

增持 维持

金融—保险业

2009 年 7 月 2 日

近期保险股大幅上涨点评

---继续看好保险，首选平安，其次太保

保险行业核心分析师：潘洪文 AIA

panhw@htsec.com

021-23219389

事件：自 6 月 18 日海通中期投资策略报告提出“[保险行业趋势见底回升，并上调行业评级至“增持”，首选平安，其次太保](#)”以来，保险股明显跑赢大盘，其中中国平安、中国太保、中国人寿分别上涨 17.4%、21.1%和 8.6%，而同期沪深 300 指数仅上涨 5.9%。

点评：

我们当时上调行业评级的判断主要基于：1、保单成本大幅下降使得赚取利差逐渐趋合理；2、09 年新业务价值增长很可能超预期；3、资产减值计提接近尾声、净利润增速三季度见底回升。近期保险股大幅上涨反映了市场对保险行业趋势见底的认同。

我们最新的观点：

近期中国人寿和中国平安大幅加仓权益，中国太保亦开始加仓，考虑到非常高的权益投资比例及目前资本市场明显回暖，[我们认为即使下半年股市不出现较大上涨，三家保险公司全年的投资收益很可能会超出市场预期，而保单成本的大幅下降使得全年业绩增长超预期成为大概率事件，因此我们继续看好保险业。](#)

我们认为基本面的见底回升将进一步提升保险股的估值水平。由于 2009 年全年投资收益率可能超预期，保险股估值使用的投资收益率假设存在一定上调空间，将上调至正常水平（而此前市场使用较保守的投资收益率假设），这将驱动保险股估值进一步提升。此外，对于中国平安，由于目前整体市场估值水平上移，中国平安的非寿险业务存在一定估值上升空间。[我们将在后续报告中对三家公司的盈利预测和估值水平进一步上调。](#)

2009 年保险业务展望。从 2009 年上半年业务情况来看，三家公司有效的业务（即价值贡献大的业务）增长均不错，其中中国平安和中国太保尤为突出，尽管低利润率的银保渠道业务出现较大下滑（平安除外）。我们预计中国平安上半年新业务价值增长超过 30%，中国太保超过 25%，中国人寿超过 15%，增长超出市场预期。

今年半年报中，三家公司可能都会披露内含价值报告，因此新业务价值增长快的中国平安和中国太保将更受青睐。展望 09 年下半年，我们与市场一线人员交流下来，认为目前经济环境对高价值的个险渠道保单销售影响较有限，虽然三、四季度新业务增长不大可能复现一季度（有开门红因素），但很可能会好于二季度。因此，我们分别上调中国平安、中国太保和中国人寿 2009 年一年新业务价值增速至 25%、20%和 15%（此前 20%、15%和 10%）。

保险股目前估值水平及投资建议。从估值来看，在不考虑非寿险业务估值提升（即非寿险业务均按 1 倍 PB 估值），目前中国平安、中国太保和中国人寿对应 2009 年隐含新业务倍数分别为 22.1 倍、23.0 倍和 32.9 倍。可见，中国平安和中国太保估值依然具备安全边际。如果考虑非寿险业务估值提升，给与银行、券商、财险 2-2.5 倍 PB 估值水平，则中国平安估值水平具备明显优势。同时，考虑到中国平安业绩弹性最大（交易性金融资产占比最高）、最好的业务增长以及非寿险业务存在最大的估值提升空间，因此中国平安仍是我们的首选。我们继续看好中国平安和中国太保，并将在后续报告中对三家公司的盈利预测和估值水平进一步上调。

近期行业可能催化剂。10 月份保监会很可能出台保险公司投资物业和未上市股权的相关政策，这将进一步拓宽保险资金的投资渠道，利好保险业。

主要风险。下半年如果股市出现较大下跌，保险公司投资收益和业绩增长可能低于我们预期。

表 1 中国平安、中国太保和中国人寿盈利预测对比

	EPS(元)			BVPS(元)			NBVPS(元)			EV(元)		
	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中国平安	0.09	0.81	1.17	10.72	12.25	14.25	1.16	1.45	1.74	16.73	20.10	23.24
中国太保	0.17	0.51	0.60	6.33	7.24	8.35	0.47	0.57	0.67	9.09	10.42	12.33
中国人寿	0.36	0.59	0.69	4.77	5.16	5.46	0.49	0.57	0.65	8.49	9.87	11.58

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 中国平安、中国太保和中国人寿估值对比

	P/E			P/B			P/EV		
	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中国平安	579.95	64.53	44.68	4.87	4.27	3.67	3.12	2.60	2.25
中国太保	135.20	46.29	39.40	3.71	3.25	2.82	2.59	2.26	1.91
中国人寿	80.10	48.17	41.14	5.98	5.53	5.22	3.36	2.89	2.46

资料来源：公司公告，海通证券研究所

近期重点行业报告：

- 2009 年保险行业投资策略：经营环境恶化，但明年估值可能见底 2008.11.27
- 节后保险股股价上涨点评（上调中国平安目标价至 40.12 元） 2009.2.6
- 近期行业事件及保险股看法（继续看好业务高增长、低估值的平安和太保，目标价 48.40 元和 23.41 元） 2009.5.19
- 节后保险股大幅上涨点评（上调中国平安目标价至 54.13 元） 2009.6.2
- 2009 年中期保险行业投资策略：行业趋势见底回升，上调评级至“增持” 2009.6.18

信息披露

分析师负责的股票研究范围

潘洪文：金融保险行业

重点研究上市公司：中国平安、中国人寿、中国太保。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。