



回归正常化

——海通证券2010年投资策略报告会

2010 INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD

2009年12月16日-17日 上海 DEC. 16-17 2009 SHANGHAI

兼具消费和投资的品种 ——2010年保险行业投资策略

非银行业研究小组

潘洪文 2009年12月16日

主要观点

- 年底至一季末关注主题性机会，首选太保、其次国寿
 - “消费”主线：上海延税试点有望推出，太保最受益、其次国寿
 - 新会计准则正式实施：国寿最受益，太保其次，平安最终影响可能不大
 - 年报和季报行情：权益仓位最高的国寿和太保业绩弹性大
- 明年保险股最大机会在下半年，保险股大幅跑赢大盘，维持行业“增持”评级，首选平安、其次太保
 - “投资”主线：大的投资机会出现在债券收益率快速上升带来利差扩大、经济复苏比较稳固阶段；明年保险股最大机会在下半年
 - 下半年A股震荡向上可能性大，保险股估值中枢有望快速上移，强周期性决定保险股大幅跑赢大盘
 - 上升周期中我们选择杠杆最高且具备估值优势的平安、太保

逻辑主线

- 回顾过去——保险股“两波”大的机会
- 消费主线——一季度关注延税试点的投资机会
- 立足当下——保险股明年上涨的动力在哪里
- 展望未来——**10年新业务价值增速15-20%**
- 投资建议——保险股最大机会在下半年

回顾过去 ——保险股“两波”大的机会

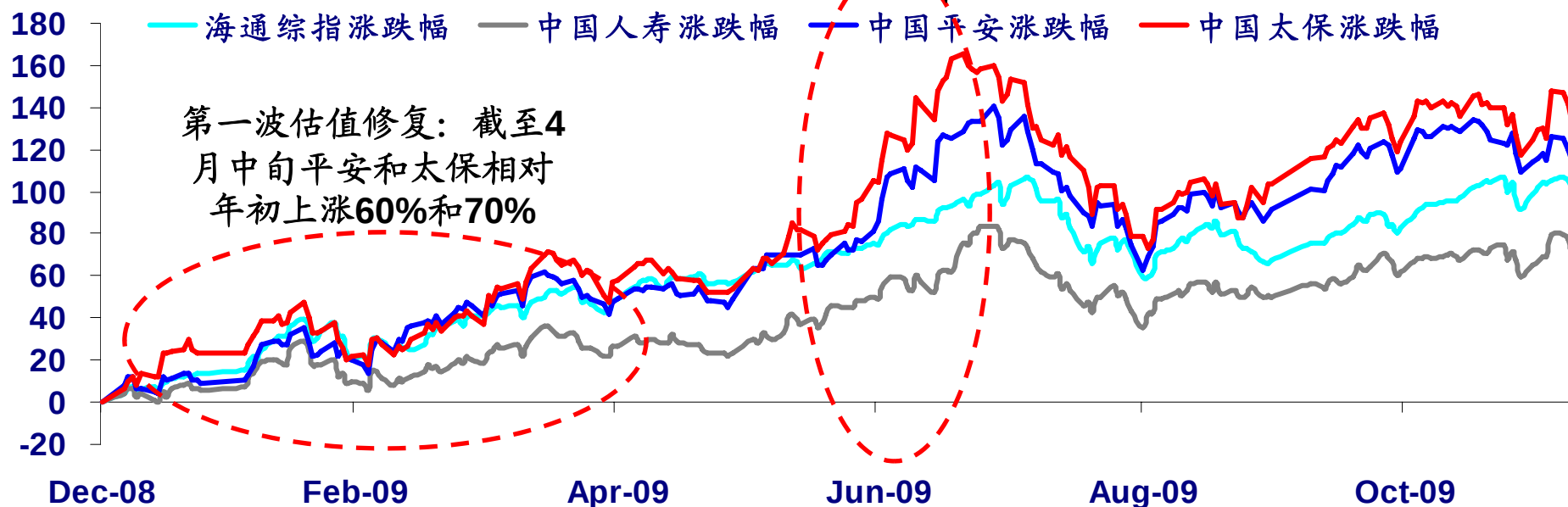
2009年保险股“两波”大的机会

- 驱动因素主要包括：估值修复、权益市场大涨且高仓位
- 从2009年涨幅来看，太保>平安>大盘>>国寿

第二波大盘大涨+高权益仓位：6-7月平安和太保相对5月末上涨

54%和64%

保险股vs海通综指 (%)



保险股估值并未透支明年业绩

- 尽管年初以来太保、平安和国寿分别上涨**136.2%**、**115.4%**和**71.7%**（海通综指上涨**104.7%**），但估值仅回升至正常水平
- 考虑国内高增长，理论可支持的合理倍数在**25-30倍**

代码	股票名称	隐含 新业务倍数（倍）			P/EV		
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
601318	中国平安	34.7	23.9	17.8	3.4	2.7	2.2
601628	中国太保	35.4	24.7	18.6	2.8	2.6	1.9**
601601	中国人寿	45.5	31.0	24.6	3.6	3.0	2.5

注：**考虑H股发行,按30.10港元计算（收盘价格按2009-12-11）

资料来源：公司公告，海通证券研究所

保险是“可选消费”

——“消费”主线：关注上海延税试点投资机会

明年是“消费”年，保险是“可选消费”

中央经济工作会议定调“保增长、调结构”，后者重点是“增加居民消费，推动城镇化...”，保险是可选消费

- (1) 金融危机后，2007年底和2008年底财政部和商务部等出台第一批和第二批“家电下乡”
- (2) 2009年一季度国务院和财政部相继出台低排量乘用车购置税减半和汽车下乡政策
- (3) 2009年12月中央经济工作会议提成“要保持政策连续性，进一步做好家电、汽车摩托车下乡工作，继续实施家电和汽车以旧换新政策，增加农机购置补贴”

明年是“消费”年，保险是“可选消费”（2）

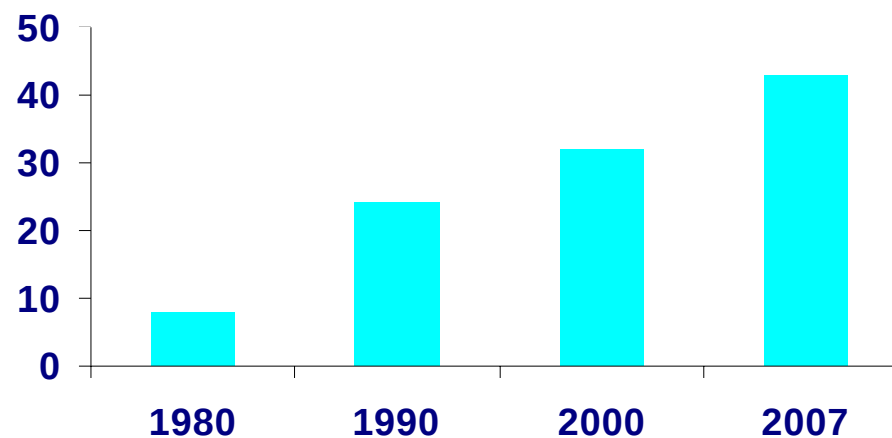
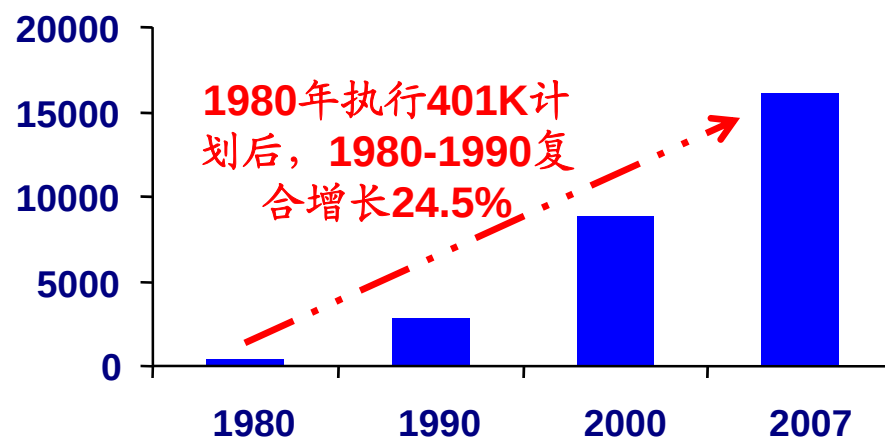
从危机后政策延续性看，上海延税试点有望明年一季度推出，拉开保险消费的序幕

- （4）国三十条：积极发展个人、团体养老等保险业务，鼓励和支持有条件企业通过商业保险建立多层次养老保障计划，研究对养老保险投保人给予延迟纳税等税收优惠。推动健康保险发展，支持相关保险机构投资医疗机构和养老实体。提高保险业参与新型农村合作医疗水平，发展适合农民需求的健康保险和意外伤害保险
- （5）上海两个中心建设：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
- （6）上海延税试点细则已报保监会，尚需财政部批准，预计明年一季度推出

延税试点影响分析

- 总体来看上海试点对增量保费影响较小，关键是何时向其他城市推广
- 试点重要意义是转变保险消费模式，从目前“**PUSH**”到“主动购买”
- 从购买保险的三大动机“追求收益、追求保障和避税目的”，避税是最重要的动机，非常看好延税型个人养老险的快速增长。
- 美国**20世纪80年代初**开始执行**401K**计划，个人年金准备金占比从**1980年的8%**迅速提高到**2007年的43%**

美国个人年金准备金余额快速上升（亿美元） 美国个人年金准备金余额占比由**8%**升至**43%**



资料来源：ACLI，海通证券研究所

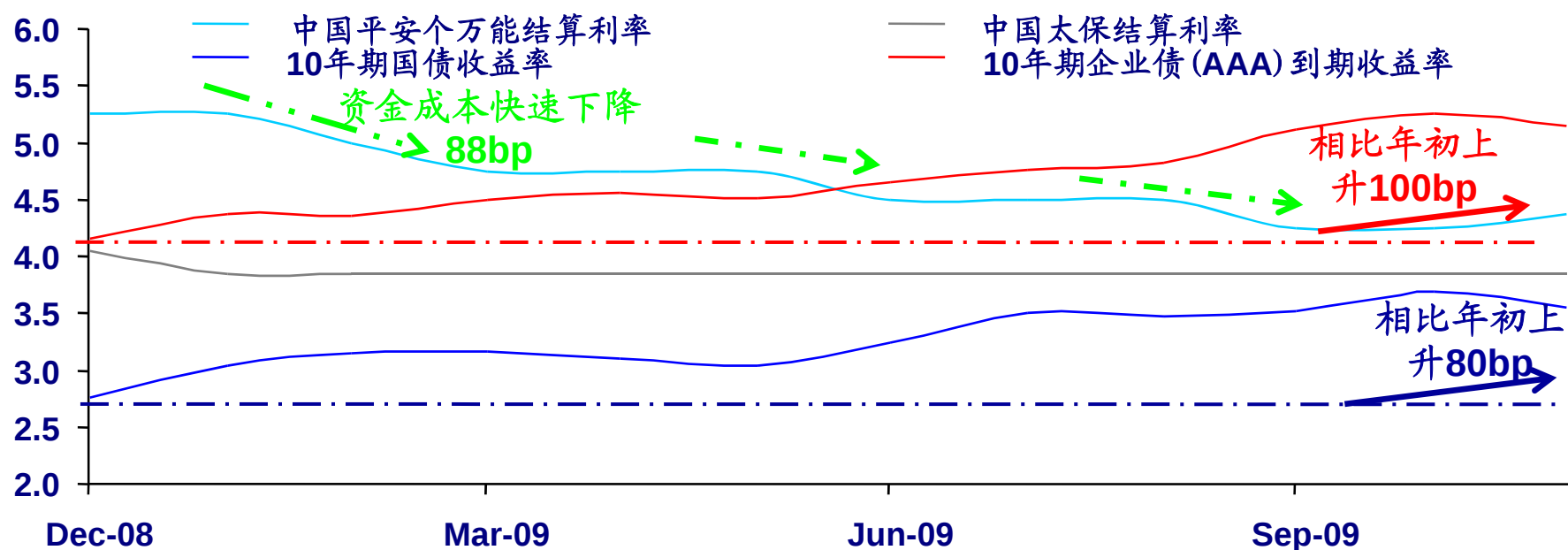
立足当下 ——保险股明年上涨的动力在哪里？

- 明年下半年保险公司利差有望快速上升
- 平安、太保估值提升空间超过**30-40%**

2009年长债收益率与资金成本的利差大幅上升

- 从资金成本面来看，目前保单成本处于历史低位，09年对利率最敏感的主流万能险资金成本相比年初下降**88bp**
- 从债券收益率来看，2009年10-year国债和企业债到期收益率相比年初分别上升**80bp**和**100bp**

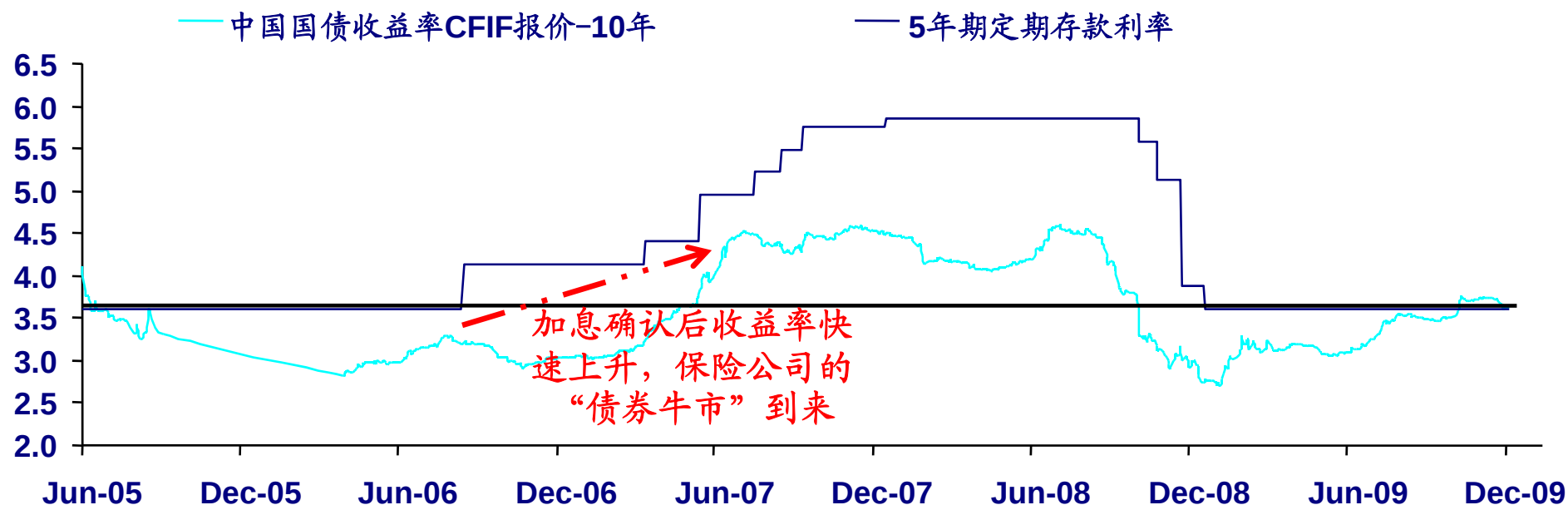
09年资金成本快速下降，但长债收益率大幅上升，驱动利差上升（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

展望2010年，利差有望下半年快速上升

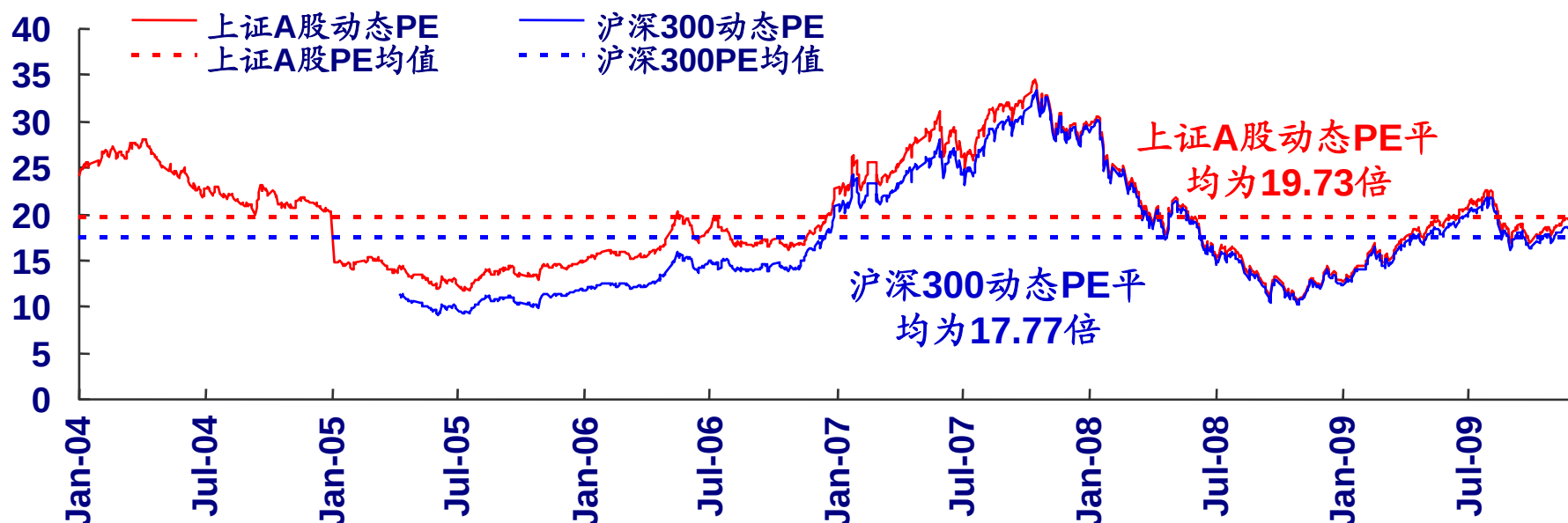
- 在目前低利率环境和管理通胀预期背景下，2010年通胀失控的风险小，连续加息可能性不大，我们预计下半年加息一至两次。因此，明年保单资金成本升幅有限，尤其是上半年资金成本仍将维持低位
- 由于基数原因明年上半年上CPI升较快，通胀预期升温，债券收益率小幅上升，但收益率快速上升需待加息确认。我们认为下半年加息后债券收益率大幅上升，保险公司的“债券牛市”到来
国债收益率目前处于均值水平，加息确认后收益率有望快速上升



对2010年权益市场持谨慎乐观态度

- 2009年经济工作会议政策基调：“保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极财政政策和适度宽松的货币政策”，“提高政策的针对性和灵活性”
- 截至2009-12-10，沪深300和上证A股滚动PE分别为17.77倍、18.74倍，而历史平均PE分别为17.50倍和19.73倍，估值较为合理

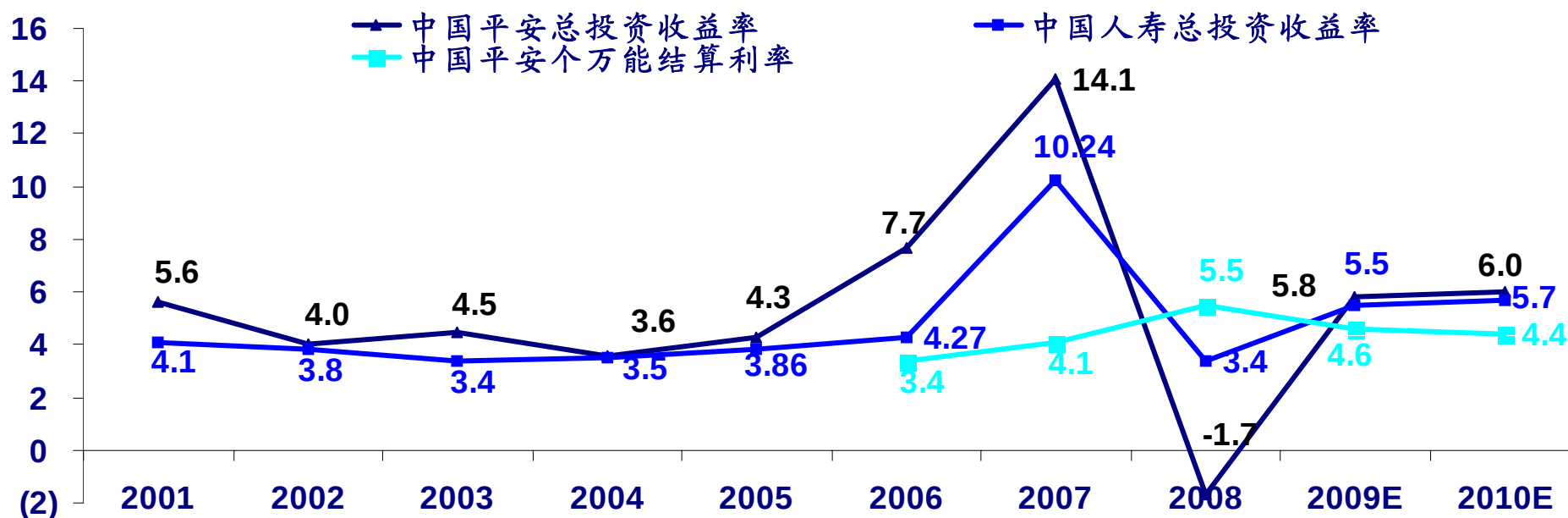
目前PE水平在历史平均值附近，估值合理



2010年保险行业利差预计上升20-40bp

- 考虑到09年月度结算利率快速下降，我们预计10年万能险年化结算利率下降0-20bp；分红产品资金成本变化会较小，传统产品资金成本固定为2.5%
- 考虑到债券收益率下半年可能快速上升以及谨慎乐观的A股市场，我们预计10年投资收益率相对今年小幅上升约20bp；

2001-2010E投资收益率及资金成本对比（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

明年下半年保险股有望大幅跑赢大盘

——海通证券2010年投资策略报告会

- 若10年宏观经济复苏较好且下半年进入加息周期，保险股利差较快上升，驱动保险股大幅跑赢大盘
- 利差扩大背后逻辑：一方面保单资金成本（**follow**短端收益率）随着加息周期到来而逐渐上升，但更关键是保险公司投资收益率上升速度会更快。因为在宏观经济复苏较好下的加息周期中，通常股市会有较好的表现，权益收益率上升明显会快于短端收益率上升；此外，在加息初期，债券收益率会快速上升

估值下行风险小，明年估值空间超过30-40%

- 尽管年初以来股价大幅增长，但估值仅从大幅低估回升至正常水平
 - 平安、太保对应09年隐含新业务倍数分别为23.9倍、24.7倍
 - 考虑到国内保险业高增长，理论可支持大的合理倍数在25-30倍
- 4季度业绩环比预计较好，对估值提供支撑
 - 大盘3、4季度分别上涨-6.1%和17.1%
- 估值基准切换到10年，平安、太保估值具备吸引力，明年估值空间超过30-40%
 - 目前平安、太保和国寿对应10年隐含新业务倍数分别17.8倍、18.6倍和24.9倍
 - 估值下行风险较小，但明年若经济复苏较好进入加息周期，平安、太保估值空间超过30-40%

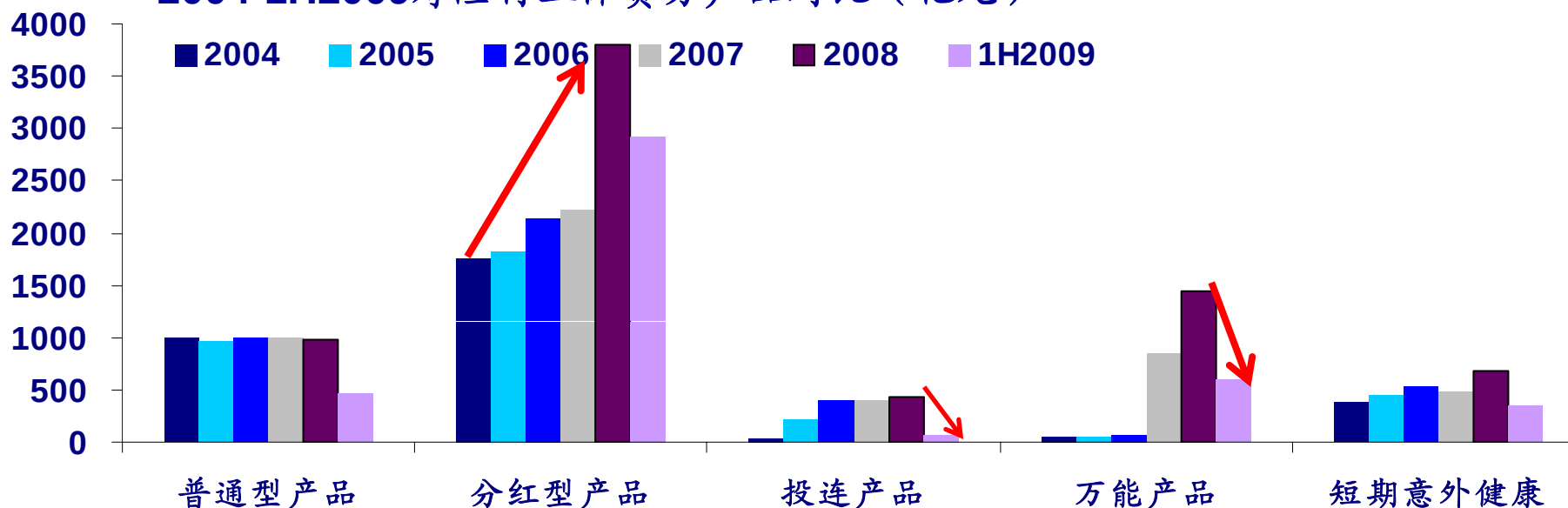
展望未来

——**10年新业务价值增速15-20%，保
费增速加快、销售以“分红为王”**

分红产品是保费增长主要驱动力

- 传统产品销量难增长、占比继续下滑；投连和万能经历06-08年潮起、再到09年潮落，波动剧烈驱动保费增速波动；分红一枝独秀，是保费增长的主要动力，未来销售以“分红为王”
- 分红产品增速是明年保费增速关键，在分红产品增长15-20%假设下，我们预计10年保费增速13%-18%，增速加快

2004-1H2009寿险行业保费分产品对比（亿元）

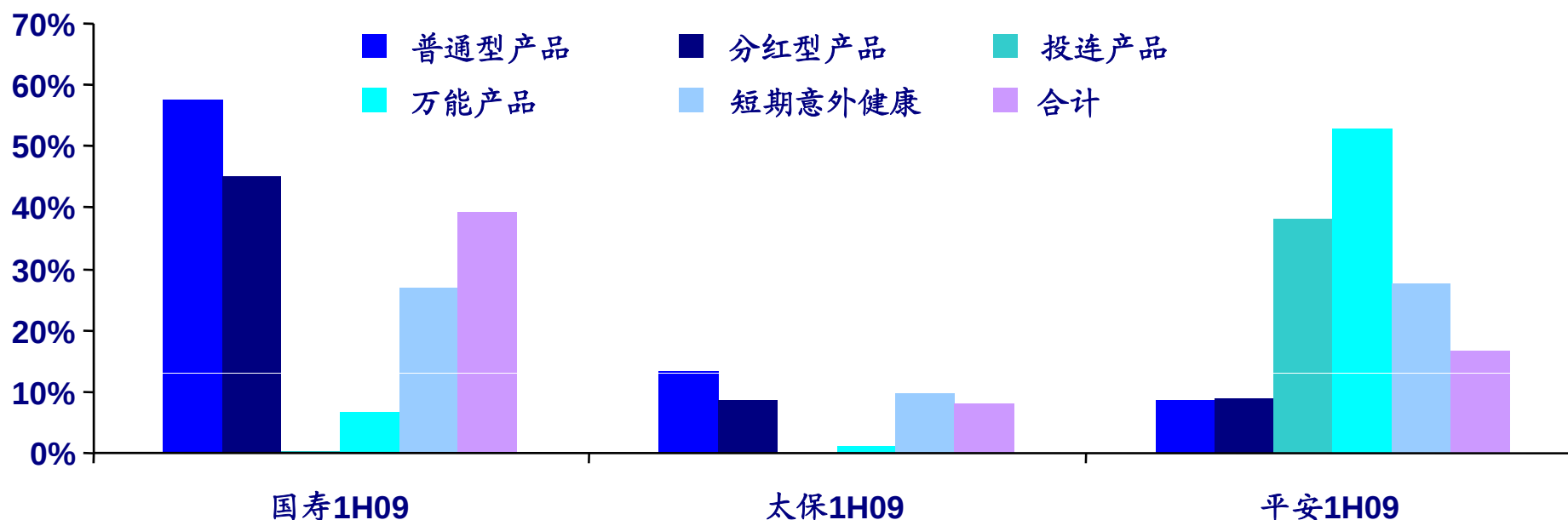


资料来源：保监会，同业数据，海通证券研究所

市场份额：与市场不同的看法

- 从总保费份额来看，平安超过太保**2倍**、超过国寿**40%**；但从分产品市场份额来看，国寿和太保在利润率最高的传统险和分红险上的份额明显高于总保费份额；平安万能险份额超过行业**50%**、投连近**40%**，但传统和分红份额明显低于总保费份额

1H2009行业及三家上市公司分产品市场份额对比

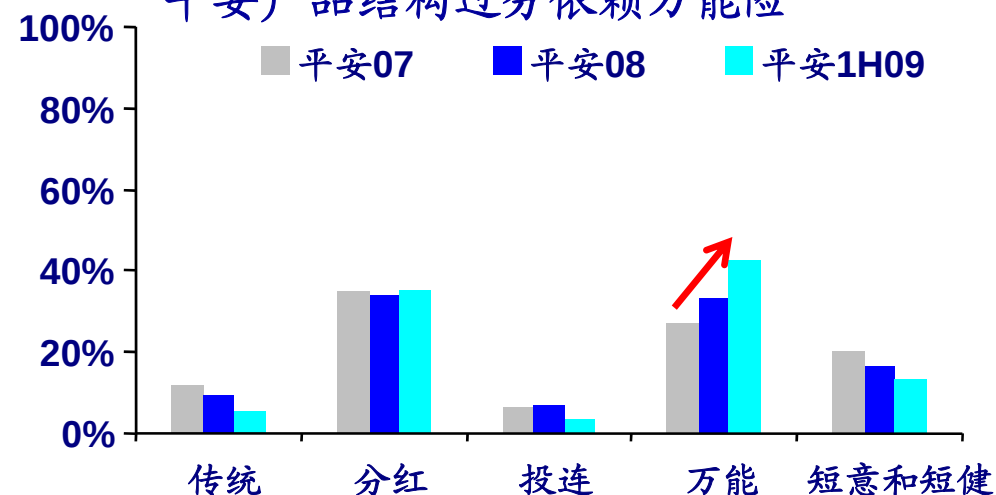


资料来源：保监会，同业数据，海通证券研究所

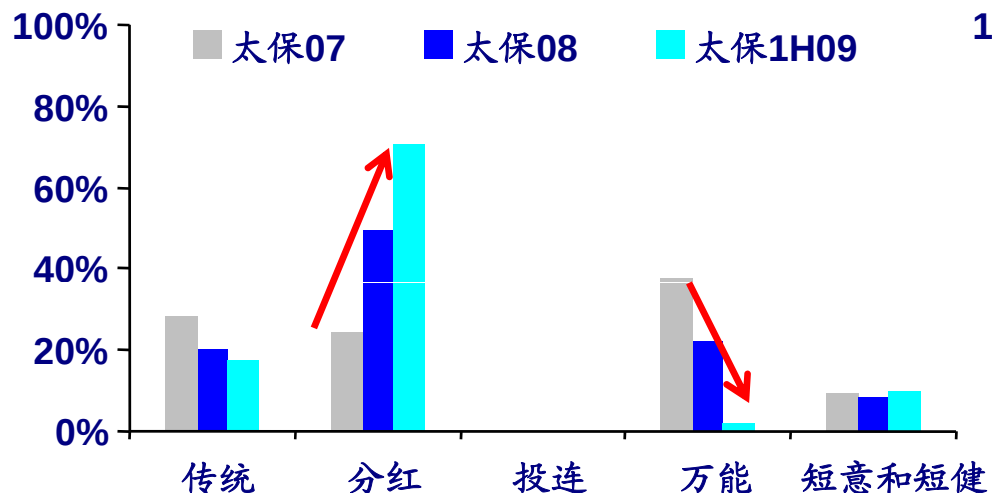
三家公司产品结构明显分化

从产品结构来看，太保和国寿产品结构改善明显，尤其太保，分红产品占比大幅提高、万能产品基本停售；平安产品结构过分依赖万能产品，未来增长存在一定不确定

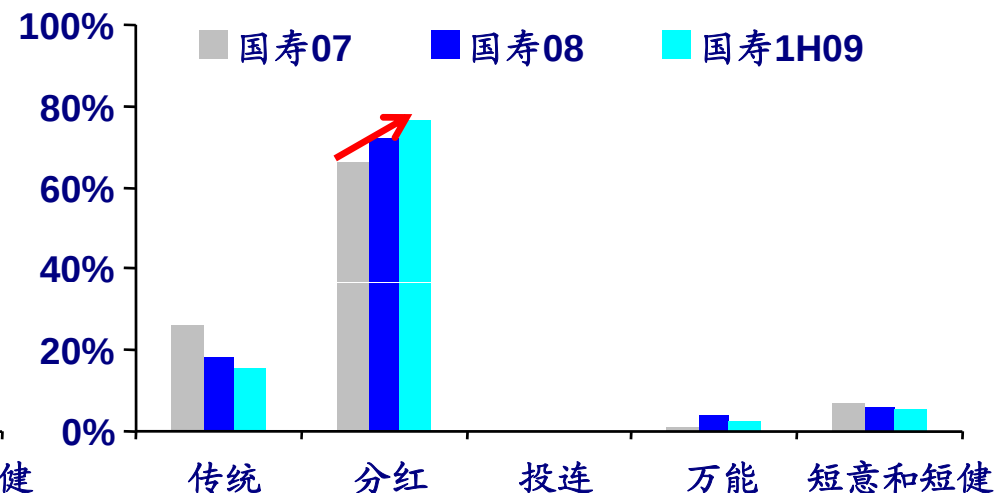
平安产品结构过分依赖万能险



太保产品结构提升非常明显



国寿分红产品占比最高且稳定增长

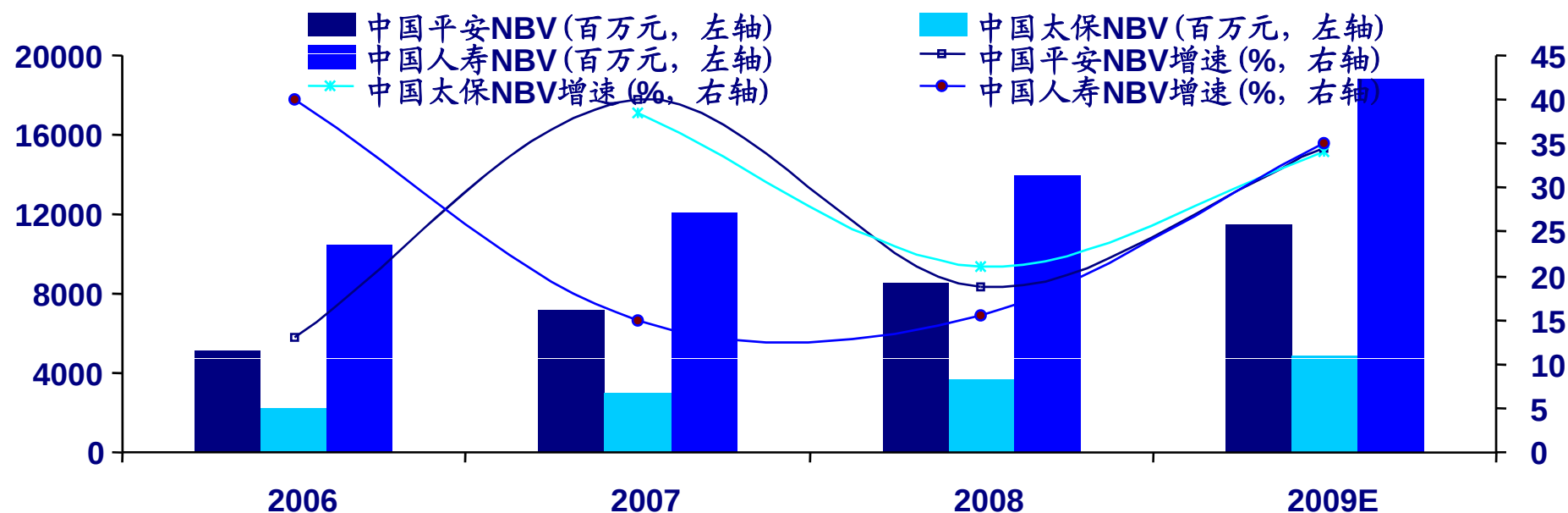


资料来源：保监会，同业数据，海通证券研究所

预计2010年新业务价值增长15-20%

- 05-08年平安、太保和国寿一年新业务价值分别复合增长23.5%、29.5%和23.0%，预计三公司09年增速30%-35%
- 考虑到结构调整效应结束以及分红产品增速放慢，我们预计2010年一年新业务价值增长15-20%

2006-2009E平安、太保和国寿新业务价值及增长率对比

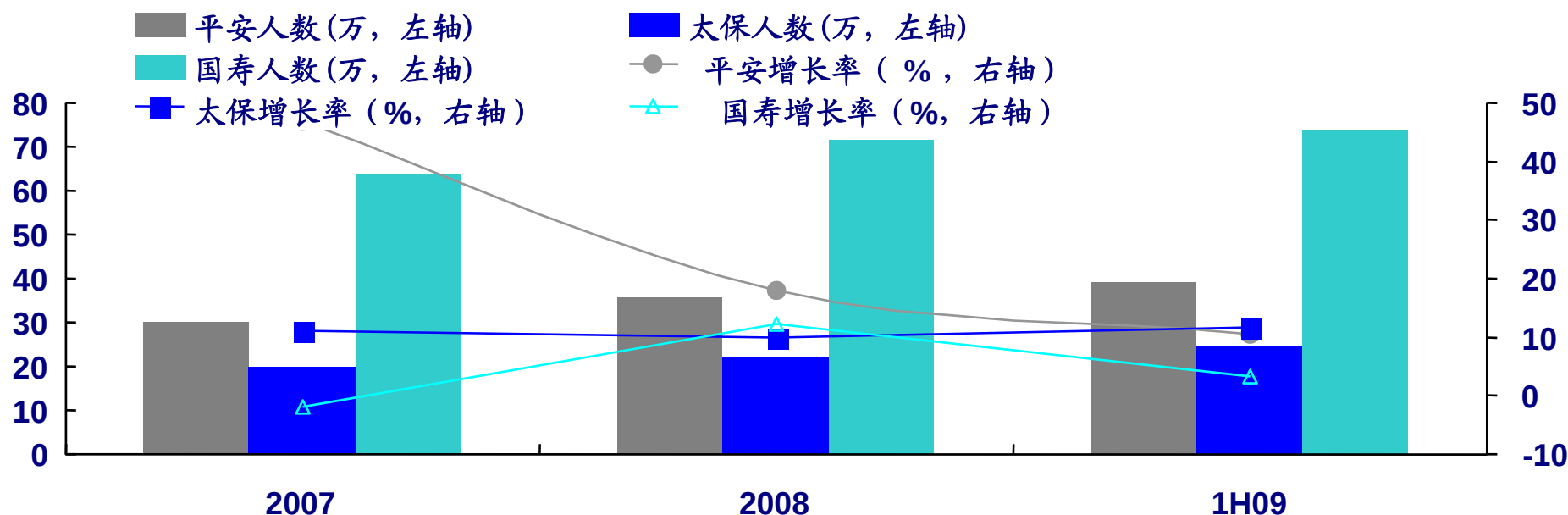


资料来源：公司公告，海通证券研究所

明年NBV增速主要取决于代理人增速

- 太保代理人基数小、增长潜力大，且正在实现。我们预计中国太保09年代理人增速超过20%，看好10年快速增长
- 平安过去3年代理人增速显著快于同业，看好10年快速增长
- 国寿代理人基数太大，高增长难度大

2007-1H09E平安、太保和国寿代理人人数及增长率对比



资料来源：公司公告，海通证券研究所

投资建议

——保险股最大机会在下半年，关注一 季度主题性机会

经济复苏较好下的加息周期中保险股最受益

- 保险股基本面仍然非常良好，基于**10年**的估值具备较好吸引力，维持保险行业“增持”评级
- 大的投资机会出现在债券收益率快速上升带来利差扩大、经济复苏比较稳固阶段；明年保险股最大机会在下半年，首选平安、其次太保
- 一季度驱动性事件比较多，关注主题性机会

一季度驱动性事件多，从主题角度选股

● 年底至一季末关注主题性机会,首选太保、其次国寿

- (1) 上海延税试点：一季度投资最重要的主线，总部上海的太保受政策优惠大，其次国寿
- (2) 新会计准则4月份正式实施：一是准备金的影响，国寿最受益，太保其次，平安最终影响可能较小；二是保费分拆的影响，国寿和太保受益
- (3) 年报和季报行情。4季度大盘上涨17%、明年1季度大盘上涨可能性大，国寿和太保仓位较高，业绩弹性更大
- (4) 一季度“消费”概念：保险是可选消费，受益政策和城镇化加快，尤其是农村市场为主导的太保、国寿更受益

保险股最大投资机会在下半年

- 明年保险股最大机会在下半年、保险股大幅跑赢大盘，维持行业超配，首选平安、其次太保
- (1) 在宏观经济持续复苏较好下的加息周期中，保险股最受益
 - (2) 作为强周期品种，我们认为利差快速上升将驱动保险股大幅跑赢大盘
 - (3) 保险股基本面仍然非常良好，基于10年的估值具备较好吸引力，11年盈利预测超预期的可能性较大，下半年市场情绪较高时估值基准切换到2011年
 - (4) 选股策略上，上升周期中我们选择杠杆最高兼具估值优势的平安、太保

中国太保：结构改善、具备估值优势（买入，维持）

- 主要亮点：

- 唯一总部在上海，上海延税试点若推出，公司受政策优惠最大
- **09**年新业务价值增速大幅超预期
- 估值非常便宜。H股发行后，无论P/EV和P/B均最低，P/EV不到2倍。**10**年隐含新业务倍数**18.7**倍，具备较好安全边际
- **4**季度大盘上涨**17%**、明年**1**季度大盘上涨可能性大，太保权益仓位较高，年报和明年**1**季报业绩弹性更大

- **08-09**年业务结构改善非常明显，渠道结构和产品结构均明显改善，个险渠道利润率最高
- 业务增长潜力大且正在实现，看好**10**年NBV高增长
- H股发行对估值摊薄非常小，考虑到**09**年NBV大幅超预期，维持“买入”评级，维持目标价**32.33**元

中国平安：基本面较好、估值最便宜（买入，维持）

- 主要亮点：
 - 新会计准则压制公司股价，但最终结果可能大幅好于市场预期
 - 公司估值最便宜，对应10年隐含新业务倍数仅17.8倍
 - 定向增发收购深发展有望在4月底前获批，银行业务大幅扩张
- 看好10年代理人和新业务价值的高增长，但增速回归至15-20%
- 主要风险已充分释放
- 非寿险业务明年估值提升空间最大
- 下半年首选中国平安，维持“买入”评级，维持目标价79.05元

中国人寿：关注一季度投资机会（增持，维持）

- 主要亮点：

- 新会计准则实施，公司净资产优势明显体现，受益最大
- 业务结构调整成效显著，**09年NBV增速最快**
- **4季度大盘上涨17%、明年1季度大盘上涨可能性大，国寿权益仓位最高，年报和明年1季报业绩弹性最大**

- 唯一一家没有高利率保单的公司，享有一定估值溢价是合理的
- 公司估值水平虽然是三家公司中最高，但估值差距与平安和太保明显缩小。关注一季度的投资机会，维持“增持”评级，目标价**36.01元**
- 主要风险：大非**193.2亿股**将于**2010年1月11日**解禁

保险公司盈利预测及投资评级

代码	股票名称	EPS (元)			EVPS (元)			NBVPS (元)			投资评级
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
601318	中国平安	0.09	1.32	1.50	16.73	21.52	25.79	1.16	1.49	1.76	买入
601628	中国太保	0.17	0.71	0.80	9.09	10.14	12.26	0.47	0.64	0.73	买入
601601	中国人寿	0.36	0.86	1.08	8.49	10.29	12.25	0.49	0.67	0.75	增持

谢谢!

欢迎交流!

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。

免责条款

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。

海通证券研究所 保险行业核心分析师

潘洪文：021-23219389，panhw@htsec.com
13636310035