

深度报告

保险

保险行业 09 年中期投资策略

推荐

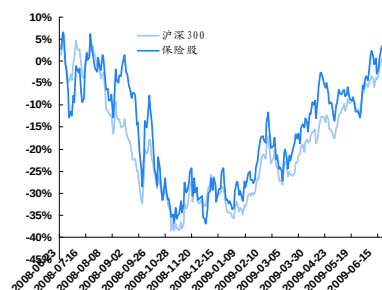
(维持评级)

2009 年 7 月 1 日

行业投资策略

依然存在较大上涨空间

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《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》

《保险业 09 年策略报告-投资环境趋冷，行业估值见底》

《保险业 09 年春季策略报告-低估值、超预期构成股价坚强支撑》

分析师：武建刚

电话：010-82250828

E-mail: wujgang@guosen.com.cn

独立性声明：

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，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 货币增速迭创新高，通胀预期逐渐加强

M1、M2、国际油价等经济指标的快速增长加剧了市场对经济陷入滞胀的担心，我们从原油供需、政府调控、工会力量以及产业链上下游需求复苏几个角度来分析认为当前我国产生滞胀的可能性并不大。而需求拉动型的通胀对保险主要体现在两个方面：通胀对承保影响为负，但在通胀初期对保险公司的投资收益将有较大提升作用。

● 债券收益率平稳运行，保费增速略有放缓

贷款的大量投放使得 M1、M2 大幅增加、货币政策的持续宽松也使的债券收益率自 09 年 2 月份以来一直较为平稳。09 年初以来行业保费增速和 08 年相比有了较大幅度的放缓，主要原因在于 1、监管部门要求保险产品回归保障功能，从而使得集中在银保渠道的投资类产品增速放缓。2、股市的上涨对投资类产品的需求也有一定替代效应。但平安受益于 08 年个险代理人的快速增长，保费依然保持较高增速。

● 推动股价上涨的催化剂依然较多

我们认为未来推动股价上涨的股价催化剂将体现在以下几点：1、保险公司权益类金融资产大幅加仓 2、保险行业政策刺激 3、债券及央票收益率开始出现明显上升 4、央行上调存款基准利率 5、股市的上涨将贯穿于板块股价上涨的始终 6、养老险的快速增长也值得重点关注

● 投资建议：众多潜在动因助力行业上涨，股价仍有较大上涨空间

推动股价上涨催化剂依然较多，股价仍有较大上涨空间。我们首推中国平安，在现金收购新桥持有深发展股份情况下公司评估价值上调至 57.13 元。隐含集团 P/EV2.89 倍、隐含寿险公司 P/EV2.51 倍，隐含新业务乘数 17.92 倍。在换股收购新桥持有的深发展股份情况下公司评估价值上调至 55.97 元，隐含集团 P/EV2.78 倍，隐含寿险 P/EV2.42 倍，隐含新业务乘数 17.92 倍。维持太保“推荐”评级。上调评估价值至 27.42 元隐含集团 P/EV 2.60 倍，寿险公司 P/EV2.31 倍，隐含新业务乘数 23.89 倍。维持人寿“谨慎推荐”评级。公司评估价值上调至 27.95 元，隐含寿险 P/EV2.87 倍，隐含新业务乘数 31.68 倍。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元)	EPS		NBM	投资评级
				09E	10E		
601318	中国平安	343158	46.72	1.20	2.08	16.18	推荐
601601	中国太保	152845	19.85	0.66	1.31	16.87	推荐
601628	中国人寿	756654	26.77	0.60	1.10	29.63	谨慎推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

内容目录

图表目录.....	3
货币增速迭创新高，通胀预期逐渐加强	4
M2、M1 增速高企，通胀预期逐渐加强	4
通胀还是滞胀.....	5
通胀对保险行业的影响	5
债券收益率平稳运行，保费增速略有放缓.....	7
货币政策持续宽松，债券收益率平稳运行.....	7
寿险保费增速自年初略有下滑，平安银保占比明显上升	8
未来可能的股价催化剂及时间.....	10
权益类金融资产大幅加仓	10
行业政策刺激.....	10
债券及央票收益率开始明显上升	11
央行上调存款基准利率	11
股市持续上涨.....	11
值得关注的增长点——养老险的发展	12
公司估值及投资建议.....	13
维持中国平安“推荐”评级，上调 09 年评估价值至 55.97-57.13 元.....	13
维持中国太保“推荐”评级，上调 09 年公司评估价值至 27.42 元	15
维持中国人寿“谨慎推荐”评级，上调 09 年公司评估价值至 27.95 元.....	16
投资建议：众多潜在动因助力行业上涨，股价仍有较大空间	16

图表目录

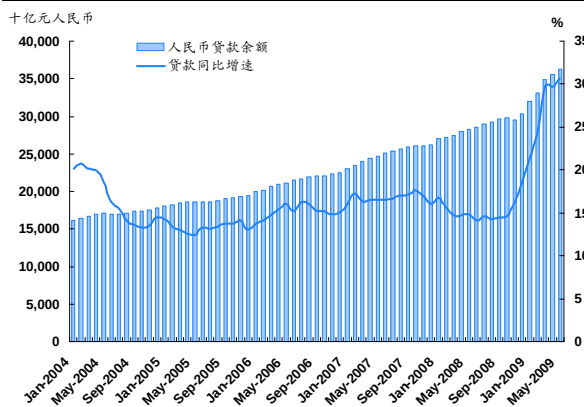
图 1:人民币贷款余额及其增速	4
图 2: M1、M2 同比增速	4
图 3:M1 与CPI之间具有较为显著的关系	4
图 4: 布伦特原油现货市场价格	4
图 5: 我国主要寿险公司万能险结算利率及CPI走势图	6
图 6: 投资连结险和股票指数走势的关系	6
图 7:欧洲富时 350 保险指数和富时 350 指数收益率对比	7
图 8: 伦敦银行间同业拆借利率走势 (LIBOR, 隔夜)	7
图 9:08-09 中国固定利率国债到期收益率	8
图 10: 08-09 银行间固定利率政策性金融债到期收益率	8
图 11:08-09 银行间固定利率企业债 (AAA) 到期收益率	8
图 12: 08-09 年央票收益率	8
图 13: 2006-2009 年 4 月我国各月保费收入走势图	9
图 14: 2006-2009 年 4 月我国各月寿险保费收入走势图	9
图 15: 2006-2009 年 4 月我国各月产险保费收入走势图	9
图 16: 2009 年 4 月寿险公司总保费及银保保费增速对比	9
图 17: 保险行业投资资产占比	10
图 18: 99-09 年工业增加值月度同比增速	10
图 19: 债券、央票收益率先于存款基准利率出现异动	11
图 20: 99-09 年存款基准利率走势	11
图 21: 美国人身险市场发展情况	12
图 22: 美国年金保费/人身险净保费走势	12
图 23: 美国年金保险深度变化	12
图 24: 08 年我国寿险业年金市场情况	12
 表 1: 09 年上半年保险行业主要监管政策	 10
表 2: 中国平安估值 (现金收购新桥持有的深发展股份)	13
表 3: 中国平安估值 (换股收购新桥持有的深发展股份)	14
表 4: 中国太保估值	15
表 5: 中国人寿估值	16
表 6: 保险板块估值表 (截至 2009.6.22)	17

货币增速迭创新高，通胀预期逐渐加强

M2、M1 增速高企，通胀预期逐渐加强

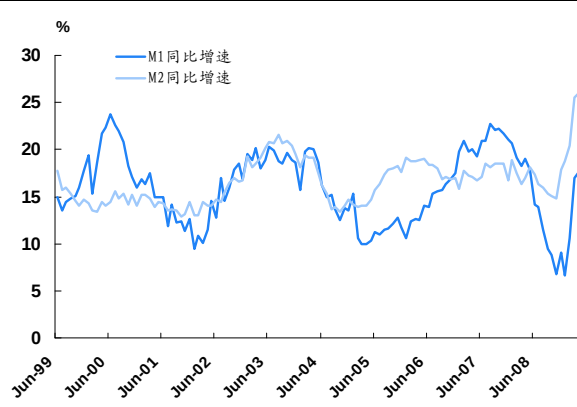
从去年 12 月份起，金融机构人民币新增贷款投放开始大幅增加，从而人民币贷款余额也呈现快速增长的态势，受贷款大量投放的影响，M2 增速自 12 月份开始逐渐上行，09 年 4 月 M2 增速达到自 96 年以来的最高点—25.95%，虽然 5 月 M2 同比增速略有下滑，但依然维持在 25.74% 的高位水平。M1 在经历了 08 年 11 月和 09 年 1 月的双底震荡之后也步入了大幅上升的通道，从而 09 年 4 月同比增速达到 17.48%，09 年 5 月更是攀升到 18.69% 的水平，由于我国 M1 统计量中包含企业活期存款，该指标的大幅上升反映了企业活动的加强，经济已经开始复苏。而 CPI 同比增幅已经启稳，CPI、PPI 环比反而还有所上升。从国际市场来看，油价在 100 多个交易日内迅速由近 32 元上涨到 70 元，涨幅 2 倍多。以上经济指标的快速增长或反转使得市场上通胀的预期逐渐加强，虽然通胀在今后的一至两个季度内并不一定明显，但只是一个时间问题。

图 1:人民币贷款余额及其增速



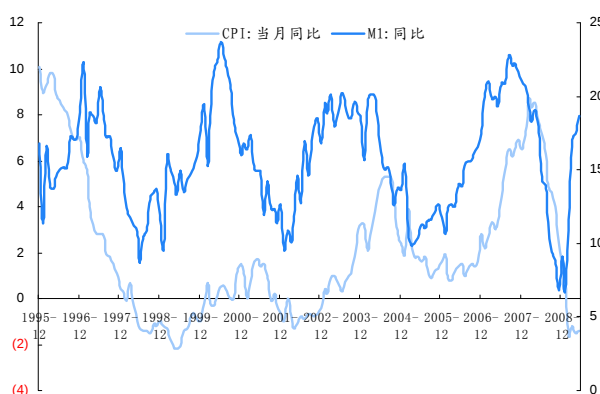
资料来源：CEIC、国信证券经济研究所

图 2: M1、M2 同比增速



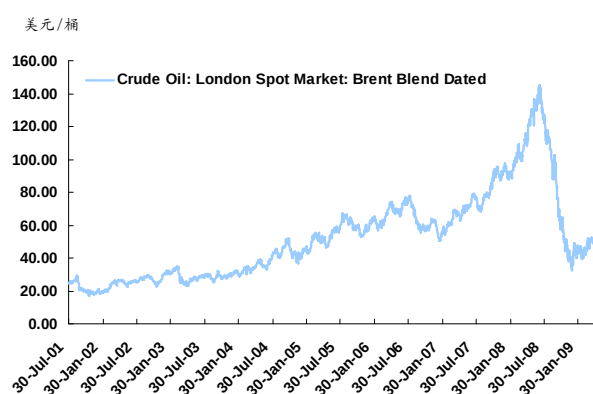
数据来源：CEIC、国信证券经济研究所

图 3:M1 与 CPI 之间具有较为显著的关系



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所

图 4: 布伦特原油现货市场价格



数据来源：CEIC、国信证券经济研究所

通胀还是滞胀

首先，我们定义一下标题中提到的通胀和滞胀的概念。

在这里我们定义的通胀为需求拉动型通胀，其经济表现主要在于低失业率、高通胀率、高增长率。而滞胀的主要表现则为经济陷入了低增长高通胀的局面，扩张的货币政策失去了刺激成长的效果，而仅仅导致通货膨胀。滞胀产生的原因一般是供给冲击，生产成本快速上涨使得社会供给不足，在带来通货膨胀的同时还会导致产出下降。高失业，高通胀，这是滞胀的典型表现。

回顾美国经济史，滞胀仅仅出现在美国 70-80 年代，其直接的原因主要有两个：一个是美国在第四次中东战争中公然袒护以色列，使得阿拉伯国家宣布收回石油标价权，导致原油价格暴涨了 3 倍多；另一个是美国工会力量非常强大，尽管产生衰退，但刚性的工资与物价仍然螺旋式上升。间接因素还有诸如美国遭遇科技创新瓶颈，美元贬值以及贸易份额下降等。以上几个因素的共同作用使得供给曲线和需求曲线分别先后向需求供给模型中的左上和右上方移动导致物价上涨同时产出下降。

中国经济的现状是有效需求不足，各行业产能过剩，目前石油价格虽然上升很快，但是此次油价上涨的一个主要原因是在于国际经济复苏背景下需求恢复的预期导致投机力量对原油期货的炒作结合美元贬值造成的，如果油价高企导致各国经济重新陷入衰退，那么油价是否能够持续上涨值得怀疑。

对于中国来说，在中国经济刚刚步入复苏阶段，由于油价的大幅上升导致经济受损，对于在经济增长中扮演重要角色的中国政府来讲是否能够容忍仍然是个疑问。

美国 70-80 年代之所以能够发生滞胀和美国强大的工会力量有着很大的关系，而在中国工会力量相对薄弱，在当前失业率较高的情况下出现工资-物价螺旋上升的可能性很小。

从目前的情况来看，根据国信宏观小组的观点，目前我国经济中率先复苏的是先导性行业，主要集中在下游，属于产业链条中的终端需求行业，也就是说在需求供给曲线模型中需求曲线率先向右上方移动，而不是供给曲线率先向左上方移动。

所以综合以上几方面因素的考虑，我们认为中国发生滞胀的可能性并不大。或者说中国的经济应该经历一轮大量释放流动性→需求开始扩张→CPI 开始上升的阶段。没有经历需求扩张的环节，CPI 持续性上升在目前看来可能性并不大。而需求的扩张必然又会带来供给的上升，从而促进经济的发展。

通胀对保险行业的影响

关于通胀对于保险行业的影响，我们认为应该从两个方面来阐述：

从承保方面来看，根据不同险种，通胀对其影响也不尽相同

由于寿险产品的费率和给付额度是由预定利率，预订死亡率以及预订费用率来厘定的，一经确定在有效期内一般不会发生改变，这种固定基础率将会不可避免地遭受通货膨胀的冲击。有的传统人寿险产品兼有储蓄功能比如说生死两全险和年金保险，人们在购买这种保险的时候往往是基于对生活的预期来购买该险种的保额的，而通胀则会使未来给付额大大降低；没有储蓄功能的寿险产品比如说定期寿险，由于通胀存在其保障功能也会大打折扣。

对于分红险来讲，虽然通常我们讲利率的提高会增加分红险帐户的投资收益，使分红增加从而抵消一部分通胀的影响，但是由于从观察到通货膨胀→通货

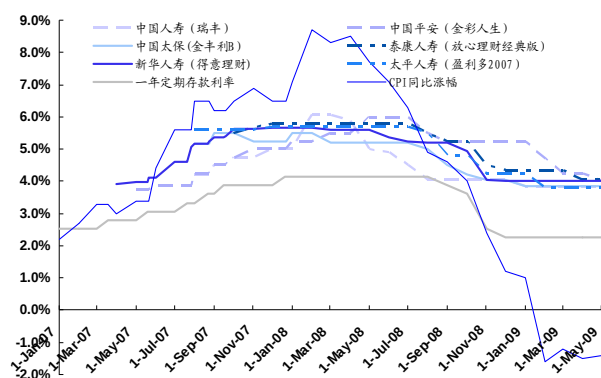
膨胀预期→债券投资收益增加→保单盈利→保单分红，每一个环节都会有时滞，所以会使保单红利的增加远慢于通货膨胀速度，因此分红险也会受到通货膨胀相当程度的影响。

对于万能险来讲，由于万能险的结算利率和一年定期存款利率紧密挂钩，每月都会根据利率和投资收益的情况进行调整，因此在投资方面对通货膨胀的有一定抵御作用，虽然万能险的保额受通胀的影响也会打折扣，但是，万能险的保障功能相对较弱，投保万能险的人们更侧重于其投资功能，因此万能险受通货膨胀的影响相对较弱。

对于投资连结险，由于投连险业务主要和股市走势相关，英国经验数据显示，股票市场 10% 的增长会带动趸缴投连产品销售增长 15%。因此，通货膨胀对投连险的影响主要是通过股市间接起作用。

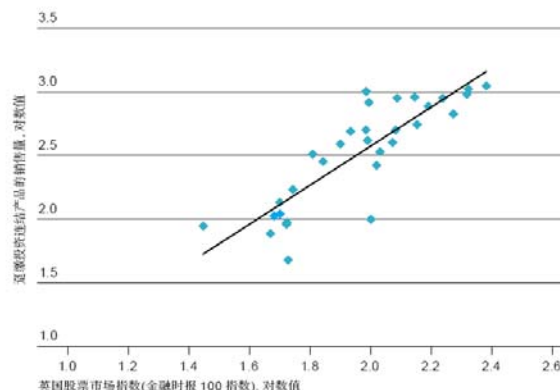
所以总体来看，通胀对保费的影响为负。

图 5：我国主要寿险公司万能险结算利率及 CPI 走势图



资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

图 6：投资连结险和股票指数走势的关系



数据来源：SWISS RE、国信证券经济研究所

从投资方面来看。目前我国保险行业的主要投资资产无非分为几类：1、固定收益类投资资产，其中包括债券、定期存款等。2、权益类金融资产，其中主要包括基金和股票。3、现金及其现金等价物，主要包括现金，原始期限在三个月内到期的债券、原始期限在三个月内到期的买入返售金融资产以及货币市场工具等。

当通胀预期逐渐形成时，资产价格开始迅速上扬，CPI 开始扭转跌势并步入上升通道，到 CPI 的持续上涨导致央行货币政策从宽松转向从紧时，利率开始上升，债券收益率在预期央行开始加息时便率先上升，此时债券的公允价格开始下跌。我们注意在这个过程中保险公司并不会大举加仓债券，因为债券的价格还在下行，受益的将是浮息债和计入持有至到期部分的增量（即使有，其量应该不会太大）固息债，同时受益的还有变动利率的大额协议存款、结构性存款、买入返售类金融资产、以及其他货币市场金融工具等。同时受益的还有权益类金融资产的投资收益，一般情况下权益类资产在通胀刚开始形成时会大幅上涨。

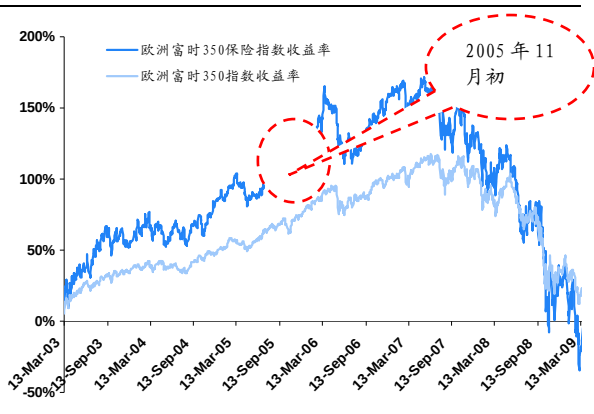
当加息临近后期时，虽然此时经济可能还会上行，但是恐慌的情绪已经蔓延整个市场，权益类金融资产价格开始率先下行（比如股市、基金等），此时基准利率和债券收益率高企，保险公司开始大举买入债券。

我们知道，保险公司资产中虽然权益类资产占比不高，但是其公允价值的变动影响却非常大，通胀初期权益类金融资产的大幅上升迅速增加了当期的投资收益。同时，基准利率的提高又增加了浮息债、计入持有至到期部分的增量固息债、变动

利率的大额协议存款、结构性存款、买入返售类金融资产以及其他货币市场金融工具的收益率水平。所以，我们从上面的分析中可以看出在通胀的初期利率刚开始上调时最有利于保险股的上涨。

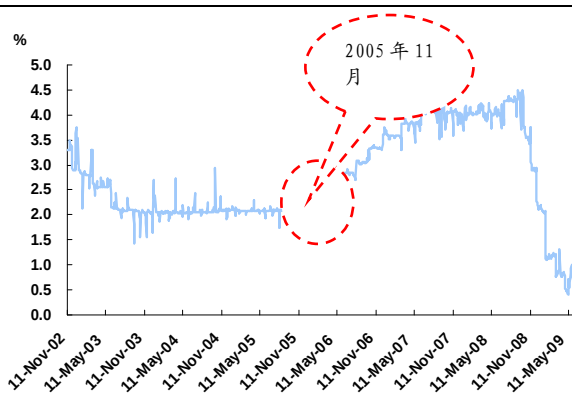
从欧洲富时 350 保险指数我们可以看出，欧洲富时指数从 2003 年 3 月开始反转，随着股市的反转富时 350 保险指数也开始上涨，此时的利率水平相对较为稳定。当 05 年 11 月份 LIBOR 开始显著上涨时，欧洲富时 350 保险股指数反映利率上涨的预期并于 11 月开始加速上涨。

图 7: 欧洲富时 350 保险指数和富时 350 指数收益率对比



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所

图 8: 伦敦银行间同业拆借利率走势 (LIBOR, 隔夜)



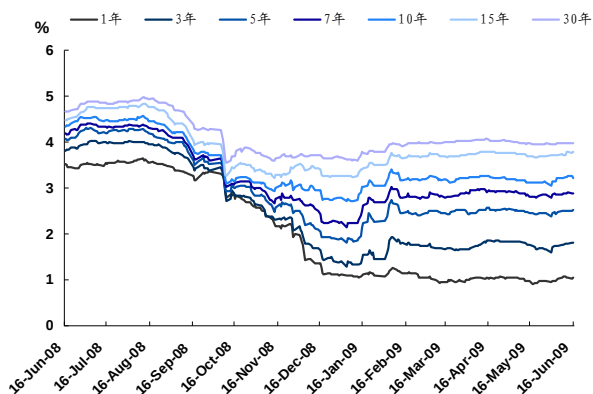
数据来源：Bloomberg、国信证券经济研究所

债券收益率平稳运行，保费增速略有放缓

货币政策持续宽松，债券收益率平稳运行

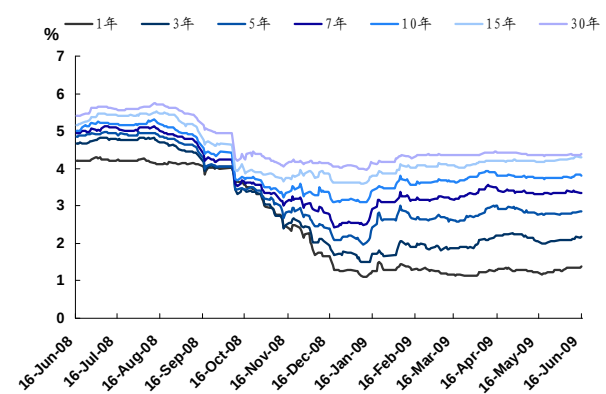
从一季度货币政策执行报告中我们可以看出，央行决心继续执行适度宽松的货币政策。虽然 4 月的新增贷款和一季度相比有了较大的降幅，但这和之前市场上的预期基本一致，而 5 月份的新增贷款达到 6645 亿元，则超出了市场的预期。由此人民币信贷余额也一路攀升，其增速达到 30.6% 的高点，贷款的大量投放使得 M1、M2 也大幅增加。货币政策的持续宽松也使的债券收益率自 09 年 2 月份以来一直较为平稳。

图 9:08-09 中国固定利率国债到期收益率



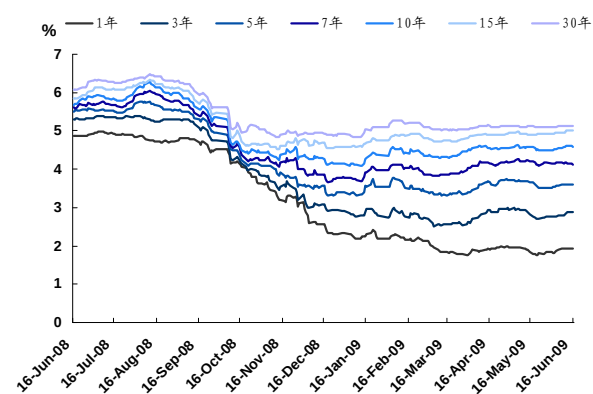
资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所

图 10: 08-09 银行间固定利率政策性金融债到期收益率



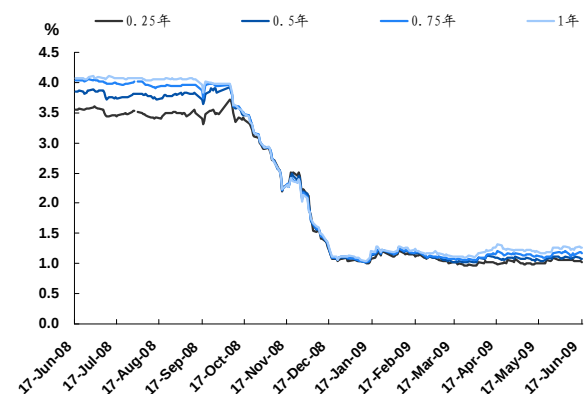
数据来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所

图 11:08-09 银行间固定利率企业债 (AAA) 到期收益率



资料来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所

图 12: 08-09 年央票收益率



数据来源: Wind 资讯、国信证券经济研究所

寿险保费增速自年初略有下滑，平安银保占比明显上升

从保费收入增速来看，寿险保费增速和去年相比无疑下降了很多，其原因主要有几点 1、保监会一再要求各家保险公司开发风险保障型人身保险产品和长期储蓄型产品，从而投资类产品增速放缓，投资类产品主要集中在银保渠道，且部分公司银保渠道占比较高，因此保费增速有所下降。2、受股市回暖的影响。保险产品，尤其是投资类产品比如万能险在某种程度上类似于固定收益类投资工具，随着股市的回暖，权益类投资工具对固定收益类投资工具的替代效应逐渐显现，使得保费增速有所下降。

从上市公司来看，由于平安银保基数相对较低，同时个险渠道代理人数量有了较大增长，因此无论从个险还是银保均有较高增速，其中银保增速高于 100%，使得公司银保占比也有去年 4 月份的约 13%增加到今年同期的近 24%，进入 5 月份后，由于公司去年同期保费基数较高使得公司保费增速略有下滑，由 4 月份的 42.88%下降到约 38.36%，预计 09 年下半年公司保费仍将维持较高增速，同时由于公司个险渠道增速较快因此新业务价值增速预计超过 40%。

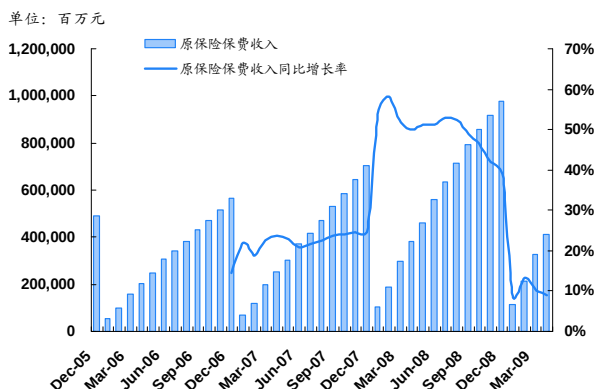
太保自年初保费增速即为负，主要原因在于公司去年中期开始停售银保渠道主力险种——金丰利万能险，使得去年 4 月份银保的基数显得过高，从而导致 09 年

4月银保保费收入同比下降。进入5月份后，公司的保费同比降幅有所放缓。

虽然公司由于银保增速的下降使得总保费增速为负，但由于趸交型万能险金丰利的停售使得公司银保期缴占比有所提升。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，我们预计公司全年新业务增速可望超过15%。

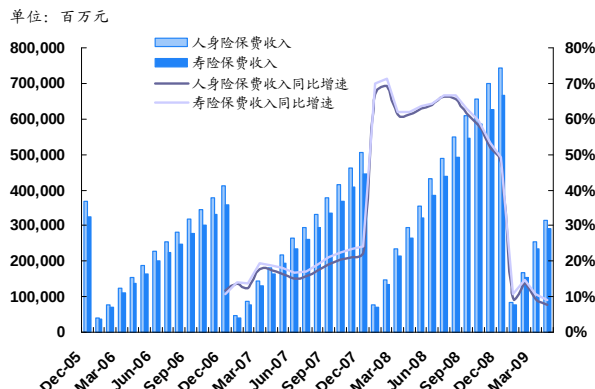
人寿保费增速年初超出此前市场预期，主要是由于08年1季度公司保费基数相对较低，但在08年4月之后，保费增速开始逐渐增加，使得当期保费基数逐渐提升。进入09年后随着公司保费结构调整的逐渐进行，银保占比有所下降，银保呈现负增长，使得总保费增速亦为负。由于公司个险渠道占比有所提高，因此我们预计公司09年新业务价值增速可望超过10%。

图 13: 2006-2009 年 4 月我国各月保费收入走势图



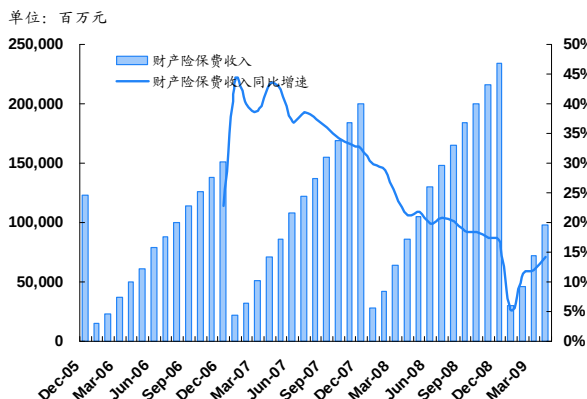
数据来源：CIRC，国信证券经济研究所

图 14: 2006-2009 年 4 月我国各月寿险保费收入走势图



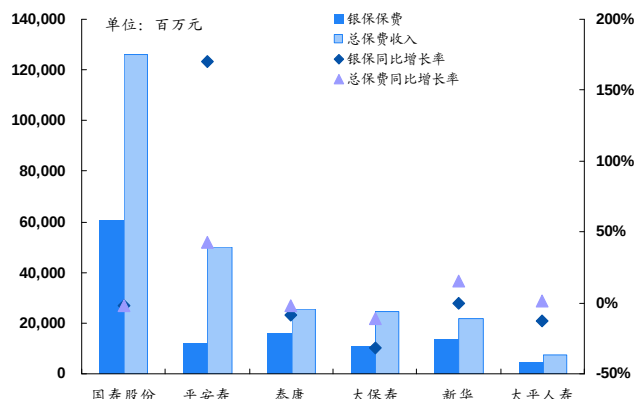
数据来源：CIRC，国信证券经济研究所

图 15: 2006-2009 年 4 月我国各月产险保费收入走势



数据来源：CIRC，国信证券经济研究所

图 16: 2009 年 4 月寿险公司总保费及银保保费增速对比



数据来源：公司数据，国信证券经济研究所

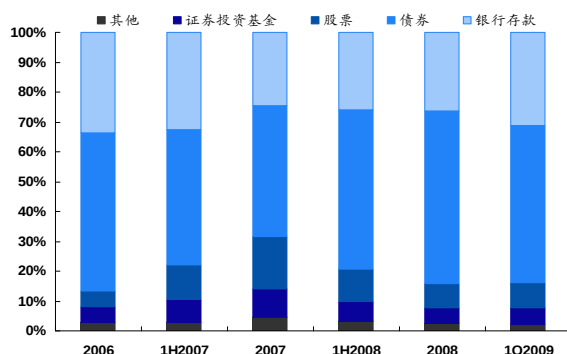
未来可能的股价催化剂及时间

权益类金融资产大幅加仓

我们可以看到在 09 年 1 季度，三家公司受益于股市回暖的程度是低于市场预期的，这主要源于保险公司对投资资金的安全性要求较高，在 1 季度宏观数据呈现出来的信息是并不稳定的，因此出于安全性考虑保险资金并未大幅加仓权益类金融资产。而在未来的两个季度内，央行预计仍将保持宽松的货币政策，因此在流动性继续保持充裕的情况下，目前债券收益率已经基本反映了未来央行货币政策的预期，而在通胀尚未成为经济的主要状态之前或经济未进入一个持续健康增长的态势之前，债券收益率出现大幅向上的空间并不大。权益类金融资产受益于经济的复苏有望实现较为可观的收益。

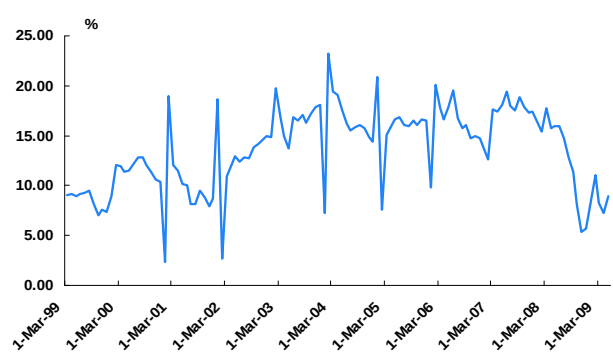
根据国信宏观经济小组的预测，在三季度部分行业的需求由于季节性因素将进入一个传统的淡季，同时去年的比较基数特别是 PPI 在去年同期基数较高，因此如果今年三季度 PPI 无法保持一个快速增长态势的话，该指标的走势有可能在三季度仍然不够理想，而物价的下滑对工业增加值将产生一定压力。进入四季度后工业生产总值将出现加速的回升，同时物价由于翘尾因素也将出现明显回升，从而带动诸多宏观指标出现明显回升。因此，基于这个判断保险公司权益类金融资产大幅加仓的时间可能就处在三季度。

图 17：保险行业投资资产占比



数据来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 18：99-09 年工业增加值月度同比增速



数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

行业政策刺激

在上半年监管部门连续出台了几个相关行业政策，极大的刺激了行业股价的上涨，进入下半年保险行业未上市股权及不动产投资细则有望出台。虽然这些政策不能在短期内增加保险公司的利润水平，但从长远来看对行业资产的优化配置、投资风险的分散以及对养老险的健康快速发展均具有积极意义。

表 1：09 年上半年保险行业主要监管政策

监管部门	政策出台时间	相关文件	主要影响内容
财政部	2009 年 3 月 19 日	《关于企业手续费及佣金支出税前扣除政策的通知》	“财产保险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 15%（含本数，下同）计算限额；人身保险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 10% 计算限额。”
保监会	2009 年 4 月 7 日	《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》	1、投资债权投资计划的余额，人寿保险公司一般不超过上季末总资产的 6%，财产保险公司一般不超过上季末总资产的 4%； 2、投资单一债权投资计划的余额，不超过可投资债权投资计划资产的 40%； 3、投资 A 类或者 B 类增级方式的单一债权投资计划的份额，不超过该投资计划发行额的 50%；投资 C 类增级方式的单一债权投资计划的份额，不超过该投资计划发行额的 40%；

保监会	2009 年 4 月 7 日	《关于增加保险机构债券投资品种的通知》	4、同一集团的保险公司，投资具有关联关系专业管理机构发行的单一债权投资计划的份额，合计不超过该投资计划发行额的 60%。
			1、投资境内市场发行人为中央大型企业（集团），具有国内信用评级机构评定 AAA 级或者相当于 AAA 级长期信用级别的同一期单品种无担保债券的份额，不得超过该期单品种发行额的 20%，且余额不得超过该保险机构上季末总资产的 5%。
			2、投资境内市场发行人为其他类型企业、属于国家产业政策支持行业、具有国内信用评级机构评定 AAA 级或者相当于 AAA 级长期信用级别的同一期单品种无担保债券的份额，不得超过该期单品种发行额的 5%，且余额不得超过该保险机构上季末总资产的 1%。
			3、投资香港市场发行人为大型国有企业、具有国际公认信用评级机构评定 A 级或者相当于 A 级以上信用级别的同一期单品种无担保债券的份额，不得超过该期单品种发行额的 5%，且余额不得超过该保险机构上季末总资产的 1%。
			4、投资同一企业发行的有担保企业（公司）债券和无担保债券的余额，合计不得超过该保险机构上季末总资产的 10%，且不得超过该企业最近一个会计年度净资产的 20%。
			5、保险机构应当根据偿付能力变化，调整无担保债券投资规模。季度偿付能力充足率低于 150% 的，不得投资无担保债券；连续两个季度偿付能力充足率降至 150% 以下的，不得增持无担保债券。
国务院	2009 年 4 月 29 日	《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》	“优化金融市场参与者结构，积极发展证券投资基金、社保基金、保险资产、企业年金、信托计划等各类机构投资者” “鼓励个人购买商业养老保险，由财政部、税务总局、保监会会同上海市研究具体方案，适时开展个人税收递延型养老保险产品试点”

资料来源：保监会、财政部、国信证券经济研究所

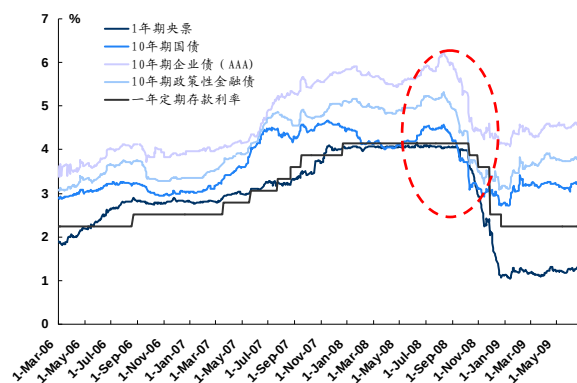
债券及央票收益率开始明显上升

如果 09 年 4 季度 CPI 及 PPI 增速大幅上升，则宏观经济将在 2010 年初遭受较大通胀压力，届时央行宽松的货币政策或将转向从紧，因此加息的预期将反映在债券及央票收益率中，使得债券和央票收益率出现明显上升。

央行上调存款基准利率

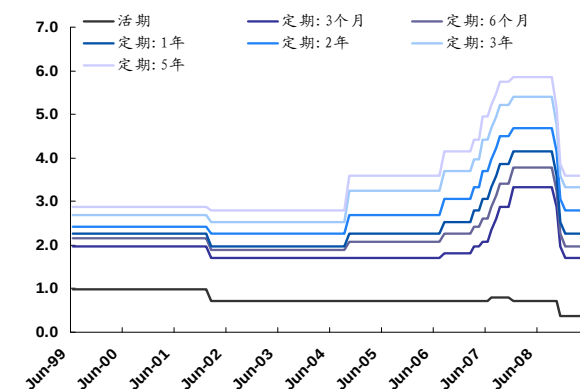
如果像前文所述，2010 年初宏观经济遭受到较大通胀压力，则央行可能会上调存款基准利率来防止经济过热的局面出现。

图 19：债券、央票收益率先于存款基准利率出现异动



数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图 20：99-09 年存款基准利率走势



数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

股市持续上涨

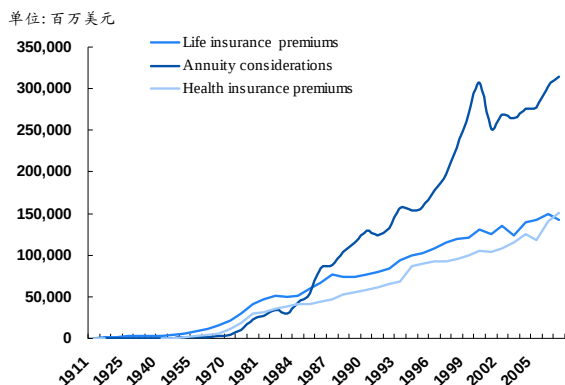
08 年年底，随着政府大规模的财政政策的出台以及大量流动性的释放，我国经济开始复苏，预计 09 年全年这种趋势不会改变。股市受益于经济复苏的预期开始上涨。由于保险资产中权益类金融资产对投资收益的贡献较大，因

此股市的上涨也将带动保险股股价的上扬。因此股市的上涨将贯穿于保险股上涨的始终。

值得关注的增长点——养老险的发展

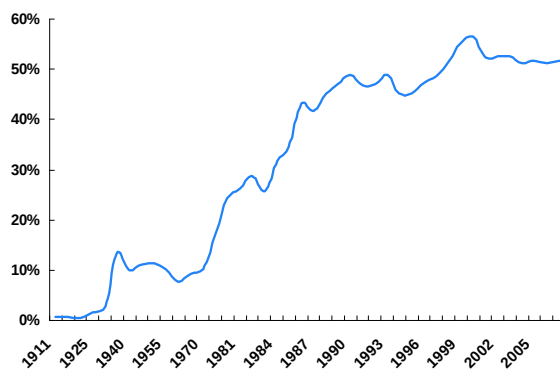
随着上海个税递延型养老险试点的开闸，中国养老险的发展将进入一个新的里程碑。如果试点顺利，向全国铺开估计只是时间问题。国外养老险发展的成功经验告诉我们，一国解决养老问题的最佳时间就是在人口红利期结束之前。相关研究表明，中国人口红利期将于 2015-2018 年结束，因此从 2009 年到 2015-2018 年这段时间或将成为我国养老险发展的黄金时期。同时，美国的数据显示，07 年美国年金保险占其人身险市场的半壁江山，而中国目前年金保险尚处于起步阶段，发展潜力非常巨大。因此养老险的快速发展将为保险行业的发展贡献新的增长点。

图 21：美国人身险市场发展情况



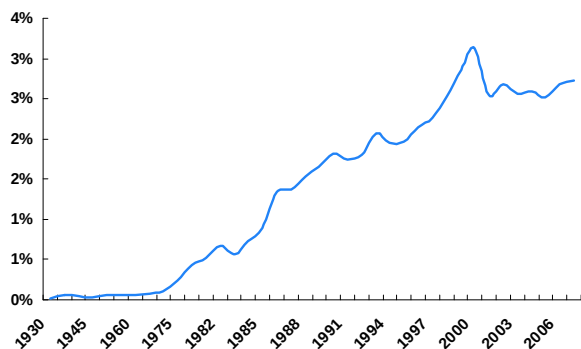
资料来源：ACLI，国信证券经济研究所

图 22：美国年金保费/人身险净保费走势



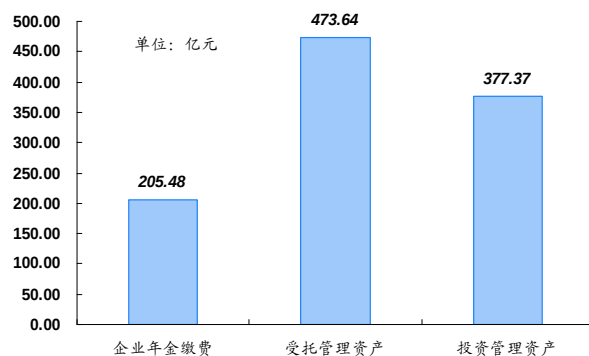
资料来源：ACLI 国信证券经济研究所

图 23：美国年金保险深度变化



资料来源：ACLI，国信证券经济研究所

图 24：08 年我国寿险业年金市场情况



资料来源：CIRC 国信证券经济研究所

公司估值及投资建议

从个股来看我们推荐的顺序为中国平安、中国太保和中国人寿，具体如下：

维持中国平安“推荐”评级，上调 09 年评估价值至 55.97-57.13 元

之所以首推中国平安主要是基于以下几个理由：

1、公司业绩弹性三家公司中最大，主要原因在于公司交易类金融资产占比最大，交易类金融资产变动直接计入利润表，因此对利润表贡献很大。同时从财务结构来看保险行业的负债成本类似于制造行业的财务杠杆，公司较高的负债成本虽然在熊市下使公司业绩负向变动很大，但在牛市背景下也会使公司业绩有很大提升。

2、个险渠道占比最高，从而新单利润率业内领先。

3、个险代理人产能显著高于同行，促使 09 年公司新业务价值有较大的增加，从而当前新业务乘数相对较低

4、公司费用管控能力很强，除利差外能够通过费差和死差为公司贡献利润。

5、公司收购深发展意义非常重大，通过收购深发展将完善平安集团作为金融控股集团的战略构架，弥补集团银行业务的不足，对增加保险业务的销售网络、银保客户资源共享以及降低保险产品销售成本等方面均有较为明显的作用。因此收购深发展将成为公司发展的一个非常重要的战略举措！

在计算其评估价值时由于公司收购新桥持有的深发展股份方式未定，因此我们分两种情况进行讨论 1、现金收购 2、向新桥定向增发换股收购

在第一种情况下，我们计算平安评估价值时我们采用其公布的投资收益率假设，即09年公司投资收益率为4.25%，以后逐年增加到5.5%，2014年以后保持在5.5%不变。贴现率采用其公布的假设11.5%。我们以2010年为半显性期的起点，标准化保费增速以及新单利润率在半显性期内呈现指数下滑趋势，同时考虑到未来养老保险的发展速度较快，我们将半显性期调整至20年，永续期标准化保费增速为3%，新单边际贡献率(NBV/APE)为16%。同时考虑到股市估值重心的上移，我们将公司其他业务（证券、银行及总部业务）的市盈率由10倍调高到15倍。得出在此情况下公司2009年评估价值57.13元（之前为50.61元，此结果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/EV2.89倍、隐含寿险公司P/EV2.51倍，隐含新业务乘数17.92倍。

在第二种情况下，我们在计算公司估值的假设和第一种情况相同。得出在此情况下公司2009年评估价值55.97元（由于增发的摊薄效应所以换股后评估价值略有降低，此结果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/EV2.78倍，隐含寿险P/EV2.42倍，隐含新业务乘数17.92倍。

表 2：中国平安估值（现金收购新桥持有的深发展股份）

	2009	2010
标准化保费	41,550.94	48,077.95
标准化保费增长率	52.61%	15.71%
新业务边际贡献率	29.47%	27.97%
一年新业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	12,244.56	13,446.82
一年新业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	12,244.56	13,446.82
经调整后的净资产价值，单位：百万	91,800.91	119,344.80

有效业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	53,238.33	57,335.52
有效业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	53,238.33	57,335.52
内含价值	145,039.24	176,680.32
一年新业务价值折现之和（含假设差异弹性）（单位：百万）	219,385.54	
一年新业务价值折现之和（不含假设差异弹性）（单位：百万）	219,385.54	
评估价值(AV)（单位：百万）	364,424.78	
隐含新业务乘数(Implied NBM)	17.92	
每股评估价值/每股内含价值(AV/EV)	2.89	
每股 FNBV(含弹性)	1.67	
每股 FNBV（不含弹性）	1.67	
总股数（单位：百万）	7,345	
每股内含价值(EVPS,含弹性))	19.75	
每股内含价值(EVPS,不含弹性))	19.75	
每股新业务价值（含弹性）	29.87	
每股新业务价值（不含弹性）	29.87	
平安寿险每股价值(含其他业务净资产)	49.62	
平安产险预期每股收益	0.20	
平安银行预期每股收益	0.10	
平安证券预期每股收益	0.07	
平安其他预期每股收益	0.13	
平安产险每股价值	2.93	
平安银行每股价值	1.48	
平安证券每股价值	1.09	
平安其他每股价值	2.02	
平安集团每股价值	57.13	

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表 3: 中国平安估值（换股收购新桥持有的深发展股份）

	2009	2010
标准化保费	41,550.94	48,077.95
标准化保费增长率	52.61%	15.71%
新业务边际贡献率	29.47%	27.97%
一年新业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	12,244.56	13,446.82
一年新业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	12,244.56	13,446.82
经调整后的净资产价值，单位：百万	95,356.09	127,612.28
有效业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	59,141.02	59,112.21
有效业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	59,141.02	59,112.21
内含价值	154,497.11	186,724.49
一年新业务价值折现之和（含假设差异弹性）（单位：百万）	219,385.54	
一年新业务价值折现之和（不含假设差异弹性）（单位：百万）	219,385.54	
评估价值(AV)（单位：百万）	373,882.65	
隐含新业务乘数(Implied NBM)	17.92	
每股评估价值/每股内含价值(AV/EV)	2.77	
每股 FNBV(含弹性)	1.60	
每股 FNBV（不含弹性）	1.60	
总股数（单位：百万）	7,644	
每股内含价值(EVPS,含弹性))	20.21	
每股内含价值(EVPS,不含弹性))	20.21	
每股新业务价值（含弹性）	28.70	
每股新业务价值（不含弹性）	28.70	
平安寿险每股价值(含其他业务净资产)	48.91	
平安产险预期每股收益	0.18	
平安银行预期每股收益	0.09	
平安证券预期每股收益	0.07	
平安其他预期每股收益	0.13	
平安产险每股价值	2.76	
平安银行每股价值	1.37	

平安证券每股价值	1.02
平安其他每股价值	1.91
平安集团每股价值	55.97

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，上调 09 年公司评估价值至 27.42 元

公司的主要优势在于：

1、P/EV较低，相对于平安和人寿，截至09年6月19日公司P/EV仅为1.86倍。

2、受益于上海两个中心建设、个税递延型养老险产品的试点以及最近公司以较低价格收购长江养老险之后，公司预计在养老险方面将有较快发展，发展潜力巨大。

3、由于太保产险是中国第二大产险公司，机构客户资源较为丰富，由此使得长江养老险公司的企业年金能够通过产险渠道进行销售，从而实现渠道整合。

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%，同时考虑养老险的发展我们将半显性期调整至20年，永续期标准化保费增速为3%，新单边际贡献率(NBV/APE)为16%，同时上调公司其他业务的市盈率至15倍，同时调增公司的新业务价值增速，得出在正常情况下公司评估价值27.42元（之前为23.98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 2.60倍，寿险公司（含其他业务调整净资产）P/EV2.31倍，隐含新业务乘数23.89倍。

表 4：中国太保估值

	2009	2010
标准化保费	13,885	17,555
标准化保费增长率	3.82%	26.43%
新业务边际贡献率	30.55%	30.05%
一年新业务价值（含假设差异弹性）	4,459	5,472
一年新业务价值（不含假设差异弹性）	4,242	5,275
经调整后的净资产价值	58,853	84,449
有效业务价值（含假设差异弹性）	22,492	28,718
有效业务价值（不含假设差异弹性）	22,431	28,137
内含价值	81,345	113,167
一年新业务价值折现之和（含假设差异弹性）	106,526	
一年新业务价值折现之和（不含假设差异弹性）	106,823	
评估价值 (AV)	187,871	
隐含新业务乘数(Implied NBM, 含假设差异弹性)	23.89	
隐含新业务乘数(Implied NBM, 不含假设差异弹性)	25.18	
每股评估价值/每股内含价值(P/EVPS)	2.60	
每股 FNBV（含假设差异弹性）	0.58	
每股 FNBV（不含假设差异弹性）	0.55	
总股数	7700	
每股内含价值 (EVPS, 含假设差异弹性)	10.56	
每股内含价值 (EVPS, 不含假设差异弹性)	10.56	
每股新业务价值(含假设差异弹性)	13.83	
每股新业务价值(不含假设差异弹性)	13.87	
太保寿险每股价值	24.40	
太保产险预期每股收益	0.07	
10 倍市盈率下的太保产险每股价值	0.99	
10 倍市盈率下其他业务每股价值	2.03	

太保集团每股价值
27.42

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

维持中国人寿“谨慎推荐”评级，上调 09 年公司评估价值至 27.95 元

公司的主要优势在于：

- 1、经营风格稳健规范且极具政府背景
- 2、由于上市公司为单纯寿险公司，所以能够充分享受到保险行业增长的益处。

但从估值来看，人寿的估值依然在三家公司中最高，因此我们维持“谨慎推荐”评级。

在计算人寿评估价值时我们采用其公布的投资收益率，即 09 年公司投资收益率为 4.50%，以后逐年增加到 5.5%，2013 年以后保持在 5.5% 不变。贴现率采用其公布的假设 11%，和之前相比下调了 1 个百分点。考虑养老保险的发展我们将半显性期调整至 20 年，永续期标准化保费增速为 3%，新单边际贡献率(NBV/APE)为 16%。得出在此情况下公司 2009 年评估价值 27.95 元（之前为 26.06 元，此结果考虑我们所用假设低于公司公布假设之弹性差异），隐含寿险公司 P/EV2.87 倍，隐含新业务乘数 31.68 倍。

表 5：中国人寿估值

	2008	2009
标准化保费	81,509	98,742
标准化保费增长率	26.00%	21.14%
新业务边际贡献率	19.93%	18.93%
一年新业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	16,243	18,689
一年新业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	16,243	18,689
经调整后的净资产价值，单位：百万	162,439	206,270
有效业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	112,923	129,780
有效业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	112,923	129,780
内含价值	275,362	336,050
一年新业务价值折现之和（含假设差异弹性）（单位：百万）	514,597	
一年新业务价值折现之和（不含假设差异弹性）（单位：百万）	514,597	
评估价值 (AV)（单位：百万）	789,959	
隐含新业务乘数(Implied NBM)	31.68	
每股评估价值/每股内含价值(AV/EV)	2.87	
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)	9.74	
每股内含价值 (EVPS,不含假设差异弹性)	9.74	
每股新业务价值（含假设差异弹性）	18.21	
每股新业务价值（不含假设差异弹性）	18.21	
中国人寿每股价值	27.95	

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

投资建议：众多潜在动因助力行业上涨，股价仍有较大空间

根据国信宏观小组的预测，三季度宏观数据将出现一定波动，反映到股市上亦或有一定影响，因此三季度行业股价可能会随大盘出现一定波动。但从我们前面的分析可以看出，通胀预期逐渐抬头，通胀的到来只是时间问题。而在通胀初期由于利率的上升以及股市的上扬将推动具有高杠杆的保险股业绩大幅增加。养老保险的快

速增长可能成为行业内新的业务增长点,同时年内或将出台的政策面因素也将刺激行业上涨,股价仍有较大空间。

表 6: 保险板块估值表 (截至 2009.6.22)

公司名称	收盘价		P/EV			NBM	
	2009-6-22	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中国平安	46.72	2.79	2.37	1.94	25.79	16.18	12.38
中国太保	19.85	2.18	1.88	1.36	22.70	16.87	7.63
中国人寿	26.77	3.15	2.75	2.25	37.10	29.63	22.71
	投资评级		P/E			P/B	
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中国平安	推荐	518.37	39.03	22.50	4.36	3.63	2.79
中国太保	推荐	114.15	30.50	15.43	3.14	2.47	1.83
中国人寿	谨慎推荐	75.15	44.99	24.43	5.61	4.60	3.64

资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

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研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔嵘	021-68866202		高健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方焱	0755-82130648		凌晨	021-68866233	
黄飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈煊	010-82254212					王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭波	0755-82133909		李君	021-68866235		郑东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左涛	021-68866253		秦波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料					
高芳敏	021-68864586		黄茂	0755-82133476				
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
农业			煤炭			建筑		
张如	021-68866233		李然	0755-82130681		邱波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨涛	0755-82133339		戴军	021-68864585		林晓明		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦骥	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		刘塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				