

深度报告

保险

保险行业 2010 年下半年投资策略

推荐

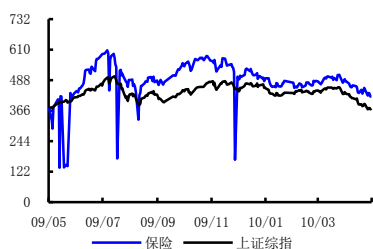
(维持评级)

2010 年 5 月 26 日

本报告的独到之处

- 在强调消费属性的同时，通过测算投资对 EV、净资产、净利润的影响，得出负面影响程度可控的结论，并率先调低业绩预测。

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：

《保险行业月报：一季报业绩回顾》——2010-5-5

《保险业 2009 年报回顾专题研究：拨开云雾见青天》——2010-4-26

《保险行业月报：重回内含价值估值》——2010-4-14

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：S0980210040010

行业投资策略

峰高无坦途，更上一层楼云

● 投资压力有惊无险

年初以来，中证全债上涨 3.75%，沪深 300 下跌 19.26%。直观感觉，今年是资产配置艰难的一年。但是经过测算发现“有惊无险”。

①从内含价值看，在公司“5.2%-5.5%”的长期投资收益率假设基础上分别下调 50bp，对国寿、平安、太保内含价值的影响幅度分别为-8.4%、-7.7%、-6.9%，对一年新业务价值的影响幅度分别为-14.3%、-6.1%、-12.2%。

②从净资产来看，假设沪深 300 指数下跌 30%（2500 点），中证全债指数上涨 3.6%，预计净浮亏导致净资产下降幅度平均为 5%。

③从净利润来看，假设不考虑各公司波段操作对浮盈/亏兑现的影响，因债券浮盈难以兑现，预计 EPS 同比降幅平均为 11%。

● 成长确定性带来的比较优势

保险行业兼具消费属性和投资周期性。虽然在投资端具有显著周期性，但在承保端消费属性明显，属于半个周期性行业。由于叠加效应，未来 3 年保险资产和负债翻一番，比较确定，这在大市值板块中是罕见的。虽难走出独立行情，但相对优势明显。

● 维持行业“推荐”评级。

基于对未来 3 年经济增速虽然放缓但仍持续增长，房市泡沫刺破有利于释放长期系统性风险的判断，加上保险公司权益占比 10%，风险相对可控的现实，维持行业“推荐”评级。个股推荐顺序是：中国平安、中国太保、中国人寿。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	股价 (元)	每股 NBEV (元)	每股 EV (元)	P/EV (倍)	NBM (倍)	评级
601628	中国人寿	24.8	0.77	11.06	2.2	18.0	谨慎推荐
601318	中国平安	46.9	1.97	24.84	1.9	11.2	推荐
601601	中国太保	22.9	0.69	12.61	1.8	15.0	谨慎推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

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。

投资摘要

关键结论与投资建议

虽然债市暴涨、股市暴跌，但是经过测算发现投资压力“有惊无险”。

①从内含价值看，长期投资收益率假设下调 50bp，EV 和 NBEV 分别下降 6.9%-8.4%和 6.1%-14.3%。

②从净资产来看，预计净浮亏导致其下降幅度平均为 5%。

③从净利润来看，因债券浮盈难以兑现，预计同比下降幅度平均为 11%。

保险行业兼具消费属性和投资周期性。虽然在投资端具有显著周期性，但在承保端消费属性明显，属于半个周期性行业。可以确定的是，由于叠加效应，未来 3 年保险资产和负债翻一番。成长的确定性使其在大盘股中具有明显的比较优势。虽难走出独立行情，但相对优势明显，维持行业“推荐”评级。

核心假设或逻辑

- 1、2010 年投资收益率 3.8%-3.9%。
- 2、长期投资回报率 5%。
- 3、债券虽有浮盈但难以兑现，只能体现在净资产中。
- 4、利润表权益回报率为 0。

与市场预期的不同之处

在强调保险消费属性的同时，通过假设详细测算债市暴涨和股市暴跌对内含价值、净资产、净利润的影响，得出负面影响程度相对可控的结论，并率先下调盈利预测。

股价变化的催化因素

- 1、加息预期强烈但尚未采取加息行动。
- 2、股市上涨。
- 3、保费增长超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、股市持续下跌。
- 2、经济下行。

内容目录

一、投资压力有惊无险.....	5
1.1 从内含价值来看，长期投资收益率假设下调 50bp，EV 和 NBEV 分别下降 6.9%-8.4%和 6.1%-14.3%.....	5
1.2 从净资产来看，预计浮亏导致其降幅平均为 5%.....	8
1.3 从净利润来看，因债券浮盈难以兑现，预计 EPS 平均同比下降 11%.....	9
二、承保空间正在打开.....	10
2.1 从资产负债来看，因叠加效应正进入高速增长期.....	10
2.2 从产品结构来看，因进入理财领域增长更可持续.....	12
2.3 从地域结构来看，已然形成错落有致的梯队.....	14
三、成长确定带来的比较优势.....	15
3.1 兼具消费属性和投资周期性.....	15
3.2 保险股高 β 特征有望逐步弱化.....	15
3.3 虽难走出独立行情，但相对优势明显，维持行业“推荐”评级.....	15

图表目录

表 1: 保险公司内含价值投资收益率假设.....	5
表 2: 保险资金长期投资收益率模拟.....	6
表 3: 长期投资回报率下调 50bp 对内含价值的影响.....	6
图 1: 3 个月期定期存款利率.....	7
图 2: 5 年期定期存款利率.....	7
图 3: 10 年期国债收益率.....	7
图 4: 沪深 300 复合增长率.....	8
表 4: 股市和债市涨跌幅假设.....	8
表 5: 2010 年其他综合收益测算.....	9
表 6: 2010 年投资收益率假设.....	10
表 7: 2010 年业绩预测.....	10
表 8: 新单和续期保费增长率.....	11
表 9: 寿险准备金增长率.....	12
图 5: 储蓄存款和保险资产同比增长率.....	13
图 6: 美国寿险行业保费收入构成.....	13
表 10: 中国人身险保费构成.....	13
图 7: 2009 年寿险分区域市场份额.....	14
表 12: 寿险市场集中度.....	14
图 8: 2007-2008 年保险与沪深 300 走势.....	16
图 9: 2008-2010 年保险与沪深 300 走势.....	16
表 13: 分业务估值.....	16
表 14: 内含价值预测.....	17

“峰高无坦途”是我们目前对保险行业的理解。所谓“峰高”是指承保因叠加效应而产生的高速成长期正在来临；“无坦途”是指跌宕起伏的股市和债市引发投资回报率的大幅波动，进而影响到股票估值。基于对中国经济未来 3-5 年并不悲观的预期，以及保险公司权益比例控制，我们认为目前投资波动在公司可承受范围之内。伴随着承保空间的扩大，投资者有望获得比照大盘的超额收益，正所谓“更上一层楼”。

一、投资压力有惊无险

保险行业直面投资压力。年初以来，中证全债指数上涨 3.75%，沪深 300 指数下跌 19.26%。债市上涨意味着利息回报率的下降，股市下跌更是直接减少账面价值。直观感觉，今年是资产配置艰难的一年。但是我们经过对内含价值、净资产、净利润的详细测算，发现影响并没有想象的那么大，正所谓“有惊无险”。

1.1 从内含价值来看，长期投资收益率假设下调 50bp，EV 和 NBEV 分别下降 6.9%-8.4%和 6.1%-14.3%

公司投资收益率假设在 4.5%-5.5%。国寿、平安、太保 2009 年年报披露的内含价值投资收益率假设分别为 4.85%-5.5%、4.5%-5.5%、4.75%-5.2%。从短端看，2010 年因股市下跌，预计投资收益率 3.8%-3.9%，低于假设；从长端看，有望实现 5%的投资收益率。

预计长期投资收益率为 5%。基于对中国经济未来 3-5 年并不悲观的预期，我们参照 02 年至今主要资产类别的平均收益率，假设现金及等价物、定期存款、债券、权益类资产、其他资产收益率分别为 1.96%、3.76%、4.79%、9.27%、8%。以国寿、平安、太保 2009 年的资产结构模拟得到的投资收益率分别为 5.1%、5.0%、5.0%，平均来看保险资金有望获得 5%的投资收益率。渠道放开、企业债占比提升等因素将贡献额外收益。

在以上长期投资收益率假设下，三大保险公司 2010 年 EV 和 NBEV 分别下降 6.9%-8.4%和 6.1%-14.3%。如果在公司“5.2%-5.5%”的长期投资收益率假设基础上分别下调 50bp，对国寿、平安、太保内含价值的影响幅度分别为-8.4%、-7.7%、-6.9%，对一年新业务价值的影响幅度分别为-14.3%、-6.1%、-12.2%。

表 1: 保险公司在内含价值投资收益率假设

公司	2010	2011	2012	2013	永续
国寿	4.85%	5.10%	5.35%	5.50%	5.50%
平安	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%
太保	4.75%	4.86%	4.98%	5.09%	5.20%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2：保险资金长期投资收益率模拟

项目	收益率假设	资产配置				投资收益率			
		国寿	平安	太保	平均	国寿	平安	太保	平均
现金及等价物	1.96%	3%	10%	8%	7%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
定期存款	3.76%	30%	15%	23%	23%	1.1%	0.6%	0.9%	0.9%
债券类	4.79%	50%	60%	52%	54%	2.4%	2.9%	2.5%	2.6%
权益类	9.27%	15%	10%	12%	12%	1.4%	0.9%	1.1%	1.1%
其他	8.00%	2%	5%	5%	4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%
合计	—	100%	100%	100%	100%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%

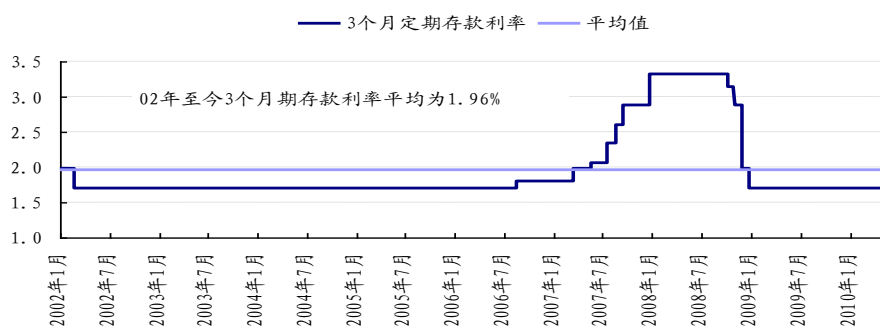
注：资产配置以 09 年三大保险公司数据为参照。现金及现金等价物收益率参照 02 年至今 3 个月期定期存款平均利率、
 债券收益率参照 02 年至今 10 年期国债平均收益率（剔除免税因素）、权益类参照 02 年至今沪深 300 指数复合收益率。
 资料来源：国信证券经济研究所

表 3：长期投资回报率下调 50bp 对内含价值的影响

单位：百万/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
公司基准精算假设下						
贴现率假设	11.0%	11.0%	11.5%	11.0%	11.0%	11.5%
长期投资回报率假设	5.5%	5.5%	5.2%	5.5%	5.5%	5.2%
调整后净资产	159,948	94,606	72,368	159,540	114,140	75,246
有效业务价值	125,282	60,651	26,003	153,171	75,705	33,201
一年新业务价值	17,713	11,805	4,915	21,624	15,054	5,898
内含价值	285,230	155,257	98,371	312,710	189,845	108,448
国信证券假设下（长期投资回报率下调 50bp）						
贴现率假设	11.0%	11.0%	11.5%	11.0%	11.0%	11.5%
长期投资回报率假设	5.0%	5.0%	4.7%	5.0%	5.0%	4.7%
调整后净资产	159,948	94,606	72,368	159,540	114,140	75,246
有效业务价值	103,727	49,014	20,121	126,817	61,180	25,691
一年新业务价值	15,187	11,081	4,315	18,540	14,131	5,178
内含价值	263,675	143,620	92,489	286,357	175,320	100,937
假设调整影响幅度						
有效业务价值	-17.2%	-19.2%	-22.6%	-17.2%	-19.2%	-22.6%
一年新业务价值	-14.3%	-6.1%	-12.2%	-14.3%	-6.1%	-12.2%
内含价值	-7.6%	-7.5%	-6.0%	-8.4%	-7.7%	-6.9%

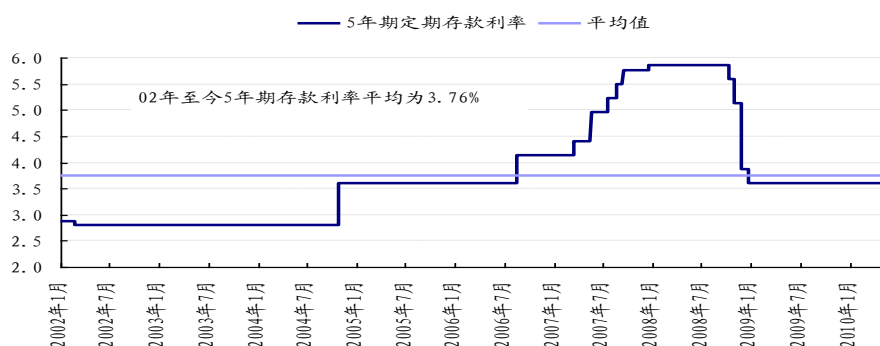
资料来源：国信证券经济研究所

图 1: 3 个月定期存款利率



资料来源: 国信证券经济研究所

图 2: 5 年期定期存款利率



资料来源: 国信证券经济研究所

图 3: 10 年期国债收益率



资料来源: 国信证券经济研究所

图 4: 沪深 300 复合增长率



资料来源：国信证券经济研究所

1.2 从净资产来看，预计浮亏导致其降幅平均为 5%

预计 2010 年其他综合收益/亏损占期初净资产比重为 4%-7%。三大保险公司有 21%-32%的债券资产按照可供出售类金融资产核算，可以体现账面浮盈，恰好部分对冲股票浮亏的影响。我们假设沪深 300 指数全年下跌 30%至 2500 点，而中证全债指数维持当前点位，即全年上涨 3.6%。考虑与客户的分成比例、税收影响等因素，我们测算国寿、平安、太保其他综合收益/亏损分别为-93.3 亿元、-56.5 亿元、-39.7 亿元，占期初净资产比重分别为 4.4%、6.6%、5.3%。

表 4: 股市和债市涨跌幅假设

假设	2009 年底	2010 年底	涨幅
沪深 300	3,576	2,503	-30.0%
中证全债	128	132	3.6%

资料来源：国信证券经济研究所

表 5：2010 年其他综合收益测算

单位：百万	国寿	平安	太保
期初投资资产	1,162,843	589,713	377,706
期末投资资产	1,301,400	712,659	437,653
期末 AFS 债券	421,249	167,716	91,352
占比	32.4%	23.5%	20.9%
期末 AFS 权益	134,878	54,540	39,824
占比	10.4%	7.7%	9.1%
AFS 债券新增浮盈	13,478	5,373	2,861
AFS 权益新增浮亏	-54,945	-20,238	-14,903
合计新增浮盈	-41,466	-14,865	-12,042
假设：其他综合收益/新增浮盈	23%	38%	33%
其他综合收益	-9,330	-5,649	-3,974
期初净资产	211,072	84,970	74,651
其他综合收益/期初净资产	-4.4%	-6.6%	-5.3%

资料来源：国信证券经济研究所

1.3 从净利润来看，因债券浮盈难以兑现，预计 EPS 平均同比下降 11%

预计 EPS 同比下降 10%-12%。尽管债券浮盈可以部分对冲股票浮亏的影响，但由于源源不断的保费需要增加固定收益类资产配置，保险公司一般不会卖出浮盈债券兑现利润，能够做到的仅仅是：在股票止损之前继续持有，只减少净资产，不减少净利润。

假设不考虑各公司波段操作对浮盈/浮亏兑现的影响，各公司利润表下体现的权益回报率为 0%，则国寿、平安、太保 2010 年总投资收益率分别为 3.8%、3.8%、3.9%，EPS 分别为 1.02 元、1.70 元、0.76 元，分别同比下降 12.4%、9.9%、12.1%。因为收购深发展的增厚效应，平安 EPS 下降幅度略低于同行。

表 6：2010 年投资收益率假设

单位：百万	国寿		平安		太保	
	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E
投资资产						
权益类资产	179,214	141,659	63,576	60,231	44,915	40,637
其他资产	983,629	1,159,741	526,137	630,641	332,791	397,015
合计	1,162,843	1,301,400	589,713	690,872	377,706	437,653
占比						
权益类资产	15.4%	10.9%	10.8%	8.7%	11.89%	9.29%
其他资产	84.6%	89.1%	89.2%	91.3%	88.11%	90.71%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100%	100%
总投资收益						
权益类收益	22,770	0	12,893	0	2,865	0
其他资产收益	38,813	47,020	19,301	24,330	16,669	15,006
合计	61,583	47,020	32,194	24,330	19,534	15,006
总投资收益率						
权益类收益率	17.9%	0.0%	25.8%	0.0%	9.8%	0.0%
其他资产收益率	4.2%	4.4%	4.0%	4.2%	4.0%	4.1%
合计	5.9%	3.8%	6.1%	3.8%	5.8%	3.9%

资料来源：国信证券经济研究所

表 7：2010 年业绩预测

单位：元	EPS			BVPS		
	2009	2010	增长率	2009	2010	增长率
中国人寿	1.16	1.02	-12.4%	7.47	7.45	-0.2%
中国平安	1.89	1.70	-9.9%	11.57	13.67	18.2%
中国太保	0.87	0.76	-12.1%	8.80	9.02	2.4%

资料来源：国信证券经济研究所

二、承保空间正在打开

2.1 从资产负债来看，因叠加效应正进入高速增长期

预计 2010 年续期保费增长 20% 以上。09 年国寿、平安、太保首年期缴占续期保费比重分别为 37.7%、39.8%、53.4%。保单继续率和缴费久期是影响叠加效应的核心要素，三个公司 13/14 个月保单继续率高达 87%-94%，经过结构转型，国寿和太保缴费期限也明显拉长，我们预计 2010 年中国人寿、平安寿险、太保寿险续期保费增速维持 20% 以上。

表 8：新单和续期保费增长率

单位：百万	2008	2009	增长率
中国人寿保费收入			
首年期缴	35,393	39,711	12.2%
续期保费	86,916	105,429	21.3%
首年期缴/续期保费	40.7%	37.7%	-
中国平安规模保费			
首年期缴保费	19,785	27,667	39.8%
续期保费	56,946	69,519	22.1%
首年期缴/续期保费	34.7%	39.8%	-
中国太保保费收入			
首年期缴	6,422	12,731	98.2%
续期业务	19,113	23,851	24.8%
首年期缴/续期保费	33.6%	53.4%	-

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

预计未来 3-5 年寿险准备金复合增长 “20%-30%”。我们在专题报告《寿险负债未来 3 年翻 1 倍》提出：“由于寿险负债的双重叠加效应（寿险负债源自保费的叠加，而赔付相对延后；保费源自新单和续期的叠加），预计未来 3 年复合增长率 20%-30%”。截至 09 年底，中国人寿、平安寿险、太保寿险总准备金余额分别为 9162 亿元、5144 亿元、2627 亿元，分别同比增长 22.7%、23.4%、17.9%（其中寿险责任准备金同比增长 22.4%）。

表 9：寿险准备金增长率

单位：百万	2008	2009	增长率
中国人寿			
未宣告红利	18,883	30,754	62.9%
保户储金及投资款	65,050	67,274	3.4%
未到期责任准备金	5,237	5,997	14.5%
未决赔款准备金	2,780	2,944	5.9%
寿险责任准备金	649,819	802,895	23.6%
长期健康险责任准备金	5,029	6,328	25.8%
独立账户负债	13	52	300.0%
总准备金	746,811	916,244	22.7%
寿险净利润	19,274	33,036	71.4%
寿险净利润/平均总准备金		4.0%	
中国平安			
保户储金及投资款	83,029	130,343	57.0%
保险合同准备金	320,496	365,963	14.2%
独立账户负债	34,728	46,922	35.1%
总准备金	438,253	543,228	24.0%
产险总准备金	21,329	28,863	35.3%
寿险总准备金	416,924	514,365	23.4%
寿险净利润	-1,464	10,374	
寿险净利润/寿险平均总准备金		2.2%	
中国太保			
未到期责任准备金	1,051	1,229	16.94%
未决赔款准备金	482	470	-2.49%
寿险责任准备金	164,459	201,249	22.37%
长期健康险责任准备金	6,000	7,561	26.02%
保户储金及投资款	50,915	52,179	2.48%
寿险总准备金	222,907	262,688	17.85%
寿险净利润	4,103	5,525	
寿险净利润/寿险平均总准备金		2.3%	

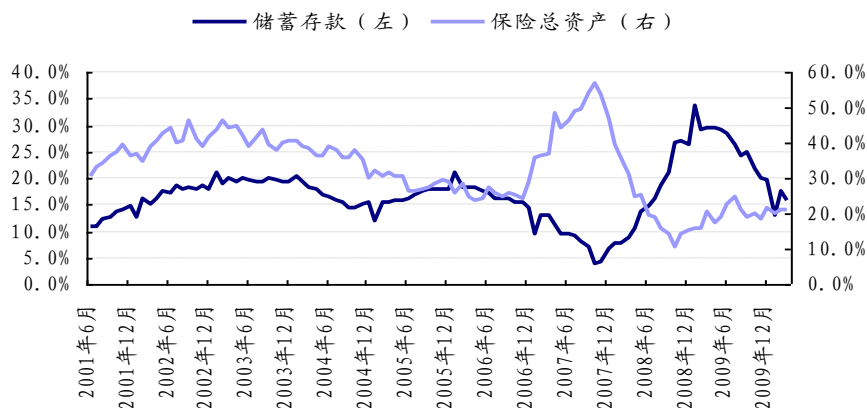
资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

2.2 从产品结构来看，因进入理财领域增长更可持续

从保障型向资产管理型渐进过渡。保障型产品受保额可保上限的限制，需求空间相对有限，增长有赖于寿险深度和密度的持续提升。而理财市场的崛起则为保费增长提供了更广阔的空间。随着保险公司对理财市场的争夺，2006 年至今储蓄存款同比增长率和保险资产同比增长率体现出了明显的负相关性，二者替代性渐显。

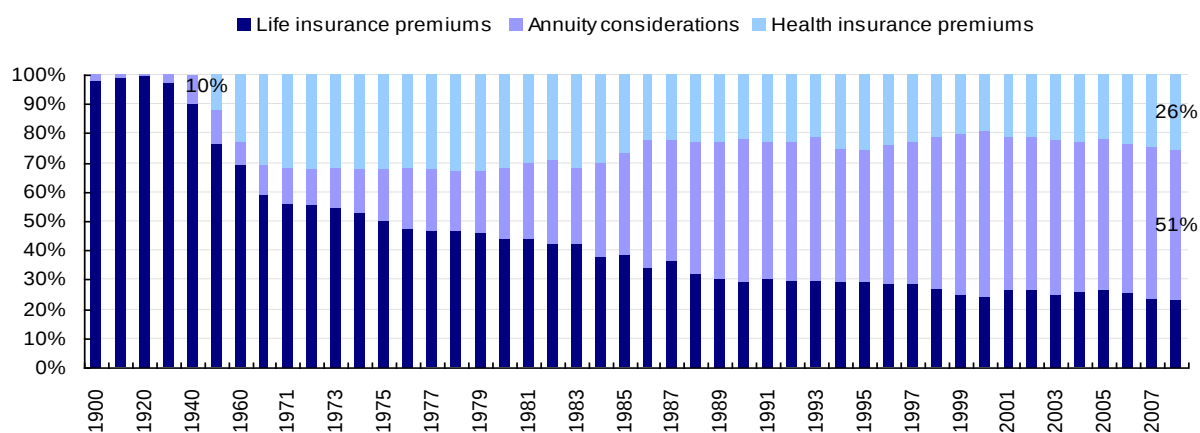
预计未来储蓄替代型产品、养老险等理财类产品占比将持续提升。目前我国的寿险产品占比为 90%，险种结构与美国 1940 年类似，理财类产品占比未来有望进一步提升。

图 5: 储蓄存款和保险资产同比增长率



资料来源: 国信证券经济研究所

图 6: 美国寿险行业保费收入构成



资料来源: 国信证券经济研究所

表 10: 中国人身险保费构成

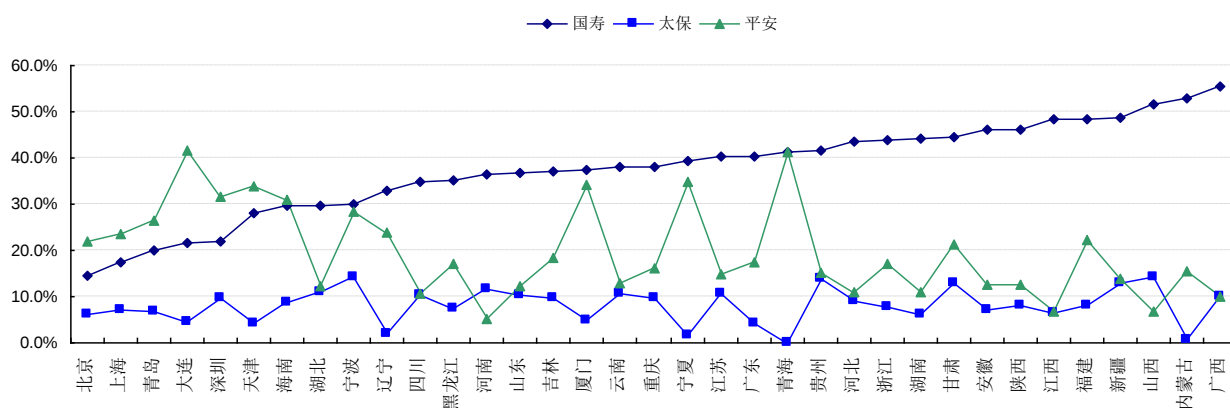
项目	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
寿险	88.1%	85.3%	90.4%	91.2%	88.7%	88.3%	87.7%	86.9%	88.6%	89.4%	90.3%
健康险	4.2%	6.6%	4.3%	5.4%	8.0%	8.1%	8.4%	9.1%	7.6%	7.9%	6.9%
人身意外伤害险	7.7%	8.1%	5.3%	3.5%	3.3%	3.6%	3.8%	3.9%	3.8%	2.7%	2.8%

资料来源: 国信证券经济研究所

2.3 从地域结构来看，已然形成错落有致的梯队

各公司有不同的市场和客户群。在前5大寿险公司中，国寿在县域市场地位不可撼动；平安在单列的核心城市市场份额稳居第一；太保在二三线城市紧追其后，但目前正面临新华和泰康的挑战。虽然前5大寿险公司市场份额略有下降，但它们是个险营销渠道的主力军。

图 7：2009 年寿险分区域市场份额



资料来源：国信证券经济研究所

表 12：寿险市场集中度

市场份额	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010Q1
中国人寿	46.9%	44.1%	45.3%	39.7%	40.3%	36.2%	33.3%
平安寿险	17.2%	16.1%	17.0%	16.0%	13.8%	16.2%	14.5%
新华人寿	5.9%	5.8%	6.6%	6.6%	7.6%	8.2%	9.4%
泰康人寿	5.5%	4.9%	5.1%	6.9%	7.9%	8.2%	9.6%
太保寿险	10.8%	9.9%	9.3%	10.2%	9.0%	8.3%	8.8%
人保寿险	0.0%	0.0%	0.2%	0.9%	3.9%	6.4%	7.8%
太平人寿	2.0%	2.2%	2.8%	3.2%	2.6%	2.8%	3.4%
阳光人寿	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	1.2%
人保健康	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	1.9%	0.8%	1.0%
生命人寿	0.4%	0.9%	0.8%	1.3%	1.1%	0.9%	0.9%
前 5 大合计	86.3%	80.8%	83.3%	79.5%	78.5%	77.2%	75.6%
前 10 大合计	88.7%	83.9%	87.3%	85.4%	88.4%	88.5%	89.9%
中资合计	97.4%	91.1%	94.1%	92.0%	95.1%	94.8%	95.1%
外资合计	2.6%	8.9%	5.9%	8.0%	4.9%	5.2%	4.9%

资料来源：国信证券经济研究所

三、成长确定带来的比较优势

3.1 兼具消费属性和投资周期性

虽然保险行业在投资端具有显著周期性，但在承保端消费属性明显，属于半个周期性行业。可以确定的是，由于叠加效应，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。

2010 年因债市暴涨、股市暴跌，资产配置压力加大，盈利难现增长。但稍微看长一点点，到 2011 年可能投资环境就会有改观。这是因为：

A. 基于对未来 3 年经济增速虽然放缓但仍持续增长的判断，预计长期债券利息收益率不会继续下降，甚至略有回升。

B. 基于对房市泡沫刺破释放了经济长期系统性风险，加上保险公司权益占比 10%-15%，风险相对可控的现实，预计权益回报在 2010 较低的情况下，2011 年有望回升。

3.2 保险股高 β 特征有望逐步弱化

由于权益类资产波动导致净利润、净资产和内含价值波动，保险股走势体现出明显的高 β 特征。随着权益类资产占比下降、分红万能产品占比上升、承保消费属性逐步被投资者认同，保险股高 β 特征有望逐步弱化。

3.3 虽难走出独立行情，但相对优势明显，维持行业“推荐”评级

中国平安：收购深发展增厚业绩，维持“推荐”评级。假设深发展 2010 年和 2011 年净利润分别为 59.6 亿元和 70.2 亿元，考虑平安寿险准备金和平安集团自有资金差异，从 2010 年 5 月份开始计算深发展对平安的业绩影响为：分别增厚平安 2010 年和 2011 年 EPS0.09 元/股、0.20 元/股。受益于人力增长、件均和人均产能提升，预计公司 2010 年一年新业务价值同比增长 27.5%，达 150.5 亿元，折合每股 1.97 元。假设寿险长期投资回报率 5%、贴现率 11%、新业务倍数 24 倍，非寿险按 2 倍 PB，集团净资产按 1 倍 PB，2010 年估值为 70.5 元/股。

中国太保：观察个险新单增长，维持“谨慎推荐”评级。今年以来公司个险增长乏力，同时面临新华和泰康的保费赶超压力，公司加大了银保销售力度。基于人力增长 10% 和人均绩效在较低基数上增长 10% 的判断，预计公司 2010 年一年新业务价值增长 20% 以上。假设寿险长期投资回报率 4.7%、贴现率 11%、新业务倍数 21 倍，产险按 2 倍 PB，集团净资产按 1 倍 PB，2010 年估值为 27 元/股。

中国人寿：业务转型深化，维持“谨慎推荐”评级。今年以来公司个险和总保费增速均慢于同行，继续专注于业务转型，同时控制银保增速。随着期缴占比提升和缴费期拉长，我们预计公司 2010 年全年可以实现一年新业务价值 22% 的增长。假设寿险长期投资回报率 5.0%、贴现率 10%、新业务倍数 24 倍，2010 年估值为 28.4 元/股。

图 8: 2007-2008 年保险与沪深 300 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 9: 2008-2010 年保险与沪深 300 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

表 13: 分业务估值

单位: 元	2009			2010		
	国寿	平安	太保	国寿	平安	太保
贴现率假设	10.0%	11.0%	11.0%	10.0%	11.0%	11.0%
长期投资回报率假设	5.0%	5.0%	4.7%	5.0%	5.0%	4.7%
未来 5 年 NBEV CAGR	15%	18%	15%	15.0%	18.0%	15.0%
5 年后永续增长率	3%	3%	3%	3.0%	3.0%	3.0%
新业务乘数 (倍)	24	24	21	24	24	21
每股调整后寿险净资产	5.7	5.5	2.8	5.6	5.3	4.7
每股有效业务价值	4.1	6.7	2.5	5.0	8.0	3.1
每股一年新业务价值	0.60	1.51	0.54	0.74	1.85	0.64
每股寿险内含价值	9.8	12.1	5.3	10.7	13.3	7.8
每股寿险评估价值	24.3	47.6	16.6	28.4	56.7	21.2
每股非寿险业务价值	0.0	11.9	7.5	0.0	13.7	5.8
每股价值	24.3	59.5	24.1	28.4	70.5	27.0
每股价值/股价	-2.1%	26.9%	5.0%	14.4%	50.3%	17.7%
投资评级	谨慎推荐	推荐	谨慎推荐	谨慎推荐	推荐	谨慎推荐

注: 非寿险业务中, 产险、银行、证券按 2 倍 PB 估值, 集团净资产按 1 倍 PB 估值

资料来源: 国信证券经济研究所

表 14: 内含价值预测

单位: 百万/元	2009 年			2010 年			同比增长率		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
调整后净资产	159,948	94,606	72,368	159,540	114,140	75,246	-0.3%	20.6%	4.0%
有效业务价值	125,282	60,651	26,003	153,171	75,705	33,201	22.3%	24.8%	27.7%
一年新业务价值(NBEV)	17,713	11,805	4,915	21,624	15,054	5,898	22.1%	27.5%	20.0%
内含价值(EV)	285,230	155,257	98,371	312,710	189,845	108,448	9.6%	22.3%	10.2%
每股 EV	10.1	21.1	11.6	11.1	24.8	12.6	9.6%	17.5%	8.7%
每股 NBEV	0.63	1.61	0.58	0.77	1.97	0.69	22.1%	22.5%	18.4%

注: 调整后净资产包含非寿险净资产

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

免责条款

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 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	陈 玲	0755-82133400
				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	段迎晨	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
		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
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	高 宇	0755-82133528
陈 健	010-66215566			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-82254210
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
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
王军清	0755-82133297	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	彭怡萍	0755-82133528	戴 军	0755-82133129
阳 瑾	0755-82131822	刘舒宇	0755-82131822	秦国文	0755-82133528
周 琦	0755-82131822	康 亢	010-66026337	林晓明	021-60933154
赵学昂	0755-82131822			赵斯尘	021-60875174
				程景佳	021-60933166
				徐左乾	0755-82133090

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				