

推荐（维持）

保险公司总是缺资本金吗？

2011 年 9 月 28 日

保险研究图谱第二卷

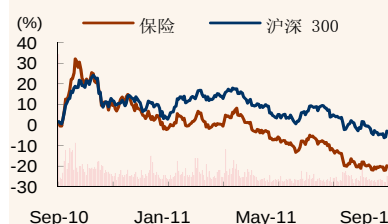
上证指数 2415

行业规模

		占比%
股票家数（只）	3	0.2
总市值（亿元）	5994	2.6
流通市值（亿）	5979	3.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11.8	-28.1	-27.6
相对表现	-4.25	-8.57	-20.7



相关报告

- 1、《保费环比小升，权益投资加码-保险行业 2011 年 9 月报》2011/9/15
- 2、《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

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

研究助理:

王宇航

0755-83734407
wangyh1@cmschina.com.cn

保险公司设立初期对于资本金有持续的需求，但是当老保单结束缴费期，新保单增速放缓的情况下，资本金压力会随之缓解。国外一般采用发债方式来应对阶段性的偿付能力要求，3 家保险公司到明年股权再融资可能性较小。

- **保险公司的经营规律要求在开业初期持续补充资本金。** 草创时期：保费上规模之前，初始资本金是日常营运费用重要的来源。加速时期：寿险公司首次盈利在第 8 年；健康险公司一般需要 7 至 10 年；产险公司成立之初综合成本率或高达 170%，两三年后降至 110% 以内，但难以跨越 100%。因此在产生自我给养之前，也需要补充资本金以应对承保规模的扩大。发展时期：监管层防止风险过分承保、分红、资本市场下行等因素均会削弱资本金。
- **保险产品特性天然要求持续补充资本金。** 保障类产品（如定期寿险）的资本金需求主要通过风险保额体现，而储蓄类产品（如分红险、两全险）的资本金需求更多的通过准备金来体现。我们在正文中以目前常见的分红两全保险为例展示一张保单如何通过准备金反映在资本金需求上。
- 一张保单的资本金需求先增后减，多张保单汇聚的结果难以预测，但是老业务压力逐渐释放，新业务产生新的资本压力的总趋势不变，因此缴费期的远去和新业务发展速度的下降为未来准备金增速放缓提供了可能：保险公司资本金压力不会一直存在并步步趋紧。虽然偿付能力和会计利润所依据的准备金基础不同，但是法定准备金超过会计准备金的部分，在缴费期结束后逐渐减小，资本金的补充速度和压力也会逐渐降低。因此保险公司能否以旧养新，也要看保费增速的变化。
- **缓解偿付能力压力的渠道包括原有股东注资、上市融资、发行次级债、财务再保险（08 年平安曾运用该方法化解投资的不利影响）、资产负债证券化等多种方式。** 其中次级债是目前国外寿险公司最常使用的补充资本金方式。对于保费增长波动的后续年份带来的阶段性资本金缺乏，只需要次级债就可以补充。但我国保险业距离该阶段尚有距离，通过“保费/净资产”这一指标的国际比较可以清晰的看到这一点。
- **明年股权再融资可能性不大。** 根据短期险种的保费和赔款，以及长期险种的准备金和风险保额指标计算三家公司的偿付能力，可以看到到明年底偿付能力均能保持在 150% 上下，在此期间股权再融资可能性较小。另一方面修订后的次级债管理办法降低了发债要求，预计三家上市公司两年内将以次级债融资为主。今年以来的两个《办法》，也在为上市险企扩大规模铺路。
- **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	11NBM	P/EV	评级
中国平安	35.00	2.26	3.10	11.3	1.9	1.24	1.09	强烈推荐-A
中国太保	18.85	1.00	1.40	13.5	1.8	5.67	1.35	强烈推荐-A
中国人寿	15.05	1.19	1.10	13.7	2.0	4.79	1.32	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、保险公司一直缺资本金吗？	3
1. 保险公司经营规律要求开业初期持续补充资本金	3
2. 保险产品特性天然要求持续补充资本金	3
3. 准备金折现率：水位标杆和排水阀	6
4. 分红和资本市场波动：资本金从这里流出	7
二、补充资本金都有哪些源头？	9
1. 原有股东注资或者国有企业参股	9
2. 引进外资参股	9
3. 公开上市和再股市融资	9
4. 发行次级债	10
5. 财务再保险	10
6. 资产负债证券化	11
三、国外保险公司也面临资本金压力？	12
四、A 股保险公司还要融资吗？	13
1. 次级债将扮演更重要的角色	13
2. 三家险企明年股权再融资可能性较小	14
3. 三家险企到 2013 年以后呢？	15
4. 吸纳资本金不足险企业务的通道打开	17

图表目录

图 1：30 岁投保分红两全险的准备金变化过程	5
图 2：0 岁投保分红两全险的准备金变化过程	5
图 3：一组集中销售的保单组合的准备金变化过程	6
图 4：保险行业历史 PEBand	17
图 5：保险行业历史 PBBand	17
表 1：最低资本评估标准	3
表 2：准备金折现率比较	7
表 3：派息对偿付能力的影响	7
表 4：英国保险公司偿付能力变化	12
表 5：最近两年保险公司次级债发行汇总	13
表 6：上市公司偿付能力预测	14
表 7：非寿险公司新业务资本金压力指标比较（下列公司不含寿险业务）	15
表 8：寿险公司新业务资本金压力指标比较（下列公司不含非寿险业务）	16
附：中国平安财务预测表	18
附：中国太保财务预测表	19
附：中国人寿财务预测表	20
附：主要保险公司估值表	21

保险若要给予他人保障，自己就必须有很大的一宗资本。——亚当斯密，《国富论》第9章，1776年。

一、保险公司一直缺资本金吗？

1. 保险公司经营规律要求开业初期持续补充资本金

初创时期的资本金需求：保险公司作为经营风险的主体，在其开办之初就需要一大笔资本金作为风险对价的基础（在我国设立保险公司，实收货币资本不低于人民币2亿元）。在保费收入上规模之前，资本金是日常运营最重要的来源。

加速时期的资本金需求：一般寿险公司开业后的首次盈利时间在5至8年；专业健康险公司初期投入更大，一般需要7至10年才能盈利；对于产险公司，成立之初综合成本率可能高达170%左右，两三年后降至110%以内，但要跨越100%的界限还需要市场环境的配合才能实现。因此在产生自我给养之前，保险公司也可能需要补充资本金以应对承保规模的扩大。

发展时期的资本金需求：由于风险越大、收益越高的保险业务性质以及行业内拼规模争排名的评价模式，保险公司非常重视保费的扩张，而偿付能力谨慎性的要求是防止保费过度扩张的主要约束因素，三家A股保险公司目前的资本金需求，就是源于监管层对于承保过度风险的担忧。根据《保险公司偿付能力监管规定》，偿付能力不足的公司将面临：限制增设分支机构、限制业务范围、责令停止开展新业务、责令转让保险业务或责令办理分出业务等处罚。因此即使渡过盈亏平衡年，保险公司仍然需要补充资本金才能达到偿付能力需求。

2. 保险产品特性天然要求持续补充资本金

产品形态的不同决定了保险公司承担的风险的差异，也决定了其对资本金需求的不同，从下表的“最低资本评估标准”中可以看出，长期寿险业务的最低资本要求是准备金和风险保额的一定比例，因此，保障类产品（如定期寿险）的资本金需求主要通过风险保额体现，而储蓄类产品（如分红险、两全险）的资本金需求更多的通过准备金来体现，由于投资连结型产品的投资风险由保单持有人承担，保险公司只承担资产管理和保障风险，所以其准备金部分的系数较低。

表 1：最低资本评估标准

编报单位：	200×年×月×日
一 财产险或短期人身险业务	
最近会计年度的直接保费收入	-1
分入保费	-2
分出保费	-3
自留保费	(4)= (1)+ (2)- (3)
营业税及附加	-5
净值：1 亿元以下部分	-6

净值: 1 亿元以上部分	-7
最低额度 A	$(8) = (6) \times 18\% + (7) \times 16\%$
二 最近年度综合赔款金额	-9
最近年度前 1 年的综合赔款额	-10
最近年度前 2 年的综合赔款额	-11
3 年均值: 7000 万元以下部分	-12
3 年均值: 7000 万元以上部分	-13
最低额度 B	$(14) = (12) \times 26\% + (13) \times 23\%$
三 财产险或短期人身险业务最低额度	$(15) = \max[(8), (14)]$
四 长期人身险业务	
投资连结类业务的责任准备金	-16
投资连结类业务的最低额度	$(17) = (16) \times 1\%$
其他寿险业务的责任准备金	-18
其他寿险业务的最低额度	$(19) = (18) \times 4\%$
3 年内的定期死亡险风险保额	-20
3-5 年定期死亡险风险保额	-21
5 年以上定期死亡险风险保额	-22
未区分保险期的死亡险风险保额	-23
死亡险的最低额度	$(24) = (20) \times 0.1\% + (21) \times 0.15\% + (22) \times 0.3\% + (23) \times 0.3\%$
其他险种的风险保额	-25
其他险种的最低额度	$(26) = (25) \times 0.3\%$
长期险最低偿付能力额度	$(27) = (17) + (19) + (24) + (26)$
五 最低偿付能力额度	$(28) = (15) + (27)$

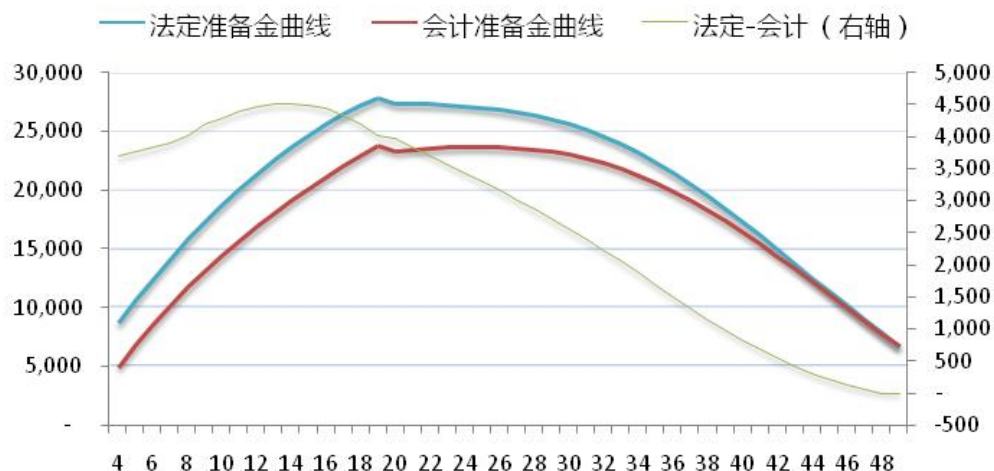
资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

注: 综合赔款金额为赔款支出、未决赔款准备金提转差、分保赔款支出之和减去摊回分保赔款和追偿款收入。

今年上半年, 分红险保费收入占寿险保费收入比重达 91.6%, 所以我们选取一款常见的分红两全险为例, 来说明产品对于资本金的耗损过程。该产品是储蓄性险种, 10 万元保额对应的资本金需求乘数为 0.3%, 固定为 300 元; 而准备金对应的资本金需求乘数为 4%, 浮动均值为 806 元, 该项随保单年度的变化是资本金需求变化的主要原因。所以我们选取准备金的变化来代表对资本金需求的变化:

考虑一个 30 岁的女性投保 20 年期缴的分红两全保险, 其准备金变化如下图所示 (第三条线为法定和会计准备金之差), 在缴费期的前 20 年, 准备金一直上升, 在缴费期结束出现极值点而后下降。

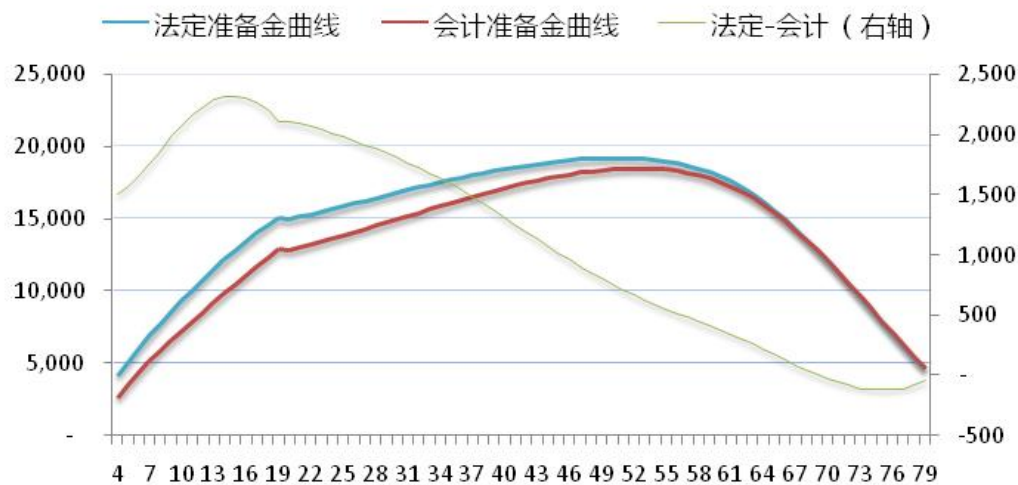
图 1: 30 岁投保分红两全险的准备金变化过程



资料来源: 招商证券研发中心

再考虑一个出生即投保同样险种的的女婴, 其准备金在缴费期结束后, 继续上行一段时间, 在 53 岁左右达到最大值而后迅速下降。

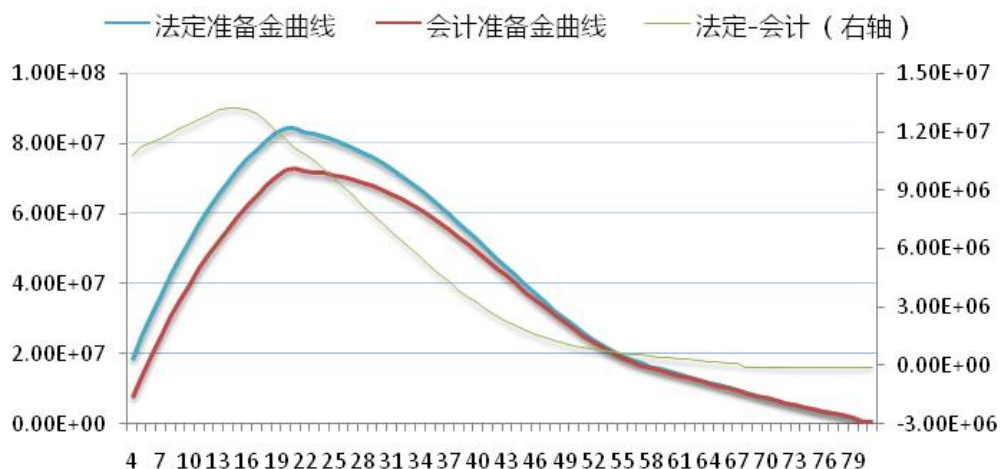
图 2: 0 岁投保分红两全险的准备金变化过程



资料来源: 招商证券研发中心

最后考虑假设不同的投保人个体情况, 设计一个汇聚了 2000 张保单的产品池, 我们可以模拟其总准备金变化。由于假设该产品池内的保单大部分来自于同一年度相似客户群体的集中销售, 因此整体形态与单张保单比较相似。

图 3：一组集中销售的保单组合的准备金变化过程



资料来源：招商证券研发中心

根据以上三张对比图，我们可以得出以下结论：

第一：准备金先增后减。期缴保险在缴费期内准备金逐年上升，在缴费期结束后，货币的时间价值使得在远端的准备金观察点数值更高，而死亡率的先降低后升高的规律使得在远端的准备金数值迅速减少，加上其他各因素交汇的结果，是准备金在保险期间内呈现先增后减的形态。在上例的两张保单中，准备金最大值（也就是最低资本最大值）分别出现在第 19 个和第 53 个保单年度，对于大多数保单而言，峰值出现在缴费期结束的年度。

第二：多张保单汇聚的结果依据保单构成的不同而迥异。投保人的年龄分布、缴费期间的选择、保单年龄的长端、产品结构的不同等，都能影响到保险公司准备金曲线，但总体而言，老业务准备金先增后减，新业务持续产生压力的总趋势不变，而集中给付期的到来和新业务发展速度的下降为未来准备金增速放缓提供了可能：保险公司资本金压力不会一直存在并步步趋紧。

第三：法定准备金超过会计准备金的部分，在缴费期结束后逐渐减小。最低偿付能力要求中的准备金是法定准备金，而会计利润核算中的准备金是会计准备金。实行新会计准则后，两者有所差异，一般而言，会计准备金低于法定准备金（对于一些老保单也有相反的情况存在），导致会计利润多提而通过分红缴税流出企业；而法定准备金多提，导致资本金需求相对偏大。相当于一边排水，一边提高水位指标，使得保险公司在承保初期的资本需求难以通过盈利补充。但是通过实际测算得知，这种情况仅存在于业务加速上升期，交费期结束的分红险产品面临着两个准备金差额的迅速减小，资本金的补充速度和压力也会逐渐降低。因此保险公司能否以旧养新，还要看保费增速的变化。

3. 准备金折现率：水位标杆和排水阀

法定准备金（此处特指未到期责任准备金）是未来保险责任和费用的现值与未来保费的现值的差额。由于评估利率一般为 2.5%，导致其假设较为保守，提取数字较大，是偿付能力计算的基础。

会计准备金由三部分构成：对未来现金流的无偏一致估计、风险边际、剩余边际。

其中第一项是主要部分：对于未来可能发生的保费收入、费用、退保、红利和其他保险责任等支出的无偏估计。所谓无偏一致估计，是指对所有可能情形的金额和概率的加权平均，其计量假设应当和市场价值一致。其中就涉及对于折线率的调整：对于保险利益与投资收益相关的，就按照预期收益率折现；对于不相关的，按照市场利率折现。由于选取了与负债现金流出期限和风险相当的市场利率作为折线率，因此要高于定价预定利率的 2.5%。

表 2：准备金折现率比较

	国寿		太保		平安	
年度	2009	2010	2009	2010	2009	2010
折现率短端 %	2.69	2.61	2.89	2.61	2.83	2.60
折现率长端 %	5.32	5.66	5.55	5.83	5.48	5.40

资料来源：公司年报，招商证券研发中心

第二项风险边际是指由于未来现金流在金额和时间上存在不确定性，考虑不利情况下的负债与合理负债估计的差额，其中不利情况包括死亡率、退保率、费用率、预期收益率的变化等。

第三项剩余边际是校验保费与考虑了风险边际的负债估计的差额。后面这两项所占比重较小。

4. 分红和资本市场波动：资本金从这里流出

分红方式流出：保险公司难以靠利润来补充足够的资本金的另一个原因是分红，从下表的计算可以看出，去年各家公司分红所流出的实际资本使偿付能力充足率减少了 6 到 34 个百分点，今年仅上半年减少了充足率 5 到 18 个百分点。近几年来三家公司均保持着 33% 以上的派息率，是削弱自身盈利补充资本能力的一个重要方面。对于偿付能力低于 100% 的险企，保监会可以限制其向股东分红。

表 3：派息对偿付能力的影响

(百万元)	太保寿险		太保产险		平安寿险		平安产险		中国人寿	
	1H2011	2010	1H2011	2010	1H2011	2010	1H2011	2010	1H2011	2010
实际资本	32,629	36,687	19,517	15,002	50,878	50,981	19,517	15,002	104,553	123,769
最低资本	16,968	15,222	9,799	8,353	32,190	28,295	9,799	8,353	63,672	58,385
偿付能力充足率	192%	241%	199%	180%	158%	180%	199%	180%	164%	212%
派息	-1,445	-1,390	-1,213	-1,059	-1,591	-1,614	-634	-741	-11,306	-19,785
派息前实际资产	34,074	38,077	20,730	16,061	52,469	52,595	20,151	15,743	115,859	143,554
派息前偿付能力充足率	201%	250%	212%	192%	163%	186%	206%	188%	182%	246%
派息减少充足率: 百分点	8.5	9.1	12.4	12.7	4.9	5.7	6.5	8.9	17.8	33.9

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

资本市场下跌方式流出：偿付能力出现非正常的剧烈变化，常常是由于资本市场的大幅波动，比如股市下跌造成以公允价值计算的资产缩水。

今年3月的业绩发布会上，国寿曾表示一季度208%的偿付能力水平足以支持公司两至三年的业务发展。但是二季度上证综指下跌6.63%，权益类投资资产价值大幅下降；同时中债全指下跌6.45%，可供出售的债券资产市值下跌，这两个因素使国寿的认可资产受损较多，单单资本市场的波动就让偿付能力充足率在上半年下降30个百分点。同时上表测算的派息等因素又拉低了充足率约18个百分点，偿付能力总共下降48个百分点，因此国寿在中期业绩发布的同时公布了300亿元的次级债计划，预计此举将提升充足率45个百分点。

二、补充资本金都有哪些源头？

1. 原有股东注资或者国有企业参股

保险公司设立时的 5 亿元门槛显然不能一劳永逸，需要原股东持续注资或者吸引新的投资者注入。由于保险公司（特别是寿险）开始盈利的时间较长，一般由资本雄厚的国有企业集团开办并持续注资。

从 2007 年开始银行柜台逐渐成为重要的销售媒介，因此把握着这一渠道的各大银行也从去年开始进入保险领域，2010 年 1 月 28 日，交通银行控股的交银康联人寿正式挂牌，成为首家正式成立的银行系保险公司；今年 7 月 22 日，第二家银行控股公司——建信人寿挂牌成立，背靠建行的充足资本，建信人寿宣布年内将启动注资，解决未来三年的资本金需要，实现由区域性保险公司向全国性保险公司的转型，实现由小型保险公司向大中型保险公司的转型。目前等待监管层批准的银行系保险公司还有工商银行 60%控股的金盛人寿，以及农业银行 51%控股的嘉禾人寿。

2. 引进外资参股

合资保险外资持股比例上限为 50%，外资股东很难获得控制权，因此对于国内中型保险公司而言，引进外国保险公司资金，既可以解决资金问题，也不会带来太多股权的分化，还能够学习借鉴国外的经营管理理念和技术，是近年来许多寿险公司增资的重要选择。

另一方面，内地保险牌照对于外资的吸引力一直不减，最近的例子是，2005 年底凯雷 Carlyle 斥资 4.1 亿美元入股太保寿险，帮助其解决偿付能力问题，并与 2007 年再度注入约 3.3 亿美元。该笔投资从寿险先后转移至寿险、集团、H 股，并于去年底和今年初套现约 206 亿港元。今年 7 月 27 日，凯雷再趁 6 个月禁售期届满，以低折让价配售 2.5 亿股太保 H 股，套现 78.5 亿元，持股量由 29.9%降至约 19.1%，已套现部分加上余下股份的市值，凯雷已经获得了超过 6 倍的利润。

凯雷在国内保险股权的赚钱效应也在吸引着其他海外资本，年初太保股权的接手人为德国安联保险和美国共同基金 Fairholme Capital。而在 2009 年底，法国安盛因为双牌照问题出售泰康人寿 15.6%的股权时，也得到了包括淡马锡、黑石、贝恩资本、KKR 等海外私募的追捧，最终被高升以溢价 20 多倍的价格接手。

今年 3 月，野村证券以 28 元/股的价格购入新华人寿 5%的股权，成交价格与二级市场上太保和平安的估值相当，显示了海外资金对于复制凯雷经验的极大兴趣。

3. 公开上市和再股市融资

在 2007 年太保上市之后，国内资本市场上一直缺乏保险新股，同期银行和券商则大批上市融资，而保险公司启动滞后的主要原因是大型保险公司的股份制改造、内部整合和偿付能力等指标限制的原因；但是随着近两年来几大保险公司股权的梳理和改制完成，预计今明两年将有数只保险股上市融资。在今明两年积极准备上市的国内保险公司有新华人寿、泰康人寿、天平汽车保险、中国人保集团、中再保集团。关于已上市公司的再融资问题，我们在第四部分分析。

4. 发行次级债

次级债的清偿顺序排在投保人和其他债务人之后，股权之前，使其带有一定的股权特征，相当于商业银行的附属资本，可以用于缓解阶段性的偿付能力压力。

实际偿付能力额度=认可资产-认可负债+次级债账面价值-次级债认可负债价值。

定向募集的次级债，应当在到期日前将次级债按以下折算比例确认为认可负债，认可价值为次级债的账面价值(包括一次还本付息次级债的应计利息)与相应折算比例的乘积：

剩余年限在 4 年（含 4 年）以上：	0
剩余年限在 3 - 4 年（含 3 年）的：	20%
剩余年限在 2 - 3 年（含 2 年）的：	40%
剩余年限在 1 - 2 年（含 1 年）的：	60%
剩余年限在 1 年以内的：	80%

分期付息次级债的应付利息为认可负债，以账面价值作为其认可价值。

5. 财务再保险

财务再保险是将有限风险转移给再保险人的保险合同。其目的往往是为了改善分出人的财务结果，它与传统再保险的区别在于只将承保风险、时间风险和投资风险之中的一种或两种转移给再保险人。通过乘数再保险和溢额再保险等比例分保方式，可以转移风险，减少准备金，通过收取分保手续费获取资金，有助于开展新业务，是一种较低成本的改善偿付能力的做法。

作用原理解释。以人身险的赔款再保险为例，产生作用的原理是：新单开始第一年往往会有较大的首年费用支出和准备金提取，新业务越多，可能亏损越大，通过再保协议，直保公司将一部分保费分给再保公司，再保公司将未来的利润提前支付给直保公司，使其提前盈利，减少当期准备金提取，优化了直保公司当期的财务报表。

运用财务再保险比较经典的例子是中国平安在遭受富通投资严重损失的 2008 年利用分保提前支取了未来的利润，提高了实际资本。是年平安寿险与慕尼黑再保险公司签订合同，将其 47 个传统非分红险有效保单的全部自留死亡风险保额进行分出，锁定上述保单未来的相关死差益，因而一次性确认的税前收益约为 48.71 亿元（而当年平安集团利润总额仅为 24.53 亿元）。该项操作大幅增加了应收分保合同准备金，为公司偿付能力和当年盈利带来正面影响，然而此举也将使公司未来每年的净利润减少超过 1 亿元。

危机来临的共同之选。遭遇金融危机的直保市场受到较大范围的影响，但是慕尼黑再 2009 年在亚洲地区的业务量却同比增长约 300%，这也是各保险公司在实际资本受到股市下挫削减后采用再保方式释放资本金的集体现象。

不常用却必备的猛药。类似的方法还有传统再保险、收缩业务线、业务结构调整、保单转让等，这些方法的缺点在于造成了保费的流失，减少了未来的业务利润。对于财务再保险而言，还有粉饰报表和逃税之嫌，巴菲特旗下的通用再保险和法国安盛保险都曾经因为涉嫌滥用财务再保险合同为其他公司或自身粉饰财务报表而受到司法调查因此。尽管如此，我们看到在面临资本市场严重波动时，或者小型公司在资本金难以即使补给时期，财务再保险是迅速提升偿付能力的一剂猛药。

6. 资产负债证券化

保险资产证券化是将能够产生稳定现金流但是缺少流动性的金融资产（比如保单贷款），通过对相近期限产品的打包组合，形成以未来现金流为担保的证券，并借此融资的过程。作为一种表外融资方式，将证券化资产从资产负债表中去掉后，可以提高资产流动性、缓解现金压力，优化资产负债结构，提高偿付能力。

保险负债证券化是通过发行收益与承保损失相关联的债券，将保险公司的承保风险转移给证券投资者；或者通过购买损失看涨期权，将损失限额控制在期权行权价格范围内，降低自担风险，提高偿付能力。

现在这种方法面临法律环境和定价技术不完善、交易成本较高等问题，更广泛的应用还需要资本市场进一步发展做基础。

三、国外保险公司也面临资本金压力？

如前文所述，在长期，资本金需求将随着保费增速的回落趋于稳定，我们看伦敦上市的寿险公司近年来的偿付能力情况，可以发现总体来看他们补充资本金是以发债为主，股权融资为辅，简单汇总发现，过去六年来保费符合增长率较高的英杰华（年增长 10.4%）应用股权融资占比更高，而保费增速较低的另外三家债券融资占比更高。正是由于老保单准备金的不断释放，使已有资本金能够基本满足偿付能力的需要，对于保费较低速增长的后续年份带来的阶段性资本金缺乏，只需要发行次级债就可以补充，为与保单准备金的高峰期限相匹配，我们发现英国保险公司债的期限分布于 1 年到 30 年的范围内，差异很大。

表 4：英国保险公司偿付能力变化

保诚	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	汇总
偿付能力%		239	276		162	270	305	
寿险保费增速%		-6.96	7.51	13.63	3.44	6.89	21.03	7.2%
发行债券			5		565	1,150	650	2,370
股权融资	-	188	64	33	70	11	74	439
净资产		5,366	5,620		5,058	6,271	8,031	
净利润		748	874		-396	676	1,431	
英杰华								
偿付能力%	268	250	180	150	142	130	129	
寿险保费增速%	-26.62	7.50	13.26	13.37	23.70	1.85	4.38	10.4%
发行债券			300		1,100	250		1,650
股权融资	3,062	247	4,562	2,094	282	22	147	10,415
净资产	8,993	11,092	14,064	15,931	14,573	15,086	17,725	
英国耆卫								
偿付能力%	264	296	333	410	347	373	393	
寿险保费增速%	-23.99	8.74	6.42	38.25	-7.37	-41.43	18.61	0.5%
发行债券		850	300	750	100	500		2,500
股权融资	154	692	68	99	44	50	5	1,112
净资产	4,696	6,419	8,763	9,597	9,577	10,711	11,474	
英国法通								
偿付能力%		155		198	169	224	226	
寿险保费增速%		10.62	5.68	13.20	31.41	-10.52	1.38	7.9%
发行债券		600		600		300		1,500
股权融资	-	1	13	5	10	-	1	30
净资产		4,936		5,624	3,732	4,196	4,827	

资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

注：表中偿付能力=（所需资本 + 超出资本）/所需资本。与中国口径不完全相同，不能直接相比。其余单位：百万英镑

四、A 股保险公司还要融资吗？

1. 次级债将扮演更重要的角色

今年 5 月 18 日，保监会公布了修订版的《保险公司次级定期债务管理办法（征求意见稿）》，与去年底发布的征求意见稿相比，发行次级债的资质要求明显下降：

一是将“上一年度末动态偿付能力预测（基本情景下）未来 1 年内偿付能力充足率可能低于 100%”修改成“保公司偿付能力充足率低于 150%或者预计未来两年内偿付能力充足率将低于 150%的，可以申请募集次级债。”

二是将经审计的上年度末净资产不低于人民币“10 亿元”修改成“5 亿元”。

在目前的偿付能力监管体系中，一般以保持在 150%左右的“正常类”水平为目标，各家保险公司为了节约资本和提高资本的使用效率，也将该比例作为融资标准，采用持续注资的方式进行。因此在放宽发债要求到 150%之后，将有助于次级债渠道成为今后补充资本金的重要来源，同时根据前面的分析，这也是符合国际经验的。

截至 6 月份，保监会今年已批准 24 家险企总计约 233 亿元的增资扩股，保监会批复 4 家险企（百年人寿、泰康人寿、信泰人寿、人保财险）发行共计约 175 亿元十年期次级债。

表 5：最近两年保险公司次级债发行汇总

审批日期	发行人	期限	发行量
待定	中国人寿	待定	不超 300 亿
待定	新华人寿	待定	40 亿
2011-9-16	平安人寿	10 年期	不超 40 亿
2011-5-20	人保财险	10 年期	50 亿
2011-5-12	信泰人寿	10 年期	4.5 亿
2011-4-29	泰康人寿	10 年期	20 亿
2011-1-27	百年人寿	10 年期	5 亿
2010-12-27	华安财险	10 年期	8 亿
2010-10-13	正德人寿	10 年期	2.5 亿
2010-8-25	太平人寿	10 年期	40 亿
2010-8-25	泰康人寿	10 年期	40 亿
2010-6-8	生命人寿	10 年期	15 亿
2010-6-3	人保财险	10 年期	60 亿
2010-4-26	平安财险	10 年期	25 亿
2010-3-22	阳光保险	10 年期	18 亿

资料来源：保监会，招商证券研发中心

2. 三家险企到明年股权再融资可能性较小

假设未来保持现有分红政策，我们按照偿付能力的要求，根据短期险种的“保费”和“赔款”，以及长期险种的“准备金”和“风险保额”指标对于三家上市公司未来两年内的偿付能力做出预测；可以看到三家公司到明年底偿付能力均能保持在 150% 上下。

下表中的测算已经将以下信息考虑在内：

中国太保：上半年增资 42.30 亿元，中期决定再增资 56.54 亿元。

中国平安：平安产险今年 6 月接受原股东注资 49.77 亿元。平安寿险今年 9 月发行不超过 40 亿元 10 年期次级债。平安集团对深发展以每股 16.81 元的价格定增 8.9~11.9 亿股，耗资 150~200 亿元，完成后对深发展的控股比例提升至 59.4% 至 61.4%。定增完成后，可以保证深发展未来三年发展的资本需求。

中国人寿：中期宣布拟发行不超过 300 亿元次级债，期限不少于 5 年。

综合以上数据可以看出，除非资本市场大幅下跌，否则保险 A 股在 2012 年再融资的可能性较小。

表 6：上市公司偿付能力预测

太保寿险	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
实际资本	23,626	25,702	36,687	33,945	32,120	31,134
最低资本	10,402	12,361	15,222	17,505	20,481	23,963
偿付能力充足率	227%	208%	241%	194%	157%	130%
太保产险	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
实际资本	5,959	7,023	10,266	18,958	19,636	20,701
最低资本	3,200	4,049	6,132	8,278	10,886	13,972
偿付能力充足率	186%	173%	167%	229%	180%	148%
平安寿险资本金缺口	2009	2010H	2010	2011E	2012E	2013E
实际资本	50,898	52,796	50,981	57,394	60,512	64,223
最低资本	22,453	25,588	28,295	33,964	40,089	47,319
偿付能力充足率	227%	206%	180%	169%	151%	136%
平安产险	2009	2010H	2010	2011E	2012E	2013E
实际资本	7,268	9,063	15,002	20,321	23,428	26,833
最低资本	5,061	6,652	8,353	11,278	15,113	19,647
偿付能力充足率	144%	136%	180%	180%	155%	137%
中国人寿	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
实际资本	124,561	147,119	123,769	134,823	144,345	149,979
最低资本	40,154	48,459	58,385	67,260	79,366	92,224
偿付能力充足率	310%	304%	212%	200%	182%	163%

资料来源：公司年报，招商证券研发中心

3. 三家险企到 2013 年以后呢？

关于次级债的总额，《保险公司次级定期债务管理办法（征求意见稿）》有以下要求：

一是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%。

二是募集次级债后，累计未偿付的次级债本息额不超过上年度末经审计的净资产的 50%。

平安寿险去年底净资产 306.18 亿元，今年发行 40 亿次级债，还有 113 亿元的举债空间。平安产险去年底净资产 170.40 亿元，截至今年中期未偿还的次级债务 45.70 亿元（在第五年末有赎回权），尚有 40 亿元的发债额度。

中国人寿中期净资产 1988.44 亿元，年底前预计发行 300 亿次级债，尚有 694 亿元的举债空间。

太保寿险于 2006 年定向发行的 20 亿元次级债已于今年 7 月份提前赎回，之后太保产寿险均无新增债务。

根据上表的偿付能力测算，中国人寿如果足额发行 300 亿次级债，到 2013 年底仍然能够保证偿付能力充足。太保集团没有次级债在外发行的情况下，很有可能在 2013 年采用次级债方式融资。三者比较而言，平安的资本金压力在两年后相对更大，虽然还有次级债发行空间，但考虑到如果对深发展增资达到 200 亿元的话，集团母公司资金余力也将有限，因此或将于 2013 年再谈融资。

三家险公司何时才能像英国三家老牌保险公司一样通过次级债的滚动发行来满足大部分的资本需求呢？正如前文所述，积累大量结束缴费期的长险老保单、较低的新保单增速是两个必要条件。短期来看我国保险公司还难以进入这个时期，譬如中国人寿在今年上半年实现的十年期及以上首年期交保费占首年保费的比重高达 30.85%，现存保单中也有着大量缴费期五至十年的保单。因此在这段时期内，次级债可以为公司改善资本结构和提高盈利能力提供缓冲时间，但是难以完全替代股权融资的补充核心资本功能。

那么如何找到进入脱离股权融资的时点呢？国外有研究曾经指出“保费/净资产”是总体上衡量新业务对于资本金需求的指标（Berka, Jack and Shepard, 1997），简单比较而言，目前国内寿险和非寿险新业务资本金压力均相对较大。

表 7：非寿险公司新业务资本金压力指标比较（下列公司不含寿险业务）

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
AMLIN PLC							
非寿险承保保费	2,002	1,542	1,028	1,088	1,114	994	946
净资产	1,730	1,593	1,216	1,052	936	785	460
保费/净资产	1.2	1.0	0.8	1.0	1.2	1.3	2.1
HISCOX LTD							
非寿险承保保费	1,433	1,435	1,147	1,199	1,126	861	817
净资产	1,266	1,121	951	824	682	578	369
保费/净资产	1.1	1.3	1.2	1.5	1.7	1.5	2.2
CATLIN GROUP LTD							
非寿险承保保费	4,069	3,715	3,437	3,361	1,605	1,387	1,434
净资产	3,448	3,278	2,469	3,018	2,019	931	971
保费/净资产	1.2	1.1	1.4	1.1	0.8	1.5	1.5
BEAZLEY PLC							

非寿险承保保费	1,742	1,747	1,622	1,562	1,373	1,015	737
净资产	1,083	999	602	790	625	482	532
保费/净资产	1.6	1.7	2.7	2.0	2.2	2.1	1.4
NOVAE GROUP PLC							
非寿险承保保费	529	389	346	303	304	244	508
净资产	294	314	301	270	240	112	129
保费/净资产	1.8	1.2	1.2	1.1	1.3	2.2	3.9
OMEGA INSURANCE							
非寿险承保保费	356	266	265	243	116	58	4
净资产	422	496	284	309	265	195	6
保费/净资产	0.8	0.5	0.9	0.8	0.4	0.3	0.7
HDU							
非寿险承保保费	279	242	173	148	106	111	87
净资产	153	152	102	85	77	68	65
保费/净资产	1.8	1.6	1.7	1.7	1.4	1.6	1.3
平安产险							
非寿险承保保费	62,507	38,774	27,014	21,666	16,074	12,076	10,150
净资产	17,040	9,145	5,964	5,439			
保费/净资产	3.7	4.2	4.5	4.0			

资料来源: Bloomberg 数据口径统计结果, 招商证券研发中心

表 8: 寿险公司新业务资本金压力指标比较 (下列公司不含非寿险业务)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
PRUDENTIAL PLC							
寿险承保保费	24,568	20,299	18,991	18,359	16,157	15,225	16,408
净资产	8,075	6,303	5,113	6,164	5,620	5,366	4,626
保费/净资产	3.0	3.2	3.7	3.0	2.9	2.8	3.5
STANDARDLIFE							
寿险承保保费	3,244	3,296	3,564	3,732	4,056	3,609	4,351
净资产	4,238	3,753	3,741	3,673	3,185	340	250
保费/净资产	0.8	0.9	1.0	1.0	1.3	10.6	17.4
STJAMES'S PLACE							
寿险承保保费	79	86	94	97	101	105	109
净资产	586	540	508	443	382	275	222
保费/净资产	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
CHESNARAPLC							
寿险承保保费	115	100	94	104	113	116	123
净资产	203	160	126	126	114	108	79
保费/净资产	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.5
中国人寿							
寿险承保保费	318,229	275,970	265,656	111,886	99,417	81,022	66,257
净资产	210,475	212,776	174,871	206,376	140,205	80,809	66,902
保费/净资产	1.5	1.3	1.5	0.5	0.7	1.0	1.0
平安寿险							
寿险承保保费	96,877	73,439	62,089	60,009	53,622	46,945	49,883
净资产	30,618	26,752	25,557	29,438			
保费/净资产	3.2	2.7	2.4	2.0			

资料来源: Bloomberg 数据口径统计结果, 招商证券研发中心

4. 吸纳资本金不足险企业务的通道打开

2008 年以来的保费急速增长或许是始料未及的，不单单是保险资产的增速，更是对于保险产品对于资本金的需求程度，当原有股东增资发现这一问题并且难以及时跟上时，发债、股权变更、以及产品转让就是必然的事情，因此在最近的两年间，保监会连续发文规范股东增资能力有限等原因带来的市场行为。以下三条法规的共同之处，就在于加强了中小保险公司的资本金需求压力，相对而言，就是扩大了上市险企的资本金灵活空间。

今年 5 月 18 日，《保险公司次级定期债务管理办法（征求意见稿）》。该办法封堵了一些小型保险公司的次级债之路。按照《办法》要求，发行次级债需要开业时间超过三年，且经审计的上年度末净资产不低于人民币 5 亿元等限制条件对中小公司的要求较为严格，对于他们而言，如果不能及时增资，就必须放慢保费增速，因而资金更为充裕的上市保险公司的市场份额有继续提升空间。

今年 10 月 1 日，《保险公司保险业务转让管理暂行办法》。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，退出的原因之一也是保险公司在持续经营中资本金无法及时补充等问题。

保监会去年发布的《保险公司股权管理办法》曾规定两个以上的保险公司受同一机构控制或者存在控制关系的，不得经营存在利益冲突或者竞争关系的同类保险业务，阻碍了保险公司之间的股权收购，也使得中国太保在去年底出售所持的太平洋安泰 50% 的股权。

今年的业务转让办法就在前述股权道路被封之后为保险公司之间的业务流通提供了通道：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。

图 4：保险行业历史 PEBand

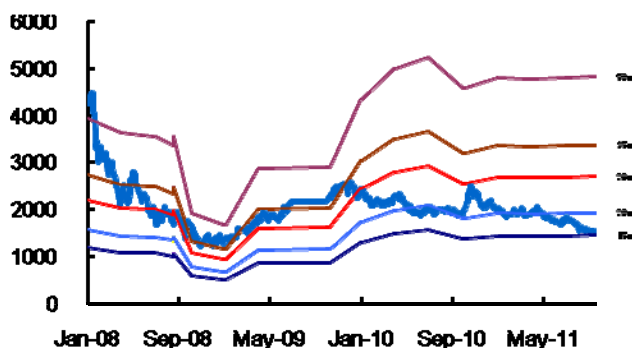
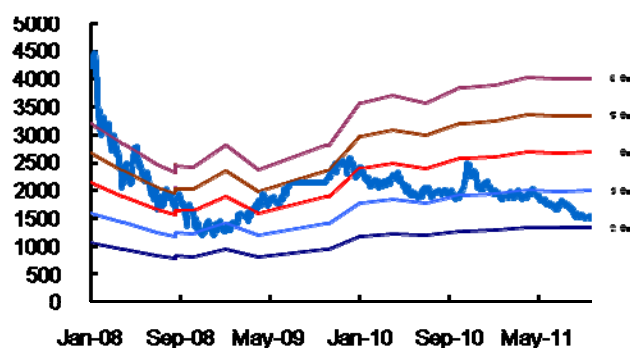


图 5：保险行业历史 PBBand



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	1.66	1.33	1.09	0.95
隐含新业务倍数	8.6	4.3	1.2	-0.6
市盈率	18.5	15.5	11.3	9.5
市净率	3.0	2.4	1.9	1.7

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	838	1,122
机动车险	296	494	603	842
非机动车险	75	112	89	100
意外与健康保险	17	19	146	181
赔付率	65%	63%	63%	63%
综合成本率	99%	93%	93%	93%
财险保费占比	35%	39%	38%	43%

附：中国太保财务预测表

	2009	2010	2011E	2012E
估值				
股价/内含价值	1.63	1.47	1.35	1.20
隐含新业务倍数	12.3	8.5	5.7	3.1
市盈率	21.7	18.9	13.5	11.7
市净率	2.1	2.0	1.8	1.7

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	1.49	1.43	1.32	1.13
隐含新业务倍数	7.9	6.4	4.8	2.0
市盈率	12.9	12.7	13.7	12.4
市净率	2.0	2.0	2.0	1.7

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Sir Clive Granger（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。