

2010-08-19

保险

上调

买入

产险业务价值亟待重估，保险股投资机会来临

◇ 报告起因：市场回顾与展望

◇ 潜在催化因素：产险业务价值重估；个税递延型养老保险试点获得实质性进展

◆产险行业苦尽甘来，量价齐升，当前市场环境下大公司最受益

2010年上半年产险量价齐升，全行业保费同比增长33.5%，远高于上年同期16.4%；综合成本率97.3%，相比去年下降7.2个百分点。产险行业下半年仍将延续上半年的良好发展形势，未来三年将迎来黄金收获期。在当前市场环境下，拥有品牌优势、网点服务优势和规模经济优势，并且财务实力稳健的大公司是最大受益者。

◆产险业务价值重估：开启保险股新一轮投资机会

市场普遍给予产险业务1-2倍的市净率，相应市盈率只有将近10倍，这仅仅相当于成熟市场的平均水平，而我国产险市场仍处于高速发展阶段，最近5年保费复合增速25%，未来发展潜力巨大，并且现有市场环境非常有利于上市大公司（中国平安和中国太保）的快速发展。对比来看，保费增速和承保利润率均相对偏低的中国财险在香港市场的P/B和P/E估值分别为3.5倍和22倍，是A股现有产险业务估值的2倍。我们认为，A股上市公司产险业务价值被严重低估。随着中报突出产险业绩亮点，产险业务价值将会得到市场重估。如果按4倍P/B（对应25倍PE）来对产险业务价值重估，将增加中国太保和中国平安内在价值分别为3.1元和4.4元，相对现有股价将带来约10%的提升空间。

◆寿险低估值已反映中报悲观预期，下半年业绩值得期待

我们预测，中国人寿和中国太保上半年资本变动前净资产增速分别为-1.5%和-0.6%。现有股价已经反映此悲观预期，虽然保险股跟随大盘股指有所修复，但仍远低于合理价位。寿险行业下半年将进入业务结构调整深化期，各公司产品更新换代逐步完成后，核心价值业务如长期和保障类产品将是市场发展的主流方向，寿险业务内涵价值和新增业务价值仍将保持高速增长。同时，上证指数已经回升，如果下半年站稳2728点，则中国人寿和中国太保全年净资产增速分别为12.3%和9.6%，下半年净资产将重回高速上行通道，估值将得到快速修复。

◆个税递延养老保险上海试点，下半年有望取得实质进展

个税递延养老保险上海试点在天时、地利及人和的有利形势下，下半年有望获得实质性进展。天时在于新会计准则导致分红险一险独大，行业亟待推行产品创新和产品多元化；地利在于上海已经获得政府支持，将加快推进国际金融中心的建设，而个税递延养老保险试点作为重大金融创新项目将成为今年上海市政府的重要工作之一，特别是世博会已经接近尾声，市政府将有更多地精力着手该项工作的推进；人和在于我国正面临人口老龄化问题、社会保障体系不健全、内需消费不足和税收以及收入分配制度改革问题，上至国务院政府、保险监管机构和劳动保障局，下至保险行业以及广大民众均在盼望个税递延养老保险早日出台。

◆投资建议

建议大家积极把握产险业务价值重估、寿险业务估值修复以及个税递延养老保险上海试点即将带来的投资机会。保险股具有长期成长空间和较高的ROE水平，兼具成长股和价值股的投资特性，现有价格水平下非常值得长期持有。

中国平安和中国太保将直接受益于产险业务价值重估的催化作用。我们维持中国太保买入评级，调增目标价至33元。中国人寿则会受益于保险股估值修复的拉升作用，我们维持中国人寿增持评级，目标价26元。

分析师：肖超虎

(执业证书编号：S0930210010237)

联系人：唐圣波，北美精算师

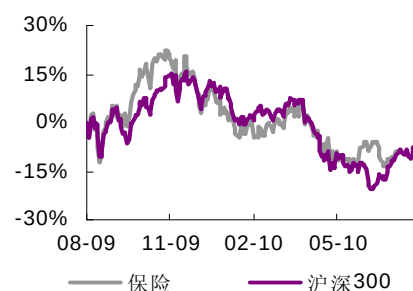
021-22169078

tangsb@ebscn.com

最近一月市场表现

月度变化	2010-8-18	涨/跌幅	相对收益
上证指数	2,666	7.7%	
保险II指数	779	3.5%	-4.2%
中国人寿	23.9	4.0%	-3.7%
中国太保	24.4	12.8%	5.1%
中国平安	46.5	0.0%	

行业与上证指数对比图



相关报告：

- 投资渠道拓宽符合预期，利好行业长期发展 2010-08-06
- 近期喜忧参半，中长期无虑 2010-07-31
- 传统险定价利率放开将抑制短期股价：对市场情绪影响大于对公司价值影响 2010-07-09
- 6月保费增速低于预期，静待中报业绩不确定性释放 2010-07-08

市场回顾与展望

2010 年上半年保险市场最大亮点来自产险业务。

产险行业正走出行业低谷，开始一轮黄金收获期，标志性事件是占比 70%以上的车险业务开始全面承保盈利，不仅大公司如中国财险，平安产险和太保产险开始大幅盈利，而且多年亏损的中小公司如大地产险、太平产险、天平产险和大众产险等也录得承保利润。

寿险行业上半年保费高速增长，但业务结构调整步伐有所放缓，产品向分红险集中，保费增长主要来自银保渠道。受股票市场影响，投资收益大幅下滑已是不争的事实。同时，保监会开始征求传统险定价利率放开的意见，长期市场化趋势已成定局。

展望未来，产险行业下半年仍将延续上半年的良好发展势头，未来至少迎来三年黄金收获期。寿险行业下半年将进入业务结构调整深化期，各公司产品更新换代逐步完成后，核心价值业务如长期和保障类产品将是市场发展的主流方向，寿险业务内涵价值和新业务价值仍将保持高速增长。同时，上证指数已经开始回升，如果下半年上涨 16.5%，站稳 2728 点，寿险业务下半年净资产将重回高速上行通道，估值将得到快速修复。如我们 7 月 31 日行业报告指出的那样，传统险定价利率放开缓行出台概率较大，对股价影响将非常小。另外，**个税递延养老保险上海试点在天时、地利及人和的有利形势下，下半年有望获得实质性进展。**天时在于新会计准则导致分红险一险独大，行业亟待推行产品创新和产品多元化；地利在于上海已经获得政府支持，将加快推进国际金融中心的建设，而个税递延养老保险试点作为重大金融创新项目将成为今年上海市政府的重要工作之一，特别是世博会已经临近尾声，市政府将有更多地精力着手该项工作的推进；人和在于我国正面临人口老龄化问题、社会保障体系不健全、内需消费不足和税收以及收入分配制度改革问题，上至国务院政府、保险监管机构和劳动保障局，下至保险行业以及广大民众均在盼望个税递延养老保险早日出台。

我们区别于市场的观点

市场对产险业务有两种观点：一是产险和寿险一样，盈利主要靠投资，承保普遍大幅度亏损。二是产险业务对上市公司利润贡献和价值贡献太小，难以对股价产生任何影响。产险业务估值普遍简单给出 1-2 倍市净率。

我们认为，产险虽然和寿险一样，投资和承保是两大主营业务，但产险对于投资业绩的依赖程度却远远低于寿险。原因在于产险主要承保短期业务，浮存金/净资产杠杆远小于寿险，由于投资资产主要来自浮存金和净资产，所以寿险的投资资产/净资产倍数远远低于产险，如中国太保 09 年末寿险为 12 倍，产险仅为 2.5 倍。所以，承保业绩对于产险业务更加重要。正如大家在即将公布的中报中发现的那样，产险行业的盈利能力正在快速的提升，行业处于黄金收获期，且至少持续 3 年以上，ROE 将保持在 20%以上。

我们认为，市场严重低估了产险业务的价值，产险业务价值重估将提升保险股价值，并成为保险股估值修复的催化剂。大家慢慢地发现产险行业的盈利能力正在快速的提升，但资本市场还没有做出反应。现在市场普遍采用 1-2 倍市净率的 PB 估值法，对应市盈率只有将近 10 倍，这仅仅相当于成熟产险市场的平均水平，而我国产险市场仍处于高速发展阶段，最近 5 年保费复合增速 25%，10 年则为 20%，未来发展潜力仍然巨大，并且现有市场环境非常有利于平安产险和太保产险的快速发展（详见正文部分）。另外，我们对比来看，保费增速和承保利润率均低于平安产险和太保产险的人保财险在香港市场的 P/B 和 P/E 估值分别为 3.5 倍和 22 倍（采用最新价格 9.03 港元，对应 2010 年末业绩），是 A 股现有产险业务估值的 2 倍。据此，我们认为，A 股上市公司产险业务价值被严重低估。随着中报对产险业绩的确认，

产险业务价值将会得到市场重估。我们通过测算发现，如果按 4 倍 P/B(对应 25 倍 PE)来对产险业务价值重估，将增加中国太保和中国平安内在价值分别为 3.1 元和 4.4 元，相对现有股价将带来约 10%的提升空间。

股价上涨的催化因素

中期报告将突出产险业绩亮点，产险业务价值将得到市场重估，带动保险股估值修复。

个税递延养老保险上海试点在天时、地利及人和的有利形势下，下半年有望获得实质性进展。

投资建议

建议大家积极把握产险业务价值重估、寿险业务估值修复以及个税递延养老保险上海试点即将带来的投资机会。保险股具有长期成长空间和较高的 ROE 水平，兼具成长股和价值股的投资特性，现有价格水平下非常值得长期持有。

中国平安和中国太保将直接受益于产险业务价值重估的催化作用。我们维持中国太保买入评级，调增目标价至 33 元。中国人寿则会受益于保险股估值修复的拉升作用，我们维持中国人寿增持评级，目标价 26 元。另外，根据个税递延养老保险上海试点的具体政策方案情况，我们可能会再上调股票目标价。

投资风险

产险监管政策放松，新公司和新机构批设步伐加快，引发市场激烈竞争；

个税递延养老保险问题遭遇政策或者技术壁垒，推出无望；

传统险定价利率放开出台细则超预期，引发市场对所有寿险产品定价利率放开的预期时间提前；

全球经济二次探底，或者国内通胀加剧，引发国内股市大跌；

银行控股型保险公司采取激进的市场策略。

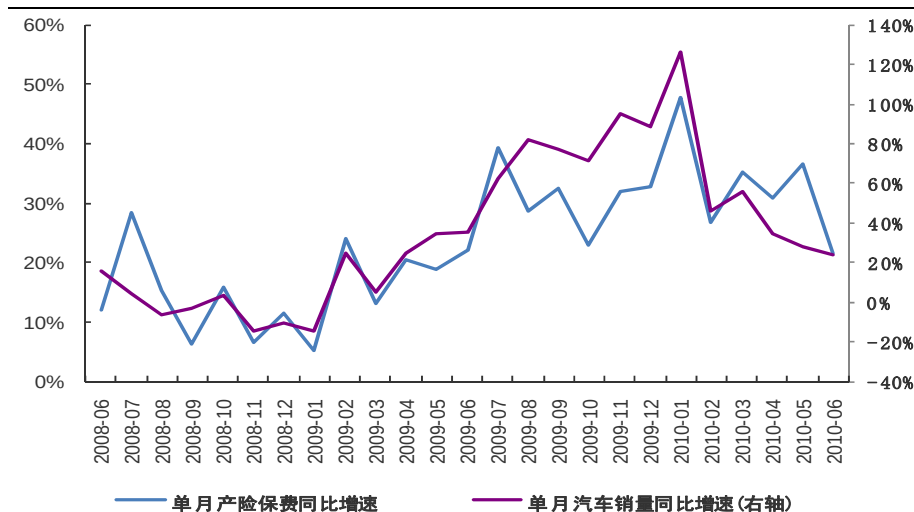
产险行业苦尽甘来，量价齐升，当前市场环境下大公司最受益

在 08 年巨灾（南方雪灾和汶川地震）和金融危机成为压倒产险行业的最后一根稻草之后，产险行业在监管机构的大力市场整顿之下，逐步走出 03 年车险费率市场化引发的长达 6 年的恶性竞争深渊。2010 年上半年经营环境进一步好转，保费增速和承保利润率双双得到显著提升。通过与监管机构和保险公司等业内人士的充分沟通，我们了解到，全行业在尝到多年恶性价价格战的苦果之后，对现有市场环境倍感珍惜。我们认为，产险行业下半年仍将延续上半年的良好发展形势，未来三年（半个承保周期）将迎来产险行业的投资收获期。

从保费数据来看，上半年保费同比增长 33.5%，大幅高于去年同期的 16.4%。保费高速增长主要是由于占比 70% 以上的车险业务受到汽车销量高速增长的驱动。受到去年上、下半年的基数前高后低的影响，今年下半年汽车销量和产险保费增速将有所放缓，但产险保费增速仍将处于高位。我们预测下半年产险保费增速为 22%，全年产险保费增速为 28%，高于去年的 23%。

图表 1：产险保费在汽车销量的驱动下高速增长

200806-201006 产险保费和汽车销量月度增长情况

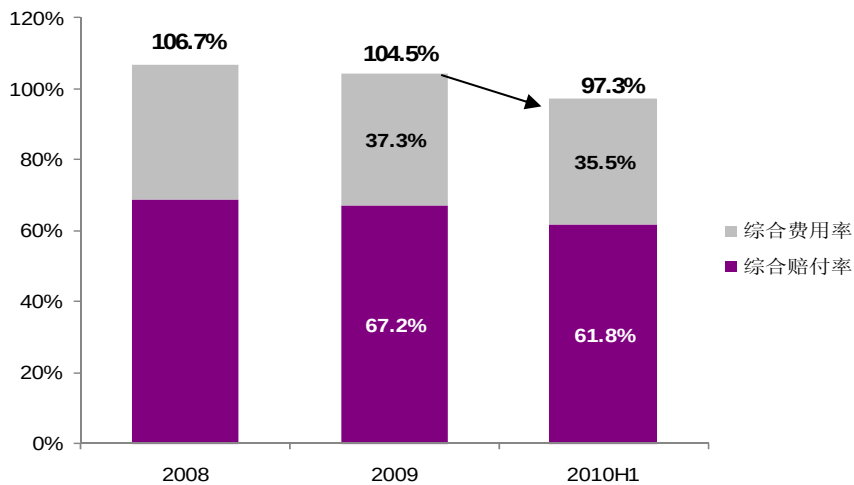


资料来源：保监会，Wind，光大证券研究所

从承保业绩数据来看，上半年产险承保利润显著改善，综合成本率 97.3%，其中综合赔付率 61.8%，综合费用率 35.5%。而 09 年全年综合成本率为 104.5%，其中综合赔付率 67.2%，综合费用率 37.3%。相比 09 年，2010 年上半年综合成本率下降 7.2%，其中综合赔付率下降 5.4%，综合费用率下降 1.8%。

图表 2：自 2008 年以来产险行业承保业绩大幅好转

2008-2010H1 产险行业综合成本率情况



资料来源：保监会，光大证券研究所

承保业绩持续改善的原因包括：①监管机构加大对违规恶性竞争的惩治力度，大力打击假赔案和保费及费用挪用等问题；②地区行业协会与保险公司建立行业自律公约，严格限制保费折扣和手续费佣金上限；③从 2009 年开始，一、二线城市陆续上线车险信息共享平台，全行业联合打击骗保骗赔问题。④偿付能力刚性约束限制部分亏损公司的扩张步伐，保险公司内控能力加强，开始转变经营理念，由单一注重规模向注重效益转变。⑤由于连年亏损，08 年后再保险公司在中国的业务开始采用费用浮动的再保安排，较低的综合赔付率导致较高的再保摊回费用。

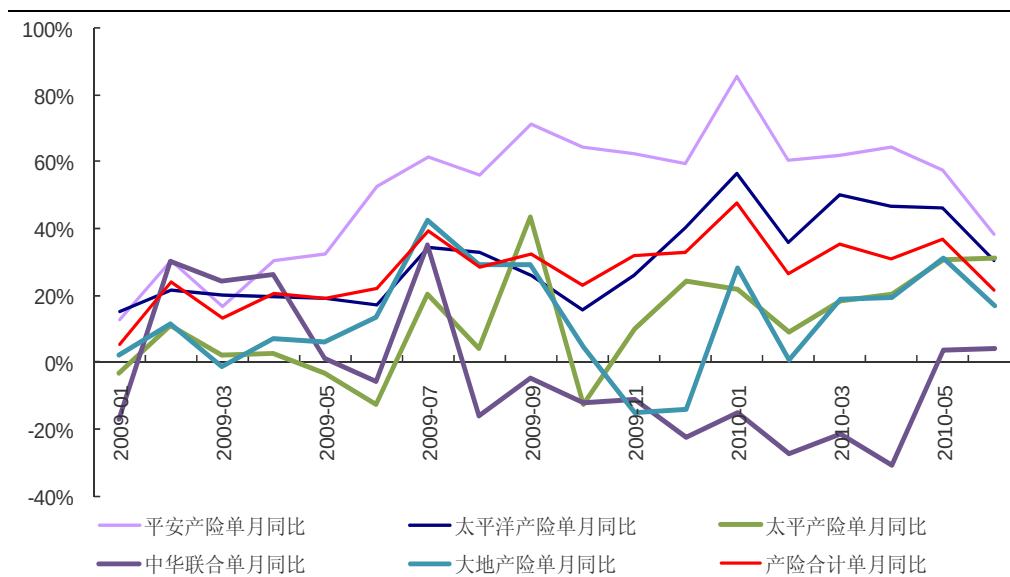
由于以上主要原因，商业车险费率充足度大幅提升，赔付率显著改善，主要是车损险赔付率从 09 年初的 100% 直线下降，先是下降到 09 年末的 85%，再下降到现在约 70%。而车损险占车险保费约 1/3，占有产险保费约 1/4。车损险赔付率自 08 年末以来下降约 30%，降低产险行业整体赔付率约 7.5 个百分点左右。另外，保单获取成本率的下降以及再保摊回费用率的提升也降低了综合费用率。我们判断，2010 年上半年产险行业开始进入收获时期。

在当前产险行业发展的大好形势下，拥有品牌优势、网点服务优势和规模经济优势，并且财务实力稳健的大公司是最大受益者。我们看到，自 2009 年以来平安产险和太保产险两家大公司保费增速大幅高于行业，市场份额明显提升。中小公司在价格折扣和手续费佣金上受到监管和行业限制后，竞争力大幅下滑，同时，多年的亏损切断了原有股东注资的动力，融资渠道受限，由于前些年参与价格战抢占市场耗掉了大部分资本金（累计注入资本的约 70%），偿付能力刚性监管约束限制了中小公司下一步的业务发展，在现在大好形势下发展速度反而不及大公司了。

我们认为，2010 年下半年产险行业仍将延续上半年的良好市场环境和市场格局，10 月份将在深圳开始试点的商业车险定价机制改革难以点燃恶性价格战（关于深圳商业车险定价机制改革的详细内容请参考我们 2010-07-31 的行业动态报告《近期喜忧参半，中长期无虑》）。

图表 3：2010 年上半年平安产险和太保产险增速大幅高于行业增速

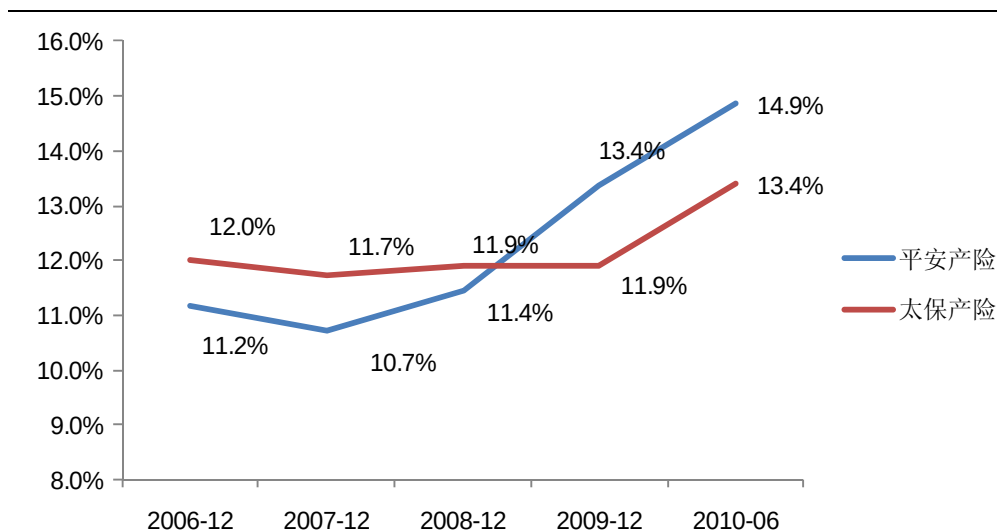
200901-201006 产险公司逐月保费同比增速情况



资料来源：保监会，光大证券研究所

图表 4：2008 年以来平安产险和太保产险市场份额大幅提升

200612-201006 平安产险和太保产险市场份额变化情况



资料来源：保监会，光大证券研究所

产险业务价值重估：开启保险股新一轮投资机会

如我们上文所述，产险行业的黄金发展期已经来临，未来三年将迎来产险行业的投资收获期。在当前市场环境下，平安产险和太保产险是最大收益者，不仅保费增速远超市场平均水平，综合成本率也优于行业整体。这在即将公布的 2010 年中报业绩中将得到显著体现。我们预测，平安产险和太保产险上半年综合成本率分别为 96%和 95%，全年 ROE 水平将分别达到 20%和 17%。

图表 5：中国平安产险 ROE 水平未来三年将上升至 25%左右

中国平安产险盈利情况分析预测

	2008A	2009A	1H10E	2010E	2011E	2012E
报表利润结构						
综合成本率	104.6%	98.7%	96.0%	96.0%	94.3%	94.8%
综合赔付率	68.1%	57.0%	57.0%	57.0%	57.9%	58.7%
综合费用率	36.5%	41.7%	39.0%	39.0%	36.5%	36.1%
精算利源分析						
ROE	$=\{(1)*(2)+(3)*(4)\}*(1-tax)$					
承保利润率	(1)	-4.6%	1.3%	4.0%	5.7%	5.2%
保费杠杆（已赚保费/净资产）	(2)	3.5	3.6	4.5	3.2	3.0
投资收益率	(3)	6.9%	5.0%	3.9%	4.0%	4.9%
投资杠杆（投资资产/净资产）	(4)	3.9	4.2	4.6	3.7	3.6

资料来源：公司数据，光大证券研究所

注：综合费用率含所有费用，与公司披露口径小有差异；已考虑近期增资 60 亿；半年数据已经简单年化

图表 6：中国太保产险 ROE 水平未来三年将上升至 20%左右

中国太保产险盈利情况分析预测

	2008A	2009A	1H10E	2010E	2011E	2012E
报表利润结构						
综合成本率	104.8%	98.1%	95.2%	95.2%	94.0%	94.9%
综合赔付率	64.9%	61.0%	57.1%	57.1%	57.9%	58.7%
综合费用率	40.0%	37.1%	38.2%	38.2%	36.1%	36.1%
精算利源分析						
ROE	$=\{(1)*(2)+(3)*(4)\}*(1-tax)$					
承保利润率	(1)	-4.8%	1.9%	4.8%	6.0%	5.1%
保费杠杆（已赚保费/净资产）	(2)	2.8	2.5	3.0	2.6	2.9
投资收益率	(3)	5.8%	5.0%	4.2%	4.2%	4.9%
投资杠杆（投资资产/净资产）	(4)	3.5	2.7	2.6	2.6	2.8

资料来源：公司数据，光大证券研究所

注：综合费用率含所有费用项目，与公司披露口径小有差异；半年数据已经简单年化

大家将会发现产险行业的盈利能力正在快速的提升，对净利润的贡献也将稳步提升（参见图表 9 和 10），但资本市场还没有做出反应。现在市场普遍采用 1-2 倍市净率的 PB 估值法，对应市盈率只有将近 10 倍，这仅仅相当于成熟产险市场的平均水平，而我国产险市场仍处于高速发展阶段，最近 5 年保费复合增速 25%，10 年则为 20%，未来发展潜力仍然巨大，并且现有市场环境非常有利于平安产险和太保产险的快速发展。另外，我们对比来看，保费增速和承保利润率均低于平安产险和太保产险的人保财险在香港市场的 P/B 和 P/E 估值分别为 3.5 倍和 22 倍（采用最新价格 9.03 港元，对应 2010 年末业绩），是 A 股现有产险业务估值的 2 倍。我们认为，A 股上市公司产险业务价值被严重低估。随着中报对产险业绩的确认，产险业务价值将会得到市场重估。我们通过如下敏感性测算发现，如果按 4 倍 P/B(对应 25 倍 PE)

来对产险业务价值重估，将增加中国太保和中国平安内在价值分别为 3.1 元和 4.4 元，相对现有股价将带来约 10%的提升空间。

图表 7：中国平安估值对产险 P/B 敏感性测试

敏感性测试		新业务价值倍数NBVM								
产险P/B	10	12	15	18	20	22	25	28	30	产险P/E
2.0	51.7	55.9	62.2	68.6	72.8	77.0	83.4	89.7	94.0	12.5
2.5	52.8	57.0	63.4	69.7	73.9	78.2	84.5	90.8	95.1	15.6
3.0	53.9	58.1	64.5	70.8	75.0	79.3	85.6	92.0	96.2	18.7
3.5	55.0	59.2	65.6	71.9	76.2	80.4	86.7	93.1	97.3	21.9
4.0	56.1	60.4	66.7	73.0	77.3	81.5	87.8	94.2	98.4	25.0
4.5	57.2	61.5	67.8	74.1	78.4	82.6	88.9	95.3	99.5	28.1
5.0	58.3	62.6	68.9	75.3	79.5	83.7	90.1	96.4	100.6	31.2
5.5	59.5	63.7	70.0	76.4	80.6	84.8	91.2	97.5	101.7	34.4
6.0	60.6	64.8	71.1	77.5	81.7	85.9	92.3	98.6	102.9	37.5

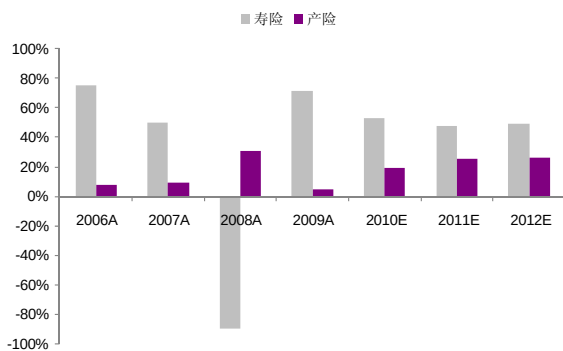
资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 8：中国太保估值对产险 P/B 敏感性测试

敏感性测试		新业务价值倍数NBVM								
产险P/B	10	12	15	18	20	22	25	28	30	产险P/E
2.0	22.3	23.8	26.1	28.5	30.0	31.6	33.9	36.3	37.8	11.7
2.5	23.0	24.6	26.9	29.3	30.8	32.4	34.7	37.0	38.6	14.7
3.0	23.8	25.4	27.7	30.0	31.6	33.1	35.5	37.8	39.4	17.6
3.5	24.6	26.1	28.5	30.8	32.4	33.9	36.3	38.6	40.1	20.5
4.0	25.4	26.9	29.2	31.6	33.1	34.7	37.0	39.4	40.9	23.5
4.5	26.1	27.7	30.0	32.4	33.9	35.5	37.8	40.1	41.7	26.4
5.0	26.9	28.5	30.8	33.1	34.7	36.2	38.6	40.9	42.5	29.3
5.5	27.7	29.2	31.6	33.9	35.5	37.0	39.4	41.7	43.2	32.3
6.0	28.4	30.0	32.3	34.7	36.2	37.8	40.1	42.5	44.0	35.2

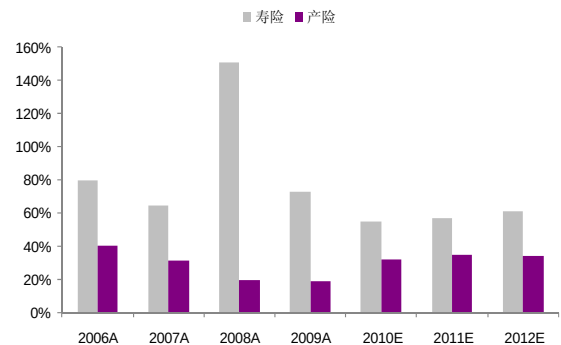
资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 9：平安产险净利润占比将增加



资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 10：太保产险净利润占比将增加



资料来源：公司数据，光大证券研究所

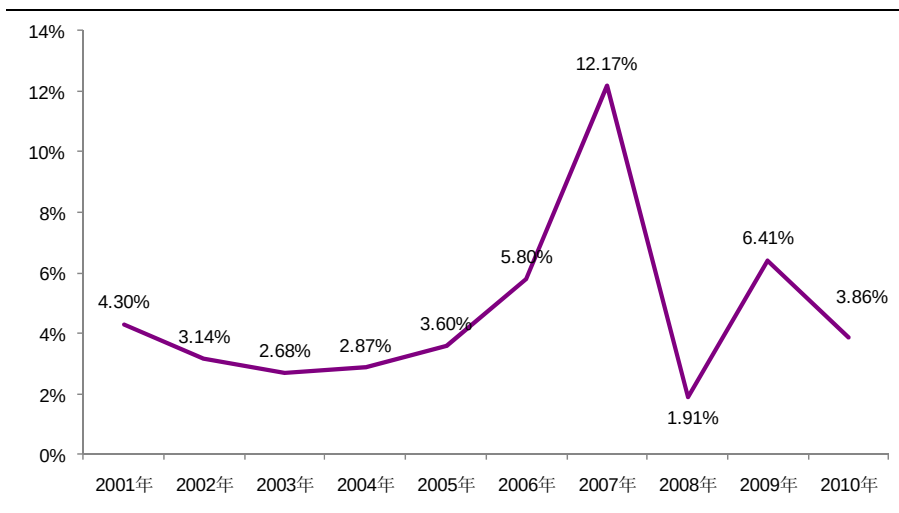
寿险低估值已反映中报悲观预期，下半年业绩值得期待

在 08 年金融危机重创国内外资本市场后，寿险行业在监管机构的引导下开始大力调整业务结构。09 年有力的结构调整使 2010 年上半年保费高速增长打下了良好的基础。但受市场竞争环境和新会计准则的影响，各寿险公司调整了产品和销售策略，导致上半年业务结构调整力度有所放缓。我们预测 2010 年上半年寿险公司新业务价值增速将低于去年同期。但在全行业以价值发展为导向的主流经营理念指导下，我们认为下半年市场将进入业务结构调整深化期。各公司产品更新换代逐步完成后，长期和保障类产品将是市场发展的主流方向，保险公司将推动长期发展和短期增长的结合，寻求规模增长和盈利能力提升之间的平衡，寻求承保周期和投资周期的有效契合。我们预计下半年业务结构调整效果将好于上半年，新业务价值增速也将好于上半年。

当期业绩方面，由于上半年上证指数下跌 26.8%，权益投资亏损将导致净资产负增长已成为不争的事实。加上债券收益率下行并且呈现扁平化趋势，保险资金运用收益率同比大幅下降至 3.86%。

图表 11：2010 年上半年保险资金运用收益率下降至 3.86%

2001 年以来全行业保险资金运用收益率情况



资料来源：保监会，光大证券研究所（注：2010 年为上半年数据，且已经年化）

我们预测，中国人寿和中国太保上半年资本变动前净资产增速分别为-1.5%和-0.6%。现有股价已经反映此悲观预期，虽然保险股跟随大盘股指有所修复，但仍远低于合理价位。如果下半年上证指数上涨 16.5%，站稳 2728 点，则中国人寿和中国太保全年净资产增速分别为 12.3%和 9.6%，下半年净资产将重回高速上行通道，估值将得到快速修复。

图表 12：中国人寿业绩预测

	2008A	2009A	1H10E	2010E	2011E	2012E
净利润	19,274	33,036	14,912	29,174	35,248	40,585
增速	-32%	71%	-23%	-12%	21%	15%
EPS	0.68	1.16	0.53	1.03	1.24	1.43
净资产	174,871	212,776	197,870	218,789	239,174	262,161
资本变动前增速	-7.1%	25.0%	-1.5%	12.3%	16.1%	17.1%
BPS	6.19	7.53	7.00	7.74	8.46	9.28

资料来源：公司数据，光大证券研究所（注：2010 年上半年净利润增速为同比上年同期按新准则调整后的数据）

图表 13：中国太保业绩预测

		2008A	2009A	1H10E	2010E	2011E	2012E
净利润		2,667	7,473	4,247	7,182	9,848	11,273
	增速	-62%	180%	9%	-4%	37%	14%
EPS		0.33	0.87	0.49	0.82	1.13	1.29
净资产		49,120	75,673	73,885	80,330	88,274	96,948
	资本变动前增速	-17.3%	20.0%	-0.6%	9.6%	13.0%	13.8%
BPS		6.38	8.92	8.59	9.34	10.26	11.27

资料来源：公司数据，光大证券研究所（注：2010 年上半年净利润增速为同比上年同期按新准则调整后的数据）

图表 14：中国人寿投资收益预测（单位：百万人民币）

		2008A	2009A	1H10E	2010E	2011E	2012E
总投资收益							
现金及存款		12,074	11,977	7,579	15,869	17,442	19,376
债权投资		25,382	26,828	13,473	27,888	31,235	36,420
股权投资		(6,409)	22,770	2,240	4,621	17,104	21,226
其他投资		685	718	453	943	1,482	2,240
投资资产合计		31,732	62,293	23,745	49,320	67,263	79,262
总投资收益率							
现金及存款		5.3%	3.7%	2.0%	4.0%	4.0%	4.0%
债权投资		5.0%	4.6%	2.3%	4.6%	4.6%	4.6%
股权投资		-4.7%	17.9%	1.3%	2.5%	8.0%	8.0%
其他投资		2.4%	2.1%	1.1%	2.3%	2.9%	3.3%
投资资产合计		3.5%	5.9%	2.0%	4.0%	4.9%	4.9%
投资资产							
固定收益类投资合计		804,143	927,268	920,011	993,312	1,139,131	1,299,232
定期存款		228,272	344,983	339,021	371,699	412,342	453,782
债权投资		575,871	582,285	580,990	621,613	726,790	845,450
其他固定收益类投资		-	-	-	-	-	-
股权投资合计		82,980	187,874	187,251	199,170	247,702	305,397
股票		41,119	103,018	102,789	114,174	148,324	189,795
基金		33,970	76,386	76,216	76,116	88,995	103,524
其他股权投资		7,891	8,470	8,246	8,880	10,383	12,078
基础设施类投资计划		9,250	9,250	11,779	12,686	22,249	34,508
现金及现金等价物		34,074	36,176	37,694	40,595	47,464	55,213
其他投资		14,834	19,995	21,203	22,835	26,698	31,057
投资资产合计		945,281	1,180,563	1,177,937	1,268,598	1,483,244	1,725,407
投资资产配置结构							
固定收益类投资合计		85.1%	78.5%	78.1%	78.3%	76.8%	75.3%
定期存款		24.1%	29.2%	28.8%	29.3%	27.8%	26.3%
债权投资		60.9%	49.3%	49.3%	49.0%	49.0%	49.0%
其他固定收益类投资		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股权投资合计		8.8%	15.9%	15.9%	15.7%	16.7%	17.7%
股票		4.3%	8.7%	8.7%	9.0%	10.0%	11.0%
基金		3.6%	6.5%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%
其他股权投资		0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
基础设施类投资计划		1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	1.5%	2.0%
现金及现金等价物		3.6%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
其他投资		1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
投资资产合计		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 15: 中国人寿净资产增速对股市表现敏感型测试 (单位: 百万人民币)

上证指数	指数对应点位	综合投资收益率	综合投资收益	净资产变动	净资产变动%
假设: 权益占比15%					
投资收益率 - 20%	2,183	0.8%	9,524	-16,532	-7.6%
投资收益率 - 10%	2,455	2.3%	27,893	-8,266	-3.8%
基准情形	2,728	3.8%	46,262	0	0.0%
投资收益率 + 10%	3,001	5.3%	64,630	8,266	3.8%
投资收益率 + 20%	3,274	6.8%	82,999	16,532	7.6%

资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

图表 16: 中国太保投资收益预测 (单位: 百万人民币)

	2008A	2009A	1H10E	2010E	2011E	2012E
总投资收益						
现金及存款	3,618	3,730	2,015	4,197	4,678	5,467
债权投资	7,088	9,050	4,933	10,293	11,529	13,437
股权投资	(2,634)	6,541	594	1,193	4,771	6,109
其他投资	328	215	353	795	1,503	1,909
投资资产合计	8,400	19,536	7,895	16,477	22,481	26,922
总投资收益率						
现金及存款	4.0%	3.4%	1.8%	3.5%	3.5%	3.5%
债权投资	4.9%	5.2%	2.6%	5.2%	5.0%	5.0%
股权投资	-6.7%	23.2%	1.3%	2.5%	8.0%	8.0%
其他投资	3.1%	1.3%	1.5%	3.0%	4.5%	4.5%
投资资产合计	2.9%	6.0%	2.1%	4.2%	4.9%	5.0%
投资资产						
固定收益类投资合计	250,194	272,473	285,394	309,241	362,284	425,307
定期存款	82,756	86,371	84,882	91,974	109,227	130,010
债权投资	164,902	182,782	196,654	213,086	248,093	289,388
其他固定收益类投资	2,536	3,320	3,858	4,181	4,965	5,910
股权投资合计	13,772	44,915	50,157	54,348	69,508	88,643
股票	5,324	24,190	25,079	27,174	37,236	50,231
基金	7,981	18,959	23,150	25,084	29,789	35,457
其他股权投资	467	1,766	1,929	2,090	2,482	2,955
基建和物业投资	6,539	18,396	21,220	22,994	29,789	38,412
现金及现金等价物	17,513	30,123	28,937	31,355	34,754	38,412
其他投资	56	111	117	127	151	179
投资资产合计	288,074	366,018	385,826	418,065	496,486	590,953
投资资产配置结构						
固定收益类投资合计	86.9%	74.4%	74.0%	74.0%	73.0%	72.0%
定期存款	28.7%	23.6%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
债权投资	57.2%	49.9%	51.0%	51.0%	50.0%	49.0%
其他固定收益类投资	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
股权投资合计	4.8%	12.3%	13.0%	13.0%	14.0%	15.0%
股票	1.8%	6.6%	6.5%	6.5%	7.5%	8.5%
基金	2.8%	5.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
其他股权投资	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
基建和物业投资	2.3%	5.0%	5.5%	5.5%	6.0%	6.5%
现金及现金等价物	6.1%	8.2%	7.5%	7.5%	7.0%	6.5%
其他投资	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资资产合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

图表 17：中国太保净资产增速对股市表现敏感型测试（单位：百万人民币）

上证指数	指数对应点位	综合投资收益率	综合投资收益	净资产变动	净资产变动%
假设：权益占比15%					
投资收益率 - 20%	2,183	1.2%	4,772	-6,175	-7.7%
投资收益率 - 10%	2,455	2.7%	10,652	-3,087	-3.8%
基准情形	2,728	4.2%	16,533	0	0.0%
投资收益率 + 10%	3,001	5.7%	22,413	3,087	3.8%
投资收益率 + 20%	3,274	7.2%	28,294	6,175	7.7%

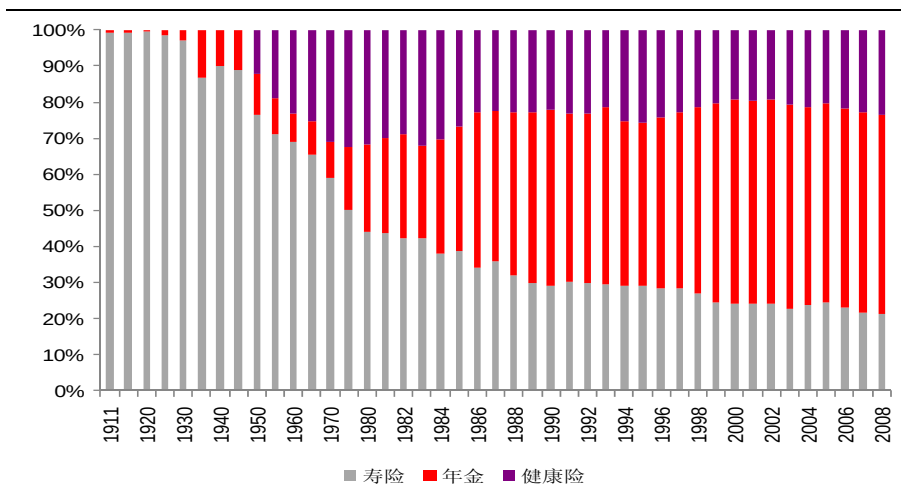
资料来源：公司数据，光大证券研究所

个税递延养老保险上海试点，下半年有望取得实质进展

个税递延养老保险上海试点在天时、地利及人和的有利形势下，下半年有望获得实质性进展。天时在于新会计准则导致分红险一险独大，行业亟待推行产品创新和产品多元化；地利在于上海已经获得政府支持，将加快推进国际金融中心的建设，而个税递延养老保险试点作为重大金融创新项目将成为今年上海市政府的重要工作之一，特别是世博会已经接近尾声，市政府将有更多地精力着手该项工作的推进；人和在于我国正面临人口老龄化问题、社会保障体系不健全、内需消费不足和税收以及收入分配制度改革问题，上至国务院政府、保险监管机构和劳动保障局，下至保险行业以及广大民众均在盼望个税递延养老保险早日出台。

参考成熟保险市场的经验，养老年金产品存在广阔的需求空间，一旦在政府的政策支持下推出，将迅速增长成为占比最大的寿险险种。如 2008 年美国寿险市场，年金保费占比高达 51.2%，占据半壁江山。个税递延养老年金产品的推出将成为寿险行业里程碑式的事件，将改变整个中国寿险市场的产品格局。保险行业将迎来一波大的趋势性投资机会，非常值得期待。

图表 18：美国养老年金占据半壁江山



资料来源：ACLI，光大证券研究所

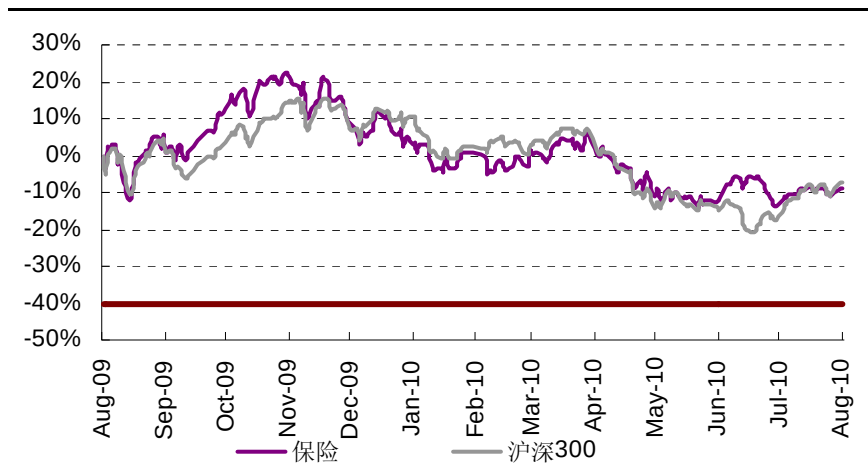
分析师介绍

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

保险



日期	行业评级
2010-04-30	买入
2010-07-08	增持
2010-07-09	增持
2010-07-31	增持
2010-08-06	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。