

分析师： 刘 俊

联系人： 李 聪 (8621) 63299573 licong@cjsc.com.cn

估值阶段变迁带来的机会

报告要点

■ 近期保险股表现较为强势，股价呈现出加速上升的态势

对于保险股而言，股价向上延续的趋势与保险股净资产的增长存在着明显的正相关。在股市行情向好的情况下，一旦保险股的净资产形成向上的趋势，这个时候保险股的股价将出现双重溢价的过程。虽然大盘的走势我们难以准确把握，但是保险公司净资产上涨的趋势还是属于大概率的事件。因此在这种态势之下，我们仍然看好保险股可能带来超额收益的阶段。

■ 保险股经历的三个阶段

第一阶段：触底回升的阶段

典型标志：估值方法以绝对估值法为主(例如：P/EV 和 P/B)

第二阶段：价值中枢的寻找

第二阶段上半部：价值中枢的寻找的初期

典型标志：估值方法转变为评估价值法，但是估值中的假设相对保守（例如：净资产增速、投资收益率、一年期新业务价值以及价值倍数），同时采用综合估值的方式，例如对中国平安这类的综合性金融集团，对于非寿险业务，大家并不给予溢价，也即只给予 1 倍的 P/B。

第二阶段下半部：合理估值上限区域的寻找

典型标志：估值方法仍然为评估价值法，但是估值中的假设不再保守，会采用预计的最近的财务报表中的数据去替代原有的假设（例如：净资产增速、投资收益率、一年期新业务价值以及价值倍数），同时采用分部估值的方式，例如对中国平安这类的综合性金融集团，对于非寿险业务，给予一定的溢价，例如 2 倍的 P/B 或者是 P/E 的方式。

第三阶段：估值开始泡沫化的阶段

典型特征：估值方法仍然以评估价值法为主导，同时 P/E 方式也得到很多人的认可。但是在采用评估价值法进行评估的时候，开始有人对其评估方法中的假设进行调整，例如：提高保险公司的长期投资回报率假设，一年期新业务价值的增长率以及新业务价值倍数。而采用 P/E 方法对保险股进行估值的时候，并不是采用保险公司每年所爆出来的 EPS 作为其 P/E 估值的 E，而是将通过测算，保险公司的全年可能赚到的钱全部计算在内，即将保险会计上所隐藏的利润全部计算在内。简单而言，在这个阶段就是将短期收益用来替代了长期收益率。

■ 目前阶段中国平安空间最大

我们认为在目前明显处于从“**第二阶段上半部：价值中枢的寻找的初期**”到“**第二阶段下半部：合理估值上限区**

域的寻找”的转化当中，这个阶段估值能够提升最大的将是中国平安，其目前的股价距离这个合理估值上限的区域的空间也是最大，**因此，提醒大家注意这样的一个明显的相对收益的机会。**

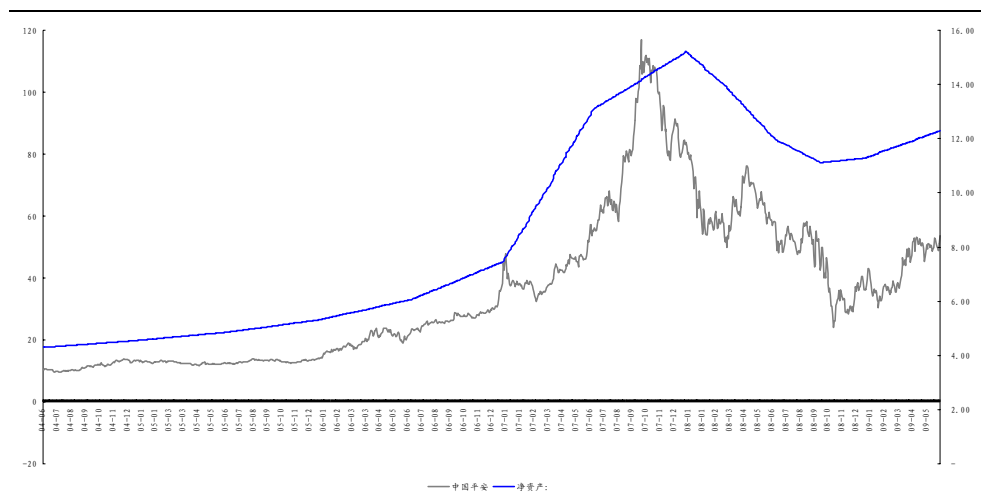
从中报来看，中国人寿有可能在三家公司中净资产增速上最大，因此我们提醒大家中国人寿可能在中报附近出现的这样一次交易性机会。同时如果整个市场进入保险股的第三个阶段，中国人寿也有可能成为机会较大的公司，这主要是因为向好的情况下，中国人寿在财务处理上对于浮盈的处理也更为乐观一些，这些措施会使其短期财务报表表现更为亮丽，因此容易受到市场的追捧。

从长期估值的角度上来讲，目前我们仍然维持“中国平安”与“中国太保”“推荐”的投资评级和维持“中国人寿”“谨慎推荐”的投资评级，但是警惕“中国人寿”可能出现的机会。

第一，保险股股价的加速上升

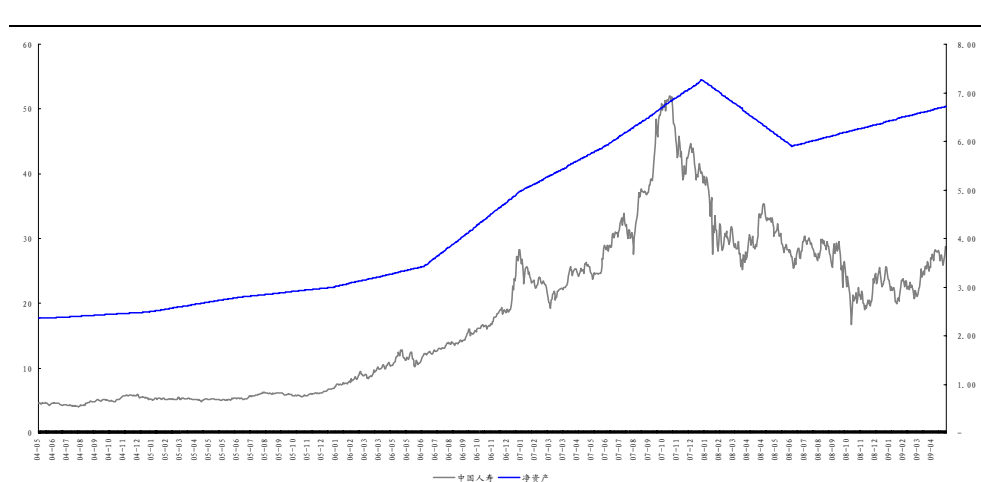
在我们对中期策略报告的推荐期间，保险股的股价已经出现了我们在中期策略报告中的加速上升的状况，这其中的缘由我们在今年的中期投资策略报告《仍将延续的趋势》中给予了明确的说明，这里我们不妨再来回顾这样的几个观点：

图 1、中国平安上市以来股价表现与净资产变化趋势（港股）



资料来源：wind、长江证券研究所

图 2、中国人寿上市以来股价表现与净资产变化趋势（港股）



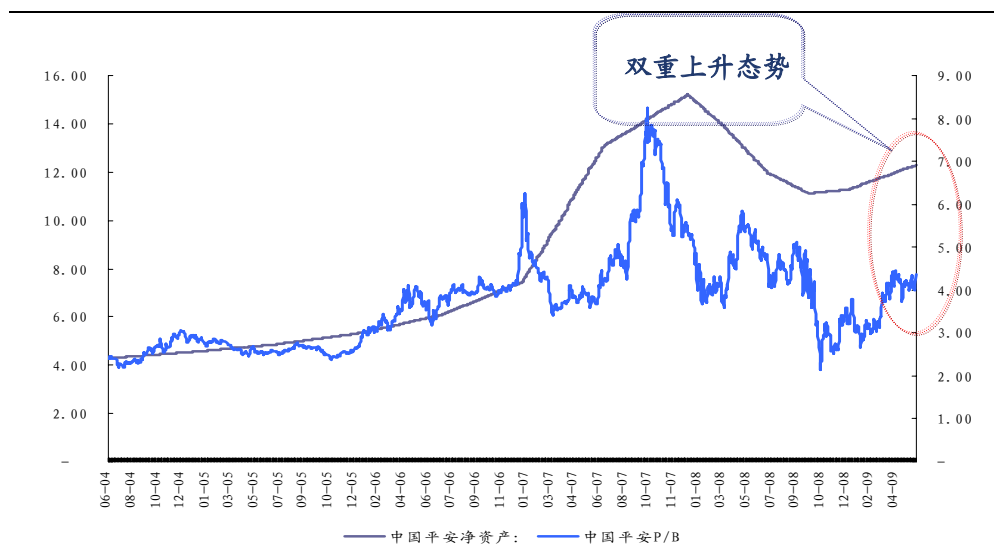
资料来源：wind、长江证券研究所

在中期策略报告中，我们已经提出，**对于保险股而言，股价向上延续的趋势与保险股净资产的增长存在着明显的正相关。**

在这里我们基本上可以预计的是，**在今年的第二季度保险公司的净资产增速将会出现明显的加速。**这主要是由于保险公司的财务数据会随时收益的实现而逐期进行确认。因此，保险股的净资产在 3、4 季度仍然出现上涨的趋势属于大概率事件，同时股价的上涨趋势也将得到很好的提升。

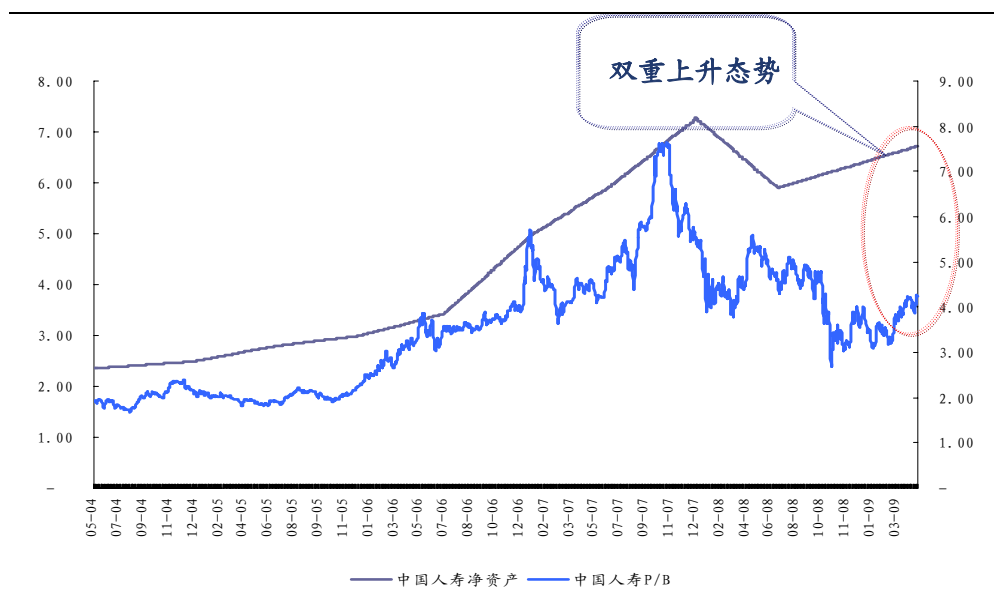
在我们的中期报告中，我们已经提到，**在股市行情向好的情况下，一旦保险股的净资产形成向上的趋势，这个时候保险股的股价将出现双重溢价的过程。**

图 3、中国平安历史净资产及 P/B 水平（港股）



资料来源：wind、长江证券研究所

图 4、中国人寿历史净资产及 P/B 水平（港股）



资料来源：wind、长江证券研究所

从上面的图中我们可以看出，保险股目前都明显的处于净资产与估值水平上升的图中，因此股价得到双重体现也就不足为奇了。

在目前的态势下，虽然大盘的走势我们难以准确把握，但是保险公司净资产上涨的趋势还是属于大概率的事件。因此在这种态势之下，我们仍然看好保险股可能带来超额收益的阶段。对于整个行业，我们仍然给予“看好”的评级，仍然值得我们超配。

第二，保险股经历的三个阶段

无论是在上一轮中，还是在这一轮中，保险股股价的走势都在重复着一样的故事，在这个过程当中，我们认为这一轮保险股的走势极有可能再次重复这样的一个故事。而把握清楚这样的趋势，将对我们未来的保险股的股价走势形成清醒的认识。

第一阶段：触底回升的阶段

典型标志：估值方法以绝对估值法为主(例如：P/EV 和 P/B)

在保险股触底回升的过程中，大家对于保险股能否产生真正的底是最为关切的，因此，保险股的底是最为重要的一个问题，同时在触底回升的阶段，大家寻求的还是一个股价跌过了回归到自然阶段的一个过程。因此在这个阶段，绝对估值法成为市场的主导。我们将这个阶段定义为从股价见底到回升到 2 倍 EV 的阶段，以中国平安为例，也就是股价从每股 20 元回升到每股近 40 元左右的位置。

图 5、中国平安 2007 年 1 月到 2009 年 5 月股价表现与净资产变化趋势（港股）



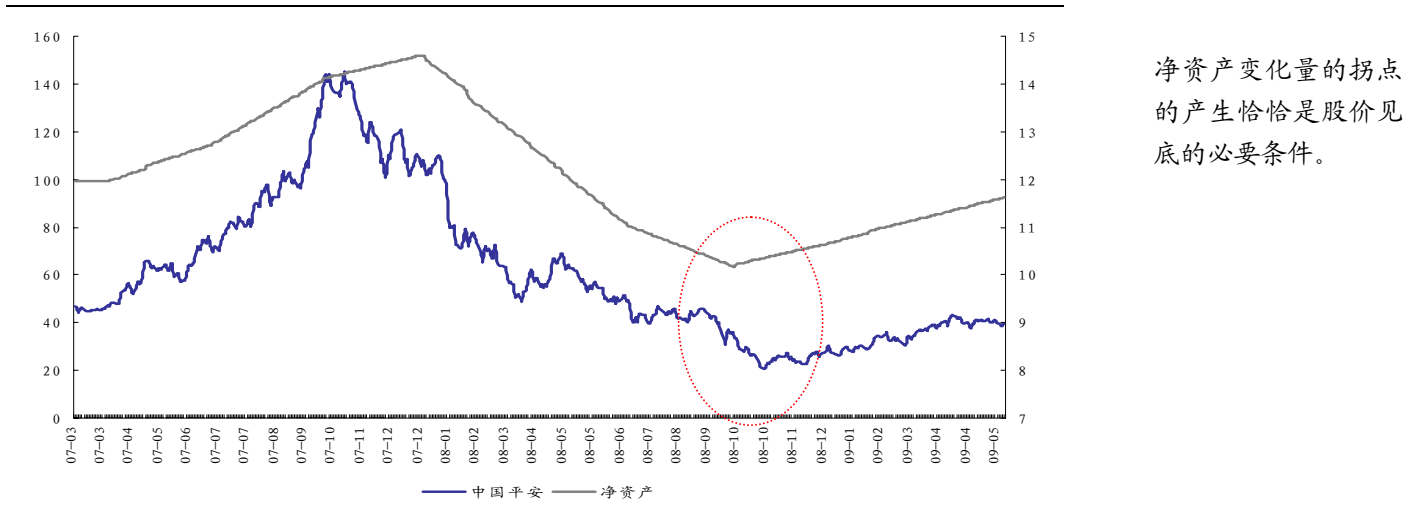
资料来源：公司数据、长江证券研究所

图 6、中国人寿 2007 年 1 月到 2009 年 5 月股价表现与净资产变化趋势（港股）



资料来源：公司数据、长江证券研究所

图 7、中国平安 A 股上市以来股价表现与净资产变化趋势



资料来源：公司数据、长江证券研究所

历史上的趋势也表明，净资产见底是股价见底的先行条件。

第二阶段：价值中枢的寻找

在这个阶段，整个市场开始摆脱期初的悲观预期，开始寻求保险股股价的价值中枢，或者说其公允价值所在，在这个部分大家的思路总是先用一个较为保守的方式去计算这样的一个结果，然后再用预计财务报表中的最有可能数据去替代缘由假设，达到一个合理估值的结果。因此，我将市场的这个过程再分为了两个阶段。

第二阶段上半部：价值中枢的寻找的初期

典型标志：估值方法转变为评估价值法，但是估值中的假设相对保守（例如：净资产增速、投资收益率、一年期新业务价值以及价值倍数），同时采用综合估值的方式，例如对中国平安这类的综合性金融集团，对于非寿险业务，大家并不给予溢价，也即只给予 1 倍的 P/B。

第二阶段下半部：合理估值上限区域的寻找

典型标志：估值方法仍然为评估价值法，但是估值中的假设不再保守，会采用预计的最近的财务报表中的数据去替代原有的假设（例如：净资产增速、投资收益率、一年期新业务价值以及价值倍数），同时采用分部估值的方式，例如对中国平安这类的综合性金融集团，对于非寿险业务，给予一定的溢价，例如 2 倍的 P/B 或者是 P/E 的方式。

针对目前的情况，我们认为 3 家保险公司的估值都应该能够得到一定程度的提升。

在这个过程中，我们分别来进行分析：

中国平安估值提升过程：

表 1、中国平安估值（第二阶段上半部）

-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	投资收益率（4.25% -5.5%）	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
--------	-------	-------	-------	-----------------------	-------	-------	-------	--------

有效业务价值	32,251	37,750	43,248	48,747	54,246	59,744	65,243	70,742	80,090
一年期新业务价值	9,102	9,389	9,676	9,962	10,249	10,541	10,834	11,110	11,396
调整后净资产	83,400	83,400	83,400	83,400	83,400	83,400	83,400	83,400	83,400
新业务价值乘数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
每股估值	46.73	48.45	50.18	51.90	53.63	55.37	57.11	58.80	61.05

资料来源：公司数据、长江证券研究所（中国平安除寿险外的其他业务估值在净资产中有所包含，估值为 1 倍 P/B）



表 2、中国平安估值（第二阶段下半部）

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	投资收益率（4.25 % -5.5%）	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	24,029	31,690	39,351	47,012	54,673	61,193	67,713	74,233	80,753
一年期新业务价值	9,481	9,780	10,079	10,378	10,676	10,981	11,285	11,573	11,871
调整后净资产	95,253	95,253	95,253	95,253	95,253	95,253	95,253	95,253	95,253
新业务价值乘数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
其他业务溢价（2 倍 P/B）	65,956	65,956	65,956	65,956	65,956	65,956	65,956	65,956	65,956
每股估值	57.49	59.55	61.61	63.67	65.73	67.65	69.58	71.44	73.35

资料来源：公司数据、长江证券研究所

在中国平安提升估值的这个过程中，我们将其一年期新业务的价值的增长率调回到 25%，同时净资产的增速调整到 20%。而关于新业务价值倍数，我们并没有做出调整，仍然采用原有假设，因为这个指标毕竟是和将来保费收入的增长相关，在这一点上，我们并不觉得目前的态势有在这个指标上大大超出预期的可能性存在。同时，我们考虑进入分部估值法，即给予中国平安非寿险业务 2 倍 PB 的估值水平。因此，中国平安目前的股价 55.81 元距离我们调整后的 65.73 元仍有超过 15% 的空间。

中国人寿估值提升过程：

表 3、中国人寿估值（第二阶段上半部）

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	公司用投资收益率 (5.5%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	64,449	77,997	91,546	105,094	118,643	195,702	207,380	219,059	230,738
一年期新业务价值	9,091	10,821	12,552	14,282	16,013	17,744	19,476	21,204	22,934
调整后净资产	148,043	148,043	148,043	148,043	148,043	148,043	148,043	148,043	148,043
新业务价值乘数	23	23	23	23	23	23	23	23	23
每股估值	14.75	16.61	18.47	20.33	22.18	26.29	28.08	29.87	31.66

资料来源：公司数据、长江证券研究所



表 4、中国人寿估值（第二阶段下半部）

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	公司用投资收益率 (5.5%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	64,449	77,997	91,546	105,094	118,643	132,198	145,753	159,308	172,863
一年期新业务价值	9,091	10,821	12,552	14,282	16,013	17,744	19,476	21,204	22,934
调整后净资产	168,716	168,716	168,716	168,716	168,716	168,716	168,716	168,716	168,716
新业务价值乘数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
每股估值	16.29	18.30	20.31	22.32	24.33	26.34	28.35	30.36	32.37

资料来源：公司数据、长江证券研究所

中国人寿在提升估值的过程中，其最能提升空间的部分只有一处，那就是中国人寿的净资产增速，在这一点上，其在中期财务报表上可能取得超越其他两家公司的成绩，因此，我们也应该注意其可能带来的交易性机会。在对中国人寿在第二阶段估值的提升过程中，由于其并没有其他被低估的非寿险资产，因此，其估值水平提升的幅度较小。

中国太保估值提升过程：

表 5、中国太保估值（第二阶段上半部）

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	投资收益率(4.5% - 5.2%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	8,408	11,898	15,387	18,876	22,365	25,656	28,947	32,238	36,322
一年期新业务价值	3,196	3,447	3,697	3,948	4,199	4,435	4,672	4,951	5,201
调整后净资产	53,686	53,686	53,686	53,686	53,686	53,686	53,686	53,686	53,686
新业务价值乘数	23	23	23	23	23	23	23	23	23
每股估值	17.61	18.81	20.01	21.22	22.42	23.55	24.69	25.95	27.23

资料来源：公司数据、长江证券研究所


表 6、中国太保估值（第二阶段下半部）

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	投资收益率(4.5% - 5.2%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	10,278	13,391	16,504	19,617	22,730	25,845	28,960	32,075	35,191
一年期新业务价值	3,379	3,675	3,971	4,268	4,564	4,859	5,154	5,453	5,749
调整后净资产	61,468	61,468	61,468	61,468	61,468	61,468	61,468	61,468	61,468
新业务价值乘数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
其他业务溢价(2倍 P/B)	30,713	30,713	30,713	30,713	30,713	30,713	30,713	30,713	30,713
每股估值	24.28	25.64	27.01	28.37	29.74	31.10	32.47	33.84	35.21

资料来源：公司数据、长江证券研究所

中国太保估值提升的过程与中国平安估值提升的过程较为类似，一年期新业务价值增长率提升至 25%，同时净资产增速升为 18%，同时给予其他业务 2 倍的 PB，最终中国太保的估值结果上升为 29.74 较目前的股价 26.43 仍有 12.5% 左右的空间。

因此，经过近期的涨幅，中国平安的相对优势已经极为明显，在这个过程中，中国平安能够得到的估值提升空间应该也是最大的，但是近期的股市并没有如此反映，我们相信，没有反映的股份在接下来的时间中一定能够得到反映。

在这里需要重点说明的是，我们并不是认为保险股的股价上涨到我们这个价格就没有上升的空间了，而是其后期的上涨更多的还是市场的给予保险股的预期以及市场环境所致。

在目前的阶段，很明显保险股正是在经历从“**第二阶段上半部：价值中枢的寻找的初期**”到“**第二阶段下半部：合理估值上限区域的寻找**”的这个转化过程当中，在这个阶段，估值能够提升最大的将是中国平安，其目前的股价距离这个合理估值上限的区域的的空间仍然最大，因此，提醒大家注意这样的一个相对收益的机会。

第三阶段：估值开始泡沫化的阶段

在讲述完了前面部分之后，我们不得不面对着一个现实的问题，保险股也将和其他许多行业一样，也将经历一个泡沫化的阶段，同时也是涨幅和增速可能最大的阶段。

典型特征：估值方法仍然以评估价值法为主导，同时 P/E 方式也得到很多人的认可。但是在采用评估价值法进行评估的时候，开始有人对其评估方法中的假设进行调整，例如：提高保险公司的长期投资回报率假设，一年期新业务价值的增长率以及新业务价值倍数。而采用 P/E 方法对保险股进行估值的时候，并不是采用保险公司每年所爆出来的 EPS 作为其 P/E 估值的 E，而是将通过测算，保险公司的全年可能赚到的钱全部计算在内，即将保险会计上所隐藏的利润全部计算在内。简单而言，在这个阶段就是将短期收益用来替代了长期收益率。

例如：在 2007 年保险股的股价在其到达高峰的时候，市场不断的上调保险公司将来的投资收益率的假设以及将来的净资产增速等等。同时当年例如中国平安与中国人寿实际赚到的精算利润也的确高达 5.75 元和 2.26 元左右。距离其巅峰股价也恰好是 26 倍和 33 倍的 P/E 水平。

其实在这样的阶段，我们认为估值水平对于保险股股价的指示作用已经大为减弱，而更应该看重的趋势的改变。因为在这样的阶段，保险公司投资在权益类市场的投资额通常已经相当高，即便没有额外新增投资进入权益类市场，保险公司的投资额通过自身的涨幅也会大大提高其在公司整个投资类资产的比例。例如 2007 年当时的中国平安的权益类资产比重超过当时规定的上限 20% 就是权益类资产上涨的结果。在这样的阶段，保险公司将能通过权益类市场的优良表现不断提高其投资收益率，同时达到不断释放出更好的业绩和储备更多的利润的过程，在这样的阶段，市场对于保险公司的预期越来越高，同时也给予其更高的估值水平。

同样，在这样的阶段，保险公司由于投资在权益类资产上的比重过高也给保险公司带来巨大的风险，市场一旦出现巨幅波动，保险公司的财务报表将会受到重创。因此，在保险公司将权益类资产加仓到其投资的高位的时候，我们也要注意其风险。

表 7、中、外保险公司总资产/净资产比率表：

	2008	2008 年 9 月	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Prudential			34.9	38.5	38.7	38.9	48.3	40.8	38.5	37.7	44.0	36.6
AIG			10.0	8.9	9.0	9.5	9.1	8.9	8.8	7.2	7.5	7.2
中国平安	8.7	8.6	6.0	9.9	8.7							

中国人寿	7.3	7.1	5.2	6.3	8.2
中国太保	6.8	6.3	4.9	15.3	22.0

资料来源：公司数据、Bloomberg、Wind、长江证券研究所

表 8、中、外保险公司权益类资产投资权重

	2008	2008 年 9 月	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Prudential			43.2%	40.1%	38.2%	33.7%	29.5%	26.5%	34.2%	43.5%	50.6%
AIG			5.7%	4.5%	4.0%	3.1%	2.0%	1.8%	2.5%	4.0%	4.3%
中国平安	7.8%	15.6%	24.7%	14.5%							
中国人寿	8.0%	13.3%	23.0%	13.9%							
中国太保	4.7%	13.6%	22.8%	14.3%							

资料来源：公司数据、Bloomberg、Wind、长江证券研究所

截至今年的中报附近，我们预计三家公司的投资权益类资产的比重都有了明显的上升，预计中国人寿大约为 15%，中国平安大约为 12% - 13%，而中国太保则仍然相对较低为 10% - 11% 左右。也正因为如此，我们预计在投资上，中国人寿可能的受益程度更大，同时其在财务处理上对于浮盈的处理也更为乐观一些，因此，我们预计在今年的中报上，可能仍然是中国人寿的净资产增速最大，其也有可能出现这样的一次交易性机会。

综上所述：我们认为在目前的阶段，明显处于从“**第二阶段上半部：价值中枢的寻找的初期**”到“**第二阶段下半部：合理估值上限区域的寻找**”的这个转化过程当中，在这个阶段，估值能够提升最大的将是中国平安，其目前的股价距离这个合理估值上限的区域的空间仍然最大，因此，提醒大家注意这样的一个明显的相对收益的机会。

而从中报角度上来讲，中国人寿可能的受益程度更加的大一些，有可能在三家公司中净资产增速上最大，因此我们提醒大家中国人寿可能在中报附近出现的这样一次交易性机会。同时如果整个市场进入保险股的第三个阶段，中国人寿也有可能成为机会较大的公司，这主要是因为向好的情况下，中国人寿在财务处理上对于浮盈的处理也更为乐观一些，这些措施会使其短期财务报表表现更为亮丽，因此容易受到市场的追捧。

从长期估值的角度上来讲，目前我们仍然维持“中国平安”与“中国太保”“推荐”的投资评级和维持“中国人寿”“谨慎推荐”的投资评级，但是警惕“中国人寿”可能出现的机会。

表 9、中国平安静态估值结果：

中国平安目前股价：	55.81	
	2008 年	2009 年（预计）
每股内涵价值：	16.73	20.41
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	3.34	2.73
每股一年期新业务价值：	1.16	1.45
目前隐含的一年期新业务价值乘数	33.69	24.41

资料来源：公司数据、长江证券研究所

表 10、中国人寿静态估值结果：

中国人寿目前股价:	29.11	
	2008 年	2009 年 (预计)
每股内涵价值:	8.49	10.17
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	3.43	2.86
每股一年期新业务价值:	0.49	0.57
目前隐含的一年期新业务价值乘数	42.08	33.23

资料来源: 公司数据、长江证券研究所

表 11、中国太保静态估值结果:

中国太保目前股价:	26.43	
	2008 年	2009 年 (预计)
每股内涵价值:	9.09	10.93
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	2.91	2.42
每股一年期新业务价值:	0.47	0.59
目前隐含的一年期新业务价值乘数	36.89	26.27

资料来源: 公司数据、长江证券研究所

分析师介绍

李聪，英国 Cass 商学院精算学硕士。2008 年 1 月加入长江证券，从事保险、证券行业研究。此前任职于普华永道精算部，担任高级精算顾问，曾参与并负责过国内数家保险公司的 IPO 审计以及给予精算咨询服务。同时也参与众多国外和地区保险公司的精算审计以及精算咨询服务，涉及香港、台湾及澳大利亚等。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429 lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319 yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844 lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
