

深度报告

保险业

2009 年二季度投资策略

谨慎推荐

(维持评级)

2009 年 3 月 20 日

一年收益率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《保险业 08 年中期策略报告-寿险保费收入增速强劲, 公司利润空间遭受挤压》 2008.6

《行业深度报告-估值与国际逐步趋同, 市场等待股价催化剂》 2008.8

《保险业 08 年秋季策略报告-利空因素逐渐出尽, 行业增长指日可期》 2008.10

《保险业 09 年策略报告-投资环境趋冷, 行业估值见底》 2008.12

非银行金融业分析师: 武建刚

电话: 010-8225 0828

E-mail: wujgang@guosen.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

季度投资策略

低估值、超预期支撑股价攀升

● 债券收益率走出低谷, 保费增速超出预期

自 09 年 1 月以来, 由于新增贷款井喷, 使得债券收益率逐渐走出之前的低谷, 对于未来收益率的走势, 我们认为由于 09 年巨额财政赤字以及央行前期释放大量流动性导致通胀预期等因素使得债券收益率不太可能回到之前的低收益率水平。同时基于一系列的分析我们认为降息的空间预期也不大, 即使降息对债券收益率的影响也比较小。从保费收入增速来看, 1 月份的平安和人寿保费收入增速超出了此前的预期, 太保增速为负, 但年终可能为正, 部分公司保费结构得到改善。09 年 2 月份平安万能险结算利率首次出现下降, 人寿、太保结算利率经过前期下调已维持在较低水平, 债券收益率的上升和结算利率的下降有利于万能险利差的扩大。

● 行业增长有望超出市场预期

我们依然维持之前对行业增长趋势的判断, 即从利源分析、内含价值分析以及财务分析来看, 保险行业 09 年增长的趋势应该较为明朗, 同时, 从目前来看由于债券收益率, 权益类金融资产收益率以及保费收入增长率均超出我们此前的预期, 因此全年行业增速有望超出此前市场预期。

● 行业估值依然较低

截至 09 年 3 月 6 日, 保险行业 A/H 股溢价平均为 1.07 倍, 在所有 A、H 股同时上市的公司中溢价最低, 其中中国平安为 1.04 倍、中国人寿为 1.10 倍。所以从这点来看我们认为行业估值还处于较低的水平。从相对估值来看三家公司平安 09 年 P/EV 为 1.95 倍, 新业务乘数为 11.01 倍; 太保 P/EV 为 1.64 倍, 新业务乘数为 8.38 倍; 人寿 P/EV 为 2.30 倍, 新业务乘数为 20.53 倍, 平安和太保依然估值较低。

● 维持行业“谨慎推荐”评级, 预计全年股价震荡走高, 建议投资者逢低积极建仓

经过测算我们得出 09 年中国平安评估价值 41.47 元, 隐含集团 P/EV 2.6 倍, 寿险公司 P/EV 2.4 倍, 隐含新业务乘数 15.6 倍。维持“推荐”评级。09 年中国太保评估价值 19.10 元, 隐含集团 P/EV 2.26 倍, 寿险公司 P/EV 2.12 倍, 隐含新业务乘数 19.99 倍。维持“推荐”评级。09 年中国人寿评估价值 21.09 元, 隐含寿险公司 P/EV 2.35 倍, 隐含新业务乘数 21.22 倍。由于中期经济指标仍然低迷, 年中股市可能会持续震荡, 保险股受大盘的影响可能也会震荡。但鉴于行业增长趋势明朗, 并有望超预期, 同时行业基本没有太多利空因素困扰, 且当前估值较低, 故我们预计行业股价全年呈现震荡向上走势, 建议投资者逢低积极建仓。

内容目录

图表目录.....	3
债券收益率走出低谷，保费增速超出预期.....	4
债券收益率逐渐走出前期低谷，收益率曲线呈现陡峭化趋势.....	4
全年寿险保费增速预计将超出此前市场预期，部分公司保费结构得到改善.....	5
降息空间预期有所减弱.....	7
中国平安万能险结算利率首降，万能险利差有所扩大.....	8
行业增长存在超预期可能.....	9
09 年利差和 08 年相比预计有所扩大.....	9
净利润有所增加.....	10
内含价值同比增加.....	10
全年行业增长有望超预期.....	10
行业估值依然较低.....	11
保险行业 A/H 股溢价最低.....	11
从相对估值来看行业估值依然较低.....	12
公司估值及投资建议.....	12
维持中国平安“推荐”评级，09 年公司评估价值 41.47 元.....	12
维持中国太保“推荐”评级，09 年公司评估价值 19.10 元.....	13
维持中国人寿“中性”评级，09 年公司评估价值 21.09 元.....	14
投资建议：预计全年股价逐渐震荡走高，建议投资者逢低积极建仓.....	14
投资风险.....	15

图表目录

图 1: 08-09 中国固定利率国债到期收益率走势.....	4
图 2: 08-09 银行间固定利率政策性金融债到期收益率走势.....	4
图 3: 08-09 银行间固定利率企业债 (AAA) 到期收益率走势.....	5
图 4: 国债到期收益率曲线.....	5
图 5: 政策性金融债到期收益率曲线.....	5
图 6: 企业债 (AAA) 到期收益率曲线.....	5
图 7: 2006-2009 年 1 月我国各月保费收入走势图.....	6
图 8: 2006-2009 年 1 月我国各月产险保费收入走势图.....	6
图 9: 2006-2009 年 1 月我国各月寿险保费收入走势图.....	7
图 10: 2008 年 1 月、2009 年 1 月部分寿险公司渠道结构对比.....	7
图 11: 2008-2009 年央行票据收益率走势.....	8
图 12: 2006-2009 年人民币信贷余额及增速.....	8
图 13: 1Q2001-4Q2008 金融机构超储率走势.....	8
图 14: 2007-2009 人民币存款准备金率变化趋势.....	8
图 15: 09 年 1 月我国主要寿险公司保费收入以及银保占比.....	9
图 16: 我国主要寿险公司银保主打万能险结算利率走势.....	9
表 1: A/H 股比价和溢价率 (截至 2009.3.6).....	11
表 2: 保险板块估值表 (截至 2009.3.6).....	12
表 3: 中国平安估值.....	12
表 4: 中国太保估值.....	13
表 5: 中国人寿估值.....	14

债券收益率走出低谷，保费增速超出预期

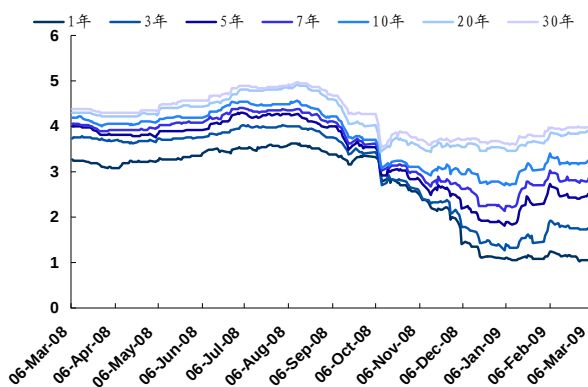
债券收益率逐渐走出前期低谷，收益率曲线呈现陡峭化趋势

进入 09 年以来，由于 1 月银行新增贷款达 1.62 万亿，创下有史以来单月贷款最高增量，较高的贷款增速促使银行、保险，以及基金机构投资者部分资金撤离债券市场，造成债券市场公允价值开始下跌，从而推动前期债券到期收益率开始上扬。同时债券收益率曲线也呈现陡峭化趋势。

对于后期债券收益率走势，我们认为由于 09 年的财政预算赤字为 9500 亿元。如此庞大的赤字金额使得政府必然会增发国债来进行弥补。从需求方来看，虽然 09 年商业银行资金来源比较充裕，但是由于银行本身债券投资久期偏短，且出于风险规避的因素对于中长期债券的参与热情预计不会很高，所以，09 年 9500 亿财政赤字将对国债市场尤其是中长期国债市场产生冲击，从而提升中长期债券收益率水平。同时由于前期央行四次下调准备金释放了大量流动性，远期来看对经济造成较大通胀压力，一旦 CPI、PPI 走势企稳乃至上扬，将造成债券收益率产生上升预期，从而推高债券到期收益率。

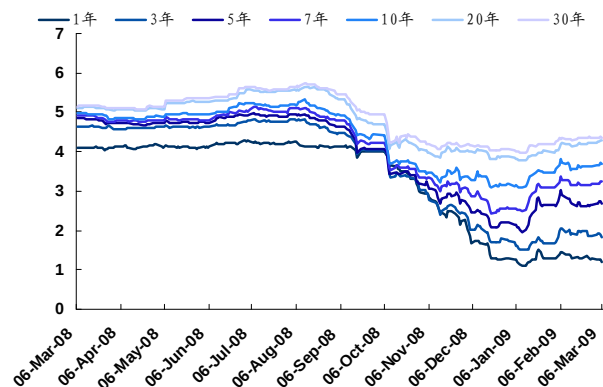
由于保险公司配置债券久期较长（一般超过 5 年），且债券投资占投资资产比重达 50% 以上，而中长期债券又占其总债券投资的绝大部分，以上因素有利于提升保险公司债券投资收益率水平。

图 1：08-09 中国固定利率国债到期收益率走势



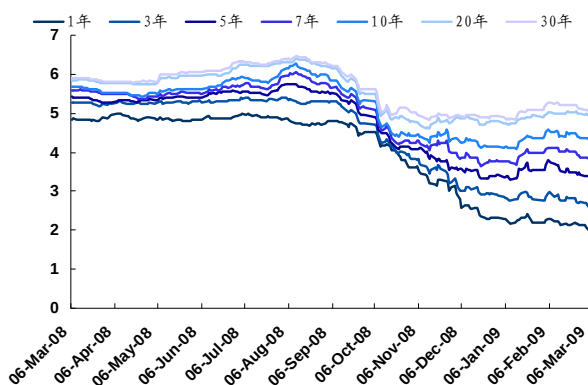
资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

图 2：08-09 银行间固定利率政策性金融债到期收益率走势



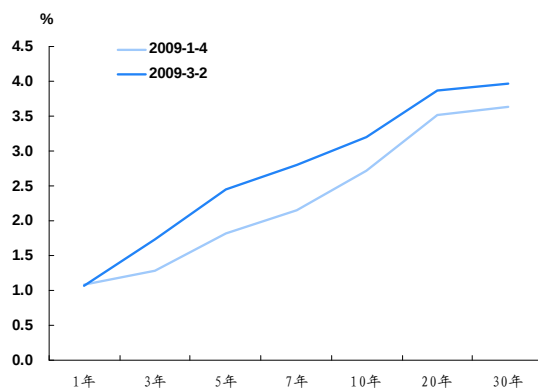
数据来源：公司数据、国信证券经济研究所

图 3:08-09 银行间固定利率企业债 (AAA) 到期收益率走势



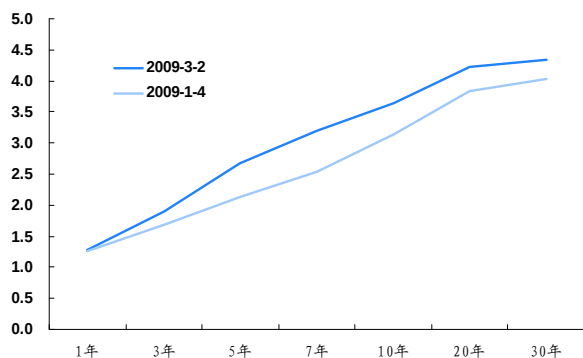
资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

图 4: 国债到期收益率曲线



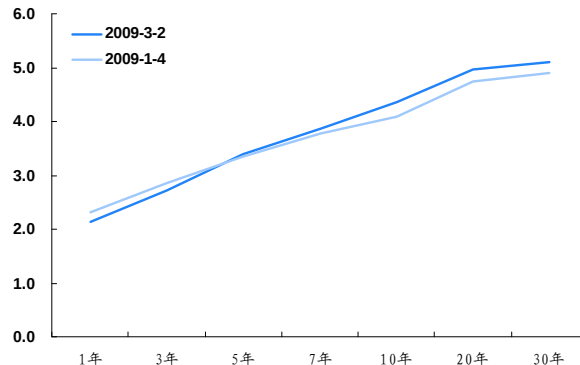
数据来源：公司数据、国信证券经济研究所

图 5: 政策性金融债到期收益率曲线



资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

图 6: 企业债 (AAA) 到期收益率曲线



数据来源：公司数据、国信证券经济研究所

全年寿险保费增速预计将超出此前市场预期，部分公司保费结构得到改善

平安和国寿寿险保费增速超预期，太保银保期缴占比大幅提升

从三家上市公司公布的 09 年 1 月保费收入数据来看平安和国寿保费收入均超出我们此前预期。

其中：中国平安寿险保费收入达 133.11 亿元，同比增速约为 23.02%，略高于我们之前预测的保费增速区间 15%-20%，保费顺利实现“开门红”，寿险保费增长的绝对金额约一半来自于银保增长的贡献，所以平安寿险银保的同比增速接近 90%，占比也由 08 年年末的 14%-15% 上升到接近 20%。除银保外公司个险和团险也有稳步增长，但增速相对较小。

太保寿险保费收入达 70 亿元，同比增速约为 -14.2%，呈现负增长趋势，主要原因在于银保保费同比下滑，去年同期太保寿险银保占比约 45%，但是今年 1 月公司银保保费占比预计同比下降很多，从险种来看公司去年三季度末开始基本停售金丰利万能险，今年一季度由于金丰利万能险的停售使得去年同期银保的基

数显得过高,从而导致今年银保保费收入同比下降。公司个险保费则基本和上年同期基本持平。

中国人寿保费收入达为 366.41 亿元,同比增速为 19.54%,高于我们此前的预期 0-10%。从保费渠道结构来看,公司银保占比和 08 年 12 月相比有所下滑,但仍高于去年同期水平。从保费增加的绝对金额来看,银保渠道的增长占总保费增长金额的 80%以上,个险同比也稳步增长,公司团险保费同比有所下降。

三家公司中,人寿目前银保占比最高接近 40%,太保次之接近 35%,平安最低接近 20%,但从银保渠道的缴费结构来看太保期缴占比最高接近 20%,和 08 年全年相比期缴比例有很大提高;国寿银保期缴占比低于太保但高于平安,和 08 年 12 月末水平相比有所提高,但仍处于较低水平;平安银保渠道中基本为趸缴保费,期缴占比非常少。

一年新业务价值增速有望超预期

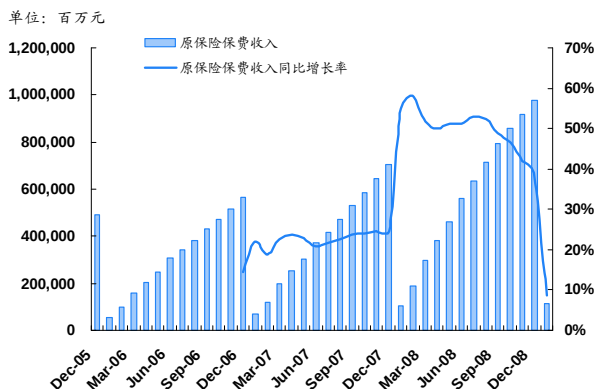
从上面分析中我们可以看出,平安和国寿保费收入增速超出我们之前预期。

太保 09 年 1 月之所以保费收入出现负增长主要是由于去年 1 月公司保费收入基数较高,但是自从去年三季度末公司停售其主打万能险之后,从 08 年三季度末开始,公司保费收入增速逐渐下降,因此 08 年第四季度公司保费收入基数相对较低,如果 09 年公司保费收入能够平稳增长,到 09 年底公司保费同比增速依然可能会大于零,甚至超出我们此前的预期 0-10%。

我们同时注意到,平安虽然银保占比大幅上升,但内含价值较高的个险渠道占比也有一定增加,由去年同期的约 72%,上升到逾 74%,其中个险新单保费取得了较高增长。如果 09 年公司持续保持这种增长势头的话,预计全年公司新单价值增速较高。

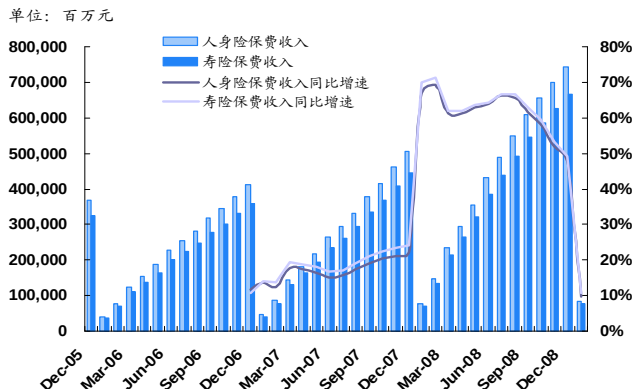
太保保费渠道结构也出现了较大变化,公司银保占比由 08 年末的逾 50%下降到约 35%,同时公司由于叫停了金丰利万能险的销售,因此银保期缴占比也有了大幅增加。公司目前银保期缴产品主要为红福宝两全分红险,而该险种属于 3 年/5 年缴,保障期为 10 年,15 年或 20 年,这种产品的利润率虽然仍较低,但高于银保渠道趸交万能产品。因此,结合渠道占比以及银保期缴占比的变化使得公司 09 年新单利润率和 08 年相比预计会有所增加。因此,从上面的分析来看,如果 09 年保费增速较为平稳的话,全年新单价值增速有望超预期。

图 7: 2006-2009 年 1 月我国各月保费收入走势图



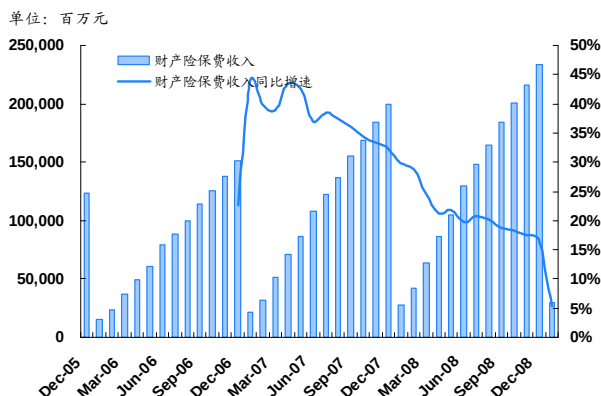
数据来源: CIRC, 国信证券经济研究所

图 8: 2006-2009 年 1 月我国各月产险保费收入走势图



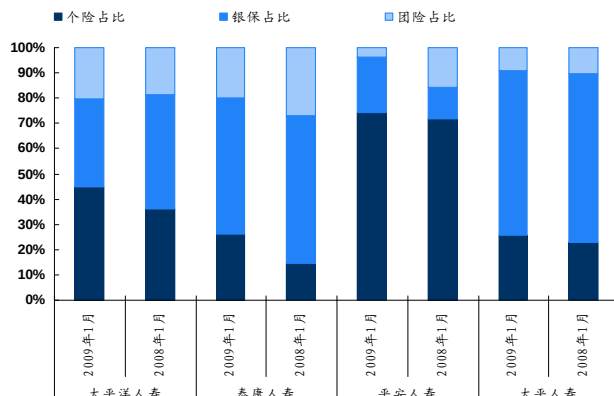
数据来源: CIRC, 国信证券经济研究所

图 9：2006-2009 年 1 月我国各月寿险保费收入走势图



数据来源：CIRC，国信证券经济研究所

图 10：2008 年 1 月、2009 年 1 月部分寿险公司渠道结构对比



数据来源：公司数据，国信证券经济研究所

降息空间预期有所减弱

从近期一系列的经济数据及央行相关官员的谈话我们可以认为，降息空间预期比之前有所减弱。主要依据如下：

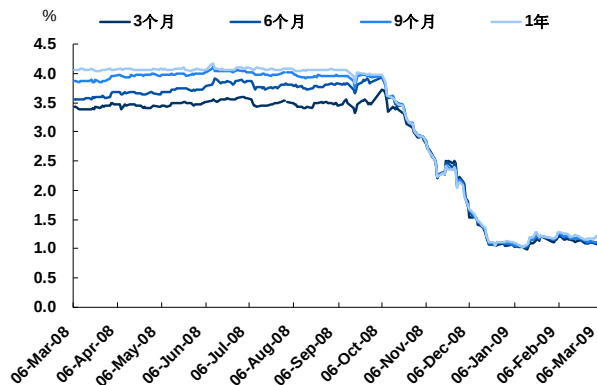
1、我国目前总体利率水平和美国比较接近，再降息空间不大。根据央行四季度货币政策执行报告，目前“美国联邦基金利率目标值为0—0.25%，实际水平为0.1%左右，而我国隔夜拆借利率为0.82%；美元3个月Libor为1.24%，我国3个月Shibor为1.34%；美国1年期大额定期存单利率为2.0—2.5%，与我国1年期存款基准利率2.25%基本相当；美国商业银行最优惠贷款利率为3.25%，我国1年期贷款利率下限为4.78%（基准利率的0.9倍）；美国按年调整的浮动利率个人住房贷款最优惠利率为5.6%左右，而我国5年以上的个人住房浮动利率贷款下限为4.16%（基准利率的0.7倍，5年以上）。总体来看，我国与美国的利率水平比较接近，部分利率品种还低于美国。”

2、经过四次下调银行体系准备金率后，当前银行体系流动性较为充足，且央票到期收益率运行较为平稳，从这个角度来看短期内降息可能性也不大。

3、据央行相关数据表明，1月份人民币新增信贷1.62万亿，2月份人民币新增贷款预计也远超此前市场预期，信贷井喷使得近期降息没有太多必要。

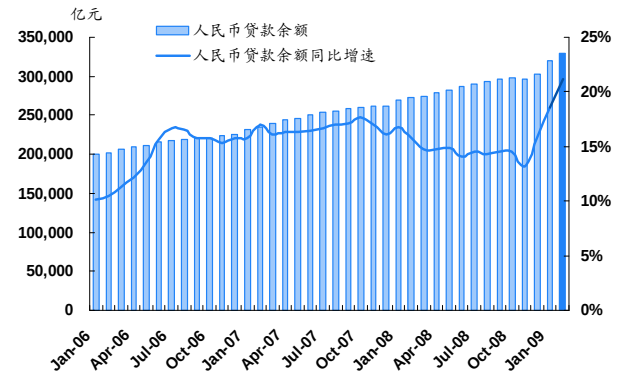
4、2月16日，根据部分媒体报道，央行副行长易纲在北京表示，对抗通货紧缩威胁是央行短期内最关心的事情。他同时强调，现在流动性已下降到充裕状态，央行维护币值稳定的决心坚定，未来降息空间不大，更不可能实行零利率政策。

图 11: 2008-2009 年央行票据收益率走势



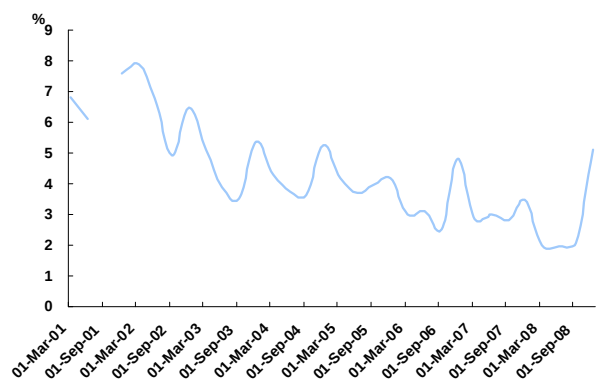
资料来源: Wind、国信证券经济研究所

图 12: 2006-2009 年人民币信贷余额及增速



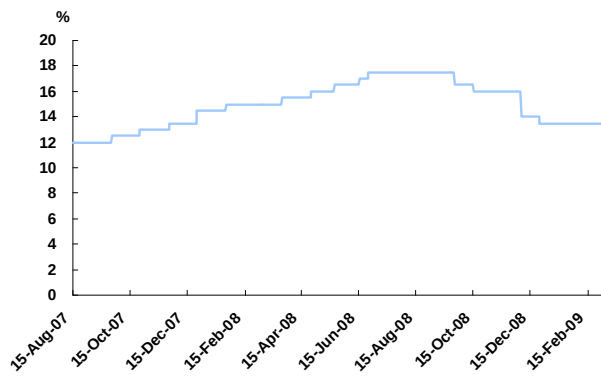
数据来源: Wind、国信证券经济研究所

图 13: 1Q2001-4Q2008 金融机构超储率走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

图 14: 2007-2009 人民币存款准备金率变化趋势

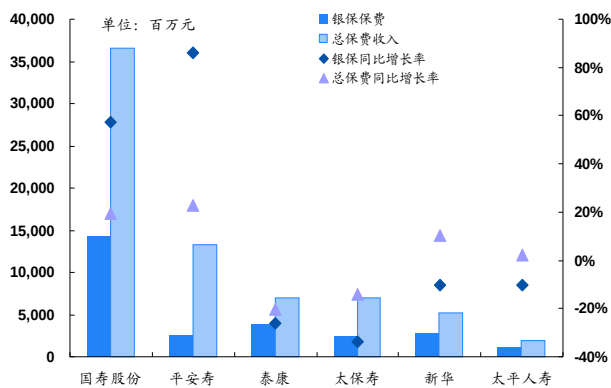


数据来源: Wind、国信证券经济研究所

中国平安万能险结算利率首降，万能险利差有所扩大

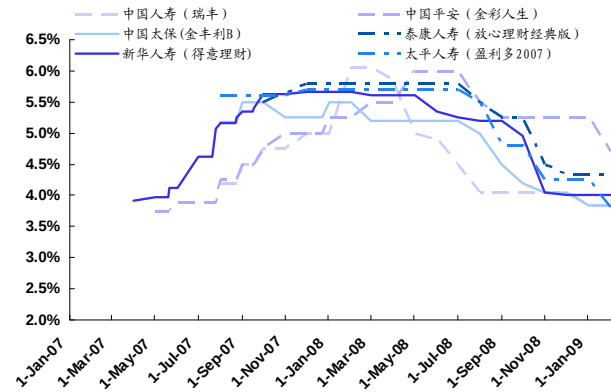
从各公司公布的 09 年 2 月份结算利率情况来看，中国平安结算利率 09 年以来首次出现下降，由先前的 5.25% 下降到 4.70%，其余五家保险公司中除了太平人寿结算利率由 4.25% 下调到 3.80% 之外，人寿、太保、泰康和新华结算利率分别维持在 3.85%、3.85%、4.35% 以及 4.00%。可以看出目前部分寿险公司结算利率水平略高于当期五年期定期存款利率 3.60%，已经处于相对较低水平。伴随前期债券收益率的提升和结算利率水平的下降，行业万能险新单利差水平相比之前最低水平有了较为明显的扩大。

图 15: 09 年 1 月我国主要寿险公司保费收入以及银保占比



资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

图 16: 我国主要寿险公司银保主打万能险结算利率走势



数据来源: 公司数据、国信证券经济研究所

行业增长存在超预期可能

根据我们之前预测, 我们认为 09 年行业呈现如下变化:

09 年利差和 08 年相比预计有所扩大

目前的低利率环境对保险公司投资的确有一定负面影响, 但由于我国保险产品预定利率仅为 2.5% (部分产品为 2.0%), 而目前 3 年期定期存款利率为 3.33%, 5 年期银行定期存款利率为 3.60%, 因此传统险产品 09 年产生利差损的可能性较小, 而分红险在 08 年由于股市的大幅下跌账户产生的总投资收益为负, 从而当年产生利差损, 分红特储也受到较大幅度压缩。但是进入 09 年后由于股市的启稳、反弹甚至反转使得权益类资产对利差将有所贡献, 09 年分红特储将有望增加; 同时, 虽然利率仍在下降, 但是存量保单固定收益类投资收益基本锁定, 因此降息对其影响并不大; 增量保单由于我们之前提到的原因目前债券收益率已经走出之前的低谷, 虽然由于经济仍然较为低迷, 债券收益率大幅上扬概率不大, 但相对于之前的最低点已经有了较为明显的提升, 同时即使后期央行可能会降息, 但是由于降息空间有限, 且之前债券收益率的走势已经反映央行大幅降息的预期, 因此降息对债券收益率的影响不大。对于分红险新单权益投资来讲由于 09 年股市相对平稳、反弹甚至反转, 因此权益类投资 09 年对保单分红可以提供一定贡献, 所以从上面的判断可以看出 09 年分红险和传统险的利差状况要比 08 年有所改善, 并且改善幅度有望超出我们之前的预期; 对于银保万能险新单结算利率相较于前期已经有所下降, 太平人寿结算利率大幅降至 3.80%, 人寿、太保结算利率前期也降至 3.85% 的水平, 仅略高于 5 年期定期存款利率 3.60%, 平安银保万能险结算利率即使在行业内最高达 4.70%, 但由于公司结算利率仍将下调, 结合债券收益率的上扬, 我们认为对于万能险新单利差损压力将会明显减小。同时, 对于诸如平安和泰康这类费用管理非常出色的公司, 由于能够产品能

够产生费差益，虽然占比不如利差大，但是带来的收益仍不可小觑；对于万能险存量保单来讲由于结算利率呈现下降趋势，但之前保费资产配置的固息债券及定期存款收益率基本锁定，浮息债及浮息定期存款占比较少，因此结算利率的下降反而有助于存量保单的利差扩大，因此从整个万能险来看 09 年和 08 年相比将有所改善。

净利润有所增加

从保险公司利润表来看，影响保险公司投资收益的主要正面因素为：1、公允价值损失大幅减少 2、可运用资金基数稳步增长。主要负面因素为：1、浮盈释放同比下降 2、降息。从正面因素来看，由于资本市场在 08 年大幅下跌，因此可以看到 08 年平安和人寿利润表公允价值损失金额巨大，同时也正是由于资本市场的下跌使得三家公司计提大量资产减值准备，进入 09 年后资本市场相对平稳并且有望反转，交易类金融资产公允价值收益可能会上升、资产减值准备预计同比有较大幅度下降，同时，三家公司 08 年保费收入与上年同期相比大幅增长，从而推动可运用资金基数稳步增长，有利于投资规模的增加。从负面因素来看，同样也是由于 08 年资本市场大幅下跌导致 09 年浮盈释放及基金股票分红同比有较大幅度下降，同时央行几次降息对投资收益也有一定影响，但进入 09 年后央行降息力度预期比 08 年减弱很多，对固定收益类金融资产影响相对较小，同时债券到期收益率也走出了之前的低谷。所以综合正反两方面影响因素的考虑，我们认为投资收益变动影响的正面因素推动作用明显大于负面因素，所以 09 年预计投资收益同比将有所上升。

内含价值同比增加

在内含价值变动中，在不考虑大幅调整内含价值假设的情况下，对资本变动前内含价值利润影响最大的几项为：内含价值的预期回报、一年新业务价值以及与投资相关的投资回报差异和市场价格调整。

因为内含价值预期收益中调整净资产的影响因素相对较大，所以在 08 年保险公司净资产普遍缩水的情况下，09 年此部分的预期收益预计低于 08 年同期金额，但由于 08 年末有效业务价值以及 09 年一年期新业务价值的增加，预计内含价值预期收益同比略有增长，即使有所下降也不会下降太多。

新业务价值贡献则由于保费收入规模的增长而增长。

由于 08 年资本市场的大幅调整导致投资回报差异以及市场价格调整成为 08 年保险公司内含价值下降的主要原因，但进入 09 年后随着资本市场的逐渐探底，持续深幅下跌的风险已经得到较为充分释放。且保险公司权益类资产大幅下降，固定收益资产占比同比大幅上升，虽然目前处于降息周期，定期存款及浮息债利息的下降会给投资带来一定影响，但由于保险公司债券久期较长，固息债公允价值的上升会抵消降息带来的负面影响（在内含价值计算中，持有至到期金融资产以公允价值计价）。

综上所述，09 年保险公司内含价值变动预计为为正，09 年内含价值同比将实现增长。

全年行业增长有望超预期

从前面的分析可以看出，我们依然维持之前行业增长趋势的判断，从目前来看由于债券收益率，权益类金融资产收益率以及保费收入增长率均超出我们此前的预期，因此全年行业增速有望超预期。

行业估值依然较低

保险行业 A/H 股溢价最低

截至 09 年 3 月 6 日，保险行业 A/H 股溢价平均为 1.07 倍，在所有 A、H 股同时上市的公司中溢价最低，其中中国平安为 1.04 倍、中国人寿为 1.10 倍。所以从这点来看我们认为行业估值还是处于较低的水平。

表 1: A/H 股比价和溢价率（截至 2009.3.6）

名称	A 股代码	A 股价格(人民币)	H 股代码	H 股价格(港币)	H 股价格(人民币)	A 股/H 股	证监会行业
中国平安	601318	33.98	2318	37.2	32.79	1.04	金融、保险业
中国人寿	601628	20.7	2628	21.3	18.77	1.10	金融、保险业
招商银行	600036	15.78	3968	11.82	10.42	1.51	金融、保险业
交通银行	601328	5.51	3328	4.5	3.97	1.39	金融、保险业
工商银行	601398	3.8	1398	3.1	2.73	1.39	金融、保险业
建设银行	601939	4.22	0939	4.07	3.59	1.18	金融、保险业
中国银行	601988	3.58	3988	2.21	1.95	1.84	金融、保险业
中信银行	601998	4.52	0998	2.86	2.52	1.79	金融、保险业
中国石化	600028	8.52	0386	3.78	3.33	2.56	采掘业
兖州煤业	600188	10.63	1171	4.24	3.74	2.84	采掘业
中国神华	601088	19.14	1088	13.96	12.30	1.56	采掘业
中国铝业	601600	9.39	2600	3.78	3.33	2.82	采掘业
中海油服	601808	12.78	2883	5	4.41	2.90	采掘业
中国石油	601857	10.83	0857	5.12	4.51	2.40	采掘业
中煤能源	601898	7.76	1898	4.64	4.09	1.90	采掘业
紫金矿业	601899	8.91	2899	4.41	3.89	2.29	采掘业
中国铁建	601186	9.67	1186	9.3	8.20	1.18	建筑业
中国中铁	601390	5.42	0390	4.18	3.68	1.47	建筑业
皖通高速	600012	4.59	0995	3.03	2.67	1.72	交通运输、仓储业
中海发展	600026	10.33	1138	6.38	5.62	1.84	交通运输、仓储业
南方航空	600029	4.28	1055	1.15	1.01	4.22	交通运输、仓储业
东方航空	600115	4.74	0670	1.02	0.90	5.27	交通运输、仓储业
宁沪高速	600377	5.69	0177	4.96	4.37	1.30	交通运输、仓储业
深高速	600548	5.1	0548	2.32	2.04	2.49	交通运输、仓储业
中国国航	601111	4.61	0753	2.01	1.77	2.60	交通运输、仓储业
广深铁路	601333	3.92	0525	2.31	2.04	1.93	交通运输、仓储业
中海集运	601866	3.31	2866	1.03	0.91	3.65	交通运输、仓储业
中国远洋	601919	10.31	1919	4.46	3.93	2.62	交通运输、仓储业
华能国际	600011	8.58	0902	5.15	4.54	1.89	电力、煤气及水的生产和供应业
华电国际	600027	5.49	1071	1.69	1.49	3.69	电力、煤气及水的生产和供应业
大唐发电	601991	6.59	0991	3.19	2.81	2.34	电力、煤气及水的生产和供应业
创业环保	600874	6.17	1065	1.24	1.09	5.65	社会服务业
中兴通讯	000063	31.67	0763	27.55	24.28	1.30	信息技术业
南京熊猫	600775	4.84	0553	0.98	0.86	5.60	信息技术业
北辰实业	601588	4.01	0588	1.06	0.93	4.29	房地产业
潍柴动力	000338	0	2338	13.66	12.04	0.00	制造业

晨鸣纸业	000488	6.8	1812	2.9	2.56	2.66	制造业
东北电气	000585	3.11	0042	0.58	0.51	6.08	制造业
经纬纺机	000666	4.04	0350	0.86	0.76	5.33	制造业
新华制药	000756	4.91	0719	1.27	1.12	4.39	制造业
鞍钢股份	000898	7.79	0347	6.6	5.82	1.34	制造业
ST 科龙	000921	2.99	0921	0.57	0.50	5.95	制造业
广州药业	600332	7.41	0874	2.36	2.08	3.56	制造业
江西铜业	600362	17.53	0358	5.9	5.20	3.37	制造业
海螺水泥	600585	34.73	0914	35.5	31.29	1.11	制造业
青岛啤酒	600600	19.91	0168	13.86	12.22	1.63	制造业
广船国际	600685	17.66	0317	8.2	7.23	2.44	制造业
S 上石化	600688	6.16	0338	1.76	1.55	3.97	制造业
昆明机床	600806	11.49	0300	3.59	3.16	3.63	制造业
马钢股份	600808	3.76	0323	2.28	2.01	1.87	制造业
北人股份	600860	4.18	0187	0.85	0.75	5.58	制造业
S 仪化	600871	3.98	1033	0.8	0.71	5.64	制造业
东方电气	600875	32.58	1072	14.06	12.39	2.63	制造业
*ST 洛玻	600876	3.12	1108	0.87	0.77	4.07	制造业
重庆钢铁	601005	4.79	1053	1.63	1.44	3.33	制造业

资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

从相对估值来看行业估值依然较低

从相对估值来看截至 09 年 3 月 6 日, 三家公司中平安 09 年 P/EV 为 1.95 倍, 新业务乘数为 11.01 倍; 太保 P/EV 为 1.64 倍, 新业务乘数为 8.38 倍; 人寿 P/EV 为 2.30 倍, 新业务乘数为 20.53 倍, 平安和太保依然估值较低。

表 2: 保险板块估值表 (截至 2009.3.6)

公司名称	收盘价		P/EV				NBM			
	2009-3-6	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	
中国平安	33.98	1.66	2.16	1.95	1.61	12.60	13.81	11.01	7.06	
中国太保	14.15	1.46	1.77	1.64	1.41	11.34	9.17	8.38	6.71	
中国人寿	20.70	2.32	2.52	2.30	2.02	27.60	24.21	20.53	14.88	

资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

公司估值及投资建议

维持中国平安“推荐”评级, 09 年公司评估价值 41.47 元

在计算其评估价值时我们将公司公布的长期投资收益率假设每年下调 0.4% (即 2009 年为 4.7%, 以后每年增加 0.1%, 到 2013 年及其以后年份稳定在 5.1%, 贴现率为 12%, 得出在正常情况下公司评估价值 41.47 元, (考虑我们所用假设低于公司公布假设之弹性差异, 下同), 隐含集团 P/EV 2.6 倍, 寿险公司 (含其他业务调整净资产) P/EV2.4 倍, 隐含新业务乘数 15.6 倍。公司 09 年盈利预测在 08 年年报及 09 年一季报公布之后再行更新。

表 3: 中国平安估值

	2009	2010
标准化保费	32,233.68	41,031.80
标准化保费增长率	21.95%	27.29%
新业务边际贡献率	34.16%	32.66%
一年新业务价值 (含假设差异弹性, 单位: 百万)	10,173.18	12,452.90

一年新业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	11,011.28	13,401.31
经调整后的净资产价值，单位：百万	88,625.02	114,436.62
有效业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	26,782.76	52,688.61
有效业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	39,680.23	40,479.21
内含价值	115,407.78	167,125.22
一年新业务价值折现之和（含假设差异弹性）（单位：百万）	159,057.65	
一年新业务价值折现之和（不含假设差异弹性）（单位：百万）	174,710.23	
评估价值 (AV)（单位：百万）	274,465.43	
隐含新业务乘数(Implied NBM)	15.63	
每股评估价值/每股内含价值(AV/EV)	2.64	
每股 FNBV(含弹性)	1.39	
每股 FNBV（不含弹性）	1.50	
总股数（单位：百万）	7,345	
每股内含价值 (EVPS,含弹性))	15.71	
每股内含价值 (EVPS,不含弹性))	17.47	
每股新业务价值（含弹性）	21.66	
每股新业务价值（不含弹性）	23.79	
平安寿险每股价值(含其他业务净资产)	37.37	
平安产险预期每股收益	0.13	
平安银行预期每股收益	0.10	
平安证券预期每股收益	0.06	
平安其他预期每股收益	0.11	
平安产险每股价值	1.31	
平安银行每股价值	1.02	
平安证券每股价值	0.65	
平安其他每股价值	1.13	
平安集团每股价值	41.47	

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

维持中国太保“推荐”评级，09 年公司评估价值 19.10 元

在计算太保评估价值时我们将其公布的长期投资收益率假设每年下调 0.1%，即 2009 年为 4.55%逐年递增到 2014 年的 5.1%，以后年份稳定在 5.1%，贴现率为 12%，得出在正常情况下公司评估价值 19.10 元（考虑我们所用假设低于公司公布假设之弹性差异），隐含集团 P/EV 2.26 倍，寿险公司（含其他业务调整净资产）P/EV2.12 倍，隐含新业务乘数 19.99 倍，考虑到公司目前解禁压力逐渐减小，且公司相对于人寿依然低估，我们依然维持公司“推荐”评级。公司 09 年盈利预测在 08 年年报及 09 年一季报公布之后再行更新。

表 4：中国太保估值

	2009	2010
标准化保费	13,949	18,464
标准化保费增长率	15.31%	32.37%
新业务边际贡献率	29.25%	27.60%
一年新业务价值（含假设差异弹性）	3,647	4,636
一年新业务价值（不含假设差异弹性）	4,080	5,096
经调整后的净资产价值	53,475	70,365
有效业务价值（含假设差异弹性）	11,663	6,768
有效业务价值（不含假设差异弹性）	12,874	6,768
内含价值	65,137	77,133
一年新业务价值折现之和（含假设差异弹性）	72,928	
一年新业务价值折现之和（不含假设差异弹性）	79,255	
评估价值 (AV)	138,065	
隐含新业务乘数(Implied NBM，含假设差异弹性)	19.99	

隐含新业务乘数(Implied NBM, 不含假设差异弹性)	19.42
每股评估价值/每股内含价值(P/EVPS)	2.26
每股 FNBV	0.47
总股数	7700
每股内含价值 (EVPS, 含假设差异弹性)	8.46
每股内含价值 (EVPS, 不含假设差异弹性)	8.62
每股新业务价值(含假设差异弹性)	9.47
每股新业务价值 (不含假设差异弹性)	10.29
太保寿险每股价值	17.93
太保产险预期每股收益	0.06
10 倍市盈率下的太保产险每股价值	0.59
10 倍市盈率下其他业务每股价值	0.58
太保集团每股价值	19.10

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

维持中国人寿“中性”评级，09 年公司评估价值 21.09 元

在计算人寿评估价值时我们采用其公布的长期投资收益率 5.5%，贴现率为 11.5%，和其公布假设 11.5%一致，得出在此情况下 2009 年公司评估价值 21.09 元，隐含寿险公司 P/EV2.35 倍，隐含新业务乘数 21.22 倍。由于公司目前股价相对于平安和太保仍高估，我们仍维持公司“中性”评级。公司 09 年盈利预测在 08 年年报及 09 年一季报公布之后再行更新。

表 5：中国人寿估值

	2008	2009
标准化保费	75,933	93,294
标准化保费增长率	16.77%	22.86%
新业务边际贡献率	21.23%	21.23%
一年新业务价值 (含假设差异弹性, 单位: 百万)	16,119	19,804
一年新业务价值 (不含假设差异弹性, 单位: 百万)	16,119	19,804
经调整后的净资产价值, 单位: 百万	156,720	195,867
有效业务价值 (含假设差异弹性, 单位: 百万)	97,395	94,473
有效业务价值 (不含假设差异弹性, 单位: 百万)	97,395	94,473
内含价值	254,115	290,340
一年新业务价值折现之和 (含假设差异弹性) (单位: 百万)	342,103	
一年新业务价值折现之和 (含假设差异弹性) (单位: 百万)	342,103	
评估价值 (AV) (单位: 百万)	596,218	
隐含新业务乘数(Implied NBM)	21.22	
每股评估价值/每股内含价值(AV/EV)	2.35	
每股 FNBV	0.57	
总股数 (单位: 百万)	28,265	
每股内含价值 (EVPS, 含假设差异弹性)	8.99	
每股内含价值 (EVPS, 不含假设差异弹性)	8.99	
每股新业务价值 (含假设差异弹性)	12.10	
每股新业务价值 (不含假设差异弹性)	12.10	
中国人寿每股价值	21.09	

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

投资建议：预计全年股价逐渐震荡走高，建议投资者逢低积极建仓

我们依然延续国信保险行业 2 月月报的观点：从宏观环境来看，根据我们宏观经济小组的预测，宏观经济年内预计呈现“W”型走势，预计中期经济指标仍然低迷，因此中期股市可能会持续震荡，保险股受大盘的影响可能也会震荡。但对于保险行业来讲，由于 09 年债券收益率已经走出之前的低谷，以及鉴于我们之前所提到的原因，央行降息空间预期比之前将会有所减弱，即使利率有所下调，

由于之前债券收益率已经反映央行大幅降息预期，因此降息对债券收益率的影响预计不大。

从行业基本面来看，基于我们之前报告中对保险行业的分析，无论从净利润、内含价值还是利源分析，**行业增长趋势比较明朗，且全年行业债券收益率、权益类资产收益率以及保费收入有望超出我们此前的预期，保费增长质量相对 08 年也有所提高，同时整个行业目前也基本没有利空因素困扰，行业估值较低，结合上面的判断我们预计行业股价可能呈现震荡向上的趋势，有鉴于此，我们依然建议投资者逢低继续买进保险股！**

投资风险

■ 09 年中期宏观经济数据低迷带动股市下挫从而影响行业股价走势

根据国信证券宏观小组预测，2009 年中国宏观经济呈现“W”形走势，预计在中期（二、三季度）宏观经济可能会见底，在此期间宏观数据较为低迷，从而造成大盘持续震荡，受此影响行业股价走势可能会持续震荡。

■ 鉴于目前的低息环境，部分公司可能会调低内含价值假设，从而影响内含价值金额

鉴于 09 年我国仍处于低息环境，在此情况下部分公司可能会调低内含价值假设，比如说投资收益率，从而对内含价值以及新业务价值有一定负面影响，进而影响公司股价。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿軻	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 焯	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456