



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 11 月 3 日

保险

研究部

毛军华¹

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511020001

maojh@cicc.com.cn

寿险公司:高杠杆的混合型偏债基金

保险业 3 季度业绩回顾与投资展望

投资提示:

中国人寿、中国平安和中国太保的 3 季报业绩均低于预期,主要原因在于 3 季度股债双杀导致保险公司净资产严重下降,带来偿付能力压力。同时,由于寿险产品投资收益率缺乏吸引力,寿险保费收入依然增长乏力。向前看,随着投资环境的改善,保险公司的资产负债表将逐渐增强,我们认为寿险行业最差时点已经过去,寿险业基本面正在逐步改善,寿险公司目前更像高杠杆的混合型偏债基金。

理由:

我们判断寿险业基本面的修复过程将分成如下两个阶段来展开:

第一阶段:资产负债表的修复阶段。资产端来看,目前债券市场已进入牛市初期状态,我们预计 2012 年债券市场收益率仍将下降 50-100bp。债券市场价格上升带来债券投资浮亏减小,而 3 季度浮亏中大约有 50%来自债券。另外,A 股下跌空间有限,保险公司股权投资浮亏将不会继续扩大。负债端来看,作为传统险准备金评估基准折现率的 750 天国债收益率移动平均值滞后于即期债券收益率的变化,自今年 4 季度开始逐步回升,导致负债减少。综合来看,寿险公司净资产表现最差的时间点已经过去。不过,在资产负债表恢复强劲之前,寿险公司产品收益率仍缺乏吸引力,保费增长率将难以较大反转。在此阶段,寿险公司股票类似于高杠杆的混合型偏债基金,投资寿险公司股票的主要理由在于净资产改善以及业绩的高弹性。

第二阶段:寿险业成长性恢复阶段。当资产负债表恢复强劲之后,寿险公司将开始逐步上调产品收益率,以追求量价的最优均衡。同时,我们预计银行理财产品的收益率 2012 年下降 50-100bp,保单相对吸引力增强。在此期间,寿险公司保费增长率将出现明显改善,从而使得投资者重建对寿险业高成长性的信心。在此阶段,投资寿险公司股票的主要理由将在于保费和新业务价值的成长性以及由此带来的估值提升。

相比产险公司,我们现在更加偏好寿险公司,主要理由在于:(1)承保利润率改善逐步接近尾声,但能在高位维持,财务业绩的强劲表现能延续到 2012 年中期。但面临今年 4 季度保费增速下滑以及明年下半年商业车险费率市场化,估值难以持续提升,财险行业更多表现为区间波动的交易性机会。(2)寿险公司具有更高的 Beta 特性,业绩对投资收益的弹性更大,这主要是因为寿险公司具有更高的投资杠杆和享受资金成本的截尾效应。

估值与建议:

寿险行业还处于资产负债表的修复阶段,目前估值变化反映的主要是债券特征,如果 2012 年股市存在上涨机会,股票特征将进一步明显。目前寿险行业基本面和估值都处于底部区域,中国人寿、中国平安和中国太保 2012 年 A 股 P/EV 倍数仅为 1.5X, 1.0X 和 1.3X, H 股 P/EV 倍数为 1.4X, 1.2X 和 1.2X。由于产寿险行业景气度逐步转换,我们上调中国太平(966.HK)评级至推荐,主要因为:(1)寿险业务占比较高;(2)投资杠杆最高,净资产和 EV 对债市上涨的敏感度最高;(3)业务转型推动迅速,寿险业务有望率先走出低谷。我们上调中国人寿评级至推荐,主要因为:(1)纯粹寿险公司;(2)可供出售类债券占比高,净资产和 EV 弹性较高。我们将 A 股推荐顺序调整为中国人寿、中国太保和中国平安, H 股推荐顺序为中国太平、中国平安、中国人寿和中国太保。中国平安 A 股和中国太保 H 股放在最后的主要原因是由于潜在解禁压力。

风险:

A 股市场大幅下跌;保险公司投资管理决策出现重大失误。

¹ 报告贡献人: 唐圣波, shengbo.tang@cicc.com.cn

目录

产寿险行业景气度开始转换	3
寿险行业景气度开始回升	3
产险行业景气度已接近顶部区域	7
投资建议	8
上市保险公司 2011 年 3 季度业绩回顾	9
产寿险保费增速分化情况依然延续	9
受累于 A 股市场持续走低，各保险公司投资表现不佳	11
3 季度业绩低于预期，全年业绩增速大幅放缓	13
寿险盈利触底，行业最差时点已经过去	14

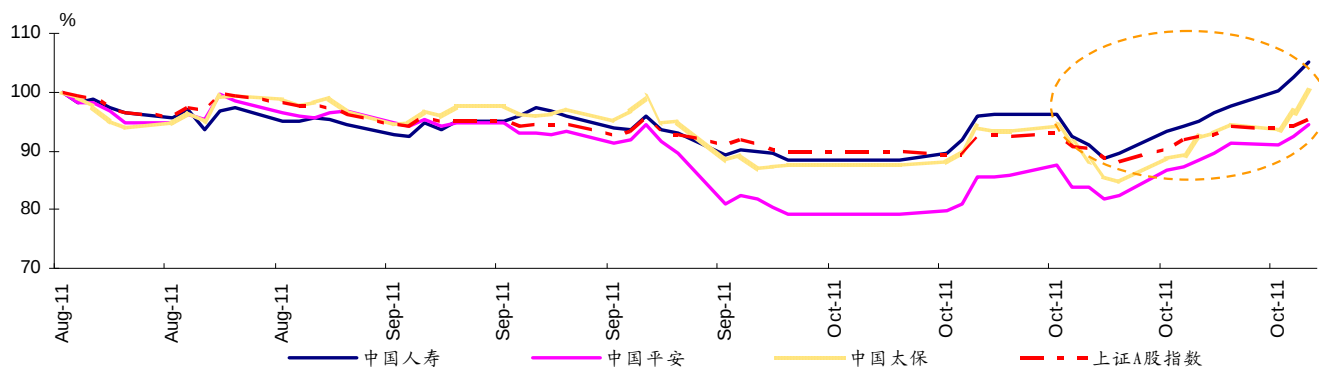
图表

图表 1: 近期 A 股保险股走势	3
图表 2: 中国国债、企业债收益率曲线	4
图表 3: 传统险准备金评估利率	4
图表 4: 传统险准备金评估利率变化的敏感性分析	4
图表 5: 保险公司盈利模式结构图	5
图表 6: 投资杠杆对比数据	5
图表 7: 寿险公司截尾效应	6
图表 8: 保险公司债券投资结构	6
图表 9: 美国产险业历史综合成本率（%,1975 – 2009）显示承保周期特性	7
图表 10: 产险业保费增速全年呈现“首尾低，中间高”的特征	7
图表 11: 保险公司寿险业务板块价值贡献	8
图表 12: 投资收益变化的敏感性分析	8
图表 13: 上市保险公司寿险保费收入增速及预测	9
图表 14: 上市保险公司寿险一年新业务价值增速及预测	10
图表 15: 上市保险公司财险保费收入增速及预测	10
图表 16: 中国人寿季度总投资收益及综合投资收益	11
图表 17: 中国平安季度总投资收益及综合投资收益	11
图表 18: 中国太保季度总投资收益及综合投资收益	11
图表 19: 上市保险公司投资资产分布	12
图表 20: 上市保险公司总投资收益率	12
图表 21: 上市保险公司综合投资收益率	12
图表 22: 中国人寿资本变动表及预测	13
图表 23: 中国平安资本变动表及预测	13
图表 24: 中国太保资本变动表及预测	14
图表 25: 中国人寿历史财务数据及预测	15
图表 26: 中国平安历史财务数据及预测	16
图表 27: 中国太保历史财务数据及预测	17
图表 28: 中国太保盈利预测调整	18
图表 29: 上市保险公司估值表	19

产寿险行业景气度开始转换

从近期保险股的表现来看，在过去 8 个交易日，尽管报出的三季度业绩不佳，但中国人寿、中国平安和中国太保的股价分别上涨了 17.4%、14.5%和 18.0%，而同期上证 A 股指数上涨幅度为 8.1%，保险股走势强劲，表现出较好的投资弹性。我们认为，市场目前对寿险公司全年盈利表现欠佳的事实已经有了较为充分的预期。

图表 1：近期 A 股保险股走势



资料来源：公司数据，中金公司研究部

寿险行业景气度开始回升

伴随着债市的回升、股市企稳以及寿险业转型效果的逐步显现，寿险业基本面将开始触底回升。我们判断寿险业基本面的修复过程将分成如下两个阶段来展开：

第一阶段：资产负债表的恢复

从资产端来看

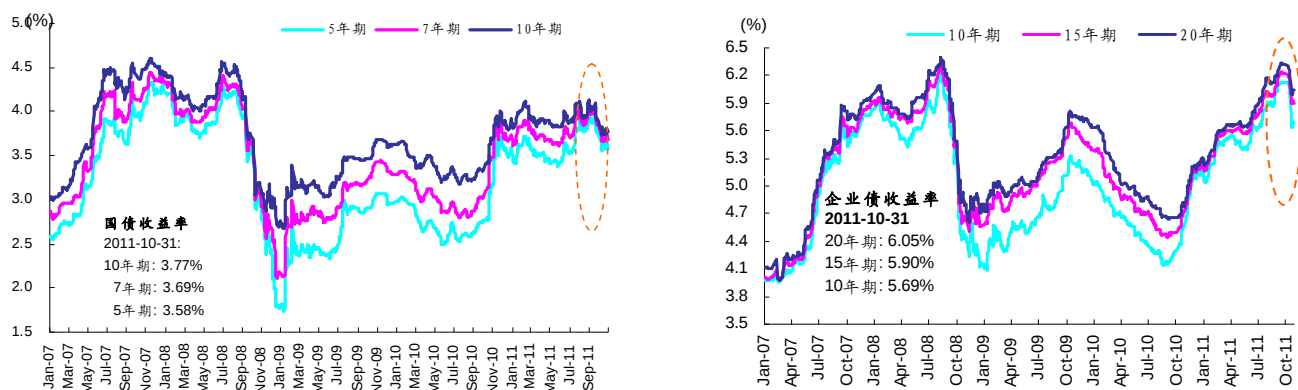
自 2010 年 10 月开始的加息周期使债券收益率经过了一轮较大幅度的提升，导致债券价格大幅下跌，保险公司可供出售类债券投资的浮亏增加；而今年以来 A 股市场的下跌又进一步打击了保险公司的投资收益，股权投资产生大量浮亏。股市债市的双双走低不仅使得保险公司今年的业绩表现不佳，浮亏大幅增加，同时也对保险公司的偿付能力充足率带来压力。

近期以来，保险公司的投资环境有所变化。2011 年 9 月以来，债券收益率开始下跌，其中 10 年期国债收益率 10 月以来明显下降（图表 2）。根据中金固定收益部判断，目前债券市场已进入牛市初期状态，但将是一轮“慢牛”行情，收益率不会持续回落，而可能呈现震荡下行的特征。我们认为，伴随着债券收益率下跌、价格上升，对于保险公司的债券投资是利好，债券投资的浮亏有望缩小，有助于增强寿险公司当前脆弱的资产负债表。另一方面，近期受放松预期、税收试点改革和海外利好因素共同推动，A 股出现大幅反弹。向前看，只要 A 股市场不继续大幅下跌，保险公司股权投资的浮亏就不会进一步扩大，而市场的反弹对投资收益是利好。

从负债端来看

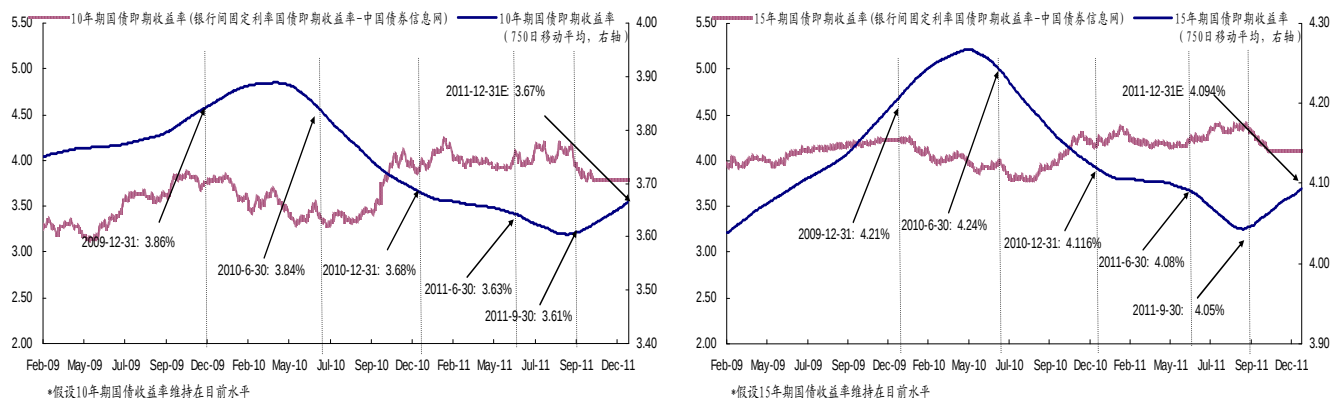
在新会计准则下传统险准备金评估基准折现率采用 750 天移动平均国债收益率，这会导致与资产端相比，负债对于债券收益率的反应存在滞后性，因此在 3 季度末，传统险准备金评估利率继续下行，导致增提准备金影响 3 季度业绩。我们认为，进入 4 季度后评估利率将开始进入上升通道，预计年底的评估利率基本与年初持平，明年有可能小幅上升（图表 3），这有利于寿险公司 4 季度的净利润表现（图表 4）。

图表2：中国国债、企业债收益率曲线



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：传统险准备金评估利率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表4：传统险准备金评估利率变化的敏感性分析

	2011年750天移动平均国债收益率下降2.1bp			2012年750天移动平均国债收益率上升1.6bp		
	净利润	净资产	内含价值	净利润	净资产	内含价值
中国人寿	-4.4%	-0.8%	-0.4%	2.1%	0.4%	0.2%
中国平安	-3.0%	-0.4%	-0.3%	1.2%	0.2%	0.2%
中国太保	-6.8%	-2.1%	-0.6%	3.5%	1.2%	0.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

资产负债表恢复阶段的投资逻辑：类似于高杠杆的混合型偏债基金

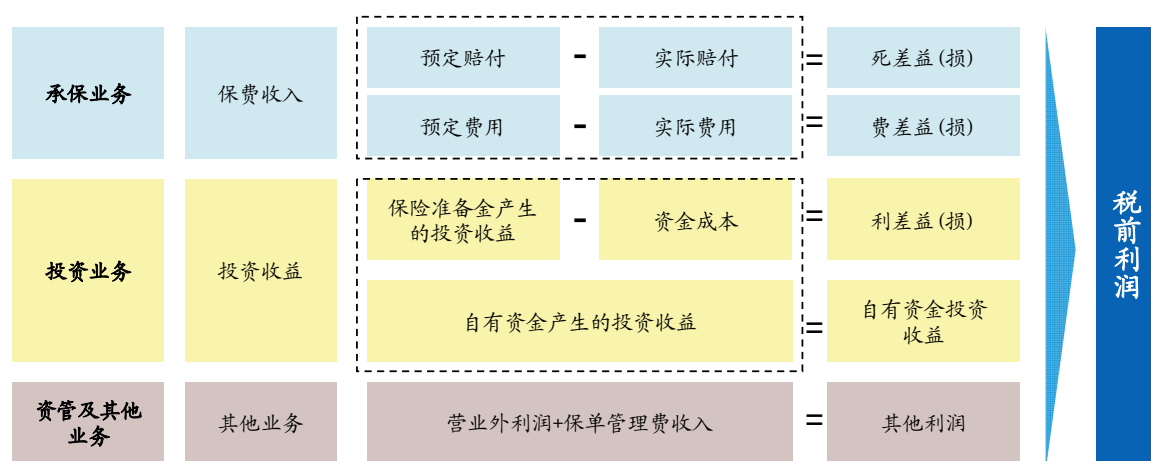
在这一阶段，尽管随着债市的回升和股市的企稳，寿险公司的浮亏有所缩小，但寿险公司的资产负债表要恢复强劲仍需一段时间，我们判断，这一过程将从今年4季度持续到明年上半年。而在这一期间，寿险公司仍将面临产品收益率缺乏吸引力的销售压力，保费增长率将难有较大改观，寿险公司股票类似于高杠杆的混合型偏债基金，投资寿险公司股票的主要理由在于资产负债改善以及对业绩的高弹性。

相比产险公司以及其他行业，寿险公司相对于股市波动具有更高的业绩弹性，这主要体现在如下两方面：

► 更高的投资杠杆

保险公司通过占用属于投保人的资金（即保险准备金负债）来获得投资收益而具有较高的经营杠杆。相对产险公司，寿险公司由于保单的长期性而累积了更多的准备金负债来作为投资资产，因而具有更高的投资杠杆。当采用相同的投资资产配置结构时，寿险公司将具有更大的业绩弹性。中国太平、中国人寿和中国平安的投资杠杆相对较高（图表6）。

图表 5: 保险公司盈利模式结构图



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 投资杠杆对比数据

		2006	2007	2008	2009	2010	1H11
中国人寿	投资资产	692,875	856,659	945,281	1,180,563	1,357,053	1,476,319
	净资产	116,097	171,089	174,871	212,776	210,475	198,844
	投资杠杆	6.0	5.0	5.4	5.5	6.4	7.4
平安集团	投资资产	388,702	552,547	540,737	711,734	926,211	1,002,841
	净资产	46,626	109,218	67,159	91,743	116,883	139,425
	投资杠杆	8.3	5.1	8.1	7.8	7.9	7.2
平安寿险	投资资产	295,940	364,268	406,654	524,695	652,512	709,323
	净资产	18,866	30,319	11,598	28,813	30,618	27,374
	投资杠杆	15.7	12.0	35.1	18.2	21.3	25.9
平安产险	投资资产	16,162	21,303	26,557	39,905	61,249	89,513
	净资产	3,543	5,598	6,657	9,260	17,447	21,758
	投资杠杆	4.6	3.8	4.0	4.3	3.5	4.1
太保集团	投资资产	184,810	286,369	288,074	366,018	435,751	490,513
	净资产	13,266	63,321	49,120	75,673	81,551	81,060
	投资杠杆	13.9	4.5	5.9	4.8	5.3	6.1
太保寿险	投资资产	154,604	211,753	246,247	294,545	362,712	413,120
	净资产	7,345	17,928	19,959	24,059	36,714	33,172
	投资杠杆	21.0	11.8	12.3	12.2	9.9	12.5
太保产险	投资资产	26,781	27,354	24,611	34,349	47,545	55,897
	净资产	4,080	6,523	8,168	12,088	13,978	17,242
	投资杠杆	6.6	4.2	3.0	2.8	3.4	3.2
人保财险	投资资产	62,746	81,569	81,926	109,940	151,534	189,340
	净资产	20,727	26,078	19,744	21,763	26,606	30,593
	投资杠杆	3.0	3.1	4.1	5.1	5.7	6.2
太平集团	投资资产	37,019	51,101	73,399	95,758	133,664	166,279
	净资产	5,583	8,096	12,151	15,338	18,482	18,678
	投资杠杆	6.6	6.3	6.0	6.2	7.2	8.9

资料来源：公司数据，中金公司研究部

► 资金成本的截尾效应

与产险公司或者券商自营业务不同，寿险公司还需要支付较高的资金成本。由于资金成本的截尾效应（图 7），寿险公司投资业绩波动对实际利润的弹性更大。

图表 7：寿险公司截尾效应

	寿险			产险/券商自营		
	情景1	情景2	变动	情景1	情景2	变动
投资收益	100	110	10%	100	110	10%
资金成本	80	80	0%	-	-	-
利润	20	30	50%	100	110	10%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

保险公司的投资结构中，债券投资的占比最高。在上市公司的债券投资结构中，中国人寿的可供出售类债券投资的占比在三家中最高，截至 2011 年上半年占比达 59.7%。这就意味着，在债券收益率上升，价格下跌的 3 季度，中国人寿债券投资收益受损最大，而一旦债券市场走势向好，价格上扬，中国人寿的投资收益也将从中受益最大。

图表 8：保险公司债券投资结构

		2007	2008	2009	2010	1H11
中国人寿	交易性金融资产	1.4%	1.3%	1.1%	1.2%	1.8%
	可供出售金融资产	54.5%	61.9%	58.5%	59.0%	59.7%
	持有至到期资产	44.2%	36.8%	40.4%	41.0%	38.5%
	债券投资合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
中国平安	交易性金融资产	12.3%	6.3%	2.7%	3.6%	2.0%
	可供出售金融资产	34.7%	55.1%	43.7%	32.0%	28.1%
	持有至到期资产	53.1%	38.6%	53.5%	64.4%	69.9%
	债券投资合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
中国太保	交易性金融资产	0.0%	0.1%	0.0%	1.4%	1.1%
	可供出售金融资产	46.7%	49.9%	38.5%	27.9%	25.7%
	持有至到期资产	45.9%	43.0%	57.2%	67.7%	70.3%
	归入贷款及应收款的金融债	7.3%	7.0%	4.2%	3.0%	2.9%
	债券投资合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
中国太平	交易性金融资产	1.9%	1.0%	0.5%	0.4%	0.2%
	可供出售金融资产	93.5%	52.4%	30.2%	22.2%	19.0%
	持有至到期资产	3.7%	42.3%	65.6%	72.6%	75.1%
	归入贷款及应收款的金融债	0.9%	4.3%	3.7%	4.8%	5.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

第二阶段：寿险业高成长阶段

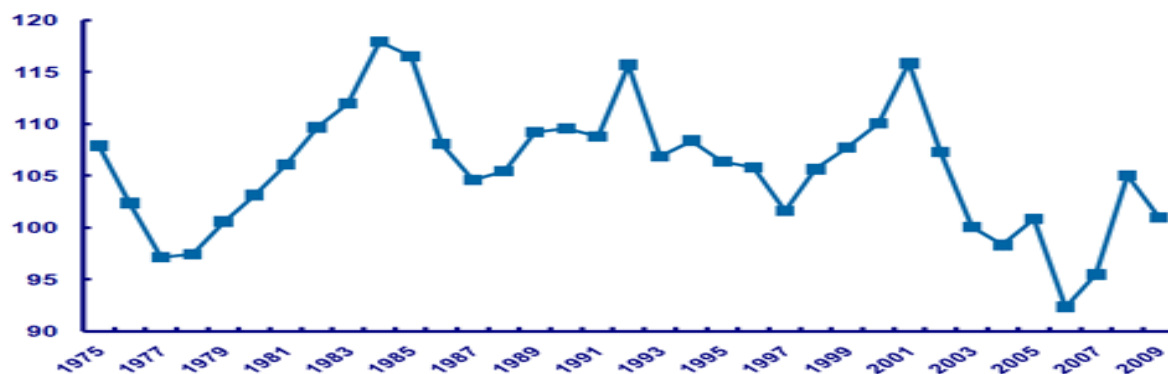
当资产负债表恢复强劲之后，寿险公司将逐步开始上调产品收益率，以追求量价的最优均衡。在此期间，寿险公司保费增长率将出现明显改观，从而使得投资者重拾对寿险业高成长性的信心。投资寿险公司股票的主要理由将在于保费和资产的成长性以及由此带来的估值提升。我们预计，伴随着今年下半年低基数的影响和产品投资收益吸引力增强这两方面的因素，寿险公司的保费收入将从明年下半年开始恢复较快增长。

产险行业景气度已接近顶部区域

目前产险承保周期已接近顶部区域

产险业具有明显的承保周期特征（图表 9）。我们认为本轮承保硬周期逐步接近尾声，但能在高位维持，财务业绩的强劲表现能延续到 2012 年中期。同时，商业车险费率市场化渐行渐近，保险责任扩大但费率却下调，市场竞争加剧将缩短承保硬周期。

图表 9：美国产险业历史综合成本率（%，1975 - 2009）显示承保周期特性



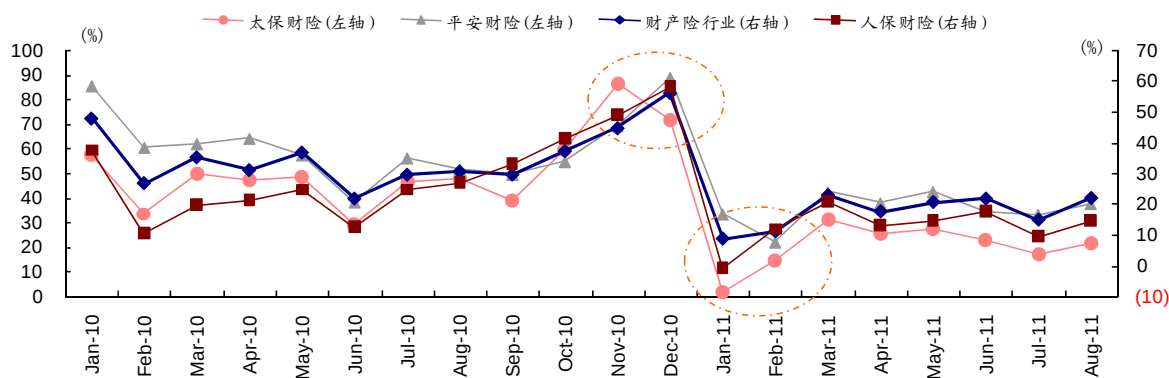
资料来源：ISO，中金公司研究部

四季度产险业保费增速将明显放缓

产险业 11-12 月保费增速将明显放缓，甚至负增长，产险业保费增速全年呈现：“首尾低，中间高”的特征，主要原因在于：

- ▶ 新车购置税优惠政策于去年底到期，促使消费行为发生变化，即原计划今年初购车者提前至去年底购买，从而导致去年最后 2 月的产险保费高增长透支了今年前 2 月的增速。
- ▶ 数据真实性监管加强导致部分产险公司年底人为预留保费的习惯被迫改变。

图表 10：产险业保费增速全年呈现“首尾低，中间高”的特征



资料来源：保监会，中金公司研究部

我们认为面临今年 4 季度保费增速下滑以及明年下半年商业车险费率市场化的压力，产险行业估值难以持续提升，更多表现为区间波动的交易性机会。

投资建议

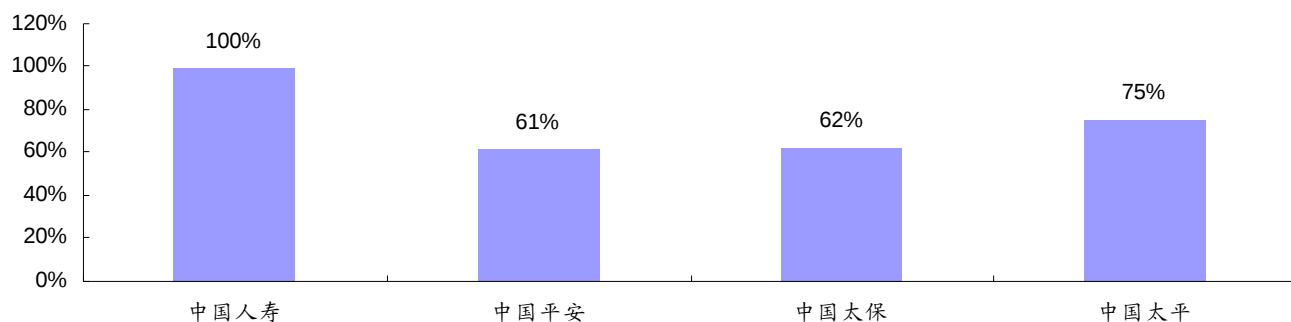
寿险行业还处于资产负债表的修复阶段，目前估值变化反映的主要是债券特征，如果 2012 年股市存在上涨机会，股票特征将进一步明显。目前寿险行业基本面和估值都处于底部区域，中国人寿、中国平安和中国太保 2012 年 A 股 P/EV 倍数仅为 1.5X，1.1X 和 1.3X，H 股 P/EV 倍数为 1.4X，1.2X 和 1.2X；A 股新业务价值倍数为 7.9X，0.1X 和 5.6X，H 股新业务价值倍数为 7.0X，3.9X 和 4.0X。

由于产寿险行业景气度逐步转换，我们上调中国人寿评级至推荐，主要因为：（1）纯粹寿险公司；（2）可供出售类债券占比高，净资产和 EV 弹性较高（图表 12）。债市如果上涨 5%，那么净资产和 EV 将增加 10.4% 和 10.6%。

我们上调中国太平评级至推荐，主要因为：（1）寿险业务占比较高（图表 11）；（2）净资产和 EV 弹性较高，债市如果上涨 5%，那么净资产和 EV 将增加 7.5% 和 14.3%（3）业务转型推动迅速，寿险业务有望率先走出低谷。

我们将 A 股推荐顺序调整为中国人寿、中国太保和中国平安，H 股推荐顺序为中国太平、中国平安、中国人寿和中国太保。中国平安 A 股和中国太保 H 股放在最后的主要原因是由于潜在解禁压力。

图表 11：保险公司寿险业务板块价值贡献



资料来源：中金公司研究部

图表 12：投资收益变化的敏感性分析

	股市上升10%			债市上升5%		
	净利润	净资产	内含价值	净利润	净资产	内含价值
中国人寿	4.6%	6.2%	3.8%	2.2%	10.4%	10.6%
中国平安	3.5%	5.8%	2.9%	2.5%	6.4%	10.7%
中国太保	2.3%	3.1%	2.0%	1.3%	4.2%	10.3%
中国太平	10.6%	9.7%	7.0%	0.8%	7.5%	14.3%

资料来源：中金公司研究部

上市保险公司 2011 年 3 季度业绩回顾

3 家上市保险公司均公布了其 2011 年 3 季度的业绩。从公司的业绩情况来看，与我们之前判断一致，寿险保费增速仍处于调整阶段，尚未见到回升趋势。同时由于 A 股市场持续走低，导致保险公司的投资出现较大浮亏，3 家上市公司的业绩均低于我们的预期。

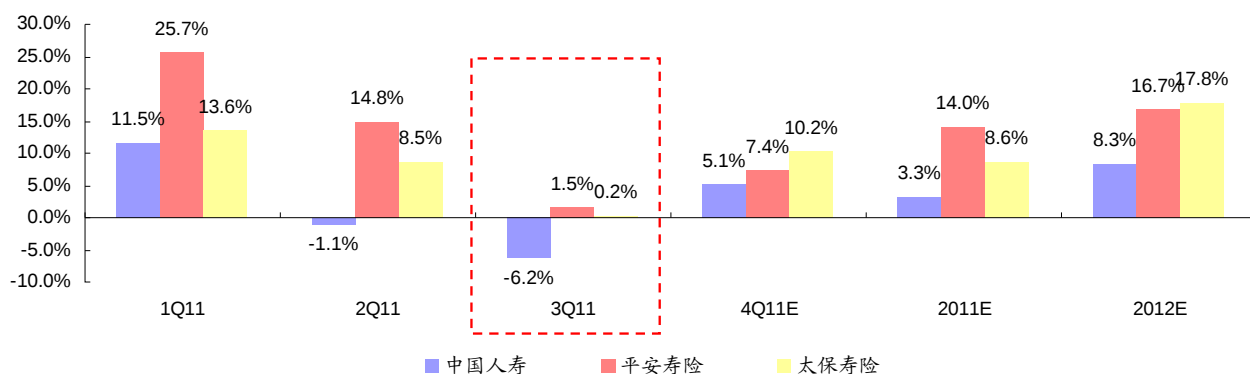
产寿险保费增速分化情况依然延续

预计寿险保费收入增速在 3 季度见底，但回升趋势依然未见

3 季度寿险业经历了今年以来最严重的保费增长放缓时期，中国人寿、平安寿险和太保寿险保费收入季度同比增速分别只有 -6.2%，1.5%和 0.2%，大幅低于 1Q11 和 2Q11 的同比增长速度，显示出在高通胀和紧信贷的宏观经济环境下，寿险保费增速仍处于调整阶段。我们认为，在寿险公司投资浮亏尚未恢复，保单分红和结算利率水平不能显著提升的情况下，寿险保费难以出现明显的趋势性逆转。

我们预计中国人寿、平安寿险和太保寿险 2011 年全年保费收入增速将分别达到 3.3%，14.0%和 8.6%。

图表 13: 上市保险公司寿险保费收入增速及预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部

寿险公司新业务价值增速放缓

由于寿险新单销售不畅，各寿险公司 APE 增速明显下降，我们预计 2011 年各寿险公司 APE 保费增速为负增长或略微正增长。

受到新单保费收入增速下降的影响，寿险公司新业务价值增长率也随之放缓。预计 2011 年全年，中国人寿、平安寿险和太保寿险的新业务价值增速分别只有 0%，11.7%和 12%。

图表 14: 上市保险公司寿险一年新业务价值增速及预测

(人民币 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
中国人寿					
APE	61,595	65,453	79,446	78,397	81,137
APE 增速	28.2%	6.3%	21.4%	-1.3%	3.5%
APE Margin	22.6%	27.1%	25.0%	25.3%	25.6%
一年新业务价值	13,924	17,713	19,839	19,844	20,781
一年新业务价值增速	15.6%	27.2%	12.0%	0.0%	4.7%
平安寿险					
APE	27,228	36,750	49,490	50,226	53,890
APE 增速	28.8%	35.0%	34.7%	1.5%	7.3%
APE Margin	31.4%	32.1%	31.3%	34.5%	35.5%
一年新业务价值	8,541	11,805	15,507	17,328	19,131
一年新业务价值增速	18.8%	38.2%	31.4%	11.7%	10.4%
太保寿险					
APE	11,206	18,275	24,296	24,844	28,360
APE 增速	7.6%	63.1%	32.9%	2.3%	14.2%
APE Margin	32.6%	27.4%	25.1%	27.5%	28.0%
一年新业务价值	3,651	5,000	6,100	6,832	7,941
一年新业务价值增速	21.1%	36.9%	22.0%	12.0%	16.2%

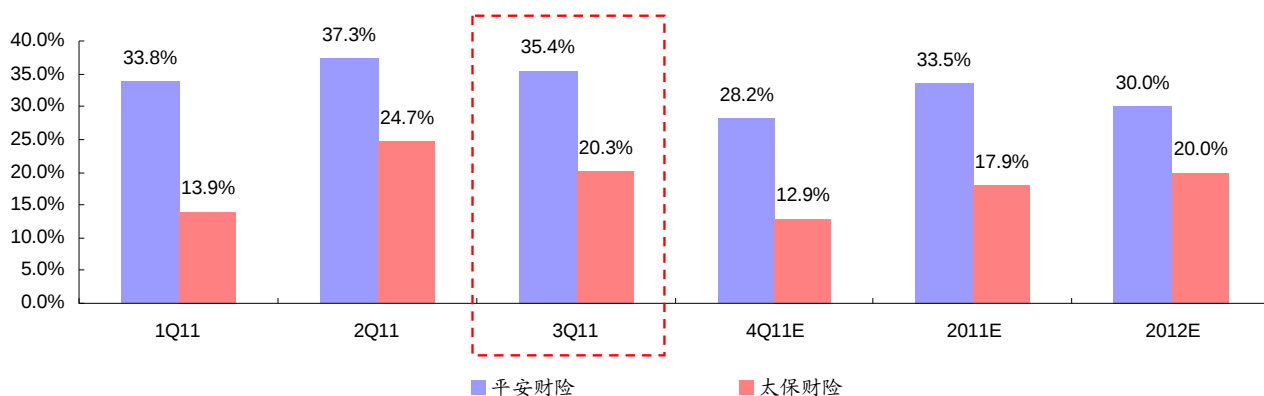
资料来源：公司数据，中金公司研究部

财险保费收入依然维持较高增长，但年底保费收入预计将放缓

3 季度财险保费收入继续维持了较高的增长速度，其中平安财险和太保财险 3 季度同比保费增速分别达到 35.4%和 20.3%。但我们预计，受去年同期基数较高以及今年初新车购置税取消导致购车者提前消费的影响，财产险保费 4 季度增速将明显放缓。

预计 2011 年全年平安财险和太保财险的保费收入增速将分别为 33.5%和 17.9%。

图表 15: 上市保险公司财险保费收入增速及预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部

受累于股债双熊，各保险公司投资表现不佳

A 股市场今年持续走低，上证综合指数截止 3 季度末累计跌幅已达到 16.0%。受累于股票市场低迷的表现，各保险公司投资表现不佳，投资收益大幅缩水，投资浮亏进一步增加，导致公司 3 季度业绩均低于我们的预期。中国人寿、中国平安和中国太保 3 季度年化总投资收益率分别只有 3.3%，1.1%和 2.3%。

我们预计，2011 年全年，中国人寿、中国平安和中国太保的总投资收益率将分别为 4.5%，3.9%和 4.5%。

图表 16: 中国人寿季度总投资收益及综合投资收益

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
投资收入	17,999	13,990	15,547	20,912	17,503	18,564	14,546
计提资产减值准备	-13	-307	-637	-777	-1,565	-2,035	-2,396
其他综合收益*	-3,862	-13,734	7,954	-6,574	-3,161	-10,180	-24,731
总投资收益	17,986	13,683	14,910	20,135	15,938	16,529	12,150
综合投资收益	14,124	-51	22,864	13,561	12,777	6,349	-12,581
总投资收益率	6.0%	4.4%	4.7%	6.1%	4.5%	4.5%	3.3%
综合投资收益率	4.7%	0.0%	7.1%	4.1%	3.6%	1.7%	-3.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部*注：其他综合收益由于季报披露限制无法拆分出可供出售投资浮盈部分，此处为粗略估计值

图表 17: 中国平安季度总投资收益及综合投资收益

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
投资收入	6,016	5,025	9,722	11,882	7,347	10,444	4,946
计提资产减值准备	-80	-333	-278	-841	-768	-361	-1,702
其他综合收益*	177	-3,416	3,970	-3,736	1,051	-4,596	-14,037
总投资收益	5,936	4,692	9,444	11,041	6,579	10,083	3,244
综合投资收益	6,113	1,276	13,414	7,305	7,630	5,487	-10,793
总投资收益率	3.2%	2.4%	4.5%	4.9%	2.8%	4.0%	1.1%
综合投资收益率	3.3%	0.7%	6.4%	3.3%	3.2%	2.2%	-3.7%

资料来源：公司数据，中金公司研究部*注：其他综合收益由于季报披露限制无法拆分出可供出售投资浮盈部分，此处为粗略估计值

图表 18: 中国太保季度总投资收益及综合投资收益

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	3Q11
投资收入	5,329	3,780	3,997	8,154	5,435	6,251	3,597
计提资产减值准备	-48	-17	-500	-124	-121	-1,047	-808
其他综合收益*	-1,297	-3,478	3,576	-1,994	-946	-2,405	-6,459
总投资收益	5,281	3,763	3,497	8,030	5,314	5,204	2,789
综合投资收益	3,984	285	7,073	6,036	4,368	2,799	-3,670
总投资收益率	5.6%	3.9%	3.4%	7.6%	4.7%	4.3%	2.3%
综合投资收益率	4.2%	0.3%	7.0%	5.7%	3.9%	2.3%	-3.0%

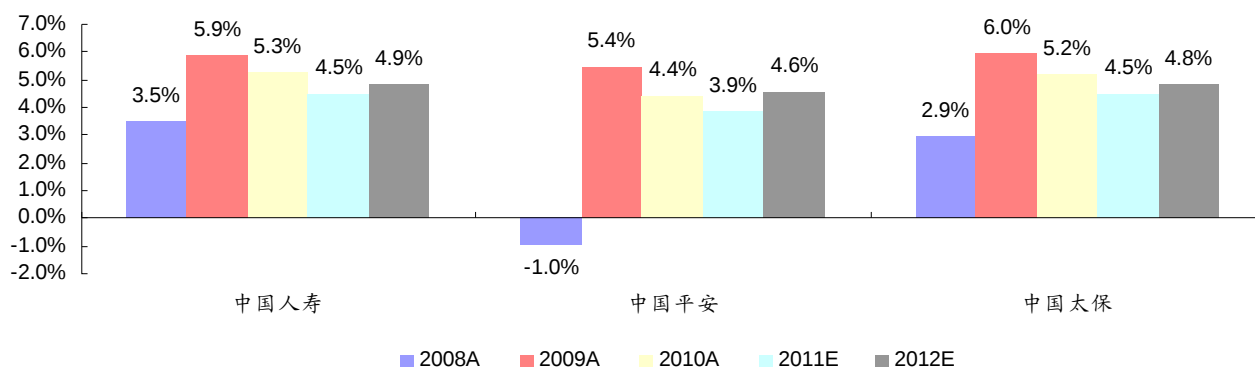
资料来源：公司数据，中金公司研究部*注：其他综合收益由于季报披露限制无法拆分出可供出售投资浮盈部分，此处为粗略估计值

图表 19: 上市保险公司投资资产分布

(人民币 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
中国人寿					
现金及存款	27.8%	32.3%	36.1%	36.9%	35.4%
债权投资	60.9%	49.3%	44.8%	44.0%	44.0%
股权投资	7.9%	15.2%	14.4%	13.0%	14.0%
其他投资	3.4%	3.2%	4.7%	6.1%	6.6%
投资资产合计	945,281	1,180,563	1,357,053	1,575,507	1,817,462
中国平安					
现金及存款	22.9%	24.8%	24.8%	24.0%	24.0%
债权投资	60.6%	57.4%	56.9%	57.0%	55.5%
股权投资	10.0%	11.2%	9.0%	11.0%	12.0%
其他投资	6.5%	6.7%	9.4%	8.0%	8.5%
投资资产合计	540,737	711,734	926,211	1,327,572	1,580,083
中国太保					
现金及存款	34.8%	31.8%	27.9%	29.0%	28.5%
债权投资	57.2%	49.9%	53.4%	50.4%	50.4%
股权投资	4.6%	11.8%	11.4%	12.5%	12.5%
其他投资	3.3%	6.4%	7.3%	8.1%	8.6%
投资资产合计	288,074	366,018	435,751	495,105	581,225

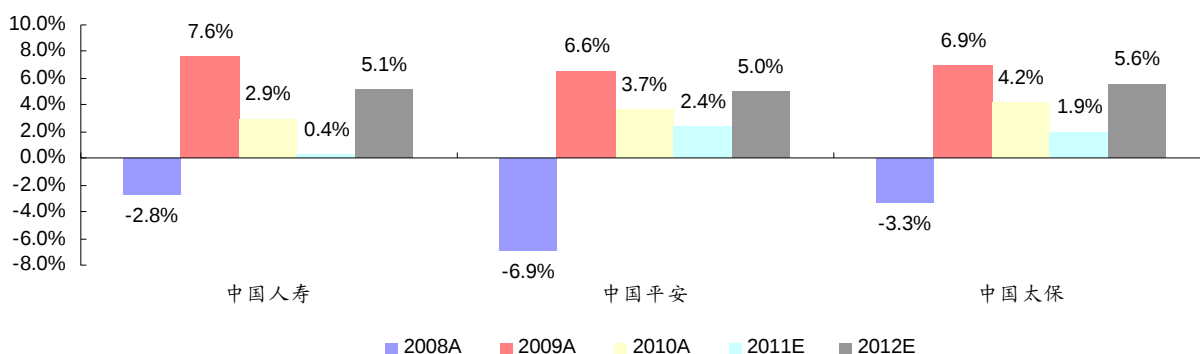
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 20: 上市保险公司总投资收益率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 21: 上市保险公司综合投资收益率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

3 季度业绩低于预期, 全年业绩增速大幅放缓

受累于投资收益的低迷, 上市保险公司 3 季报业绩均低于预期。中国人寿和中国平安 3 季度业绩同比出现大幅负增长, 而中国太保的 3 季度业绩增速也大幅放缓。从净资产上来看, 由于投资浮亏进一步扩大, 因此保险公司的资本变动前净资产环比均下降。

从全年来看, 净资产方面, 中国人寿、中国平安和中国太保的资本变动前净资产与期初相比增速分别为-5.4%, 12.3% 和 2.1% (图表 22, 23, 24)。我们预计中国人寿 2011 年全年盈利增速为负增长 (图表 25), 中国平安和中国太保盈利增速约为 20% 左右 (图表 26, 27)。

根据其 3 季度业绩, 我们对中国太保的盈利预测进行了小幅调整, 2011 和 2012 年的每股净利润分别下调了 1.3% 和 2.1, 为人民币 1.23 元和 1.7 元 (图表 28)。

图表 22: 中国人寿资本变动表及预测

(人民币 百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	2011E	2012E
期初净资产	212,776	219,166	193,399	208,324	210,475	215,336	198,844	210,475	187,818
净利润	10,252	7,863	6,971	8,725	8,022	5,052	3,801	24,710	34,286
归属母公司股东每股净利润	0.36	0.28	0.24	0.31	0.28	0.18	0.13	0.87	1.21
同比增速	66.6%	-26.7%	3.4%	-7.7%	-22.0%	-36.2%	-45.7%	-26.9%	38.8%
综合收益	6,390	-5,871	14,925	2,151	4,861	-5,128	-20,930	-11,289	36,794
其他综合收益	-3,862	-13,734	7,954	-6,574	-3,161	-10,180	-24,731	-35,999	2,507
资本变动前净资产	219,166	213,295	208,324	210,475	215,336	210,208	177,914	199,186	224,612
与期初相比	3.0%	-2.7%	7.7%	1.0%	2.3%	-2.4%	-10.5%	-5.4%	19.6%
利润分配	-	-19,896	-	-	-	-11,364	-	-11,368	-11,368
资本注入	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-	-	-	-	-
期末净资产	219,166	193,399	208,324	210,475	215,336	198,844	177,914	187,818	213,244
归属母公司股东每股净资产	7.69	6.78	7.31	7.38	7.55	6.97	6.23	6.59	7.48

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 23: 中国平安资本变动表及预测

(人民币 百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	2011E	2012E
集团期初净资产	91,743	96,545	109,895	116,140	116,883	123,946	139,425	116,883	179,622
集团净利润	4,617	5,249	3,331	4,741	5,946	7,052	3,288	26,452	46,113
归属母公司股东每股净利润	0.60	0.66	0.45	0.55	0.76	0.91	0.21	2.71	4.62
同比增速	94.0%	-1.4%	-25.9%	110.8%	27.8%	37.2%	-44.0%	19.8%	70.3%
综合收益	4,794	1,833	7,301	1,005	6,997	2,456	-10,749	14,328	49,997
其他综合收益	177	-3,416	3,970	-3,736	1,051	-4,596	-14,037	-12,125	3,884
资本变动前净资产	96,537	98,378	117,196	117,145	123,880	126,402	128,676	131,211	229,619
与期初相比	5.2%	1.9%	6.6%	0.9%	6.0%	2.0%	-7.7%	12.3%	27.8%
利润分配	-	-2,294	-1,147	-80	-	-3,078	-	-3,130	-3,241
资本注入	-	16,036	-	-	-	16,134	-	16,500	-
其他	8	-2,225	91	-182	66	-33	-	35,041	-
期末净资产	96,545	109,895	116,140	116,883	123,946	139,425	159,979	179,622	226,378
归属母公司股东每股净资产	11.73	13.75	14.52	14.66	15.55	17.57	15.30	16.28	20.98

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 24：中国太保资本变动表及预测

(人民币 百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	2011E	2012E
期初净资产	75,673	80,056	75,374	79,838	81,551	84,154	81,060	81,551	80,196
净利润	2,855	1,215	888	3,707	3,497	2,386	1,199	10,707	14,768
归属母公司股东每股净利润	0.33	0.14	0.10	0.42	0.40	0.28	0.14	1.23	1.70
同比增速	192.1%	-16.7%	-64.4%	48.7%	22.6%	96.3%	35.7%	23.6%	37.9%
综合收益	1,558	-2,263	4,464	1,713	2,551	-19	-5,260	1,706	17,972
其他综合收益	-1,297	-3,478	3,576	-1,994	-946	-2,405	-9,810	-9,001	3,203
资本变动前净资产	77,231	77,793	79,838	81,551	84,102	84,135	75,800	83,257	98,167
与期初相比	2.1%	-2.8%	5.9%	2.1%	3.1%	0.0%	-6.5%	2.1%	22.4%
利润分配	-	-2,624	-	-	-	-3,075	-	-3,061	-3,764
资本注入	2,805	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	20	205	-	-	52	-	-	-	-
期末净资产	80,056	75,374	79,838	81,551	84,154	81,060	75,801	80,196	94,403
归属母公司股东每股净资产	9.19	8.63	9.14	9.34	9.79	9.28	8.68	9.18	10.81

资料来源：公司数据，中金公司研究部

寿险盈利触底，行业最差时点已经过去

我们认为，保险公司 3 季度盈利增速最差的时点已经过去：

- ▶ 从保费收入方面来看，3 季度寿险业经历了今年以来最严重的保费负增长，显示出在高通胀和紧信贷的宏观经济环境下，寿险保费增速仍处于调整阶段，预计未来保费收入增速虽难以立即出现回升趋势，但不会比 3 季度增长情况更差。
- ▶ 从投资收益方面来看，A 股市场今年累计下跌已达 16%，未来市场下探的空间有限，保险公司的浮亏进一步扩大的趋势将有所缓解。债市方面，债券收益率从 9 月末以来持续下跌，债券价格走高，这对保险公司存量债券投资是一个利好。
- ▶ 今年以来，传统险准备金评估利率前 3 季度累计下降约 7bp，我们预计传统险准备金评估利率将在 9 月中旬触底，进入 4 季度后评估利率将开始进入上升通道，我们预计年底的评估利率基本与年初持平，明年有可能小幅上升，这将有损于寿险公司 4 季度的净利润表现。

综合以上几点，我们认为 3 季度是保险公司盈利情况最差的时点，向前看，保险公司的盈利能力将逐步改善。

图表 25：中国人寿历史财务数据及预测

损益表 (人民币, 百万元)	2009	2010	2011E	2012E	资产负债表增长率 (%)	2009 Y/Y	2010 Y/Y	2011 Y/Y	2012 Y/Y
寿险保费	275,970	318,229	328,688	355,916	总投资资产	24.9%	14.9%	15.8%	15.2%
非寿险保费	-	-	-	-	总资产	24.2%	15.0%	15.2%	14.7%
总保费及管理费收入	275,970	318,229	328,688	355,916	保险合同负债	23.4%	24.4%	20.6%	17.5%
减：分出保费	(158)	(177)	(183)	(198)	投资合同负债	3.4%	4.2%	-2.7%	-1.2%
净保费收入	275,812	318,052	328,505	355,718	总负债	24.7%	18.4%	19.8%	14.9%
减：净提取未到期责任准备金	(735)	36	39	42	股东权益合计	25.9%	-6.1%	-14.5%	18.9%
已赚净保费	275,077	318,088	328,544	355,760	归属于母公司股东的股东权益	21.3%	-1.1%	-10.8%	13.5%
赔付及保户利益	(251,525)	(292,856)	(311,085)	(338,240)					
综合费用	(46,489)	(53,230)	(55,178)	(60,897)	每股数据(元)	2009	2010	2011E	2012E
承保利润	(22,937)	(27,998)	(37,720)	(43,376)	EPS	1.16	1.19	0.87	1.21
净投资收益	38,779	48,872	58,898	68,188	增长率	71.8%	2.3%	-26.9%	38.8%
总投资收益	62,293	66,754	65,251	82,327	BPS	7.47	7.38	6.59	7.48
其他利润	2,389	2,252	2,439	2,634	增长率	21.3%	-1.1%	-10.8%	13.5%
税前利润	41,745	41,008	29,970	41,584	每股股利	0.23	0.70	0.40	0.40
所得税	(8,709)	(7,197)	(5,260)	(7,298)	集团每股内含价值	10.09	10.55	10.52	11.73
净利润	33,036	33,811	24,710	34,286	增长率	18.8%	4.5%	-0.2%	11.5%
归属于公司股东的净利润	32,881	33,626	24,575	34,099	每股新业务价值	0.63	0.70	0.70	0.73
少数股东损益	155	185	135	188	增长率	27.2%	12.0%	0.0%	3.3%
资产负债表(人民币, 百万元)	2009	2010	2011E	2012E	寿险新业务保费	2009	2010	2011E	2012E
现金及存款投资	381,159	489,424	579,348	640,263	趸缴新单保费	116,765	123,118	107,372	104,328
债权投资	582,285	608,142	691,701	796,863	期缴新单保费	53,776	67,134	67,660	70,704
股权投资	179,404	195,890	204,366	253,547	新业务合计	170,541	190,252	175,032	175,032
其他投资	37,715	63,597	96,632	120,379	新业务保费增长率	-4.6%	11.6%	-8.0%	0.0%
总投资资产	1,180,563	1,357,053	1,572,047	1,811,051	标准保费	65,453	79,446	78,397	81,137
总资产	1,226,257	1,410,579	1,625,690	1,864,813	标准保费增长率	6.3%	21.4%	-1.3%	3.5%
保险合同负债	818,164	1,018,135	1,227,813	1,442,340	新业务价值利润率	27.1%	25.0%	25.3%	25.6%
投资合同负债	67,274	70,087	68,176	67,347	内含价值(人民币, 百万元)	2009	2010	2011E	2012E
次级债	0	0	30,000	30,000	集团内含价值	285,230	298,099	297,477	331,678
其他负债	128,043	111,882	111,882	111,882	增长率	18.8%	4.5%	-0.2%	11.5%
总负债	1,013,481	1,200,104	1,437,872	1,651,569	一年新业务价值	17,713	19,839	19,844	20,781
股东权益合计	167,082	156,949	134,176	159,482	增长率	27.2%	12.0%	0.0%	4.7%
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	财险综合成本率(%)	2009	2010	2011E	2012E
归属于公司股东的股东权益	211,072	208,710	186,243	211,455	赔付率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
少数股东权益	1,704	1,765	1,575	1,788	费用率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
					综合成本率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
损益表增长率 (%)	2009 Y/Y	2010 Y/Y	2011 Y/Y	2012 Y/Y	投资组合 (%)	2009	2010	2011E	2012E
寿险保费	3.9%	15.3%	3.3%	8.3%	现金及存款投资	32.3%	36.1%	36.9%	35.4%
非寿险保费	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	债权投资	49.3%	44.8%	44.0%	44.0%
总保费及管理费收入	3.9%	15.3%	3.3%	8.3%	股权投资	15.2%	14.4%	13.0%	14.0%
净保费收入	3.9%	15.3%	3.3%	8.3%	其他投资	3.2%	4.7%	6.1%	6.6%
已赚净保费	3.7%	15.6%	3.3%	8.3%	投资收益率(%)	2009	2010	2011E	2012E
赔付及保户利益	7.7%	16.4%	6.2%	8.7%	净投资收益率	3.6%	3.9%	4.0%	4.0%
综合费用	1.7%	14.5%	3.7%	10.4%	总投资收益率	5.9%	5.3%	4.5%	4.9%
承保利润	61.9%	22.1%	34.7%	15.0%	净资产收益率	17.1%	16.0%	12.4%	17.1%
净投资收益	-12.0%	26.0%	20.5%	15.8%	总资产收益率	3.0%	2.6%	1.6%	2.0%
总投资收益	96.3%	7.2%	-2.3%	26.2%	偿付能力充足率	2009	2010	2011E	2012E
税前利润	109.2%	-1.8%	-26.9%	38.8%	偿付能力充足率 (寿险)	304%	212%	182%	171%
净利润	71.4%	2.3%	-26.9%	38.8%	偿付能力充足率 (财险)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
归属于母公司的净利润	71.8%	2.3%	-26.9%	38.8%	偿付能力充足率 (集团)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 26：中国平安历史财务数据及预测

损益表 (人民币, 百万元)	2009	2010	2011E	2012E	资产负债表增长率 (%)	2009 Y/Y	2010 Y/Y	2011 Y/Y	2012 Y/Y
寿险保费	73,439	96,877	122,068	151,116	总投资资产	31.6%	30.1%	43.3%	19.0%
非寿险保费	38,774	62,507	83,447	108,481	总资产	32.8%	25.2%	94.2%	20.0%
总保费及管理费收入	112,213	159,384	205,515	259,597	保险合同负债	14.2%	21.3%	20.8%	20.6%
减：分出保费	(6,347)	(8,181)	(10,393)	(13,134)	投资合同负债	57.0%	39.3%	20.6%	16.6%
净保费收入	105,866	151,203	195,122	246,463	总负债	32.4%	25.0%	98.7%	19.5%
减：净提取未到期责任准备金	(5,483)	(10,079)	(9,336)	(11,005)	股东权益合计	36.6%	27.4%	53.7%	26.0%
已赚净保费	100,383	141,124	185,786	235,459	归属于母公司股东的股东权益	31.7%	31.8%	15.1%	28.8%
赔付及保户利益	(79,848)	(109,513)	(139,729)	(175,593)					
综合费用	(47,976)	(58,149)	(82,128)	(108,095)	每股数据(元)	2009	2010	2011E	2012E
承保利润	(27,441)	(26,538)	(36,071)	(48,230)	EPS	1.89	2.26	2.71	4.62
净投资收益	21,219	29,524	44,454	57,495	增长率	879.1%	19.8%	19.8%	70.3%
总投资收益	34,026	36,373	43,586	66,703	BPS	11.57	14.66	16.28	20.98
其他利润	13,334	12,512	25,439	38,974	增长率	31.7%	26.7%	11.1%	28.8%
税前利润	19,919	22,347	32,954	57,448	每股股利	0.15	0.45	0.40	0.40
所得税	(5,437)	(4,409)	(6,502)	(11,334)	集团每股内含价值	21.14	26.29	32.16	39.76
净利润	14,482	17,938	26,452	46,113	增长率	26.4%	24.4%	22.3%	23.6%
归属于公司股东的净利润	13,883	17,311	21,470	36,562	每股新业务价值	1.61	2.03	2.19	2.42
少数股东损益	599	627	4,982	9,551	增长率	38.2%	26.2%	7.9%	10.4%
资产负债表 (人民币, 百万元)	2009	2010	2011E	2012E	寿险新业务保费	2009	2010	2011E	2012E
现金及存款投资	176,380	229,530	318,617	379,220	趸缴新单保费	31,371	29,511	22,335	22,646
债权投资	408,235	526,716	756,716	876,946	期缴新单保费	33,613	46,539	47,993	51,626
股权投资	79,722	82,974	146,033	189,610	新业务合计	64,984	76,050	70,327	74,272
其他投资	47,397	86,991	106,206	134,307	新业务保费增长率	43.1%	17.0%	-7.5%	5.6%
总投资资产	711,734	926,211	1,327,572	1,580,083	标准保费	36,750	49,490	50,226	53,890
总资产	935,712	1,171,627	2,275,652	2,731,500	标准保费增长率	35.0%	34.7%	1.5%	7.3%
保险合同负债	365,963	444,035	536,438	646,758	新业务价值利润率	32.1%	31.3%	34.5%	35.5%
投资合同负债	130,343	181,625	219,050	255,379	内含价值(人民币, 百万元)	2009	2010	2011E	2012E
次级债	4,990	7,540	25,901	25,901	集团内含价值	155,257	200,986	254,608	314,765
银行存款	116,045	162,860	871,578	1,047,736	增长率	26.4%	29.5%	26.7%	23.6%
其他负债	226,628	258,684	443,062	529,348	一年新业务价值	11,805	15,507	17,328	19,131
总负债	843,969	1,054,744	2,096,030	2,505,122	增长率	38.2%	31.4%	11.7%	10.4%
股东权益合计	91,743	116,883	179,622	226,378	财险综合成本率 (%)	2009	2010	2011E	2012E
股本	7,345	7,644	7,916	7,916	赔付率	57.0%	55.4%	55.5%	57.0%
归属于公司股东的股东权益	84,970	112,030	128,913	166,042	费用率	42.4%	38.6%	38.2%	37.6%
少数股东权益	6,773	4,853	50,709	60,336	综合成本率	99.4%	94.0%	93.7%	94.6%
损益表增长率 (%)	2009 Y/Y	2010 Y/Y	2011 Y/Y	2012 Y/Y	投资组合 (%)	2009	2010	2011E	2012E
寿险保费	18.3%	31.9%	26.0%	23.8%	现金及存款投资	24.8%	24.8%	24.0%	24.0%
非寿险保费	43.5%	61.2%	33.5%	30.0%	债权投资	57.4%	56.9%	57.0%	55.5%
总保费及管理费收入	25.9%	42.0%	28.9%	26.3%	股权投资	11.2%	9.0%	11.0%	12.0%
净保费收入	27.1%	42.8%	29.0%	26.3%	其他投资	6.7%	9.4%	8.0%	8.5%
已赚净保费	22.0%	40.6%	31.6%	26.7%	投资收益率 (%)	2009	2010	2011E	2012E
赔付及保户利益	44.1%	37.2%	27.6%	25.7%	净投资收益率	3.4%	3.6%	3.9%	4.0%
综合费用	68.5%	21.2%	41.2%	31.6%	总投资收益率	5.4%	4.4%	3.9%	4.6%
承保利润	1588.7%	-3.3%	35.9%	33.7%	净资产收益率	18.6%	17.6%	17.8%	24.8%
净投资收益	-0.4%	39.1%	50.6%	29.3%	总资产收益率	1.7%	1.6%	1.2%	1.5%
总投资收益	-753.1%	6.9%	19.8%	53.0%	偿付能力充足率	2009	2010	2011E	2012E
税前利润	-1440.4%	12.2%	47.5%	74.3%	偿付能力充足率 (寿险)	227%	180%	171%	164%
净利润	785.7%	23.9%	47.5%	74.3%	偿付能力充足率 (财险)	144%	180%	180%	173%
归属于母公司的净利润	879.1%	24.7%	24.0%	70.3%	偿付能力充足率 (集团)	302%	198%	173%	164%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 27：中国太保历史财务数据及预测

损益表 (人民币, 百万元)	2009	2010	2011E	2012E	资产负债表增长率 (%)	2009 Y/Y	2010 Y/Y	2011 Y/Y	2012 Y/Y
寿险保费	61,998	87,873	95,464	112,425	总投资资产	27.1%	19.1%	13.5%	17.4%
非寿险保费	34,289	51,622	60,862	73,035	总资产	25.3%	19.8%	13.6%	17.0%
总保费及管理费收入	96,342	139,555	156,391	185,531	保险合同负债	21.6%	30.1%	22.5%	20.7%
减：分出保费	(9,791)	(13,422)	(15,568)	(18,580)	投资合同负债	2.5%	-1.6%	-5.5%	-4.3%
净保费收入	86,551	126,133	140,823	166,951	总负债	20.0%	22.6%	16.8%	16.9%
减：净提取未到期责任准备金	(2,424)	(6,382)	(4,419)	(4,826)	股东权益合计	54.1%	7.8%	-1.7%	17.7%
已赚净保费	84,127	119,751	136,405	162,125	归属于母公司股东的股东权益	53.5%	7.6%	-1.7%	17.7%
赔付及保户利益	(71,027)	(100,487)	(110,273)	(129,934)					
综合费用	(23,617)	(29,870)	(34,511)	(40,947)	每股数据(元)	2009	2010	2011E	2012E
承保利润	(10,517)	(10,606)	(8,380)	(8,756)	EPS	0.87	1.00	1.23	1.70
净投资收益	12,734	16,952	20,391	22,326	增长率	159.9%	14.7%	23.6%	37.9%
总投资收益	19,536	20,902	20,872	25,956	BPS	8.80	9.34	9.18	10.81
其他利润	622	631	693	985	增长率	39.3%	6.1%	-1.7%	17.7%
税前利润	9,506	10,670	13,185	18,185	每股股利	0.27	0.30	0.35	0.43
所得税	(2,033)	(2,005)	(2,478)	(3,417)	集团每股内含价值	11.60	12.80	13.92	15.97
净利润	7,473	8,665	10,707	14,768	增长率	27.6%	10.4%	8.7%	14.7%
归属于公司股东的净利润	7,356	8,557	10,574	14,584	每股新业务价值	0.59	0.71	0.79	0.92
少数股东损益	117	108	133	184	增长率	24.3%	20.3%	12.0%	16.2%
资产负债表 (人民币, 百万元)	2009	2010	2011E	2012E	寿险新业务保费	2009	2010	2011E	2012E
现金及存款投资	116,494	121,732	143,408	165,396	趸缴新单保费	22,080	33,211	26,436	27,367
债权投资	182,782	232,536	249,252	292,513	期缴新单保费	12,731	16,869	17,274	19,711
股权投资	43,149	49,836	61,814	72,542	新业务合计	34,811	50,080	43,709	47,078
其他投资	23,593	31,647	40,035	49,886	新业务保费增长率	34.5%	43.9%	-12.7%	7.7%
总投资资产	366,018	435,751	494,509	580,336	标准保费	18,275	24,296	24,844	28,360
总资产	397,187	475,711	540,435	632,541	标准保费增长率	63.1%	32.9%	2.3%	14.2%
保险合同负债	236,152	307,186	376,421	454,395	新业务价值利润率	27.4%	25.1%	27.5%	28.0%
投资合同负债	52,179	51,354	48,536	46,462	内含价值(人民币, 百万元)	2009	2010	2011E	2012E
次级债	2,263	2,338	0	0	集团内含价值	98,371	110,090	119,695	137,340
其他负债	30,920	33,282	35,282	37,282	增长率	40.6%	11.9%	8.7%	14.7%
总负债	321,514	394,160	460,239	538,138	一年新业务价值	5,000	6,100	6,832	7,941
股东权益合计	75,673	81,551	80,196	94,403	增长率	36.9%	22.0%	12.0%	16.2%
股本	8,483	8,600	8,600	8,600	财险综合成本率 (%)	2009	2010	2011E	2012E
归属于公司股东的股东权益	74,651	80,297	78,963	92,952	赔付率	61.0%	57.4%	57.3%	58.0%
少数股东权益	1,022	1,254	1,233	1,452	费用率	37.1%	36.6%	35.2%	35.3%
					综合成本率	98.1%	94.0%	92.5%	93.3%
损益表增长率 (%)	2009 Y/Y	2010 Y/Y	2011 Y/Y	2012 Y/Y	投资组合 (%)	2009	2010	2011E	2012E
寿险保费	29.6%	41.7%	8.6%	17.8%	现金及存款投资	31.8%	27.9%	29.0%	28.5%
非寿险保费	23.0%	50.5%	17.9%	20.0%	债权投资	49.9%	53.4%	50.4%	50.4%
总保费及管理费收入	27.2%	44.9%	12.1%	18.6%	股权投资	11.8%	11.4%	12.5%	12.5%
净保费收入	28.6%	45.7%	11.6%	18.6%	其他投资	6.4%	7.3%	8.1%	8.6%
已赚净保费	27.0%	42.3%	13.9%	18.9%	投资收益率 (%)	2009	2010	2011E	2012E
赔付及保户利益	30.6%	41.5%	9.7%	17.8%	净投资收益	3.9%	4.2%	4.4%	4.2%
综合费用	16.0%	26.5%	15.5%	18.6%	总投资收益率	6.0%	5.2%	4.5%	4.8%
承保利润	23.7%	0.8%	-21.0%	4.5%	净资产收益率	11.9%	11.0%	13.3%	17.0%
净投资收益	-28.1%	33.1%	20.3%	9.5%	总资产收益率	2.1%	2.0%	2.1%	2.5%
总投资收益	132.6%	7.0%	-0.1%	24.4%	偿付能力充足率	2009	2010	2011E	2012E
税前利润	621.8%	12.2%	23.6%	37.9%	偿付能力充足率 (寿险)	208%	241%	149%	147%
净利润	180.2%	16.0%	23.6%	37.9%	偿付能力充足率 (财险)	173%	167%	265%	252%
归属于母公司的净利润	186.3%	16.3%	23.6%	37.9%	偿付能力充足率 (集团)	445%	357%	267%	255%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 28：中国太保盈利预测调整

单位：百万元	2011			2012		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	158,738	157,990	-0.5	190,411	189,086	-0.7
已赚净保费	136,892	136,405	-0.4	163,136	162,125	-0.6
保险业务收入	157,475	156,391	-0.7	186,832	185,531	-0.7
减：分出保费	-15,738	-15,568	-1.1	-18,784	-18,580	-1.1
减：净提取未到期责任准备金	-4,845	-4,419	-8.8	-4,912	-4,826	-1.7
投资净收益	21,053	20,872	-0.9	26,333	25,956	-1.4
汇兑损益	-243	-219	-10.0	-290	-309	6.7
其他业务收入	1,036	932	-10.0	1,232	1,314	6.7
营业支出	-145,355	-144,785	-0.4	-171,820	-170,881	-0.5
退保金	-6,094	-6,094	0.0	-8,252	-8,252	0.0
赔付支出	-45,214	-45,068	-0.3	-55,788	-55,275	-0.9
减：摊回赔付支出	6,191	6,163	-0.5	7,787	7,687	-1.3
提取保险责任准备金	-64,281	-64,068	-0.3	-72,488	-72,260	-0.3
减：摊回保险责任准备金	3,093	3,042	-1.6	3,381	3,327	-1.6
保单红利支出	-4,248	-4,248	0.0	-5,159	-5,159	0.0
减：摊回分保费用	5,189	5,133	-1.1	6,193	6,125	-1.1
营业税金及附加	-3,603	-3,578	-0.7	-4,275	-4,245	-0.7
手续费及佣金支出	-13,380	-13,288	-0.7	-16,098	-15,983	-0.7
业务及管理费	-20,111	-19,926	-0.9	-24,041	-23,850	-0.8
利息支出	-347	-308	-11.1	-347	-270	-22.3
其他业务成本	-2,466	-2,461	-0.2	-2,633	-2,626	-0.3
计提资产减值准备	-84	-83	-0.7	-99	-98	-0.7
营业利润	13,383	13,205	-1.3	18,591	18,205	-2.1
加：营业外收入	68	68	0.0	68	68	0.0
减：营业外支出	-88	-88	0.0	-88	-88	0.0
利润总额	13,363	13,185	-1.3	18,571	18,185	-2.1
减：所得税费用	-2,511	-2,478	-1.3	-3,490	-3,417	-2.1
净利润	10,852	10,707	-1.3	15,081	14,768	-2.1
归属于公司股东的净利润	10,717	10,574	-1.3	14,893	14,584	-2.1
少数股东损益	135	133	-1.3	188	184	-2.1
每股收益（元）	1.25	1.23	-1.3	1.73	1.70	-2.1
每股净资产（元）	9.78	9.18	-6.1	11.30	10.81	-4.4

主要假设	2011			2012		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
承保						
太保寿险毛保费收入增速	8.6%	8.6%	0.0ppt	17.8%	17.8%	0.0ppt
太保财险毛保费收入增速	20.0%	17.9%	-2.1ppt	20.0%	20.0%	0.0ppt
投资						
净投资收益率	4.4%	4.4%	0.0ppt	4.2%	4.2%	0.0ppt
总投资收益率	4.5%	4.5%	0.0ppt	4.8%	4.8%	0.0ppt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 29: 上市保险公司估值表

公司	股价	总股本	每股收益			每股净资产			集团每股内含价值			每股新业务价值			总资产收益率		
	2011-11-03		10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
中国人寿H股	20.35	28,265	1.40	1.05	1.45	8.69	7.94	9.01	12.41	12.68	14.13	0.83	0.84	0.88	2.56	1.63	1.96
中国平安H股	59.20	7,916	2.66	3.27	5.56	17.24	19.62	25.27	30.93	38.75	47.91	2.39	2.64	2.91	1.64	1.25	1.46
中国太保H股	23.70	8,600	1.17	1.48	2.04	10.98	11.06	13.02	15.06	16.77	19.24	0.83	0.96	1.11	1.99	2.11	2.52
中国太平	16.80	1,704	1.32	0.72	0.91	7.47	7.87	8.70	9.62	10.79	12.70	0.54	0.62	0.76	1.99	1.02	1.00
中国财险	10.92	11,142	0.55	1.01	1.23	2.62	4.13	5.65							2.83	4.21	4.46
中国人寿A股	17.52	28,265	1.19	0.87	1.21	7.38	6.59	7.48	10.55	10.52	11.73	0.70	0.70	0.73	2.56	1.63	1.96
中国平安A股	40.08	7,916	2.26	2.71	4.62	14.66	16.28	20.98	26.29	32.16	39.76	2.03	2.19	2.42	1.64	1.25	1.46
中国太保A股	21.11	8,600	1.00	1.23	1.70	9.34	9.18	10.81	12.80	13.92	15.97	0.71	0.79	0.92	1.99	2.11	2.52
公司	市值	净资产收益率			市盈率(X)			市净率(X)			内含价值倍数			新业务价值倍数			
中国人寿H股	597,622	16.0	12.4	17.1	14.5	19.4	14.0	2.3	2.6	2.3	1.6	1.6	1.4	9.6	9.1	7.0	
中国平安H股	419,904	17.6	17.8	24.8	22.2	18.1	10.6	3.4	3.0	2.3	1.9	1.5	1.2	11.8	7.8	3.9	
中国太保H股	217,136	11.0	13.3	17.0	20.2	16.0	11.6	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4	1.2	10.4	7.2	4.0	
中国太平	28,621	19.5	9.4	11.0	12.7	23.2	18.5	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6	1.3	13.3	9.7	5.4	
中国财险	121,669	21.6	28.7	25.2	19.9	10.8	8.9	4.2	2.6	1.9							
中国人寿A股	488,643	16.0	12.4	17.1	14.7	20.1	14.5	2.4	2.7	2.3	1.7	1.7	1.5	9.9	10.0	7.9	
中国平安A股	343,333	17.6	17.8	24.8	17.7	14.8	8.7	2.7	2.5	1.9	1.5	1.2	1.0	6.8	3.6	0.1	
中国太保A股	177,540	11.0	13.3	17.0	21.2	17.2	12.4	2.3	2.3	2.0	1.6	1.5	1.3	11.7	9.1	5.6	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司及其关联机构为中国平安、中国人寿提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED