

中国太保 (601601.SH) 保险业行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 20.04 元
目标(人民币): 24.08-26.49 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	6,208.29
流通港股(百万股)	2,313.30
总市值(百万元)	1,723.44
年内股价最高最低(元)	23.64/17.77
沪深 300 指数	2313.48
上证指数	2114.89



相关报告

1. 《太保寿险 75 亿次级债额度获批,警惕市场过激反应》, 2012.8.13
2. 《不畏浮云遮望眼,风物长宜放眼量》, 2012.7.13
3. 《政策红利催股价,结构优化促增长》, 2012.7.2

童楠

联系人
(8621)61357589
tongnan@gjzq.com.cn

陈建刚

分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

寿险转型阵痛涅槃生, 产险经营恶化待破解

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
基本每股收益(元)	1.00	0.97	1.03	1.20	1.41
摊薄每股收益(元)	1.00	0.85	1.03	1.20	1.41
每股净资产(元)	9.34	8.93	9.93	11.83	13.46
每股新业务价值(元)	0.71	0.78	0.85	0.97	1.12
每股内含价值(元)	12.80	13.21	14.77	16.55	18.61
净利润增长率(%)	16.33%	-2.85%	6.24%	17.16%	17.41%
净资产收益率(%)	11.04%	10.58%	10.89%	11.06%	11.17%
总股本(百万股)	7700	8483	8600	8600	8600

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2012 年上半年, 中国太保实现保险业务收入 905.11 亿元, 同比增长 4.2%。其中, 寿险业务收入 552.29 亿元, 同比增长 1.2%; 产险业务收入 352.46 亿元, 同比增长 9.2%。实现寿险新业务价值 40.61 亿元, 同比增长 6.0%; 产险综合成本率 94.2%, 同比上升 3.1 个百分点。受投资收益下降和业务增速放缓等因素的影响, 上半年实现归属母公司股东净利润 26.38 亿元, 同比下降 54.6%。截至 2012 年 6 月 30 日, 集团内含价值 1218.33 亿元, 较上年末增长 7.3%; 集团和太保寿险、太保产险的偿付能力充足率分别为 271%、183%、194%。

经营分析

- **寿险:** 营销渠道实现保费业务收入 282.1 亿元, 同比增长 21.5%; 其中新保业务收入 72.88 亿元, 同比增长 13.6%, 新保业务增速持续领先主要同业。银保渠道受转型等影响, 全年新单保费或下降 40-50%。寿险上半年新业务价值同比增长 6%, 考虑到 11 年同期高基数及完成率, 全年新业务价值同比增长有望达到 10%。
- **财产险:** 市场份额持续下降, 受竞争加剧等影响, 保费同比增长大幅落后于行业平均水平, 我们预计公司会提高手续费以及大力推动电销车险以期全年达到行业平均增速的目标, 但根据 7 月份的数据测算, 仍有不小困难, 而且如果年底商业车险费率市场化试点实施, 保费增长基本无法达到行业平均水平。此外, 上半年综合成本率上升 3.1 个百分点, 高于市场预期, 考虑到中国自然灾害多发生在下半年, 我们预计综合成本率仍将有一定幅度的提升。
- **投资:** 投资资产多配置于协议存款、债券基金及货币市场基金, 投资收益较 11 年底上升 20pb, AFS 公允价值变动净额由 11 年底的 108.83 亿元减少至 55.61 亿, 每股亏损由 1.27 元降至 0.65 元。

投资建议

- 目前股价对应 12 年 EV 及 NBV 为 1.36x 和 6.17x, 12 年、13 年 EPS 为 1.03 元、1.2 元, 考虑到下半年个人税延养老金施行对估值的提升, 我们维持“增持”评级。

投资风险

- 权益市场大幅震荡, 个人税延养老金推迟以及商业车险费率市场化试点。

内容目录

寿险：保费结构持续优化，新业务价值增长符合预期	3
财产险：市场份额持续下降，综合成本率大幅上行	5
投资：投资收益较 11 年底上升 20bp，AFS 浮亏减半	6

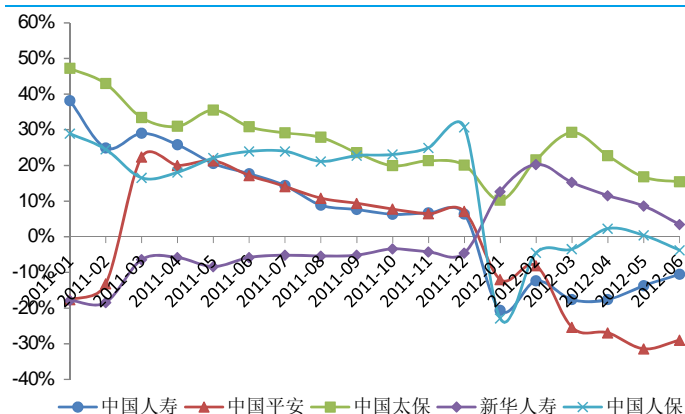
图表目录

图表 1：营销渠道新单同比增长优于同业	3
图表 2：银保渠道新单同比增长仅优于中国平安	3
图表 3：银行短期理财产品平均收益率仍高于分红水平	3
图表 4：分红型保险占比略有下降，但仍达 80%	3
图表 5：银保渠道总保费占比持续快速下降	4
图表 6：趸交新单保费占比大幅下降	4
图表 7：分渠道保费数据明细	4
图表 8：营销渠道人均产能大幅提高	4
图表 9：期缴业务首年佣金率持续提升	5
图表 10：上半年 NBV 增长 6%，全年增长 10% 仍可期	5
图表 11：上半年内含价值较 11 年底增长 11%	5
图表 12：市场份额持续下降	5
图表 13：同比增速低于行业平均	5
图表 14：车险保费占比与去年同期持平，较 11 年底下降 3 个百分点	6
图表 15：代理渠道保费占比大幅下降，新渠道保费占比迅速提升	6
图表 16：电话销售异军突起，规模效应日渐凸显	6
图表 17：受赔付支出增加等影响，综合成本率上升 3.1 个百分点达到 94.2%	6
图表 18：投资资产按投资对象及投资目的分拆细项	7
图表 19：投资收益分拆细项	7
图表 20：2011 年底 AFS 浮亏减半	8
图表 21：集团及子公司偿付能力充足	8
图表 22：中国太保财务数据预测	9
图表 23：保险行业估值	10

寿险：保费结构持续优化，新业务价值增长符合预期

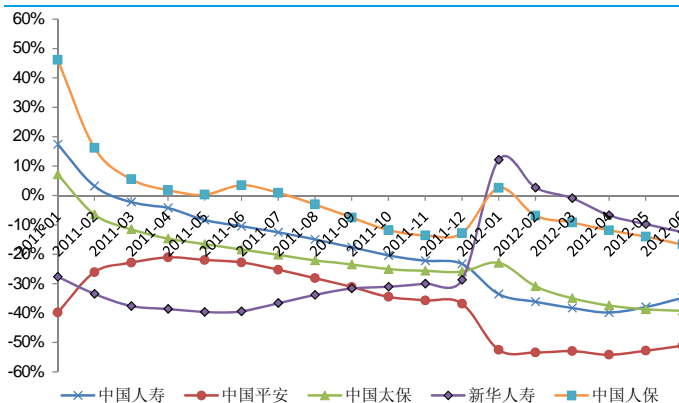
- **营销渠道答卷靓丽，银保渠道转型阵痛。**受制于银行短期理财产品的冲击及叫停快返产品对行业的影响，上半年寿险行业原保费同比增长仅2.4%，在此严峻的形势下，太保寿险聚焦人力健康发展和产能有效提升，营销渠道实现保费业务收入282.1亿元，同比增长21.5%；其中，新保业务收入72.88亿元，同比增长13.6%，新保业务增速持续领先主要同业。银保渠道由于受到市场利率高企、信贷紧缩、银保新规及理财型产品竞争等因素的影响，加上公司主动进行的以期缴业务为核心的渠道业务转型，新单保费同比大幅下降约40%，仅优于平安寿险，我们预计全年或下降40-50%。

图表1：营销渠道新单同比增长优于同业



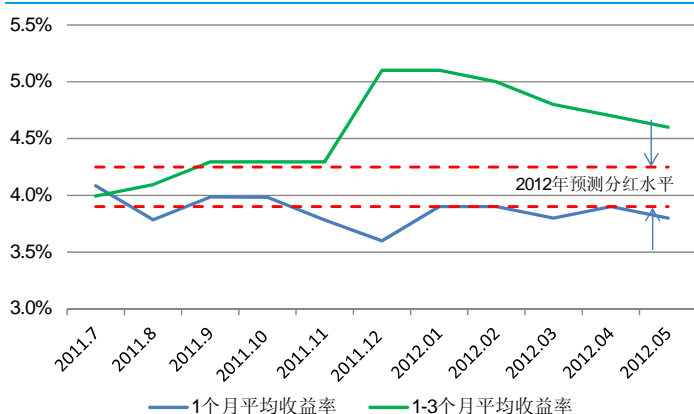
来源：国金证券研究所

图表2：银保渠道新单同比增长仅优于中国平安



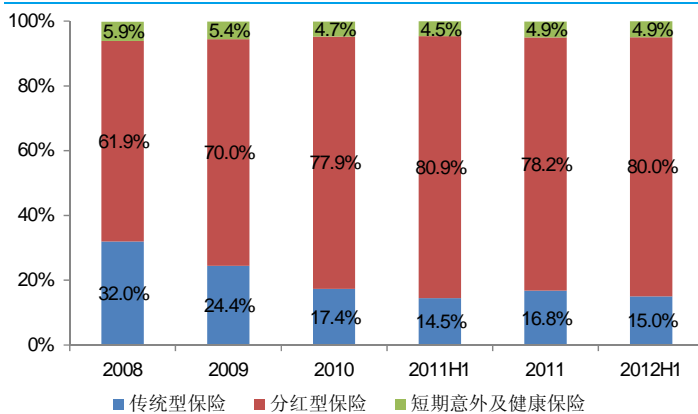
- **分红险保费与去年同期持平，但仍一支独大。**2012年上半年太保寿险实现寿险收入552.29亿元，同比增长1.2%。受银行短期理财产品冲击，分红险保费与去年同期持平，占比略有下降，但仍高居80%。传统型寿险、短期意外及健康保险的保费收入同比增长5.1%、10.3%。

图表3：银行短期理财产品平均收益率仍高于分红水平



来源：国金证券研究所

图表4：分红型保险占比略有下降，但仍达80%

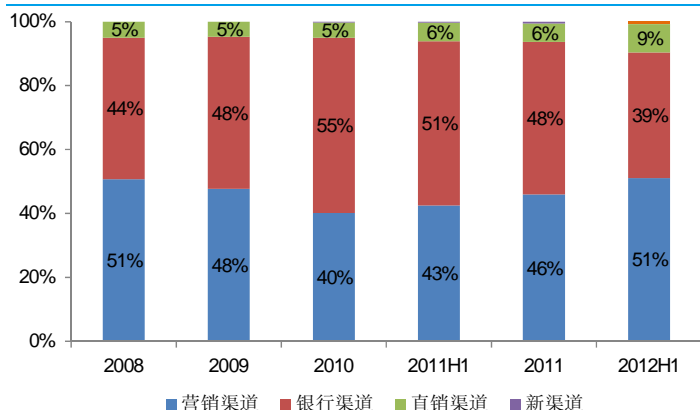


来源：公司年报，国金证券研究所

- **渠道结构和期限结构持续优化。**上半年银保渠道对总保费增长的拖累明显，营销、银保、直销及新渠道保费收入同比增速为22%、-22%、54%和127%。太保寿险今年仍深化“聚焦个险，聚焦期交”，渠道结构和期限结构取得显著成效。1) 虽然上半年新单保费同比下降17.8%，但营销渠道新保业务72.88亿，同比增长13.6%。2) 新保期交业务94.69亿元，占新保业务收入的38%，同比提升5个百分点；其中营销渠道新保期交业务收入68.80亿元，同比增长14%。3) 上半年营销员人数达27万名，虽然同比下降4.3%，但“巩固县城，突破城区”战略有效提升人均

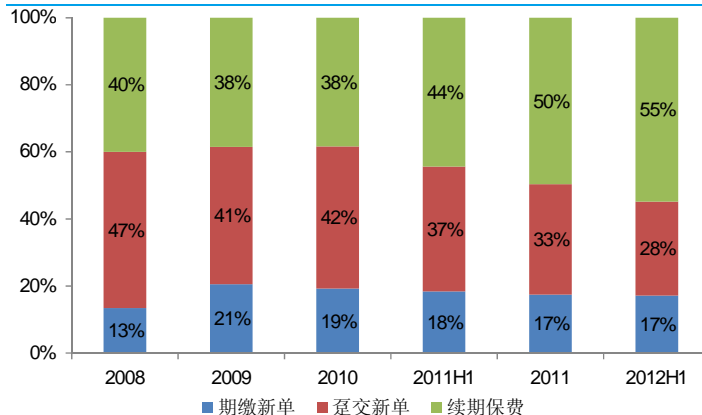
产至 4427 元，同比增长 17.3%。4) 首年佣金率随缴费年限增长，期交业务首年佣金率持续提升佐证新单业务向期限较长的产品结构转变。

图表5: 银保渠道总保费占比持续快速下降



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表6: 趸交新单保费占比大幅下降



图表7: 分渠道保费数据明细

	2008	2009	2010H1	2010	2011H1	2011	2012H1
营销渠道	24,266	29,570	18,615	35,286	23,212	42,818	28,210
新保业务	5,538	7,556	4,884	8,947	6,417	10,826	7,288
期交	4,913	6,880	4,511	8,258	6,030	10,065	6,880
趸交	625	676	373	689	387	761	408
续期业务	18,728	22,014	13,731	26,339	16,795	31,992	20,922
银行渠道	21,165	29,514	28,385	48,201	28,006	44,450	21,709
新保业务	20,893	27,821	25,345	41,100	20,718	30,512	12,582
期交	1,485	5,781	4,698	8,469	3,881	5,847	2,325
趸交	19,408	22,040	20,647	32,631	16,837	24,665	10,257
续期业务	272	1,693	3,040	7,101	7,288	13,938	9,127
直销渠道	2,397	2,914	1,861	4,147	3,178	5,427	4,906
新保业务	2,284	2,770	1,809	4,008	3,112	5,285	4,836
期交	24	70	1	11	7	14	28
趸交	2,260	2,700	1,808	3,997	3,105	5,271	4,808
续期业务	113	144	52	139	66	142	70
新渠道	0	0	98	239	178	508	404
新保业务	0	0	53	131	106	313	236
期交	0	0	53	131	104	308	236
趸交	0	0	0	0	2	5	0
续期业务	0	0	45	108	72	195	168
寿险总保费收入	47,828	61,998	48,959	87,873	54,574	93,203	55,229

来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表8: 营销渠道人均产能大幅提高

	2008	2009H1	2009	2010H1	2010	2011H1	2011	2012H1
营销员								
保险营销员(千名)	224	246	254	252	280	282	292	270
保险营销员月人均新保业务收入(元)	2,296	2,762	2,597	3,305	2,863	3,773	3,199	4,427
保险营销员月人均寿险新保单件数(件)	1.26		1.36		1.10	1.29	1.10	1.20
保单继续率								
个人寿险客户13个月保单继续率(%)	86.0%	85.2%	87.1%	92.0%	92.0%	93.1%	92.7%	91.6%
个人寿险客户25个月保单继续率(%)	81.6%	83.1%	82.0%	82.0%	84.0%	89.9%	89.8%	90.6%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

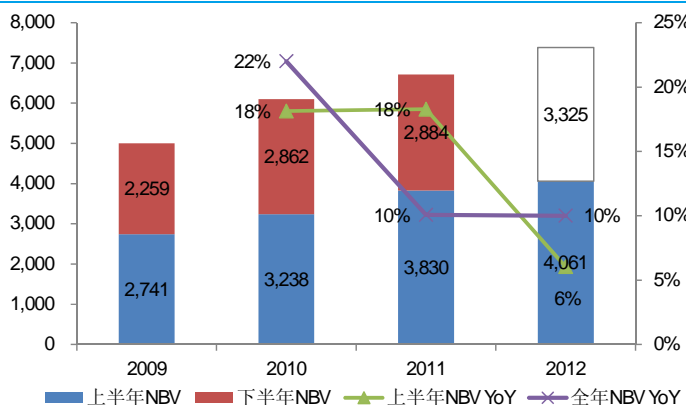
图表 9：期缴业务首年佣金率持续提升

	2008	2009	2010	2011H1	2011	2012H1
趸缴业务佣金率	0.70%	0.54%	0.37%	0.36%	0.55%	0.56%
期缴业务首年佣金率	36.89%	26.62%	22.13%	28.32%	31.53%	33.79%
期缴业务续期佣金率	2.33%	2.03%	2.04%	1.62%	1.48%	2.08%

来源：公司年报，国金证券研究所

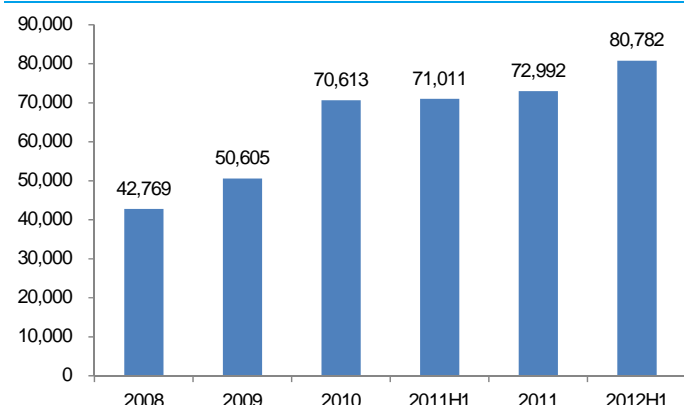
- 全年新业务价值同比增长仍有望达 10%。上半年新业务价值同比增长 6%，但考虑到 11 年上半年基数较高且既往年度上半年约完成 55% 的新业务价值，全年同比增长仍有望达 10%。受益于持续对高利润率的营销渠道以及高利润率的期交产品的重视，无论是新单还是既有业务对公司内含价值的提升均有较大的促进效应，上半年内含价值较 11 年末增长 11%。

图表10：上半年 NBV 增长 6%，全年增长 10% 仍可期



来源：公司年报，国金证券研究所

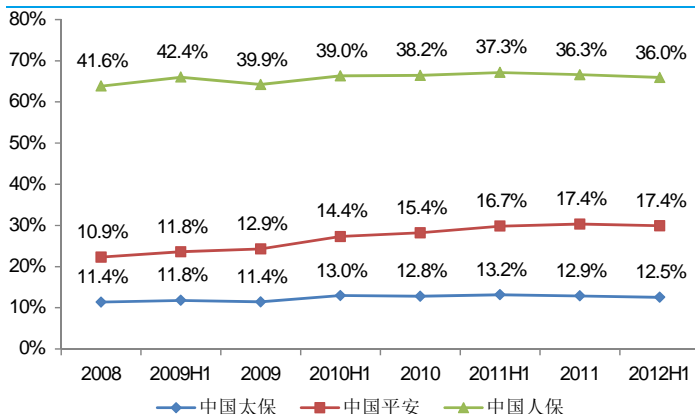
图表11：上半年内含价值较 11 年底增长 11%



财产险：市场份额持续下降，综合成本率大幅上行

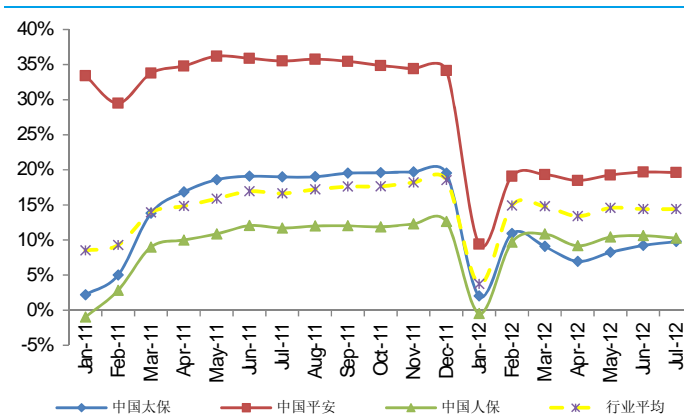
- 上半年太保产险业务收入 352.46 亿元，同比增长 9.2%，大幅低于行业平均增速。虽然 7 月份的数据显示增速有所提升，但根据我们的测算，全年达到行业平均增速仍有不小困难。此外，如果年底商业车险费率市场化改革试点，基本不可能达到行业平均增速。

图表12：市场份额持续下降



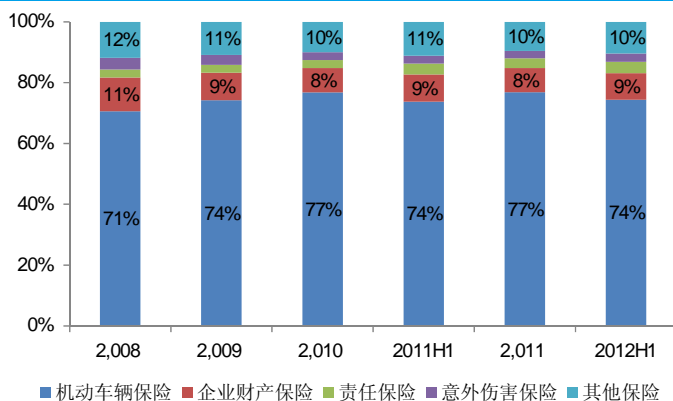
来源：公司年报，国金证券研究所

图表13：同比增速低于行业平均



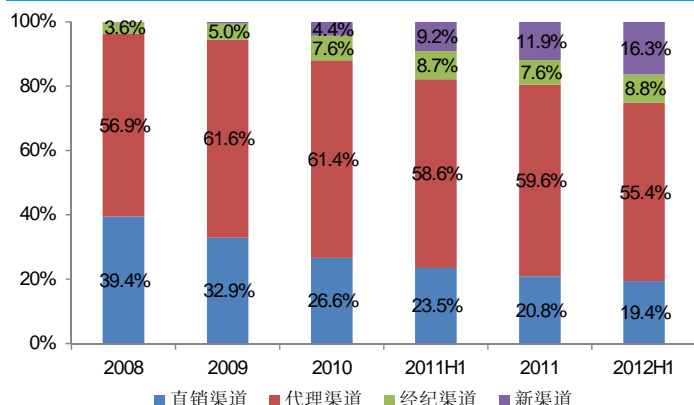
- 险种保费占比明显具有季节性因素，车险占比相比去年同期持平，相比 11 年底下降 3 个百分点。代理渠道保费占比大幅下降，新渠道规模效应显现，保费占比大幅提升。

图表14: 车险保费占比与去年同期持平, 较11年底下降3个百分点



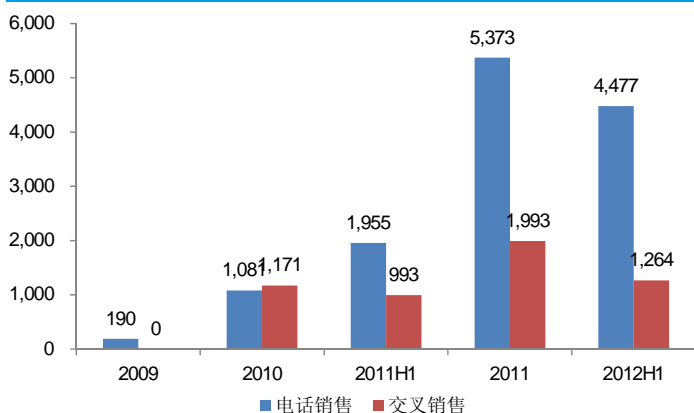
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表15: 代理渠道保费占比大幅下降, 新渠道保费占比迅速提升



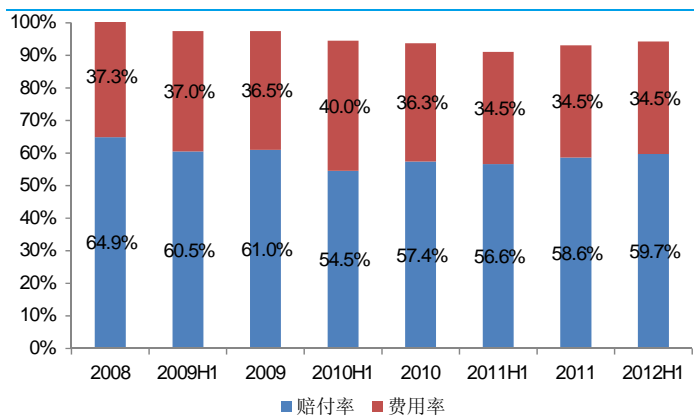
- 上半年产险新渠道业务收入实现 57.56 亿元, 同比增长 94.5%; 新渠道业务收入在产险业务收入中占比 16.3%, 同比提高 7.1 个百分点。其中, 电网销业务收入 44.92 亿元, 同比增长 128.4%。交叉销售业务收入 12.64 亿元, 同比增长 27.3%。
- 受赔付支出增加等影响, 综合成本率上升 3.1 个百分点达到 94.2%。由于中国自然灾害多发生在下半年, 我们预计综合成本率仍将有一定幅度的提升。

图表16: 电话销售异军突起, 规模效应日渐凸显



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表17: 受赔付支出增加等影响, 综合成本率上升 3.1 个百分点达到 94.2%



投资: 投资收益较 11 年底上升 20bp, AFS 浮亏减半

- 上半年投资资产总额为 5866.07 亿元, 较上年末增长 12.3%, 其中: 固定收益类资产占比 83.5%, 较上年末下降 2.1 个百分点, 新增固定收益率资产 424.80 亿元, 重点配置于协议存款, 定期存款总额较上年末增长 22.9%; 权益类资产占比 10.6%, 较上年末上升 0.4 个百分点, 主要是根据对债券市场走势的判断并基于资金流动性管理的需要, 配置了 70 多亿元的债券基金和货币市场基金。
- 从投资目的来看, 投资资产主要配置在可供出售金融资产、持有至到期投资和贷款及其他等三类, 其中: 贷款及其他同比增长 22.2%, 主要原因是协议存款的增长。

图表18: 投资资产按投资对象及投资目的分拆细项

	2008	2009	2010H1	2010	2011H1	2011	2012H1	2012H1/2011	较11年底占比变化
投资资产 (合计)	288,074	366,018	395,896	435,751	490,513	522,530	586,607	12.3%	
按投资对象分									
固定收益类	250,190	272,469	312,067	360,309	380,765	447,418	489,898	9.5%	-2.1%
— 债券投资	164,898	182,778	214,224	232,533	246,698	276,688	287,666	4.0%	-3.9%
— 定期存款	82,756	86,371	93,832	106,772	127,830	137,373	168,816	22.9%	2.5%
— 债权投资计划	0	0	0	15,925	0	25,563	24,963	-2.3%	-0.6%
— 其他固定收益投资 ⁽¹⁾	2,536	3,320	4,011	5,079	6,237	7,794	8,453	8.5%	-0.1%
权益投资类	13,772	44,915	42,982	55,516	63,379	53,573	62,354	16.4%	0.4%
— 基金	7,981	18,959	18,117	24,857	25,371	20,547	28,661	39.5%	1.0%
— 股票	5,324	24,190	23,114	24,979	35,774	26,862	27,589	2.7%	-0.4%
— 其他权益投资 ⁽²⁾	467	1,766	1,751	5,680	2,234	6,164	6,104	-1.0%	-0.1%
基础设施类投资计划	6,539	18,396	18,340	0	22,875	0	0		
投资性房地产	0	0	0	2,366	6,666	6,573	6,451	-1.9%	-0.2%
现金及现金等价物	17,573	30,238	22,507	17,560	16,828	14,966	27,904	86.4%	1.9%
按投资目的分									
交易性金融资产	1,166	333	2,138	3,604	3,149	2,907	1,944	-33.1%	-0.2%
可供出售金融资产	96,066	118,475	111,508	119,759	130,471	117,592	126,119	7.3%	-1.0%
持有至到期投资	70,980	104,618	140,327	157,360	173,320	202,536	214,730	6.0%	-2.2%
长期股权投资	465	464	449	440	0	0	0		
贷款及其他 ⁽³⁾	119,397	142,128	141,474	154,588	183,573	199,495	243,814	22.2%	3.4%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 上半年实现总投资收益 86.52 亿元, 同比下降 20.1%; 总投资收益率 3.9%, 同比下降 0.5 个百分点, 主要是权益类资产的买卖价差损失及计提 24.32 亿元投资资产减值损失所致。净投资收益 131.46 亿元, 同比增长 22.2%, 主要是固定收益类资产投资总额增加及投资收益率提升所致, 固定息投资利息收入同比增长 37.4%; 净投资收益率 4.9%。同比提升 0.5 个百分点。

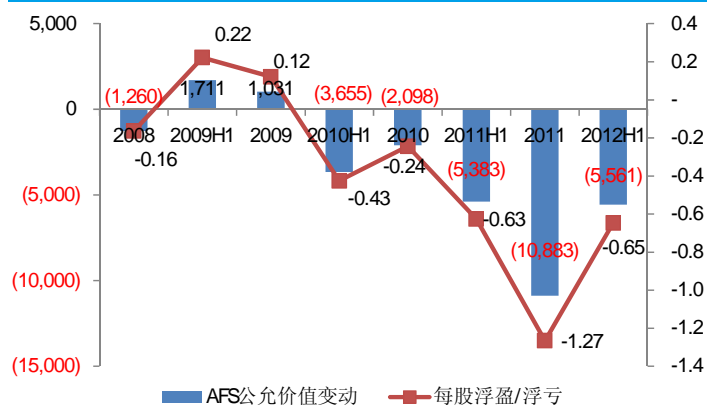
图表19: 投资收益分拆细项

	2008	2009H1	2009	2010H1	2010	2011H1	2011	2012H1
固定息证券投资利息收入	10,590	5,833	11,902	6,748	14,229	8,650	18,902	11,887
— 债券利息收入	6,972	3,989	8,172	4,812	10,113	5,693	12,287	7,373
— 其他固定息投资利息收入	3,618	1,844	3,730	1,936	4,116	2,957	6,615	4,514
权益投资资产分红收入	7,132	529	832	2,218	2,723	2,025	2,217	1,076
— 基金股息收入	6,969	356	652	1,989	2,447	1,438	1,567	160
— 股票股息收入	163	173	180	229	276	587	650	916
投资性房地产租金收入	0	0	0	0	0	87	261	183
净投资收益	17,722	6,362	12,734	8,966	16,952	10,762	21,380	13,146
证券买卖收益	(3,756)	2,521	6,575	150	4,049	547	(1,619)	(2,239)
— 出售股票投资净收益	(452)	1,623	4,624	177	2,695	570	(301)	(1,384)
— 出售基金投资净收益	(3,423)	244	1,071	(107)	1,037	(92)	(1,354)	(785)
— 出售债券投资净收益	114	654	880	80	317	69	36	(70)
— 出售权证净收益	5	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	(742)	127	140	1	193	(87)	(383)	77
— 交易性债券投资	6	7	(2)	18	188	(85)	(345)	92
— 交易性基金投资	(668)	121	143	(17)	5	(2)	(38)	(17)
— 交易性股票投资	(80)	(1)	(1)	0	0	0	0	2
计提投资资产减值准备	(5,147)	(128)	(128)	0	(615)	(1,004)	(2,805)	(2,432)
处置合营企业净收益	0	0	0	0	0	479	479	0
其他收益	323	61	215	142	323	131	200	100
— 货币资金	289	83	135	150	257	59	104	50
— 买入返售金融资产利息收入	34	0	0	18	82	56	80	50
— 对联营企业和合营企业的投资	0	(18)	85	(22)	(12)	16	16	0
— 其他	0	(4)	(5)	(4)	(4)	0	0	0
总投资收益	8,400	8,943	19,536	9,259	20,902	10,828	17,252	8,652
净投资收益率	6.2%	4.1%	4.0%	4.2%	4.3%	4.4%	4.7%	4.9%
总投资收益率	2.9%	5.0%	6.3%	4.3%	5.3%	4.4%	3.7%	3.9%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

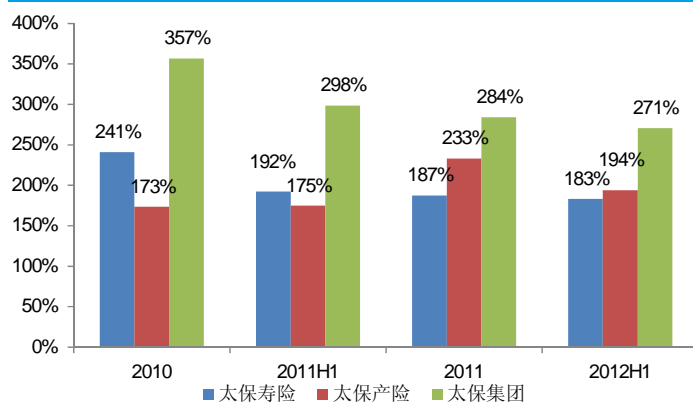
- 受资本市场调整和浮盈/浮亏兑现影响, AFS 公允价值变动净额由 11 年底的 108.83 亿元减少至 55.61 亿, 每股亏损由 1.27 元降至 0.65 元。

图表20: 2011 年底 AFS 浮亏减半



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表21: 集团及子公司偿付能力充足



图表22：中国太保财务数据预测

每股数据（元）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	1.00	0.97	1.03	1.20	1.41
BVPS	9.34	8.93	9.93	11.83	13.46
EV	12.80	13.21	14.77	16.55	18.61
NBV	0.71	0.78	0.85	0.97	1.12

寿险保费（百万元）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
新保业务					
营销渠道	8,947	10,826	12,125	13,944	16,035
标准保费（APE）	8,327	10,141	11,579	13,316	15,314
银行渠道	41,100	30,512	16,782	14,264	13,551
标准保费（APE）	11,732	8,314	4,699	4,251	4,160
直销渠道	4,008	5,285	5,814	6,395	7,034
标准保费（APE）	411	541	597	657	722
新渠道	131	313	689	1,239	2,045
标准保费（APE）	131	309	676	1,212	1,990
续期业务					
营销渠道	26,339	31,992	39,962	49,012	59,252
银行渠道	7,101	13,938	17,936	19,264	20,256
直销渠道	139	142	149	158	169
新渠道	108	195	419	912	1,767
总保费	87,873	93,203	93,875	105,189	120,110

财产险保费（百万元）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
机动车辆保险	39,636	47,409	52,923	60,861	69,990
其中：电话销售	1,081	5,373	12,089	22,365	33,548
企业财产保险	4,149	4,902	5,527	6,356	7,310
责任保险	1,339	1,967	2,073	2,384	2,741
意外伤害保险	1,338	1,508	1,658	1,907	2,193
其他保险	5,160	5,901	6,909	7,945	9,137
总保费	51,622	61,687	69,089	79,453	91,371

投资资产（百万元）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
固定收益类	360,309	447,418	510,773	587,389	672,560
债券投资	232,533	276,688	316,679	364,181	416,987
定期存款	106,772	137,373	153,232	176,217	201,768
债券投资计划	15,925	25,563	30,646	35,243	40,354
其他固定收益投资	5,079	7,794	10,215	11,748	13,451
权益投资类	55,516	53,573	60,091	69,105	79,125
基金	24,857	20,547	24,036	27,642	35,606
股票	24,979	26,862	30,045	34,552	35,606
其它权益工具投资	5,680	6,164	6,009	6,910	7,912
投资性房地产	2,366	6,573	9,014	11,057	12,660
现金及现金等价物	17,560	14,966	21,032	23,496	26,902
合计	435,751	522,530	600,910	691,046	791,248

投资收益（%）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净投资收益	4.3%	4.7%	4.3%	4.3%	4.4%
总投资收益率	5.3%	3.7%	3.9%	4.0%	4.4%

来源：公司年报，国金证券研究所

内含价值（百万元）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
一年新业务价值	6,100	6,714	7,341	8,331	9,650
YOY	22.0%	10.1%	9.3%	13.5%	15.8%
寿险业务内含价值	70,613	72,992	85,456	100,137	117,431
YOY	39.5%	3.4%	17.1%	17.2%	17.3%
其他业务经调整的净资产	41,255	42,477	43,755	44,785	45,677
YOY	-16.2%	3.0%	3.0%	2.4%	2.0%
集团内含价值	110,089	113,564	127,051	142,359	160,066
YOY	11.9%	3.2%	11.9%	12.0%	12.4%

合并资产负债表（百万元）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	475,711	570,612	651,044	748,539	858,582
其中：现金及存款投资	124,332	152,339	174,264	199,712	228,671
其中：债券投资	232,533	276,688	316,679	364,181	416,987
其中：股权投资	49,836	47,409	54,082	62,194	71,212
总负债	394,160	492,557	564,257	645,247	739,762
其中：保险合同负债	307,186	374,931	434,334	501,739	580,717
其中：投资合同负债	51,354	47,262	52,120	55,191	58,072
其中：次级债	2,338	8,000	8,440	8,880	9,320
股东权益合计	81,551	78,055	86,787	103,293	118,820
归属于公司股东的股东权益	80,297	76,796	85,383	101,719	115,731

合并利润表（百万元）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
保险业务收入	139,555	154,958	162,965	184,642	211,481
减：分出保费	(13,422)	(13,384)	(15,018)	(17,194)	(19,750)
减：提取未到期责任准备金	(6,382)	(4,336)	(4,141)	(4,790)	(5,539)
已赚净保费	119,751	137,238	143,805	162,657	186,192
保户利益	(100,487)	(109,388)	(113,686)	(130,112)	(151,225)
综合费用	(29,796)	(36,054)	(36,767)	(41,700)	(48,082)
承保利润	(10,532)	(8,204)	(6,647)	(9,154)	(13,114)
投资收益	21,067	20,075	20,081	24,018	29,982
其他收益	844	621	610	837	1,134
计提资产减值准备	(689)	(2,850)	(2,968)	(2,761)	(1,500)
营业利润	10,690	9,642	11,077	12,939	16,502
所得税	(2,005)	(2,006)	(2,100)	(2,421)	(2,837)
净利润	8,665	8,393	8,976	10,518	13,664
归属于公司股东的净利润	8,557	8,313	8,832	10,347	12,149
其中：寿险	4,531	3,121	4,608	5,944	7,458
其中：财产险	3,455	3,710	4,223	4,403	4,691

财产险综合成本率（%）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
赔付率	57.4%	58.6%	59.7%	60.6%	61.5%
费用率	36.3%	34.5%	35.0%	35.3%	35.5%
综合成本率	93.7%	93.1%	94.7%	95.9%	97.0%

估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率	20.12	20.73	19.51	16.66	14.19
市净率	2.15	2.24	2.02	1.69	1.49
内含价值倍数	1.57	1.52	1.36	1.21	1.08
隐含新业务倍数	10.2	8.8	6.2	3.6	1.3

图表23：保险行业估值

		EV					1YrNBV				
证券名称	收盘价	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2010	2011	2012E	2013E	2014E
中国平安	41.62	26.29	29.77	33.63	38.23	43.92	2.03	2.13	1.93	2.21	2.55
中国人寿	17.58	10.55	10.36	11.46	12.69	14.07	0.70	0.71	0.59	0.60	0.65
新华保险	27.06	23.40	15.72	18.06	21.08	24.32	4.25	1.50	1.46	1.67	1.98
中国太保	20.04	12.80	13.21	14.77	16.55	18.61	0.71	0.78	0.85	0.97	1.12

		P/EV					NBVX				
证券名称	收盘价	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2010	2011	2012E	2013E	2014E
中国平安	41.62	1.58	1.40	1.24	1.09	0.95	7.56	5.58	4.15	1.53	(0.90)
中国人寿	17.58	1.67	1.70	1.53	1.39	1.25	10.02	10.10	10.33	8.15	5.40
新华保险	27.06	1.16	1.72	1.50	1.28	1.11	0.86	7.55	6.16	3.57	1.38
中国太保	20.04	1.57	1.52	1.36	1.21	1.08	10.21	8.75	6.17	3.60	1.27

		EPS					BVPS				
证券名称	收盘价	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2010	2011	2012E	2013E	2014E
中国平安	41.62	2.26	2.46	2.83	3.31	3.79	14.66	16.53	19.91	23.56	27.85
中国人寿	17.58	1.19	0.65	0.82	1.02	1.22	7.38	6.78	7.13	8.63	10.25
新华保险	27.06	1.87	0.90	1.06	1.26	1.38	5.47	10.04	11.68	13.62	15.56
中国太保	20.04	1.00	0.97	1.03	1.20	1.41	9.34	8.93	9.93	11.83	13.46

		P/E					P/B				
证券名称	收盘价	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2010	2011	2012E	2013E	2014E
中国平安	41.62	18.38	16.92	14.70	12.59	10.98	2.84	2.52	2.09	1.77	1.49
中国人寿	17.58	14.78	27.11	21.38	17.26	14.46	2.38	2.59	2.47	2.04	1.71
新华保险	27.06	14.44	30.13	25.64	21.39	19.64	4.94	2.69	2.32	1.99	1.74
中国太保	20.04	20.12	20.73	19.51	16.66	14.19	2.15	2.24	2.02	1.69	1.49

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	2	2	14	15	48
买入	2	2	8	10	26
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	1.50	1.50	1.40	1.40	1.38
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-30	增持	23.28	34.50 ~ 34.50
2 2010-11-01	增持	25.71	38.10 ~ 38.10
3 2011-01-26	增持	21.08	38.10 ~ 38.10
4 2012-07-02	增持	22.52	24.08 ~ 26.49
5 2012-07-13	增持	22.99	N/A
6 2012-08-13	增持	20.45	24.08 ~ 26.49

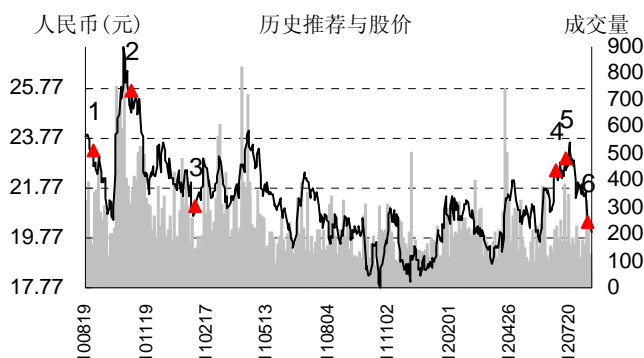
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B