

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业报告

估值尚处甜蜜期

——2010 年保险行业策略报告

2009 年 11 月 24 日

邵子钦 金融行业首席研究员

86-755-22626592

shaozq@pasc.com.cn

童成墩 保险行业研究员

86-755-22627185

tongcd@pasc.com.cn

保险股估值的先行指标？

利率是影响估值的核心要素。寿险公司内含价值稳定增长，与股价高 β 特征形成鲜明反差。在影响估值的各项指标中，利率是核心的联结纽带。

泡沫阶段利率是先行指标。借鉴美国 1999-2001 年和日本 1988-1990 年泡沫阶段的保险股股价表现，加息之前和加息后的前半段估值稳定上移，而加息后半段估值开始下降。加息之前估值仍存上行空间。我们预计 2010 年 2 季度以后加息，因此至少 1 季度估值处于甜蜜期。

2010 年股价催化剂？

①会计政策改革：中国人寿是最大受益者。②上海养老险税收递延：寿险行业的里程碑。③投资渠道在不动产和 PE 的放开，提高投资收益率。④银保深度合作有望成为新的亮点。

内含价值的增长空间？

保费增长无悬念：人口学的启示。我国人口红利预计 2015 年前后结束，养老准备迫在眉睫，保障需求增长确定。同时保险公司专注于价值增长，回归保障和长期储蓄业务。政府积极推动上海养老险税收递延政策，有望明年年初试点。以台湾寿险业务员占总人口比重推算，我国还有 3 倍的增员空间。

产品结构调整提高内含价值贡献率。09 年中国人寿和中国太保由趸缴转向期缴，由银保转向个险，由短单转向长单，提高了单位产品的内含价值贡献。

2010 年动态 P/EV2.4 倍，维持“推荐”评级。在公司基准精算假设下，三大公司 2010 年动态 P/EV 为 2.4 倍，股价隐含新业务乘数平均 23 倍。而在未来 10 年 NBEV 复合增长率 12%-14%，永续 3%，在贴现率 10%-11% 的保守假设下，新业务乘数合理区间为 28-33 倍，尚存提升空间，维持行业“推荐”评级。

保险行业 2010 年动态估值

公司	股价 (元)	BVPS (元)	EPS (元)	EVPS (元)	NBEVPS (元)	P/B (倍)	P/E (倍)	P/EV (倍)	NBM (倍)
中国人寿	32.00	6.8	1.10	12.2	0.69	4.7	29	2.6	29
中国平安	59.60	14.3	1.63	24.3	1.88	4.2	37	2.5	19
中国太保	26.30	9.3	0.75	12.7	0.66	2.8	35	2.1	21
平均						3.9	33.6	2.4	22.7

目录

一、价值增长无悬念：人口学的启示..... 3

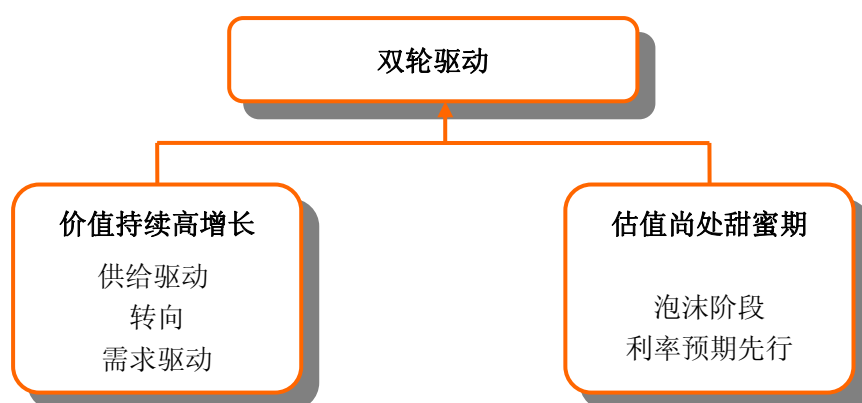
1.1 保费增长：由供给驱动转向需求驱动	3
1.1.1 社会需求支持保费增长	3
i 人口红利：保障和养老业务的时间之窗	3
ii 人均 GDP3381 美元：借鉴台湾经验，正在步入拐点.....	4
iii 寿险密度 71.7 美元：保障和养老业务空间广阔	6
1.1.2 公司价值转型支持保费增长	8
1.1.3 政策支持方向明确	9
1.2 产品结构转型提高毛利率	9
1.2.1 调整产品结构，提高内含价值贡献率	9
1.2.2 依靠创新，提高单位产品毛利贡献	9

二、估值尚处甜蜜期..... 10

2.1 加息之前估值仍存上行空间	10
2.1.1 利率是影响估值的核心要素	10
2.1.2 美日经验表明：泡沫阶段利率是先行指标	11
2.1.3 2010 年 1 季度估值仍存上行空间	12
2.2 2010 年的四大催化剂	13
2.2.1 会计政策改革：中国人寿是最大受益者	13
2.2.2 养老险税收递延：开启寿险新时代	14
2.2.3 投资渠道：不动产、PE 放开	15
2.2.4 银保合作有望成为新的亮点	16

三、个股推荐..... 17

图表1 文章框架

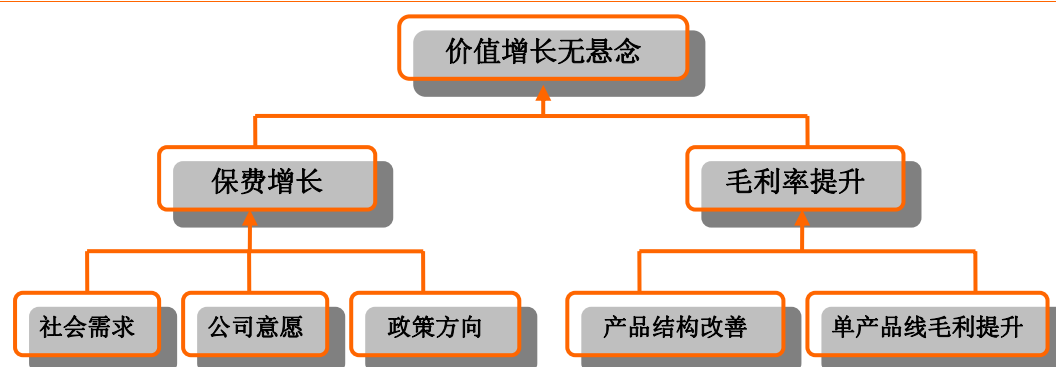


资料来源：平安证券

一、价值增长无悬念：人口学的启示

价值增长的两个核心要素：收入规模增长和毛利率提升。随着人口老龄化的渐行渐近、社保账户缺口的持续扩大、经济结构转型的日益迫切、以及人均 GDP 的快速提升，我国保险市场有望由供给驱动逐步转向需求驱动，未来 3 年收入规模保持 15% 以上增长是大概率。在股市平稳运行的大背景下，保险公司由投资型产品向保障和储蓄型产品转移的方向日益坚定，内含价值贡献率有望逐步提升。上述两个因素支持保险公司价值的持续快速增长。

图表2 第一部分框架



资料来源：平安证券

1.1 保费增长：由供给驱动转向需求驱动

1.1.1 社会需求支持保费增长

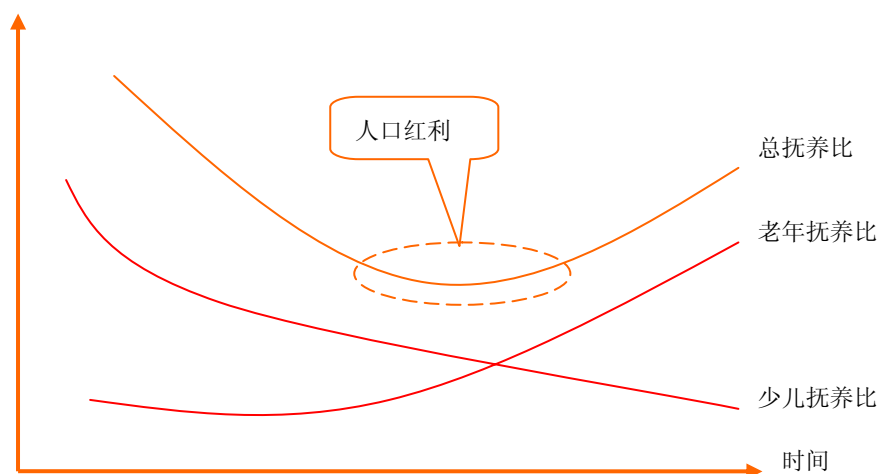
i 人口红利：保障和养老业务的时间之窗

我国养老负担严重，养老准备迫在眉睫。我国 2008 年总抚养比为 37.6%。考虑实际工作年龄要晚于 15 岁（大学毕业 22 岁），实际退休年龄早于 65 岁（2008 年实际退休年

龄 51 岁），实际抚养比高于这个数据。预计人口红利 2015 年前后结束，养老准备迫在眉睫，保障型和养老型业务的需求增长成为必然。

我国社保不足，商业保险是必要的补充。我国基本养老保障实行现收现付制，养老账户严重不足，步入老龄化社会之后，风险将逐步暴露。为了解决社会问题，政府有责任通过政策倾斜，引导民众购买商业保险，补充社保不足。

图表3 社会抚养比变化趋势



资料来源：平安证券

图表4 社会总抚养比

	中国大陆			台湾地区		
	少儿抚养比	老年抚养比	总抚养比	少儿抚养比	老年抚养比	总抚养比
1995	39.6%	9.2%	48.8%	34.6%	11.1%	45.8%
2000	32.7%	9.9%	42.6%	30.0%	12.3%	42.3%
2005	28.2%	10.7%	38.9%	26.2%	13.6%	39.7%
2006	27.4%	10.9%	38.3%	25.2%	13.9%	39.1%
2007	26.8%	11.2%	37.9%	24.3%	14.1%	38.4%
2008	26.1%	11.4%	37.6%	23.4%	14.4%	37.7%

注：15 岁以下为少儿，65 岁以上为老年

资料来源：中国统计年鉴、台湾统计年鉴、平安证券

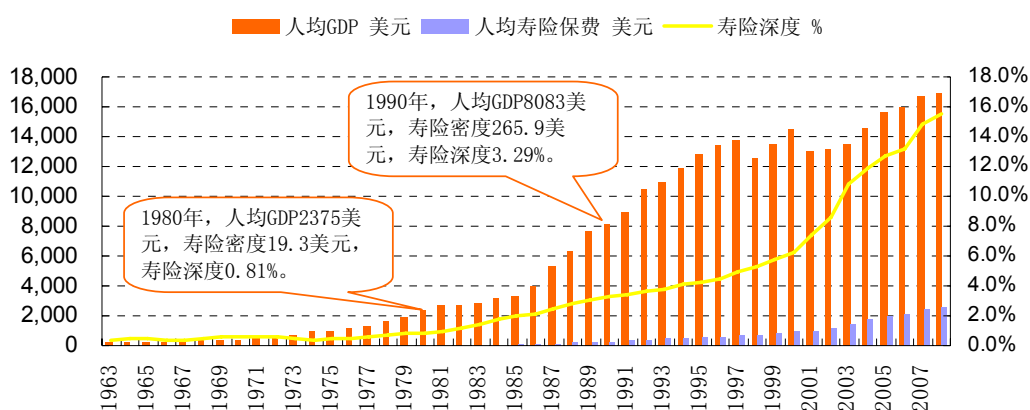
ii 人均GDP3381美元：借鉴台湾经验，正在步入拐点

瑞士再的研究表明，经济发展（人均国内生产总值）和保险市场发展（总保费与国内生产总值之比）之间呈现一种 S 曲线的相关关系：

- ①人均 GDP1,000-10,000 美元的地区，保险开支的增长速度大大快于收入的增速；
- ②人均收入低于 1000 美元或高于 10000 美元的地区，保费收入弹性接近 1。

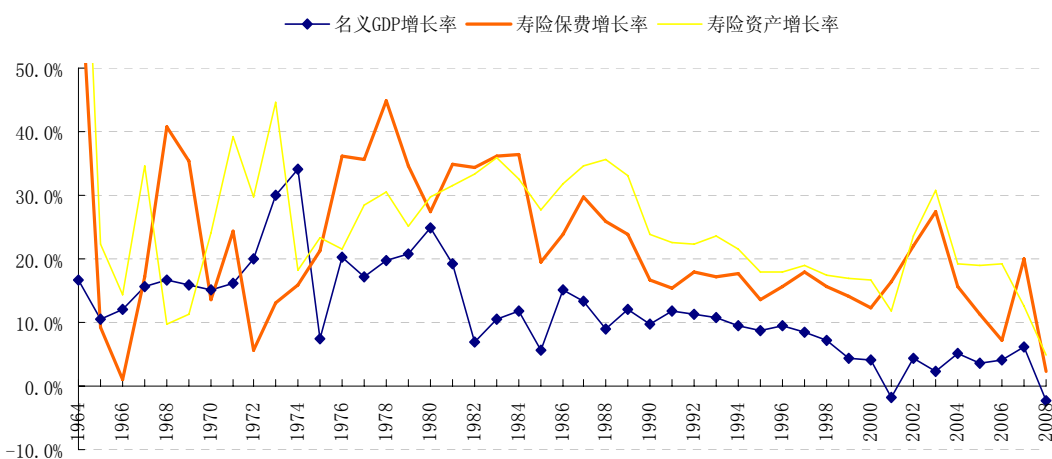
从台湾的经验看，1975-1989 年，人均 GDP 由 975 美元提升至 7596 美元，在这一阶段，寿险每年保费增速 20%以上；1990-2000 年，人均 GDP 由 8083 美元提升至 14420 美元，在这一阶段，寿险保费维持 12%-18%高速增长。中国与台湾文化背景相似，居民思维方式接近，具有一定可比性。我国 2008 年人均 GDP 3381 美元，以台湾经验来看，保费收入有望维持快速增长。

图表5 台湾寿险密度和寿险深度



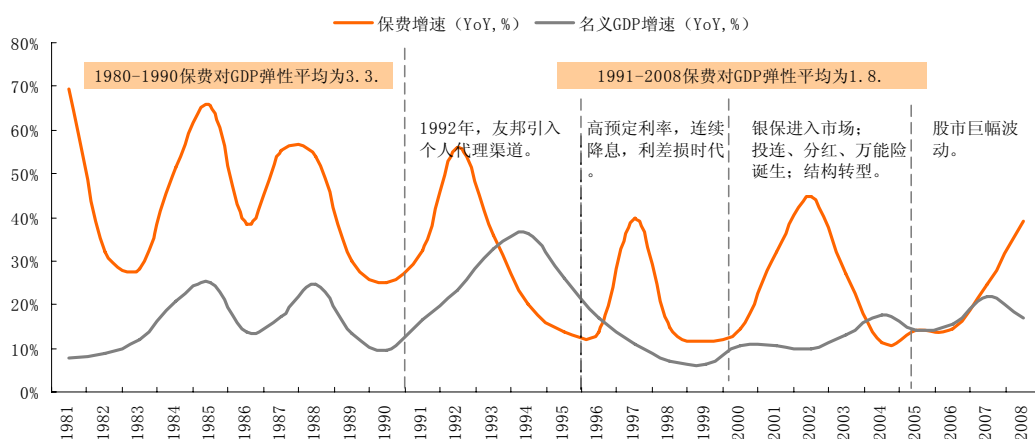
资料来源：TII、平安证券

图表6 台湾寿险保费增速持续超越经济增长



资料来源：TII、平安证券

图表7 中国保险业总保费增速超越经济增长



资料来源：CIRC、平安证券

iii 寿险密度71.7美元：保障和养老业务空间广阔

从保额、保费收入、保险资产、产品结构看，我国寿险发展远远不足，具体体现在：

①保额：整个社会退休准备金占 GDP 比重仅为 8%，而台湾为 23%；死亡、健康和意外保障占 GDP 为 0.7%，而台湾为 11%。

②保费：08 年寿险深度和密度分别为 2.2%和 71.7 美元，而台湾为 13.3%和 2288 美元，全球为 4.1%和 370 美元。

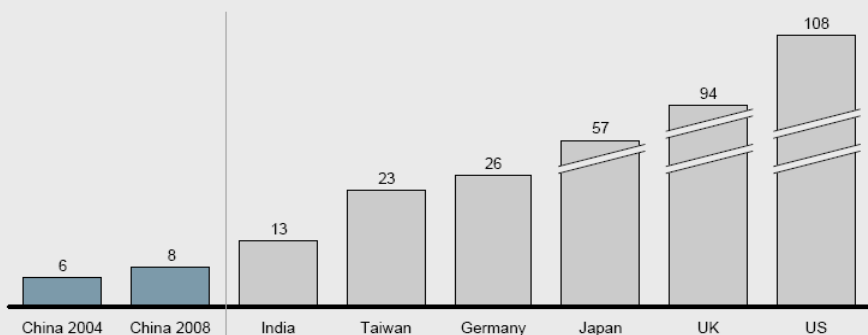
③资产：08 年保险资产占金融机构资产比重约为 4.6%，而台湾寿险资产占金融机构资产比重为 21%。

④险种：08 年寿险占人身险比重为 89%，健康、意外和年金业务发展不足，而台湾寿险占比已降低至 70%。

图表8 养老准备占 GDP 比重

Chinese are underprepared for retirement

Retirement preparation¹ as percentage of GDP, 2008
Percent



1 Follow the traditional definition of 3 pillar retirement preparation: total pension and annuity assets funded by government, employers, and individuals (excluding deposit); US data include IRA; UK 2007 data; Most developed countries have pay-as-you-go public pension schemes

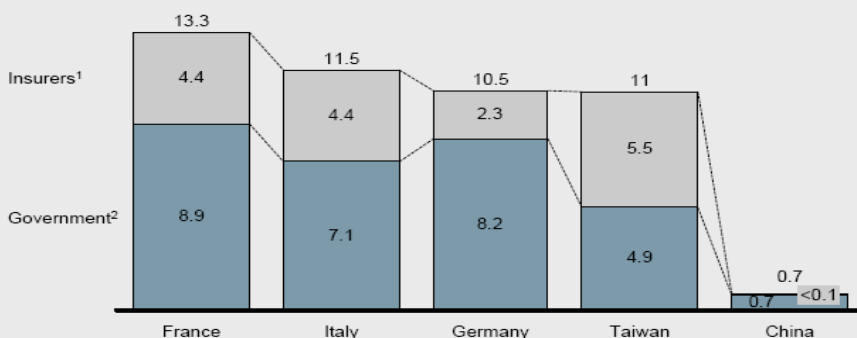
SOURCE: Industry associations; regulators; national statistics bureaus; MGI; team analyses

资料来源：麦肯锡

图表9 死亡、健康和意外保障占 GDP 比例

Overall protection level of Chinese public is very low

Total death, healthcare and injuries benefits paid over GDP, 2007
Percent

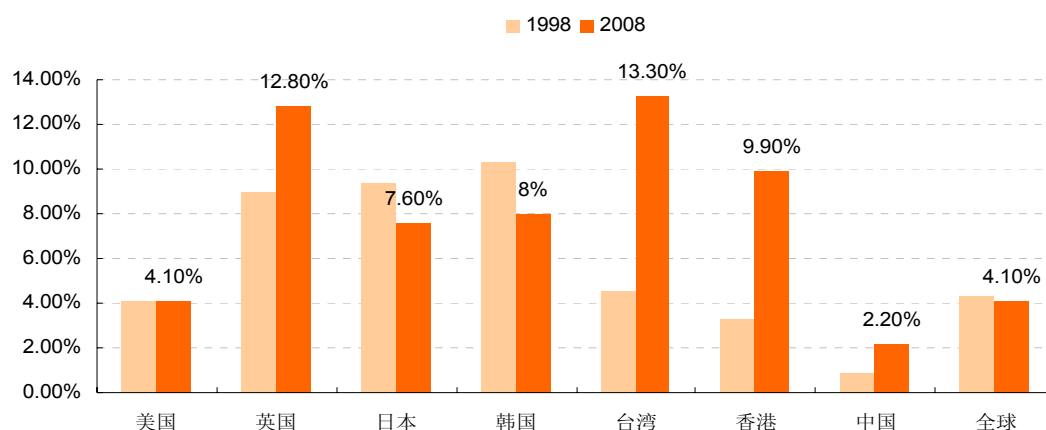


1 Total claims paid
2 Cash spending

SOURCE: OECD; governments; DREES; Ministry of Social Welfare; SUSEP; MCM; company data; team analysis

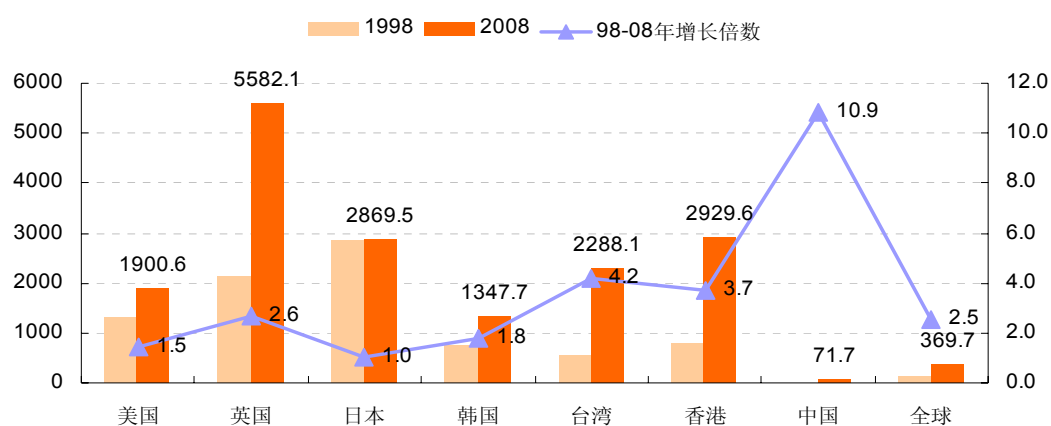
资料来源：麦肯锡

图表10 寿险深度国际比较



资料来源: SIGMA、平安证券

图表11 寿险密度国际比较 单位: 美元



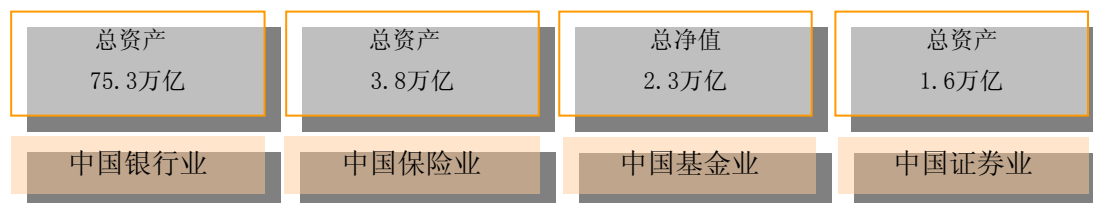
资料来源: SIGMA、平安证券

图表12 台湾保险业资产占金融机构资产比重

	保险 (%)	产险 (%)	寿险 (%)
1994	6.88	0.69	6.19
1995	7.46	0.75	6.71
2000	11.08	0.86	10.23
2005	17.81	0.55	17.26
2006	19.89	0.51	19.39
2007	21.86	0.51	21.35
2008	21.53	0.55	20.98

资料来源: TII、平安证券

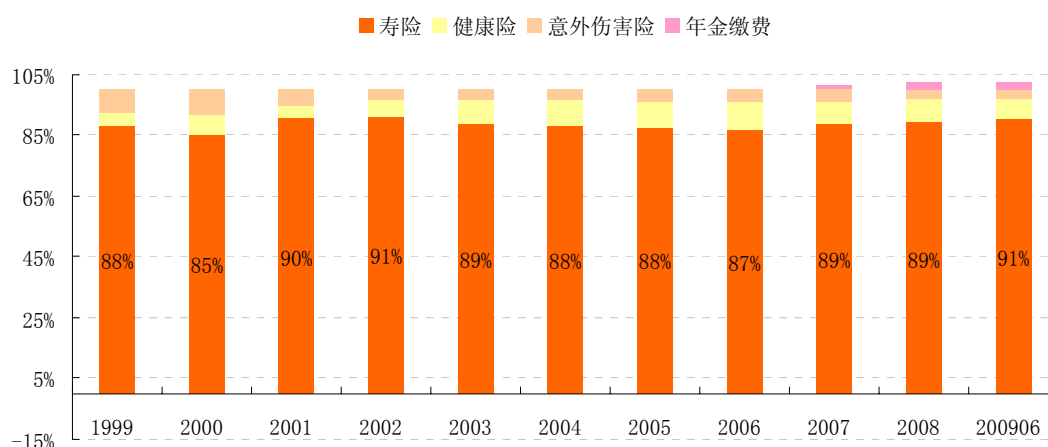
图表13 中国保险业资产占金融机构资产比重约为 4.6%



注：以上数据截至2009年9月30日

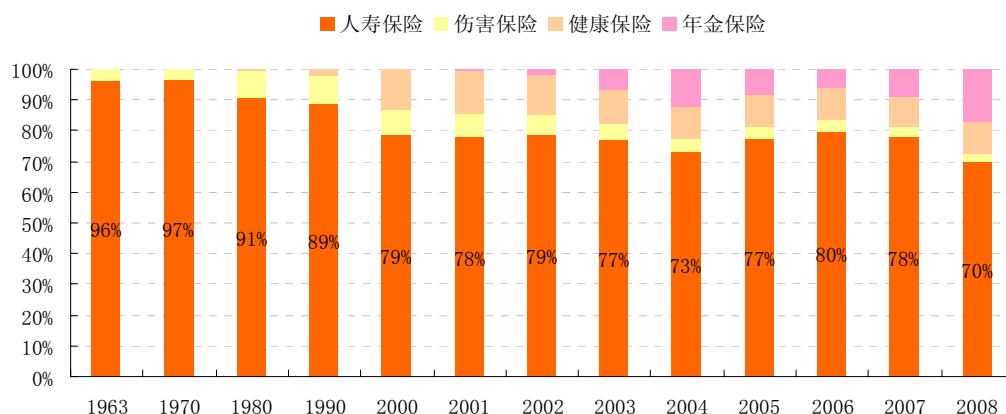
资料来源：CIRC、平安证券

图表14 中国人身险险种结构



资料来源：CIRC、平安证券

图表15 台湾人身险险种结构



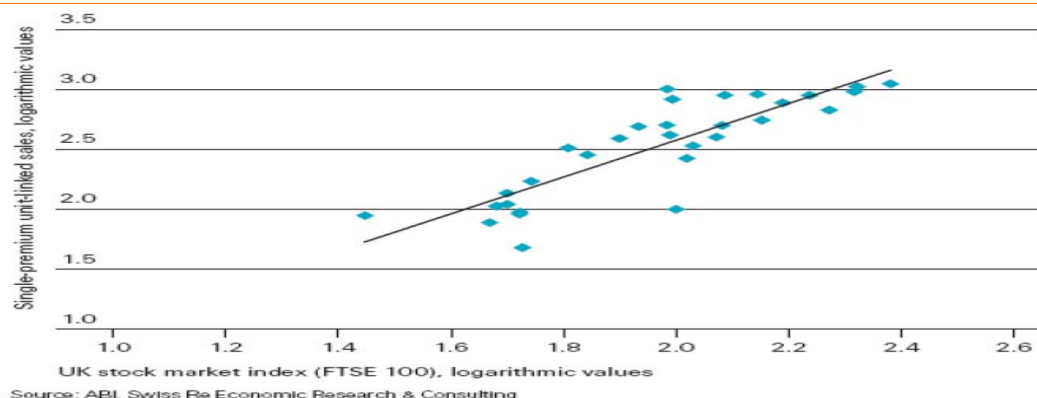
资料来源：TII、平安证券

1.1.2 公司价值转型支持保费增长

回归保险本质，专注价值增长。07-08年银保井喷，没有给保险公司带来丰厚的价值贡献。相反，趸缴的投资型保单随着股市的波动，提高了退保率和现金流管理的难度。根源在于，中短期储蓄属于银行主业，投资属于资产管理公司和基金公司主业，保险公司在银保渠道与该类产品竞争，无异于以己所短攻其所长。因此，保险公司在保监会的指引下，迅速回归保障和长期储蓄业务，在保险护城河内发挥专业特长。

股市平稳，有助回归保障。英国 1972-2001 年数据表明，股市增长 10%，投资型保费增长 15%。股市的平稳，有助于保险公司致力于保障业务和长期储蓄业务。

图表16 英国 1972-2001 年数据表明，股市增长 10%，投资型保费增长 15%。



资料来源：TII、平安证券

1.1.3 政策支持方向明确

政府支持保障和养老业务发展。我国经济转型困难，内需增长乏力的原因之一是社会保障不足。保险业发展有利于降低预防性储蓄，提高消费能力，满足消费意愿。政府推动保障和养老业务发展的方向明确，上海养老险税收递延政策正在紧锣密鼓的筹备中，有望明年年初试点，试点成功后有望推广至全国。

图表17 政府支持保障和养老业务发展

文件	内容
《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》	1. 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。 2. 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。 3. 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。
《关于加快业务结构调整进一步发挥保险保障功能的指导意见》	1. 鼓励各保险公司加大力度发展风险保障型人身保险产品，主要包括意外伤害保险、健康保险、养老年金保险、定期寿险和有效保额不低于 10 倍期交保险费或 2 倍趸交保险费的终身寿险、两全保险。 2. 鼓励各保险公司强化长期储蓄型人身保险产品的长期储蓄功能。两全保险保险期间不得短于 5 年，鼓励发展保险期间不短于 10 年的两全保险。

资料来源：平安证券

1.2 产品结构转型提高毛利率

1.2.1 调整产品结构，提高内含价值贡献率

09 年中国人寿和中国太保都调整了产品结构：由趸缴转向期缴，由银保转向个险，由短单转向长单。这种产品结构的调整，提高了单位产品的内含价值贡献。长期来看，公司都要寻求规模与毛利的平衡，实现可持续发展。

1.2.2 依靠创新，提高单位产品毛利贡献

创新就是保险要素的重新组合。从营销的角度看，创新是指客户、渠道、产品的组合。从产品内容看，创新是指保障成分、储蓄成分、投资成分的组合。从产品形态上看，创新是指保证回报、超额收益分配、调整保额、灵活缴费以及缴费方式的选择。随着客户保险认识的深入，由组合购买转向自主组合和专项购买，能够为客户提供有针对性的保险保障产品将成为保险公司核心竞争力。

图表18 向期缴业务顺利转型

	中国人寿		平安寿险		太保寿险	
	2008	2009H1	2008	2009H1	2008	2009H1
期缴/FYP	16.78%	20.47%	43.6%	41.6%	14.7%	29.5%
趸缴/FYP	77.04%	73.38%	44.5%	49.5%	79.3%	67.5%
短期意外/FYP	6.18%	6.15%	11.9%	8.8%	6.1%	3.0%
续期/总保费	29.18%	34.79%	55.6%	50.4%	29.4%	34.6%

资料来源：公司数据、平安证券

图表19 价值贡献率

	中国平安			中国人寿			中国太保	
	2008	2009H1	2009E	2008	2009H1	2009E	2008	2009E
NBEV/FYP	18.80%	17.00%	16.3%	6.60%	9.10%	8.7%	7.80%	11.60%
NBEV/APE	31.40%	30.80%	31.3%	21.50%	26.80%	26.2%	27.30%	27%

注：FYP 为新业务保费，APE=首年期缴+趸缴/10+短期险，NBEV 为一年新业务价值。

资料来源：公司数据、平安证券

图表20 台湾寿险市场集中度逐渐下降 单位：%

	第一	第二	第三	前三大合计
1981	国泰 (56.49)	新光 (28.49)	南山 (4.11)	89
1985	国泰 (55.04)	新光 (28.21)	国华 (4.75)	88
1990	国泰 (51.43)	新光 (25.4)	南山 (8.89)	86
1995	国泰 (42.58)	新光 (20.41)	南山 (14.81)	78
2000	国泰 (32.71)	新光 (16.1)	南山 (17.18)	66
2008	国泰 (22.88)	新光 (10.62)	南山 (11.41)	45

资料来源：TII、平安证券

图表21 中国寿险公司市场集中度逐渐下降

	中国人寿	平安寿险	太保寿险	前三大合计
2004	46.9%	17.2%	10.8%	74.9%
2005	44.1%	16.1%	9.9%	70.1%
2006	45.3%	17.0%	9.3%	71.6%
2007	39.7%	16.0%	10.2%	66.0%
2008	40.3%	14.0%	9.0%	63.2%
2009 年前 3 季度	38.0%	16.8%	8.1%	62.9%

资料来源：CIRC、平安证券

二、估值尚处甜蜜期

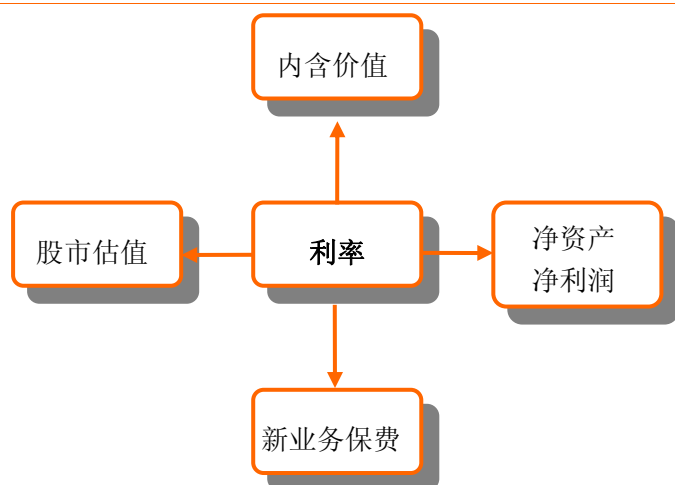
2.1 加息之前估值仍存上行空间

2.1.1 利率是影响估值的核心要素

寿险公司内含价值稳定增长，股价高β特征。从历史股价来看，投资收益率、净利润增长率、净资产增长率、一年新业务价值增长率（或标准保费增长率）、内含价值增长率等指标在不同时期和估值波动表现出良好的相关性。但在各项指标中，利率是核心的联结纽带。利率对保险股估值的影响体现在：

- ①新业务保费：加息不利传统型产品，但有利于储蓄和投资型产品销售。
- ②净资产和净利润：加息有利于提升利息收益，不利于债券和股票增值。
- ③内含价值：主要受净资产增长、新业务增长、投资收益率、贴现率假设的影响。短期看，利率引起四个要素不同方向的变动；长期看，在股市回报率平均 10% 的假设下，由于中国保险公司负债久期长于资产久期，加息带动债券利息收益率上升，提升内含价值。
- ④市场估值：加息前段，一般估值上移；加息后段，一般估值下降。

图表22 利率对保险股估值的多重影响

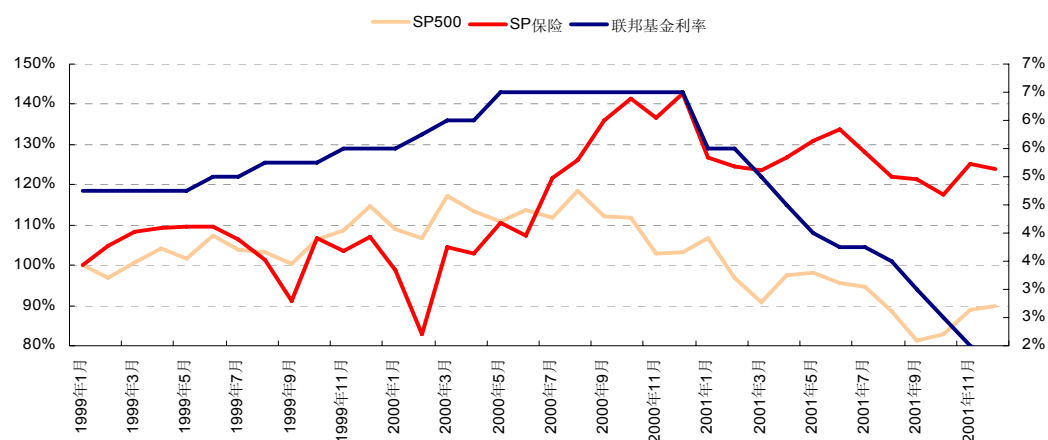


资料来源：平安证券

2.1.2 美日经验表明：泡沫阶段利率是先行指标

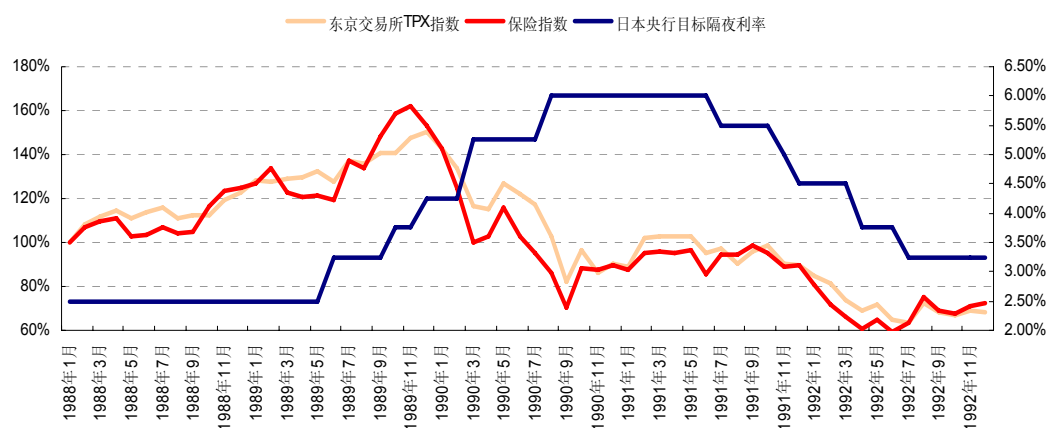
借鉴美国 1999-2001 年和日本 1988-1990 年泡沫阶段的保险股表现，股价在加息后半段及之后才反转，而在此之前估值维持稳定或继续上移。当然，不同国家利率市场化程度有别，利率影响在时间上存在先后。由于中国利率政策相对滞后，我们需要对利率预期打足提前量，方能判断保险股的投资时钟。

图表23 美国 1999-2001 年泡沫阶段保险股表现



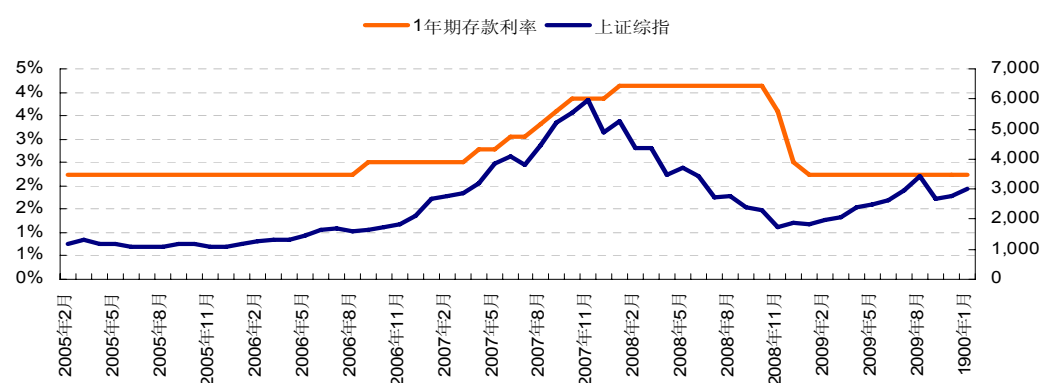
资料来源：彭博资讯、平安证券

图表24 日本 1988-1990 年泡沫阶段保险股表现



资料来源：彭博资讯、平安证券

图表25 利率与上证综指走势

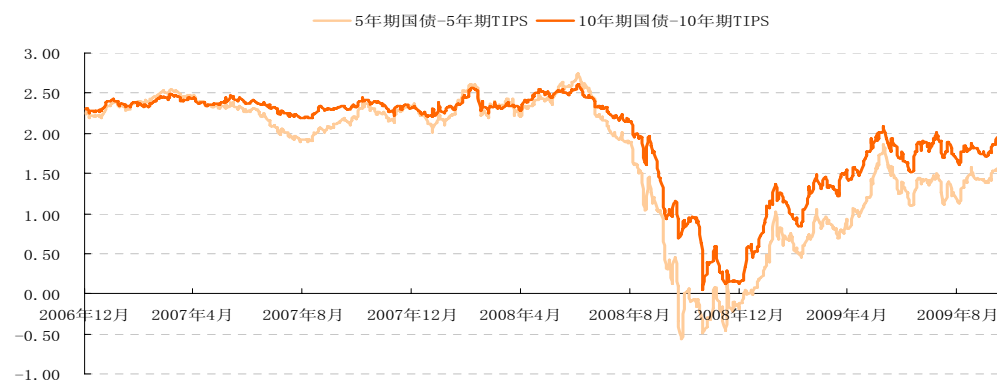


资料来源：CEIC、平安证券

2.1.3 2010年1季度估值仍存上行空间

以美联储伯南克讲话为依据，近期美国金融市场预期加息至少推迟至明年 9 月以后。我们宏观经济学家孙方红博士认为，结构调整是明年经济的主题，政府投资在规模上力度将减弱而私人投资复苏相对缓慢，明年中国经济可能二次探底，2 季度以后才有可能加息。在加息之前，尤其是 1 季度，保险股估值仍存上行空间。

图表26 美国通货膨胀预期（国债收益率-TIPS 收益率） 单位：%



资料来源：彭博资讯、平安证券

图表27 我国债券收益率（中证到期收益率）缓慢上行 单位：%

日期	2008-12-31	2009-3-31	2009-6-30	2009-9-30	2009-10-30
10 年期国债	2.88	3.28	3.37	3.64	3.73
10 年期企业债	4.25	4.77	5.17	5.53	5.62

资料来源：WIND 资讯、平安证券

2.2 2010年的四大催化剂

2.2.1 会计政策改革：中国人寿是最大受益者

核心影响因素：准备金评估标准变化。保险公司 09 年年报将执行新的会计政策，主要包括以下三个重要变化：

- ① 保费：引入重大保险风险测试和分拆处理；
- ② 保单获取成本：不递延，直接计入当期损益；
- ③ 准备金评估标准：采用新的基于最佳估计原则。

其中，保费和保单获取成本在新会计政策只改变报表项目的列报，不直接影响净资产和净利润（保费核算口径改变会间接影响营业税，但影响较小）；准备金评估标准的改变是净资产和净利润的主要影响因素。

因无高利率保单，中国人寿成为最大受益者。按最佳估计原则评估准备金，99 年以后新保单可以减提准备金，而 99 年以前的高利率保单需要补提准备金。截至 2008 年底，平安和太保高利率保单准备金占比分别为 33%和 20%，将部分抵消新会计政策的正面影响。中国人寿因没有高利率保单，将明显受益于新的准备金评估标准。

A/H 报表完全统一。截至目前，保监会和财政部尚未明确新会计政策的细则。预计 12 月底和明年 1 月初，细则会逐渐明朗。届时 A/H 股报表数据将完全统一。

尽管 EV 不受影响，但仍为股价催化剂。由于这次只是会计政策改革，EV 计算所依据的法定准备金准则并未改变，因此 EV 不受影响。但由于净资产和净利润受到较大影响，仍然有望成为人寿的股价催化剂。

图表28 中国人寿和中国平安 A、H 股报表净利润比较 单位：百万

项目	2006	2007	2008	2009H
中国人寿				
中国会计准则	14,384	28,116	10,068	13,920
香港财务报告准则	19,956	38,879	21,277	18,226
H/A	138.7%	138.3%	211.3%	130.9%
中国平安				
中国会计准则	7,342	15,086	662	4,347
国际财务会计准则	7,838	18,688	268	5,222
H/A	106.8%	123.9%	40.5%	120.1%

资料来源：公司数据、平安证券

图表29 中国人寿和中国平安 A、H 股报表净资产比较 单位：百万

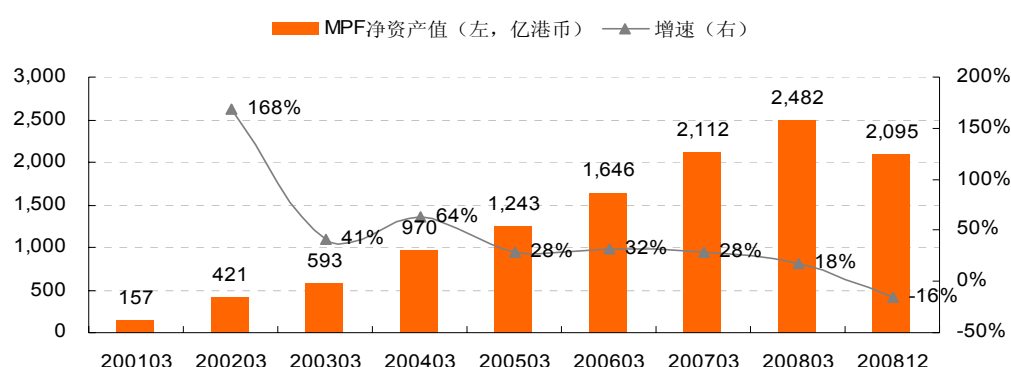
项目	200612	200712	200812	200906
中国人寿				
中国会计准则	115,557	170,213	134,957	151,912
香港财务报告准则	139,665	205,500	180,649	202,196
H/A	120.9%	120.7%	133.9%	133.1%
中国平安				
中国会计准则	45,260	107,234	78,757	90,327
国际财务会计准则	46,375	111,822	82,951	95,396
H/A	102.5%	104.3%	105.3%	105.6%

资料来源：公司数据、平安证券

2.2.2 养老险税收递延：开启寿险新时代

养老险业务规模效益显著，保险公司长期受益。由于养老险整体规模较小，短期来看，难以成为盈利主力。但作为一项规模效益显著、边际效益递增的业务，一旦形成规模，就会产生明显的利润效果。我们认为，这将是保险业发展的里程碑。从国际经验来看，无论是香港强积金，还是美国401K，税收优惠政策一直以来都是保险业发展的催化剂。

图表30 香港 1999 年执行强积金后基金净值快速增长



资料来源：www.mpfa.org.hk、平安证券

图表31 美国 1981 年执行 401K 计划后寿险公司年金准备金余额迅速增长

年份	寿险	健康险	个人年金	团体年金	其他	总计
准备金余额（百万美元）						
1980	197,865	11,015	31,543	140,417	9,499	390,339
1990	348,774	33,448	282,129	515,794	16,822	1,196,967
2000	741,603	95,704	880,874	960,128	33,542	2,711,851
2007	1,148,256	166,148	1,615,276	843,146	17,819	3,790,645
复合增长率						
80-90	5.8%	11.7%	24.5%	13.9%	5.9%	11.9%
90-00	7.8%	11.1%	12.1%	6.4%	7.1%	8.5%
00-07	6.4%	8.2%	9.0%	-1.8%	-8.6%	4.9%

资料来源：ACLI、平安证券

2.2.3 投资渠道：不动产、PE放开

从台湾 20 世纪 70-80 年代工业化阶段看，不动产投资在寿险资金占比达 30%以上，成为保险资金配置的重要渠道。我国新《保险法》也已明确支持保险资金投资不动产。如果相关政策正式实施，凭借保险公司在渠道规模、收益率、久期匹配方面的优势，不动产投资将提升公司业绩。PE 投资如果开闸，也有助于提升保险公司投资回报率。随着渠道的放开，风险识别和风险控制将日益重要，项目资源、专业人才储备、平台搭建、投资能力的差异将在投资绩效上逐步体现。

图表32 保险资金投资不动产政策判断

项目	内容
政策依据	新《保险法》于 09 年 10 月 1 号正式实施，明确保险资金“可投资不动产”。
政策过程	先出台投资细则、然后试点、再逐步放开
投资范围	主要是购买自用办公楼、投资廉租房、养老实体、商业物业等，保险机构不直接参与房地产开发，不允许进行房地产的炒作。
投资比例	可能不会高于 5%
投资案例	09 年 7-8 月份，中国平安借助平安信托，先后与金地集团、绿城集团签订协议，三年内投资额达 250 亿元，主要投向优质住宅项目以及城市综合体项目。 09 年 7 月份，中国人寿投资公司与信达投资公司签订战略合作协议，将在商业地产、酒店投资和物业管理等领域展开全方位合作。

资料来源：平安证券

图表33 保险资金投资未上市股权政策判断

项目	内容
2006 年 10 月 放开商业银行 股权投资	一般投资和参股类重大投资余额的合计，不超过该机构上年末总资产的 3%；一般投资单一银行股权的余额，不超过该机构上年末总资产的 1%。 其他重大投资的余额报中国保监会审批；重大投资运用公司资本金的余额，不超过该机构上年末实收资本扣除累计亏损的 40%。 保险机构进行重大投资，一般不超过两家商业银行。
2008 年 10 月	国务院批准了保险资金可以扩大基础设施投资的试点。
政策过程	保监会正制定保险资金投资未上市公司股权的相关办法
投资案例	中国平安牵头保险团队组成保险投资计划，集体出资约计 160 亿元人民币，以股权投资计划的方式投资京沪高速铁路项目，占总股份 13.93%，成为该项目第二大股东。

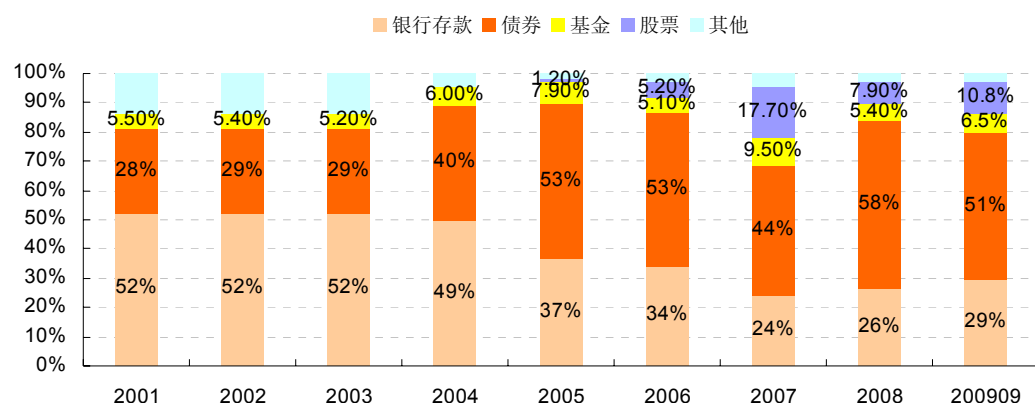
资料来源：平安证券

图表34 中国保险资金主要投资渠道

投资品种		主要限制（摘要）
银行存款		不限
债 券	金融债	除央票、政策性金融债外，不得超过上季末的 30%
	企业债	不得超过上季末总资产的 40%
	无担保债券	上季末总资产的 15%，比例计入企业债。
	基础设施债 权计划	寿险：上季末总资产的 6%。产险：上季末总资产的 4%；保险资产管理公司自有资金：自有资金的 5%。
股票		不得超过上季末总资产的 10%，单一品种不得超过 10%；
		偿付能力连续两季低于 100%的，不得增加股票投资
基金		不得超过上月末总资产的 15%，单一品种不得超过 3%
商业银行股权		上年末总资产的 3%； 如果持股比例大于 5%，最多持股两家银行。
境外投资		上年末总资产 15%；外管局限额。

资料来源：CIRC、平安证券

图表35 中国保险资产配置结构



资料来源: CIRC、平安证券

图表36 台湾寿险资产配置结构

	1970	1980	1990	2000	2005	2006	2007	2008
银行存款	12%	12%	23%	15%	3%	4%	5%	7%
小计	22%	13%	23%	34%	45%	46%	44%	43%
公债及库券	22%	2%	6%	16%	25%	24%	23%	24%
股票	-	10%	4%	6%	6%	7%	7%	5%
公司债	-	-	12%	2%	3%	3%	3%	4%
受益凭证	-	-	1%	2%	1%	1%	1%	2%
其他	-	-	-	9%	10%	10%	9%	8%
不动产	31%	34%	27%	8%	4%	4%	4%	4%
寿险贷款	9%	11%	14%	14%	8%	7%	7%	8%
担保放宽	25%	31%	12%	20%	8%	8%	8%	8%
国外投资	-	-	-	5%	31%	30%	31%	30%
专案运用及投资	-	-	-	4%	1%	1%	0%	0%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: TII、平安证券

2.2.4 银保合作有望成为新的亮点

渠道整合，促进银保共赢。无论在台湾，还是在欧洲，银保渠道是最重要的保险销售渠道。目前国内银保业务停留在销售协议的层面上，保险公司与银行之间合作松散，物理网点的零售优势和服务优势没有体现。目前保险公司和银行之间的购并行为和购并意愿十分强烈，比如保监会和银监会已批准交通银行、北京银行分别收购中保康联、首创安泰人寿，中国人寿有意入股农行或国开行，平安收购深发展事项也在程序之中。我们认为，二者之间的股权安排有助于产品创新，实现保险渠道拓展和银行零售业务的共赢。

图表37 银保渠道整合

并购方	对象	备注
招商银行	招商信诺	08年5月6日公告，1.4亿元收购招商信诺50%的股权
中国银行	中银保险	09年9月10日保监会同意中国银行收购中银保险全部股权
交通银行	中保康联	保监会/银监会已批准
北京银行	首创安泰人寿	保监会/银监会已批准
建设银行	幸福人寿	媒体报道

工商银行	太平系保险	媒体报道
中国平安	深发展	公司公告，待审批
中国人寿	农行/国开行	媒体报道

资料来源：平安证券

图表38 中国保险渠道结构

渠道	2005	2006	2007	2008	2009 年上半年
保险代理公司	2.0%	1.9%	2.7%	2.8%	2.6%
保险经纪公司	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	1.9%
保险兼业代理	25.6%	28.2%	31.9%	42.4%	40.8%
保险营销员	43.2%	47.0%	45.4%	34.5%	42.2%
其他渠道	27.0%	20.6%	17.7%	17.8%	12.6%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

注：按人身险和产险总保费占比计算

资料来源：CIRC、平安证券

图表39 台湾寿险渠道结构 单位：%

年份	寿险公司	银保	经纪和代理渠道	其他
2005	58.48	37.54	3.98	0.01
2006	60.14	35.71	4.12	0.03
2007	61.83	34.41	3.76	0
2008	49.18	47.84	2.98	0

注：按人身险保费占比计算

资料来源：TII、平安证券

三、个股推荐

承保进入后结构调整时代。09年以人寿、太保为代表的产品结构转型已初见成效，且仍存调整空间。预计行业新业务价值增长15%以上。

有效增员和提高产能将是重要主题。09年，截止3季度末寿险业务员增长21.5万人，达247万人，占人口比重为1.86%。台湾2008年寿险公司业务员17.5万人，占人口（2300万）比重为7.6%。以此为参照，按13.3亿人口计算，我国寿险业务员理论规模可达1011万人，尚有3倍的增员空间。而产能提升取决于件均保费和人均件数，这有赖于居民财富的增长和代理人素质的提升，将是相对缓慢渐进的过程。

投资受益于渠道放开。11月19日，平安资管、国寿资管、人保资管、泰康资源首批获得无担保债投资资格，保险资金投资无担保债进入实施阶段。截至09年11月20日，中期票据市场票面总额为7697亿元。最新发行的中核建MTN1中期票据，期限3年，固定票面利率为4.2%，比3年期国债到期收益率2.5%高出170BP。在信用风险可控的情况下，将有助于提升2010年保险公司投资收益。同样，我们看好不动产和PE投资的放行。

2010年动态P/EV2.4倍，维持“推荐”评级。在公司基准精算假设下，目前三大保险公司2010年动态P/EV为2.4倍，股价隐含新业务乘数为23倍，仍处于较低区间。我们认为，在未来10年NBEV复合增长率12%-14%，永续3%，在贴现率10%-11%的保守假设下，新业

务乘数合理区间为28-33倍，尚存提升空间，维持行业“推荐”评级。

图表40 三大保险股估值

项目	中国人寿	中国平安	中国太保
贴现率假设	10.0%	11.0%	11.0%
长期投资回报率假设	5.5%	5.5%	5.2%
未来 10 年 NBEV CAGR 假设	12%	14%	12%
永续增长率假设	3%	3%	3%
新业务乘数（倍）	28.7	28.4	24.6
2009 每股价值（元）	30.6	70.2	27.8
2010 每股价值（元）	35.2	84.3	32.9
投资评级	推荐	强烈推荐	推荐

注：产险、银行、证券业务按2倍PB，集团按1倍PB估值

资料来源：平安证券

图表41 三大保险股内含价值预测

项目	2009 年			2010 年		
公司	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
预测值（百万）						
调整后净资产	171,862	99,971	76,177	192,312	109,047	80,759
有效业务价值	125,030	55,507	23,244	151,470	69,403	29,687
一年新业务价值(NBEV)	17,185	11,186	4,592	19,626	13,779	5,737
内含价值(EV)	296,892	155,478	99,421	343,783	178,451	110,447
股本	28,265	7,345	8,700	28,265	7,345	8,700
增长率						
调整后净资产	24.7%	26.5%	46.8%	11.9%	9.1%	6.0%
有效业务价值	22.3%	26.6%	28.4%	21.1%	25.0%	27.7%
一年新业务价值(NBEV)	23.4%	31.0%	27.9%	14.2%	23.2%	24.9%
内含价值(EV)	23.7%	26.5%	42.1%	15.8%	14.8%	11.1%
每股预测值（元）						
每股内含价值	10.5	21.2	11.4	12.2	24.3	12.7
每股一年新业务价值	0.61	1.52	0.53	0.69	1.88	0.66
股价	32.3	59.1	26.3	32.3	59.1	26.3
P/EV	3.1	2.8	2.3	2.7	2.4	2.1
股价隐含新业务乘数（倍）	35.8	24.9	28.2	29.0	18.6	20.6

注：公司基准精算假设下预测

资料来源：平安证券

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司推荐

中国平安 (601318)

强烈推荐 (维持)

美好的均衡

2009-11-25

现价 59.6 元

邵子钦 金融行业首席研究员

86-755-22626592

shaozq@pasc.com.cn

童成墩 保险行业研究员

86-755-22627185

tongcd@pasc.com.cn

主要数据:

行业	保险业
公司代码	601318
公司网址	www.pingan.com.cn
总股本(亿股)	73.45
流通股(亿股)	64.85
流通市值(亿)	2340
每股净资产(元)	13.1
净资产收益率(%)	9.9%
每股 EV(元)	21.2

相关研究报告:

《利空逐渐消化，价值正在回归》，维持“强烈推荐” 08.12.24

《领先者·受益者》，维持“强烈推荐” 09.04.10

《换个角度看估值》，维持“强烈推荐” 09.08.17

寿险：均衡带来可持续增长。买寿险买的是公司价值可持续增长的确定性，它决定了我们的投资风险。均衡带来可持续性，平安寿险的均衡性表现在：

- ① 规模与价值的双轮驱动。09 年 1-9 月规模保费同比增长 33.5%。预计 09 年和 10 年 NBEV 同比增长 31%和 23%。
- ② 个险和银保的渠道均衡。09 年上半年银保占比提升至 22%，个险占比 73%。
- ③ 分红与万能的产品均衡。09 年上半年分红险保费占比 38%，万能险占比 42%。
- ④ 队伍和产能的均衡。预计 09 年人力增长 20%，同时人均产能稳步提升。

产险：市场份额升至第二位。09 年前 3 季度实现保费收入 290 亿元，同比增长 38.5%，市场份额达到 12.3%，首次超过太保产险（市场份额为 11.6%）。

银行：信用卡发行280万张。截止09年3季度末，新发卡的56.8%来自交叉销售。银行资产2,078亿元，较08年底增长42.3%，存、贷款增速在小基数上快于同行。

其他：信托资产规模 1074 亿元。与金地集团、绿城分别签订预计规模 100 亿元和 150 亿的项目融资计划。证券受益于 IPO 开闸，截止 09 年 3 季度末，共承销 5 家中小板 IPO。

维持“强烈推荐”评级。在长期投资回报率 5.5%，贴现率 11%，新业务乘数 28.4 倍，产险、银行、证券业务按 2 倍 PB，集团按 1 倍 PB 估值，公司 09 年和 10 年分业务估值分别为 70 元/股和 84 元/股。

风险因素：1.高利率保单；2.利率长期处于低位；3.股市下跌。

年度	已赚保费	净利润	净利润增长率	EPS	BVPS	EVPS	PE	PB	P/EV	ROE
31-Dec	(百万)	(百万)	%	(元)	(元)	(元)	(x)	(x)	(x)	(%)
2006	78,845	7,342	—	1.19	7.31	10.58	49.9	8.1	5.6	16.22%
2007	100,945	15,086	105.5%	2.05	14.60	20.46	28.8	4.1	2.9	14.07%
2008	129,383	662	-95.6%	0.09	10.72	16.73	656.1	5.5	3.5	0.84%
2009E	175,355	9,543	1341.5%	1.30	13.11	21.17	45.5	4.5	2.8	9.91%
2010E	213,416	11,968	25.4%	1.63	14.31	24.30	36.3	4.1	2.4	11.39%

告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司推荐

中国人寿 (601628)

推荐 (维持)

会计制度改革最大受益者

2009-11-25

投资要点

现价

32 元

邵子钦 金融行业首席分析师

0755-22626592

shaozq@pasc.com.cn

童成墩 保险行业分析师

0755-22627185

tongcd@pasc.com.cn

主要数据：

行业	人寿保险业
公司代码	601628
公司网址	www.e-chinalife.com
总股本(亿股)	283
流通股(亿股)	15
流通市值(亿元)	480
每股净资产(元)	6.0
ROE(%)	15.3%
每股 EV(元)	10.5

相关研究报告：

《低成本·低风险·高估值——中国人寿深度报告》，维持“推荐”，09.04.10

《产品结构成功转型》，维持“推荐”，09.08.26

因无高利率保单，会计制度改革受益最大。

按最佳估计原则评估准备金，99 年以后新保单可以减提准备金，而 99 年以前的高利率保单需要补提准备金。公司因没有高利率保单，将明显受益。预计新准则下净资产和净利润处于目前 A/H 股报表之间。公司 09 年上半年 H/A 净利润和净资产分别为 130.9%和 133.1%。尽管 EV 不受影响，但仍有望成为股价催化剂。

结构转型成功，预计 09 年和 10 年 NBEV 同比增长 23%和 14%。公司正在朝“价值和规模平衡增长”的方向发展。在个险渠道中，预计 09 年前 3 季度 10 年以上期缴新单在个险新单占比 60%以上，新单缴费期限延长。09 年全年保费正增长无悬念。在 NBEV/APE 为 26.2%的假设下，预计 09 年和 10 年 NBEV 为 172 亿元和 196 亿元，折合 0.61 元/股和 0.69 元/股。

维持“推荐”投资评级。在长期投资回报率 5.5%，贴现率 10%，新业务乘数 28.7 倍的假设下，公司 09 年和 10 年评估价值 30.6 元/股和 35.2 元/股。

风险提示：1. 保费增速低于预期；2. 利率长期处于低位；3. 股市下跌。

年度	已赚保费	净利润	YOY	EPS	BVPS	EVPS	PE	PB	P/EV	ROE
31-Dec	(百万)	(百万)	%	(元)	(元)	(元)	(x)	(x)	(x)	(%)
2006	179,749	14,384		0.51	4.1	6.4	63.5	7.9	5.0	12.4%
2007	195,440	28,116	95.5%	0.99	6.0	8.9	32.6	5.4	3.6	16.4%
2008	294,939	10,068	-64.2%	0.36	4.8	8.5	90.7	6.8	3.8	7.5%
2009E	296,508	25,832	156.6%	0.91	6.0	10.5	35.3	5.4	3.1	15.3%
2010E	339,355	30,967	19.9%	1.10	6.8	12.2	29.5	4.7	2.7	16.1%

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司推荐

中国太保 (601601)

推荐 (维持)

H 股发行提高安全边际

2009-11-23

投资要点

现价 26.3 元

邵子钦 金融行业首席研究员

86-755-22626592

shaozq@pasc.com.cn

童成墩 保险行业研究员

86-755-22627185

tongcd@pasc.com.cn

主要数据:

行业	保险业
公司代码	601601
公司网址	www.cpic.com.cn
总股本(亿股)	87
流通股(亿股)	26
流通市值(亿元)	679
每股净资产(元)	8.76
ROE	7.2%
每股 EV (元)	11.4

相关研究报告:

《改革在路上》，维持“推荐” 2009.4.13
 《价值转型初见成效，有待寻求规模平衡》，维持“推荐” 2009.8.31

H 股发行提高安全边际。参照民生银行 H 股发行时间表，预计公司 09 年底前顺利挂牌。H 股发行增厚 09 年净资产 1.92 元/股。按最新收盘价计算的公司 09 年和 10 年 P/EV 分别仅为 2.3 倍和 2.1 倍，在三个上市公司中最低。

寿险：价值转型初见成效。① 渠道：向个险转型。09 年上半年，个险保费占比 45.8%，同比提高 10.1 个百分点。② 期限：向期缴转型。09 年上半年，新单保费中期缴占比 29.5%，同比提高 18.1 个百分点。③ 产品：向保障转型。09 年上半年，传统险和分红险保费占比 93.2%，同比提高 32.4 个百分点。④ 收入：续期占比提升。09 年上半年，续期保费占比 34.6%，同比提高 8.7 个百分点。

寿险：有待寻求规模平衡。寿险市场份额 8.2%，泰康和新华正在趋近。公司内含价值增长、品牌创造都需要规模效应，仍需在价值和规模之间寻求平衡，以求价值的可持续增长。

产险：走向集约化经营。产险市场份额为 11.5%，退居市场第三位。09 年上半年，综合成本率为 101.5%，同比下降 7.0 个百分点。其中赔付率为 63%，同比下降 6.4 个百分点，车险业务走向精细化管理。

维持“推荐”评级。在长期投资回报率 5.2%，贴现率 11%，新业务乘数 24.6 倍的假设下，寿险 09 年和 10 年估值分别为 20.5 元/股和 25.3 元/股；产险按 2 倍 PB，集团按 1 倍 PB 估值，非寿险业务 09 年和 10 年估值分别为 7.3 元/股和 7.6 元/股，合计估值分别为 27.8 元/股和 32.9 元/股。

风险因素：1.高利率保单；2.利率长期处于低位；3.股市下跌。

年度	已赚保费	净利润	yoy	EPS	BVPS	EVPS	PE	PB	P/EV	ROE
31-Dec	(百万)	(百万)	%	(元)	(元)	(元)	(x)	(x)	(x)	(%)
2006	47,964	1,008	—	0.23	2.59	4.18	112.2	10.1	6.3	9.0%
2007	65,536	6,893	583.8%	0.90	8.16	9.71	29.4	3.2	2.7	11.0%
2008	84,274	1,339	-80.6%	0.17	6.33	9.09	151.2	4.2	2.9	2.7%
2009E	85,758	5,489	309.9%	0.63	8.76	11.43	41.7	3.0	2.3	7.2%
2010E	104,734	6,553	19.4%	0.75	9.28	12.70	34.9	2.8	2.1	8.1%

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

风险提示：

- 证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。
- 市场有风险，投资需谨慎。

特别声明：

本报告是基于可靠的已公开信息，并准确表述了分析员的个人观点。虽然平安证券有限责任公司是中国平安保险(集团)股份有限公司旗下平安信托投资有限责任公司的控股子公司,但平安证券有限责任公司及分析员个人无权代表中国平安保险(集团)股份有限公司发布任何信息或提供任何保证。

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司**综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257