

内含价值估值审慎可靠

—— 保险估值框架系列报告之一

事件：

近期发现不少客户对保险股估值的合理性存在质疑，对内含价值、新业务价值的计算不信任。保险股走势近一年来持续低迷、股价甚至大幅低于最悲观假设下的保险估值（新业务价值 0 增长），市场正在经历估值信任危机阶段。怀疑情绪可以理解，但全面怀疑估值逻辑是非理性的。本系列报告尝试梳理保险估值的框架，用直白的语言解释针对保险估值的质疑点。

研究结论：

● 针对保险股主要质疑点的分析

➢ EV 计算中不应该包含净资产？

市场习惯将 EV 与股票定价中的现金流折现模型对比，后者的估值中只考虑未来现金流折现，EV 估值显然破坏了这一规则。实际上 EV 是在不考虑公司未来新业务的前提下对现有公司业务的估值，即某种意义上下的保险公司“清算价值”，清算时净资产当然要包括。这也是其他行业估值看 P/B，而保险公司看 P/EV 的原因。

➢ 实际投资收益率低于 EV 假设，后果很严重？

EV 假设中的投资收益率是指投资净值增长率。EV 假设是针对长期业务而言的，将时间窗拉长来看，考虑通胀等因素后，5.2% 的投资收益率仍然是谨慎的。而且从经营差异分析来看，除平安受 08 年投资富通导致巨亏影响投资回报差异为负，国寿和平安的投资回报差异均是正差异。这说明，根据实际结果检验的 EV 投资收益假设是审慎的。

➢ EV 假设是估值结果人为操纵的手段？

不排除保险公司在 EV 假设的调整里包含一些估值管理手段，但是基于正常的商业信任，这些调整应该都在合理的范围内而不是操纵。内含价值评估报告均由独立第三方出具独立精算审阅意见，而且从经营假设差异分析来看，运营假设、精算模型假设均在合理范围之内。

● 保险股自上而下的投资逻辑

根据我所宏观研究观点，宏观调控政策在三季度末四季度初会适度放松。保险股将受益于高通胀向温和通胀的转化。首先，保险股作为高 β 品种，股价可能随大盘一同上扬；其次，保险公司投资收益将得到提升；最后，货币政策适度放松后，寿险产品的相对吸引力得到增强。

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：个险新业务增速持续低于市场预期，AFS 浮亏进一步扩大

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

金麟

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

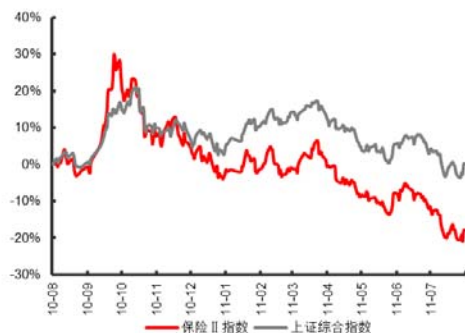
行业

保险

报告发布日期

2011 年 9 月 20 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	16.9	增持
中国平安	2.26	3.08	3.81	40.6	买入
中国太保	1.00	1.47	1.75	21.3	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

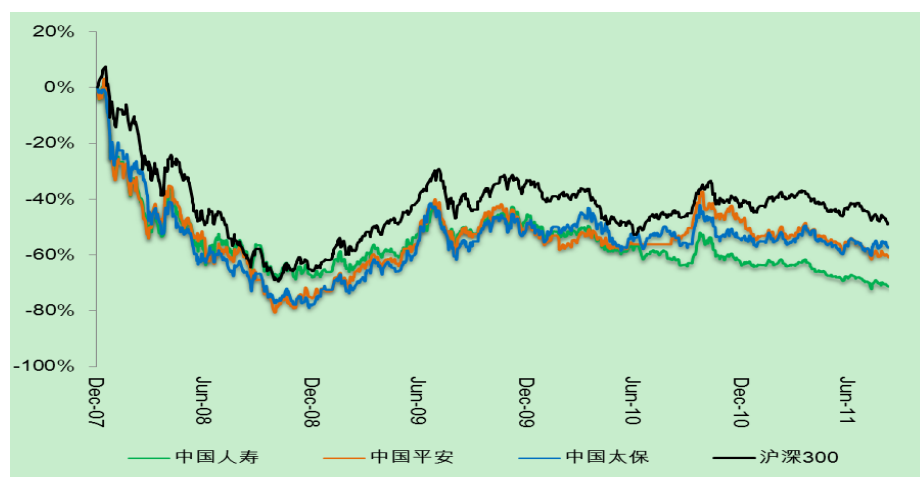
1 保险股表现欠佳，估值方法遭质疑	3
1.1 股价走势乏力，H/A 股溢价收窄	3
1.2 保险估值遭质疑	4
2 针对寿险 EV 估值主要质疑点的分析	5
2.1 EV 计算中不应该包含公司净资产？	5
2.2 实际投资收益率低于 EV 假设，后果很严重？	6
2.3 EV 假设是估值结果人为操纵的手段？	8
3 自上而下的保险股投资逻辑	9
3.1 宏观政策放松将利好保险股	9
3.2 行业仍处于可以大有作为的重要战略机遇期	9
3.3 保险个股可圈可点	10
图 1 三家上市保险公司股价走势（A 股）	3
图 2 三家上市保险公司股价走势（H 股）	3
图 3 保险股 H/A 溢价变化	4
图 4 寿险估值公式图	5
图 5 保险股与宏观经济指标的相关性	9
表 1 实际净值增长率与 EV 假设的对比	6
表 2 EV 投资回报差异	7
表 3 EV 运营差异	8
表 4 EV 精算假设变动	8

1 保险股表现欠佳，估值方法遭质疑

1.1 股价走势乏力，H/A 股溢价收窄

2007 年底以来，保险股 A 股股价走势全部弱于沪深 300。

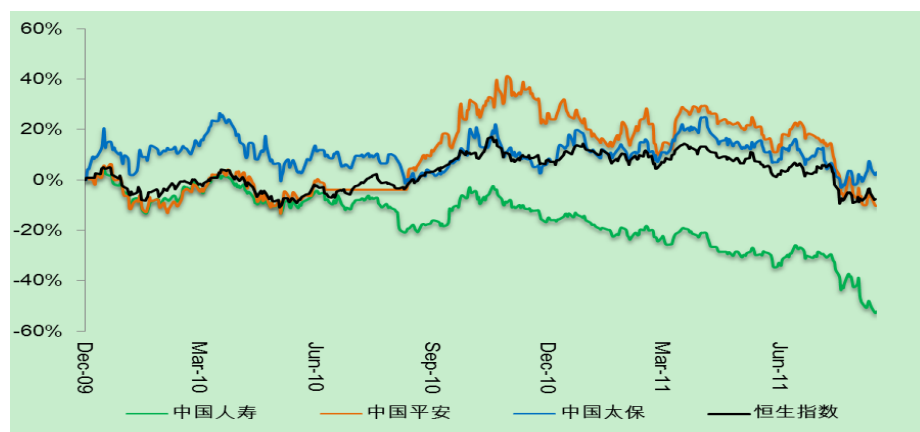
图 1 三家上市保险公司股价走势（A 股）



资料来源：wind 资讯

平安、太保 H 股走势强于恒指，而国寿近二年来一直走势较弱。

图 2 三家上市保险公司股价走势（H 股）

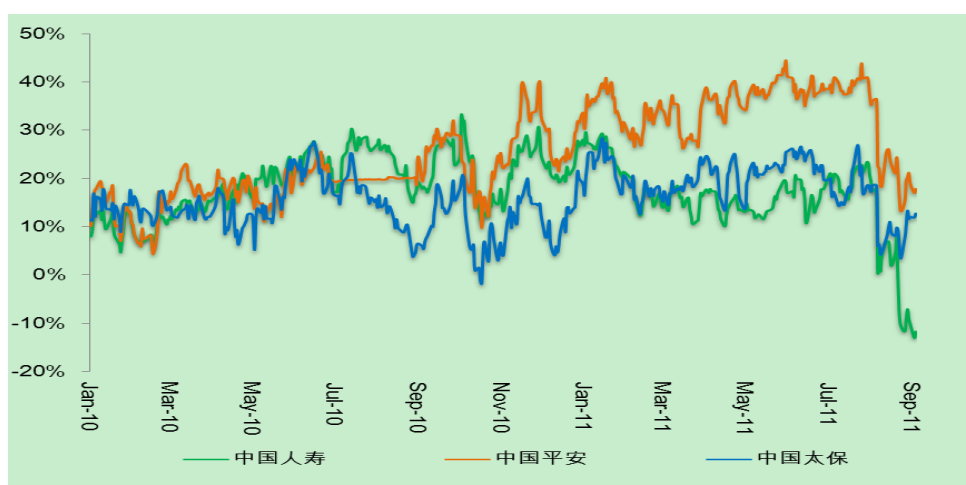


资料来源：wind 资讯

保险股 A 股持续走势弱的主要原因：

- 1、对宏观经济增长的担忧：保险股走势与大盘有较强相关性，在整个宏观基本面下行的大背景下，保险股难有独立行情
- 2、对行业基本面的担忧：行业基本面的问题是股价持续低迷的最根本原因，整个行业长期赖以增长的外延模式遇到瓶颈。银保业务大幅下滑对价值增长的影响倒不大，但是寿险最为核心的个险新业务增长乏力极大的打击了市场信心。个险代理人队伍需要升级转型才能找到新的增长动力，在业务增长没有转机前，除非大盘有力上扬，保险股价可能仍将处于较低估值水平。

图 3 保险股 H/A 溢价变化



资料来源：wind 资讯

对于 A 股推荐，一直引以为傲的港股溢价也不再成为论据。港股溢价自今年 8 月以来陡然下降，国寿甚至出现了 H 股折价。当然，港股股价 8 月初突然下挫与基本面无关，主要在美债降级和欧债危机扩散的影响下，市场出现全面恐慌性甩卖。

1.2 保险估值遭质疑

保险股的估值核心在寿险，而寿险的估值基于内含价值（EV）、新业务价值（NBV），由精算师根据精算模型来计算。道理上等同于股票定价中的现金流折现模型，但是复杂体现在估值过程中涉及到很多假设，且保单利润流外部投资者根本无法预测，由此导致估值结果透明度较差且很难验证。

在行情长期低迷，股价甚至大幅低于最悲观假设下的保险估值（新业务价值 0 增长），市场正在经历投资者不相信估值的估值信任危机阶段。

引发估值信任危机的根本原因是宏观经济信心不足进而对保险公司业绩增长信心不足。而保险公司今年以来的业务增长遭遇瓶颈，恰恰巧合的验证了投资者担忧，怀疑的情绪自然而然。

从投资心理层面分析，支持做多情绪的最根本依据应该还是估值。因此本报告尝试梳理保险估值的框架，用通俗的语言呈现保险估值的逻辑。

2 针对寿险 EV 估值主要质疑点的分析

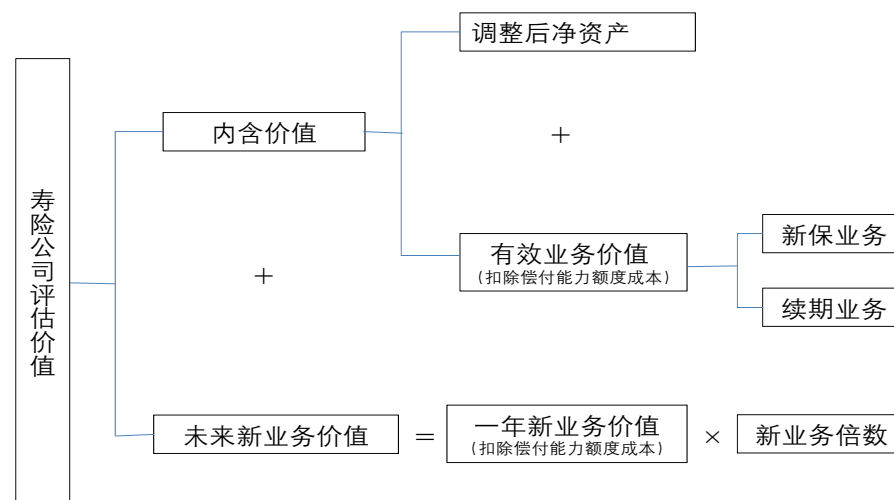
在分析质疑点之前，我们先梳理一下内含价值评估寿险价值的公式：

评估价值=内含价值+未来新业务价值

内含价值=调整后净资产+有效业务价值－偿付能力占用成本

未来新业务价值 = （一年新业务价值－偿付能力占用成本）*新业务倍数

图 4 寿险估值公式图



资料来源：东方证券研究所整理

2.1 EV 计算中不应该包含公司净资产？

投资者习惯将 EV 与股票定价中的现金流折现模型对比，后者的估值中只考虑未来现金流折现，在持续经营的假设下，帐面净资产价值已经体现在未来现金流入中，在估值时不重复计算。而从 EV 计算公式（EV=净资产+有效业务价值-偿付能力额度成本）来看，EV 估值显然破坏了这一规则，有重复计算净资产的嫌疑。

EV 估值是以针对寿险产品盈利周期长和首年展业费用高的特性构造的一种估值方法，是以精算为基础的保险行业特有的公司估值概念，它的原理在于：

- **EV 模型中用的是未来税后可分配的利润流，不是单纯的现金流**

为何折现不用现金流？主要是因为寿险公司销售的不是普通产品，而是对未来的承诺。支出现金流在较长时间内滞后于收入现金流，因此从税后可分配利润角度来估值，较现金流贴现更谨慎。

● EV 是某种意义的保险公司“净资产”

EV 是指在评估基准日，保险公司现存有效保单在未来产生的可分配利润流贴现。是在不考虑公司未来新业务的前提下对现有公司业务价值的估值，我们可以把 EV 看作是寿险公司进行清算转让时的价值，即某种意义下的保险公司的“转让净资产”，从净资产角度来看，帐面净资产当然要包括。这也是其他行业估值看 P/B，而保险公司看 P/EV 的原因。

● EV 估值中已经考虑了偿付能力占用成本

股票定价中的现金流折现模型，主要是考虑未来新业务现金流入，帐面净资产理论上是为开拓新业务而存续，它的价值已经体现在未来现金流入中，所以在估值时不再加计。

EV 估值中并不考虑未来新业务，仅仅包含公司现有业务价值。而且，从支撑现有有效业务存续发展的角度，考虑了偿付资本占用成本。偿付能力占用成本用通俗的语言来说就是，为了支撑业务发展，保险公司必须准备资本，这些资本由于公司投资收益（约 5%）与股东要求回报（EV 贴现率约 12%）之间有差距所产生的机会成本。

2.2 实际投资收益率低于 EV 假设，后果很严重？

从 2011 年上半年投资收益情况来看，实际投资收益率似乎远低于三家公司 EV 中投资收益率假设。

以太保为例，EV 中关于长期业务投资收益率假设的描述为：从 2006 年的 4.1% 逐年递增到 2014 年的 5.2%。投资者基于对大盘持续低迷的担心，认为保险公司投资收益假设中的 5.2% 是无法达到的。

表 1 实际净值增长率与 EV 假设的对比

国寿	2011H	2010	2009	2008	2007	2006
净收益率				4.96%	5.76%	4.27%
总收益率	4.50%	5.11%	5.78%	3.40%	10.24%	7.97%
净值增长率	0.81%	2.76%	7.53%	-2.87%	16.67%	
EV 投资收益假设	5.05%	4.85%	4.60%	4.25%	5.50%	4.35%
平安	2011H	2010	2009	2008	2007	2006
净收益率	4.30%	4.20%	3.90%	4.10%	4.50%	4.30%
总收益率	4.20%	4.90%	6.40%	-1.70%	14.10%	7.70%
净值增长率	1.23%	3.42%	7.21%	-8.86%	17.77%	
EV 投资收益假设	4.75%	4.50%	4.25%	5.00%	4.30%	4.20%
太保	2011H	2010	2009	2008	2007	2006
净收益率	4.40%	4.34%	4.02%	6.17%	5.40%	3.99%
总收益率	4.40%	5.31%	6.25%	2.94%	11.96%	5.97%
净值增长率	1.28%	3.93%	7.41%	-4.13%	28.01%	
EV 投资收益假设	4.85%	4.75%	4.65%	4.50%	4.25%	4.10%

资料来源：公司定期报告，东方证券研究所整理

关于 EV 投资收益率假设，可能有几个误解：

● **EV 假设中的投资收益率是指投资净值增长率，而非会计投资收益率**

长期以来有一种误解，以为 EV 假设中的投资收益率就是保险公司每年的会计投资收益率，实际上 EV 假设中投资收益率对应的是保险公司的投资净值增长率，即（投资收益+可供出售金融资产公允价值变动）/平均投资资产。

● **EV 假设中的投资收益率是针对长期业务而言的**

从近五年来看，除了 2006、2007 年和 2009 年，保险公司的投资净值增长率均低于 EV 假设。但是，EV 估值对应的保单保障期长达十几二十年以上，EV 投资收益率要将时间窗拉长来看，从长期来看，考虑通胀等因素后，5.2%的投资收益率仍然是谨慎的。

表 1 数据计算口径说明：

净值增长率=（投资收益+可供出售金融资产公允价值变动）/平均投资资产

- 投资收益基于各家定期报告原始披露数据，未调整各家在口径上的微小差异
- 可供出售金融资产公允价值变动取税前、影子前的数据（太保除 2011H 外，数据均为推测）
- 平均投资资产统一按期初期末简单平均（平安仅包括保险投资组合，且不含投连帐户余额）

注：所有上市公司自 2007 年末切换新企业会计准则，鉴于金融企业新旧准则有较大差异，2006 年以前的投资收益口径完全不可比，因此数据对比仅列示可比五年数据。

● **从经营差异分析来看，EV 假设中的投资收益率是谨慎的**

EV 变动分析中“投资回报差异”分析的即是 EV 假设与投资净值增长之间的差异：

表 2 EV 投资回报差异

							单位：百万元	
	2010年	2009	2008	2007	2006	2005	2004	合计
国寿	-9,297	19,590	-33,651	51,923	3,116	259		31,940
平安	1,392	3,404	-16,308	11,658	-3,399	632	1,321	-1,300
太保	-1,089	3,038	-8,959	15,271	5,878			14,139

资料来源：公司定期报告，东方证券研究所整理

从三家公司上市以来可获取的资料来看，除平安受 08 年投资富通导致巨亏影响，投资回报差异为负，国寿和平安的投资回报差异均是正差异。这说明，根据实际结果检验的 EV 投资收益假设是审慎的。

2.3 EV 假设是估值结果人为操纵的手段？

此次平安 2011 中报中同比列示的 2010 上半年 NBV 与 2010 年中报当时披露的 NBV 有 6% 的下降，公司解释是 2010 年底计算 NBV 时已经调整过相关假设，主要是万能、投连退保率调整。但是由于平安股价的持续低迷，市场有情绪的投资者怀疑其中报新业务价值增长 18% 是假设操纵的结果。

因为 EV 计算的不透明，行情不好的时候，投资者容易将 EV 假设想象成估值结果人为操纵的手段。

就象合理的会计盈余管理一样，不排除保险公司在 EV 假设的调整里包含一些估值管理手段，但是基于正常的商业信任，这些调整应该都在合理的范围内而不是操纵。

三家上市保险公司的内含价值评估报告均由独立第三方出具独立精算审阅意见：太保、国寿由“韬睿惠悦”出具审阅意见（年报、中报均审阅）；平安由“安永”出具审阅意见（仅年报审阅）。

我们如何判断假设的正确与否呢？所有假设均针对未来，没人可窥视未来，我们只能从过往已经披露过的经验数据来检验保险公司所用假设是否在可以接受的审慎范围之内。

表 3 EV 运营差异

							单位：百万元	
营运经验差异	2010年	2009	2008	2007	2006	2005	2004	合计
国寿	-3	-560	-1,527	1,075	1,615	-208		392
平安	392	601	1,832	1,004	-447	-321	-657	2,404
太保	-354	4	-162	-604	-1,359			-2,475

资料来源：公司定期报告，东方证券研究所整理

从运营差异来看，太保的结果不乐观，可能是 EV 运营费用假设偏低，或者是公司近年来在业务扩张中费用投入较大。平安、国寿均有正的运营差异，尤其是平安此项表现最优，也从侧面印证了平安在业内管理水平领先。

表 4 EV 精算假设变动

							单位：百万元	
精算假设变动	2010年	2009	2008	2007	2006	2005	2004	合计
国寿	413	-1,155	-1,631	3,269	1,334	-1,558		672
平安	-2,848	1,233	-6,547	7,100	3,049	1,518	-4,817	-1,312
太保	-591	1,423	-1,728	-3,759	-134			-4,789

资料来源：公司定期报告，东方证券研究所整理

从精算假设变动来看，除国寿微正，平安、太保均为负，说明保险公司的对精算假设的调整是谨慎的，并未通过精算假设的调整来抬高 EV。

3 自上而下的保险股投资逻辑

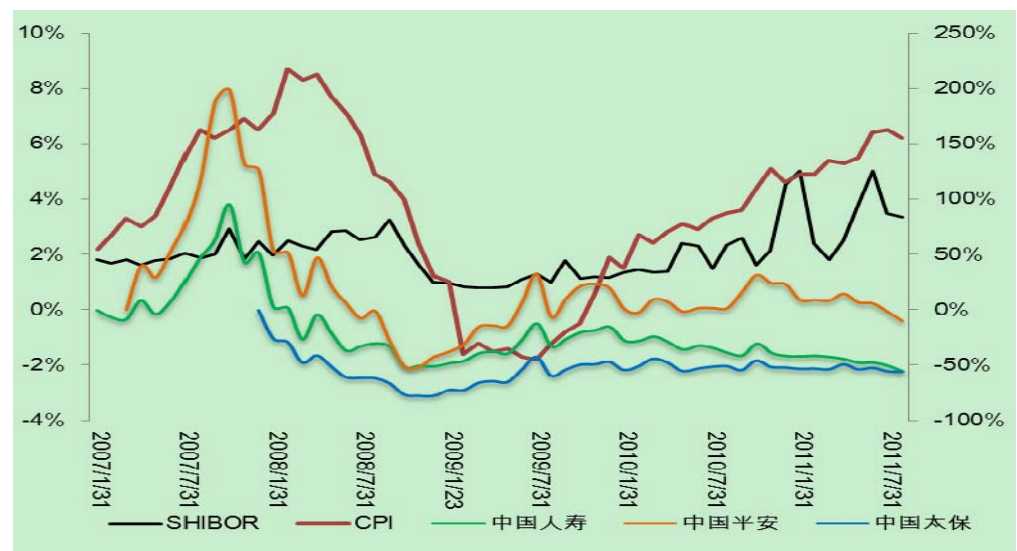
3.1 宏观政策放松将利好保险股

根据我所宏观研究观点，宏观调控政策在三季度末四季度初会适度放松。货币政策放松后，在流动性释放的推动下，股市可能会有较好表现，将直接利好保险股。

首先，保险股作为高 β 品种，股价可能随大盘一同上扬；其次，保险公司投资收益将得到提升，权益投资收益将直接受益于大盘的提升，配置在可供出售类的债券资产减值可能转回；最后，货币政策放松后，寿险产品的相对吸引力得到增强，今年以来受其他渠道理财产品挤压的状况会得到扭转。

从股价历史表现看，保险股走势与 CPI 有很大相关性，且有一定的领先性：

图 5 保险股与宏观经济指标的相关性



资料来源：东方证券研究所整理

2007 年上半年，CPI 温和走高，保险股受益，股价上升。CPI 在 2008 年初达到高点时，保险股股价已经先行下跌。CPI 自 2008 年初急剧下降转为通缩，这一阶段保险股股价亦快速下滑。CPI 自 2009 年初开始再次温和上升，保险股价亦开始上升。当通胀再次上升为高通胀时，保险股再次受伤。总之，保险股受益于温和通胀。

在当前高通胀向温和通胀转变的预期下，保险股走势可能向上。

3.2 行业仍处于可以大有作为的重要战略机遇期

“十二五”时期，保险业仍处于可以大有作为的重要战略机遇期。国家经济发展、民生改善等各目标都为保险业提供了广阔的发展空间。根据保监会《中国保险业发展“十二五”规划纲要》，2015

年，全国保险保费收入争取达到 3 万亿元。保险深度达到 5%，保险密度达到 2100 元/人。保险业总资产争取达到 10 万亿元。

“十二五”期间，在居民收入不断增加、城市化进程持续推进、社会保障体系进一步完善的规划前景下，保险业作为我国社会保障体系中不可缺少的部分，仍将保持持续、快速增长的态势。

同时，随着保险业在经济发展中的覆盖面和渗透度的进一步提高，保险业务新领域将进一步拓展。目前我国的年金和健康险业务仍处于起步阶段，与养老和健康相关的保险产品面临广阔的发展空间。

3.3 保险个股可圈可点

中国平安：

- 寿险：强大高效的个人代理渠道，在个险业务占比、首年期缴保费占比、边际利润率、人均产能等寿险核心业务指标方面均远超同业
- 产险：抢先一步的电销、网销新渠道拓展先机。在未来车险费率改革中，凭借优秀的管理水平 and 平台优势，能够在竞争中脱颖而出
- 综合金融：前台销售资源整合成效显著，中报显示平安产险 38.1%的保费来自交叉销售和电销、平安银行 36.2%的新增零售存款、平安养老险 10.7%的企业年金受托业务、平安信托 9.8%的信托计划业务来自交叉销售

中国太保：

- 寿险：体量小、弹性大，增长前景最被看好。新任寿险总经理年富力强、雷厉风行，在新官上任三把火的推动下，寿险新业务增长成为行业亮点。两个“聚焦”的发展策略执行效果显著
- 产险：综合成本率行业最优，产险利润在集团整体利润贡献中占比提高

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)	估值指标				
业务及管理费	(20,499)	(26,660)	(29,859)	(33,442)		2009	2010	2011E	2012E
其他业务成本	(15,726)	(16,442)	(21,709)	(26,344)	P/EV	2.0	1.6	1.3	1.1
支出合计	(127,491)	(167,122)	(207,262)	(256,800)	隐含新业务倍数	12.7	7.3	4.3	1.4
营业利润	19,581	22,317	32,403	41,020	PE	22.2	18.5	13.1	10.6
营业外收入/支出	338	30	(44)	55	PB	3.6	2.9	2.3	1.9
利润总额	19,919	22,347	32,359	41,075	每股数据（元/股）				
所得税	(5,437)	(4,409)	(7,119)	(9,858)		2009	2010	2011E	2012E
净利润	14,482	17,938	25,240	31,217	每股寿险内含价值	13.71	15.84	19.15	23.56
少数股东权益	599	627	882	1,091	每股 NBV	1.61	2.04	1.61	2.03
母公司股东净利润	13,883	17,311	24,358	30,126	每股集团 EV	21.14	26.29	29.99	36.36
资产负债表（人民币百万元）					每股收益	1.89	2.26	3.08	3.81
	2009	2010	2011E	2012E	每股净资产	11.57	14.66	17.71	21.27
寿险投资资产	524,695	651,258	817,030	1,015,902	每股股利	0.15	0.45	0.45	0.45
财险投资资产	39,905	60,594	91,966	127,529	股本（百万股）	7,345	7,644	7,916	7,916
银行资产	220,806	249,297	286,692	329,695	增长率				
证券资产	24,386	24,820	27,412	29,204		2009	2010	2011E	2012E
资产合计	935,712	1,171,627	1,408,758	1,687,988	已赚保费增长率	22.0%	40.6%	27.0%	24.9%
寿险负债	575,475	740,093	810,534	1,008,421	净利润增长率	879.1%	24.7%	40.7%	23.7%
财险负债	41,689	62,008	69,492	77,099	投资资产增长率	30.3%	26.1%	27.7%	25.8%
负债合计	843,969	1,054,744	1,264,551	1,515,081	集团内含价值增长率	26.4%	29.5%	18.1%	21.2%
少数股东权益	6,773	4,853	4,022	4,514	一年新业务价值增长	38.2%	31.4%	25.0%	23.0%
归属母公司股东权益	84,970	112,030	140,185	168,393	净资产增长率	31.7%	31.8%	25.1%	20.1%
权益合计	91,743	116,883	144,207	172,907					
负债与权益总计	935,712	1,171,627	1,408,758	1,687,988					

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