

深度报告

保险

保险系列报告（绝对估值篇2）

推荐

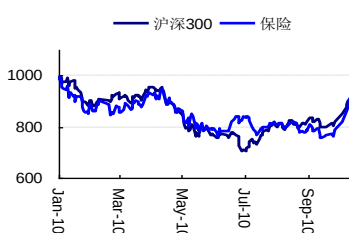
（维持评级）

2010年10月15日

本报告的独到之处

- 从家庭钱包和人口红利角度看待保费长期增长前景

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：

《保险行业系列报告（相对估值篇）：AIA 超募，讲述“中国故事”》——2010-10-12

《寿险渠道专题之一：富士康的启示》——2010-9-2

《寿险渠道专题之二：金字塔结构的挑战》——2010-9-2

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：0755-82130513-1326

E-mail: tongcd@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040010

行业专题报告

财富增长+人口红利

● 公私财富再分配，家庭钱包增速超前

居民收入倍增计划将促使公私财富再分配。随着经济结构转型，居民在公私财富分配中将占有更大优势，家庭钱包增速有望超前。

● 居民储蓄存款正在脱媒，保险是必不可少的资产配置

保险不但满足保障需求，还具投资属性和财产隔离功能，是居民资产配置结构中不可或缺的项目。

● 人口红利末端，拥有财富的中年人保险意识增强

2010年60岁以上人口占比为12.3%，2033年将升至25.4%。而2033年60岁以上的老人，现在正是37岁以上相对富裕的中年人。随着财富和年龄的增长，这部分人的保障意识不断增强，将成为创造保费增长的核心力量。

● 股市涨跌并不影响价值增长大趋势

从07-09的经验是：股市上涨阶段保单增速慢，下跌阶段保单增速快。因为股市下跌阶段，收益稳定的保险产品吸引力增强。由于内含价值贡献率较高的保障型产品，增长迅速，未来3-5年有望实现NBEV15%的复合增长率。

● 具有足够的安全边际

内含价值低估。人寿、平安、太保目前股价隐含的2011年新业务倍数分别为13.5倍、10.9倍、12.9倍，对应的每股一年新业务价值增长率10.8%、26.4%、16.5%。

● 建议超配保险

假设寿险贴现率10%-11%、长期投资回报率4.7%-5.0%、21-24倍新业务乘数，产险、银行、证券按2倍PB，信托、集团及其他按1倍PB计算，人寿、平安、太保2011年估值分别为31.6元/股、95.9元/股、31.1元。维持平安“推荐”、人寿和太保“谨慎推荐”的评级。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	名称	价格 (元)	NBV (倍)			P/EV (倍)			P/B (倍)	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
601628	中国人寿	24.3	22.7	18.1	13.5	2.4	2.1	1.8	3.02	谨慎推荐
601318	中国平安	60.8	24.7	16.4	10.9	2.9	2.3	1.9	3.97	推荐
601601	中国太保	25.8	24.4	18.1	12.9	2.2	1.9	1.7	2.64	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。

内容目录

一、“财富增长和人口红利叠加”的黄金周期	4
1.1 公私财富再分配，家庭钱包增速超前	4
1.2 人口红利末段，拥有财富的中年人保险意识增强	5
1.3 股市涨跌并不影响保费增长大趋势	5
1.4 保费叠加效应支持资产负债 3 年翻 1 番	6
二、公司估值具有足够的安全边际.....	6

图表目录

图 1: 我国存款结构	4
图 2: 储蓄存款和企业存款增速体系负相关性	4
图 3: 我国人口结构变化	5
图 4: 沪深 300 与保费月度同比增长率	5
图 5: 保险资产增速快于保费增速源自叠加效应	6
表 1: 三大保险股估值	7

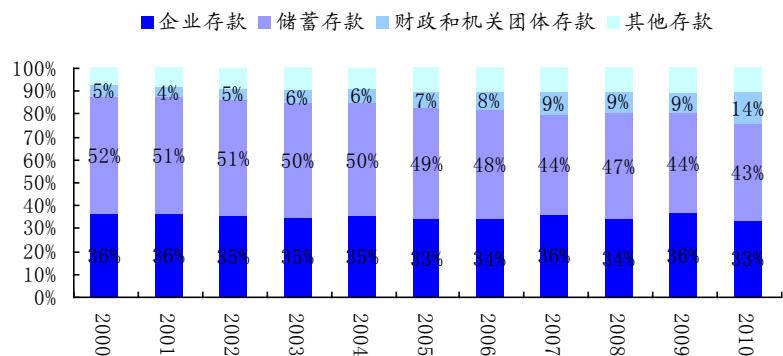
一、“财富增长和人口红利叠加”的黄金周期

1.1 公私财富再分配，家庭钱包增速超前

居民收入倍增计划将促使公私财富再分配。截至3季度末，我国企业存款余额23万亿，居民储蓄存款余额30万亿。从存款结构看，财政和机关团体存款占比从2000年的5%，上升至今年的14%，导致企业存款和居民储蓄存款占比下降。其中居民储蓄存款占比从2000年的52%下降至今年的33%。这里面包含了储蓄存款的趋势性脱媒因素。但经济结构转型、居民收入倍增计划都将改变这一现象，在公私财富分配中，居民将占有更大优势，家庭钱包增速有望超前。

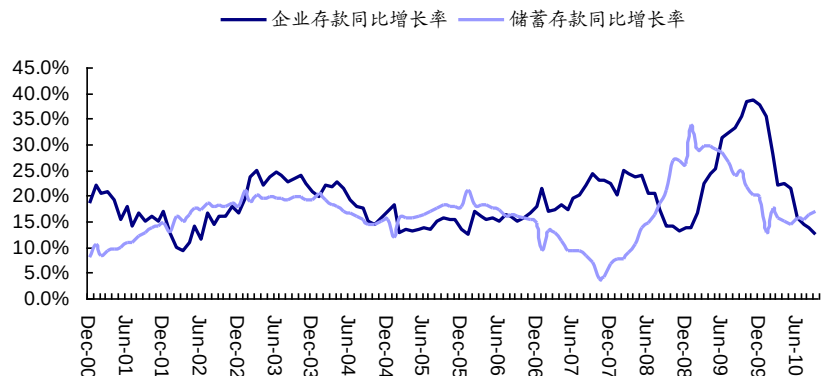
居民储蓄存款正在脱媒，保险是必不可少的资产配置。2007年和2009年的股市上涨，以及2010年持续负利率都带来明显的储蓄存款脱媒现象，银行吸存成本越来越高。相比之下，私人理财市场如火如荼。保险不但满足保障需求，还具投资属性和财产隔离功能，是居民资产配置结构中不可或缺的项目。

图 1：我国存款结构



资料来源：国信证券经济研究所

图 2：储蓄存款和企业存款增速体系负相关性

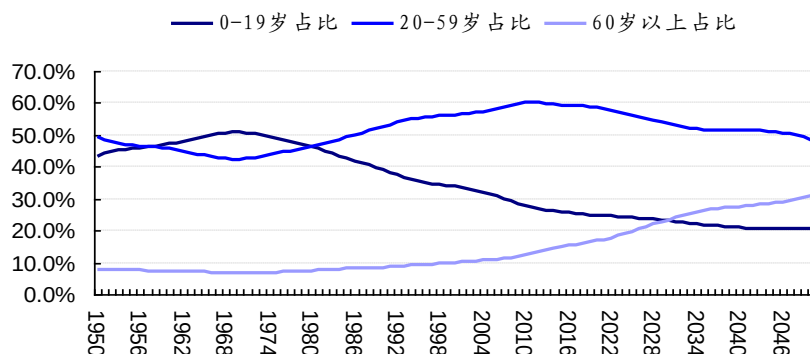


资料来源：国信证券经济研究所

1.2 人口红利末端，拥有财富的中年人保险意识增强

2010 年我们正处于人口红利的末端，20-59 岁人口占比为 60%，2012 年开始逐渐下降，2033 年将下降至 52%。2010 年 60 岁以上人口占比为 12.3%，2033 年将上升至 25.4%。而 2033 年 60 岁以上的老人，现在正是 37 岁以上相对富裕的中年人。随着财富和年龄的增长，这部分人的保障意识不断增强，将成为创造保费增长的核心力量。

图 3：我国人口结构变化



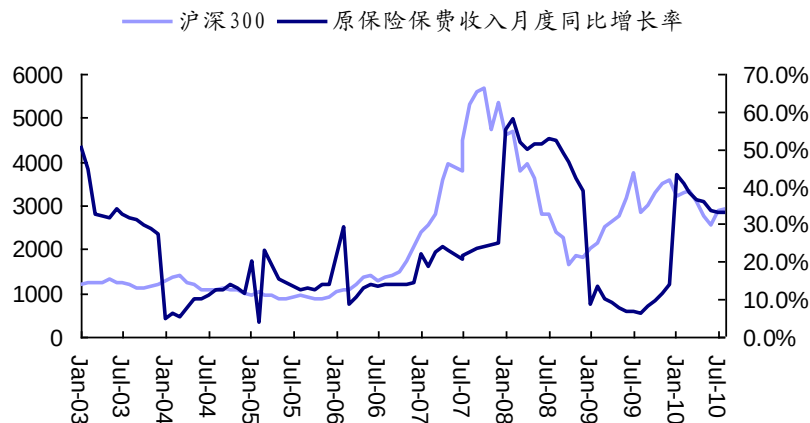
资料来源：联合国、国信证券经济研究所

1.3 股市涨跌并不影响价值增长大趋势

从 07-08 年、09-10 年的保费高增长情况来看，保费增长与股市波动存在滞后正相关性，即股市上涨阶段保单增速慢，股市下跌阶段保单增速快。主要原因是在股市下跌阶段，收益稳定的保险产品吸引力增强。

由于内含价值贡献率较高的保障型产品，主要依靠代理人推动，该类产品在寿险深度较低、人口红利末端、财富快速积累的现阶段快速增长，从而确保 NBEV 增速平稳。预计未来 3-5 年保险行业 NBEV 复合增长率 15%。

图 4：沪深 300 与保费月度同比增长率



资料来源：联合国、国信证券经济研究所

1.4 保费叠加效应支持资产负债 3 年翻 1 番

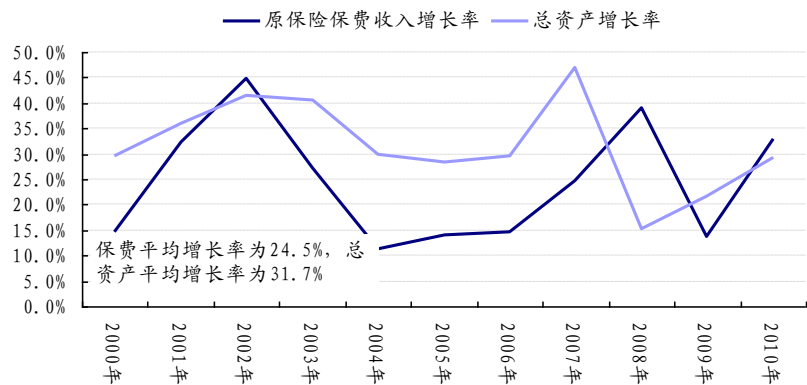
寿险期缴保单负债具有双重叠加效应：

- ① 期缴总保费是期缴新单首年保费和续期保费的叠加。
- ② 寿险负债是期缴总保费的叠加。

寿险负债增速 ≥ 期缴总保费增速 ≥ 期缴新单增速

预计未来 3 年资产负债复合增长率 20%-30%，即 3 年翻 1 倍。详见 2010 年 3 月 29 日报告《寿险负债未来 3 年翻 1 倍》。

图 5：保险资产增速快于保费增速源自叠加效应



资料来源：联合国、国信证券经济研究所

二、公司估值具有足够的安全边际

内含价值低估。人寿、平安、太保目前股价隐含的 2010 年新业务倍数分别为 18.1 倍、16.4 倍、18.1 倍，而对应的每股一年新业务价值增长率分别为 11.9%、30.1%、18.6%。其中，平安一年新业务价值增速为 35.4%，因股本扩大摊薄后每股一年新业务价值增速为 30.1%。

2011 年新业务倍数分别为 13.5 倍、10.9 倍、12.9 倍，对应的每股一年新业务价值增长率 10.8%、26.4%、16.5%。

具有 20%-58% 的上涨空间。人寿、平安、太保 2011 年估值分别为 31.6 元/股、95.9 元/股、31.1 元/股。寿险假设贴现率 10%-11%、长期投资回报率 4.7%-5.0%、21-24 倍新业务乘数，产险、银行、证券按 2 倍 PB，信托、集团及其他按 1 倍 PB 计算，人寿、平安、太保 2011 年估值分别为 31.6 元/股、95.9 元/股、31.1 元/股，分别较目前股价有 29.8%、57.7%、20.8% 上涨空间。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。

表 1: 三大保险股估值

	2010E			2011E		
单位: 百万/元	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
公司基准假设下预测						
每股 EV	11.6	26.6	13.3	13.8	31.9	15.4
增长率	15.1%	25.9%	15.0%	19.3%	19.8%	15.6%
每股 NBEV	0.70	2.09	0.69	0.78	2.64	0.80
增长率	11.9%	30.1%	18.6%	10.8%	26.4%	16.5%
股价	24.3	60.8	25.8	24.3	60.8	25.8
P/EV	2.1	2.3	1.9	1.8	1.9	1.7
股价隐含新业务乘数 (倍)	18.1	16.4	18.1	13.5	10.9	12.9
国信证券假设下估值						
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	15.0%	18.0%	15.0%	15.0%	18.0%	15.0%
5 年后永续增长率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
新业务乘数 (倍)	24	24	21	24	24	21
每股寿险调整后净资产	6.3	7.6	4.5	7.4	9.4	5.4
每股寿险有效业务价值	5.0	8.1	3.2	5.9	10.2	4.0
每股寿险一年新业务价值	0.68	1.96	0.64	0.75	2.48	0.74
每股寿险内含价值	11.2	15.7	7.7	13.4	19.6	9.4
每股寿险评估价值	27.6	61.8	21.1	31.6	78.0	24.9
每股非寿险业务价值	0.0	16.0	5.9	0.0	17.9	6.2
每股价值	27.6	77.8	27.0	31.6	95.9	31.1
每股价值/股价	13.6%	28.0%	4.7%	29.8%	57.7%	20.8%
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, 银行、证券、产险按 2 倍 PB, 集团及其他按 1 倍 PB 估值。

资料来源: 公司数据、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团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	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- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				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- 82139908	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
		童成墩	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	0755-82130706				
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
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		新兴产业	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339
高 宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337
张 旭	010-66026340	阳 瑾	0755-82133538	刘 洋	
蔺晚熠	021-60933146	周 琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑 云	021-60875163				
毛 甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	