

# 中国太保 (601601.SH) 保险行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 18.86 元  
目标(人民币): 24.08~26.49 元

## 资本高手, 保险玩家

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)	2,775.30
总市值(百万元)	1,709.09
年内股价最高最低(元)	23.64/16.48
沪深 300 指数	2618.31
上证指数	2328.28



### 相关报告

- 1.《依托保险主业,向全面市场化资产管理转变》, 2013.3.11
- 2.《凯雷 H 股最后一次减持太保点评》, 2013.1.8
- 3.《费用率提升导致利润下降, 公司基本面弱化》, 2012.10.29

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

### 公司基本情况(人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
基本每股收益(元)	0.97	0.59	0.88	1.08	1.21
摊薄每股收益(元)	0.97	0.59	0.88	1.08	1.21
每股净资产(元)	8.93	10.61	13.57	14.83	15.73
每股新业务价值(元)	0.78	0.78	0.83	0.94	1.05
每股内含价值(元)	13.21	14.93	16.60	18.46	20.66
净利润增长率(%)	-3.0%	-39.2%	50.5%	21.7%	12.4%
ROE(%)	10.58%	5.87%	7.31%	7.58%	7.92%
总股本(百万股)	8,600	8,639	9,062	9,062	9,062

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司 12 年归属母公司股东净利润 50.77 亿元, 同比下降 38.9%, 每股收益 0.59 元, 同比下降 39.2% (H 股定增导致股本变化); 归属母公司股东净资产 961.77 亿元, 每股净资产 10.61 元, 较年初增长 18.9%; 净资产高增长主要源于 4.62 亿股/104 亿港币 H 股定向增发及 12Q4 股市大幅反弹。
- 分部归属母公司净利润方面, 寿险税后净利润 24.95 亿, 同比下降 21.4%, 如果剔除所得税影响, 下降幅度将继续扩大; 财产险税后净利润 26.59 亿, 同比下降 29.4%。
- 一年新业务价值 70.6 亿元, 同比上升 5.2%, 折合每股 0.78 元; 12 年底内含价值为 1352.8 亿元, 同比增长 19.1%, 折合每股 14.93 元。
- 公司拟按每股 0.35 元(含税)进行年度现金股利分配。

### 经营分析

- **资本高手, 保险玩家:** 1) 合适的时机完成了 104 亿港币 H 股的定向增发, 提升了集团偿付能力充足率并为太保安联健康保险公司的未来运营提供资金保障; 2) 高净投资收益率; 3) 紧握渠道, 注重保障。
- **投资:** 信用债投资和另类投资等推升 **5.1%的净投资收益率**领先同业, 我们预计 13 年仍有继续向上的趋势, 直接利好保险产品的销售。
- **销售:** 寿险方面, 重视营销渠道, 保费占比提升 8.6%, 同时弱化银保渠道的贡献度, 在产品创新土壤贫瘠的情况下, 公司意识、重视、运用自身能牢牢控制的销售渠道, 步入发展正规; 财产险方面, 电销车险的渠道铺设和平台整合已经完成, 如果先前公司还在纠结用或是不用, 用到什么程度的话, 现在可以看到公司对该渠道的明确态度, 控制综合成本率在一定程度范围内, 提升车险占比及推广电销车险的销售模式, 一方面控制渠道, 一方面通过价格优势吸引新客户并维系既有客户。
- **产品:** 寿险“两个聚焦”转型见成效, 新业务利润率持续增长, 12 年同比提升 4.6%; 保费结构方面可以看出长期健康险和传统寿险的占比在持续提升, 符合行业注重保障的长期发展趋势, 同时也提升整体业务的新业务利润率。

### 投资建议

- 我们给予“增持”评级，目标价 24.08 ~ 26.49 元。

每股指标	2012	2013E	2014E	估值体系	2012	2013E	2014E
EPS	0.59	0.88	1.08	P/E	32.09	21.33	17.52
BVPS	10.61	13.57	14.83	P/B	1.78	1.39	1.27
EV_Group	14.93	16.60	18.46	P/EV_Group	1.26	1.14	1.02
EV_Life	9.41	11.11	13.08	P/EV_Life	1.42	1.20	1.03
NBV	0.78	0.83	0.94	NBV Multiple	5.00	2.70	0.40

### 投资风险

- 权益市场大幅震荡，寿险定价利率放开影响、个人税延养老金推迟及商业车险费率市场化。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

经营业绩：符合预期，预计新业务价值增速领先同业

图表1：下蹲起跳 - 主营业务净利均下降，为13年业绩可观增长铺垫

(单位：百万元)	2012	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012	2011	YoY(%)	2010
人寿保险	2,495	3,175	-21.4%	4,611	寿险	49.1%	38.2%	11.0%	53.9%
财产保险	2,659	3,767	-29.4%	3,511	财险	52.4%	45.3%	7.1%	41.0%
母公司、合并抵消等	(77)	1,371		435	其他	-1.5%	16.5%	-18.0%	5.1%
合计	5,077	8,313	-38.9%	8,557	合计	100.0%	100.0%		100.0%

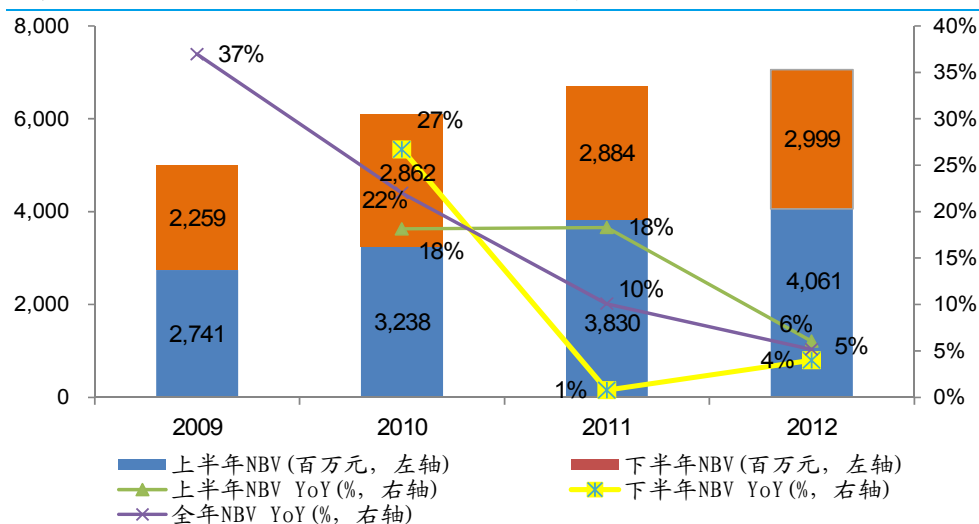
来源：公司年报，国金证券研究所

图表2：归属于母公司股东净资产结构

(单位：百万元)	2012	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012	2011	YoY(%)	2010
寿险	37,081	28,476	30.2%	36,086	寿险	38.6%	37.1%	1.5%	44.9%
财险	23,712	23,306	1.7%	13,756	财险	24.7%	30.3%	-5.7%	17.1%
其他	35,384	25,014	41.5%	30,455	其他	36.8%	32.6%	4.2%	37.9%
合计	96,177	76,796	25.2%	80,297	合计	100.0%	100.0%		100.0%

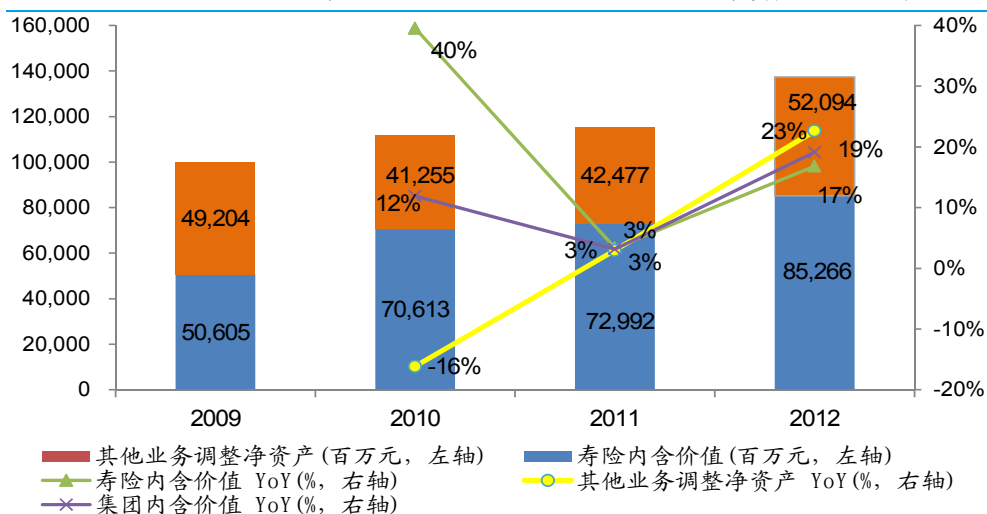
来源：公司年报，国金证券研究所

图表3：新业务价值同比增长5.2%，预计13年同比增长6.5%



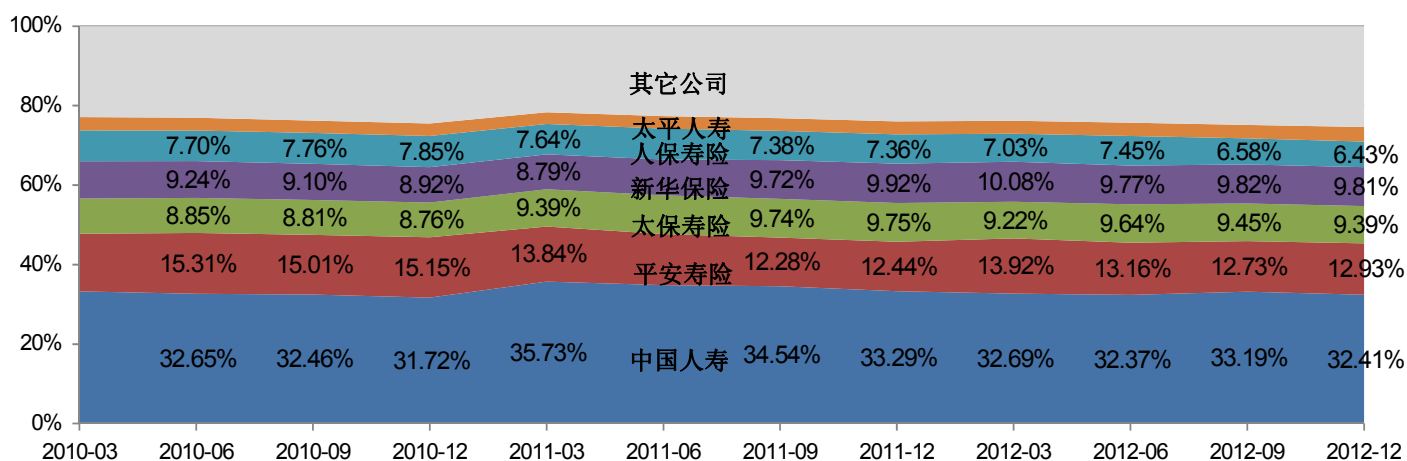
来源：公司年报，国金证券研究所

图表4: 寿险内含价值、其它业务调整净资产及集团内含价值分别同比增长16.8%/22.6%/19.1%，其中H股定向增发使其它业务调整净资产大幅提升



寿险: 紧握渠道, 注重保障, 新业务利润率持续提升

图表5: 寿险市场占有率较11年底下降6bp



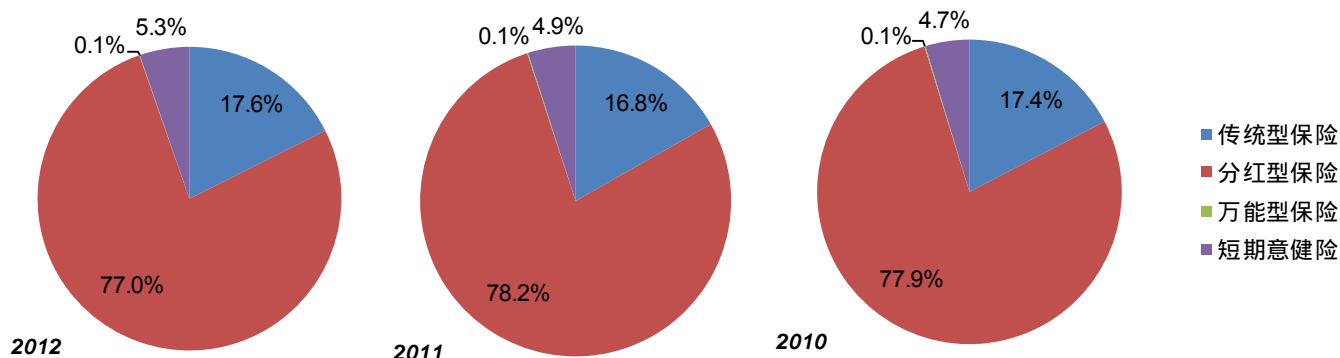
图表6: 紧握渠道: 主动或被动并不重要, 重要的是公司必须牢牢掌握渠道控制权, 放手银保, 聚焦营销渠道才是王道

(单位: 百万元)	2012	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012	2011	YoY(%)	2010
<b>营销渠道</b>	<b>50,993</b>	<b>42,818</b>	<b>19.1%</b>	<b>35,286</b>	<b>营销渠道</b>	<b>54.6%</b>	<b>45.9%</b>	<b>8.6%</b>	<b>40.2%</b>
新保业务	11,752	10,826	8.6%	8,947	新保业务	23.0%	25.3%	-2.2%	25.4%
期交	10,980	10,065	9.1%	8,258	期交 % 新保	93.4%	93.0%	0.5%	92.3%
趸交	772	761	1.4%	689	趸交 % 新保	6.6%	7.0%	-0.5%	7.7%
续期业务	39,241	31,992	22.7%	26,339	续期业务	77.0%	74.7%	2.2%	74.6%
<b>银行保险</b>	<b>34,541</b>	<b>44,450</b>	<b>-22.3%</b>	<b>48,201</b>	<b>银行保险</b>	<b>37.0%</b>	<b>47.7%</b>	<b>-10.7%</b>	<b>54.9%</b>
新保业务	18,245	30,512	-40.2%	41,100	新保业务	52.8%	68.6%	-15.8%	85.3%
期交	3,624	5,847	-38.0%	8,469	期交 % 新保	19.9%	19.2%	0.7%	20.6%
趸交	14,621	24,665	-40.7%	32,631	趸交 % 新保	80.1%	80.8%	-0.7%	79.4%
续期业务	16,296	13,938	16.9%	7,101	续期业务	47.2%	31.4%	15.8%	14.7%
<b>直销渠道</b>	<b>6,990</b>	<b>5,427</b>	<b>28.8%</b>	<b>4,147</b>	<b>直销渠道</b>	<b>7.5%</b>	<b>5.8%</b>	<b>1.7%</b>	<b>4.7%</b>
新保业务	6,840	5,285	29.4%	4,008	新保业务	97.9%	97.4%	0.5%	96.6%
期交	49	14	250.0%	11	期交 % 新保	0.7%	0.3%	0.5%	0.3%
趸交	6,791	5,271	28.8%	3,997	趸交 % 新保	99.3%	99.7%	-0.5%	99.7%
续期业务	150	142	5.6%	139	续期业务	2.1%	2.6%	-0.5%	3.4%
<b>新渠道</b>	<b>937</b>	<b>508</b>	<b>84.4%</b>	<b>239</b>	<b>新渠道</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>
新保业务	496	313	58.5%	131	新保业务	52.9%	61.6%	-8.7%	54.8%
期交	496	308	61.0%	131	期交 % 新保	100.0%	98.4%	1.6%	100.0%
趸交	0	5	-100.0%	0	趸交 % 新保	0.0%	1.6%	-1.6%	0.0%
续期业务	441	195	126.2%	108	续期业务	47.1%	38.4%	8.7%	45.2%
<b>寿险总保费</b>	<b>93,461</b>	<b>93,203</b>	<b>0.3%</b>	<b>87,873</b>	<b>寿险总保费</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>		<b>100.0%</b>

来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表7: 注重保障: 预计长期健康险和传统寿险增速及保费占比大幅提升; 分红险增速和占比略有下降

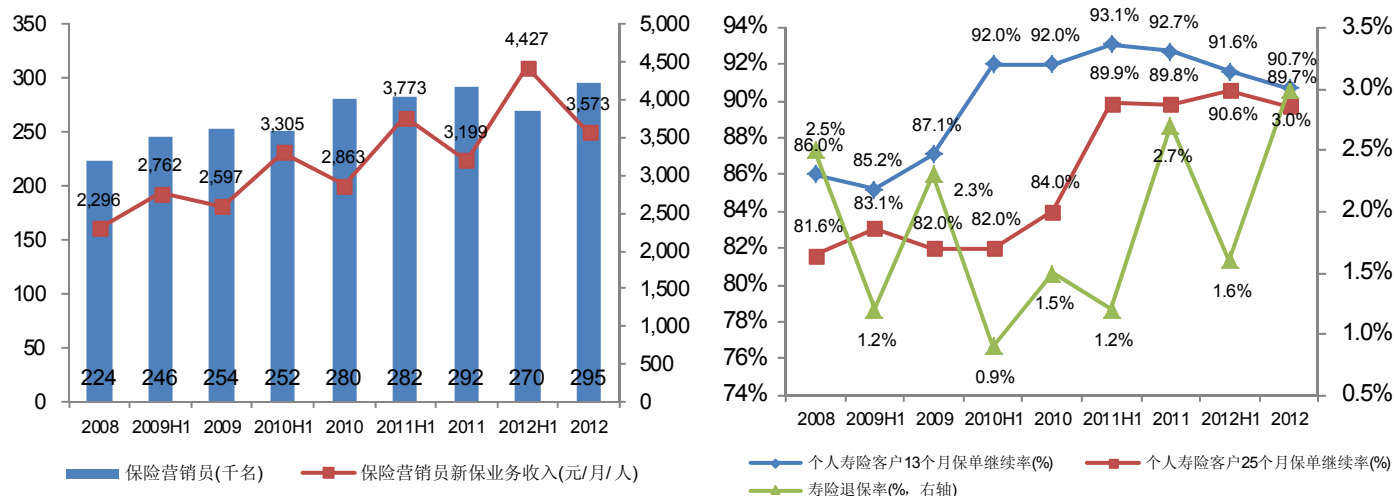
(单位: 百万元)	2012	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012	2011	YoY(%)	2010
传统型保险	16,457	15,636	5.3%	15,248	传统型保险	17.6%	16.8%	0.8%	17.4%
分红型保险	71,992	72,873	-1.2%	68,434	分红型保险	77.0%	78.2%	-1.2%	77.9%
万能型保险	62	81	-23.5%	85	万能型保险	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
短期意健险	4,950	4,613	7.3%	4,106	短期意健险	5.3%	4.9%	0.3%	4.7%
合计	93,461	93,203	0.3%	87,873	合计	100.0%	100.0%		100.0%



来源: 公司资料, 国金证券研究所

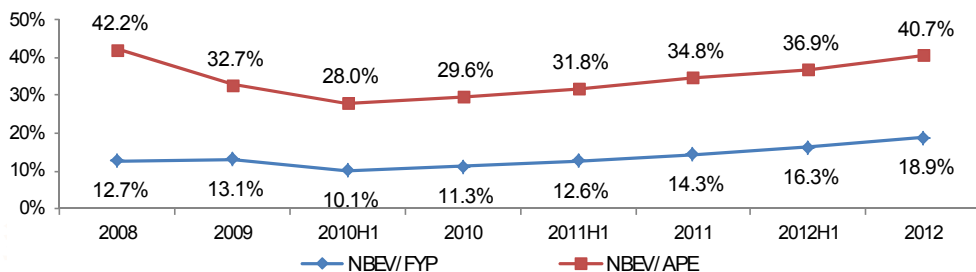
图表8: 人力、产能、人均件数同比三增长实属亮点; 13个月继续率下降2%在可接受范围内; 退保率提升 30bp 需要持续关注及适时监控

	2008	2009H1	2009	2010H1	2010	2011H1	2011	2012H1	2012
保险营销员(千名)	224	246	254	252	280	282	292	270	295
保险营销员新保业务收入(元/月/人)	2,296	2,762	2,597	3,305	2,863	3,773	3,199	4,427	3,573
保险营销员新保业务件数(件/月/人)			1.36		1.10	1.29	1.10	1.20	1.15
新保业务件均保费(元)	1,822		1,910		2,603	2,925	2,908	3,689	3,107
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%	90.7%
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%	89.7%
寿险退保率(%, 右轴)	2.5%	1.2%	2.3%	0.9%	1.5%	1.2%	2.7%	1.6%	3.0%



图表9: “两个聚焦”见成效: 新业务利润率持续提升, 较 11 年底提升 4.6%

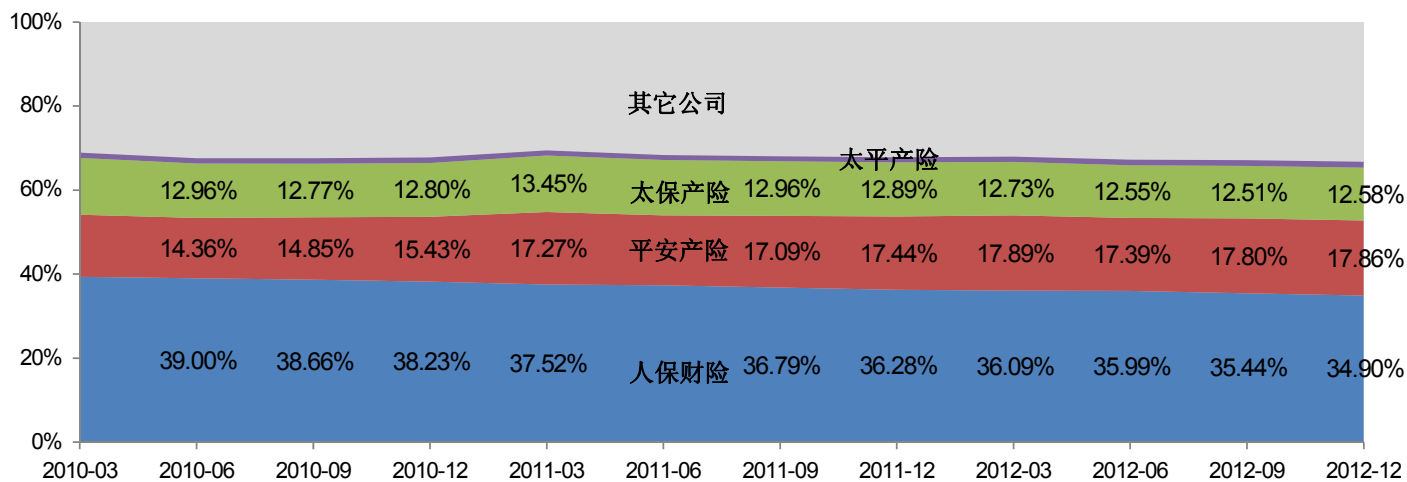
	2008	2009	2010H1	2010	2011H1	2011	2012H1	2012
首年保费 (FYP)	28,715	38,147	32,091	54,186	30,353	46,936	24,942	37,333
标准保费 (APE)	8,651	15,273	11,546	20,601	12,055	19,304	11,016	17,367
新业务价值 (NBV)	3,651	5,000	3,238	6,100	3,830	6,714	4,061	7,060
NBEV/FYP	12.7%	13.1%	10.1%	11.3%	12.6%	14.3%	16.3%	18.9%
NBEV/APE	42.2%	32.7%	28.0%	29.6%	31.8%	34.8%	36.9%	40.7%



来源: 公司资料, 国金证券研究所

财产险: 赔付率的大幅增长推升综合成本率高于主要竞争对手, 但车险占比提升及电销车险占比大幅提升有利于公司车险市场竞争力的提升

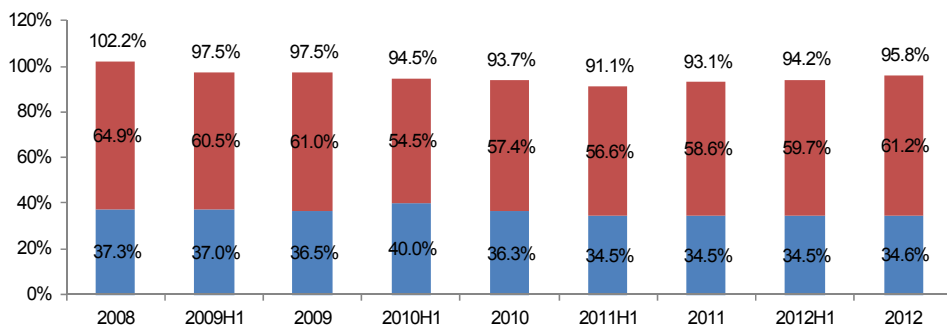
图表10: 财产险市场占有率较 11 年底提升 7bp



来源: CIRC, 国金证券研究所

图表11: 预计综合成本率高于人保财险及平安财险; 综合成本率提升2.7%, 主要源于赔付率的大幅提升。我们判断主要因以下原因造成: 1) 自然灾害集中在下半年; 2) 车险占比提升, 维修材料及工时大幅提升

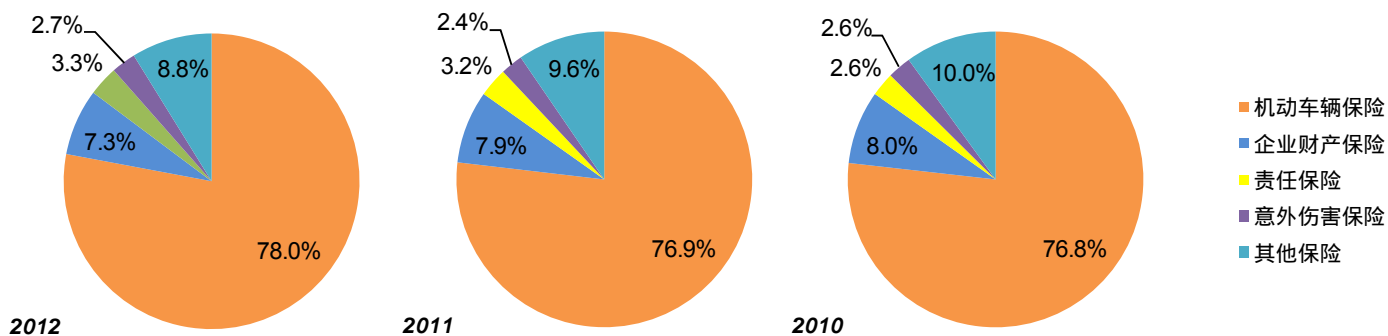
	2008	2009H1	2009	2010H1	2010	2011H1	2011	2012H1	2012	12/11 YoY
费用率	37.3%	37.0%	36.5%	40.0%	36.3%	34.5%	34.5%	34.5%	34.6%	0.1%
赔付率	64.9%	60.5%	61.0%	54.5%	57.4%	56.6%	58.6%	59.7%	61.2%	2.6%
综合成本率	102.2%	97.5%	97.5%	94.5%	93.7%	91.1%	93.1%	94.2%	95.8%	2.7%



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表12: 车险保费占提升1.1%, 我们认为在对于主要市场竞争主体来讲承保利润率差异不大的情况下, 提升有较高消费需求的车险市场竞争力是明智之选; 商业车险续保率逐年提升, 10-12年分别为51.8%/57.3%/61.9%

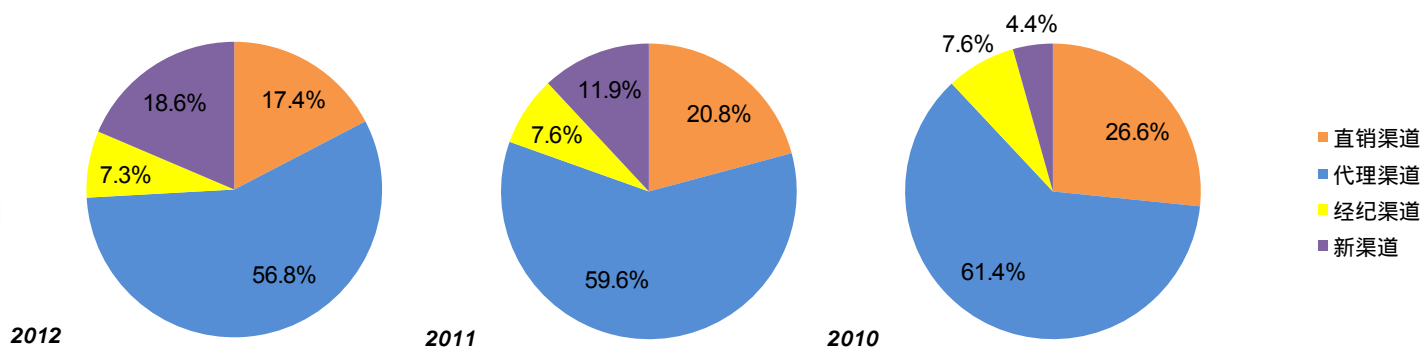
分险种保费(百万元)	2012	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012	2011	YoY(%)	2010
机动车辆保险	54,333	47,409	14.6%	39,636	机动车辆保险	78.0%	76.9%	1.1%	76.8%
企业财产保险	5,064	4,902	3.3%	4,149	企业财产保险	7.3%	7.9%	-0.7%	8.0%
责任保险	2,286	1,967	16.2%	1,339	责任保险	3.3%	3.2%	0.1%	2.6%
意外伤害保险	1,866	1,508	23.7%	1,338	意外伤害保险	2.7%	2.4%	0.2%	2.6%
其他保险	6,148	5,901	4.2%	5,160	其他保险	8.8%	9.6%	-0.7%	10.0%
合计	69,697	61,687	13.0%	51,622	合计	100.0%	100.0%		100.0%



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表13: 紧握渠道: 电销车险虽晚于平安若干年, 但渠道铺设和平台整合已经完成, 是车险市场争夺的利器

分渠道保费(百万元)	2012	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012	2011	YoY(%)	2010
直销渠道	12,102	12,856	-5.9%	13,737	直销渠道	17.4%	20.8%	-3.5%	26.6%
代理渠道	39,560	36,770	7.6%	31,696	代理渠道	56.8%	59.6%	-2.8%	61.4%
经纪渠道	5,079	4,695	8.2%	3,937	经纪渠道	7.3%	7.6%	-0.3%	7.6%
新渠道	12,956	7,366	75.9%	2,252	新渠道	18.6%	11.9%	6.6%	4.4%
合计	69,697	61,687	13.0%	51,622	合计	100.0%	100.0%		100.0%

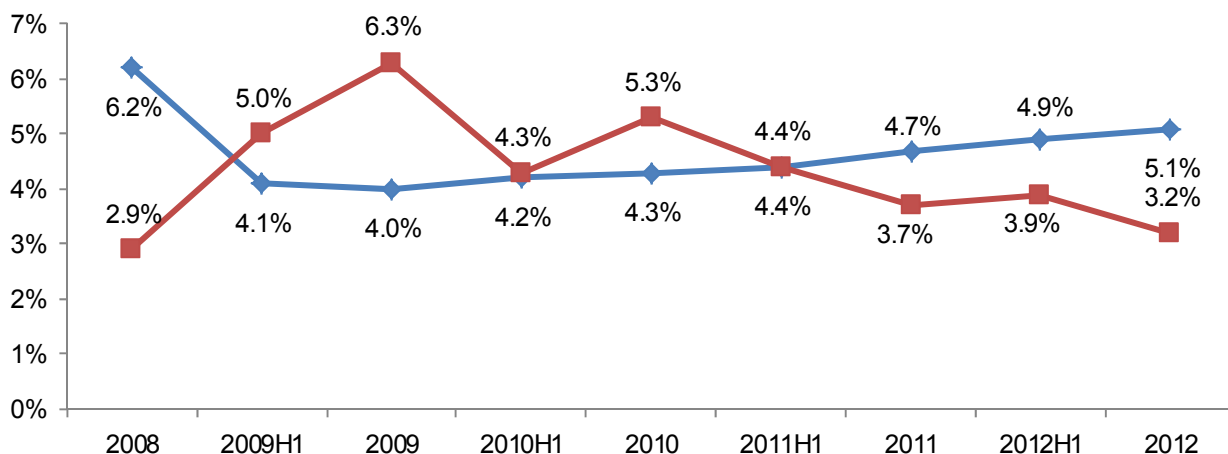


来源: 公司资料, 国金证券研究所

投资: 净投资收益率靓丽, 信用债投资及另类投资功不可没; 大类资产配置稳定; 每股浮亏缩减至 0.21 元

图表14: 信用债投资和另类投资领先同业, 5.1%的净投资收益率夺人眼球, 我们预计 13 年将继续维持; 股票实现浮亏及计提资产减值使得总投资收益率仍在低位徘徊

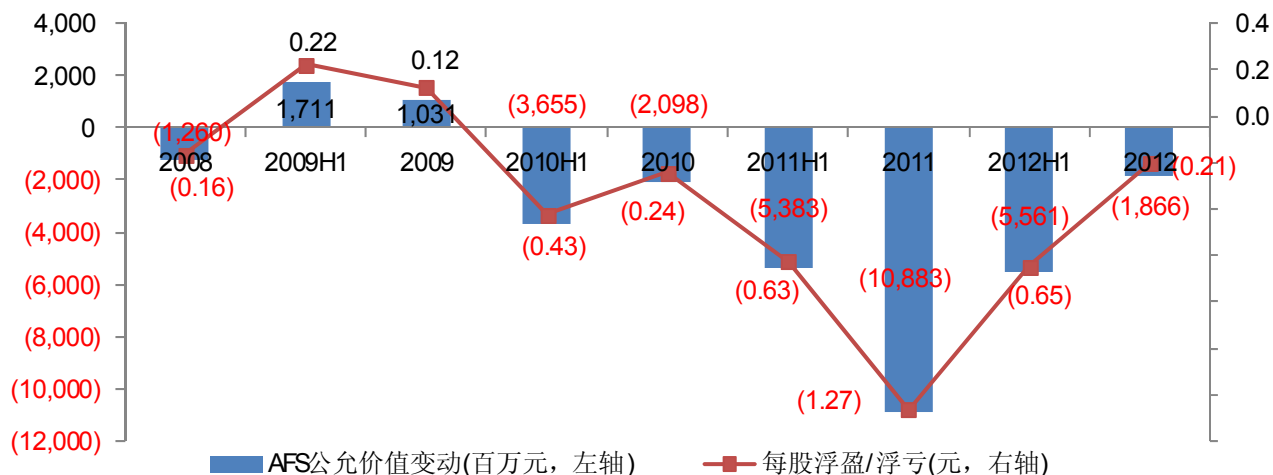
	2008	2009H1	2009	2010H1	2010	2011H1	2011	2012H1	2012
净投资收益	17,722	6,362	12,734	8,966	16,952	10,762	21,380	13,146	26,878
净已实现及未实现的收益	(4,498)	2,648	6,715	151	4,242	460	(2,002)	(2,162)	(4,145)
减值损失	(5,147)	(128)	(128)	0	(615)	(1,004)	(2,805)	(2,432)	(4,413)
其他	323	61	215	142	323	610	679	100	201
总投资收益	8,400	8,943	19,536	9,259	20,902	10,828	17,252	8,652	18,521
净投资收益率 (%)	6.2%	4.1%	4.0%	4.2%	4.3%	4.4%	4.7%	4.9%	5.1%
总投资收益率 (%)	2.9%	5.0%	6.3%	4.3%	5.3%	4.4%	3.7%	3.9%	3.2%



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表15: 浮亏缩窄至每股0.21元

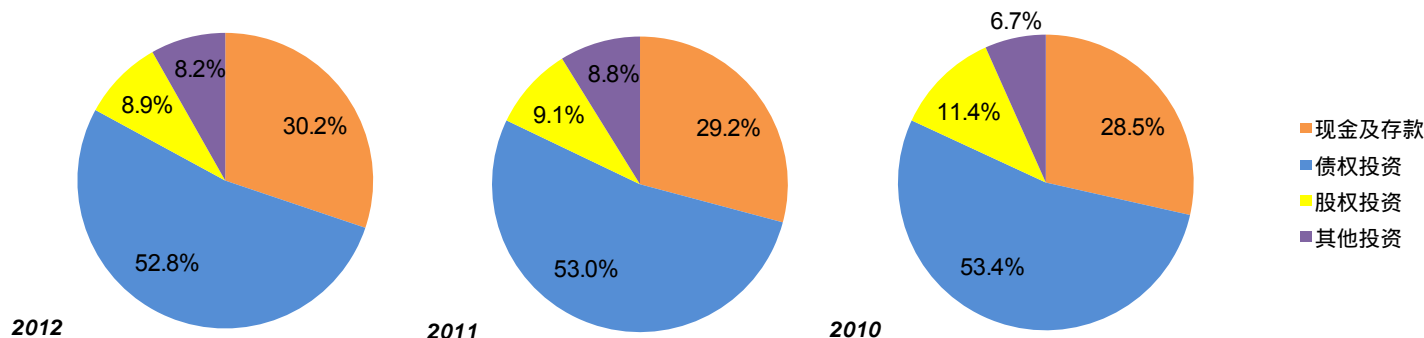
	2008	2009H1	2009	2010H1	2010	2011H1	2011	2012H1	2012
AFS公允价值变动(百万元, 左轴)	(1,260)	1,711	1,031	(3,655)	(2,098)	(5,383)	(10,883)	(5,561)	(1,866)
股本	7,700	7,700	8,483	8,600	8,600	8,600	8,600	8,600	9,062
每股浮盈/浮亏(元, 右轴)	(0.16)	0.22	0.12	(0.43)	(0.24)	(0.63)	(1.27)	(0.65)	(0.21)



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表16: 大类资产配置稳定, H股定向增发使现金及存款占比略有上升

按投资对象(百万元)	2012	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012	2011	YoY(%)	2010
现金及存款	189,287	152,339	24.3%	124,332	现金及存款	30.2%	29.2%	1.0%	28.5%
债权投资	331,006	276,688	19.6%	232,533	债权投资	52.8%	53.0%	-0.2%	53.4%
股权投资	55,574	47,409	17.2%	49,836	股权投资	8.9%	9.1%	-0.2%	11.4%
其他投资	51,461	46,094	11.6%	29,050	其他投资	8.2%	8.8%	-0.6%	6.7%
合计	627,328	522,530	20.1%	435,751	合计	100.0%	100.0%		100.0%

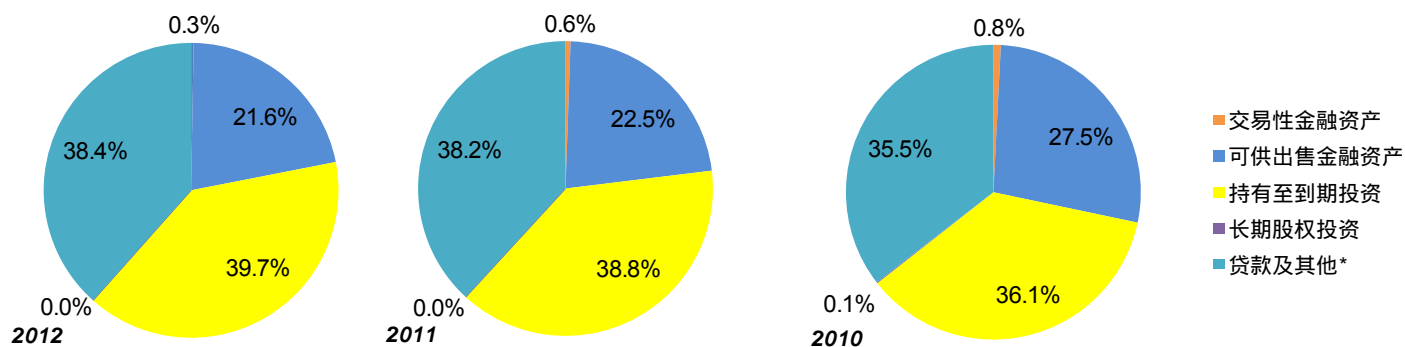


来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表17: 持有至到期投资占比提升 90bp

按投资目的(百万元)	2012	2011	YoY(%)	2010	占比(%)	2012	2011	YoY(%)	2010
交易性金融资产	1,714	2,907	-41.0%	3,604	交易性金融资产	0.3%	0.6%	-0.3%	0.8%
可供出售金融资产	135,815	117,592	15.5%	119,759	可供出售金融资产	21.6%	22.5%	-0.9%	27.5%
持有至到期投资	248,766	202,536	22.8%	157,360	持有至到期投资	39.7%	38.8%	0.9%	36.1%
长期股权投资	0	0		440	长期股权投资	0.0%	0.0%		0.1%
贷款及其他*	241,033	199,495	20.8%	154,588	贷款及其他*	38.4%	38.2%	0.2%	35.5%
合计	627,328	522,530	20.1%	435,751	合计	100.0%	100.0%		100.0%

注：贷款及其他主要包括定期存款、货币资金、买入返售金融资产、保户质押贷款、存出资本保证金、归入贷款及应收款的投资或投资性房地产等。

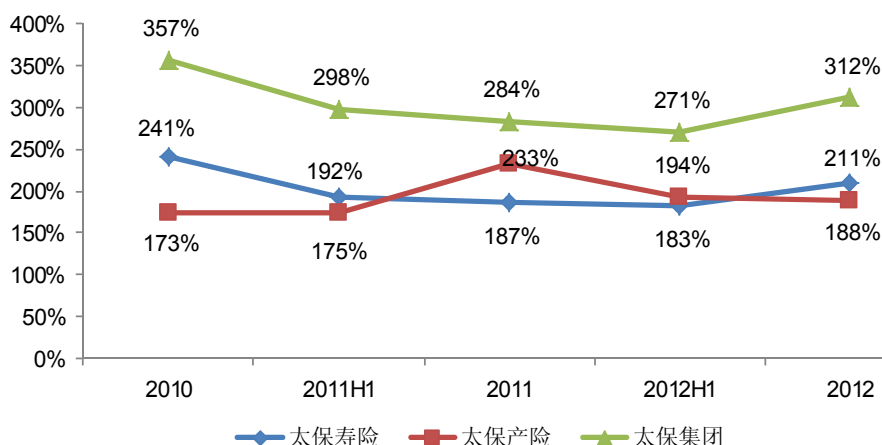


来源：公司资料，国金证券研究所

偿付能力：次级债及H股定向增发完成，偿付能力充足，再融资压力较小

图表18: 偿付能力充足

	2008	2009H1	2009	2010H1	2010	2011H1	2011	2012H1	2012
太保寿险	227%	224%	208%	236%	241%	192%	187%	183%	211%
太保产险	186%	177%	173%	167%	173%	175%	233%	194%	188%
太保集团			445%		357%	298%	284%	271%	312%



来源：公司资料，国金证券研究所

**图表 19：中国太保财务数据预测**

每股数据（元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EPS	0.97	0.59	0.88	1.08	1.21
BVPS	8.93	10.61	13.57	14.83	15.73
EV_Group	13.21	14.93	16.60	18.46	20.66
EV_Life	8.49	9.41	11.11	13.08	15.39
NBV	0.78	0.78	0.83	0.94	1.05

合并利润表（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>寿险保费</b>	<b>93,203</b>	<b>93,461</b>	<b>99,886</b>	<b>109,760</b>	<b>121,358</b>
新保业务	46,936	37,333	35,635	37,939	41,375
续期业务	46,267	56,128	64,251	71,821	79,982
<b>财产险保费</b>	<b>61,687</b>	<b>69,697</b>	<b>76,667</b>	<b>85,867</b>	<b>98,747</b>
其中：车险	47,409	54,333	59,800	66,976	77,022
<b>已赚保费</b>	<b>137,238</b>	<b>147,839</b>	<b>162,520</b>	<b>179,953</b>	<b>202,160</b>
赔付及保户利益	(109,388)	(118,817)	(134,115)	(149,645)	(168,177)
综合费用	(36,054)	(42,112)	(48,995)	(55,385)	(62,578)
<b>承保利润</b>	<b>(8,204)</b>	<b>(13,090)</b>	<b>(20,591)</b>	<b>(25,078)</b>	<b>(28,595)</b>
<b>投资收益</b>	<b>16,842</b>	<b>17,995</b>	<b>28,879</b>	<b>35,294</b>	<b>40,090</b>
<b>其他收益</b>	<b>1,761</b>	<b>1,208</b>	<b>1,362</b>	<b>1,528</b>	<b>1,712</b>
<b>营业利润</b>	<b>10,399</b>	<b>6,113</b>	<b>9,650</b>	<b>11,745</b>	<b>13,207</b>
所得税	(2,006)	(983)	(1,552)	(1,889)	(2,124)
净利润	8,393	5,130	8,098	9,856	11,083
<b>归属于公司股东的净利润</b>	<b>8,313</b>	<b>5,077</b>	<b>8,014</b>	<b>9,754</b>	<b>10,969</b>

内含价值（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
一年新业务价值	6,714	7,060	7,519	8,493	9,533
寿险业务内含价值	72,992	85,266	100,700	118,509	139,426
其他业务经调整的净资产	42,477	52,094	51,956	51,303	50,619
集团内含价值	113,564	135,280	150,400	167,302	187,237

寿险保费（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>新保业务</b>					
营销渠道	10,826	11,752	12,340	13,574	15,202
银行渠道	30,512	18,245	13,684	12,315	12,315
直销渠道	5,285	6,840	8,892	11,115	12,782
新渠道	313	496	719	935	1,075
<b>续期业务</b>					
营销渠道	31,992	39,241	46,957	54,692	63,003
银行渠道	13,938	16,296	16,334	15,638	14,843
直销渠道	142	150	192	271	369
新渠道	195	441	768	1,220	1,767
<b>总保费</b>	<b>93,203</b>	<b>93,461</b>	<b>99,886</b>	<b>109,760</b>	<b>121,358</b>

财产险保费（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
机动车辆保险	47,409	54,333	59,800	66,976	77,022
企业财产保险	4,902	5,064	5,367	6,011	6,912
责任保险	1,967	2,286	2,683	3,005	3,456
意外伤害保险	1,508	1,866	2,300	2,576	2,962
其他保险	5,901	6,148	6,517	7,299	8,393
<b>总保费</b>	<b>61,687</b>	<b>69,697</b>	<b>76,667</b>	<b>85,867</b>	<b>98,747</b>

投资收益（%）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净投资收益率	4.7%	5.1%	5.2%	5.2%	5.3%
总投资收益率	3.7%	3.2%	4.1%	4.6%	4.7%

财产险综合成本率（%）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
赔付率	58.6%	61.2%	61.3%	61.6%	62.4%
费用率	34.5%	34.6%	36.8%	38.2%	38.5%
综合成本率	93.1%	95.8%	98.1%	99.9%	100.8%

每股数据（同比，%）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EPS	-3.0%	-39.2%	50.5%	21.7%	12.4%
BVPS	-4%	18.9%	28%	9%	6%
EV	3%	13.0%	11%	11%	12%
EV_Life	3%	11%	18%	18%	18%
NBV	10%	0%	7%	13%	12%

合并资产负债表（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>总资产</b>	<b>570,612</b>	<b>681,502</b>	<b>782,219</b>	<b>877,097</b>	<b>980,307</b>
投资资产	522,530	627,328	721,763	809,477	904,463
其中：现金及存款	152,339	189,287	216,428	242,400	271,487
其中：债权投资	276,688	331,006	382,356	428,239	479,628
其中：股权投资	47,409	55,574	64,928	72,720	81,446
保险资产	20,370	22,298	24,138	27,013	30,572
运营资产	24,832	26,344	30,061	33,590	37,429
其他资产	2,880	5,532	6,258	7,017	7,842
<b>总负债</b>	<b>492,557</b>	<b>583,933</b>	<b>657,764</b>	<b>741,139</b>	<b>836,061</b>
保险负债	444,539	509,215	574,426	648,896	734,005
融资负债	40,105	65,643	71,410	78,497	86,565
运营负债	4,597	5,160	7,324	8,558	9,639
其他负债	3,316	3,915	4,604	5,188	5,852
<b>股东权益合计</b>	<b>78,055</b>	<b>97,569</b>	<b>124,455</b>	<b>135,958</b>	<b>144,246</b>
<b>归属于公司股东的股东权益</b>	<b>76,796</b>	<b>96,177</b>	<b>122,979</b>	<b>134,381</b>	<b>142,554</b>

内含价值（同比，%）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
一年新业务价值	10%	5%	7%	13%	12%
寿险业务内含价值	3%	17%	18%	18%	18%
其他业务经调整的净资产	3%	23%	0%	-1%	-1%
集团内含价值	3%	19%	11%	11%	12%

寿险保费（同比，%）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>新保业务</b>					
营销渠道	21%	9%	5%	10%	12%
银行渠道	-26%	-40%	-25%	-10%	0%
直销渠道	32%	29%	30%	25%	15%
新渠道	139%	58%	45%	30%	15%
<b>续期业务</b>					
营销渠道	21%	23%	20%	16%	15%
银行渠道	96%	17%	0%	-4%	-5%
直销渠道	2%	6%	28%	41%	36%
新渠道	81%	126%	74%	59%	45%
<b>总保费</b>	<b>6%</b>	<b>0%</b>	<b>7%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>

财产险保费（同比，%）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
机动车辆保险	20%	15%	10%	12%	15%
企业财产保险	18%	3%	6%	12%	15%
责任保险	47%	16%	17%	12%	15%
意外伤害保险	13%	24%	23%	12%	15%
其他保险	14%	4%	6%	12%	15%
<b>总保费</b>	<b>19%</b>	<b>13%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>

估值指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
P/E	19.51	32.09	21.33	17.52	15.58
P/B	2.11	1.78	1.39	1.27	1.20
P/EV_Group	1.43	1.26	1.14	1.02	0.91
P/EV_Life	1.67	1.42	1.20	1.03	0.88
新业务价值倍数	7.2	5.0	2.7	0.4	

来源：国金证券研究所。基于 2013 年 3 月 22 日收盘价 18.86 元。

### 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
买入	1	1	1	4	13
增持	0	2	4	7	29
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.67	1.65	1.68

来源：朝阳永续

### 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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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。

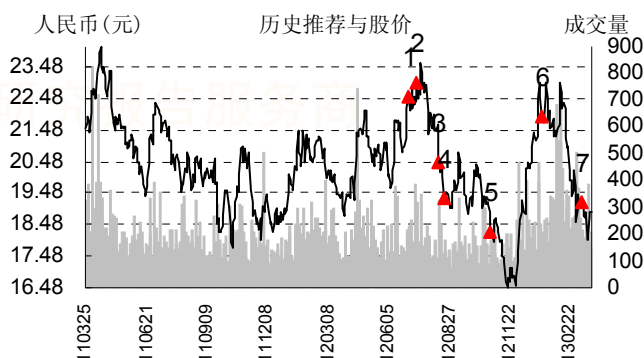
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-07-02	增持	22.52	24.08 ~ 26.49
2 2012-07-13	增持	22.99	N/A
3 2012-08-13	增持	20.45	24.08 ~ 26.49
4 2012-08-20	增持	19.33	24.08 ~ 26.49
5 2012-10-29	增持	18.25	N/A
6 2013-01-08	增持	21.90	N/A
7 2013-03-11	增持	19.20	24.08 ~ 26.49

来源：国金证券研究所



### 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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net