

春江水暖 估值回归

研究结论

- **09 年保费收入有望超预期。**原先预期银保业务可能出现 20%–50% 的萎缩，寿险保费或下跌 10%。但从 1 月份看，寿险业务有望在规模和质量两方面超越预期。平安 1 月份寿险保费增速或超 15%，其中首年个险业务增速更高。太保虽然保费增速不显，但产品结构改善显著，在个险和银保渠道都推出了利润率较高的新产品，如长泰人生传统产品和红福多期缴分红产品。国寿在规模增长和结构改善两方面可能介于平安和太保之间。
- **一年新业务价值增速存在上调的可能性。**估计 09 年分红产品回报率将显著低于 08 年。以国寿为例，08 年初派出了 8% 左右的较高回报，而 09 年可能下滑到 4% 左右。因此，派发分红后保单销售可能会放缓，1 月份的良好表现能否持续还需继续观察。但是，多数公司在 4–6 月份之间派发分红通知书，所以一季度的保费收入仍属乐观。并且，4% 的分红回报仍高于三年期银行存款利率之 3.33%（或再次降息后的 3.06%）。因此，09 年的首年标准保费和一年新业务价值增速都存在上调的可能性。
- **利率环境回暖，直观利差反弹。**去年底以来，作为利率周期领先指标的国债到期收益率持续提升，特别是 7 年期及以上的国债到期收益率，已超过去年 10 月底的水平。尽管央行未来可能还有一次降息，但从空间上看，降息周期已经接近底部了。Shibor 利率和票据融资直贴利率都高于一年期国债税前到期收益率，说明未来国债到期收益率下降空间有限。分红/万能保单直观利差（= 七年期国债税前到期收益率 Max（2.5%，三年期银行存款利率），详见《Q 系列报告之三》）从去年 11 月的 -0.97% 逐步提高到目前的 0.70%，也显示了寿险产品的盈利潜力正在提高。
- **流动性充裕，双重利好保险股。**M1 指标在 08 年 11 月跌至 6.8%，到 12 月上升为 9.1%。考虑到 09 年 M2 增速目标为 17%，未来 M1 指标有望继续回升。超额流动性指标（M1–工业增加值–PPI）同样见底回升，在 08 年 8 月低至 -11.42%，此后逐步上升，到 08 年 12 月达到 4.5%。09 年的产品结构优化与投资渠道放开是保险公司的长期利好。但对部分投资者来说，可能有点儿“远水不解近渴”，还是流动性充裕更实在，保险公司的投资收益和估值水平都将从中受益。
- **调高行业评级到“看好”，买入平安和太保，增持国寿。**《Q 系列报告之二》提出，新业务倍数可以分为三个层次：第一层次是理论上的合理估值水平，即 25–30X 新业务倍数；第二层次是结合目前 A 股市场状况的合理估值水平，即 15–20 倍新业务倍数；第三层次是可以长期买入的估值水平，即 10X 及以下新业务倍数。从 2 月 11 日收盘价看，国寿、平安和太保的隐含新业务倍数分别为 23 倍、8.7 倍和 9.0 倍。结合前文所述，我们提高保险行业评级至“看好”。给予国寿 25 倍新业务倍数，目标价为 23.12 元，增持评级；给予平安 15 倍新业务倍数，目标价为 42.08 元，买入评级；给予太保 15 倍新业务倍数，目标价 17.93 元，买入评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

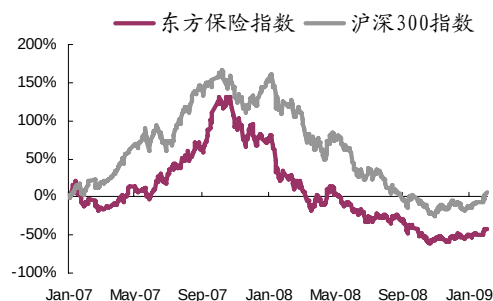


东方证券
ORIENT SECURITIES

王小罡 CFA 保险行业资深分析师
8621–63325888×6083
wangxiaogang@orientsec.com.cn

行业评级 **看好** 中性 看淡（上调）
国家/地区 中国/A 股
行业 保险
报告日期 2009 年 2 月 10 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	20.0	24.4	-52.5
相对表现 (%)	-1.3	-4.7	-0.8

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

EPS	2007	2008E	2009E	股价	评级
中国人寿	1.38	0.58	0.97	22.23	增持
中国平安	2.61	0.24	1.18	33.97	买入
中国太保	1.12	0.16	0.56	15.38	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《路演归来话保险系列报告》	07 年 4 月 12 日
《美日保险行业经验分析》	07 年 8 月 29 日
《寿险责任准备金：构成、列示与变动》	08 年 5 月 22 日
《现实比预期残酷 12 倍——AIG 启示录》	08 年 10 月 7 日
《社保、年金与寿险深度——Q 系列报 09 年 1 月 5 日告之一》	
《利润率、利差与估值方法——Q 系列 09 年 1 月 9 日报告之二》	
《利率、股指与股价波动——Q 系列报 09 年 1 月 15 日报告之三》	

目 录

一、保费收入有望超预期	3
二、利率环境回暖，直观利差反弹	4
三、流动性充裕，双重利好保险股	7
四、买入平安和太保，增持国寿	8

图表目录

图 1：2008 年-2009 年国债到期收益率曲线	4
图 2：2008 年-2009 年 shibor 与国债 YTM 对比图	5
图 3：2008 年-2009 年分红/万能保单直观利差	6
图 4：2002 年-2008 年分红/万能保单直观利差	6
图 5：M1 同比增速与上证综指对比图	7
图 6：超额流动性与上证综指对比图	8
表 1：保险股价隐含估值水平表	8
表 2：保险股目标价表	9

一、保费收入有望超预期

08 年底我们对 09 年寿险保费收入预期比较悲观，认为银保业务可能出现 20%-50% 的萎缩，导致 09 年寿险保费收入出现 5%-10% 的下降，至于平安这样的银保占比较低的公司，其保费收入可能维持 10% 左右的较低增速。

现在看来，我们此前的预期可能过于谨慎了，09 年寿险保费收入有望在规模和质量两方面展现超预期的表现：

就平安而言，我们估计其 1 月份寿险保费增速在 15% 以上，其中，首年个险保费收入增速更高。

就太保而言，我们估计，虽然保费收入增速不显，但产品结构的变化是比较显著的。09 年以来，太保在个险渠道和银保渠道都推出了一些利润率较高的产品，如长泰人生传统型产品，以及红福多期缴分红产品。并且，公司在 08 年已经停售了一些利润率较低的产品，如金丰利趸交万能产品。这些举动都显示了公司改善产品结构的决心，对此我们表示赞赏！

产品结构优化之后，即使保费规模零增长，估计太保首年标准保费（APE）和一年新业务价值（FNBV）的增速也有望达到 15% 以上。

就国寿而言，依然维持着经营稳健的特色，其保费收入增速可能在平安和太保之间，产品结构调整力度也在太保和平安之间，09 年主要是对个险渠道的美满一生期缴分红产品做了部分调整：停售 3 年期缴、限售 5 年期缴，主要推广 8 年和 12 年期缴。

总之，寿险业务保费收入的规模和质量两方面都有望超过我们此前预期。

保费收入超预期的原因可能有以下三条：

- 1、银行存款利率持续下降，使得保单吸引力相对提升，这可能是主要原因。
- 2、08 年 1 月份南方遭遇雪灾，而 09 年 1 月天气良好，这可能是次要原因。
- 3、部分去年 12 月份的签单推迟到今年 1 月，以冲击开门红，考虑到部分公司开门红活动从去年 12 月就已经开始，因此，这一点可能也只是次要原因。
- 4、金融危机和经济衰退可能刺激了部分居民的危机意识，深刻认识到“天有不测风云，人有旦夕祸福”，从而其投保意愿也相应提高，这是我们的猜测。

我们认为，1 月份的开门红能否持续，还需要更多观察，很重要的一点是，各公司 09 年的分红通知书还没有派发。

我们估计，09 年的分红回报率比 08 年有大幅回落。以国寿为例，08 年中报显示，应付保单红利 350 亿元，已宣告红利 278 亿元，由此可知分红特储大约有 72 亿元，而公司的分红险责任准备金约 5000 亿元，因此，估计分红险的回报率不会超过 4%，较 08 年 1 月给出的 8% 左右的回报率有较大下滑。

当客户认识到，银行利率下滑的同时，保单回报率也在下滑，那么保费收入是否还能维持 1 月份的高增长呢？这个问题，还需拭目以待。

当然，大多数公司的分红通知书要在审计报告之后才能派出，也就是说，大多数公司在 4-6 月份之间才派发分红通知书，因此，至少一季度的保费收入情况应该还是不错的。另外，就算分红回报 4%，也要高于目前三年期银行存款利率之 3.33%，如果再降息一次，从 3.33% 降至 3.06%，那么分红险的优势将更加明显。

因此，整体来看，我们可以对 09 年保费收入的前景稍微乐观一些了。我们将在 1 月份或者 2 月份保费收入数据公告后调整我们对 09 年保费收入、首年标准保费和一年新业务价值的预测。也就是说，保险公司的股价隐含估值水平可能进一步下降。

二、利率环境回暖，直观利差反弹

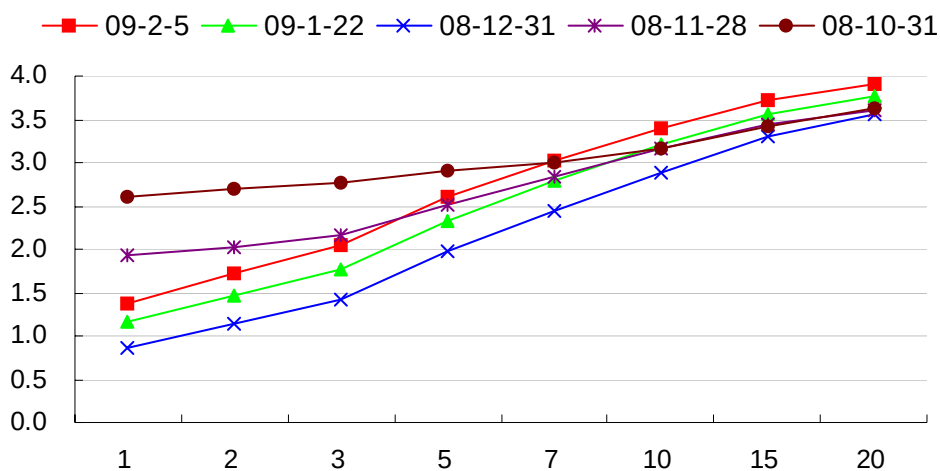
我们知道，长期低利率环境对保险公司是不利的，因为寿险产品成本存在着底部刚性的特点，大部分公司还残留着一部分高利率保单，并且我国寿险公司资产久期短于负债久期，无缘享受降息带来的债券资产浮盈。

简而言之，长期低利率将压缩寿险业务利差水平，甚至带来利差损的压力（请见《利率、股指和股价波动——Q 系列报告之三》）。

从 08 年 9 月开始的本轮降息周期，在过去的几个月里对利率环境带来了深刻的影响。从 08 年 10 月到 08 年 12 月，国债到期收益率持续下跌。不过，令人欣喜的是，从 08 年 12 月到目前（09 年 2 月初），国债到期收益率曲线开始提升，特别是 7 年期及以上的国债到期收益率，已经超过了 08 年 10 月底的水平，如下图所示。这就说明降息预期基本结束，利率环境开始转暖。

由于 1 月份的 CPI 指数为 1%，连续 9 个月下跌，市场预期央行可能还有一次降息。基本上，我们认为，从空间上来说，降息周期已经接近底部了，作为利率周期领先指标的国债到期收益率，其见底回升也很好的反映了这一预期。

图 1：2008 年-2009 年国债到期收益率曲线



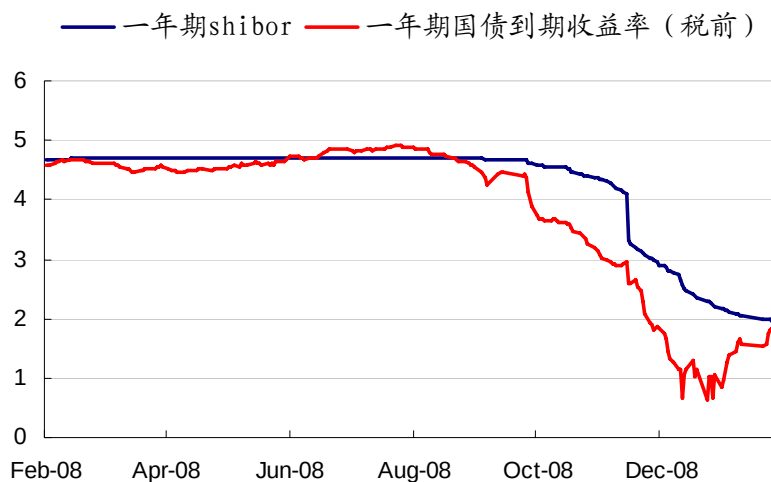
资料来源：东方证券研究所

对于国债到期收益率的未来趋势，我们认为，向下的空间应该还是比较小的，整个利率环境的发展仍将有利于保险公司。我们主要的理由有两点：

首先，就一年期 Shibor 利率和一年期国债到期收益率（税前）而言，由于货币和债券市场的贯通，这两大指标历史上是非常接近的，如下图所示。

从 08 年 9 月开始，由于突然又猛烈的降息预期，一年期国债到期收益率（税前）开始显著低于一年期 shibor 利率。在最近两个月内，两者差距已经大大收窄，但后者依然低于前者约 19bp。即使考虑到可能还有一次降息，国债对银行来说，其吸引力依然是不高的，国债到期收益率的向下空间也是比较有限的。

图 2：2008 年-2009 年 shibor 与国债 YTM 对比图



资料来源：东方证券研究所

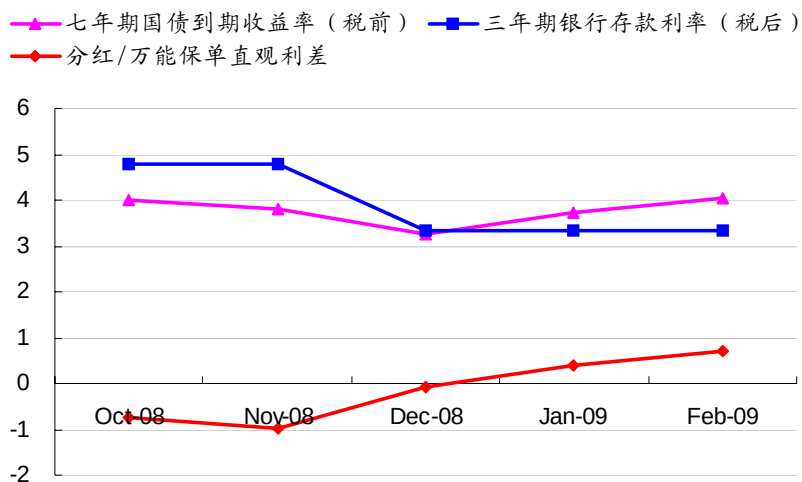
其次，目前银行的票据融资的直贴月息为 1.6‰-1.8‰，相当于年利率 1.92%-2.16%左右，也高于一年期国债到期收益（税前）15-39bp。两者相比，国债对银行的吸引力也是偏弱的。

我们在《利率、股指和股价波动——Q 系列报告之三》中构造了“分红/万能保单固定收益类投资直观利差”这个指标，即：

直观利差 = 七年期国债税前到期收益率 - Max (2.5%，三年期银行存款利率（税后）收益率)

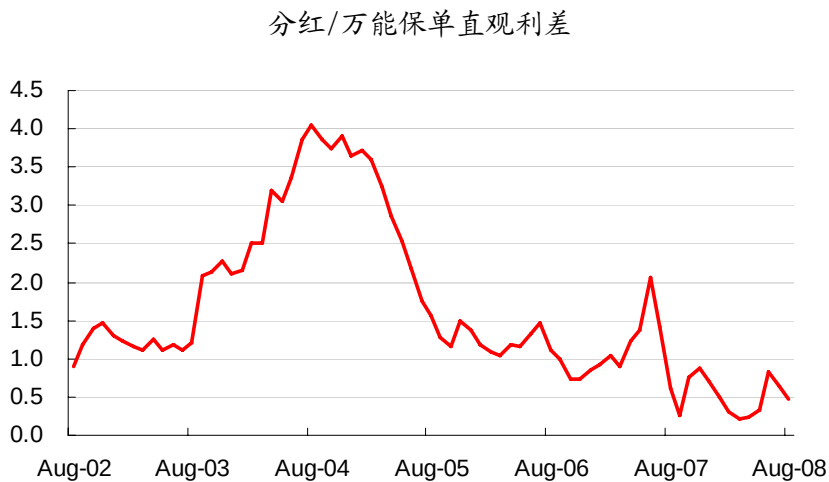
这个指标便于我们观察分红和万能产品在不同利率环境下的潜在利差水平。

从 2008 年 10 月到 11 月，直观利差从 -0.76% 下跌到 -0.97%，但从那以后，直观利差一路上升到 2009 年 2 月的 0.7% 的水平。也就是说，分红和万能保单的潜在利差水平正在回归正常。

图 3：2008 年-2009 年分红/万能保单直观利差


资料来源：东方证券研究所

从 2002 年 8 月到 2008 年 8 月，分红/万能保单直观利差大部分时间在 0.5%-2.5% 的范围内波动，平均水平为 1.63%，如下图所示。我们估计，未来直观利差有望继续向历史均值水平靠拢。不过低利率环境下直观利差水平将低于历史均值，因此只是靠拢，而非达到。

图 4：2002 年-2008 年分红/万能保单直观利差


资料来源：东方证券研究所

三、流动性充裕，双重利好保险股

我们在《利率、股指和股价波动——Q 系列报告之三》中提出，利率（固定收益类投资）对保险公司利润贡献最高，而股指（权益类投资）对保险公司股价波动影响最大。

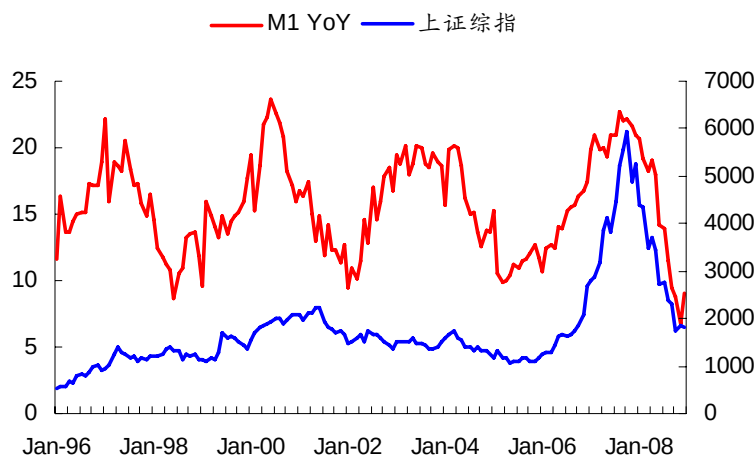
从 M1 指标和超额流动性（M1-工业增加值-PPI）来看，08 年底流动性已经开始掉头向上，如下图所示。

M1 在 08 年 11 月见底，为 6.8%，到 12 月上升为 9.1%。考虑到 09 年 M2 增速目标为 17%，以及正在收窄的 M1 和 M2 剪刀差，我们认为 09 年 M1 指标有望继续回升。

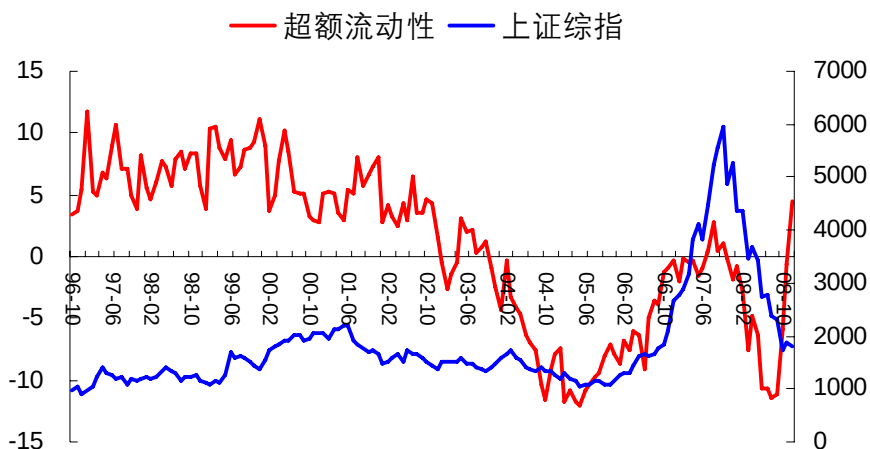
超额流动性指标同样见底回升，在 08 年 8 月低至 -11.42%，此后逐步上升，到 08 年 12 月达到 4.5%。

09 年的产品结构优化与投资渠道放开是保险公司的长期利好。但对投资者来说，这两大利好有可能有点儿“远水不解近渴”，倒是流动性充裕的影响更大，因为保险公司的投资收益和估值水平都将从中受益。

图 5：M1 同比增速与上证综指对比图



资料来源：东方证券研究所

图 6：超额流动性与上证综指对比图


资料来源：东方证券研究所

四、买入平安和太保，增持国寿

我们在《利润率、利差和估值方法——Q 系列报告之二》中提出，新业务倍数可以分为三个层次：

第一层次是三大寿险公司理论上的合理估值水平，即 25-30X 新业务倍数；

第二层次是结合目前 A 股市场状况（沪深 300 指数 2300 点左右，动态 PE17-18 倍左右），寿险公司相应的合理估值水平，即 15-20 倍新业务倍数。

第三层次是可以长期买入的估值水平，即 10X（或以下）新业务倍数，这是比较安全的、具备绝对投资价值的买入区间。

从 2 月 11 日保险股收盘价看，根据各公司自己的内含价值报告精算假设，国寿隐含新业务倍数 23 倍，估值基本到位，平安和太保分别为 8.7 倍和 9.0 倍，相对偏低，处于长期买入区间内。

结合前文保费收入超预期、利率环境回暖和流动性充裕三大因素，我们提高保险行业评级至“看好”。

表 1：保险股价隐含估值水平表

单位：元/股	2 月 11 日收盘	其他业务估值 (1X09PB)	隐含寿险估值	09EV(含总部)	09FNBV	隐含 NBM	隐含 PEV
国寿	22.14	0.00	22.14	9.93	0.53	23.1	2.2
平安	33.90	2.67	31.23	19.85	1.30	8.7	1.6
太保	15.27	0.97	14.30	10.32	0.44	9.0	1.4

资料来源：东方证券研究所

就三家公司而言，国寿和平安与太保的估值水平差距较大，主要原因在于后两者的解禁压力，以及平安的税务检查、海外投资等问题。展望 09 年，我们认为三公司的估值水平差距很可能会呈现收窄趋势。

国寿在股权投资方面依然具有得天独厚的优势，比如，国寿有望从农行和国开行的 pre-IPO 投资中获利。假设这两笔投资带来的回报都能达到 06 年参股中信证券的那般规模，即每笔投资回报 140 亿元（3.5 亿股 * 40 元/股 = 140 亿元），两笔投资赚到 280 亿元，那就相当于提高国寿内涵价值 1 元/股，或 10% 左右，

我们觉得，这样的投资优势，可能还是难以长期支撑 23 倍新业务倍数和 9 倍新业务倍数之间的差距。

我们给予国寿 25 倍新业务倍数，目标价为 23.12 元，增持评级；

给予平安 15 倍新业务倍数，目标价为 42.08 元，买入评级；

给予太保 15 倍新业务倍数，目标价 17.93 元，买入评级。

如下表所示。

表 2：保险股目标价表

单位：元/股	2 月 11 日收盘	目标 NBM	目标价 A	上涨空间 A	目标 PEV	目标价 B	上涨空间 B	投资评级
国寿	22.14	25.0	23.12	4.4%	2.5	24.83	12.1%	增持
平安	33.90	15.0	42.08	24.1%	2.0	42.37	25.0%	买入
太保	15.27	15.0	17.93	17.4%	1.7	18.51	21.3%	买入

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

王小罡 CFA：保险行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn