

深度报告

保险

保险系列报告（绝对估值篇1）

推荐

（维持评级）

2010年10月15日

本报告的独到之处

- 保险与股市的循环效应
- 保险受益于通胀的原理

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

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。

行业专题报告

安全边际+通胀受益

● 股市循环效应将推升行业估值

目前市场被通胀恐慌所笼罩，大盘股正处于价值回归过程之中。保险股不仅在大盘股中成长性确定，而且投资回报率直接受益于股市上涨，形成循环效应，进一步推升估值。从 2007 年和 2009 年的经验来看，股市持续上涨的确使保险股获得超额收益。在沪深指数 3576 点假设下，预计三家公司下半年其他综合收益占 6 月 30 日净资产的 6.4%-7.6%。

● 小幅加息可以平衡债券利息收益率与账面浮亏之间的关系

8 月份以来债券收益率开始上升，10 年期国债收益率由 3.2% 升至 3.4%。收益率上升可以提高新增债券投资的回报率，但同时已持有的可供出售和交易类债券会出现账面浮亏。在小幅温和加息的情况下，短期可以找到利息收益率上升与账面浮亏之间的平衡点，不影响会计利润，长期可以获得投资回报率提升的好处。

● 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 and 国信证券预测

内容目录

一、投资受益于通胀恐慌、小幅加息、渠道放开.....	4
1.1 通胀恐慌行情有利于公司估值提升.....	4
1.2 小幅加息可以平衡债券利息收益率提高与浮亏之间的关系.....	5
1.3 投资渠道放开有利于改善资产配置结构.....	6
二、公司估值具有足够的安全边际	7

图表目录

图 1: 股市持续上涨后, 保险股获得超额回报	4
图 2: 沪深 300 动态 PE16.5 倍	4
图 3: 6 月 30 日至今股市和债市分别上涨 24%和 1.1%.....	5
表 1: 股市和债市下半年涨跌幅假设.....	5
图 4: 10 年期国债收益率由 8 月份的 3.2%上升至 3.4%.....	6
表 3: 三大保险公司债券投资会计分类	6
表 4: 保险资金长期投资收益率测算.....	7
表 5: 三大保险股估值.....	8

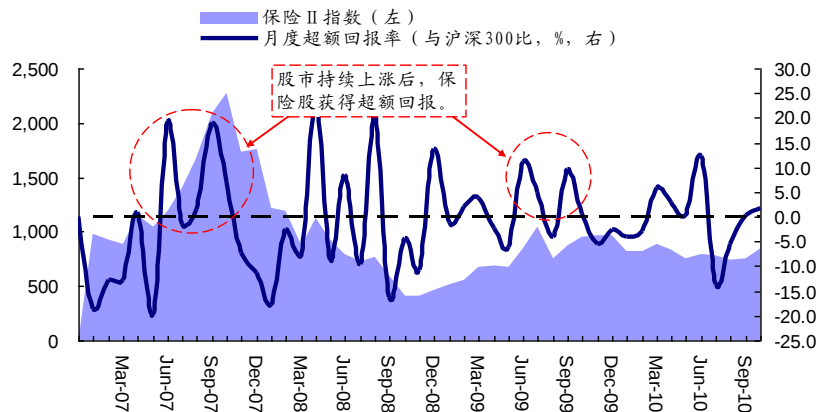
一、投资受益于通胀恐慌、小幅加息、渠道放开

1.1 股市循环效应将推升行业估值

目前市场被通胀恐慌所笼罩,由于房地产调控,大盘股在投资品中的优势凸显,目前沪深 300 动态 PE 为 16.5 倍,正处于价值回归的过程之中。由于保险股不仅在大盘股中成长性确定,而且投资回报率直接受益于股市上涨,形成循环效应,进一步推升估值。从 2007 年和 2009 年的经验来看,股市持续上涨的确使保险股获得超额收益。

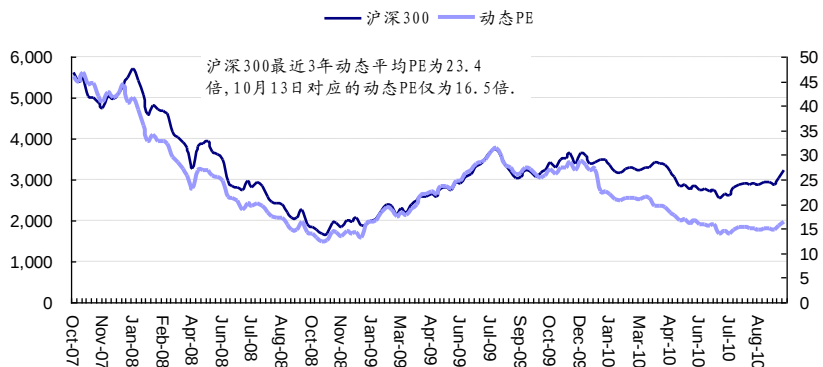
受益股市上涨,预计下半年其他综合收益占 6 月 30 日净资产的 6.4%-7.6%。我们假设沪深 300 指数下半年上涨 39.5%至 3576 点,考虑与客户的分成比例、税收等影响因素,预计下半年国寿、平安、太保其他综合收益分别为 122.3 亿元、70.7 亿元、56.5 亿元,分别占 6 月 30 日净资产的 6.4%、6.7%、7.6%。

图 1: 股市持续上涨后, 保险股获得超额回报



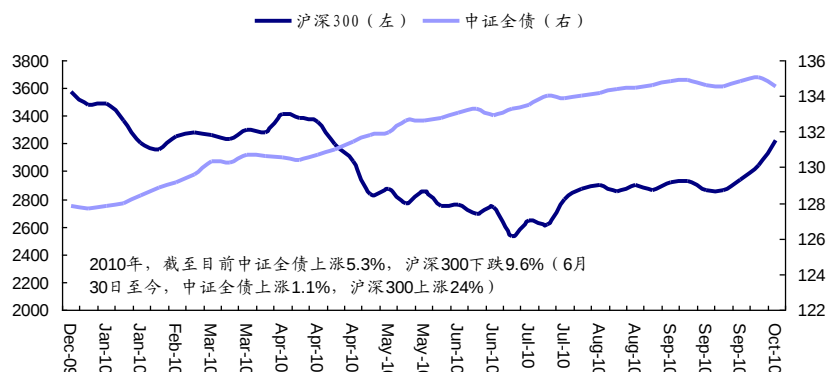
资料来源: 国信证券经济研究所

图 2: 沪深 300 动态 PE16.5 倍



资料来源: 国信证券经济研究所

图 3：6 月 30 日至今股市和债市分别上涨 24%和 1.1%



资料来源：国信证券经济研究所

表 1：股市和债市下半年涨跌幅假设

假设	2010 年 6 月 30 日	2010 年 10 月 13 日	2010 年 12 月 31 日	涨幅
沪深 300	2,563	3,218	3,576	39.52%
中证全债	133.18	134.52	133.18	0.00%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2：2010 年下半年其他综合收益测算

单位：百万	国寿	平安	太保
201006 投资资产	1,239,797	655,647	406,674
201012 投资资产	1,434,150	712,699	455,099
201012AFS 债券	422,396	170,593	73,430
占比	29.45%	23.94%	16.13%
201012AFS 权益	189,595	74,782	55,041
占比	13.22%	10.49%	12.09%
合计新增浮盈	53,158	18,612	14,524
假设：其他综合收益/新增浮盈	23%	38%	33%
其他综合收益	12,226	7,073	5,646
201006 净资产	191,739	105,111	74,210
其他综合收益/201006 净资产	6.38%	6.73%	7.61%

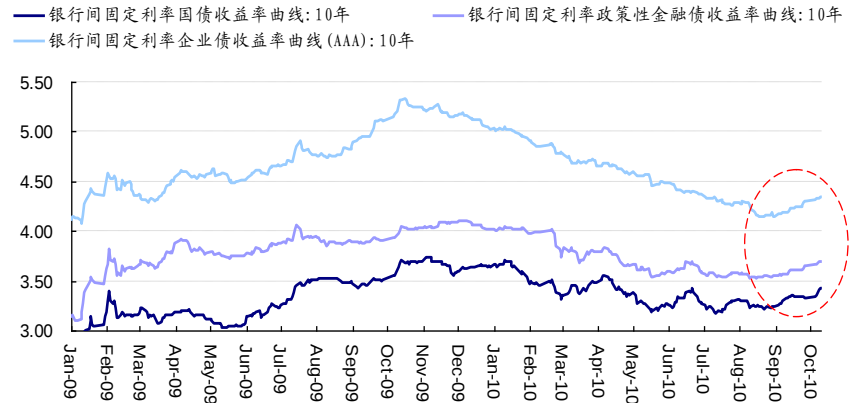
资料来源：国信证券经济研究所

1.2 小幅加息可以平衡债券利息收益率与账面浮亏之间的关系

上半年中证全债指数上涨 4.2%，6 月 30 日至今仅上涨 1.1%。8 月份以来债券收益率开始上升，10 年期国债收益率由 3.2%升至 3.4%。收益率上升可以提高新增债券投资的回报率，但同时已持有的可供出售和交易类债券会出现账面浮亏。

在小幅温和加息的情况下，短期可以找到利息收益率上升与账面浮亏之间的平衡点，不影响会计利润，长期可以获得投资回报率提升的好处。

图 4：10 年期国债收益率由 8 月份的 3.2% 上升至 3.4%



资料来源：国信证券经济研究所

表 3：三大保险公司债券投资会计分类

	中国人寿		中国平安		中国太保	
单位：百万	201006	2010E	200912	2010E	201006	2010E
持有至到期债券	244,254	238,848	208,299	251,308	140,327	149,329
可供出售类债券	349,040	422,396	136,147	170,593	65,535	73,430
交易类债券	8,974	23,856	6,986	8,754	1,578	49
贷款及应收款项	-	-	5,434	6,664	21,124	29,596
债券合计	602,268	685,099	356,866	437,318	228,564	252,404
持有至到期债券	40.6%	34.9%	58.4%	57.5%	61.4%	59.2%
可供出售类债券	58.0%	61.7%	38.2%	39.0%	28.7%	29.1%
交易类债券	1.5%	3.5%	2.0%	2.0%	0.7%	0.0%
贷款及应收款项	0.0%	0.0%	1.5%	1.5%	9.2%	11.7%
债券合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

注：人寿和太保数据来自中报附录整理

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

1.3 投资渠道放开有利于改善资产配置结构

目前保监会已放开对不动产和未上市股权的投资，保险公司正在积极在该领域拓展业务，虽然短期储备项目有限，但长期有利于资产配置结构的改善，进而提升回报率。我们测算在新的资产配置结构下，保险公司有望实现 5% 的投资回报率水平。

表 4：保险资金长期投资收益率测算

类别	收益率 假设	资产配置						收益率					
		情景 0	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5	情景 0	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5
现金及等价物	1.96%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
定期存款	3.76%	30%	25%	20%	15%	10%	5%	1.1%	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%	0.2%
国债	3.59%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
政策性	3.84%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
企业债	4.73%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
股票及股票型基金	8.00%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
未上市企业股权	10.00%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
不动产	8.00%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%
基础设施债权计划	6.00%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
合计	-	100%	100%	100%	100%	100%	100%	4.5%	4.7%	4.9%	5.1%	5.3%	5.5%

注：现金及等价物、定期存款、国债、政策性银行债、企业债收益率以 02 年至今收益率平均值作为参照。

资料来源：保监会、WIND、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 5：三大保险股估值

	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 煊	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	