

跌！保险股交易博弈还是搏傻？

事件：

自年初以来，保险股一直在麻木的“跌跌跌”中度日。今日突然刺激市场神经，平安放量大跌，H股跌13.71%，A股跌9.58%，几近跌停，关于平安大跌的市场传闻满天飞。受板块拖累，太保亦大幅下跌7.08%，国寿前期已经超跌，今日跌幅相对较小（3.81%）。保险股交易价格到底是反映了其真实估值水平，还是搏傻搏出来的？

研究结论：

● 平安股价利空因素解读

富通旧帐重提：平安在2008年对成本为238.74亿的富通投资已计提减值准备227.90亿，投资富通失败事件对平安利润表的影响基本已经结束。

绿城信托被查获风波的蝴蝶效应：此次绿城遭银监会清查的信托项目中有二个与平安有关，总金额在10亿元左右。平安信托2010年报显示房地产信托规模在207亿左右。

融资阴影挥之不去：平安在“著名”的千亿融资方案后，在资本市场的形象大打折扣，事实上，从A、H股上市至今，平安并未从内地股市融过一次资。考虑到市场情绪，中短期内平安是不可能再在A股市场融资。而且解决保险偿付问题，次级债、定增亦是不错的选择。

大股东汇丰抛售平安：有传言大股东汇丰在抛售，对于汇丰这样的国际投资者，欧美等外围环境恶化，其撤离资金也不是没有可能。资金快速流出导致的股价下滑与公司基本面无关，A股投资者需要理性看待。

● 当前的股价是非理性的搏傻

今天平安A股收盘价34.37，基本相当于平安帐面资产按1倍PB出售的价格。平安金融牌照价值、遍布全国以帐面成本计价的物业重估价值、平安强大的品牌价值均完全忽视。国寿、太保股价亦被严重低估。

● 行业基本面未变，长期价值显然

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
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27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	14.9	增持
中国平安	2.26	3.08	3.81	34.4	买入
中国太保	1.00	1.47	1.75	18.6	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。

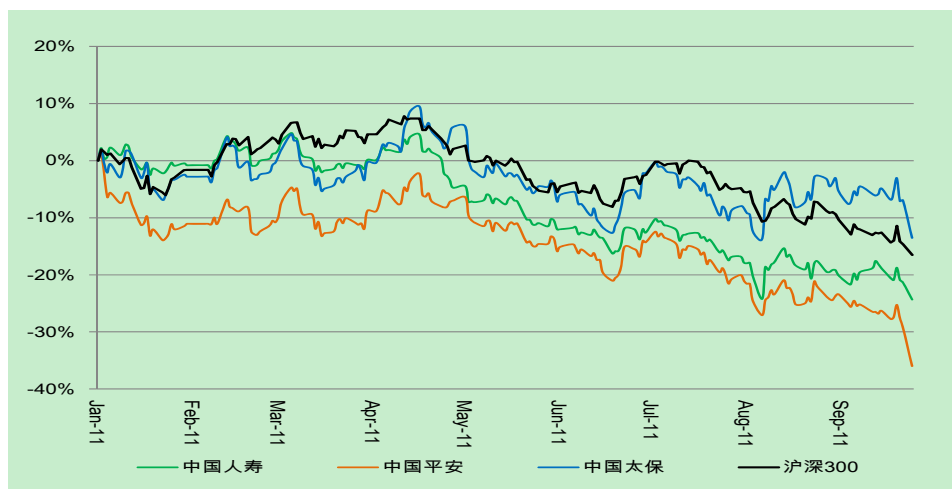
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 平安股价大跌的利空因素解读	3
1.1 富通集团旧帐重提	3
1.2 绿城信托被查风波的蝴蝶效应	3
1.3 融资阴影挥之不去	4
1.4 大股东汇丰抛售平安？	5
2 当前的股价是非理性的搏傻	5
2.1 清算假设下的保险股估值	5
2.2 股价隐含的估值水平	7
3 行业基本面未变，长期价值显然	8
 图 1 三家上市保险公司近一年股价走势	3
图 2 三家上市保险公司 P/EV	7
图 3 三家上市保险公司股价隐含的 NBM	8
 表 1 平安信托——自营资产运用与分布表	4
表 2 平安信托——信托资产运用与分布表	4
表 3 平安清算价值（2 种情景下）	6
表 4 太保清算价值（2 种情景下）	6
表 5 国寿清算价值（2 种情景下）	7

1 平安股价大跌的利空因素解读

图 1 三家上市保险公司近一年股价走势



资料来源：wind 资讯

媒体关于平安股价大跌的利空传闻报道大多是经不起推敲的以讹传讹：

(附相关新闻链接：<http://stock.jrj.com.cn/2011/09/26150111148538.shtml>)

1.1 富通集团旧帐重提

根据平安过往报告披露的信息，平安对富通集团股票的总投资成本为人民币 **238.74 亿元**（21.1 亿欧元），2008 年金融危机时富通股价爆跌至不足 1 欧元，平安**对富通股票投资计提减值准备 227.90 亿元**，投资成本的 95%已计提减值。从极端角度看，富通股票即使继续跌至 0，对平安的影响也仅是减值准备未覆盖的 10 亿元。

投资富通失败事件对平安利润表的影响基本已经结束：作为权益型可供出售金融资产，为防止利润操纵，会计准则不允许减值通过利润表转回，除非公司处置资产，否则资产减值后，股票市价回升只能反映在资本公积里。

1.2 绿城信托被查风波的蝴蝶效应

平安信托曾与绿城集团签署合作投资战略框架协议，平安信托将对绿城集团负责开发的房地产项目展开投资，市场担忧平安信托主导的绿城地产信托可能受到损失，传言房产信托金额达上千亿。

根据平安集团对外澄清口径：此次绿城遭银监会清查的信托项目中有二个与平安有关，总金额在 10 亿元左右。

表 1 平安信托——自营资产运用与分布表

单位：百万元

资产运用	金额	占比 (%)	资产分布	金额	占比 (%)
货币资产	688.20	4.4%	基础产业	0	0.0%
贷款及应收款	1,462.53	9.3%	房地产业	691.50	4.4%
交易性金融资产	522.31	3.3%	证券市场	522.31	3.3%
买入返售金融资产	2,380.00	15.1%	实业	7,202.77	45.6%
可供出售金融资产	3,058.93	19.4%	金融机构	5,827.92	36.9%
长期股权投资	7,052.68	44.6%	其他	1,567.20	9.9%
其他	647.04	4.1%		0	
资产总计	15,811.70	100.0%	资产总计	15,811.70	100.0%

资料来源：平安信托公司报告

表 2 平安信托——信托资产运用与分布表

单位：百万元

资产运用	金额	占比 (%)	资产分布	金额	占比 (%)
货币资产	5,878.19	4.2%	基础产业	68,750.38	49.3%
贷款	78,407.44	56.2%	房地产业	20,749.47	14.9%
交易性金融资产	11,838.67	8.5%	证券市场	12,968.68	9.3%
可供出售金融资产	5,509.82	4.0%	实业	19,282.38	13.8%
长期股权投资	27,182.62	19.5%	金融机构	14,325.57	10.3%
其他	10,777.46	7.7%	其他	3,517.72	2.5%
资产总计	139,594.20	100.0%	资产总计	139,594.20	100.0%

资料来源：平安信托公司报告

根据平安信托 2010 年年报中披露信息，平安信托资产中，房地产信托规模在 207 亿左右，加上自营资产在房地产上的投资约 7 亿，平安信托公司在房地产业上投资规模约为 214 亿。并非市场曾所谓的上千亿信托项目。

此外，信托的本质是代客理财，信托项目失败给公司带来的是仅仅是声誉风险。

1.3 融资阴影挥之不去

平安在“著名”的千亿融资方案后，在资本市场的形象大打折扣，08 年的金融危机更让此事件雪上加霜，至今仍有投资者偏见的认为 08 年的股市大坑是平安那千亿融资计划给砸的。市场提起平安总是心有余悸的将其和大规模融资挂钩。

平安当年的千亿融资计划是在 07 年大牛市背景下，雄心勃勃加快国际化进程的战略规划，但全球性金融海啸令所有投资者始料未及。

事实则是，平安从 A、H 股上市至今，并未从内地股市融过一次资，在香港仅有二次定增均与收购深发展相关：一次是 2010 年 5 月与新桥换股；另一次是 2011 年 6 月向金骏定增（发行价折人民币 59 元）。应该说平安是以负责任的态度对待资本市场，而不是简单圈钱。

在现在这样的市场环境下，考虑到市场情绪，中短期内平安是不可能再在 A 股市场融资。而且解决保险偿付问题，并非只有二级市场股权融资一条路。次级债、定增亦是不错的选择，平安产险、寿险的资本需求已经或正在通过发行次级债来解决。

按照保监会规定，保险公司计入附属资本的次级债金额不得超过净资产的 50%，截至 2010 年末，平安寿险净资产为 229 亿，平安产险为 174 亿，空间仍然巨大。

1.4 大股东汇丰抛售平安？

今天平安港股大跌，有传言是大股东汇丰在抛售，此消息暂时无法证实。但是对于汇丰这样的国际投资者，欧美等外围环境恶化，其撤离资金也不是没有可能。资金快速流出导致的公司股价迅速下滑，这与公司基本面无关，A 股投资者需要理性看待 H 股下跌。

2 当前的股价是非理性的搏傻

2.1 清算假设下的保险股估值

当前的保险股股价低迷与 08 年还不同，08 年只是资本市场低迷，保险行业保费增速仍然强劲。而**今年是“双杀”，市场低迷、保费低迷。**

上一篇报告中我们梳理了 EV 估值的框架，说明基于清算假设下的 EV 估值是审慎可靠的。现在市场似乎对虚无缥缈的新业务价值失去了信心，我们暂且抛开新业务倍数不谈，在最悲观的清算假设下，假设保险公司自 2011 年中期始，不再发展寿险新业务，公司按照帐面价值待价而沽：

表 3 平安清算价值（2 种情景下）

	2011H账面价值	PB/PEV	评估价值
净资产--产险	20,812	1	20,812
净资产--银行	50,909	1	50,909
净资产--证券	7,806	1	7,806
净资产--其他	32,557	1	32,557
寿险EV	134,196	1	134,196
合计			246,279
	股本		79.16
	绝对估值		¥31.11

	2011H账面价值	PB/PEV	评估价值
净资产--产险	20,812	1.5	31,218
净资产--银行	50,909	1.5	76,363
净资产--证券	7,806	1.5	11,709
净资产--其他	32,557	1	32,557
寿险EV	134,196	1.5	201,294
合计			353,141
	股本		79.16
	绝对估值		¥44.61

资料来源：公司定期报告，东方证券研究所整理

今天平安 A 股收盘价 34.37，基本相当于平安帐面资产按 1 倍 PB 出售的价格。平安金融全牌照价值、遍布全国各地的以帐面成本计价的物业重估价值、平安强大的品牌价值均完全忽视。

今年 4 月份之前的股价低位振荡与新保负增长挂钩，尚可理解。但是之后，除了 6-7 月小幅反弹，其他时间的持续下跌，以及今天的暴跌明显是向下搏傻搏出来的。

股神巴菲特所说的“在别人贪婪的时候要恐惧，在别人恐惧的时候要贪婪”，套用在当下的情景里可能是相当合适的。太保、国寿的股价亦严重低估：

表 4 太保清算价值（2 种情景下）

	2011H账面价值	PB/PEV	评估价值
净资产--产险	17,569	1	17,569
净资产--其他	30,319	1	30,319
寿险EV	71,011	1	71,011
合计			118,899
	股本		86.00
	绝对估值		¥13.83

	2011H账面价值	PB/PEV	评估价值
净资产--产险	17,569	1.5	26,354
净资产--其他	30,319	1	30,319
寿险EV	71,011	1.5	106,517
合计			163,189
	股本		86.00
	绝对估值		¥18.98

资料来源：公司定期报告，东方证券研究所整理

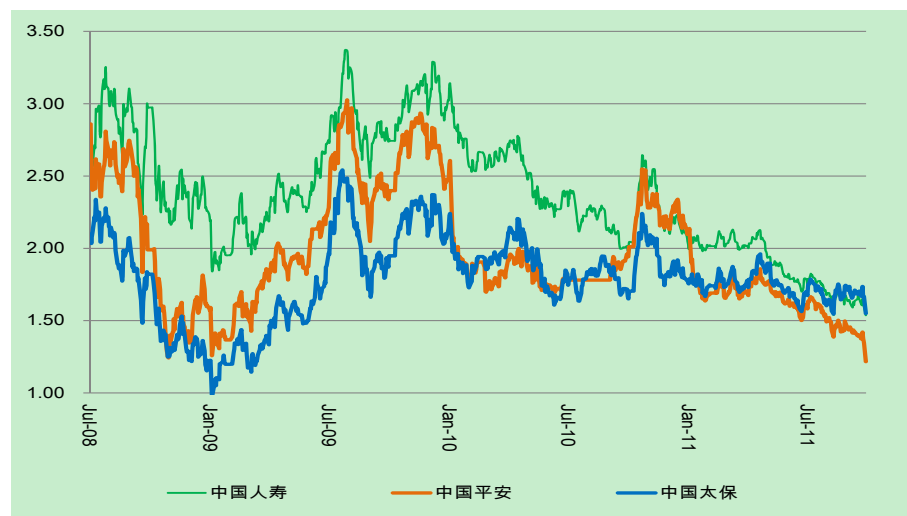
表 5 国寿清算价值（2 种情景下）

	2011H帐面价值	PB/PEV	评估价值
寿险EV	296,493	1	296,493
		股本	282.65
		绝对估值	¥10.49

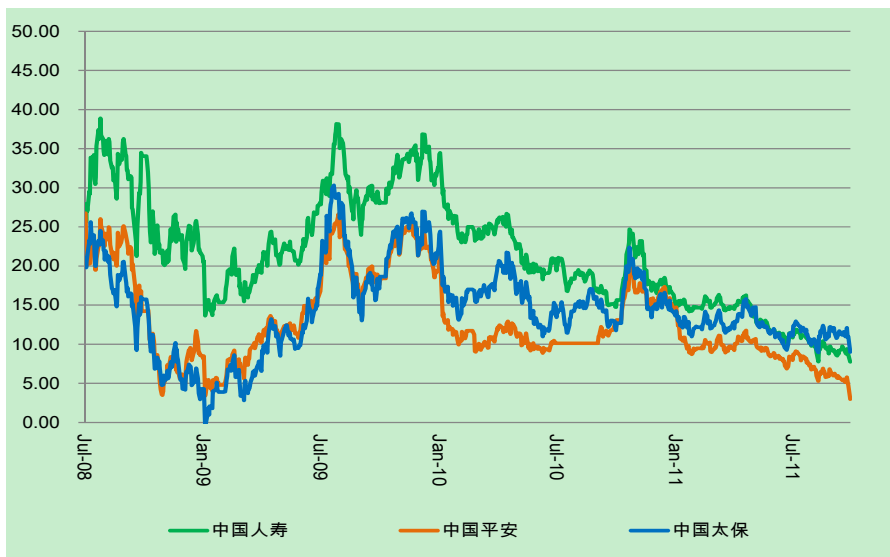
	2011H帐面价值	PB/PEV	评估价值
寿险EV	296,493	1.5	444,740
		股本	282.65
		绝对估值	¥15.73

资料来源：公司定期报告，东方证券研究所整理

2.2 股价隐含的估值水平

图 2 三家上市保险公司 P/EV


资料来源：wind 资讯，东方证券研究所整理（2011 年 EV 取中报数据，未取预测值）

图 3 三家上市保险公司股价隐含的 NBM


资料来源：wind 资讯，东方证券研究所整理（2011 年 NBV、EV 取中报数据,未取预测值）

对比清算假设下的绝对估值以及股价隐含的 P/EV、NBM 来看，平安是三家公司中估值最便宜的一家。

无论市场对平安再融资、员工股减持、平安证券及深发展近期的中高层人员震荡有怎样的负面看法，但是在对“平安在经营管理上是一家不可多得的优质公司”的认可上基本是无异议的。

在车险费率市场化、寿险定价利率市场化的未来，经营管理优质的公司一定能够在竞争中快速脱颖而出。

3 行业基本面未变，长期价值显然

“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、民生改善等各项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。

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