

动态报告

保险

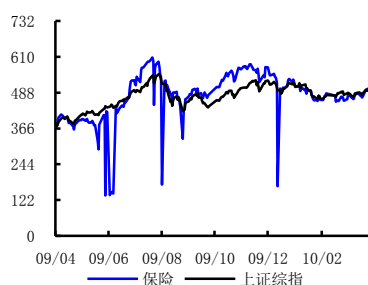
保险行业月报

推荐

(维持)

2010年5月5日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《保险业 2010 系列报告之一：寿险负债未来 3 年翻 1 倍》——2010-3-23

《保险股 2009 年业绩预增公告点评：新会计准则平稳过渡得到印证》——2010-2-1

分析师：邵子钦

电话：0755-82130468

E-mail: shaozq@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040001

分析师：童成墩

电话：0755-82130513

E-mail: tongcd@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业月报

一季报业绩回顾

● 净资产实际增长率：平安 > 国寿 > 太保

一季报净利润表现：平安 > 国寿 > 太保。以净利润/期初净资产衡量当期业绩对净资产的贡献，1 季度国寿、平安、太保分别为 4.84%、5.36%、3.77%。

其他综合收益表现：平安 > 太保 > 国寿。以其他综合收益/期初净资产衡量当期浮盈对净资产的贡献，1 季度国寿、平安、太保分别为 -1.83%、0.18%、-1.71%。

● Q2-Q4 浮盈释放潜力：国寿 > 平安 > 太保

Q1 投资收益率：国寿 > 太保 > 平安。国寿、平安、太保总投资收益/年初投资资产分别为 1.55%、1.02%、1.46%。其中浮盈兑现和基金分红因素虽然有助于提升 EPS，但对净资产增长并无帮助。国寿和平安尚有资产浮盈，有助于提升 Q2-Q4 净利润。截至 1 季度末，国寿、平安、太保其他综合收益累计余额分别为 167.6 亿元、43.6 亿元、-2.7 亿元，占年初净资产比重分别为 7.9%、5.1%、-0.4%。

● 保险行业具有明显比较优势

估值偏低。中国人寿、中国平安、中国太保 2010 年一年新业务价值分别同比增长 22.1%、27.5%、23.8%，而目前股价隐含的新业务乘数分别为 18.9 倍、9.4 倍、14.0 倍。

具有明显比较优势。由于叠加效应，预计未来 5 年保险资产和负债可实现 25% 的复合增长率，即 3 年翻一番，这在大市值板块中是较罕见的，加上资产质量相对扎实，权益占比 10%-15%，风险相对可控，因此在大盘股中具有明显的比较优势。

维持行业“推荐”评级。维持中国平安“推荐”评级，中国人寿和中国太保“谨慎推荐”评级。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	收盘价 (元)	EV (元)	NBEV (元)	P/EV (倍)	NBM (倍)	投资评级
601628	中国人寿	26.2	11.8	0.77	2.2	18.9	谨慎推荐
601318	中国平安	49.3	25.0	2.05	2.0	11.9	推荐
601601	中国太保	25.2	13.4	0.72	1.9	16.4	谨慎推荐

注：EV 为每股内含价值、NBEV 为每股一年新业务价值、NBM 为股价隐含新业务倍数
资料来源：公司资料 and 国信证券预测

一、净资产实际增长率：平安 > 国寿 > 太保

剔除融资影响，1 季度国寿、平安、太保净资产实际增加额分别为 63.52 亿元、47.02 亿元、15.4 亿元，实际增长率分别为 3.01%、5.53%、2.06%。差异主要源自两方面：

1.1 净利润表现：平安 > 国寿 > 太保

以净利润/期初净资产衡量当期业绩对净资产的贡献，1 季度国寿、平安、太保分别为 4.84%、5.36%、3.77%。

1.2 其他综合收益表现：平安 > 太保 > 国寿

以其他综合收益/期初净资产衡量当期浮盈对净资产的贡献，1 季度国寿、平安、太保分别为-1.83%、0.18%、-1.71%。

图表 1：2010 年 1 季报净资产增长率

单位：百万	中国人寿	中国平安	中国太保
200912 归属于股东净资产	211,072	84,970	74,651
201003 归属于股东净资产	217,424	89,672	79,000
融资和派息	0	0	2,809
净资产增加	6,352	4,702	1,540
净资产增长率	3.01%	5.53%	2.06%
归属于股东的净利润	10,214	4,551	2,813
归属于股东的其他综合收益	-3,862	151	-1,273
归属于股东的综合收益	6,352	4,702	1,540
归属于股东的净利润/期初净资产	4.84%	5.36%	3.77%
归属于股东的其他综合收益/期初净资产	-1.83%	0.18%	-1.71%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

图表 2：股市和债市季度涨跌幅

	200903	200906	200909	200912	201003
沪深 300	2,508	3,166	3,005	3,576	3,346
涨跌幅	38.0%	26.3%	-5.1%	19.0%	-6.4%
中证全债	128	128	127	128	130
涨跌幅	-1.3%	0.1%	-0.7%	0.4%	2.1%

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所

二、Q2-Q4 浮盈释放潜力：国寿 > 平安 > 太保

2.1 Q1 投资收益率：国寿 > 太保 > 平安

1 季度沪深 300 指数虽然下跌了 6.4%，但受益于浮盈兑现、基金分红、债市上涨，国寿、平安、太保总投资收益/年初投资资产分别为 1.55%、1.02%、1.46%。其中浮盈兑现和基金分红因素虽然有助于提升 EPS，但对净资产增长并无帮助。

2.2 浮盈释放潜力：国寿 > 平安 > 太保

截至 1 季度末，国寿、平安、太保其他综合收益累计余额分别为 167.6 亿元、43.6 亿元、-2.7 亿元，占年初净资产比重分别为 7.9%、5.1%、-0.4%。国寿和平安尚有资产浮盈，有助于提升 Q2-Q4 净利润。

图表 3：其他综合收益比较

单位：百万	中国人寿	中国平安	中国太保
年初投资资产	1,162,843	589,713	366,018
年初其他综合收益累计余额	20,619	4,180	1,031
2010Q1 其他综合收益	-3,862	177	-1,297
1 季度末其他综合收益累计余额	16,757	4,357	-266
1 季度末其他综合收益累计余额/年初投资资产	1.4%	0.7%	-0.1%
1 季度末其他综合收益累计余额/年初净资产	7.9%	5.1%	-0.4%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

图表 4：投资收益率比较

单位：百万	中国人寿	中国平安	中国太保
年初投资资产	1,162,843	589,713	366,018
2010Q1 投资收益	18,339	6,198	5,322
2010Q1 公允价值变动损益	-340	-182	7
2010Q1 总投资收益	17,999	6,016	5,329
2010Q1 总投资收益/期初投资资产	1.55%	1.02%	1.46%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

三、保险行业具有明显比较优势

3.1 估值偏低

预计 2010 年一年新业务价值增长 22-28%，而股价隐含新业务乘数 9-19 倍。在人力增长 10%、产能提升 10%的判断下，我们预计中国人寿、中国平安、中国太保 2010 年每股内含价值分别为 11.8 元、25.0 元、13.4 元，每股一年新业务价值分别为 0.77 元、2.05 元、0.72 元，分别同比增长 22.1%、27.5%、

23.8%。而在产险、银行、证券按 2 倍 PB、集团及其他按 1 倍 PB 估值的假设下，中国人寿、中国平安、中国太保目前股价隐含的 2010 年新业务乘数分别为 18.9 倍、9.4 倍、14.0 倍。

3.2 具有明显比较优势

由于叠加效应，预计未来 5 年保险资产和负债可实现 25% 的复合增长率，即 3 年翻一番，这在大市值板块中是较罕见的，加上资产质量相对扎实，权益占比 10%-15%，风险相对可控，因此在大盘股中具有明显的比较优势。

3.3 维持行业“推荐”评级

维持中国平安“推荐”评级，中国人寿和中国太保“谨慎推荐”评级。

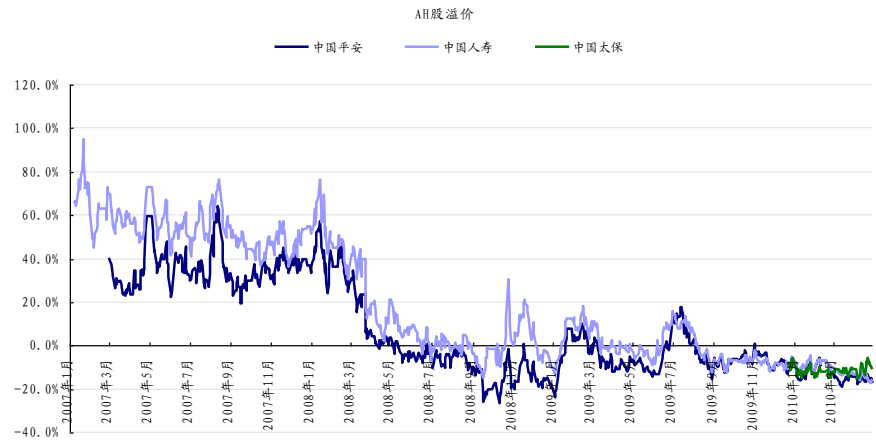
图表 5：相对估值

单位：元	2009 年			2010 年		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
整体估值						
内含价值	10.1	21.1	11.6	11.8	25.0	13.5
一年新业务价值	0.63	1.61	0.58	0.77	2.05	0.72
股价	26.6	49.4	25.3	26.6	49.4	25.3
P/EV（倍）	2.6	2.3	2.2	2.2	2.0	1.9
股价隐含新业务乘数（倍）	25.8	17.5	23.5	18.9	11.9	16.4
分业务估值						
一年新业务价值	0.63	1.61	0.58	0.77	2.05	0.72
寿险内含价值	10.09	13.71	5.86	11.80	17.14	8.74
非寿险业务价值	0.00	11.89	7.49	0.00	12.85	6.45
P/EV（倍）	2.6	2.7	3.0	2.2	2.1	2.2
股价隐含新业务乘数（倍）	25.8	14.7	20.5	18.9	9.4	14.0

注：非寿险价值按 2 倍 PB 计算产险、银行、证券价值，按 1 倍 PB 计算集团及其他价值。

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

图表 6: AH 股溢价/折价率



资料来源: 国信证券经济研究所

图表 7: A 股 P/EV (倍)



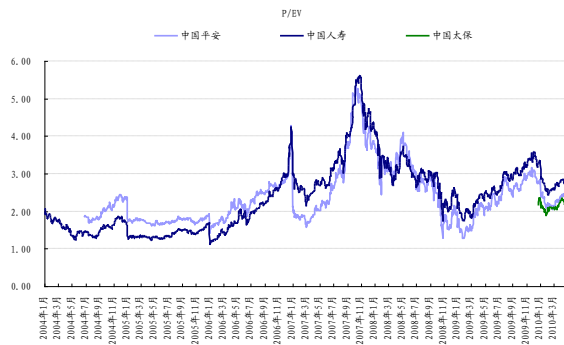
资料来源: 国信证券经济研究所

图表 8: A 股隐含新业务乘数 (倍)



资料来源: 国信证券经济研究所

图表 9: H 股 P/EV (倍)



资料来源: 国信证券经济研究所

图表 10: H 股隐含新业务乘数 (倍)



资料来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	陈 玲	0755-82133400
王一峰	010- 66026320			杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-82254205
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
苏绍许	021-60933144			高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	康 亢	010-66026337		
周 琦	0755-82131822	彭怡萍			
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13480668226			13801832154			13701099132	
	shaoyf@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
林 莉	0755- 82133197		郑 毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13824397011			13795229060			13810118116	
	Linli2@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		黄胜蓝	021-60875173		焦 骥	010-82254202	
	18925287888			13761873797			13601094018	
	wanghaow@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
甘 墨	0755-82133456		刘 塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	15013851021			13817906789			13691229417	
	ganmo@ guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				