

两全其美

——2010 年保险策略报告 战略篇

题释

股指、利差和估值水平是决定保险股中期的、趋势性投资机会的主要因素，从投资角度看，皆为战略因素，本文《战略篇》专门论述，为投资者必读。

其它因素，如承保业务、最新准则、延税个人养老险等，影响保险股短期的、波段性投资机会，皆为战术因素，将在《战术篇》中分析，适合研究者看。

研究结论

估算明年国寿、平安和太保的每股内含价值收益（EVE）为：2.11 元、4.65 元和 2.19 元，目前股价隐含 10P/EVE 仅 12 倍。由于 P/EVE 倍数相当于其它行业公司 PE 倍数，因此，当前保险股估值水平相当于银行股（12X10PE），同属估值洼地。保险股可能是“估值最低的高贝塔行业”，维持看好评级。

- **绝对收益看股指，相对收益看利差。**从 05 年以来，保险行业指数的绝对回报取决于股指（沪深 300）走势，两者相关系数达到 0.87；而保险行业指数的相对回报（相对于沪深 300）则取决于保单利差，两者相关系数为 0.69。我们预判明年依然处于股指与利差双双走强的“最优区间”，即保险股未来有望同时提供绝对收益和相对收益。
- **利差受益于加息前期与前半期，至明年中期有望提高 30bp，再创新高。**11 月底保单利差为 104bp，虽然低于 10 月底之 129bp，但仍高于历史上最优区间 60bp 的利差均值，说明现在依然处于较高利差的幸福时期。至于利差未来走势，我们通过利率互换报价发现，市场预期半年后短端利率上升 30-50bp，进而推断七年期国债到期收益率或上升 22.5bp，保单利差或上升 30bp。说明明年中期保单利差有望达到 134bp，再创新高。
- **股指受益于盈利与估值水平双重推动，沪深 300 有望涨四成至 5000 点。**历史表明：沪深 300 动态 PE 的底部相当于五年期贷款利率倒数，顶部相当于 1XPEG 或 2X 名义 GDP 增速。当前五年期贷款利率为 5.94%，沪深 300 盈利增速预期为 28.3%，明年名义 GDP 增速或达 12%-12.5%，由此判断：明年指数波动区间为 17X-25X10PE，即 3400-5000 点。
- **保险股估值接近于明年底部，上涨空间达 40%。**先看相对估值，12 月 9 日沪深 300 指数 22.6X09PE，对应于 25-28X 合理新业务倍数，而国寿、平安和太保股价隐含新业务倍数为 35X、22X 和 25X，保险股略有低估（国寿 35X 相当于平安和太保 25X）。再看绝对估值，指数 17-25XPE 对应保险股 14-30X 新业务倍数，由此估算国寿、平安和太保明年股价区间 30-44 元、53-84 元、21-34 元。下跌空间约 10%而上涨空间达 40%。
- **维持行业看好评级，首推平安。**国寿、平安和太保的股价隐含 10 年新业务倍数为 25X、15X 和 18X，隐含 10P/EVE 为 15X、12X 和 12X，明年每股估值 43.61 元、84.24 元和 34.14 元。主要风险在于指数盈利预测，若增速降至 25%，则指数涨幅或收窄至 25%，保险股涨幅也将相应收窄。

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 x 6083
wangxiaogang@orientsec.com.cn

行业评级 **看好** 中性 看淡（维持）
国家/地区 中国/A 股
行业 保险
报告日期 2009 年 12 月 10 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现	-0.6	20.4	114.5
相对表现	-5.6	2.2	32.3

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

EPS	2008A	2009E	2010E	股价	评级
国寿（香港准则）	0.75	1.10	1.38	31.80	增持
平安（国际准则）	0.04	1.42	1.75	56.95	买入
太保（国内准则）	0.17	0.62	0.70	25.61	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

《鹰击长空，鱼翔浅底——保险行业 09 年 6 月 16 日 09 年中期策略报告》
《相对估值有所偏低，内含价值或创新 09 年 8 月 14 日高》
《绝对收益看股指，相对收益看利差 09 年 9 月 15 日——Q 系列报告之六》
《保险股市盈率：40 倍还是 14 倍 09 年 9 月 21 日——Q 系列报告之七》

目 录

一、绝对收益看股指，相对收益看利差.....	3
二、利差或上升 30bp，受益于加息前期与前半期	4
三、股指或上涨四成，受益于盈利与估值水平双重推动	10
四、保险股估值接近明年底部，上涨空间达四成	12
五、维持行业看好评级，首推平安	15

图表目录

图 1：四类区间与保险投资周期图	3
图 2：保单直观利差走势图	4
图 3：Swap-Shibor 利差走势图	5
图 4：FR007 及其 Swap 走势图	6
图 5：Swap-FR007 利差图	6
图 6：利率互换名义本金图	7
图 7：Swap-FR007 利差图	7
图 8：长端与短端利率走势图	8
图 2：保单直观利差走势图	9
图 9：沪深 300 指数动态 PE 图	10
图 10：沪深 300 指数动态 PE 区间图	11
图 11：保险股价隐含新业务倍数与沪深 300 动态 PE 对比图	12
表 1：各区间绝对收益与相对收益表	4
表 2：长端与短端利率波动关系表	8
表 3：沪深 300 指数盈利增速一致预期	11
表 4：基于相对估值偏低的三次推荐	13
表 5：悲观情形估值	14
表 6：乐观情形估值	14
表 7：保险股下跌空间与上涨空间	15
表 8：股价隐含新业务倍数	15
表 9：股价隐含 P/EVE 倍数	16

一、绝对收益看股指，相对收益看利差

在9月15日的报告《绝对收益看股指，相对收益看利差——Q系列报告之六》中，我们发现保险股投资回报的主要决定因素在于股指和利差。这一结论到现在看来依然成立。

从保险股研究的角度，我们对利差的定义是：

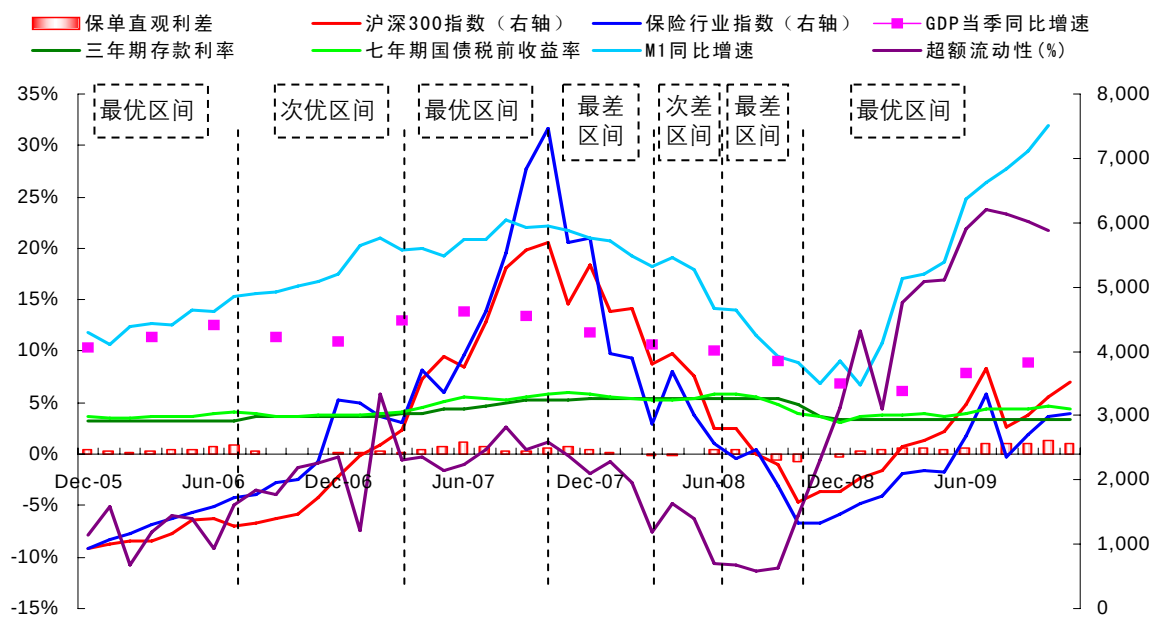
保单直观利差 = 七年期国债税前到期收益率 - Max（三年期存款利率，保单预定利率上限），在大多数情况下，可以简化为：利差 = 七年期国债税前收益率 - 三年期存款利率。

根据股指与利差的走势强弱，我们将保险股投资周期分为四类区间：股指与利差双双走强的最优区间；股指走强而利差走弱的次优区间；股指走弱而利差走强的次差区间；股指和利差双双走弱的最差区间。由此，将05年底以来划分为七个区间。如下图所示。

分析表明，七个区间中，保险行业指数的绝对回报取决于股指（沪深300）走势，两者相关系数达到0.87；而保险行业指数的相对回报则取决于利差走势，两者相关系数为0.69。如下表所示。

由此可知：保险股投资，绝对收益看股指，相对收益看利差。

图 1：四类区间与保险投资周期图



资料来源：Wind、东方证券研究所

表 1：各区间绝对收益与相对收益表

单位：元/股	最优区间 05 年 12 月 至 06 年 7 月	次优区间 至 07 年 3 月	最优区间 至 07 年 10 月	最差区间 至 08 年 3 月	次差区间 至 08 年 6 月	最差区间 至 08 年 10 月	最优区间 至 09 年 11 月
沪深 300 指数涨幅	40.2%	114.9%	104.5%	-33.4%	-26.3%	-40.4%	112.2%
保单直观利差均值	0.46%	0.12%	0.62%	0.20%	(-0.1%至 0.5%)	-0.21%	0.62%
保险行业指数涨幅	87.3%	66.9%	158.4%	-61.7%	-10.0%	-48.3%	142.8%
保险行业相对收益	47.1%	-48.0%	53.9%	-28.3%	16.3%	-7.9%	30.6%

资料来源：东方证券研究所

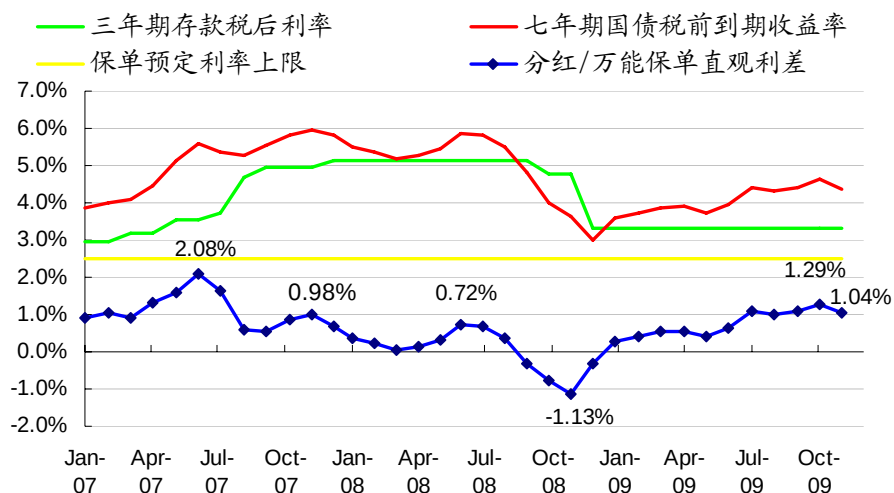
注：07 年 1 月以后的保险行业指数来自 A 股，而此前的保险行业指数来自 H 股之国寿和平安。

我们认为这样的嫁接是可行的。实际上，H 股的表现与 A 股相当接近。07 年国寿 H 股和 A 股的回报率分别为 51.98%和 56.59%，而平安 H 股和 A 股的回报率分别为 94.43%和 112.2%。另外这样的嫁接也是有必要的，因为 A 股历史数据有限，不采纳 H 股数据则无法得出完整的周期结构。

既然保险股投资的绝对回报看股指，相对回报看利差，那么从 2010 年保险行业投资策略的角度看，关键就是如何判断明年的股指与利差走势。从下文可知，我们认为明年的股指和利差都有理由看好，即保险股仍将处于“最优区间”。因此，我们判断保险股未来有望同时提供绝对收益和相对收益。

二、利差或上升 30bp，受益于加息前期与前半期

11 月保单直观利差为 1.04%，低于 10 月之 1.29%，但依然维持在 1%以上的较高水平，如下图。从历史上看，最优区间的利差均值约 60bp（如表 1），可见，当前仍处于高利差的幸福时期。

图 2：保单直观利差走势图


资料来源：Wind、东方证券研究所

我们估计 2010 年上半年加息的概率较低，要加息至少也是下半年的事。因此，对保单直观利差的预判主要取决于对市场利率（债券到期收益率）的判断。

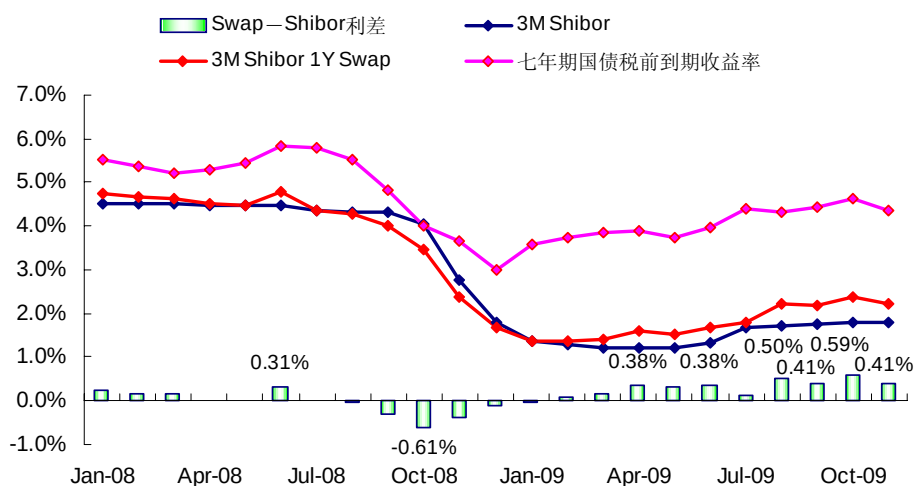
那如何预判市场利率呢？根据债券市场的供需来预判可能是个不错的方法，不过由于供需与利率的互相影响，以及供需预判法难以量化的问题，我们更倾向于根据利率互换中隐含的市场预期来判断利率走势。

互换协议本质上是一系列远期合约，因此，互换和远期（或者期货）一样，都有价格发现的功能。利率互换同样也具备预判利率走势的功能。

我们首先根据 Swap-Shibor 利差来预判明年的利率走势。

定义：Swap-Shibor 利差 = 3M Shibor 1Y Swap - 3M Shibor = 基于 3 个月期 Shibor 的一年期利率互换协议报价 - 3 个月期 Shibor，该指标反映了国内主要银行机构对于未来 1 年内的 3 个月期 Shibor 利率的走势预期。

图 3：Swap-Shibor 利差走势图



资料来源：Wind、东方证券研究所

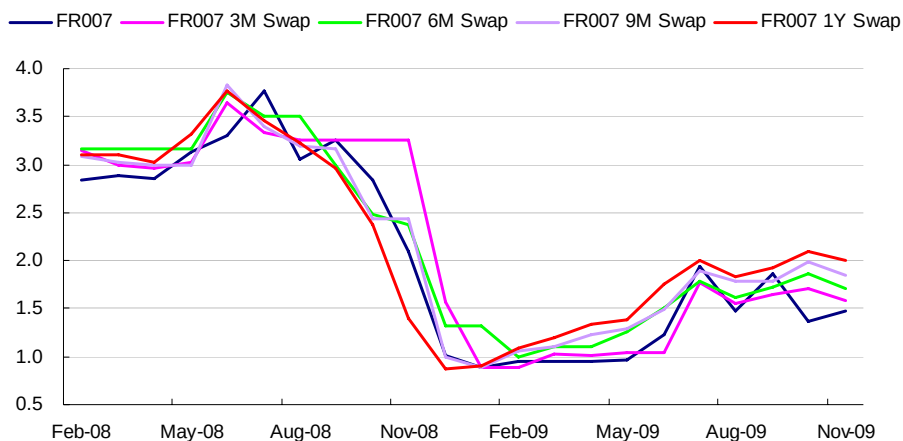
由上图可见，11 月底的 Swap-Shibor 利差为 41bp，低于 10 月底的 59bp，但依然属于最近两年来的较高水平。

对此，我们的解读是：国内主要银行机构普遍认为在未来一年中 3M Shibor 利率平均上升 41bp。如果假定未来一年的利率水平是匀速上升的，那么这就意味着半年后的 3M Shibor 利率水平较目前高出 41bp。由于明年下半年加息概率高于上半年，因此我们估计半年后的 3M Shibor 利率水平可能较目前高出 30-40bp。

接下来我们再根据 Swap-FR007 利差来判断明年的利率走势。

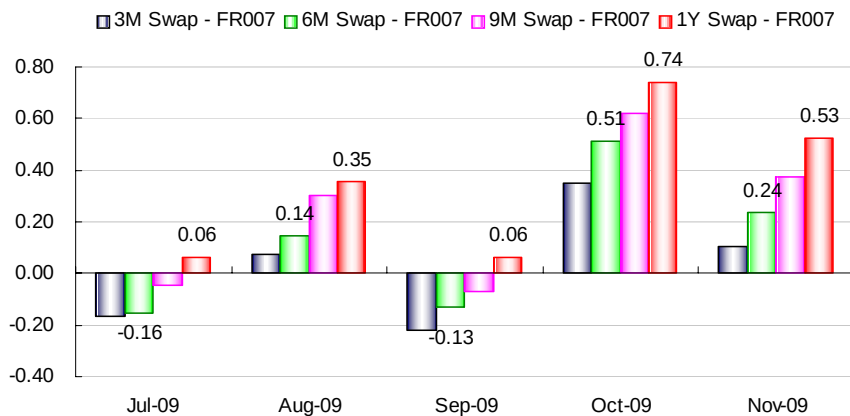
定义：Swap-FR007 利差 = FR007 Swap - FR007 = 基于 FR007（七天回购定盘利率）的（3 个月/6 个月/9 个月/1 年期）利率互换协议报价 - FR007，该指标反映了国内主要金融机构对于未来（3 个月/6 个月/9 个月/1 年内）的 FR007 利率的走势预期。

图 4：FR007 及其 Swap 走势图



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 5：Swap-FR007 利差图



资料来源：Wind、东方证券研究所

由上图可见，11 月底的 6M Swap-FR007 利差和 1Y Swap-FR007 利差分别为 24bp 和 53bp，低于 10 月底的 51bp 和 74bp，但与前几个月相比依然属于较高水平。

对于 24bp 的 6M Swap-FR007 利差，我们的解读是：国内主要金融机构普遍认为在未来半年中 FR007 利率平均上升 24bp。如果假定未来半年的利率水平是匀速上升的，那么这就意味着半年后的 FR007 利率水平较目前高出 48bp。

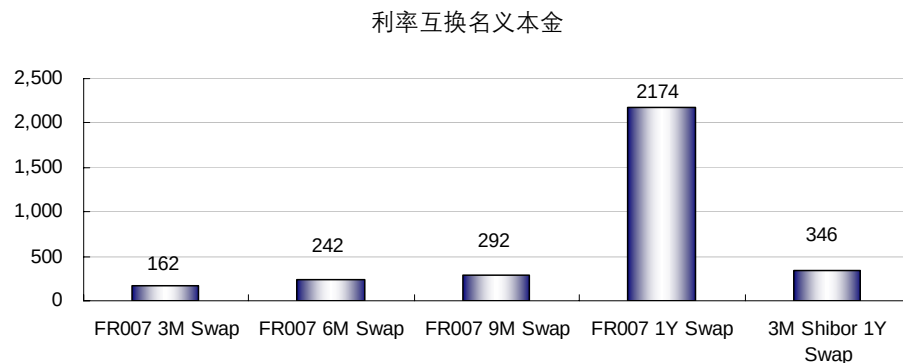
对于 53bp 的 1Y Swap-FR007 利差，我们的解读是：国内主要金融机构普遍认为在未来 1 年中 FR007 利率平均上升 53bp。如果假定未来 1 年的利率水平是匀速上升的，那么这就意味着半年后的 FR007 利率水平较目前高出 53bp。由于明年下半年加息概率高于上半年，因此我们估计半年后的 FR007 利率水平可能较目前高出 40-50bp。

对比 Swap-Shibor 利差与 Swap-FR007 利差，我们认为从预测的有效性来说，两者各有利弊。

Swap-FR007 利差的优势在于：FR007 Swap 的名义本金规模显著超越 Shibor Swap，特别是 FR007 1Y Swap，如下图所示。下图表示从 08 年 2 月至 09 年 11 月的各类互换协议名义本金总额。从这个角度看，Swap-FR007 是较好的指标。

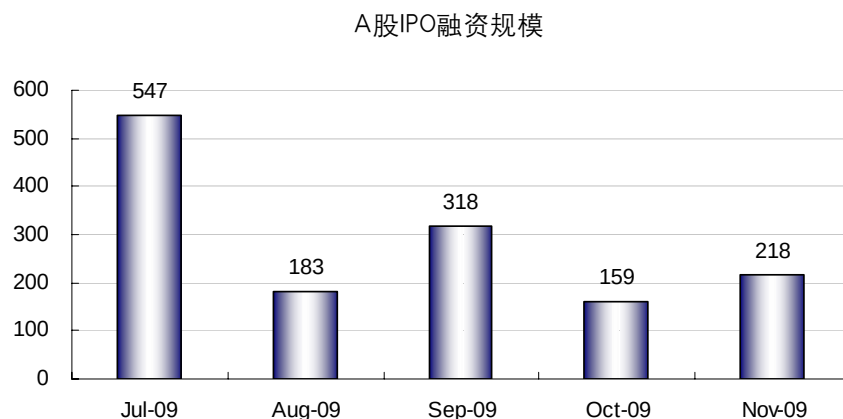
Swap-FR007 利差的弱点在于：FR007 本身容易受到 IPO 等短期事件因素的影响，使得 FR007 在 IPO 规模较大的月度（7 月和 9 月）出现较高水平（如图 7），从而使得 Swap-FR007 利差在这些月度的水平偏低，甚至出现负数（如图 5）。从这个角度看，Swap-Shibor 利差是较好的指标。

图 6：利率互换名义本金图



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 7：Swap-FR007 利差图



资料来源：Wind、东方证券研究所

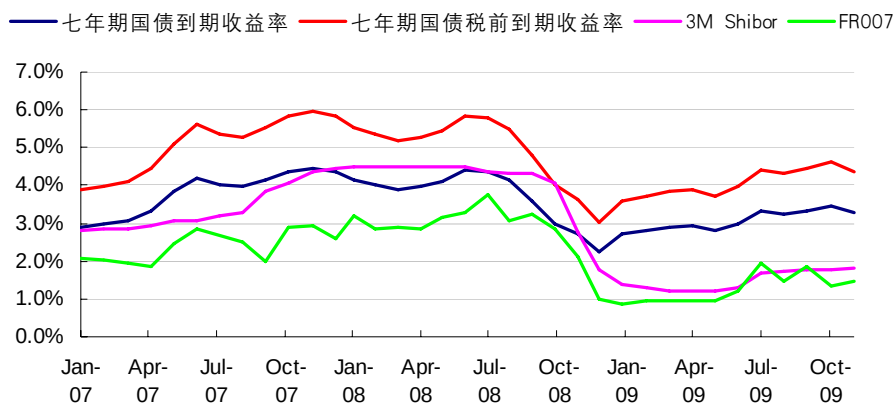
综上，我们认为 Swap-Shibor 利差与 Swap-FR007 利差各有优劣，可结合起来进行判断，简言之，当前的利率互换协议报价的潜台词是：半年后短端利率（货币市场利率）可能上升 30-50bp。

那么对于长端利率（七年期国债到期收益率）我们如何判断呢？如以下图表所示，从 07 年和 08 年看，七年期国债到期收益率的波动幅度低于 3M Shibor 利率，这是正常的，长端波动幅度应该低于短端。但七年期国债税前到期收益率的波动幅度则大于等于 3M Shibor 利率。

至于 09 年，就比较特殊，由于极度宽松的货币政策和非常充裕的流动性，09 年 3M Shibor 利率涨幅是低于七年期国债到期收益率涨幅的。12 月初的中央经济工作会议声称将实施“适度宽松的货币政策”，我们估计明年信贷增量可能在 7 万亿左右，因此，09 年短端利率受压制的情况未必会在明年重演，也就是说，2010 年长端利率波动幅度可能小于等于短端利率。

由此我们判断，半年后七年期国债到期收益率有望上升 22.5bp，税前到期收益率有望上升 30bp，基于半年内加息概率较低，基准利率或维持不变，我们认为半年后保单直观利差有望上升 30bp，达到 134bp 左右的水平，即突破 10 月底 129bp 的记录水平，再创新高。至明年年底，估计七年期国债到期收益率有望上升 45bp，税前到期收益率有望上升 60bp。

图 8：长端与短端利率走势图



资料来源：Wind、东方证券研究所

表 2：长端与短端利率波动关系表

最大涨跌幅	2007	2008	2009
七年期国债到期收益率	1.56%	-2.11%	1.21%
七年期国债税前到期收益率	2.08%	-2.81%	1.61%
3M Shibor	1.63%	-2.73%	0.59%
FR007	0.83%	-2.20%	0.98%
最大涨跌幅倍数关系	2007	2008	2009
七年期国债到期收益率/3M Shibor	0.96	0.77	2.04
七年期国债到期收益率/FR007	1.87	0.96	1.23
七年期国债税前到期收益率/3M Shibor	1.28	1.03	2.72
七年期国债税前到期收益率/FR007	2.49	1.28	1.64

资料来源：东方证券研究所

可能有投资者会问：如果明年下半年加息了，那么保单利差又当如何呢？我们的回答是：

在降息周期的末期与加息周期的前期，保单利差是受益的。因为这个时期的基准利率维持在低位，意味着保单机会成本较低，而市场利率（债券到期收益率）却率先上升，使得保单资产的投资回报率相应上升。今年以来债券市场就演绎着这样的故事，这一情况在图2中表现得非常清楚。

此外，在加息周期的前半期，保单利差也是受益的。因为这个时期虽然基准利率开始上升，意味着保单机会成本开始上升，但是市场利率可能上升得更快，使得保单资产的投资回报率也上升更快。这个过程可参考图2中的2007年。

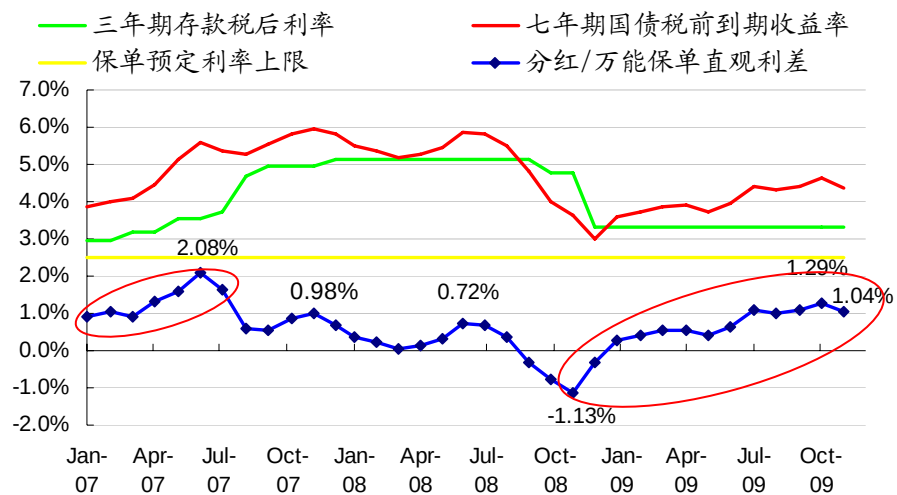
07年加息六次，分别是三月、五月、七月、八月、九月、十二月，我们发现在三月份第一次加息后，保单利差开始显著攀升，从三月份的93bp上升到四月份的130bp，随着五月份进一步加息，保单利差于六月份达到208bp的顶峰，七月份依然维持在162bp的高位。但八月份开始则回归到了100bp以下的正常水平，尽管后面还有三次加息。由此可见，在加息周期的前半期（前三次加息），保单利差是受益的，而加息周期的后半期（后三次加息），基准利率的上升幅度超越了市场利率，使得保单利差回归正常水平。

归根到底，是因为市场利率走势领先于基准利率，造成了保单利差受益于加息前期与前半期。

由此可见，即使明年下半年开始加息，保单利差依然可以看好！区别在于：这种情况可能预示着保单利差或许在2011年某个较早的时间就开始回归正常水平。

不过，就2010年来说，无论加息与否，保单利差都可以看好！

图2：保单直观利差走势图



资料来源：Wind、东方证券研究所

三、股指或上涨四成，受益于盈利与估值水平双重推动

在此，我们研究的股指主要是指沪深 300 指数，主要原因有两点：

1. 沪深 300 指数成份股流通市值较高，跟踪分析的研究员也比较多，相关的盈利预测比较靠谱；
2. 各类基金以沪深 300 指数为基准的比例较高，保险公司投资 A 股的回报率在很大程度上也取决于沪深 300 指数的表现。

由于 06 年及以前的沪深 300 指数成份股与目前的成份股相差较大，因此，我们主要研究 07 年、08 年和 09 年的沪深 300 指数表现。从这三年的历史表现看，我们发现沪深 300 指数的估值水平（动态市盈率）的边际是有法可寻的，主要方法如下：

沪深 300 指数动态市盈率的底部大约相当于五年期银行贷款利率的倒数。

比如，08 年沪深 300 指数动态 PE 最低跌倒 11.55 倍，而 08 年的五年期贷款利率为 7.83%，其倒数为 12.77 倍，两者仅相差 10%。08 年低于 12.77 倍的交易日仅有 17 天，占全年 246 个交易日的 7%而已。也就是说，市场的极端底部可能低于我们预测的理论底部，但是其空间（10%）和时间（7%）都非常有限，是最佳的买入区间。

根据目前银行五年期贷款利率 5.94%判断，2010 年沪深 300 指数动态 PE 最低位置大约为 17 倍（1/5.94%），即 3400 点（对应上证综指约 3100 点）。如果估值水平低于 17 倍，则 A 股将对产业资本产生较大吸引力，从而吸引大量银行贷款流入市场，支撑估值水平恢复正常。

沪深 300 指数动态市盈率的顶部大约相当于 1XPEG 或者 2X 名义 GDP 增速。

比如，07 年沪深 300 指数的盈利增速为 49%，当年最高市盈率倍数为 42 倍（考虑到下半年大盘股 IPO，实际的最高市盈率倍数接近 50 倍），即 PEG 倍数接近 1 倍；07 年名义 GDP 增速为 21.4%，两倍即为 42.8%，即市盈率倍数相当于 2X 名义 GDP 增速。

09 年的沪深 300 指数同样符合 1XPEG 的规律。根据朝阳永续的沪深 300 指数盈利一致预期，09 年盈利增长预期为 21%-22%，截至 12 月 9 日，09 年共有 228 个交易日，其中沪深 300 指数 09PE 达到 23X 以上的交易日仅 23 天，占比为 10%，如下图所示。

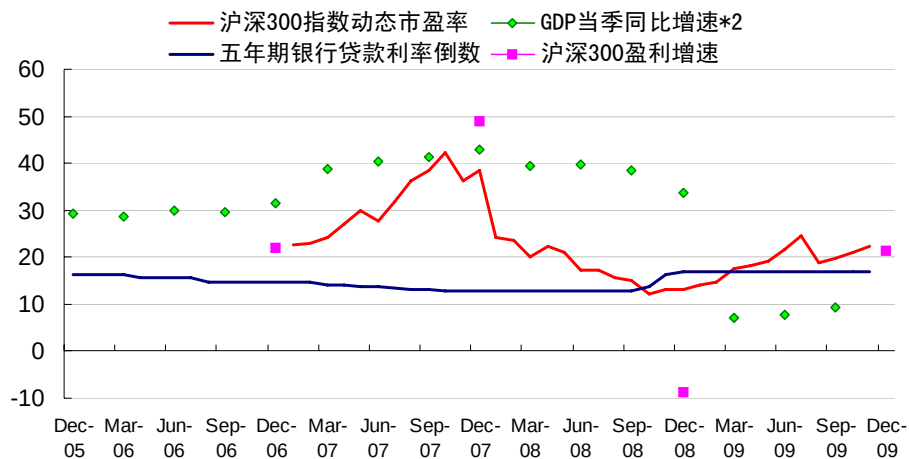
图 9：沪深 300 指数动态 PE 图



资料来源：Wind、东方证券研究所

用以上方法检验沪深 300 指数的估值水平上下限，如下图所示。

图 10：沪深 300 指数动态 PE 区间图



资料来源：Wind、东方证券研究所

虽然短期而言，流动性决定估值水平，但就中长期而言，我们认为估值水平决定流动性，无患没钱，而患太贵。所以我们之前关注 M1 与超额流动性，而现在更关注盈利增长与估值水平。

根据以上两个方法来判断 2010 年沪深 300 指数的上限，我们估计有望达到 25X10PE。

首先，根据朝阳永续一致预期，我们发现沪深 300 指数 2010 年盈利增速预期在不断上升，从今年 7 月的 23.7%到 10 月的 25.4%，再到 11 月的 27.9%，以及 12 月的 28.3%，如下表所示。如果盈利增速达到 28%，根据 1XPEG，明年估值水平达到 25X10PE 是很有可能；

其次，根据 2X 名义 GDP 增速，大多数机构认为明年的 GDP 增速大约是 9%-9.5%左右的水平，加上 3%左右的通胀率，即名义 GDP 大约是 12%-12.5%左右的水平，2X 名义 GDP 增速大约是 24%-25%，即明年估值水平可能达到 24-25 倍。

表 3：沪深 300 指数盈利增速一致预期

单位：十亿元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
沪深 300 净利润 (09 年 7 月预期)	866	790	961	1189	
年增长率		-8.8%	21.7%	23.7%	
沪深 300 净利润 (09 年 10 月预期)			963	1208	
年增长率			22.0%	25.4%	
沪深 300 净利润 (09 年 11 月预期)			954	1220	
年增长率			20.8%	27.9%	
沪深 300 净利润 (09 年 12 月预期)			958	1229	
年增长率			21.4%	28.3%	18.5%

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

综上所述，2010 年沪深 300 指数盈利增长有望达到 28%，估值水平有望提高 10%（从目前 22.6X09PE 提升至 25X10PE），即沪深 300 指数有望上涨 40%至接近 5000 点（3554 点*1.4=4976 点），上证综指大约在 4500 点左右。

当然，如果前提变化，盈利增速降至 25%，估值水平降至 22-23X，那么指数涨幅将随之降至 25%。

四、保险股估值接近明年底部，上涨空间达四成

我们在 8 月 14 日的报告《相对估值有所偏低，内含价值或创新高》中，重点介绍了保险行业的相对估值指标体系，其中，我们非常看重的一种方法是：将保险股隐含新业务倍数与沪深 300 指数动态市盈率做比较，如下图所示。

图 11：保险股价隐含新业务倍数与沪深 300 动态 PE 对比图



资料来源：Wind、东方证券研究所

图中可见，20 倍是保险股隐含新业务倍数和沪深 300 动态市盈率的“分水岭”。比如，08 年 7 月 16 日，国寿、平安和太保的股价隐含新业务倍数分别为 30.5 倍、19.5 倍和 20.0 倍，而沪深 300 动态市盈率为 19.9 倍。

20 倍以下，沪深 300 动态市盈率越低，保险股隐含新业务倍数就更低；20 倍以上，沪深 300 动态市盈率越高，保险股隐含新业务倍数就更高。我们姑且将 20 倍以下的空间称为“折价空间”，将 20 倍以上的空间称为“溢价空间”。

20 倍以下，沪深 300 动态市盈率最低达到 13 倍左右，跌了 7 倍，而保险股隐含新业务倍数最低达到 5 倍左右，跌了 15 倍，因此，“折价空间”中，隐含新业务倍数与沪深 300 动态市盈率的倍数波动关系大约是 2: 1。

20 倍以上，沪深 300 动态市盈率最高达到 40 倍左右，涨了 20 倍，而保险股隐含新业务倍数最高达到 120 倍左右，涨了 100 倍，因此，“溢价空间”中，隐含新业务倍数与沪深 300 动态市盈率的倍数波动关系大约是 5: 1。

当然，我们并不认为溢价空间 5:1 的倍数关系能够重现。由于 07 年牛市中，研究员倾向于同时更改精算假设并提高新业务倍数，因而造成了股价隐含新业务倍数高达 120 倍（按照公司自己的精算假设）。这种倾向今后可能收敛。我们估计未来溢价空间 3:1 的倍数关系可能较大。

上图中的相对估值关系在 09 年是比较灵验的，在本报告之前，我们三次运用这一方法判断保险行业相对低估，三次都获得了相对收益和绝对收益，特别是在 8 月 14 日的推荐后，两个月内市场跌了 4.4%，而保险指数涨了 4.26%，证明当保险相对估值偏低时，即使市场调整也有望获得较好的相对回报，甚至是绝对回报。如下表所示。

表 4：基于相对估值偏低的三次推荐

报告名称	报告类型	日期	评级	关于相对估值的观点	至 10 月 14 日股价表现	至 12 月 7 日股价表现
《鹰击长空，鱼翔浅底》	中期策略报告	6 月 28 日	看好	目前沪深 300 指数动态 PE 已回升到 20 倍的分水岭，而平安和太保的隐含新业务倍数只有 14X 左右。保险股相对估值有所低估。	绝对涨幅 15.25%， 相对涨幅 13.05%。	绝对涨幅 26.1%， 相对涨幅 8.9%。
《相对估值有所偏低，内含价值或创新高》	行业深度报告	8 月 14 日	看好	对比隐含新业务倍数和沪深 300 指数动态 PE，保险股估值相对偏低；对比隐含 PEV 倍数和沪深 300 动态 PB，保险股也相对偏低；我们认为保险虽然 beta 高，但在接下来的调整中未必会跑输指数。	绝对涨幅 4.26%， 相对涨幅 8.66%。	绝对涨幅 14.1%， 相对涨幅 4.4%。
绝对收益看估值，相对收益看利差——Q 系列报告之六	行业深度报告	9 月 15 日	看好	保险股相对估值略低，且最大下跌空间仅 13%，未来一年保险股有望同时提供相对收益和绝对收益。	绝对涨幅 5.5%， 相对涨幅 8.7%。	绝对涨幅 15.5%， 相对涨幅 4.4%。

资料来源：东方证券研究所

我们认为，上图中的相对估值关系在主要有两大用途：

第一，可以用来判断保险股是否存在相对低估。

12 月 9 日，沪深 300 指数 09PE 为 22.6X，对应的合理新业务倍数应为 25—28X，而国寿、平安和太保的隐含新业务倍数为 35.0X、21.8X、25.1X，可见平安相对估值偏低，国寿（35 倍相当于平安或太保的 25X，市场一直给予 10X 溢价，因为没有利差损）和太保基本合理，略有偏低。

第二，可以用来判断保险股在 2010 年的估值区间。

根据前文对明年股指和利差的判断，以及保险股相对估值关系，可推算明年保险股估值底部和顶部。悲观情形下，明年沪深 300 指数跌到 17X10PE，即 3400 点，保险股隐含新业务倍数跌到 14X，七年期国债到期收益率上升 45bp 至 3.85%，一年新业务价值增速 20%。

在此情境下，国寿、平安和太保的每股估值分别为：26.69 元、52.78 元和 21.47 元。如下表所示。

表 5：悲观情形估值
悲观情形主要假设

沪深 300 指数	2010 年报收 3400 点，17X10PE
七年期国债到期收益率	2010 年上升 45bp 至 3.85%
新业务倍数	14X10FNBV
一年新业务价值增速	20%

元/股	国寿	元/股	平安	元/股	太保
内含价值	10.49	内含价值	14.83	内含价值	7.33
一年新业务价值	0.80	一年新业务价值	1.84	一年新业务价值	0.70
新业务倍数	24.0	新业务倍数	14.0	新业务倍数	14.0
新业务价值	19.20	新业务价值	25.76	新业务价值	9.80
公司估值	29.69	寿险业务估值	40.59	寿险业务估值	17.13
		财险估值 (2XPB)	2.62	集团占寿险估值	16.84
		银行估值 (2XPB)	4.17	财险估值 (2XPB)	2.25
		证券估值 (2XPB)	1.42	集团占财险估值	2.21
		总部与其它 (1XPB)	3.98	总部与其它 (1XPB)	2.42
		非寿险业务估值	12.19	非寿险业务估值	4.63
		公司估值	52.78	公司估值	21.47

资料来源：东方证券研究所

表 6：乐观情形估值
乐观情形主要假设

沪深 300 指数	2010 年报收 5000 点，25X10PE，指数上升 40%，谨慎假设保险公司权益投资回报率 30%
七年期国债到期收益率	2010 年上升 45bp 至 3.85%
新业务倍数	30X10FNBV
一年新业务价值增速	20%

元/股	国寿	元/股	平安	元/股	太保
内含价值	11.60	内含价值	16.49	内含价值	8.20
一年新业务价值	0.80	一年新业务价值	1.84	一年新业务价值	0.70
新业务倍数	40.0	新业务倍数	30.0	新业务倍数	30.0
新业务价值	32.00	新业务价值	55.18	新业务价值	21.15
公司估值	43.61	寿险业务估值	71.68	寿险业务估值	29.34
		财险估值 (2XPB)	2.90	集团占寿险估值	28.84
		银行估值 (2XPB)	4.17	财险估值 (2XPB)	2.57
		证券估值 (2XPB)	1.42	集团占财险估值	2.53
		总部与其它 (1XPB)	4.08	总部与其它 (1XPB)	2.76
		非寿险业务估值	12.56	非寿险业务估值	5.29
		公司估值	84.24	公司估值	34.14

资料来源：东方证券研究所

对比 12 月 9 日保险股收盘价与以上两种情形估值，我们发现目前保险股价接近于估值底部，而上升空间则达到 40% 左右。如下表所示。

表 7：保险股下跌空间与上涨空间

	国寿	平安	太保
12 月 9 日收盘	31.80	56.95	25.61
悲观情形估值	29.69	52.78	21.47
乐观情形估值	43.61	84.24	34.14
下跌空间	-6.6%	-7.3%	-16.2%
上涨空间	37.1%	47.9%	33.3%

资料来源：东方证券研究所

五、维持行业看好评级，首推平安

如果明年沪深 300 盈利一致预期能够实现，即盈利增速达 28%，那么我们估计指数很可能达到 25XPE，由此保险股隐含新业务倍数很可能达到 30 倍（甚至 35 倍），由此，我们选择以上乐观情形作为估值基础，即国寿、平安和太保的每股估值分别为 43.61 元、84.24 元和 34.14 元。

从股价隐含 10 年新业务倍数来看，目前保险股还是比较便宜的，仅有 15—18 倍左右，如下所示。

表 8：股价隐含新业务倍数

元/股	12 月 9 日收盘	其他业务估值 (2X10PB)	隐含寿险估值	10EV (含总部)	10FNBV	隐含 NBM	隐含 PEV
国寿	31.80	0.00	31.80	11.60	0.80	25.2	2.7
平安	56.95	8.48	48.47	20.57	1.84	15.2	2.4
太保	25.61	2.53	23.08	10.82	0.70	17.7	2.1

资料来源：东方证券研究所

我们在 9 月 21 日的报告《保险股市盈率：40 倍还是 14 倍》中指出，保险股真正的年度业绩指标并不是净利润，也不是净资产的实际增长，而是内含价值的实际增长，即内含价值收益（EVE）。

在以上乐观情形假设下，我们估算 2010 年国寿、平安和太保的每股内含价值收益分别为：2.11 元、4.65 元和 2.19 元。由此，我们发现目前股价所隐含的 10P/EVE 仅有 11-12 倍！

由于保险股的 P/EVE 倍数相当于其它行业公司的 PE 倍数，因此，我们认为目前保险股的估值水平接近于银行股（12X10PE）。

即便按照我们的估值来计算隐含 10P/EVE 倍数，也只有 15—20 倍。由此可见，估值是合理的。

如下表所示。

表 9：股价隐含 P/EVE 倍数

元/股	12 月 9 日收盘	2010 EVE	股价隐含 10 P/EVE	公司估值	估值隐含 10 P/EVE	股价上涨空间
国寿	31.80	2.11	15.10	43.61	20.71	37.1%
平安	56.95	4.65	12.24	84.24	18.11	47.9%
太保	25.61	2.19	11.69	34.14	15.58	33.3%

资料来源：东方证券研究所

维持行业看好评级，首推平安。

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn