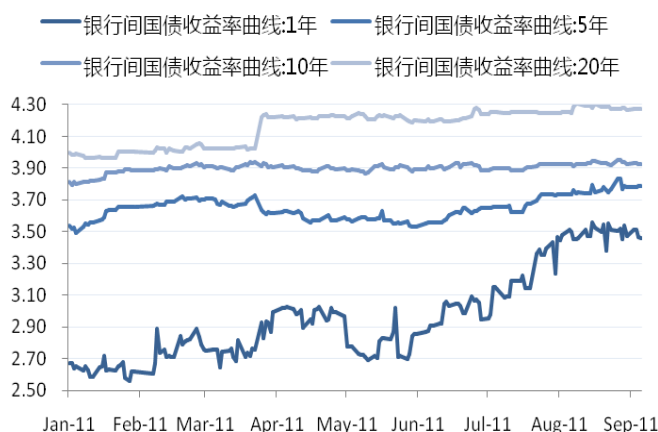
1. 债券市场收益率

8月至今债市收益率呈现前低后高走势，由于上个月前期资金较宽裕，信用债市场收益率经历了向下调整的阶段，八月下旬受央行扩大存款准备金上缴基数消息影响，对资金预期的影响较大，各种债券短端收益率大幅上升，长端收益率变化不大，整体来看，八月至今各种债券收益率历经震荡略有提升。

从8月初到9月8日这段时间，国债收益率相对稳定：1年期国债上升3BP，5年期上升5BP，10年和20年基本不变。政策性金融债只在1年期品种上有22BP的上浮，其余期间变动前后基本相抵。企业债短端变化比较明显，1年到十年期上升幅度在21BP到38BP之间，20年上升8BP。AA+级商业银行次级债同样是短端上升剧烈，3年期上行48BP，10年期上行20BP，20年期上行7BP。

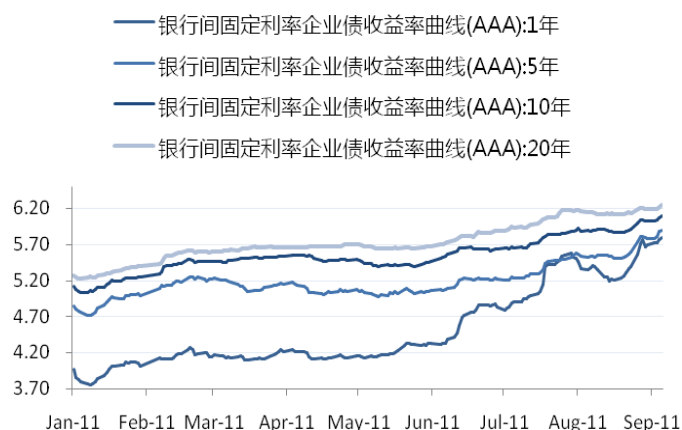
在最近一段时间利率债收益率已经上升的基础上，我们认为受商业银行法定存款准备金上缴范围的影响将减弱，九月末面临十一长假的资金压力将带来收益率上升。

图 20：银行间固定利率国债收益率



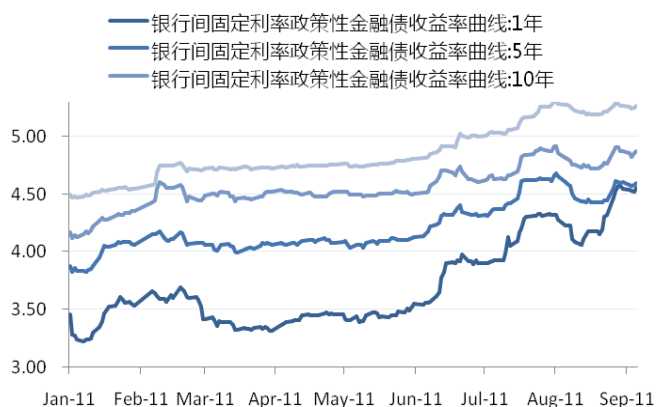
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 21：银行间固定利率企业债收益率变化



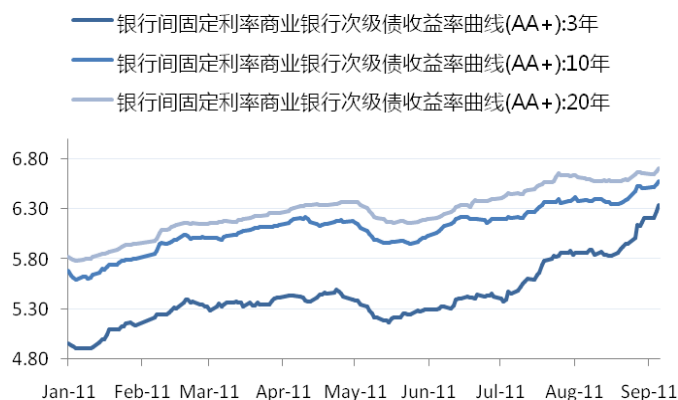
资料来源：WIND，招商证券研发中心注：以 2010-12-31 为基准

图 22: 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 23: 商业银行债收益率

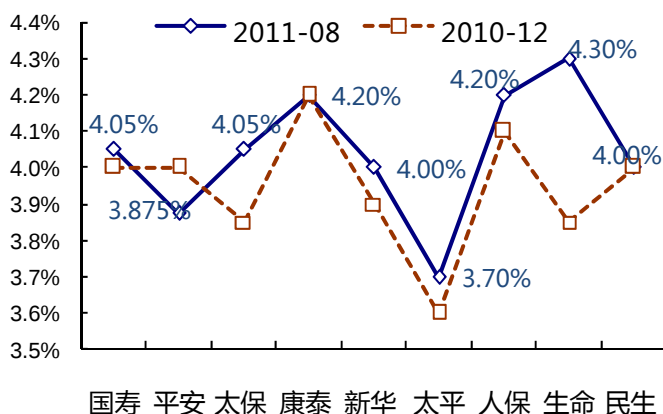


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

2. 投资性险种收益率

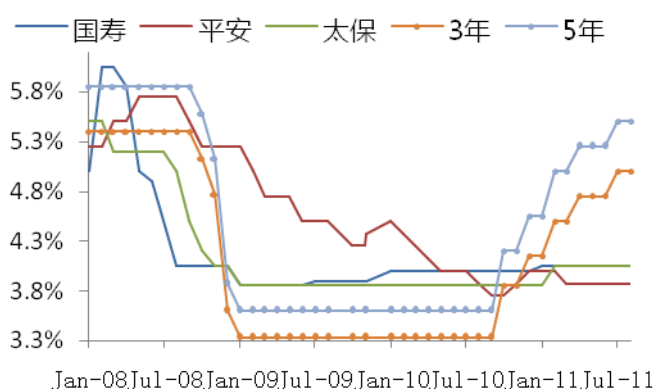
8 月的万能险结算利率市场仍然保持着国寿和太保 4.05%，平安 3.875% 的格局，大部分保险公司结算利率不变，而生命人寿已经连续两个月上调利率，从六月份的 4.0% 提高到八月份的 4.3%，达到同类企业中市场第一的水平；也是两个月间规模排名前列的险企中唯一一家上调的公司。

图 24: 主要保险公司 8 月、12 月结算利率对比



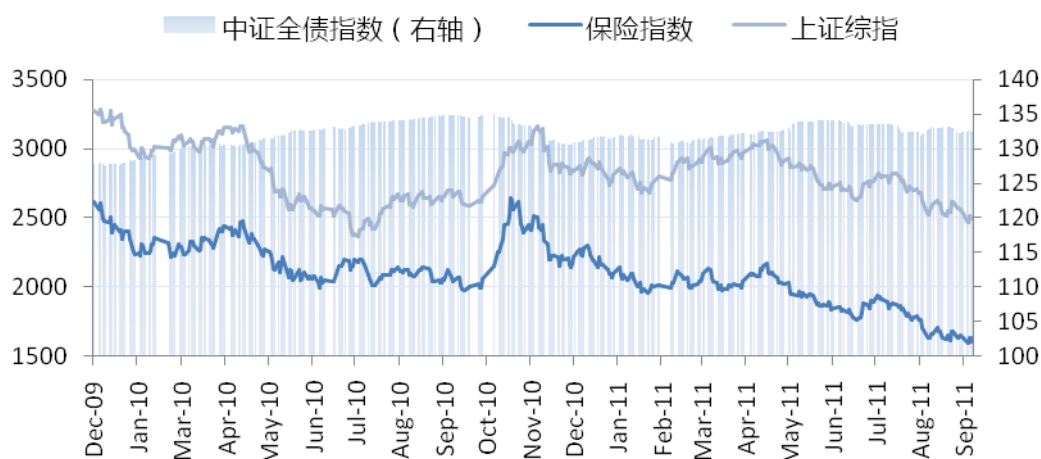
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 25: 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 26: 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 27: 保险行业历史PEBand

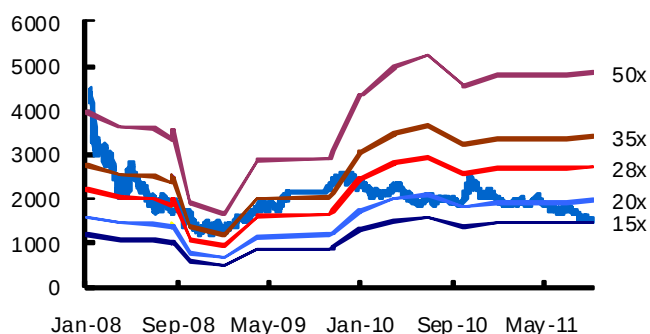
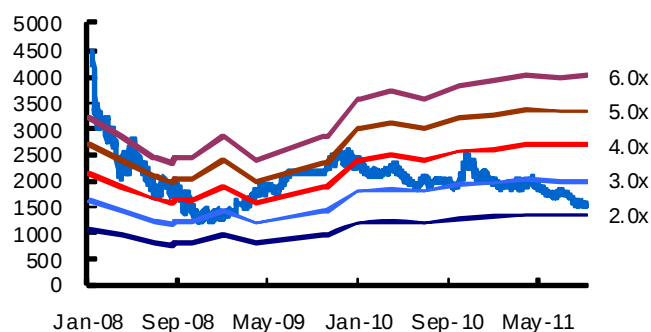


图 28: 保险行业历史PBBand



说明: 1、资料来源于招商证券研发中心、港澳资讯;
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	1.90	1.53	1.26	1.09
隐含新业务倍数	11.8	6.8	3.4	1.1
市盈率	21.2	17.7	13.0	10.9
市净率	3.5	2.7	2.2	2.0

每股数据				
每股净资产	11.57	14.66	18.07	20.11
每股内含价值	21.14	26.29	31.98	36.75
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	3.10	3.69

盈利增长因素				
毛保费增长	-13%	42%	37%	19%
净赚保费增长	-18%	41%	38%	19%
营业及管理费用	56%	69%	40%	21%
理赔支出	-12%	19%	60%	17%
承保利润	-101%	2032%	55%	-31%
投资收益	8%	8%	30%	25%
税前利润	-912%	12%	42%	22%
净利润	1997%	25%	42%	22%

主营业务比例				
营业费用/总保费	23%	27%	28%	29%
理赔/投资收益	110%	121%	150%	141%
投资收益率	5%	5%	5%	6%
资产回报率	2%	2%	2%	3%
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	2,184	2,598
分出保费	63	82	112	133
未到期责任准备金	55	101	126	141
已赚保费	1,004	1,411	1,945	2,324
营业及管理费用	259	438	614	743
理赔及保户红利	334	398	639	749
保险责任准备金	414	659	823	921
承保利润	-4	-84	-130	-89
投资收益	304	328	426	533
其他收益	83	49	34	-25
税前利润	199	223	317	386
净利润	145	179	254	310
归属于股东利润	139	173	245	299

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	5,826	6,306
总负债	8,440	10,547	12,090	13,686
股东权益	850	1,120	1,430	1,592

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%	93%	93%
财险保费占比	35%	39%	37%	41%

附：中国太保财务预测表

	2009	2010	2011E	2012E
估值				
股价/内含价值	1.78	1.61	1.47	1.31
隐含新业务倍数	15.3	11.0	7.7	4.9
市盈率	23.8	20.7	14.7	12.8
市净率	2.3	2.2	2.0	1.8

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	13.98	15.68
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	1.61

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%	15%
净利润	449%	16%	41%	15%

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%	18%

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	173
净利润	75	87	122	140
归属于股东利润	74	86	120	138

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%	93%	93%
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	1.57	1.50	1.39	1.19
隐含新业务倍数	9.2	7.6	5.8	2.9
市盈率	13.6	13.3	14.4	13.1
市净率	2.1	2.1	2.1	1.8

每股数据				
每股净资产	7.47	7.38	7.66	8.63
每股内含价值	10.09	10.55	11.38	13.29
每股一年新业务价值	0.63	0.70	0.77	0.88
每股盈利	1.16	1.19	1.10	1.21

盈利增长因素				
毛保费增长	-7%	15%	8%	15%
净赚保费增长	-7%	16%	8%	15%
营业及管理费用	11%	10%	-6%	10%
理赔支出	-9%	-9%	13%	12%
承保利润	-33%	8%	-14%	27%
投资收益	18%	9%	18%	10%
税前利润	431%	-2%	-8%	10%
净利润	227%	2%	-8%	10%

主营业务比例				
营业费用/总保费	7%	7%	6%	6%
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%	2%	2%
净资产回报率	20%	20%	18%	17%

寿险业务				
保费收入增长	4%	16%	8%	19%
个人保险增长	4%	16%	8%	20%
团体保险增长	-44%	150%	14%	11%
短期险种增长	4%	13%	7%	2%
APE	528	660	721	816
APE 增速	0%	25%	9%	13%
新业务利润率	34%	30%	30%	31%
新业务价值增长	27%	12%	9%	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	3,437	3,952
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	3,435	3,951
营业及管理费用	204	225	210	232
理赔及保户红利	737	671	760	854
保险责任准备金	1,545	2,000	2,220	2,553
承保利润	264	285	245	311
投资收益	628	683	806	886
其他收益	25	26	-40	-66
税前利润	417	410	379	417
净利润	330	338	313	344
归属于股东利润	329	336	311	342

资产负债表				
投资资产	11,721	13,362	14,344	15,273
其他资产	542	744	1,941	2,558
总资产	12,263	14,106	16,285	17,832
保险与投资承保负债	9,899	11,759	13,850	15,087
其他负债	235	242	250	282
总负债	10,135	12,001	14,100	15,369
归属于股东的股东权益	2,111	2,087	2,165	2,441

寿险				
保费收入	2,751	3,182	3,436	4,089
个人保险	2,617	3,028	3,270	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	13.8	12.5	11.3	1.7	11,669	7,462	27.3	7.0
加拿大	MANULIFEFINANCIAL	7.9	9.9	7.8	1.0	22,991	36,662	1.3	2.9
	POWERFINANCIAL	10.6	10.3	9.3	1.7	18,386	32,427	14.0	0.2
	GREAT-WEASTLIFE	10.4	10.4	9.2	1.8	20,045	29,998	15.3	-4.3
	SUNLIFEFINANCIAL	8.2	9.7	8.9	1.0	14,894	24,640	10.1	6.1
欧洲	CNPASSURANCES	6.7	6.2	5.8	0.7	6,726	43,406	10.1	-5.7
	ING	7.2	3.3	3.5	0.5	19,631	109,674	9.8	-14.8
英国	保诚保险	8.1	9.9	9.0	1.8	15,007	47,646	17.3	-1.4
	英国耆卫保险		6.7	6.2	0.7	6,435	19,055	9.9	8.0
	LEGAL&NENERAL GROUP PLC	5.0	7.2	6.7	1.1	5,692	38,440	15.9	2.8
	标准人寿	10.0	12.7	11.5	1.2	4,589	18,569	8.3	14.6
日本	T&DHOLDINGS INC	21.3	12.7	11.6	0.8	508,043	1,878,801	5.9	-14.4
	SONYFINANCIAL HOLDINGS	11.6	14.1	11.7	1.6	482,850	573,937	19.6	-18.3
台湾	国泰金融控股	34.8	25.5	21.0	2.1	383,228	30,869	4.5	1.6
	新光金融控股		13.2	11.2	0.8	80,989	6,774	3.1	-10.7
	台湾人寿	13.0			1.7	19,314	21,446		-1.7
	中国人寿（台湾）	18.0	13.6	12.8	1.9	71,306	51,757	11.7	-9.7
美国	大都会	7.4	5.8	5.2	0.6	31,767	52,717	9.9	-8.2
	保德信	6.3	6.9	6.1	0.7	22,970	38,414	10.6	-2.2
	美国家庭人寿保险	5.9	5.6	5.4	1.4	16,383	20,732	26.6	-6.9
	UNUMGROUP	8.1	7.6	6.8	0.8	6,846	10,193	10.6	9.1
	PRINCIPALFINANCIAL GROUP	8.5	8.0	7.1	0.8	7,439	9,159	9.7	5.8
	CONSECO INC	17.5	8.0	7.2	0.3	1,487	4,084	4.6	4.7
	TORCHMARKCORP	9.2	7.9	7.1	1.5	3,842	3,368	13.5	10.2
	STANCORPFINANCIAL GROUP	7.3	10.0	7.3	0.7	1,263	2,765	12.7	5.9
	LINCOLN NATIONAL GROUP	5.2	4.6	4.5	0.4	5,800	10,407	8.8	-8.9
	DELPHIFINANCIAL GROUP-CLAI	6.4	6.3	5.7	0.9	1,258	1,745	12.6	4.5
	PROTECTIVELIFE CORP	5.9	5.3	5.0	0.4	1,464	3,098	8.3	6.9
	AIG		7.3	7.9	0.5	46,671	77,301	3.3	8.9

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SirCliveGranger (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。