

短期业绩波动不改行业正处于快速成长阶段的优点

保险行业

评级: 增持 (维持)

深度报告

2010年7月2日 星期五

陶正傲

010-59707118

tza@longone.com.cn

执业证书编号: S0630207100038

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
中国人寿	601628	增持
中国平安	601318	增持
中国太保	601601	增持

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月	2.45	12.14
3个月	-10.91	12.43
6个月	-17.57	9.25

行业相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《基于短期年度业绩回升的投机机会》 2009.6.20
2. 《基本面变化、估值漂移与股价波动》 2009.12.8

投资要点

- 保险公司在 2010 年的投资收益率在股权投资不大理想、债券投资收益率低于 2009 年的情况,短期业绩并不理想,预计 2010 年的投资收益率将在 4.0%左右,低于保险公司内含价值等测算时的精算假设。这样估计保险股总体上在 2010 年下半年仍没有很好的行情表现。
- 目前中国经济目前看并没有恶化到利率长期处于很低水平的地步,投资收益率总体水平较高的前提下,保险公司仍享受着垄断利差的优势。
- 中国人寿没有高利率保单问题(该部分保单留在集团),这也是 2009 年会计准则变更,使得中国人寿的净利润与净资产均大幅上升,而中国平安与中国太保净资产均没有上升,有很大关系。
- 保险公司历年来实际所得税税负很低,相应地提高股东从公司利润中的分配比重。中国人寿、中国平安、中国太保三家保险公司 2006-2009 年四年加上 2010 年一季度的所得税合计占税前利润的比例分别为:15.6%、10.7%和 13.3%。
- 2006-2007 年的净利润未经保险公司新会计准则的调整,我们仅以帐面数为准,测算得 2006-2009,三年的复合净利润增长率,中国人寿、中国平安和中国太保分别为 31.6%、8%和 78.8%,总体上仍处于较高净利润增长阶段。
- 过去的保单将在很长时间内影响保险公司之间的利率成本水平,影响保险公司的利差水平,从而影响保险公司的净利润水平,对保险公司的估值有重大影响,不注重净利润的内含价值和一年新业务价值倍数估值方法有重大缺陷。

- 三家保险公司的 PE 估值水平相对于寿险行业处于净利润快速增长阶段来说，并不高，**维持对保险业的增持评级**，但受制于短期股权投资等投资收益率情况，股价未必有很好的表现。
- 市值对应的三家公司的一年新业务价值倍数均不高，我们对三家公司均维持增持评级。我们认为在投资收益率不高的年份中，中国人寿没有高利率保单导致的保单利率成本上较大优势，使其在投资收益率不太高的情况，也有相对较好的利差优势，是相对较好看品种。
- 中国平安近几年进行不少股权收购，我们认为收购尽管能创造价值，但其能创造价值的大少，还是以最后的整合是否成功为前提，热衷于对外收购并不是件好事。我们认为中国平安目前总资产比净资产的比得较高，也是其潜在的风险之一，

目录

1.	保费收入保持增长.....	5
2.	2010 年投资业绩难有大出色，短期业绩受影响.....	5
2.1	固定收益投资	5
2.2	股权投资	6
2.3	投资收益率	7
3.	保险公司的保单成本.....	7
3.1	保险公司仍将享受较高的利差优势	7
3.2	对高利率保单与保单平均成本的回顾	7
4.	保险公司所得税实际税率较低，年复合净利润处于快速增长阶段.....	8
5.	保险公司的估值.....	10
5.1	净利润对保险公司的估值不重要吗？内含价值估值法的缺失	10
5.2	保险公司的相对估值	10
5.3	保险公司的精算估值	11
5.4	对中国平安精算估值的一些考虑	12

图形目录

图 1.	不同时期的银行间国债即期利率曲线.....	5
图 2.	不同时期的上交所国债即期利率曲线.....	6

表格目录

表 1.	三家保险公司的总投资收益率情况	7
表 2.	中国太保历年损益表简化	8
表 3.	中国平安历年损益表简化	8
表 4.	中国人寿历年损益表简化	9
表 5.	三家保险公司的相对估值情况	11
表 6.	三家保险公司市值对应的一年新业务价值倍数估计.....	11
表 7.	三家保险公司近几年个险营销员人数变动情况.....	11

1. 保费收入保持增长

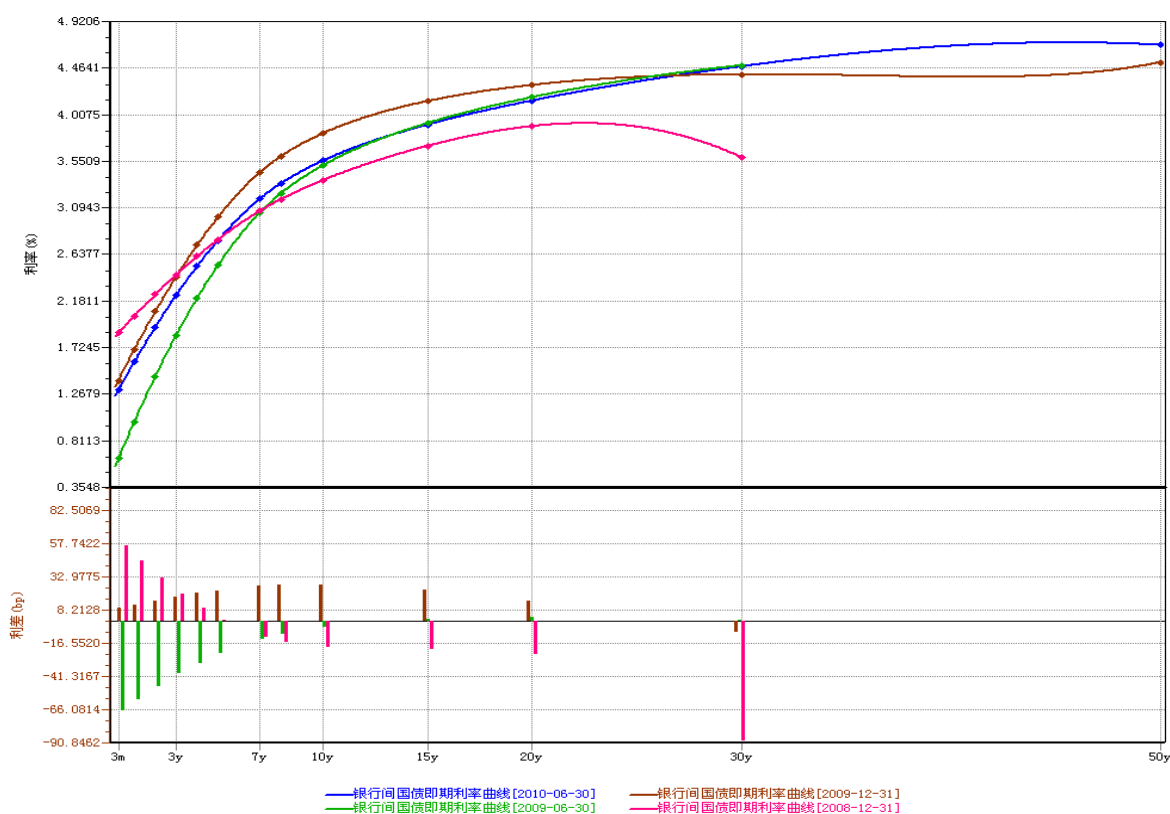
2010 年 1-5 月寿险保费收入累计 5087.5 亿元，同比增长了 35.97%，其中中国人寿、中国平安、太保分别同比增长了 12.3%、26.2%和 50.7%。

保费公司保费收入的大幅增长，为其资产的快速扩张提供了基础，而作为保险、投资双轮驱动的企业，在总资产快速增长的情况，只要总资产收益率保持年复合较好水平，保险公司的净利润就有望保持快速增长。

2. 2010 年投资业绩难有大出色，短期业绩受影响

2.1 固定收益投资

图1. 不同时期的银行间国债即期利率曲线



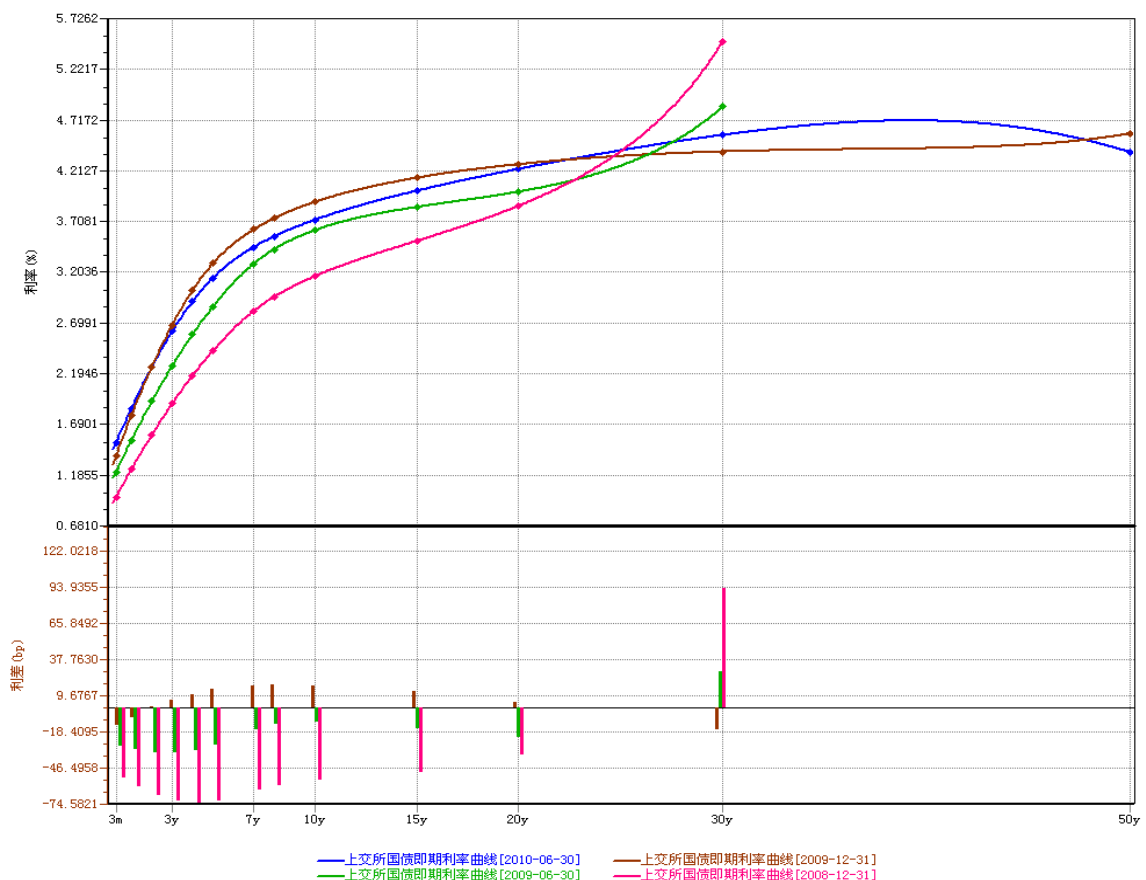
数据来源:Wind资讯

2010 年以来，20 年以下期限的国债收益率比 2009 年底有所下降，30-50 年期限的收益率则比 2009 年底有所上升，10 年期国债收益率作为投资相关保险产品的贴现率基础，其向下变化，将使保险公司 2010 年准备金提取时采用

的贴现率比 2009 年的低一些，相应需要多计提一些准备金。

总体上保险公司目前配置 30 年 50 年的长期国债的还不是很多，保险公司债券投资期限一般不到 10 年，在 2010 年债券部分的收益率较 2009 年有所下降。

图2. 不同时期的上交所国债即期利率曲线



上交所的国债收益率变动情况与银行间的相近。

2.2 股权投资

2010 年上半年, 由于对经济前景的担忧, 股市出现了较大幅度的下跌, 2010 年上半年股市跌幅高达 26.82%, 保险公司的股权投资回报率预计也不大理想, 我们预计 2010 年下半年股市行情较 2010 年上半年有所好转, 但也不会有较大的投资机会, 这样保险公司 2010 年的股权投资收益将有较大的下降。

2.3 投资收益率

银行存款利率 2010 年以来没有变化，结合固定投资收益率和股权投资收益率的变化，我们认为保险公司 2010 年投资收益率情况不大理想。我们预计 2010 年的投资收益率将在 4.0%左右，低于保险公司内含价值等测算时的精算假设。

表1. 三家保险公司的总投资收益率情况

	2009	2008	2007	2006	2005
中国人寿	5.78%	3.48%	10.39%	7.53%	1.98%
中国平安	6.40%	-1.70%	11.46%	7.50%	2.23%
中国太保	6.30%	2.90%	10.64%	5.23%	4.38%

数据来源：公司年报、东海证券研究所

3. 保险公司的保单成本

3.1 保险公司仍将享受较高的利差优势

我们认为保单成本主要由保险公司经营费用（佣金或经营费用）、赔付成本、还本付息及分红开支成本（利率成本）三项构成，最高不超过 2.5%的预定利率规定，有效地压制了保单的利率成本水平，而经营费用成本与赔付成本对于保险公司来说是相对总体可控的。在目前中国经济目前看并没有恶化到利率长期处于很低的地步，投资收益率总体水平较高的前提下，保险公司仍享受着垄断利差的优势。

3.2 对高利率保单与保单平均成本的回顾

中国平安 2008 年报披露：本公司所有含保证收益率的寿险产品的平均保证负债成本约为 3.5%，其中高定价利率产品的平均保证负债成本约为 6.1%。2007 年本公司所有含保证收益率的寿险产品的平均保证负债成本约为 3.7%（2007 年年报披露所有含保证收益率的寿险产品的平均负债成本约为 4.7%），其中高定价利率产品的平均保证负债成本约为 6.1%。

2008 年底高利寿险保单的寿险责任准备金占公司寿险长期险责任准备余额为 32.8%，而去年同期则为 35.1%。平安 2008 年底准备金 4200 亿，高利率保单准备金约为 1377.6 亿元。

中国太保 2008 年报披露高定价利率寿险保单的法定寿险责任准备金总额约为 438.29 亿元，占本公司法定寿险责任准备金总额的 20.3%；而截至 2007 年 12 月 31 日，该占比为 22.8%。截至 2008 年 12 月 31 日，本公司高利率保单的平均负债成本约为 6.37%；截至 2007 年 12 月 31 日，该部分高利率保单的平均负债成本约为 6.38%。

中国人寿没有高利率保单问题（该部分保单留在集团），这也是这次会计准则变更，使得中国人寿的净利润与净资产均大幅上升，而中国平安与中国太保净资产均没有上升，有很大关系。

4. 保险公司所得税实际税率较低，年复合净利润处于快速增长阶段

目前人寿险业务没有营业税、只有财产险和短期意外险有营业税，而保险公司由于很大一部分国债投资利息是免税，导致保险公司历年来实际所得税税负很低，相应地提高股东从公司利润中的分配比重。

表2. 中国太保历年损益表简化

项目	2010Q1	2009	2008 年新	2008	2007	2006	合计
保费净收入	327.47	593.42	377.37	513.59	444.89	1463.73	3206.88
保险公司计提保费偿还准备金	247.77	416.49	226.25	392.16	447.62	1325.38	2663.51
保险公司经营费用	70.91	220.57	180.29	186.88	166.61	515.82	1154.2
资产管理业务收益	46.5	173.87	62.83	81.73	275.59	615.42	1174.21
分保业务收支累计	-11.17	-12.61	-3.72	-3.06	0.36	-0.32	-27.46
国家税收	15.57	42.89	3.27	0.93	35.92	84.63	182.28
股东净利润	28.55	74.73	26.67	14.15	70.69	153	353.64
投资收益-费用-税收	-39.98	-89.59	-120.73	-104.22	73.06	14.97	-162.27
净保费与准备金之差	79.7	176.93	151.12	121.43	-2.73	138.35	543.37
两项合计	39.72	87.34	30.39	17.21	70.33	153.32	381.1

数据来源：公司年报、东海证券研究所

表3. 中国平安历年损益表简化

项目	2010Q1	2009	2008 年新	2008	2007	2006	合计
保费净收入	372.86	700.27	429.18	750.34	922.46	897.47	3322.24
保险公司计提保费偿还准备金	261.4	467.17	147.56	405.72	1272.14	905.24	3053.51
保险公司经营费用	115.44	338.56	230.7	286.62	396.23	263.03	1343.96
资产管理业务等收益	72.49	348.09	-43.45	-101.84	1067.41	422.74	1867.28
分保业务收支	-2.58	-8.62	3.04	45.07	-3.97	-6.21	-18.34
国家税收	19.76	89.19	-5.84	7.5	78.46	30.71	212.28
股东净利润	46.17	144.82	16.35	8.73	239.07	115.02	561.43
投资收益-费用-税收	-62.71	-79.66	-268.31	-380.96	592.72	129	311.04
净保费与准备金之差	111.46	233.1	281.62	344.62	-349.68	-7.77	268.73
两项小计	48.75	153.44	13.31	-36.34	243.04	121.23	579.77

数据来源：公司年报、东海证券研究所

表4. 中国人寿历年损益表简化

项目	2010Q1	2009	2008 年新	2008	2007 新	2007	2006	合计
保费净收入	852.23	1788.53	1669.19	1755.42		560.82	1112.48	5983.25
保险公司计提保费偿还准备金	781.49	1552.66	1353.28	1568.38		675.66	1134.77	5497.86
保险公司经营费用	116.32	421.74	415.4	415.4		329.83	282.45	1565.74
资产管理业务收益	180.1	615.72	308.39	314.42		824.66	484.84	2413.71
分保业务收支	-0.18	-0.52	0.95	2.79		-2.15	-1.25	-3.15
国家税收	31.82	98.97	17.11	13.2		94.79	33.9	276.59
股东净利润	102.52	330.36	192.74	102.05	444.69	283.05	144.95	1215.26
投资收益-费用-税收	31.96	95.01	-124.12	-87.78		400.04	168.49	571.38
净保费与准备金提取之差	70.74	235.87	315.91	187.04		-114.84	-22.29	485.39
两项小计	102.7	330.88	191.79	99.26		285.2	146.2	1056.77

数据来源：公司年报、东海证券研究所

中国人寿、中国平安、中国太保三家保险公司 2006-2009 年四年加上 2010 年一季度的所得税合计占税前利润的比例分别为：15.6%、10.7%和 13.3%。

2006-2007 年的净利润未经保险公司新会计准则的调整，我们仅以帐面数为准，测算得 2006-2009，三年的复合净利润增长率，中国人寿、中国平安、和中国太保分别为 31.6%、8%和 78.8%。当然根据上述简化损益表，我们一直

认为中国太保近几年的准备金计提相对不很充足，所以其近几年的净利润不大可信。但从行业的标杆中国人寿来看，保险企业近几年的净利润增长率是相当不错的。只要年平均的总投资收益率保持较好的水平，保险公司（寿险）的净利润仍有望保持较快增长。

5. 保险公司的估值

5.1 净利润对保险公司的估值不重要吗？内含价值估值法的缺失

如果用内含价值和一年新业务价值体系来评价寿险公司，似乎保险公司的当期净利润，或未来几年的净利润均与寿险公司的价值没有什么关系。所以当会计准则变更，导致净利润和净资产重大变化时，寿险公司的内含价值评估方法体系下，公司评估价值仍是没有变化。

而且保险公司的过去保单业务对公司价值似乎没有影响，因为均作为固定的一个价值量包含在 199 年 6 月以前业务的内含价值中去了。实际上，这个价值其实并不固定，随着内含价值的假设变化有很大的金额变化。

我们认为：对于保险公司，其过去的业务（会有些续期收费以及过去积累的准备金）将影响当前的和未来利润，所以也将影响公司的估值。

过去的保单将在很长时间内影响保险公司之间的利率成本水平，影响保险公司的利差水平，从而影响保险公司的净利润水平，对保险公司的估值有重大影响，忽视高利率保单带来的利率成本差异的重大影响，至少在目前我认为是不当的。

会计是一个工具，它使人们较为正确地意识到公司一年来为股东创造的利润与价值，会计准则的变更凸现了中国人寿的巨大潜在盈利。尽管折现率在各保险公司之间仍不可比。

5.2 保险公司的相对估值

中国太保净利润水份较大，所以 ROE 指标也不大可信，PE 指标也不大可信，根据 ROE 高低得出 PB 指标也不大可信。PB 估值相对于其 ROE 水平，没有特别的优势。

保险公司的保险公司近年来净利润增长很快，有力地支持其 PE 和 PB 估值水平。

表5. 三家保险公司的相对估值情况

	总市值	2009PE	2010Q1PE	PB	2009ROE	2008ROE	2007ROE	2006ROE	近三年净利润复合增长率
中国太保	1971.98	26.81	17.53	2.50	11.92	2.4	18.6	11.4	78.80%
中国平安	3578.22	25.77	19.66	3.99	16.95	0.7	19.8	18.8	31.60%
中国人寿	7159.45	21.77	17.52	3.29	19.00	6.6	19.7	16.1	8%

数据来源：WIND、东海证券研究所

三家保险公司的 PE 估值水平相对于寿险行业处于净利润快速增长阶段来说，并不高，维持对保险业的增持评级，但受制于短期股权投资等投资收益率情况，股价未必有很好的表现。

5.3 保险公司的精算估值

表6. 三家保险公司市值对应的一年新业务价值倍数估计

证券简称	总市值 2010.6.22	寿险之外 业务内含 价值	寿险内含 价值	寿险最近 一年新业 务价值	当前市值对应 的一年新业务 价值倍数	2007 新业 务价值增 速	2008 新业 务价值增 速	2009 新业 务价值增 速
中国太保	1971.98	477.66	506.05	50	19.8	38.60%	21.09%	36.95%
中国平安	3578.22	545.54	1007.04	118.05	17.2	33.10%	18.83%	38.20%
中国人寿	7159.45	0	2852.29	177.13	24.3	14.94%	15.58%	27.21%

数据来源：WIND、东海证券研究所

注：其他业务价值估计：总部净资产 PB1.5，财险 PB2，证券 PB3，银行与信托 PB3

一年新业务价值增速的短期影响因素分解：最新一年新保单的险种结构与交费期限结构，保险代理人的增员速度。近几年来中国平安的快速增员，人寿与太保的险种结构调整带来的一年新业务价值增速影响很大。

表7. 三家保险公司近几年个险营销员人数变动情况

	2009	2008	2007	2006	三年营销员增长
平安	42	36	30	21	100.00%

太保	25.4	22.4	20	18	41.11%
人寿	77.7	71.6	63.8	65	19.54%

数据来源：公司年报

总体上看，市值对应的三家公司的一年新业务价值倍数均不高，我们对三家公司均维持增持评级。

我们认为在投资收益率不高的年份中，中国人寿没有高利率保单导致的保单利率成本上较大优势，使其在投资收益率不太高的情况，也有相对较好的利差优势，是相对较好看品种。

5.4 对中国平安精算估值的一些考虑

中国平安的其他业务价值估计中，我们按总部净资产 PB1.5，财险 PB2，证券、银行、信托 PB3 估计，相对目前市场整体估值水平，产险、证券、信托及平安银行等的估值水平还可进一步提高，这将有助于降低中国平安当前市值对应的一年新业务价值倍数。

其他业务价值与其他业务内含价值：中国平安寿险之外其他业务 2008、2009 年的净利润分别为 30.99 亿和 41.08 亿，对应于 545.54 内含价值估计的 PE 分别为 17.6 倍、13.3 倍，属基本合理。

较大比重高利率保单的存在使中国平安的业绩对于投资收益率的提升弹性更大，总资产投资收益率水平的进一步上升到 6%以上，对于中国平安业绩影响更大。

中国平安近几年进行不少股权收购，我们认为收购尽管能创造价值，但其能创造价值的大少，还是以最后的整合是否成功为前提，热衷于对外收购并不是件好事。我们认为中国平安目前总资产比净资产的比得较高，也是其潜在的风险之一，中国平安给人更多想像空间，但是美好的未来还需要时间来证明。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托, 光大证券, 招商证券和宏源证券

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122