

保险业：万事俱备，空间将开 买入（维持）

投资要点：

“十二五规划”收入分配调整支持保险行业继续高速增长

下行空间有限，上涨弹性较好

短期配平安、中期配国寿

报告摘要：

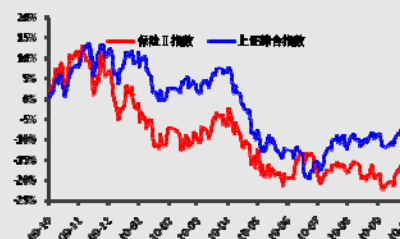
- **“十二五规划”收入分配调整支持保险行业继续高速增长。**保险业“强势推销型”属性决定保费增长依赖居民收入驱动。未来看，十二五规划中对收入分配调整已成社会共识，中西部地区和中低收入人群收入的快速增长具有必要性和可行性。参考日本国民收入倍增计划，受益于收入效应未来保险业仍将继续高速增长。
- **短期利空基本出尽，未来政策受益可期。**此前传统险定价利率市场化由于对存量保单的巨大威胁而将缓推，时间推移保险利润结构调整后其影响将逐渐式微，短期内类似会计准则调整的震荡性政策基本出尽。未来看，保险产品递延税试点、投资范围的不断扩大等政策利好值得预期。
- **下行空间有限，上涨弹性较好。**目前国寿、平安和太保股价隐含的 NBV 倍数分别为 16、14 和 15 倍，从时间序列看**估值处于底部**，横向看 A-H 股折价也达到较高程度。随着创业板和中小板估值修复，从中撤出的追求相对受益的资金配置保险股可避免踏空市场，相对其他板块，**其下行空间有限，而上涨弹性较好。**
- **中国人寿将是收入调整非对称影响中的最大受益者。**由于中西部市场份额高，中国人寿在未来收入分配调整中受益将较多，保费增长超预期概率较大。如果其 APE 增长提高至 24%，新业务价值利润率略微提高至 27%，（依然远低于中国平安），那么未来一年期新业务价值增速将达 38%，远高于目前的 11% 的水平。
- **短期配平安、中期配国寿。**考虑弹性较大，短期预期大盘继续上涨可配平安；考虑中期保费增速超预期可配中国人寿。预期保险高速增长仍将持续，以 30 倍新业务价值倍数计，国寿、平安、太保的目标价位为 35 元，88 元，37.4 元，分别具备 48%、48%、46% 的上升空间，以 25 倍新业务价值计算，目标价分别为、31 元、78 元、33 元。我们认为国寿由于外生变量变动有利和平安内生增长能力强，估值基础更为坚实。（相关报告《收入调整对保险的非对称影响》）

分析师：黄立军 邢波

电话：010-88085983

Emai: huanglijun@hysec.com

市场表现



相关研究

证券：盈利模式转变与估值变迁 10.11

保险：收入调整对保险的非对称影响

9.28

中国太保：行业秩序改善提升财险贡献

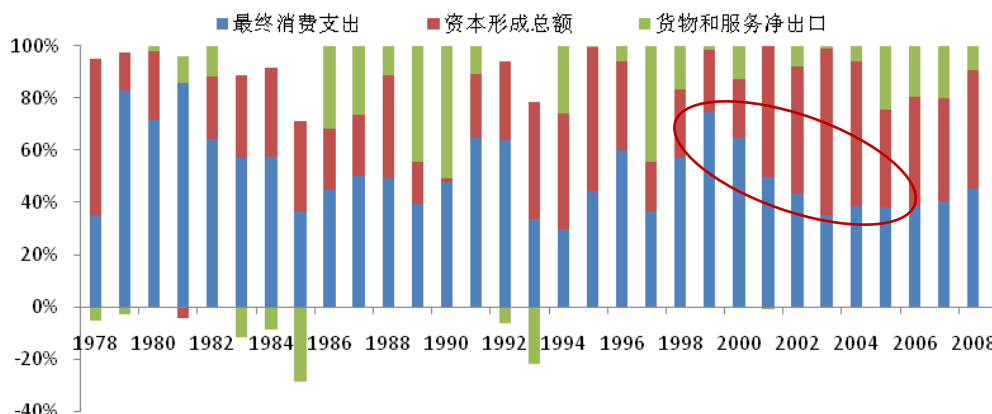
8.30

中国人寿：期待业绩催化剂 8.26

中国平安：非投资业务业绩超预期

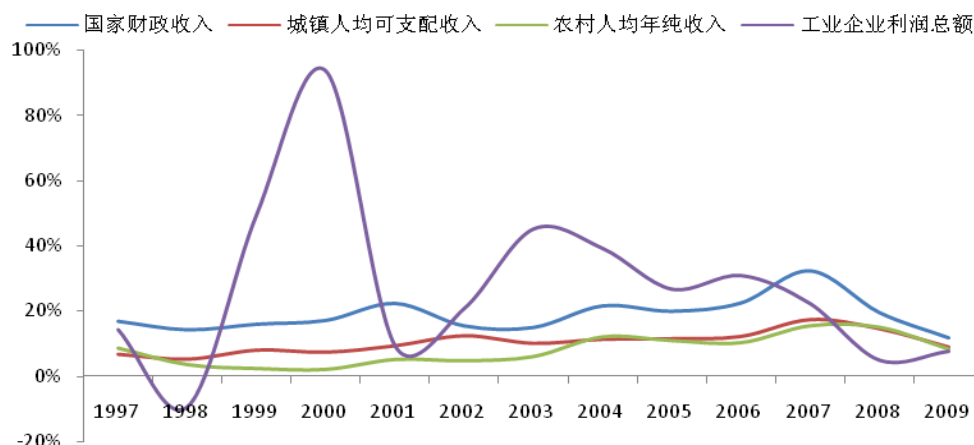
8.25

图 1：三驾马车对 GDP 的贡献变动表明收入分配问题亟待解决



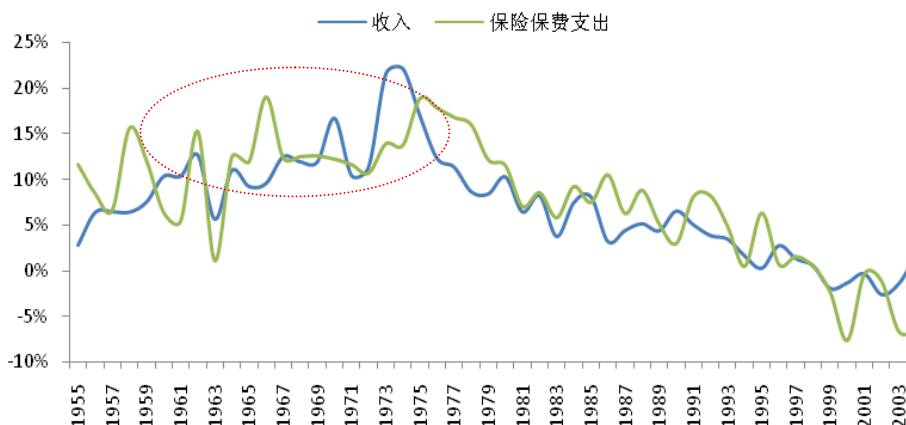
资料来源：wind，宏源证券

图 2：各社会主体收入增速对比表明收入地区差距过大将是需要解决的问题



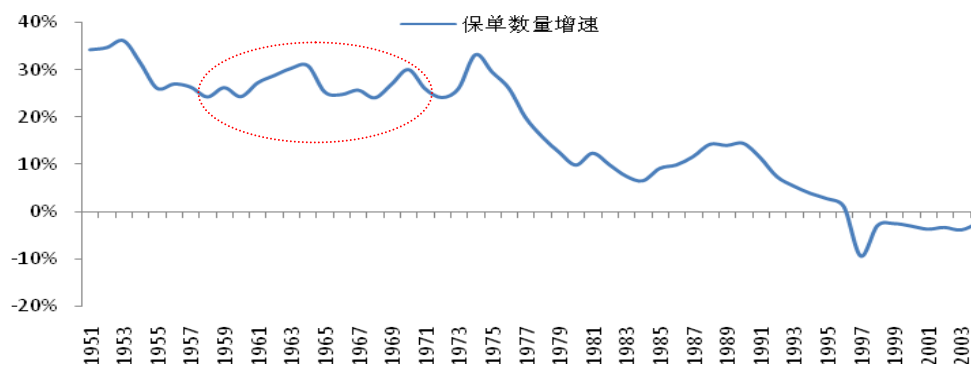
资料来源：wind，宏源证券

图 3：日本国民收入倍增计划对承保规模增速持续性的支撑



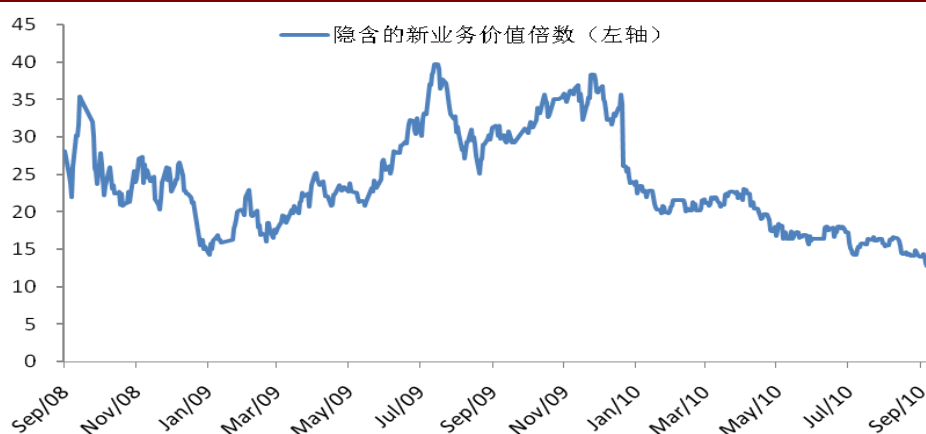
资料来源：日本统计局，宏源证券

图 4：日本国民收入倍增计划对承保质量持续性的支撑



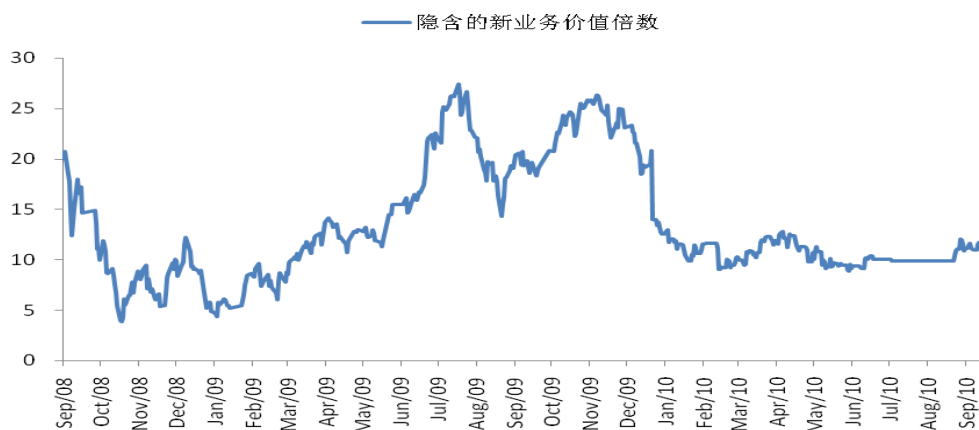
资料来源：保险年鉴，宏源证券

图 5：中国人寿新业务价值倍数处于底部区域



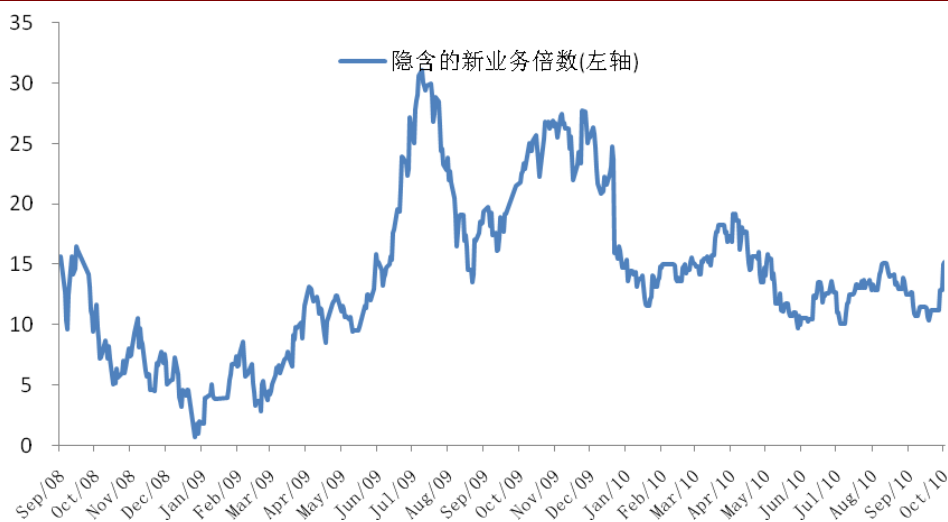
资料来源：wind，宏源证券

图 6：中国平安新业务价值倍数



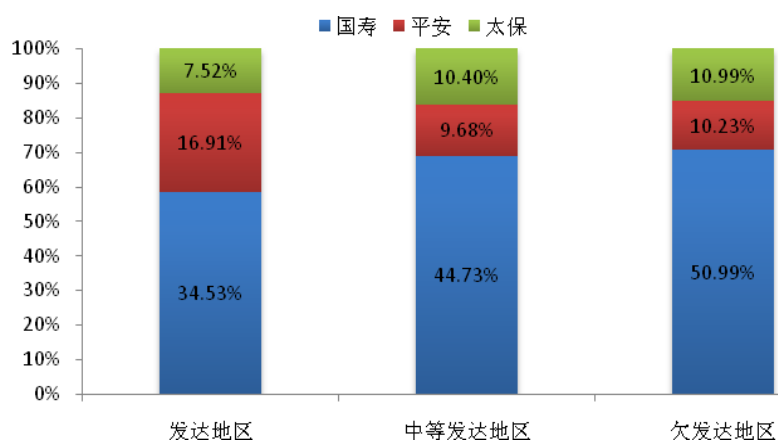
资料来源：wind，宏源证券

图 7：中国太保新业务价值倍数



资料来源：wind，宏源证券

图 8：三大区域主要寿险公司的市场份额表明中国人寿在中西部的先发优势



资料来源：保险年鉴，宏源证券

表 1：国寿的新业务价值增速对利润率和 APE 增速的弹性表明其回归正常增长难度较小

利润率 (横)										
	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
APE 增速 (纵)										
12%	-46%	-44%	-41%	-38%	-36%	-33%	-31%	-28%	-26%	-23%
15%	-33%	-29%	-26%	-23%	-20%	-17%	-13%	-10%	-7%	-4%
18%	-19%	-15%	-12%	-8%	-4%	0%	4%	8%	12%	15%
21%	-6%	-1%	3%	8%	12%	17%	21%	26%	30%	35%
24%	8%	13%	18%	23%	28%	33%	38%	44%	49%	54%
27%	21%	27%	33%	38%	44%	50%	56%	62%	67%	73%
30%	35%	41%	47%	54%	60%	67%	73%	79%	86%	92%
33%	48%	55%	62%	69%	76%	83%	90%	97%	104%	112%

资料来源：宏源证券

分析师简介：

分析师姓名：黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、海通证券、海通证券、东北证券、长江证券等

机构销售团队
华北区域
牟晓凤

010-88085111

muxiaofeng@hysec.com

华东区域
曾利洁

010-88085790

zenglijie@hysec.com

华南区域
雷增明

010-88085989

leizengming@hysec.com

刘爽

010-88085798

liushuang@hysec.com

孙利群

010-88085096

sunliqun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保

证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。