

日期：2009 年 12 月 10 日

行业：保险行业



郭敏 刘洋
021-53519888-1976
lenonyu@hotmail.com

提前布局 把握通胀预期阶段的投资机会

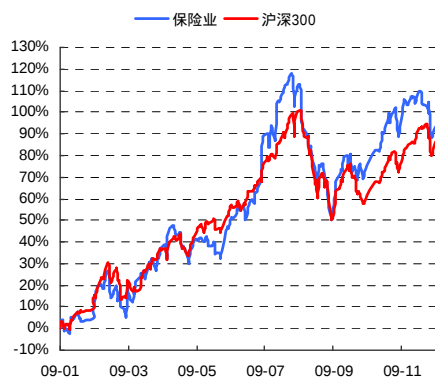
——2010 年保险业投资策略

行业最新数据

10 月份原保险保费收入（亿元）	781
其中：财产险	198
人身险	583
同比增长：原保险保费收入	26.96%
财产险	23.07%
人身险	28.34%

09 年累计原保险保费收入（亿元）	9361
其中：财产险	2432
人身险	6929
同比增长：原保险保费收入	9.43%
财产险	21.52%
人身险	5.74%

最近 11 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号：LY09-AIT01

相关报告：

■ 主要观点：

我国保险业仍处于快速发展的初期，行业的高成长性特征明显

从近期公布的行业数据来看，宏观经济转暖的因素已经对保险业的保费收入增长起到了积极的正面促进作用。从国际经验来看，保险业的发展一直以高成长性著称，而我国的保险业仍处于发展的初期，随着中国经济的持续发展以及人口的逐步老龄化，预计行业的保费收入将在未来 20-30 年内仍保持较高的增长速度，行业的高成长性特征明显。

投资收益上升预期增强，保险公司成为潜在受益者

目前，通胀预期将长期存在已成为市场共识，2010 年央行加息是大概率事件，导致国内债券收益率曲线呈现出不断上移的趋势，构筑出保险资金未来利差益上升的空间；同时，未来保险资金投资 PE 和不动产细则的出台，有望成为行业新的利润增长点。我们预计 2010 年资金成本变动相对滞后于市场的保险公司将成为潜在受益者。

行业估值处于合理区间，且存在一定的上升空间

09 年保险业的动态市盈率为 35.75 倍，沪深 300 指数动态市盈率为 22.60 倍，保险业的动态市盈率高于沪深 300 指数；近 3 年来保险业与沪深 300 指数 TTM 市盈率之间差距的震荡幅度区间为(4.6, 141)，平均值为 39.5，目前为 27.6。从历史估值水平相对于沪深 300 的溢价以及动态市盈率来看，我们认为保险板块的当前估值相对合理，且存在一定的上升空间。

■ 投资建议：

评级未来十二个月内，保险行业：有吸引力。

综合上述各种因素，我们维持保险业未来十二个月“有吸引力”评级。在保险股的选择上，我们建议：1) 重点关注成长性特征较为明显的中国平安；2) 重点关注业务结构调整成果显著的中国太保；3) 适当关注 09 年业绩可能受益于新准备金评估利率方法的中国人寿。

■ 数据预测与估值：

保险行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
中国平安	601318	56.82	0.09	1.26	1.78	631.33	45.10	31.92	4.61	跑赢大市
中国太保	601601	24.57	0.17	0.70	0.96	144.53	35.10	25.59	3.78	跑赢大市
中国人寿	601628	30.58	0.36	0.90	1.17	84.94	33.98	26.14	5.84	大市同步

资料来源：上海证券研究所；股价数据为 2009 年 11 月 30 日收盘价

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

目 录

一、2009 年保险业发展动态概况.....	4
1.1 我国保险业仍处于快速发展时期，高成长性特征明显	4
1.1.1 寿险保费收入增速经历了从低谷徘徊到攀升恢复的过程	4
1.1.2 产险保费收入增速一直保持相对平稳的状态	4
1.1.3 参照国际经验，我国寿险业仍处于快速发展的初期	5
1.2 保险行业的投资收益对股市表现较为敏感	8
1.2.1 配置比例较低的权益类资产对保险资金收益率贡献较大	8
1.2.2 三家 A 股上市保险公司的投资情况分析	9
1.3 保险行业政策动态	11
1.3.1 新《保险法》实施引领保险业迈入新的发展时期	11
1.3.2 保险公司投资企业债的比例上限从 30%上调至 40%	11
二、2010 年保险业投资的相关因素影响.....	12
2.1 通胀预期推动保险业进入利差益上升通道	12
2.1.1 保险资金平均收益率走势大大超前于 CPI 同比变化趋势	12
2.1.2 寿险资金的成本与投资收益之间存在滞后的正相关性	13
2.1.3 通胀预期推升债券收益率水平，保险公司潜在受益	13
2.1.4 债权型投资、股权型投资收益率变动的敏感性分析	14
2.2 未来保险资金投资 PE 和不动产将提高行业的投资收益率	15
2.3 准备金评估利率调整对公司估值的影响	16
三、行业估值水平.....	17
3.1 近一年保险行业跑赢沪深 300 指数走势	17
3.2 行业估值存在上升空间	17
四、行业评级及关注公司.....	18
4.1 维持保险业“有吸引力”评级	18
4.2 关注公司	18
4.2.1 中国平安	19
4.2.2 中国太保	21
4.2.3 中国人寿	23

图

图 1 2000-2009 年我国寿险当年保费收入及增长情况	4
图 2 2007-2009 年我国寿险当月保费收入及增长情况	4
图 3 2000-2009 年我国产险当年保费收入及增长情况	5
图 4 2007-2009 年我国产险当月保费收入及增长情况	5
图 5 1935-2007 年美国寿险保费收入增长及寿险深度情况	6
图 6 1996-2006 年欧盟 15 国寿险保费收入增长及寿险深度情况	6
图 7 1965-2007 年台湾寿险保费收入增长及寿险深度情况	7
图 8 2000-2007 年中国大陆寿险保费收入增长及寿险深度情况	8
图 9 近年来我国保险资金资产配置结构情况	8
图 10 保险资金平均收益率与沪深 300 指数走势的相关性	8

图 11 中国人寿主要投资资产的分类情况	9
图 12 中国平安主要投资资产的分类情况	9
图 13 中国太保主要投资资产的分类情况	9
图 14 三家上市公司主要投资资产的分类情况	9
图 15 09H 三家上市公司主要投资资产种类的配置情况	10
图 16 09H 三家上市公司主要投资债券类资产的配置情况	10
图 17 09H 三家上市公司主要投资权益类资产的配置情况	10
图 18 09H 三家上市公司总投资收益率及总投资收益情况	10
图 19 2007-2009 年(截至 10 月)保险资金投资收益率及 CPI 同比走势	12
图 20 降息周期中的万能险结算利率变化趋势	13
图 21 寿险保单资金成本与投资收益正相关性示意图	13
图 22 09 年 7 月-11 月底上交所企业债收益率曲线	14
图 23 近 11 个月保险行业与沪深 300 指数的涨幅	17
图 24 09 年保险行业动态市盈率高于沪深 300 指数	18
图 25 近年来保险行业 TTM 市盈率一直高于沪深 300 指数	18

表

表 1 保险资金投资收益率对债权型投资、股权型投资收益率变动的敏感性测试	15
表 2 保险资金投资收益率变动百分比对债权型投资、股权型投资收益率变动的敏感性测试	15
表 3 保险资金投资收益率对不动产、PE 投资收益率变动的敏感性测试	16
表 4 保险资金投资收益率变动百分比对不动产、PE 投资收益率变动的敏感性测试	16
表 5 中国平安的每股评估价值	19
表 6 2010 年中国平安每股评估价值对一阶段、二阶段寿险保费收入增速的敏感性测试	20
表 7 2010 年中国平安每股评估价值对一阶段、二阶段标准保费边际利润率的敏感性测试	20
表 8 中国平安利润预测表	20
表 9 中国太保的每股评估价值	21
表 10 2010 年中国太保每股评估价值对一阶段、二阶段寿险保费收入增速的敏感性测试	22
表 11 2010 年中国太保每股评估价值对一阶段、二阶段标准保费边际利润率的敏感性测试	22
表 12 中国太保利润预测表	22
表 13 中国人寿的每股评估价值	23
表 14 2010 年中国人寿每股评估价值对一阶段、二阶段寿险保费收入增速的敏感性测试	24
表 15 2010 年中国人寿每股评估价值对一阶段、二阶段标准保费边际利润率的敏感性测试	24
表 16 中国人寿利润预测表	24

一、2009 年保险业发展动态概况

1.1 我国保险业仍处于快速发展时期，高成长性特征明显

1.1.1 寿险保费收入增速经历了从低谷徘徊到攀升恢复的过程

受 08 年全球金融危机的影响，我国的寿险业发展经历了一段低谷期，寿险保费收入从去年 7 月份的最高峰同比增长 85.83% 下降到去年 11 月份的谷底同比降低 4.62%，09 年初由于全行业开展阶段性的业务竞赛活动，出现了小幅的回升，到 09 年 2 月份时曾一度达到 18.25%，但此后又一路走低，直到 09 年 6 月份二次探底同比下降 4.9%。到 09 年 9 月份，在新《保险法》即将于 10 月份颁布实施的政策催化作用下，当月保费收入增速迅速攀升至 19.22%，10 月份进一步快速上扬至 28.34%。这表明，宏观经济环境转好已逐步反映到居民的保险消费支出上，即便是此次蔓延全球的金融危机，也并未改变我国寿险行业的高成长性特征，预计未来一段时间内我国的寿险保费收入增速仍将维持在 20% 左右的较高水平。

图 1 2000-2009 年我国寿险当年保费收入及增长情况

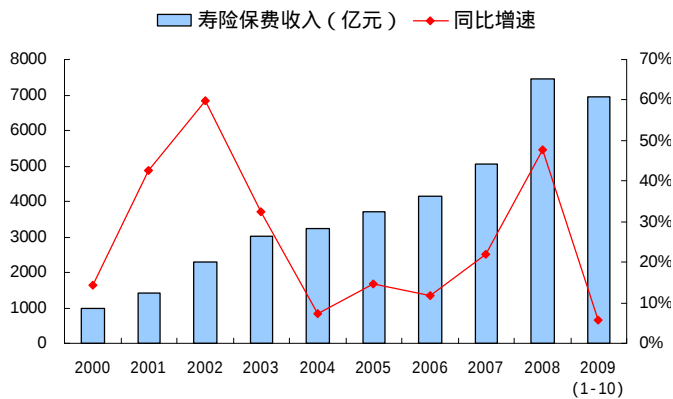
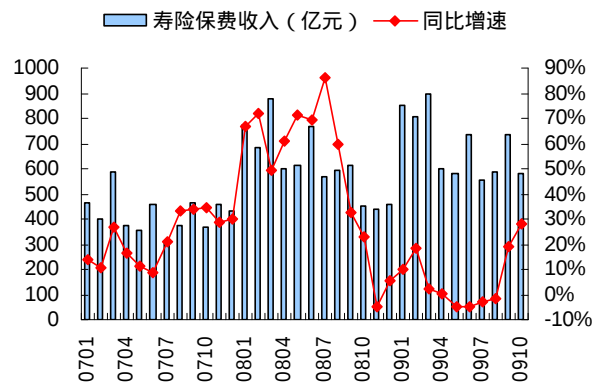


图 2 2007-2009 年我国寿险当月保费收入及增长情况



数据来源：Wind，上海证券研究所

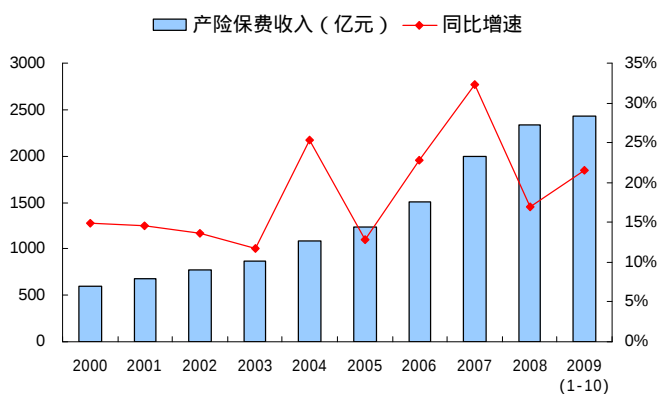
数据来源：Wind，上海证券研究所

1.1.2 产险保费收入增速一直保持相对平稳的状态

在目前国内产险市场中，车险保费收入在产险保费收入中占据 70% 左右的比重，成为产险保费收入中的最主要构成部分。由于 09 年国家有关部门出台了《汽车以旧换新实施办法》，并执行优惠的汽车购置税政策，极大地刺激了我国居民对汽车的消费需求，根据中国汽车工业协会的统计数据，09 年前 10 月，我国汽车销量为 1089.14 万辆，同比增长 37.71%，增速

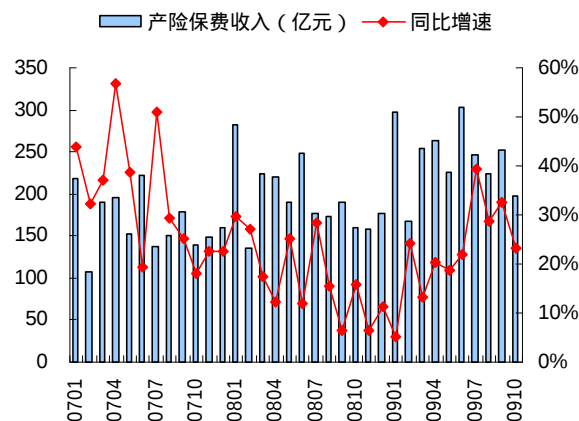
比前 9 个月提高了 3.47 个百分点，呈加速上升之势。与此相应，车险保费收入也呈现出较快的增速，根据保监会 09 年上半年监管工作会议中披露的数据显示，09 年上半年，财产险业务实现保费收入 1512 亿元，同比增长 16.4%，而车险业务实现保费收入 1111 亿元，同比增长 18.3%。汽车产销两旺带来车险保费收入的快速增长，成为 09 年产险保费收入平稳增长的主要贡献因素。随着国内汽车消费热情的延续及信用险、工程险、农业险、房贷险等非车险业务的快速发展，预计未来我国的产险保费收入仍有望维持 15%-20% 的增速。

图 3 2000-2009 年我国产险当年保费收入及增长情况



数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 4 2007-2009 年我国产险当月保费收入及增长情况

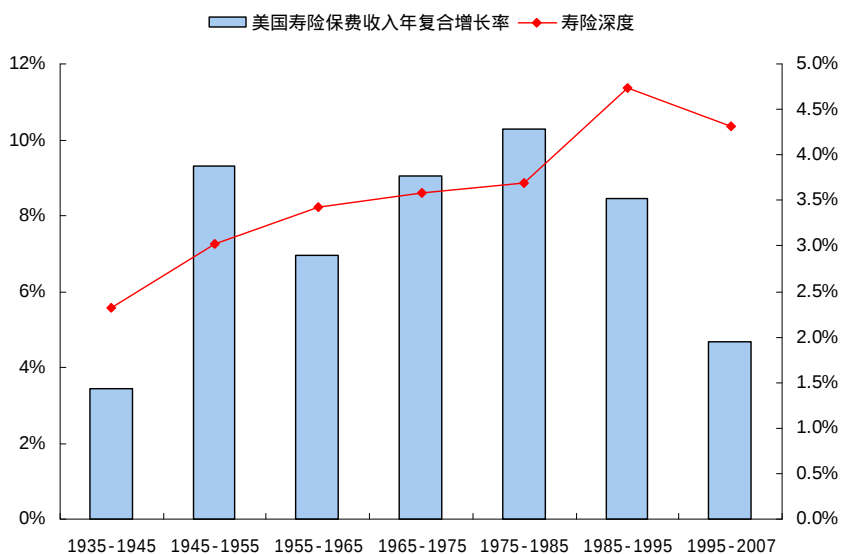


数据来源：Wind, 上海证券研究所

1.1.3 参照国际经验，我国寿险业仍处于快速发展的初期

从国外的情况来看，美国寿险业从 1945 年二战后进入发展高峰期，1945 年-1995 年期间的寿险保费收入年复合增长率为 8.81%，其中，1975-1985 年期间，美国的寿险保费收入年复合增长率达到 10.28%，主要原因是同期美国的 GDP 增速较高，推动了居民的寿险保费支出需求上升；同时，美国在 1978 年引入关于企业高管利润分享计划的 401 (K)，并在 1981 年颁布新规将普通雇员纳入 401 (K) 的覆盖范围，该项企业年金制度的建立极大地促进了美国寿险业的发展，此后寿险保费收入的增长一直维持在较高水平。直到 1995 年-2007 年期间，由于美国的 GDP 增速放缓，寿险保费收入增速同步出现回落，12 年间年复合增长率为 4.68%，寿险深度已达到 4.32%。

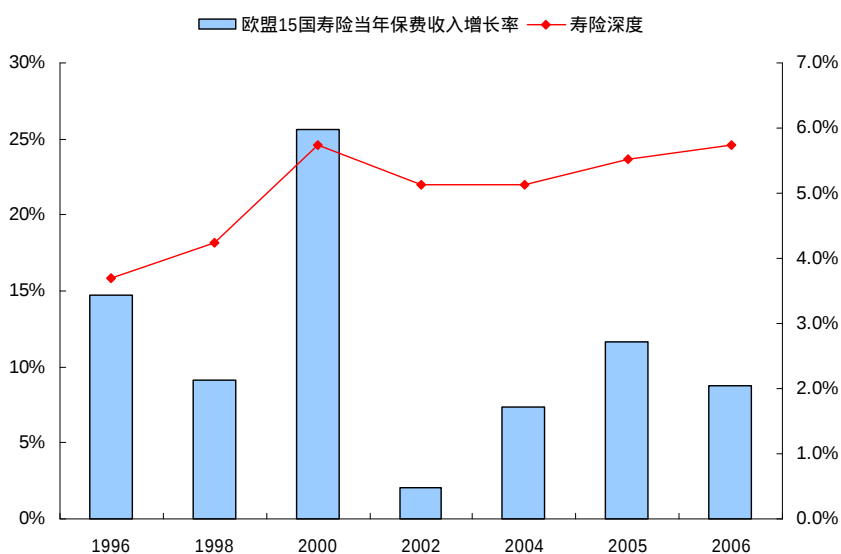
图 5 1935-2007 年美国寿险保费收入增长及寿险深度情况



数据来源：CEIC, ACLI, 上海证券研究所

在 1996-2000 年期间，欧盟 15 国的寿险保费收入一直保持了较高的增长速度，年复合增长率为 17.77%；在 2001-2006 年期间，受累于欧盟 15 国的 GDP 增速下降，寿险保费收入的增速开始下降，但仍保持了 5.64% 的年复合增长率；04、05、06 年伴随欧盟经济回暖，寿险保费收入的年复合增长率又重现 10.21% 的较高水平，06 年寿险深度为 5.7%。

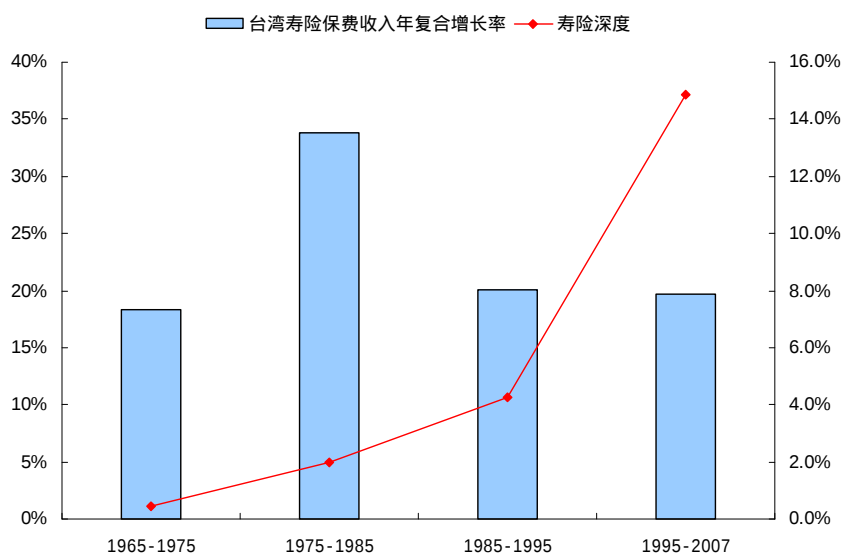
图 6 1996-2006 年欧盟 15 国寿险保费收入增长及寿险深度情况



数据来源：CEIC, CEA, 上海证券研究所

而与大陆目前的寿险业务发展模式较为相似的台湾地区，寿险保费收入多年来一直保持着两位数的增速，从 1965 年到 2007 年期间，台湾寿险保费收入的年复合增长率高达 21.62%，到 2007 年，台湾的寿险深度达到 14.84%。中国大陆与台湾的文化同根同源，居民对保险消费的理念有相似之处，而且两者之间的社会保障程度相对来说比欧美国家更具有可比性，我们认为台湾的经验对于判断未来中国大陆寿险业发展速度具有较大的借鉴意义。

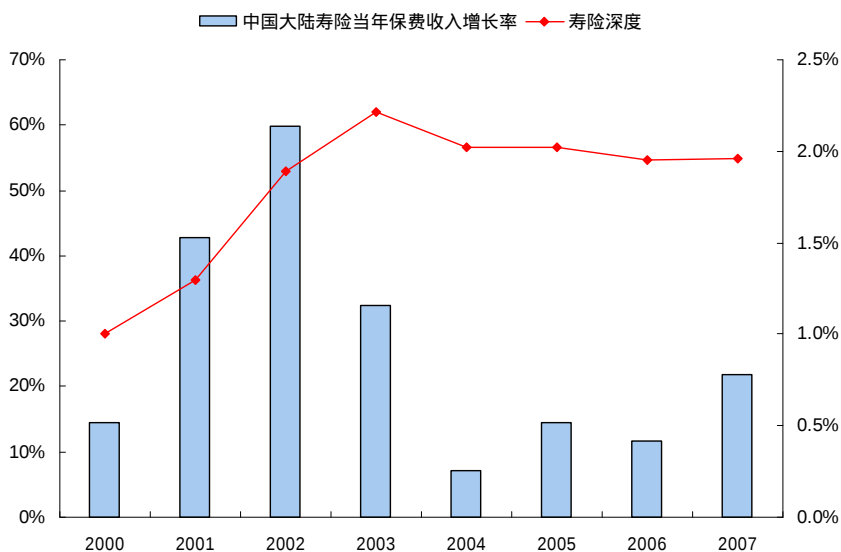
图 7 1965-2007 年台湾寿险保费收入增长及寿险深度情况



数据来源：CEIC，台湾寿险业公会，上海证券研究所

从上述历史经验来看，单个国家或地区的寿险业发展速度与其宏观经济状况息息相关，与其他经济发达体相比，目前中国大陆的经济发展速度较快，带动了寿险业的高速成长，在 1999-2007 年期间，中国大陆的寿险保费收入年复合增长率高达 24.5%，发展速度与台湾地区较为接近；但 2007 年中国大陆的寿险深度仅为 1.96%，远低于国际平均水平，未来的上升空间较大，中国大陆的寿险保费收入将在未来相对较长时期内仍具有快速增长的潜力。

图 8 2000-2007 年中国大陆寿险保费收入增长及寿险深度情况



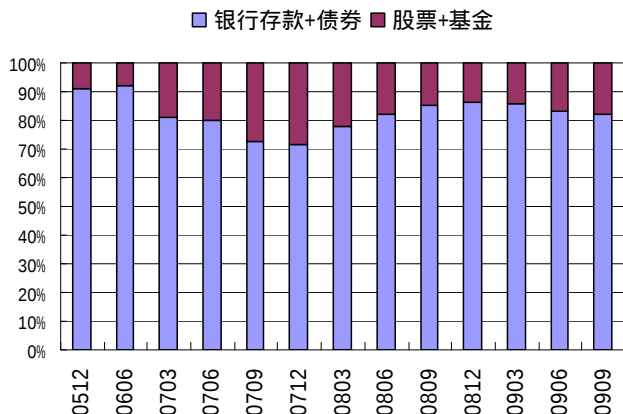
数据来源：CEIC, 上海证券研究所

1.2 保险行业的投资收益对股市表现较为敏感

1.2.1 配置比例较低的权益类资产对保险资金收益率贡献较大

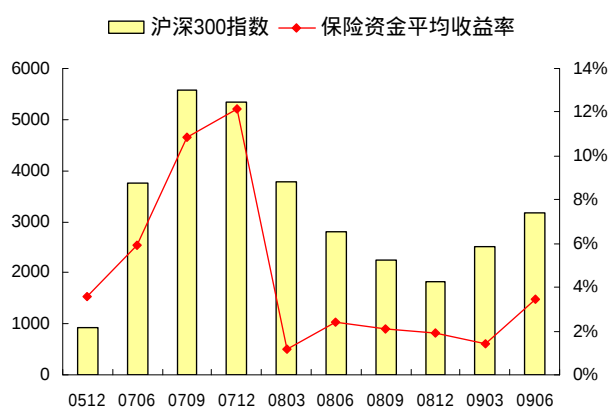
2009 年前 3 季度，我国保险业的可投资资金规模达到 3.4 万亿元，其中，银行存款和债券占 80.08%，股票和基金占 17.28%。09 年上半年，保险资金投资的平均收益率为 3.44%。从近三年的情况来看，保险资金主要配置资产为银行存款和债券，股票和基金占比较低，且与股市呈同向变动趋势，其在牛市期间对保险资金的收益率贡献较大。

图 9 近年来我国保险资金资产配置结构情况



数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 10 保险资金平均收益率与沪深 300 指数走势的相关性



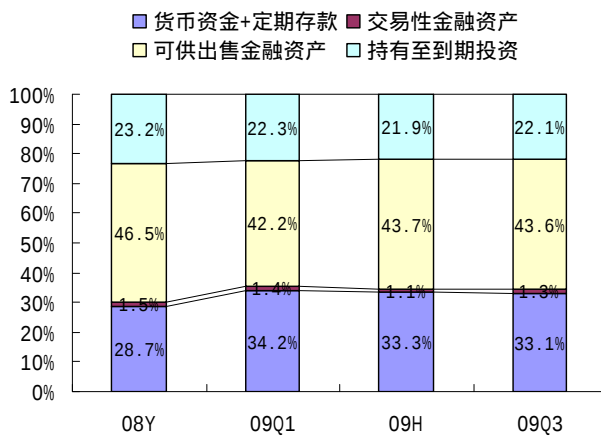
数据来源：Wind, 上海证券研究所

1.2.2 三家 A 股上市保险公司的投资情况分析

主要投资资产的分类情况

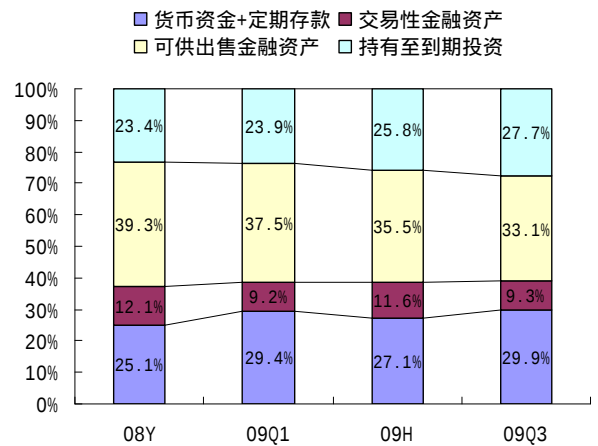
从国寿、平安、太保公布的数据来看，保险公司投资资产主要分类为货币资金+定期存款、可供出售金融资产、持有至到期投资以及交易性金融资产，其中，交易性金融资产占比较低，三家公司合计持有交易性金融资产在四类资产中占比为 3.8%，仅平安持有的交易性金融资产略高，09 年 3 季度占比为 9.3%；保险资金的主要资产分类集中在货币资金+定期存款、可供出售金融资产以及持有至到期投资三大块。

图 11 中国人寿主要投资资产的分类情况



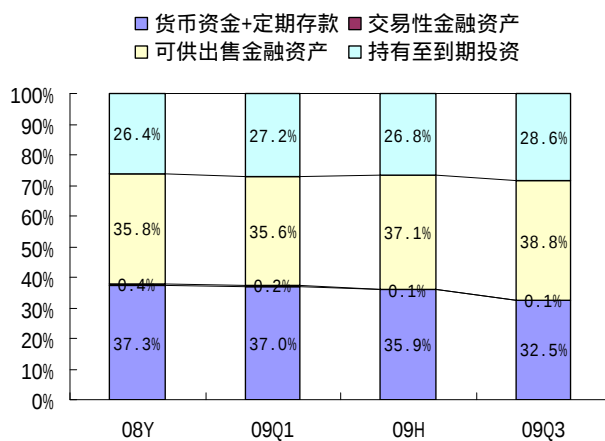
数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 12 中国平安主要投资资产的分类情况



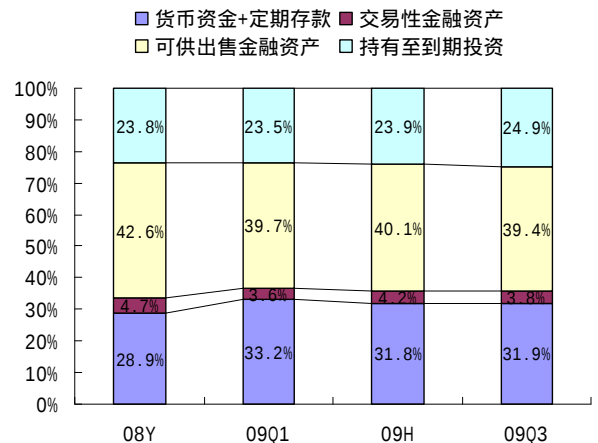
数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 13 中国太保主要投资资产的分类情况



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 14 三家上市公司主要投资资产的分类情况



数据来源：公司公告，上海证券研究所

主要投资的资产配置及投资收益情况

09年上半年，国寿总投资收益率为6.63%，平安总投资收益率为4.8%，太保总投资收益率为5%。三家上市公司主要投资资产种类配置为定期存款、债权型投资、股权型投资，其中，定期存款和债权型投资占比70%-80%左右。

债权型投资中，国寿投资国债+政府机构债券比重最高，为74.8%；平安投资国债+政府机构债券、企业债券、金融债券/次级债的占比相对均衡，基本是“三三三”格局；太保投资的重点集中在企业债券和金融债券/次级债。

股权型投资中，平安投资基金的比例最高，为68.9%；国寿、太保主要配置股票，占比为60%左右。

图 15 09H 三家上市公司主要投资资产种类的配置情况

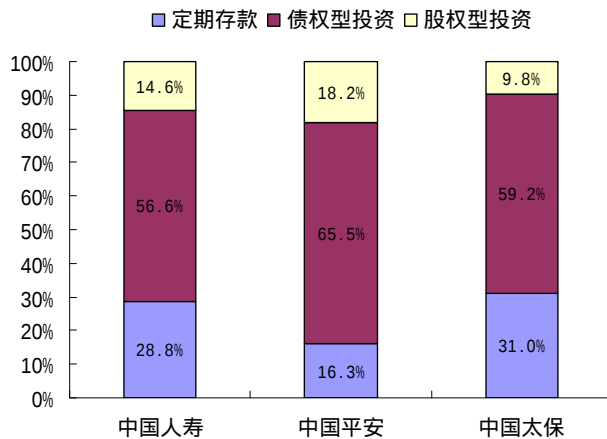
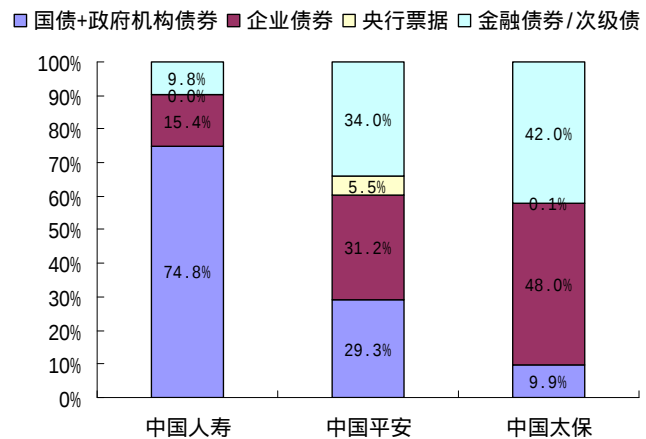


图 16 09H 三家上市公司主要投资债券类资产的配置情况



数据来源：公司公告，上海证券研究所

数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 17 09H 三家上市公司主要投资权益类资产的配置情况

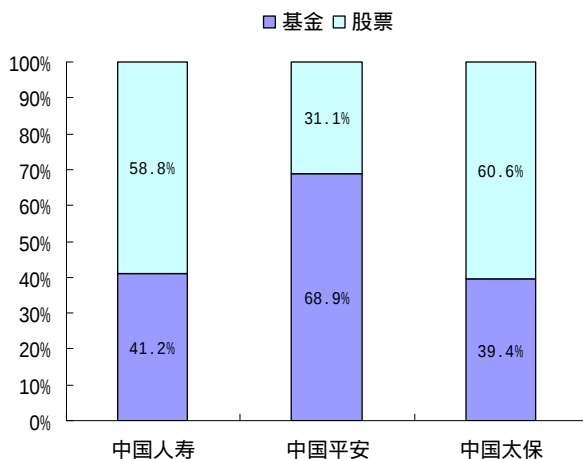
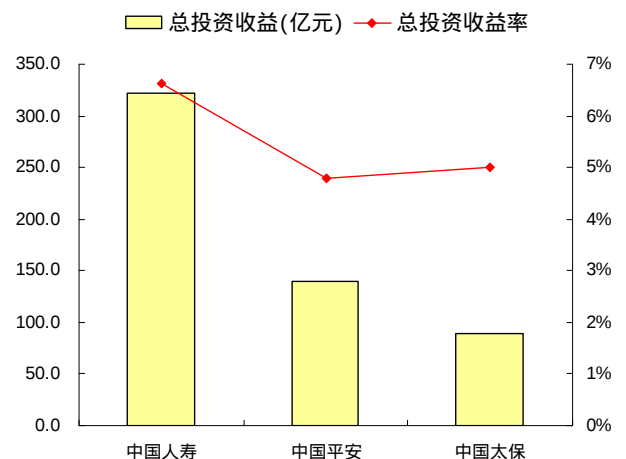


图 18 09H 三家上市公司总投资收益率及总投资收益情况



数据来源：公司公告，上海证券研究所

数据来源：公司公告，上海证券研究所

从三家保险公司的投资收益率及资产配置情况来看，虽然国寿在股权型投资方面的配置比例低于平安，但其投资股票比例更高，因而对国寿整体较高的收益率具有一定的正向促进作用；平安的股权型投资配置比例最高，但其更多是配置在基金上；太保在债券投资方面主要配置企业债和金融债/次级债，以此获得较高的利息收入，同时股权投资方面也是以股票配置为主。基于三家上市公司的情况，我们判断，未来保险资金的投资收益率一方面将受益于债券收益率上升，另一方面也会继续保持对权益类资产收益率较高的敏感性。

1.3 保险行业政策动态

1.3.1 新《保险法》实施引领保险业迈入新的发展时期

2009年10月1日起，新《保险法》正式实施，主要变化体现在以下四个方面：新增不可抗辩条款、缩短保险金赔付周期、取消“境内优先分保”规定、放宽保险资金的投资范围（具体请见《保险行业动态：保险业面临发展新机遇——新<保险法>及<信息披露管理办法>实施点评》）。新《保险法》给予客户利益更多保障，居民对于保险产品的认可度会上升，有望降低新保单的销售交易成本，积极释放保险业务的发展潜力，我们认为此次制度性建设的完善将引领保险业迈入新的发展时期，对新业务价值增长是长期利好。

1.3.2 保险公司投资企业债的比例上限从 30%上调至 40%

10月份，保监会将保险公司投资企业债的比例上限从上季度末总资产的 30%上调至 40%，并放宽了保险机构投资企业债的发行人资质、信用评级等规定。该项政策的变化允许保险公司投资更多高收益的企业债，从长期来看，有利于提高保险资金的投资收益率，但同时保险公司所面临的债券违约风险也有所上升，对保险公司的投资能力提出更高要求。

二、2010 年保险业投资的相关因素影响

2.1 通胀预期推动保险业进入利差益上升通道

2.1.1 保险资金平均收益率走势大大超前于 CPI 同比变化趋势

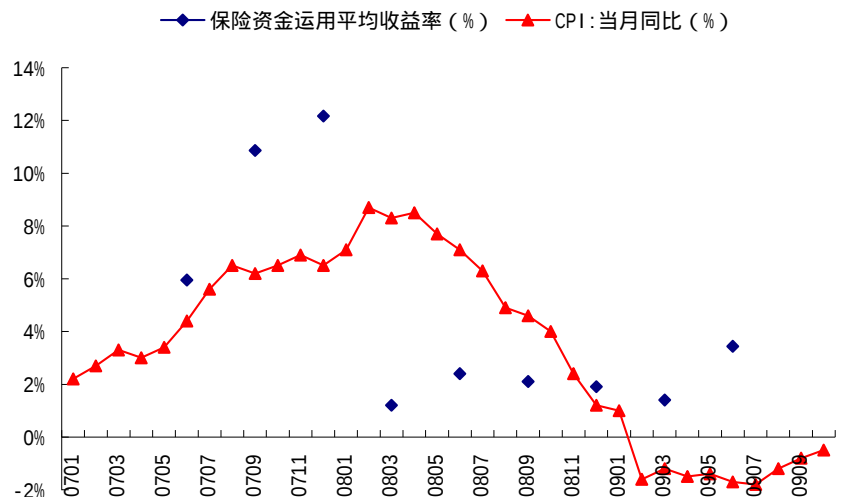
从近三年的数据来看,保险资金投资的平均收益率走势大大超前于 CPI 同比变化趋势,不同阶段的具体情况如下:

在通胀预期实现的初期,保险资金收益率持续攀升:通胀初期,保险资金的投资收益率增速远超 CPI 同比增速,到 07 年底累计平均收益率达到最高点 12.17%,比通胀高点出现提前了 1 个季度。

在通胀见顶、掉头向下的阶段,保险资金减少股权投资规模,维持较为稳定的收益率水平:在通胀见顶开始下降时,股市也经历了调整,保险资金的避险性特征使其减少股权投资规模,将投资收益率水平与固定收益资产紧密挂钩,维持在较为稳定的低位。

在通胀见底、升息预期出现时,保险公司提高股权投资比例,投资收益率开始上升:通胀见底,同时伴随着大量的低利率资金供给,股市投资收益率上升,为解决因债券类资产收益率较低可能面临的利差损困境,保险公司加大股权投资比例,投资收益率水平开始上升。

图 19 2007-2009 年(截至 10 月)保险资金投资收益率及 CPI 同比走势



数据来源: Wind, 上海证券研究所

考虑到目前市场普遍存在的通胀预期及随之而来的升息预期,未来一段时期内权益类资产价格的上升存在较大可能性,同时固定收益类资产收

益率见底回升，我们认为 2010 年保险资金投资的平均收益率进入新一轮上升通道将成为大概率事件。

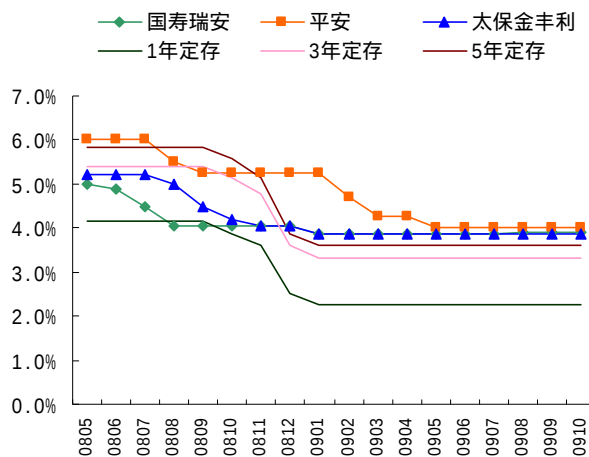
2.1.2 寿险资金的成本与投资收益之间存在滞后的正相关性

寿险公司的保单资金成本与所销售的产品类型密切相关。根据保监会的有关规定，寿险产品的预定利率上限为 2.5%，传统险的预定利率是严格符合该条规定的；分红险的预定利率通常会略低于 2.5%，但公司必须每年至少将分红保险可分配盈余的 70% 分配给客户，这使得分红险保单的实际资金成本会随着公司投资收益率的提高而上升，并不是严格地以 2.5% 为限；万能险则是设定不超过 2.5% 的保底利率，目前国内处于降息通道的末期，三家公司的万能险结算利率均维持在 2.5% 以上，超过 5 年期定期存款利率。

寿险保单资金成本的变动滞后于投资收益率的变动，以前者对于后者的反应及时性从低到高依次排序为：传统险 < 分红险 < 万能险。原因如下：

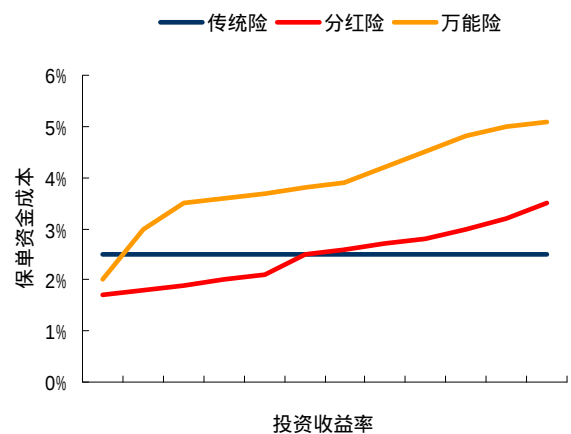
- 1、部分传统险产品在开发定价时已经将资金成本锁定，目前预定利率不超过 2.5%；
- 2、分红险的分红收益是根据根据上一年公司的经营情况来决定的，与当前的投资收益存在时间差；
- 3、万能险的资金成本主要表现为结算利率的向下刚性，并不会随着投资收益的下降作出充分调整。

图 20 降息周期中的万能险结算利率变化趋势



数据来源：上市公司网站 上海证券研究所

图 21 寿险保单资金成本与投资收益率正相关性示意图



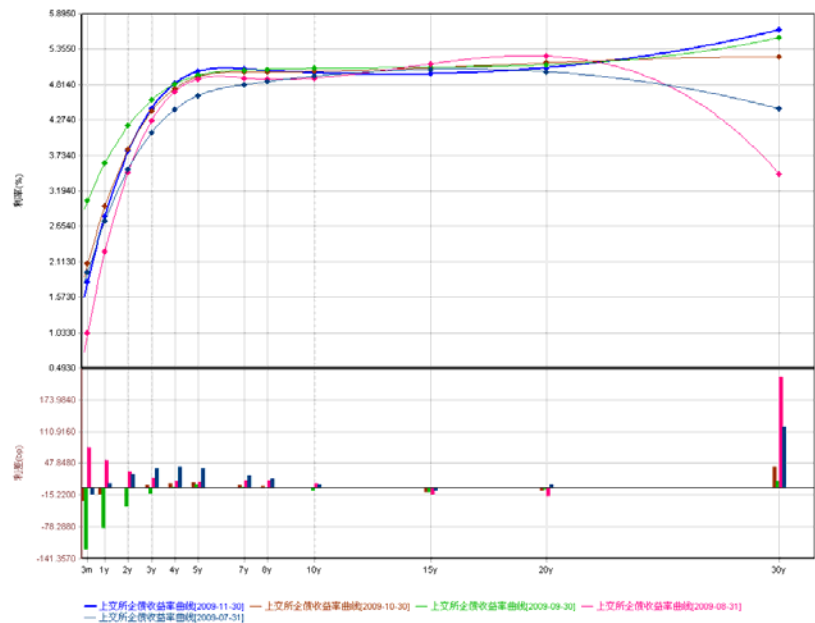
数据来源：上海证券研究所

2.1.3 通胀预期推升债券收益率水平，保险公司潜在受益

由于当前的货币流动性过于充裕，引发市场对通胀产生预期，虽然实

体经济的复苏以及 CPI 同比增速转正有待时间验证，但通胀预期将长期存在已成为市场共识，2010 年央行加息已成为大概率事件。在此背景之下，09 年下半年以来，国内的债券收益率曲线呈现出不断上移的趋势，以 3 年及以上期限企业债为例，到期收益率逐步上升，已经提前反映出市场对于未来通胀和银根紧缩的预期。由于保险公司 80%左右的资金配置为银行存款和债券，债券收益率曲线的上移有助于保险资金构筑未来的利差益上升空间，预计 2010 年可能出现的升息将使得资金成本变动相对滞后于市场的保险公司成为潜在受益者。

图 22 09 年 7 月-11 月底上交所企业债收益率曲线



数据来源：Wind, 上海证券研究所

2.1.4 债权型投资、股权型投资收益率变动的敏感性分析

假设银行存款+债权型投资的资产配置比例为 84%，股权型投资的资产配置比例为 16%，09 年上半年保险资金的平均收益率为 3.44%，我们对债权型投资、股权型投资收益率变动所带来的保险资金平均投资收益率变化情况进行敏感性测试如下：

按债权型投资收益率 3%、股权型投资收益 10%进行测算，保险资金的投资收益率可达到 4.12%，比 09 年上半年的 3.44%提高了 0.68 个百分点；如果乐观预测，按债权型投资收益率 3.5%、股权型投资收益 15%进行测算，保险资金的投资收益率可达到 5.34%，比 09 年上半年的 3.44%提高了 1.9 个百分点。

表 1 保险资金投资收益率对债权型投资、股权型投资收益率变动的敏感性测试

保险资金投资收益率		债权型投资收益率					
		2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
股权型 投资 收益率	10%	3.70%	4.12%	4.54%	4.96%	5.38%	5.80%
	12%	4.02%	4.44%	4.86%	5.28%	5.70%	6.12%
	15%	4.50%	4.92%	5.34%	5.76%	6.18%	6.60%
	18%	4.98%	5.40%	5.82%	6.24%	6.66%	7.08%
	20%	5.30%	5.72%	6.14%	6.56%	6.98%	7.40%
	25%	6.10%	6.52%	6.94%	7.36%	7.78%	8.20%

表 2 保险资金投资收益率变动百分比对债权型投资、股权型投资收益率变动的敏感性测试

投资收益率上升百分点		债权型投资收益率					
		2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
股权型 投资 收益率	10%	0.26%	0.68%	1.10%	1.52%	1.94%	2.36%
	12%	0.58%	1.00%	1.42%	1.84%	2.26%	2.68%
	15%	1.06%	1.48%	1.90%	2.32%	2.74%	3.16%
	18%	1.54%	1.96%	2.38%	2.80%	3.22%	3.64%
	20%	1.86%	2.28%	2.70%	3.12%	3.54%	3.96%
	25%	2.66%	3.08%	3.50%	3.92%	4.34%	4.76%

2.2 未来保险资金投资 PE 和不动产将提高行业的投资收益率

根据新《保险法》修订的相关内容，保险资金新增可投资不动产及未上市公司股权（PE）的权限，对此，我们乐观判断，未来操作细则的推出将有利于提高保险资金的投资收益率，并增强行业抵御单一市场风险的能力。

假设银行存款+债权型投资的平均收益率为 2.5% ,保险资金的资产配置比例从目前的 81%下降为 74%；股权型投资的平均收益率为 10%，资产配置比例维持在 16%；不动产投资、PE 投资的资产配置比例分别为 5%；09 年上半年保险资金的平均收益率为 3.44%，我们对不动产和 PE 投资所带来的保险资金投资收益率变化情况进行敏感性测试如下：

按不动产投资收益率 6%、PE 投资收益 15%进行测算，保险资金的投资收益率可达到 4.5%，比 09 年上半年的 3.44%提高了 1.06 个百分点；如果乐观预测，按不动产投资收益率 8%、PE 投资收益率 20%进行测算，保险资金的投资收益率可达到 4.85%，比 09 年上半年的 3.44%提高了 1.41 个百分点。

表 3 保险资金投资收益率对不动产、PE 投资收益率变动的敏感性测试

保险资金投资收益率		不动产投资收益					
		5%	6%	7%	8%	9%	10%
PE 投资 收益	10%	4.20%	4.25%	4.30%	4.35%	4.40%	4.45%
	12%	4.30%	4.35%	4.40%	4.45%	4.50%	4.55%
	15%	4.45%	4.50%	4.55%	4.60%	4.65%	4.70%
	18%	4.60%	4.65%	4.70%	4.75%	4.80%	4.85%
	20%	4.70%	4.75%	4.80%	4.85%	4.90%	4.95%
	25%	4.95%	5.00%	5.05%	5.10%	5.15%	5.20%

表 4 保险资金投资收益率变动百分比对不动产、PE 投资收益率变动的敏感性测试

投资收益率上升百分点		不动产投资收益率					
		5%	6%	7%	8%	9%	10%
PE 投资 收益率	10%	0.76%	0.81%	0.86%	0.91%	0.96%	1.01%
	12%	0.86%	0.91%	0.96%	1.01%	1.06%	1.11%
	15%	1.01%	1.06%	1.11%	1.16%	1.21%	1.26%
	18%	1.16%	1.21%	1.26%	1.31%	1.36%	1.41%
	20%	1.26%	1.31%	1.36%	1.41%	1.46%	1.51%
	25%	1.51%	1.56%	1.61%	1.66%	1.71%	1.76%

2.3 准备金评估利率调整对公司估值的影响

根据近期媒体披露的消息，保监会将要求保险公司在编制 2009 年年度财务报告时必须落实《关于保险业实施〈企业会计准则解释第 2 号〉有关事项的通知》，对目前导致境内外会计报表差异的各项会计政策同时进行变更。其中最主要的变更项目就是准备金评估利率的调整，确定一个评估利率区间，具体体现为降低高利率保单的准备金评估利率，提高一般保单的准备金评估利率。这表示具有高利率保单存量业务的保险公司将面临补提准备金的负面影响，会消耗掉一部分净资产；但同时，所有保险公司均受益于一般保单的准备金评估利率上调，这将减少现有保单和新单业务的准备金，可释放出更多净资产。

由于缺乏保险公司关于保单的详细数据，目前无法测算出明确的影响程度，但我们初步估计三家上市公司的估值受影响情况如下：国寿 09 年的净利润和净资产将会增厚，但公司可能会将部分利润平滑到未来年份释放，当期增幅不会太大；太保的净利润将会增厚、净资产略有上升；平安的净利润将会增厚、净资产变化存在不确定性。

我们认为，从绝对估值的角度来看，对保险公司 09 年的业绩存在短期

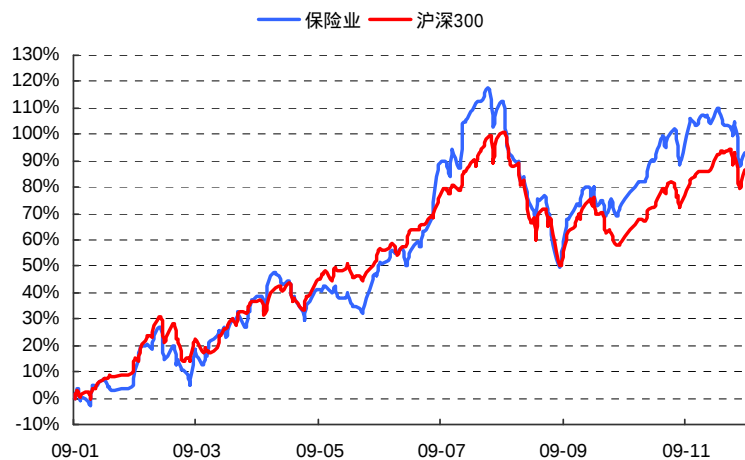
利好，但有效业务价值会下降，且短期内存在赋税影响，对公司估值并无实质性的正向驱动作用。同时，保监会未来可能给予保险公司更多选择准备金评估利率的自主权，此次调整可增厚当期净资产，但未来存在反向调整的可能性，出现净资产减少的情况，所以我们认为根据此次准备金评估利率调整政策进行资产配置，仅仅是一次短期行为，并不意味着行业的基本面和发展格局将发生重大变化。

三、行业估值水平

3.1 近一年保险行业跑赢沪深 300 指数走势

2009 年 1 月-11 月期间，保险行业涨幅为 107.69%，沪深 300 指数涨幅为 93.19%，保险股跑赢沪深 300 指数走势。其中，中国太保、中国平安的涨幅相对较大，分别为 120.95%、113.69%；中国人寿的涨幅为 63.97%，落后于大盘。

图 23 近 11 个月保险行业与沪深 300 指数的涨幅

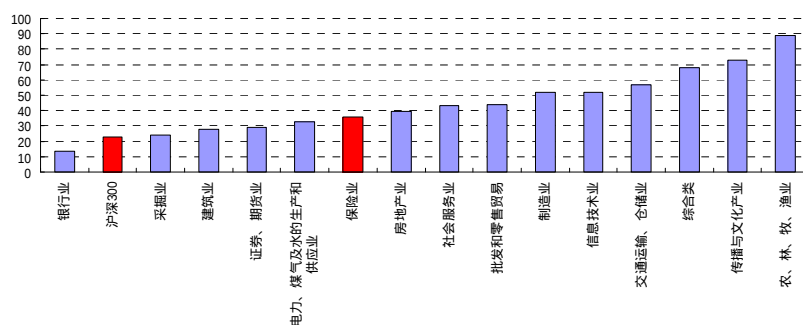


数据来源：Wind, 上海证券研究所

3.2 行业估值存在上升空间

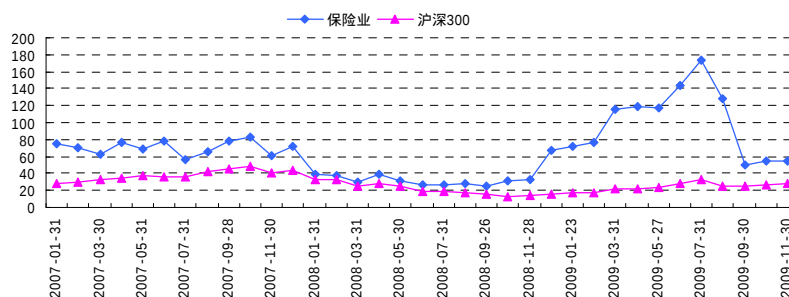
09 年保险业的动态市盈率为 35.75 倍，同期沪深 300 指数动态市盈率为 22.60 倍，保险业的动态市盈率高于沪深 300 指数；保险业与沪深 300 指数 TTM 市盈率之间差距的震荡幅度区间为（4.6，141）平均为 39.5，目前为 27.6；我们认为，考虑到保险行业的高成长性，目前估值仍存在上升空间。

图 24 09 年保险行业动态市盈率高于沪深 300 指数



数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 25 近年来保险行业 TTM 市盈率一直高于沪深 300 指数



数据来源：Wind, 上海证券研究所

四、行业评级及关注公司

4.1 维持保险业“有吸引力”评级

我们维持行业“有吸引力”评级，理由有四点：1) 保险业的高成长性特征依然存在；2) 寿险保费收入结构持续优化，保险公司的业务质量得到明显改善；3) 预期未来债券收益上升以及保险资金新增不动产、PE 投资渠道，将带来保险资金整体投资收益率的上升；4) 行业的估值水平仍存在一定的上升空间。

4.2 关注公司

在投资策略方面，我们建议投资者重点关注成长性特征较为明显的中国平安和结构调整成果显著的中国太保，同时也对因保监会有可能执行新的准备金评估利率方法，2009 年年报业绩受益较大的中国人寿有所关注。

4.2.1 中国平安

09 年 1-10 月，公司实现累计保费收入达到 1122.14 亿元，同比上升 32.8%，成为行业高成长性特征的代表。随着资本市场回暖，目前平安积累了大量的万能险保费收入，由于万能险账户的股票配置上限为 80%，可能在未来股市走强的过程中给予公司股东更多投资回报。风险主要来自资本市场的调整，可能带来权益类投资的收益大幅下降，影响公司的整体投资收益情况。

我们认为，公司的销售、投资、管理等综合经营能力在行业内较为领先，我们维持公司“跑赢大市”的评级。

公司估值：

1) 三阶段增长模型估值

2010 年寿险业务估值

假设贴现率维持为 11.5%，公司在 2011-2020 年、2021-2030 年、永续三阶段实现寿险保费收入增速分别为 18%、10%、3%，首年保费收入在保费收入中占比分别为 45%、43%、40%，趸交保费在首年保费收入占比为 55%，标准保费边际利润率分别为 33%、25%、8%。测算出平安寿险每股评估价值为 67.52 元。

2010 年其他业务估值

按 2 倍的市净率估值，平安产险、平安银行的每股价值为 4.85 元；按 2.5 倍的市净率估值，平安证券的每股价值为 1.45 元；按 1 倍的市净率估值，其他业务的每股价值为 6.32 元。

根据上述假设条件，测算出 2010 年平安每股价值为 80.14 元。

表 5 中国平安的每股评估价值

指标	2010E
寿险业务内含价值（百万元）	111,692
折现的未来一年新业务价值合计（百万元）	384,255
评估价值（百万元）	495,947
总股数（百万股）	7,345
寿险业务每股评估价值（元）	67.52
产险业务每股价值（按 2 倍 PBR 估算）（元）	2.09
银行业务每股价值（按 2 倍 PBR 估算）（元）	2.76
证券业务每股价值（按 2.5 倍 PBR 估算）（元）	1.45
集团其他业务每股价值（按 1 倍 PBR 估算）（元）	6.32
每股评估价值（元）	80.14

假设参数敏感性分析

表 6 2010 年中国平安每股评估价值对一阶段、二阶段寿险保费收入增速的敏感性测试

2010 年平安每股评估价值		2011-2020 年寿险保费收入增长率								
		10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	18%	20%
2021-2030 年 寿险保费收入 增长率	5%	55.42	57.16	59.02	61.01	63.14	65.43	67.87	73.28	79.47
	6%	56.01	57.81	59.73	61.79	63.99	66.35	68.88	74.48	80.89
	7%	56.65	58.50	60.49	62.62	64.90	67.34	69.96	75.76	82.40
	8%	57.33	59.24	61.30	63.51	65.87	68.40	71.11	77.13	84.02
	9%	58.05	60.04	62.17	64.45	66.90	69.53	72.34	78.59	85.74
	10%	58.82	60.88	63.09	65.46	68.00	70.73	73.65	80.14	87.58
	11%	59.64	61.78	64.07	66.54	69.18	72.01	75.05	81.80	89.55
	12%	60.52	62.74	65.12	67.68	70.43	73.38	76.54	83.57	91.64
	15%	63.52	66.02	68.71	71.61	74.72	78.06	81.64	89.62	98.79

表 7 2010 年中国平安每股评估价值对一阶段、二阶段标准保费边际利润率的敏感性测试

2010 年平安每股评估价值		2011-2020 年标准保费边际利润率								
		20%	22%	25%	26%	28%	30%	32%	35%	40%
2021-2030 年 标准保费边际 利润率	10%	58.81	60.23	62.37	63.08	64.50	65.93	67.35	69.49	73.05
	12%	60.42	61.84	63.98	64.69	66.11	67.54	68.96	71.10	74.66
	15%	62.83	64.26	66.39	67.11	68.53	69.95	71.38	73.52	77.08
	18%	65.25	66.67	68.81	69.52	70.95	72.37	73.79	75.93	79.49
	20%	66.86	68.28	70.42	71.13	72.56	73.98	75.40	77.54	81.10
	22%	68.47	69.89	72.03	72.74	74.17	75.59	77.01	79.15	82.71
	25%	70.88	72.31	74.44	75.16	76.58	78.01	79.43	81.57	85.13
	30%	74.91	76.33	78.47	79.18	80.61	82.03	83.45	85.59	89.15
	35%	78.93	80.36	82.49	83.21	84.63	86.06	87.48	89.62	93.18

2) 相对估值

表 8 中国平安利润预测表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	165,204	139,803	214,396	267,995
年增长率 (%)	53.08	-15.38	53.36	25.00
归属于母公司的净利润	15,086	662	9,232	13,100
年增长率 (%)	105.48	-95.61	1294.56	41.90
每股收益 (元)	2.05	0.09	1.26	1.78
PER (X)	27.66	630.43	45.21	31.86

注：有关指标按最新总股本为 7345 百万股计算；PER 按 11 月 30 日收盘价 56.82 元计算。

4.2.2 中国太保

09 年 1-10 月,公司实现累计保费收入达到 562 亿元,同比负增长 4.5%,10 月保费收入 54 亿元,单月同比增长 27%,与 9 月同比增长 21%相比,增速进一步上升。09 年以来,公司主要专注于保障型寿险产品的销售,改善业务结构,提高新业务价值。

我们认为,公司致力于持续的业务结构优化,为公司未来盈利空间的提升打下基础,且公司在行业内的相对估值具有一定优势,考虑到公司正在筹划发行 H 股,将直接增厚公司的净资产,我们维持公司“跑赢大市”的评级。

公司估值：

1) 三阶段增长模型估值

2010 年寿险业务估值

假设贴现率维持为 11.5%，公司在 2011-2020 年、2021-2030 年、永续三阶段实现寿险保费收入增速分别为 15%、10%、3%，首年保费收入在保费收入中占比分别为 60%、55%、50%，趸交保费在首年保费收入占比分别为 65%、62%、60%，标准保费边际利润率分别为 32%、25%、8%。测算出太保寿险每股评估价值为 26.36 元。

2010 年其他业务估值

按 2 倍的市净率估值，太保产险的每股价值为 2.00 元；按 1 倍的市净率估值，其他业务的每股价值为 2.83 元。

根据上述假设条件，测算出 2010 年太保每股价值为 31.19 元。

表 9 中国太保的每股评估价值

指标	2010E
寿险内含价值（百万元）	64,658
折现的未来一年新业务价值合计（百万元）	138,301
评估价值（百万元）	202,959
总股数（百万股）	7,700
寿险每股评估价值（元）	26.36
产险每股价值（按 2 倍 PBR 估算）（元）	2.00
集团其他业务每股价值（按 1 倍 PBR 估算）（元）	2.83
每股评估价值（元）	31.19

假设参数敏感性分析

表 10 2010 年中国太保每股评估价值对一阶段、二阶段寿险保费收入增速的敏感性测试

2010 年太保每股评估价值		2011-2020 年寿险保费收入增长率								
		10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	18%	20%
2021-2030 年 寿险保费收入 增长率	5%	24.67	25.41	26.19	27.03	27.93	28.89	29.92	32.20	34.81
	6%	24.93	25.69	26.50	27.37	28.30	29.29	30.36	32.72	35.43
	7%	25.21	25.99	26.83	27.73	28.69	29.72	30.83	33.28	36.09
	8%	25.50	26.31	27.18	28.11	29.11	30.18	31.32	33.87	36.78
	9%	25.81	26.65	27.55	28.52	29.55	30.67	31.86	34.50	37.53
	10%	26.15	27.02	27.95	28.96	30.03	31.19	32.42	35.17	38.33
	11%	26.50	27.41	28.38	29.42	30.54	31.74	33.03	35.89	39.18
	12%	26.88	27.82	28.83	29.92	31.08	32.33	33.68	36.66	40.08
	15%	28.18	29.24	30.39	31.62	32.94	34.36	35.88	39.28	43.18

表 11 2010 年中国太保每股评估价值对一阶段、二阶段标准保费边际利润率的敏感性测试

2010 年太保每股评估价值		2011-2020 年标准保费边际利润率								
		20%	22%	25%	26%	28%	30%	32%	35%	40%
2021-2030 年 标准保费边际 利润率	10%	24.08	24.59	25.37	25.62	26.14	26.66	27.17	27.94	29.23
	12%	24.61	25.13	25.90	26.16	26.68	27.19	27.71	28.48	29.77
	15%	25.42	25.93	26.70	26.96	27.48	27.99	28.51	29.28	30.57
	18%	26.22	26.73	27.51	27.77	28.28	28.80	29.31	30.09	31.38
	20%	26.75	27.27	28.04	28.30	28.82	29.33	29.85	30.62	31.91
	22%	27.29	27.81	28.58	28.84	29.35	29.87	30.38	31.16	32.45
	25%	28.09	28.61	29.38	29.64	30.16	30.67	31.19	31.96	33.25
	30%	29.43	29.95	30.72	30.98	31.49	32.01	32.52	33.30	34.59
	35%	30.77	31.28	32.06	32.32	32.83	33.35	33.86	34.64	35.93

2) 相对估值

表 12 中国太保利润预测表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	93,008	97,835	108,531	126,981
年增长率 (%)	61.68	5.19	10.93	17.00
归属于母公司的净利润	6,893	1,339	5,415	7,364
年增长率 (%)	583.83	-80.57	304.38	36.01
每股收益 (元)	0.90	0.17	0.70	0.96
PER (X)	27.45	141.29	34.94	25.69

注：有关指标按最新总股本为 7700 百万股计算；PER 按 11 月 30 日收盘价 24.57 元计算。

4.2.3 中国人寿

09 年 1-10 月，公司实现累计保费收入达到 2547 亿元，同比下降 3.8%，降幅和上月相比进一步收窄。10 月单月保费收入为 174 亿元，同比增长 7.4%，延续了 9 月以来的正增长态势，与 9 月同比增长 13.7%相比，增速略有下降。

我们认为，公司年内保费收入增速转正可能性非常大，且公司 2009 年年报业绩可能受益于保监会将出台的新的准备金评估办法，将增厚公司 2009 年的每股业绩。但值得注意的是，该项政策仅对 2009 年当年存在较大的潜在利好作用，目前已在股价中有所体现，我们判断公司可能不会对评估利率调整所带来的利润进行一次性的完全释放，有可能平滑到以后会计年度再进行释放。基于这种可能性，公司股价在短期内存在向上的动力，但长期估值仍有待业务成长性的支撑，我们维持公司“ 大市同步 ” 的评级。

公司估值：

1) 三阶段增长模型估值

假设贴现率维持为 11.5%，公司在 2011-2020 年、2021-2030 年、永续三阶段实现寿险保费收入增速分别为 14%、9%、3%，首年保费收入在保费收入中占比分别为 65%、62%、60%，趸交保费在首年保费收入占比分别为 72%、65%、60%，标准保费边际利润率分别为 30%、25%、8%。

根据上述假设条件，测算出 2010 年国寿的每股价值为 33.24 元。

表 13 中国人寿的每股评估价值

指标	2010E
寿险内含价值（百万元）	304,842
折现的未来一年新业务价值合计（百万元）	634,552
评估价值（百万元）	939,394
总股数（百万股）	28,265
每股评估价值（元）	33.24

假设参数敏感性分析

表 14 2010 年中国人寿每股评估价值对一阶段、二阶段寿险保费收入增速的敏感性测试

2010 年国寿每股评估价值		2011-2020 年寿险保费收入增长率								
		10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	18%	20%
2021-2030 年 寿险保费收入 增长率	5%	26.12	27.14	28.24	29.42	30.68	32.03	33.48	36.71	40.40
	6%	26.52	27.58	28.72	29.94	31.26	32.66	34.17	37.52	41.36
	7%	26.95	28.06	29.24	30.51	31.87	33.34	34.91	38.39	42.39
	8%	27.41	28.56	29.79	31.11	32.53	34.05	35.69	39.32	43.50
	9%	27.91	29.10	30.38	31.76	33.24	34.82	36.53	40.32	44.67
	10%	28.43	29.67	31.01	32.44	33.99	35.64	37.42	41.38	45.93
	11%	28.99	30.29	31.68	33.18	34.79	36.52	38.38	42.51	47.27
	12%	29.59	30.95	32.40	33.96	35.65	37.45	39.40	43.72	48.70
	15%	31.65	33.19	34.86	36.65	38.58	40.65	42.88	47.86	53.59

表 15 2010 年中国人寿每股评估价值对一阶段、二阶段标准保费边际利润率的敏感性测试

2010 年国寿每股评估价值		2011-2020 年标准保费边际利润率								
		20%	22%	25%	26%	28%	30%	32%	35%	40%
2021-2030 年 标准保费边际 利润率	10%	24.80	25.44	26.39	26.71	27.35	27.99	28.63	29.58	31.18
	12%	25.50	26.14	27.09	27.41	28.05	28.69	29.32	30.28	31.88
	15%	26.55	27.18	28.14	28.46	29.10	29.74	30.37	31.33	32.93
	18%	27.60	28.23	29.19	29.51	30.15	30.79	31.42	32.38	33.98
	20%	28.30	28.93	29.89	30.21	30.85	31.49	32.12	33.08	34.68
	22%	29.00	29.63	30.59	30.91	31.55	32.19	32.82	33.78	35.38
	25%	30.05	30.68	31.64	31.96	32.60	33.24	33.87	34.83	36.42
	30%	31.80	32.43	33.39	33.71	34.35	34.98	35.62	36.58	38.17
	35%	33.54	34.18	35.14	35.46	36.10	36.73	37.37	38.33	39.92

2) 相对估值

表 16 中国人寿利润预测表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	281,294	341,074	382,975	440,421
年增长率 (%)	23.26	21.25	12.29	15.00
归属于母公司的净利润	28,116	10,068	25,439	32,979
年增长率 (%)	95.47	-64.19	152.67	29.64
每股收益 (元)	0.99	0.36	0.90	1.17
PER (X)	30.74	85.85	33.98	26.21

注：有关指标按最新总股本为 28265 百万股计算；PER 按 11 月 30 日收盘价 30.58 元计算。

分析师承诺

分析师 郭敏 刘洋

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。