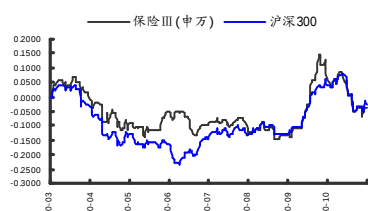


研究报告-保险

评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
保险	-12.3	9.3	-15.4
沪深 300	-7.8	11.8	-9.0

重点公司	6m%	YTD%	评级
中国人寿	-5.0	-25.9	增持
中国平安	25.6	4.8	增持
中国太保	5.2	-8.6	增持

相关报告

《保险 2010 年度策略》
《保险 2010 年中期策略》

分析师

黄秋菡

电话：0755-83704681

执业证书：S0350210060001

邮件：huangqh@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

n 债券收益率回升驱动保险股走强。 保险股上市以来，国债收益率曲线与保险股价基本保持同步，近两年的股价走势与 10 年期国债收益率的相关系数达到 80%。原因主要有 1) 每年实际新增资产占存量资产的 44%，置换效应非常明显；2) 存量资产久期小于负债，利率走高有助于提升净资产。展望 2011 年，通胀压力迫使货币政策收紧，债券收益率进一步走高，保险股价有望伴随债券曲线上升。

n 需求放缓叠加监管阻力，寿险减速过弯。 我国“可支配收入/GDP”显著低于其他国家致使寿险密度被低估，调整后超过世界平均水平，并无明显差距，预示接下来几年寿险需求会有所放缓。借鉴台湾地区 90 年代寿险增长经验，结合保监会、银监会对渠道销售的严格规范，有理由相信，明年寿险保费难以高增长，10%的增速已是乐观的预计。

n 寿险经营不断改善，价值提升仍有空间。 寿险经营效率稳定提升，保单继续率、退保率等指标趋好，新业务利润率总体稳定，有效业务利润率过去几年呈上升态势，印证经营改善的大趋势。ROEV 水平超过 10%，内含价值增值率超过 19%，经营效率及盈利能力表现比较出色。现金分红率 46%，体现保险公司并不吝嗇分享收益。

n 权益投资决定短期收益率，杠杆弹性高。 05 年至今，保险投资收益率与其持有股票、基金比重具有高度的一致性。三季度末，保险行业持权益资产比重较高，但仍略低于日本和韩国的保险公司。权益资产占净资产比重超过 60%，股市上涨 1%，对应净资产增加 0.6%，杠杆弹性非常高。保险投资集中在金融等大盘股，估值有优势且盈利良好，明年有望实现内含价值假设中要求的投资回报率。

n 投资建议：加息暖风吹散渠道阴霾，给予强于大市的评级。 通胀预期难以在短期内得到抑制，加之 2.5% 的基准利率并不高，央行有进一步提高基准利率的动力和空间，债券收益率回暖使得保险公司投资环境不断趋好。保费增长会有所放缓，但经验证明保费增速与股价之间没有直接关系，甚至表现为负相关。当前保险估值水平低，AH 折价多，在紧缩的环境中，保险股的投资价值逐渐凸显，鉴于此，我们给予行业“强于大市”的评级，并给予中国人寿、中国平安、中国太保“增持”的评级。

不同以往的观点:

- 一、 我们首次提出：在股市没有大幅波动的情况下，**国债收益率是决定保险股价更加直接的指标**，相关系数 80%。究其原因：**每年实际新增资产占存量资产的 44%**，超出准备金的一半，增量资产对原有资产的替代效应非常明显。国内通胀加剧促使货币政策日益收紧，债券收益率会进一步走高，保险股将获得有力支撑。
- 二、 我们不赞同寿险深度存在巨大的“国家差距”，根据调整，我国寿险深度超过世界平均，**接下来几年的寿险需求会放缓**。借鉴台湾地区 90 年代寿险增长经验，综合监管机构对渠道销售的严格规范，有理由相信，明年寿险保费难以高增长，10% 的增速已是较为乐观的预计。
- 三、 新业务利润率波动性大，并不能反映保单价值的变化趋势，我们首次采用“**有效业务价值/寿险准备金**”的计算公式，**有力的证明保单利润率不断提高**，隐含了保单继续率提升、退保率下降以及高价值有效保单比例提升等多重因素的贡献。
- 四、 行业 ROEV 水平超过 10%，内含价值增值率超过 19%，说明**寿险经营效率及盈利能力表现依旧出色**。分红率在 09 年达到 46%，国寿更是超过 60%，**保险公司并不吝啬为股东提供现金回报**。偿付能力均超过 200%，没有融资压力。
- 五、 保险权益资产比重与总投资回报率具有同步性，证明股票、基金对短期收益的影响明显。此外，**我们提出还要重视股票、基金与净资产的比重**，10 年中期平均超过 60%，股市上涨 1%，净资产有望增厚 0.6%。

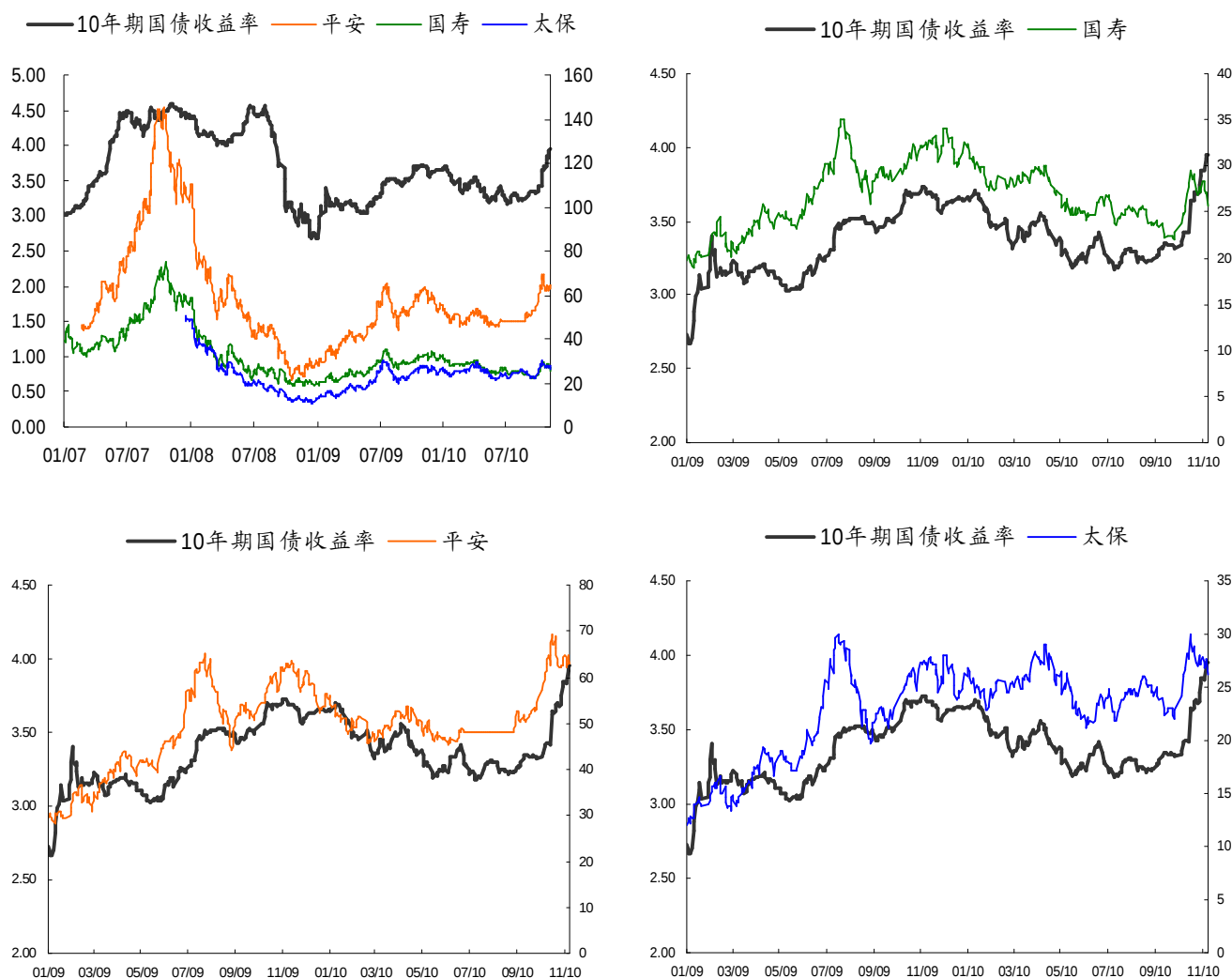
债券收益率回升驱动保险股走强

保险股与债券收益率走势基本同步

通过对比 07 年初（保险股上市）至今国债收益率曲线与保险公司股价关系，我们可以发现，**保险股与债券收益率基本保持同步**。

其中，如果排除 07-08 年股市的大涨大跌，同时考虑到 09 年采用新保险会计准则后准备金评估更加市场化的影响，国债收益率与保险公司股价的相关性明显增强。以近两年的走势为例，三大保险公司股价与 10 年期国债收益率的相关系数达到 80%，同步性非常明显。其中，平安的相关性最高，其次是国寿和太保。

图 1、国债收益率与保险股价具有较高的相关性

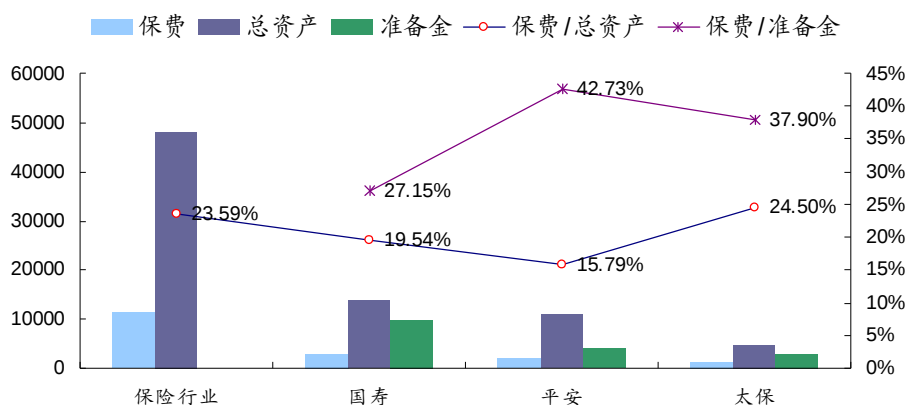


资料来源：Wind、国海证券研究所

我们认为，高同步性现象的出现主要是以下两个原因导致：

1) 对于增量资产和负债，债券收益率提升，保费及再投资资产可以获取更高的收益率，新增负债受 2.5%定价利率约束，增量资产的利差能得到扩大。目前，保险行业每年新增保费占总资产的 24%，占准备金的 33%；资产久期约为 5 年，对应每年再投资资产比重 20%。综合两部分，等于每年实际新增资产占存量资产的 44%，超出准备金的一半，增量资产对原有资产的替代效应非常明显。

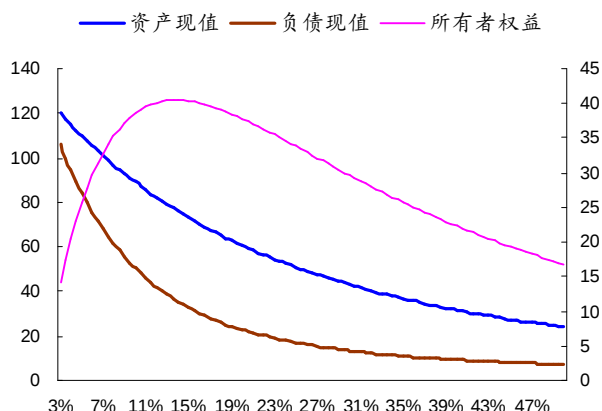
图 2、每年新增保费占总资产 24%，占准备金 33%



资料来源：国海证券研究所

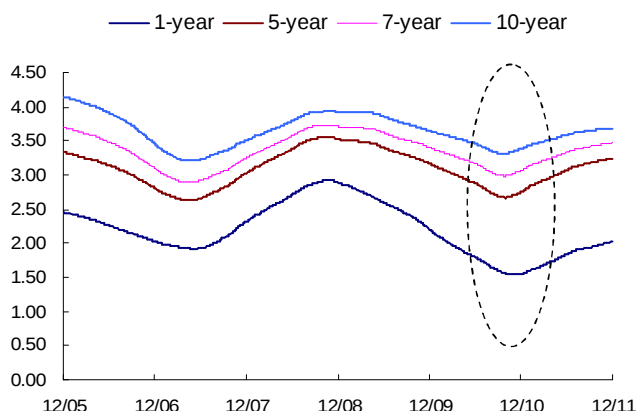
2) 对于存量资产和负债，保险公司责任准备金评估利率参照 750 天国债移动平均收益率，国债收益率水平走高变相减少准备金评估值。虽然债券收益率走高同时意味着存量资产的相对贬值，但由于国内保险公司普遍存在较大的资产负债久期缺口，资产贬值幅度低于负债，在没有恶性通胀的情况下，债券收益率走高会增加净资产。

图 3、债券收益率走高，保险净资产增加



资料来源：国海证券研究所

图 4、750 天国债收益率移动平均线 10 年底见底反弹

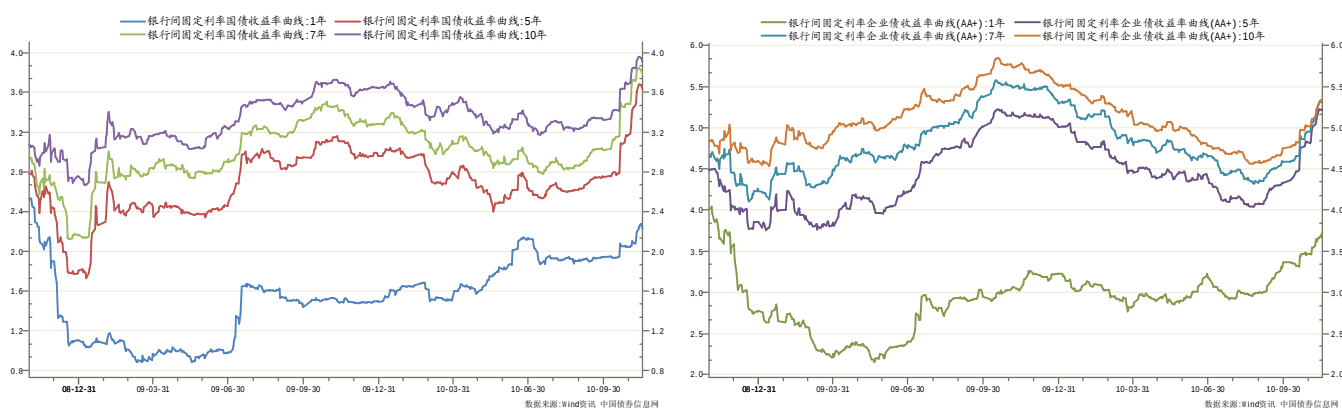


资料来源：Wind、国海证券研究所

通胀及加息促使债券收益率继续走高

随着 10 月份 CPI 达到 4.4% 的近两年高位，治理通胀的紧迫性更加凸显，促使决策层在平衡经济增长、币值稳定和稳定物价之间越来越倾向于后者。因此可以看到：央行为回收流动性，充分采取了 1) 控制信贷投放、2) 公开市场操作、3) 提高法定存款准备金、4) 提高基准利率等手段，进一步推高债券收益率，以 10 年期品种收益率为例，国债已经突破 3.9%，企业债达到 5.3%，较年内低点回升 73-78bp。

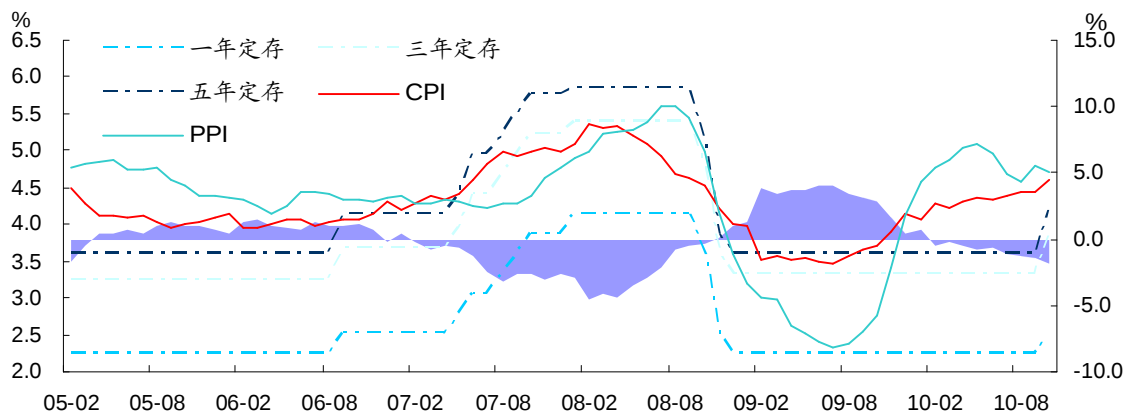
图 5、通胀及加息促使债券收益率大幅度提高



资料来源：Wind、国海证券研究所

债券收益率仍有较大的提高空间：1) 尽管基准利率提高了 25bp，但 CPI 同比上涨 4.4%，食品类 CPI 涨幅超过 10%，目前的负利率局面仍比较严重，不排除连续加息的可能。2) 3-5 年期存款加息 52-60bp，幅度更大，为长期债券收益率走高提供有力支撑。

图 6、实际负利率水平仍在扩大，长期存款利率提升幅度更大为债券收益率走高形成支持



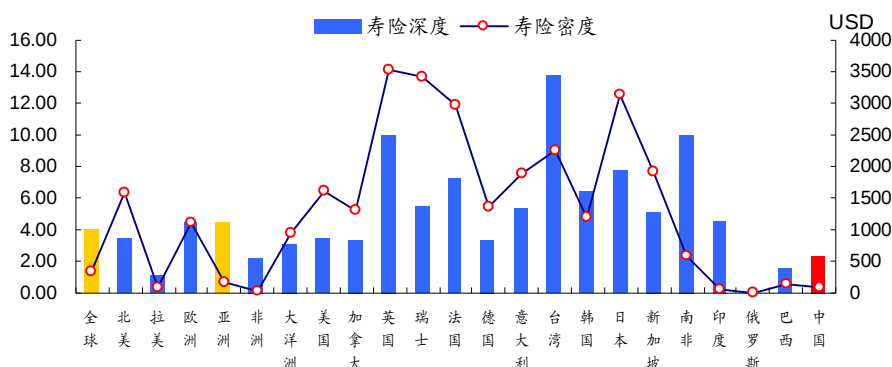
资料来源：国海证券研究所

需求放缓叠加监管阻力，寿险减速过弯

真实寿险深度与国际水平持平

如果只是简单数据对比，09 年我国寿险深度 2.3%，寿险密度 81.1 美元，明显落后于世界平均水平（深度 4%，密度 341.2 美元），同时落后于亚洲平均水平（深度 4.5%，密度 180.3 美元）。

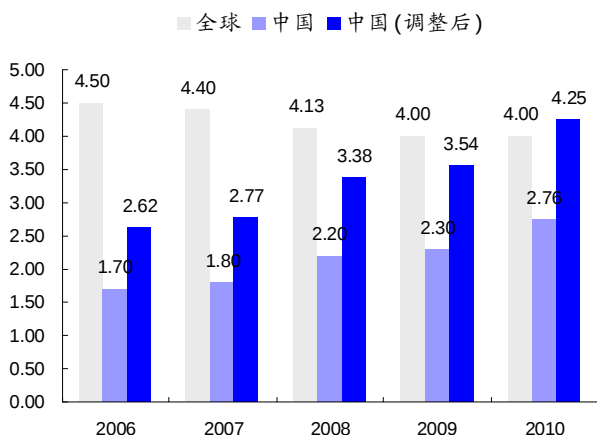
图 7、我国寿险深度和密度落后世界



资料来源：瑞再 sigma、国海证券研究所

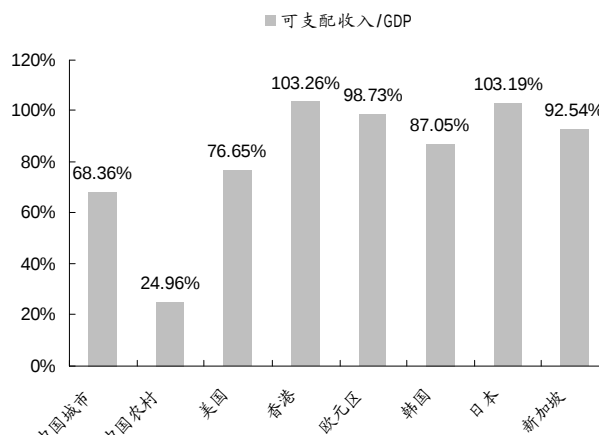
但我们认为这种差距是不真实的，由于我国“可支配收入/GDP”显著低于其他国家，我国寿险密度被低估，调整后 09 年底能达到 3.54%。10 年保费增速 30% 提高寿险深度至 4.25%，超过世界平均水平。未来国内寿险保费增长将主要依赖国民收入的提升而非强调“国家差距”，我们认为：接下来几年寿险需求会有所放缓。

图 8、调整后中国寿险深度超过世界平均水平



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9、我国可支配收入占 GDP 比重低于其他国家



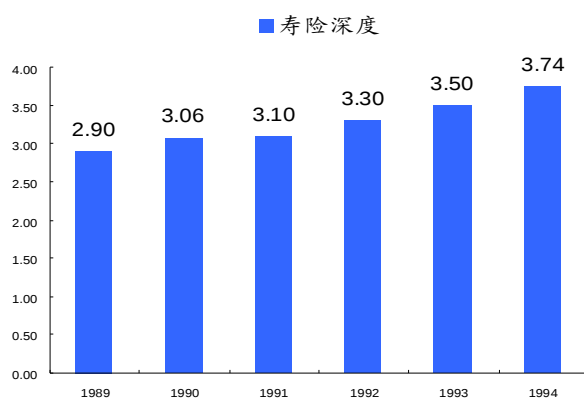
资料来源：Wind、国海证券研究所

台湾在 90 年代的增速只有 16%

考虑到台湾与内地人群在生活方式及消费观念等多方面高度相似，我们选取台湾 80-90 年代寿险发展历史作为对比。

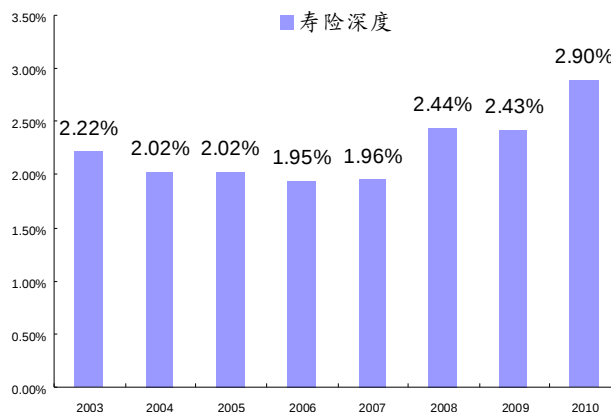
对比发现，台湾在 89 年时寿险深度 2.9%，与我国 10 年寿险深度完全一致。台湾进入 90 年代后，寿险深度 5 年内提高 0.84 个百分点至 3.74%，以此类推，我国 2015 年寿险深度可以达到 3.74%，按照 GDP 年增长 8% 测算，未来 5 年保费复合增速为 13.64%。

图 10、台湾寿险深度 89-94 年由 2.9% 提升至 3.74%



资料来源：国海证券研究所

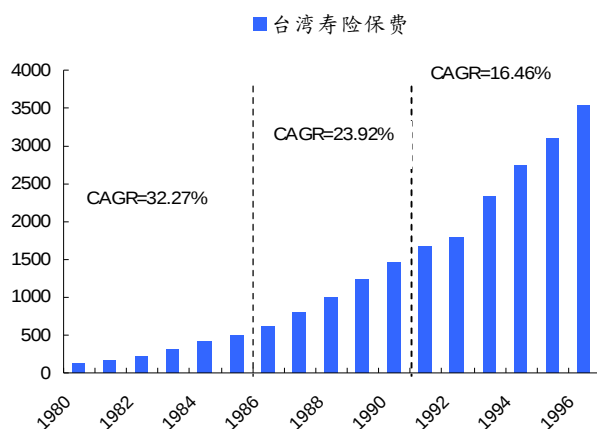
图 11、我国 10 年寿险深度预计为 2.9%



资料来源：国海证券研究所

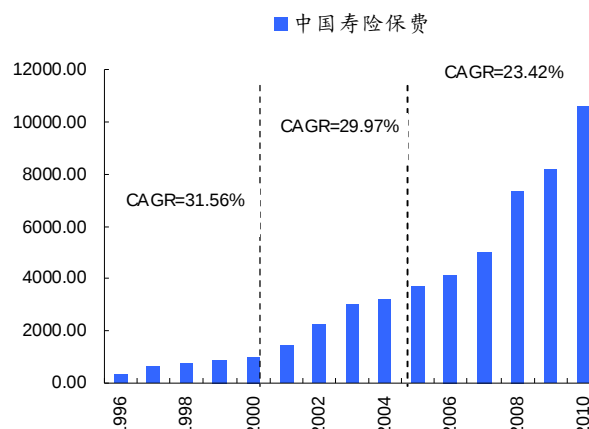
台湾寿险业 80 年代前 5 年高速，CAGR 为 32%，接下来 5 年降至 24%，进入 90 年代再降至 16%，增速呈现阶段性放缓。类似的情况正在我国发生，05-10 年寿险增长 23%，对应台湾 80 年代后 5 年 24% 的增速，有理由相信，10-15 年我国寿险保费降至 15% 左右的增速。

图 12、台湾在进入 90 年代后保费复合增长 16%，



资料来源：国海证券研究所

图 13、中国 06-10 年增速相当于台湾 86-90 年



资料来源：国海证券研究所

保监会规范代理人管理

保监会出台《关于改革完善保险营销员管理体制的意见》，提出保险营销体制改革的总体思路是“**稳定队伍、提升素质、创新模式、防范风险**”，以稳定为基础，走市场化的改革道路。此次改革是为了营销体制的长期规范，提升社会对保险行业的印象，从这个意义上理解是积极正面的，但同时要清楚，伴随改革往往是短期阵痛的代价：

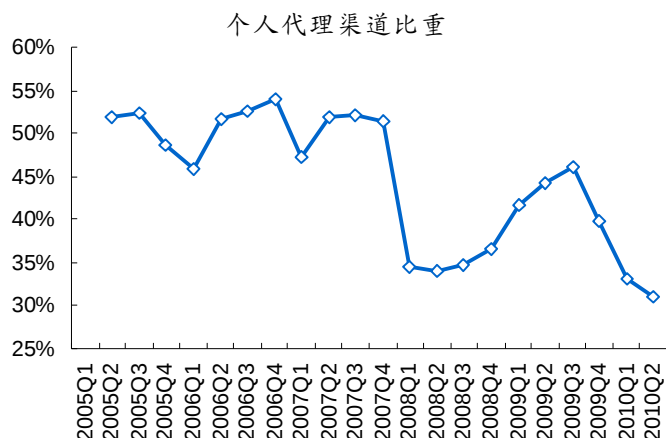
- 1) **稳定队伍**意味着保险公司必须提高基层营销人员的薪资待遇及社会保障；
- 2) **提升素质**就需要招聘高层次的人才，同时加大对现有人力的培训和服务，管理成本的上升是必然的；
- 3) **创新模式**要改变代理团队层层剥削的代理人管理体制，降低流失率，这将面临现有团队领导阻力；
- 4) **防范风险**更多是为了解决误导销售，短期内将会降低代理人的产能。

我们认为：此次《意见》的出台虽然不会要求代理人转变为公司正式员工，但必然会提高保险公司对代理人的管理成本。

10年上半年，个人代理人贡献保费比重降至31%，同比增长11%，主要是由于社会最低工资水平普遍上涨，营销人员待遇缺乏竞争力，同时营销员社会声誉不佳也难以吸引人才，导致各家公司增员困难。

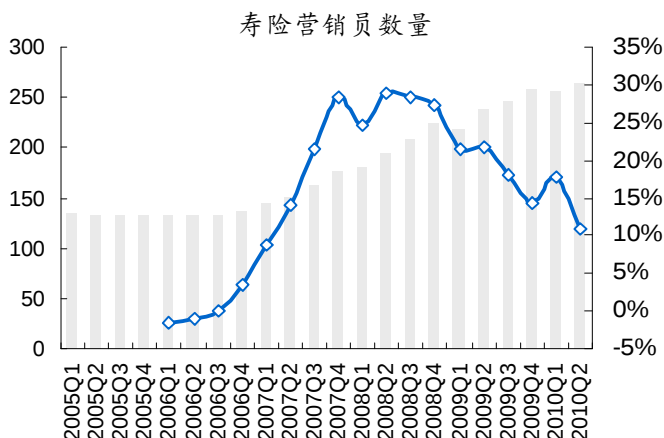
如果保险公司严格执行保监会《意见》的要求，会相应增加保险公司的管理成本，进而降低保险公司大幅增员的动力，增长只能依靠深挖产能，加大个人代理渠道增速的不确定性。

图 14、个人代理渠道比重持续下降



资料来源：保监会、国海证券研究所

图 15、营销员人数增速下降明显



资料来源：保监会、国海证券研究所

银监会整治误导销售，银保销售面临压力

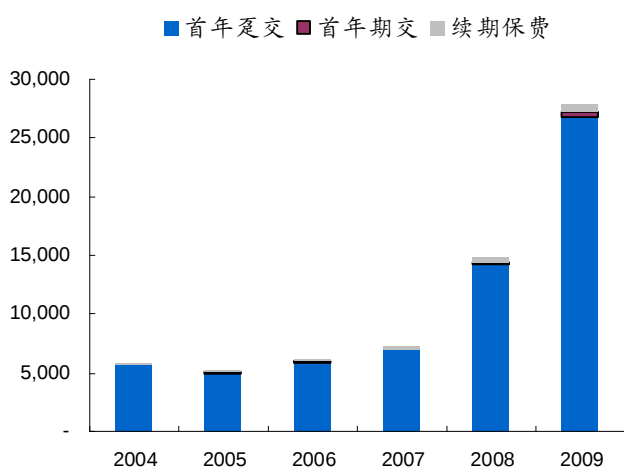
在保监会出台个险渠道改革完善的《意见》后，银监会《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》更是对银保营销带来巨大冲击。

《通知》核心内容是防止保险产品的误导销售，措施上主要有：1) 禁止保险公司银保人员驻点销售，2) 并要求银行合作保险公司家数不得超过 3 家。

由于我国银保产品设计简单，多数为短期趸交两全分红产品，实质就是与银行 3-5 年定期存款形成直接的替代。在实际操作中，保险公司派驻销售人员为了争取业绩，不可避免的存在误导销售，由此引发储户对银行的不满。

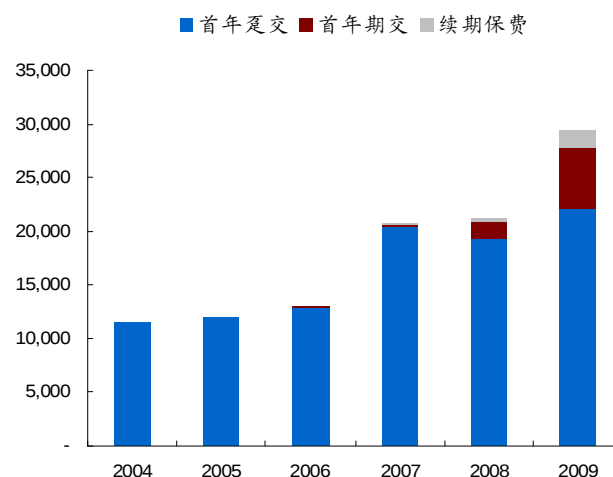
由于大部分银保投资者进入银行的最初目的都是为了存款而非买保险，如果严格执行银监会的要求，由于银行网点没有常驻保险人员，银行销售人员严格提示银保产品风险和区别等，银保销售必然会受到巨大的冲击，保守预计渠道保费下降 50%。

图 16、平安寿险银保渠道保费结构以首年趸交为主



资料来源：公司数据、国海证券研究所

图 17、太保寿险银保渠道保费结构以首年趸交为主



资料来源：公司数据、国海证券研究所

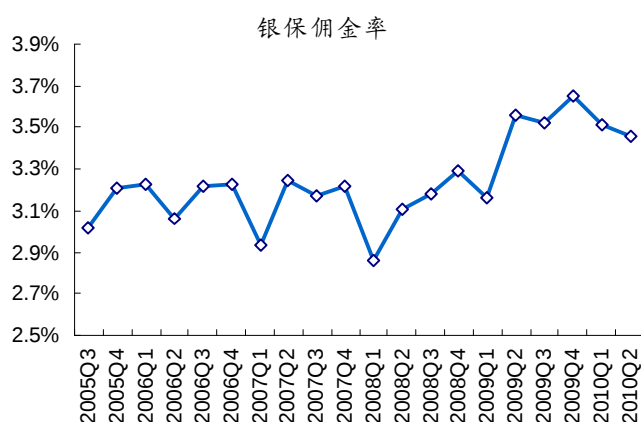
即便规模保费没有出现严重缩水，在 1 家银行只能代理 3 家保险产品的约束下，银行对保险公司的议价能力更强。当前银保渠道佣金率大致是 3.5%，保险公司银保产品的利润率只有 1%，如果银行进一步提高佣金率，银保产品将无法带来利润，只能做大规模、占领市场。

图 18、银保占整个渠道保费的 45%



资料来源：保监会、国海证券研究所

图 19、银保佣金率维持在 3.5% 左右



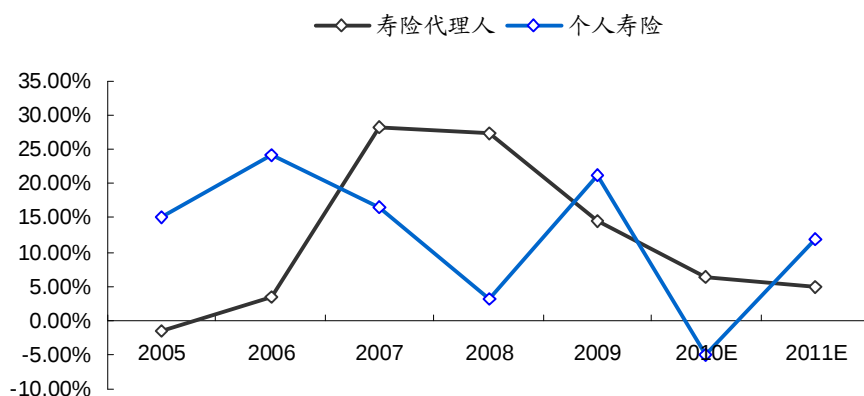
资料来源：保监会、国海证券研究所

不过，由于代理销售银保产品对银行而言是不占资本金，且高利润率的业务，银行主观上销售欲望很强。因此，各家银行能否主动配合银监会《通知》存在一定的不确定性，不排除出现变通手法来规避监管，但在监管者新规的压力下，明年银保的发展绝对不会如今年这样顺利，整体增长不能乐观。

寿险增长降至 10% 减速过弯利于稳定

寿险代理人增速与个人寿险增速基本保持着一致性，在增员的压力下，预计 11 年代理人小幅增长 5% 至 288 万人，个人寿险保费增长 12% 至 3335 亿元。

图 20、寿险代理人增速与个人寿险增速之间趋势基本相同



资料来源：Wind、保监会、国海证券研究所

现阶段银保销售无论对银行还是保险都具有重大的意义，双方都有继续合作做大银保规模的冲动，因此，尽管遭受银监会新规定的阻力，上半年的增速会有所下降，但从全年来看，高通胀造成长期存款吸引力下降，银保往往能提供更高的收益，从而导致“存款搬家”。因此，明年保费增长 5-10% 的可能性仍比较大。

综合个险和银保两大渠道，对比台湾发展经验，我们判断：明年全年规模保费增速在 10% 左右。

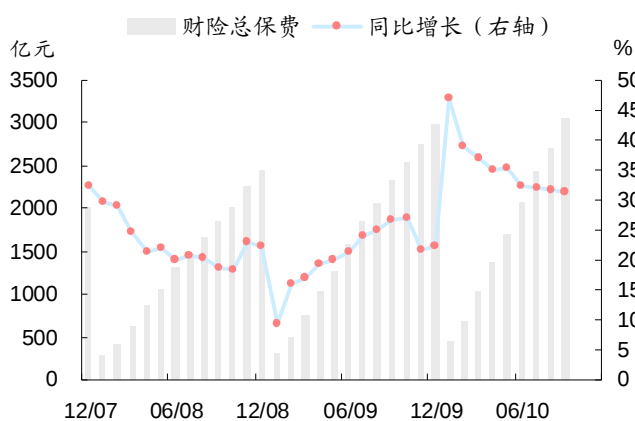
根据前面的分析，明年利率水平仍有提升空间，在加息的环境中，保险公司理想的保费策略是加速扩张，以提高“新增资产/存量资产”比例，对冲存量资产的贬值。

因此，如果明年有连续的加息举措，那么，10% 的保费增速难以满足资产更替的需求，某种程度上会减缓加息周期中保险资产收益率提升的幅度。

财险增长减速 承保继续盈利

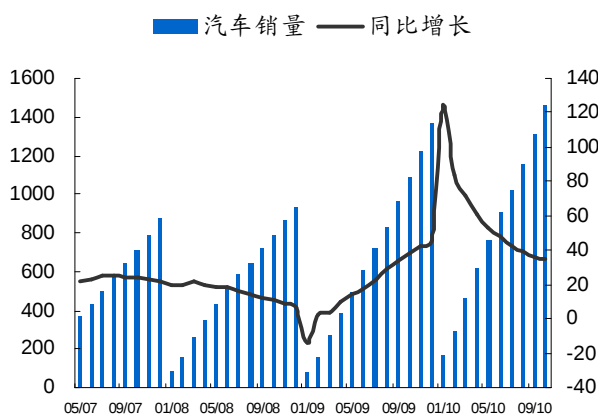
今年以来财险行业实现了 31% 的保费增长，明显超过 08/09 年，主要增长动力来自车险的高增长。今年 1-10 月新车销售 1467 万辆，同比增长 35%，汽车保有量达到 8500 万辆。由于新车对投保的需求，以及新车第一年保费高于接下来的年份，因此，新车销售的旺盛极大的促进了车险的增长。

图 21、今年以来财险增长 31%



资料来源：Wind、保监会、国海证券研究所

图 22、新车销售保持 35% 增长



资料来源：Wind、保监会、国海证券研究所

不过，今年新车销售增速明显呈现前高后低的走势，势必拉低接下来几个月车险的销售。同时，可能出台的新车船税、不断攀高的油价以及日益拥堵的城市交通状况，都是可能影响明年汽车销售的因素。

我们认为明年新车销售能达到 15% 的增速，对应车险增长 12%，考虑到其他险种相对稳定的增长，财险行业增长预计在 10%。

根据我们此前的研究，在新的会计准则下，财险保费增速与财险承保利润率之间有明显的正相关性。在保费增长快的阶段会有稀释效应，从而使承保利润率看上去明显下降。

图 23、财险保费增速越快，承保利润率越高

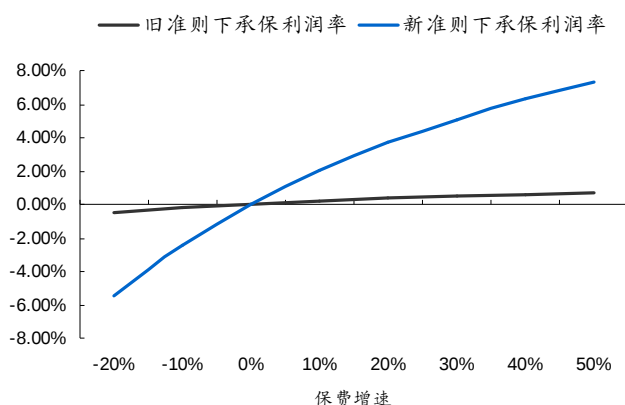
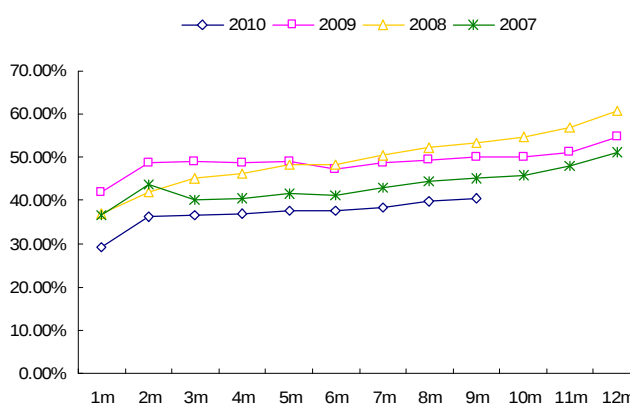


图 24、财险简单赔付率低于过去三年



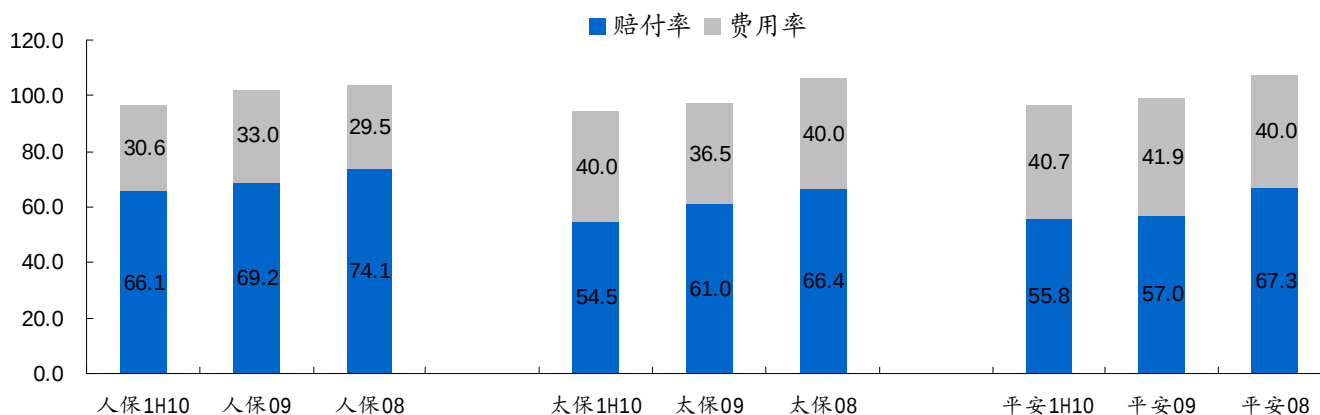
资料来源：Wind、保监会、国海证券研究所

资料来源：Wind、保监会、国海证券研究所

以三大财险公司的综合成本率来看，费用率基本保持稳定，赔付率的下降是综合成本率下降的主要动力。

我们认为，赔付率的降低虽然有保险公司加强承保、理赔管理带来的实际赔付状况好转，但更主要的驱动因素仍是保费高增长导致的会计赔付率下降。如果保费增长速度放缓，那么赔付率将会回升，我们判断明年的赔付率水平比今年小幅回升，综合成本率在 97-99% 区间，继续保持承保盈利。

图 25、综合成本率下降主要是赔付率下降所致



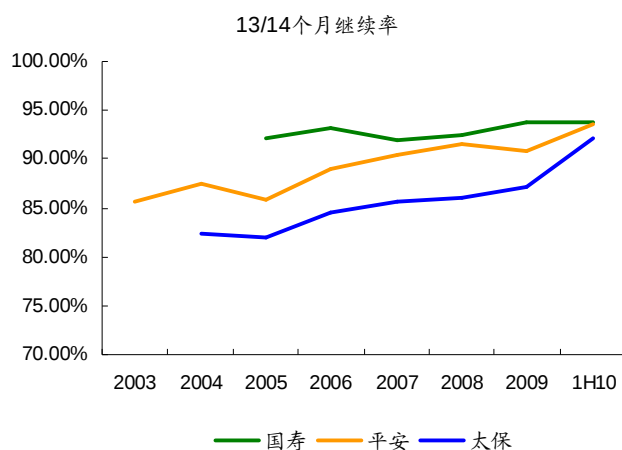
资料来源：公司数据、国海证券研究所

寿险经营不断改善，价值提升仍有空间

寿险经营效率稳步提升

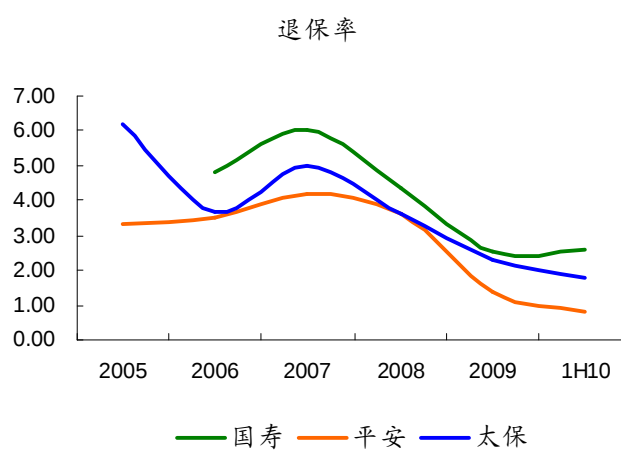
保单继续率走高，13/14个月的继续率已经超过90%，保单质量得到较大改善。相应的，退保率持续走低，达到过去几年的最低值，平安寿险退保率甚至低于1%。

图 26、保单继续率持续改善



资料来源：公司数据、国海证券研究所

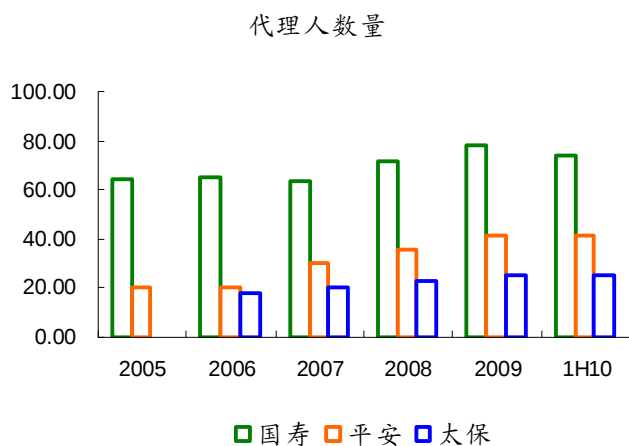
图 27、退保率降至低点



资料来源：公司数据、国海证券研究所

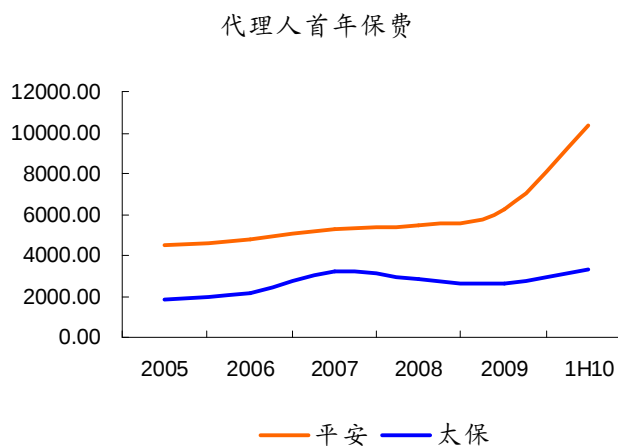
代理人数量在今年中期小幅下降，但代理人产能仍在不断攀升。其中，平安增加幅度最为明显，增幅超过65%，单位产能突破一万元，太保增长28%，达到3300元。

图 28、代理人数量 10 年略有下降



资料来源：公司数据、国海证券研究所

图 29、代理人首年保费走高

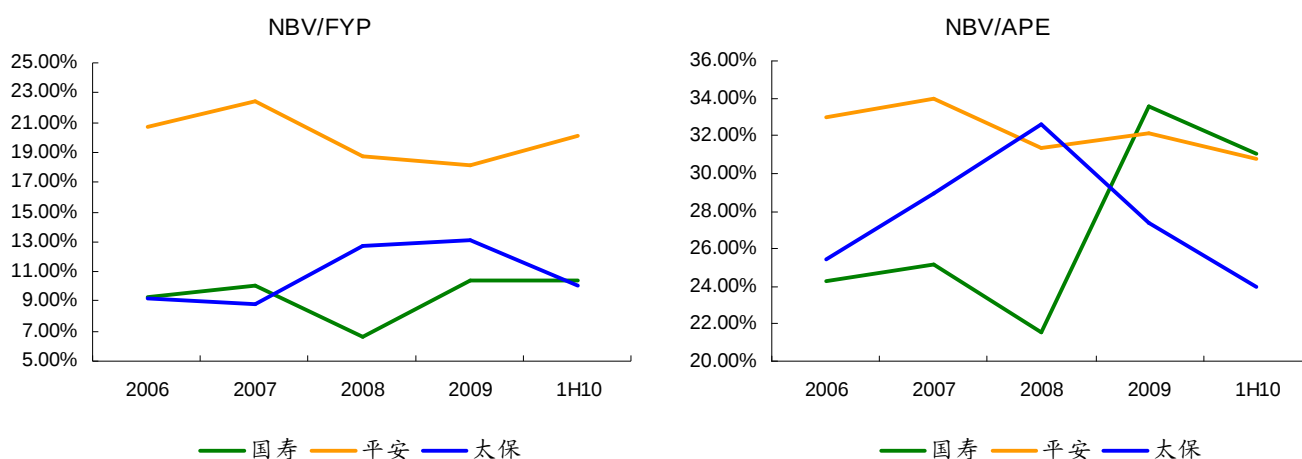


资料来源：公司数据、国海证券研究所

有效业务利润率呈逐年增加态势

寿险业经历 08 年银保大扩张、09 年业务结构调整以及 10 年银保再扩张，由于银保业务利润率显著低于个代渠道，导致新业务利润率出现了一定的波动，但总体上看，新业务利润率依旧稳定。

图 30、公司年度间新业务利润率波动明显，总体保持稳定

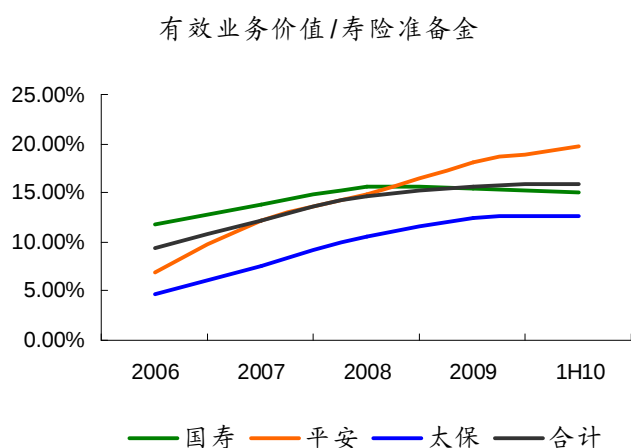


资料来源：公司数据、国海证券研究所

有效业务价值与准备金具有很好的对应关系，都满足未来现金流贴现的精算逻辑，有效业务价值/寿险准备金可以看作有效保单利润率。可以清楚的看出行业总利润率由 9.3%提高至 15.8%，发展势头良好。

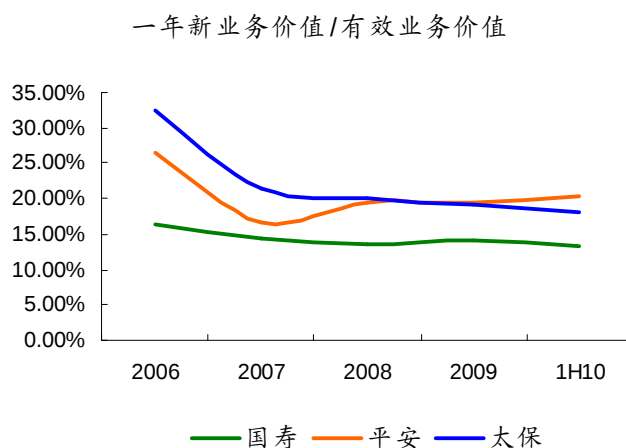
一年新业务占有效业务价值 15-20%，影响有限，有效业务利润率的提升主要来自经营效率改进。

图 31、有效业务利润率进一步提高



资料来源：公司数据、国海证券研究所

图 32、新业务对有效业务的影响有限



资料来源：公司数据、国海证券研究所

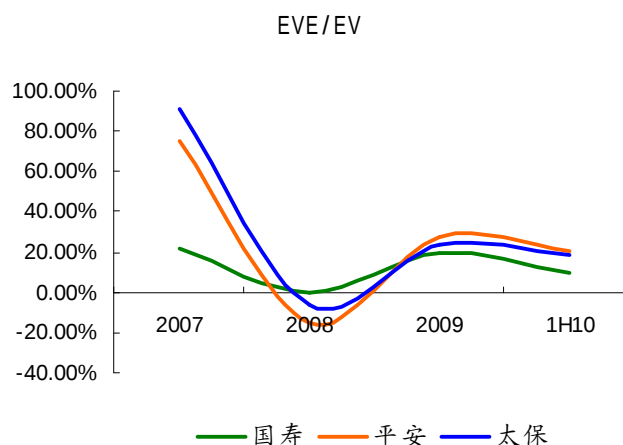
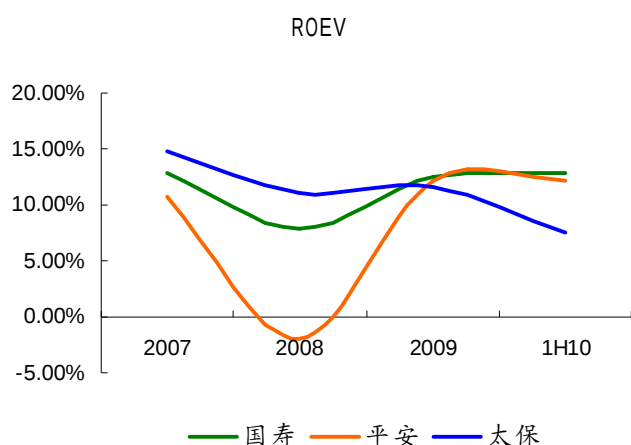
ROEV 和内含价值增值率表现出色

选用寿险内含价值收益率（ROEV）和内含价值增值率（EVE/EV）代替 ROE 和净资产增加额。行业 ROEV 水平超过 10%，内含价值增值率超过 19%，经营效率及盈利能力表现比较出色。

其中，国寿和平安的 ROEV 均超过 12%，太保略逊一筹；平安和太保 EVE/EV 领先国寿，分别增值 20%和 18%，国寿增值 9%。

图 33、国寿、平安的寿险内含价值收益率超过 12%

图 34、10 年上半年 EV 增值率为 19%



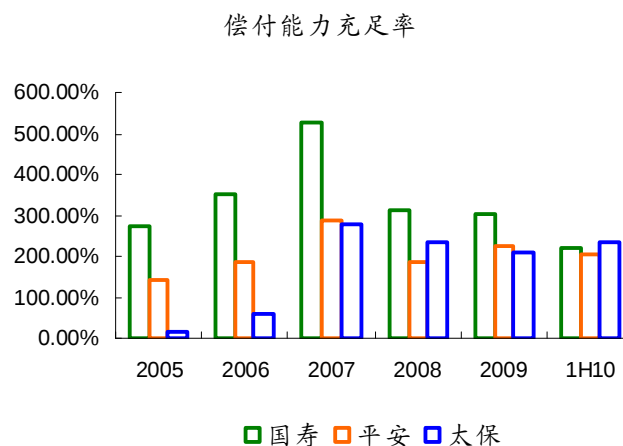
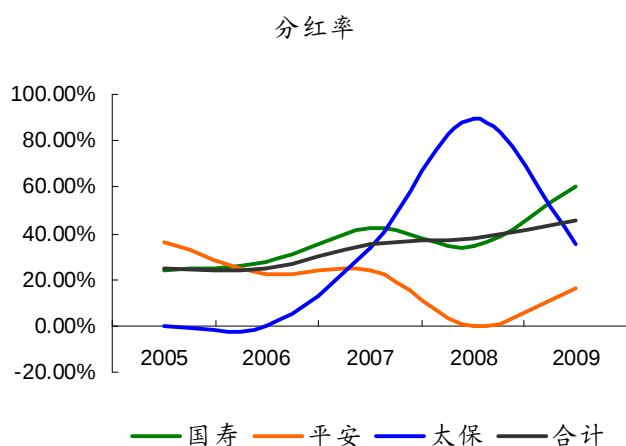
资料来源：公司数据、国海证券研究所

资料来源：公司数据、国海证券研究所

过去五年行业分红率不断提高，2009 年平均分红率 46%，国寿高达 60%，为股东提供较为丰厚的现金回报。三家寿险公司偿付能力充足率超过 200%，短期内不存在融资压力。

图 35、分红率不断提升至 46%

图 36、寿险偿付能力充足率均超过 200%，无融资压力



资料来源：公司数据、国海证券研究所

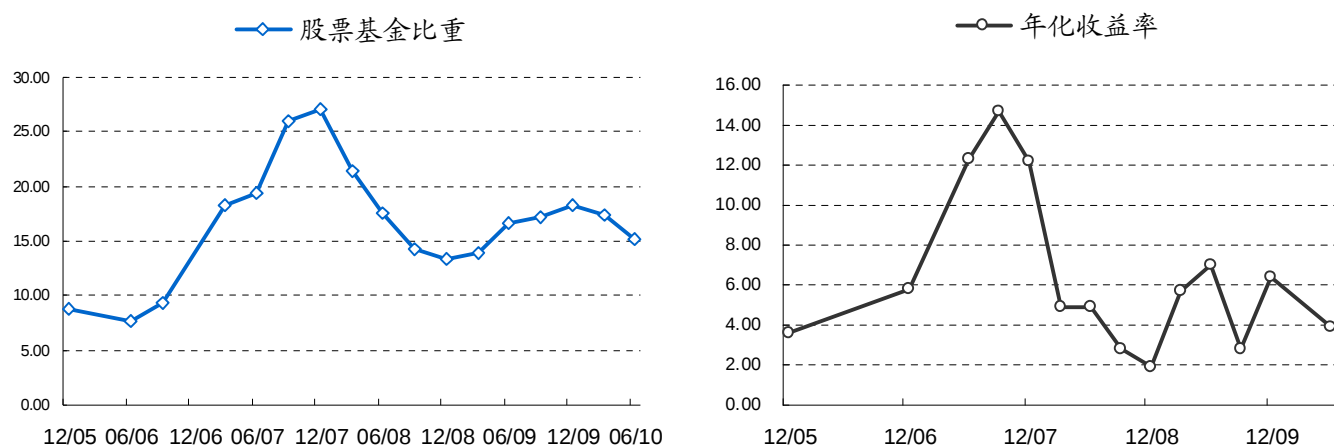
资料来源：公司数据、国海证券研究所

权益投资决定短期收益率，杠杆弹性高

权益资产比重与当期投资收益率同步

由于保险资产配置中，权益类资产最高可达 20%，最近几年股票市场波动幅度巨大，权益投资直接决定短期投资收益率。对比 05 年至今可以看出，保险投资收益率与其持有股票、基金比重具有高度的一致性。

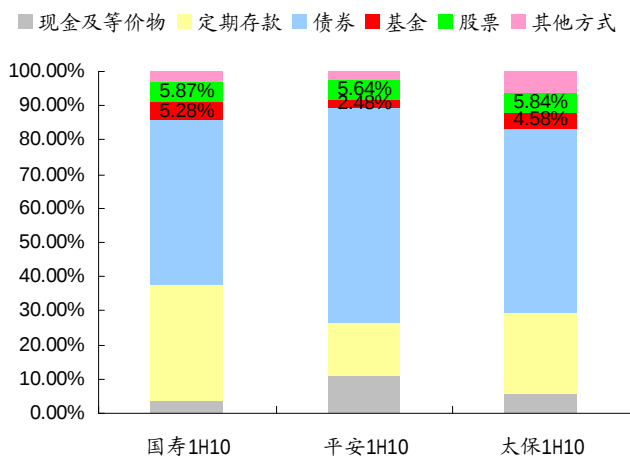
图 37、股票及基金比重与年化投资收益率具有明显的一致性



资料来源：保监会、国海证券研究所

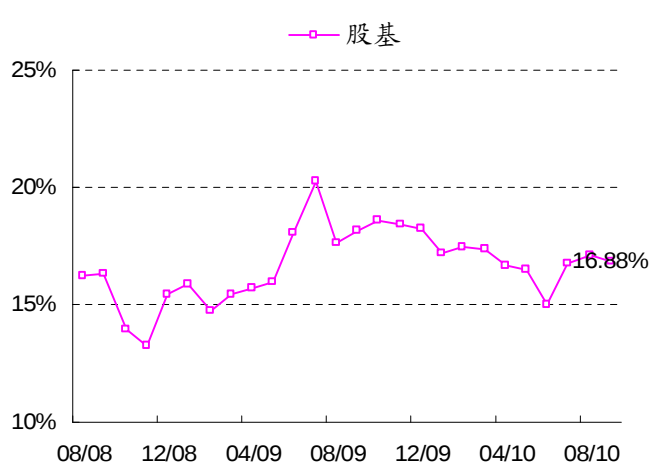
三大保险公司在 10 年中期持有权益资产的比重大约为 10%，在三季度末，预计整个保险行业持有权益资产比例为 16.88%，权益资产比重较高。

图 38、今年中期保险公司持权益资产比例为 10%



资料来源：公司数据、国海证券研究所

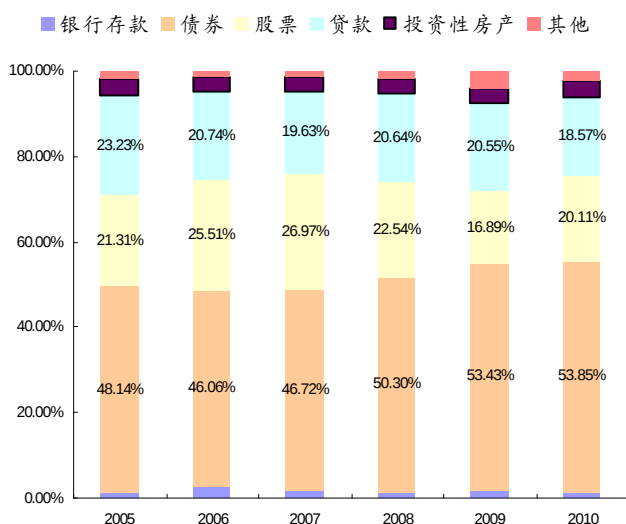
图 39、3 季度末保险行业权益资产比重为 16.88%



资料来源：保监会、国海证券研究所

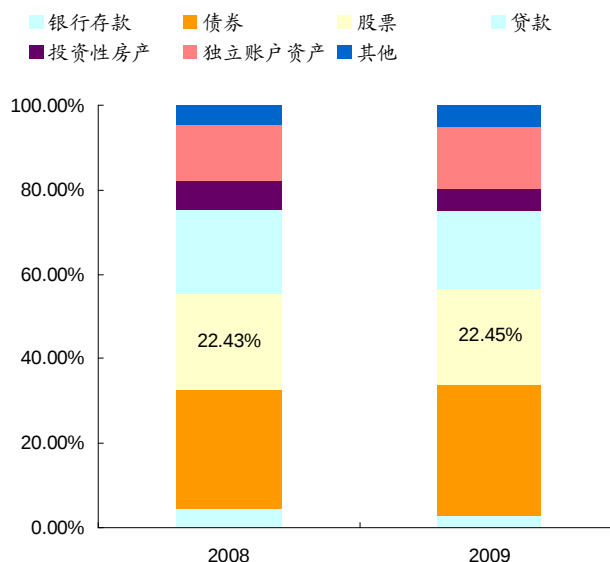
在亚洲的日本和韩国，Nippon Life 的股票比重在 20% 上下，Samsung Life 的股票比重在 22% 左右，两者均略高于我国。

图 40、Nippon Life 股票占比在 20% 左右



资料来源：公司数据、国海证券研究所

图 41、Samsung Life 股票占比在 16.88%

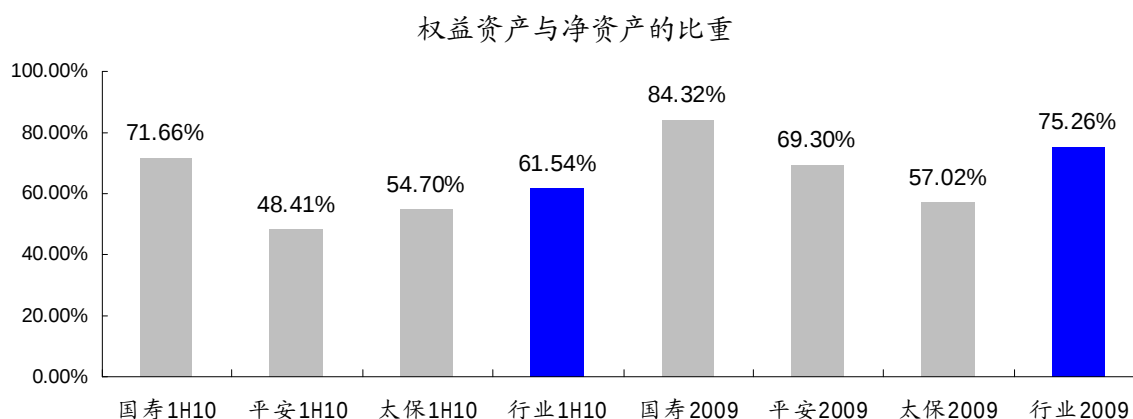


资料来源：公司数据、国海证券研究所

权益资产占净资产比重超过 60%

以权益资产与净资产的比例来看，10 年中期为 61.54%，比 09 年底下降了 14 个百分点。权益资产收益率对净资产的杠杆作用有所下降，但影响仍非常大，不考虑归属投保人的分红部分，当股市上涨 1%，对应保险公司净资产增加 0.6%。

图 42、权益资产与净资产的比重 61.54%，其中，国寿最高，超过 70%



资料来源：公司数据、国海证券研究所

保险主要投资在金融等大盘股

由于投资规模庞大，保险公司在权益资产配置上，更加青睐金融等大盘股以及大盘指数基金，三家保险公司十大投资中大多数都是金融股，因此，明年大盘的走势，特别是银行股的走势将直接决定保险投资回报的高低。

表 1、三大保险公司十大股票投资中，共有 19 支金融股

中国人寿	中国平安	中国太保	合计
中信证券	深发展A	浦发银行	金融: 19
民生银行	云南白药	中国建筑	其他: 11
建设银行	Ageas (Fortis)	中国人寿	
工商银行	浦发银行	建设银行	
招商银行	中国人寿	工商银行	
中国建筑	建设银行	中国重工	
贵州茅台	工商银行	中国北车	
深发展A	南玻A	大商股份	
大秦铁路	中国银行	长江电力	
中兴通讯	汇丰控股	招商银行	

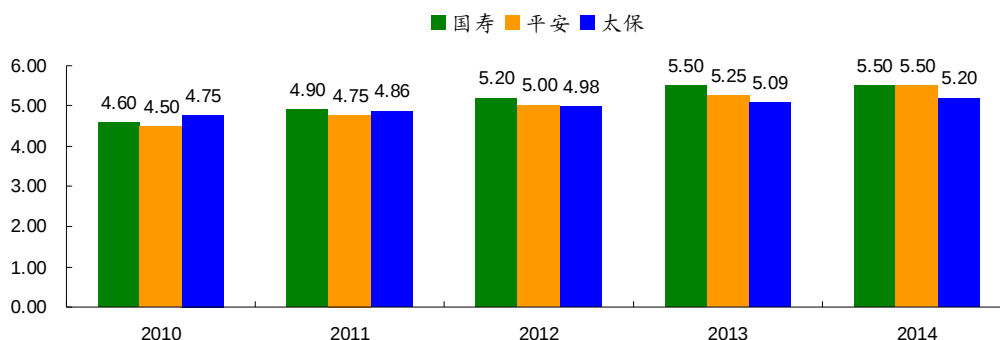
资料来源：公司数据、国海证券研究所

保险公司多数重仓股票的估值水平不高，且盈利增长良好，有理由相信，明年保险在股市上的投资回报会强于 2010 年。

按照 2011 年 15% 的平均权益仓位、8% 的收益率测算，权益资产能贡献 1.2% 的收益，考虑加息因素，债券、存款以及其他资产贡献 3.8% 的收益，2011 年的收益率有望达到 5%。

在内含价值假设中，三家保险公司 11 年预期投资收益率均低于 5%，只要股市不剧烈震荡，明年的投资环境完全可以满足内含价值的实现条件，还可以实现部分价值的重估。

图 43、根据内含价值假设推导出三家保险公司 2011 年的目标投资收益率



资料来源：公司数据、国海证券研究所

安全边际充裕，估值优势明显

保险相对估值具有较明显优势

由于保险会计账目上的净资产没有体现保单有效业务价值，内含价值比净资产更能反映保险公司真实的净资产状况。

用 PEV 替代 PB，那么，保险股新的“市净率”只有 2.39 倍，在各大板块中处于相对较低的位置，仅比钢铁、银行的估值略高，向下的空间有限。

新会计准则使得保险的利润合理反映期间盈利状况，因而使 PE 有了一定的可比性。以 2010 年预测市盈率对比，保险行业市盈率 24.59，位于所有行业市盈率水平的中下游。

因此，从 PB 和 PE 两个角度看，保险股的优势比较突出，向下空间相对有限，随着盈利的提升，估值水平有回升的要求。

图 44、保险市净率仅高于黑色金属和银行

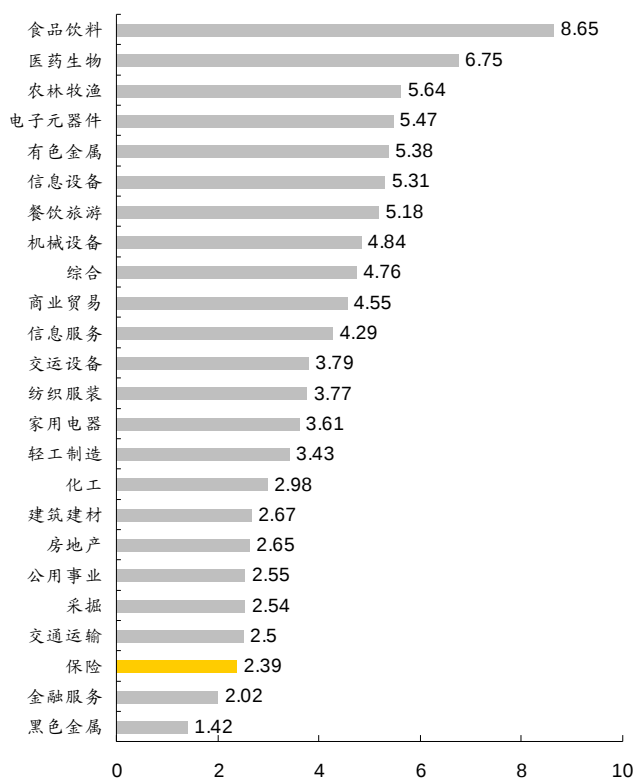
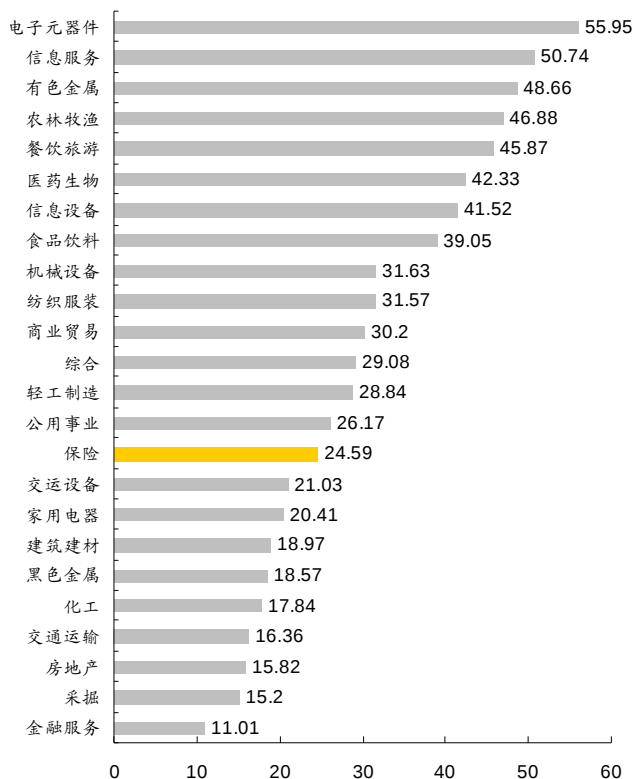


图 45、保险市盈率位于所有行业的中下游

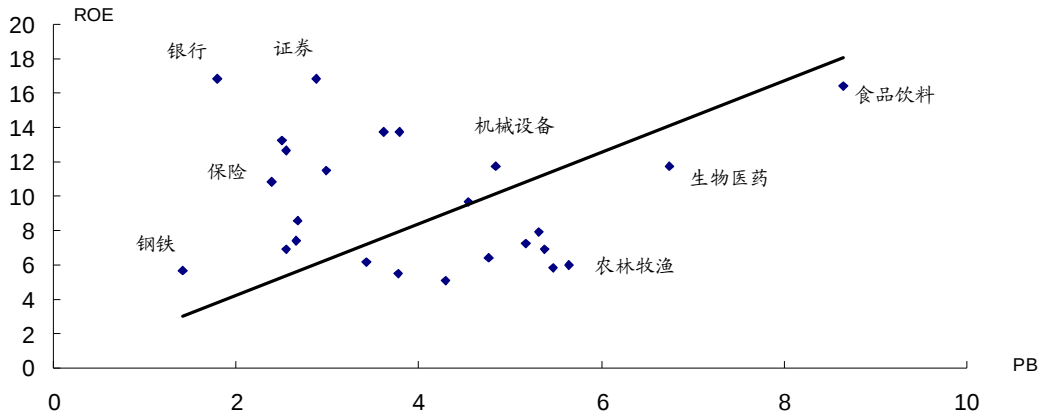


资料来源：Wind、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

结合 ROE 水平，以 ROE-PB 作为分割线，其中，保险的指标相应调整为 ROEV 和 PEV，可以看到，保险的位于分割线的上方，说明保险的低估值并不是由于盈利水平低下造成。

图 46、保险处于 ROE-PB 估值线的上方



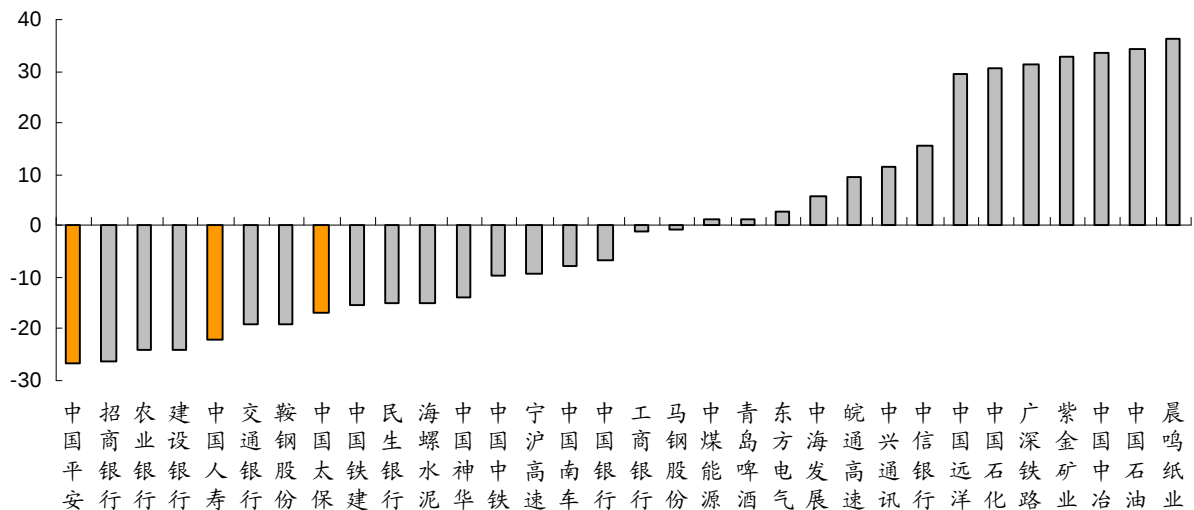
资料来源：Wind、公司数据、国海证券研究所

保險 AH 折价明显

从 AH 溢价的角度看，保险股的 A 股价格显著低于 H 股，其中，平安折价 26%，国寿折价 22%，太保折价 17%。

我们认为，A股更低的股价一方面为A股投资者带来更多的安全边际，另一方面根据“同股不同价取低值”的投资逻辑，在市场反转之际，A股价格存在更大的上涨需求。如果国际资金进入A股市场，折价最大的股票将首先受到资金的追捧，保险必将是首先受到关注的股票之一。

图 47、保险的 AH 溢价在所有的 AH 两地上市公司中位于低端



资料来源：Wind、公司数据、国海证券研究所

投资建议：加息暖风吹散渠道阴霾，给予强于大市的评级

随着利率提高 25 基点，债券收益率进一步走高，一方面可以缓解保险资金配置压力，另一方面提高当期利差水平，根据之前的分析，保险股价将随债券收益率同步上涨。

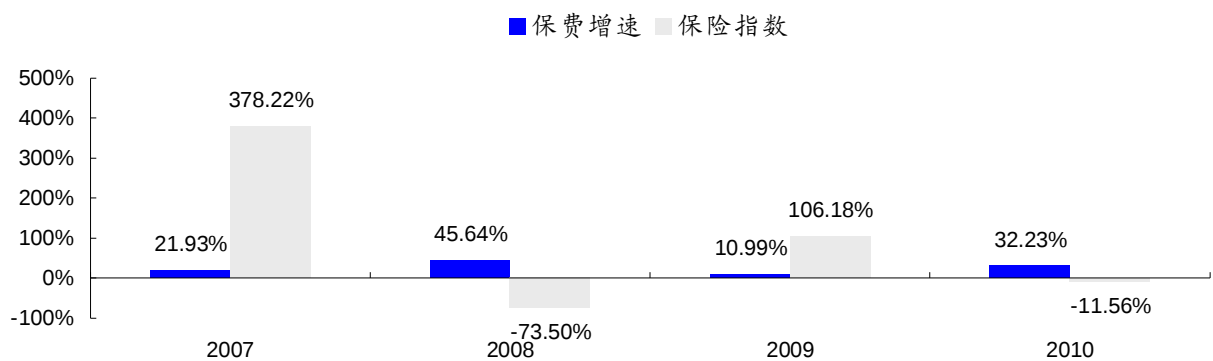
由于通胀预期难以在短期内得到抑制，加之 2.5% 的基准利率并不高，央行有进一步提高基准利率的动力和空间，债券收益率回暖使得保险公司投资环境不断趋好。

保险销售渠道在明年会遭遇挑战，银保、个险都面临监管压力，加之前期高速发展，保险需求阶段性回落。综合两方面因素，寿险保费在 11 年出现低速增长的可能性很大。

不过，对比过去四年经验，保费增速与保险股价涨跌之间没有直接关系，甚至表现为负相关。在保费增速较快的 08、10 年，股价表现不理想；股价涨幅较大的 07、09 年，保费增长相对较低。

换一个角度理解，规模保费减速，才能督促保险公司整顿现有渠道管理中诸多不规范操作，并进一步提高与银行的合作深度，反而有可能会变为深挖潜力，集中力量销售价值更高的保单的催化剂，化不利为有利，对行业的长期良性发展奠定基础。

图 48、保险增速与保险股价之间没有直接关系，甚至表现为负相关



资料来源：Wind、公司数据、国海证券研究所

三家保险公司中，国寿的市盈率最低，11/12 年 PE 只有 13/9 倍，其次是太保，为 17/12 倍，平安为 22/18 倍。

同样的，太保和国寿 11 年 PB 在 2.3-2.4 倍，估值更有优势，平安 PB 为 4 倍，略高于国寿和太保。平安 PEV 为 3.1 倍，与国寿和太保的差距缩小。

11/12 年，国寿隐含新业务乘数为 20/15 倍，太保为 29/19 倍，平

安为 36/25 倍，国寿具有较大的优势。

综合以上三点，三家保险公司中，国寿的估值优势最为明显，其次是太保，平安估值水平最高，享有综合金融平台及高效个人代理人渠道的溢价。

我们给予三家保险公司“增持”的评级，用 25 倍的新业务乘数估值，展望 2011 年：

- 1、中国人寿的合理估值 31.12 元，比当前股价有 37.72% 上涨空间；
- 2、中国平安的合理估值 86.04 元，比当前股价有 47.61% 上涨空间；
- 3、中国太保的合理估值 37.39 元，比当前股价有 63.34% 上涨空间。

表 2、国寿和太保市盈率低于平安

名称	本次评级	股价(元)	每股收益(元)					市盈率(x)			
		10-11-26	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
中国人寿	增持	22.84	1.16	1.12	1.79	2.44	19.63	20.34	12.78	9.37	
中国平安	增持	57.17	1.89	2.09	2.70	3.30	30.25	27.40	21.19	17.31	
中国太保	增持	23.11	0.87	0.89	1.36	1.83	26.65	26.03	17.00	12.60	
平均		34.37	1.31	1.37	1.95	2.52	25.51	24.59	16.99	13.09	

资料来源：Wind、公司数据、国海证券研究所

表 3、太保市净率最低，平安最高

名称	本次评级	股价(元)	每股净资产(元)					市净率(X)			
		10-11-26	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
中国人寿	增持	22.84	7.47	8.25	9.44	11.04	3.06	2.77	2.42	2.07	
中国平安	增持	57.17	11.57	12.59	14.45	16.74	4.94	4.54	3.96	3.42	
中国太保	增持	23.11	8.80	9.04	10.10	11.51	2.63	2.56	2.29	2.01	
平均		34.37	9.28	9.96	11.33	13.10	3.54	3.29	2.89	2.50	

资料来源：Wind、公司数据、国海证券研究所

表 4、国寿、太保 PEV 低于平安，国寿具有 NBM 优势

名称	本次评级	股价(元)	EV		PEV		VFNB		NBM	
		10-11-26	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
中国人寿	增持	22.84	10.09	10.83	2.26	2.11	0.63	0.83	20.34	14.51
中国平安	增持	57.17	16.73	18.70	3.42	3.06	1.16	1.61	34.78	23.94
中国太保	增持	23.11	9.09	11.60	2.54	1.99	0.47	0.59	29.57	19.53
平均		34.37	11.97	13.71	2.74	2.39	0.75	1.01	28.23	19.33

资料来源：Wind、公司数据、国海证券研究所

表 5、中国人寿 2011 年合理估值为 31.12 元

内含价值估值	人民币亿元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
A	寿险有效业务价值	642.90	843.93	1022.71	1252.82	1429.95	1663.76	1949.01
B	调整后净资产	1177.00	1681.75	1378.16	1599.48	1632.11	1868.58	2184.81
C=A+B	内含价值	1819.90	2525.68	2400.87	2852.30	3062.06	3532.34	4133.82
D	一年新业务价值	104.81	120.47	139.24	177.13	233.81	285.25	336.60
E	新业务倍数	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
F=D*E	新业务价值	2620.25	3011.75	3481.00	4428.25	5845.29	7131.25	8414.88
G=A+F	寿险评估价值	3263.15	3855.68	4503.71	5681.07	7275.24	8795.02	10363.89
H	非寿险业务净资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
I	非寿险业务净资产倍数	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
J=H*I	非寿险评估价值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
K=G+J	评估价值（元）	3263.15	3855.68	4503.71	5681.07	7275.24	8795.02	10363.89
L	总股本（亿）	281.65	282.65	282.65	282.65	282.65	282.65	283.65
M=K/L	每股评估价值（元）	11.59	13.64	15.93	20.10	25.74	31.12	36.54
N=C/L	每股内含价值（元）	6.46	8.94	8.49	10.09	10.83	12.50	14.57
O	每股有效业务价值（元）	2.28	2.99	3.62	4.43	5.06	5.89	6.87
P	每股一年新业务价值（元）	0.37	0.43	0.49	0.63	0.83	1.01	1.19
Q	隐含新业务倍数（X）	44.01	32.62	29.12	20.34	14.51	10.25	6.97
R	新业务价值/寿险评估价值	80.30%	78.11%	77.29%	77.95%	80.34%	81.08%	81.19%
S	隐含新业务价值增长		14.94%	15.58%	27.21%	32.00%	22.00%	18.00%
T	PEV	3.53	2.56	2.69	2.26	2.11	1.83	1.57
U	NBV/EV	5.76%	4.77%	5.80%	6.21%	7.64%	8.08%	8.14%
V	NBV/VIF	16.30%	14.27%	13.61%	14.14%	16.35%	17.14%	17.27%

资料来源：Wind、公司数据、国海证券研究所

表 6、中国太保 2011 年合理估值为 37.39 元

内含价值估值	人民币亿元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
A	寿险有效业务价值	67.06	140.15	181.03	260.03	324.03	402.11	495.81
B	调整后净资产	112.87	607.40	518.76	723.68	777.81	868.97	990.24
C=A+B	内含价值	179.93	747.55	699.79	983.71	1101.84	1271.08	1486.05
D	一年新业务价值	21.76	30.15	36.51	50.00	64.00	78.08	93.70
E	新业务倍数	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
F=D*E	新业务价值	544.00	753.75	912.75	1250.00	1600.00	1952.00	2342.40
G=A+F	寿险评估价值	611.06	893.90	1093.78	1510.03	1924.03	2354.11	2838.21
H	财险净利润	4.60	22.43	3.11	14.22	23.13	21.55	27.20
I	财险PE	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
J=H*I	财险评估价值	92.00	448.60	62.20	284.40	462.51	431.02	543.99
K	其他业务净资产	17.06	387.26	205.53	392.30	400.69	430.09	490.12
L	其他业务PB	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
M=K*L	其他业务评估价值	17.06	387.26	205.53	392.30	400.69	430.09	490.12
N=G+J+M	评估价值（元）	720.12	1729.76	1361.51	2186.73	2787.23	3215.23	3872.31
O	总股本（亿）	43.00	77.00	77.00	84.83	86.00	86.00	86.00
P=N/O	每股评估价值（元）	16.75	22.46	17.68	25.78	32.41	37.39	45.03
Q=C/O	每股内含价值（元）	4.18	9.71	9.09	11.60	12.81	14.78	17.28
R	每股有效业务价值（元）	1.56	1.82	2.35	3.07	3.77	4.68	5.77
S	每股一年新业务价值（元）	0.51	0.39	0.47	0.59	0.74	0.91	1.09
T	隐含新业务倍数（X）	37.40	34.23	29.57	19.53	13.84	9.18	5.35
U	新业务价值/寿险评估价值	89.03%	84.32%	83.45%	82.78%	83.16%	82.92%	82.53%
V	隐含新业务价值增长		38.56%	21.09%	36.95%	28.00%	22.00%	20.00%
W	PEV	5.52	2.38	2.54	1.99	1.80	1.56	1.34
X	NBV/EV	12.09%	4.03%	5.22%	5.08%	5.81%	6.14%	6.31%
Y	NBV/VIF	32.45%	21.51%	20.17%	19.23%	19.75%	19.42%	18.90%

资料来源：Wind、公司数据、国海证券研究所

表 7、中国平安 2011 年合理估值为 86.04 元

内含价值估值	人民币亿元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
A	寿险有效业务价值	192.91	432.78	438.43	523.84	641.89	789.45	966.53
B	调整后净资产	462.82	1070.32	790.16	849.70	976.49	1128.94	1316.60
C=A+B	内含价值	655.73	1503.10	1228.59	1373.54	1618.38	1918.39	2283.13
D	一年新业务价值	51.32	71.87	85.41	118.05	147.56	177.08	208.95
E	新业务倍数	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
F=D*E	新业务价值	1283.00	1796.75	2135.25	2951.25	3689.06	4426.88	5223.71
G=C+F	寿险评估价值	1475.91	2229.53	2573.68	3475.09	4330.95	5216.33	6190.24
H	财险净利润	5.82	14.84	5.05	6.75	16.42	27.39	35.13
I	财险PE	14.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
J=H*I	财险评估价值	81.48	222.60	75.75	101.25	246.32	410.86	526.89
K	银行净利润	0.71	15.37	14.44	10.80	14.20	13.40	17.07
L	银行PE	29.00	30.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
M=K*L	银行评估价值	20.59	461.10	216.60	162.00	212.98	201.07	255.98
N	证券净利润	6.09	14.92	5.50	10.72	11.99	19.68	17.79
O	证券PE	29.00	30.00	25.00	25.00	20.00	20.00	20.00
P=N*O	证券评估价值	176.61	447.60	137.50	268.00	239.73	393.55	355.71
Q	信托业务净利润	1.24	7.44	12.07	6.06	4.04	4.90	8.27
R	信托业务PE	19.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
S=Q*R	信托评估价值	23.56	148.80	241.40	121.20	80.85	98.04	165.47
T	集团评估价值	1778.15	3509.63	3244.93	4127.54	5110.82	6319.85	7494.28
U	总股本	72.45	73.45	73.45	73.45	73.45	73.45	73.45
V=T/U	每股评估价值（元）	24.54	47.78	44.18	56.20	69.58	86.04	102.03
W=C/U	每股内含价值（元）	9.05	20.46	16.73	18.70	22.03	26.12	31.08
X	每股有效业务价值（元）	2.66	5.89	5.97	7.13	8.74	10.75	13.16
Y	每股一年新业务价值（元）	0.71	0.98	1.16	1.61	2.01	2.41	2.84
Z	隐含新业务倍数（X）	67.93	37.51	34.78	23.94	17.49	12.88	9.17
AA	新业务价值/寿险评估价值	86.93%	80.59%	82.96%	84.93%	85.18%	84.87%	84.39%
AB	隐含新业务价值增长		40.04%	18.84%	38.22%	25.00%	20.00%	18.00%
AC	PEV	6.32	2.79	3.42	3.06	2.59	2.19	1.84
AD	NBV/EV	7.83%	4.78%	6.95%	8.59%	9.12%	9.23%	9.15%
AE	NBV/VIF	26.60%	16.61%	19.48%	22.54%	22.99%	22.43%	21.62%

资料来源：Wind、公司数据、国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归国海证券所有。