

深度报告

保险

推荐

保险行业 2011 年投资策略

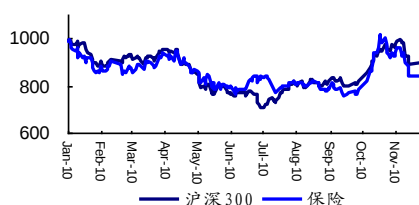
(维持评级)

2010 年 11 月 29 日

本报告的独到之处

- 从投资、承保、利润三个角度全面论述加息的具体影响程度。
- 指出 PE 低估的事实。

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：

《总量上限制银保规模，结构上加剧行业分化》——2010-11-8

《关于改革完善保险营销员管理体制的意见》快评：渠道改革初探，短期影响中性》——2010-10-25

《加息对保险业影响快评：上调回报率假设 40-50BP，估值提升 7%-12%》——2010-10-20

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

E-mail: tongcd@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040010

行业投资策略

受益于加息周期+安全边际

- 2011 年适度紧缩的货币环境已达成共识，保险行业受益于此。

从投资角度讲，有利于非权益类资产息率提高，进而提高总投资回报率；从会计利润角度讲，债券息率提高通过 750 日移动平均线，减少准备金计提，从而提高会计利润；从承保角度讲，尽管抑制承保增速，但三大支点将长期发挥作用。

- 投资：受益于加息周期，预计总收益率 4.9%-5.3%。

寿险行业负债久期远长于资产久期是固有的风险。当进入加息周期，息率上移带来超额收益；反之亦然。假设 2011 年中证 10 债指数隐含到期收益率在目前基础上提升 60bp 至 5.1%，则非权益类资产收益率提升 30bp 至 4.4%-4.6%，加上权益资产保守预计 8% 收益率，推算总投资收益率为 4.9%-5.3%。同时由于交易类债券占比低，债券浮亏对利润影响有限。

- 利润：加息通过 750 日均线提升净利润 30% 左右。

750 日均线是反应滞后的会计游戏。若不再加息，预计 2012 年该因素对净利润的影响才能由负转正；若继续加息，假设 2011 年债券收益率上行 60bp，则折现率将上升 18.9bp，提升净利润 16%-44%。

- 承保：保费增速趋于平稳，预计同比增长 20% 以上。

从历史经验看，投资收益高的年份承保相对困难，反之亦然。预计 2011 年在高通胀率预期下，寿险保单吸引力下降。增长主要源自三大动力：人口红利+财富增长+公共利益需求。考虑续期保单的叠加因素，预计寿险保费同比增长 16%-27%。产险三个支点：新车旺销+充足率提高+覆盖率提高，预计车险保费同比增长 25%，产险整体保费增长 22%-23%。

- 推荐：新业务倍数低于新业务价值增长+市盈率低于盈利增长。

三大保险公司目前股价隐含的 2011 年新业务倍数平均为 10-12 倍，而对应的一年新业务价值增长率 10.8%、26.4%、16.5%。目前股价隐含的 PE 平均为 18.4 倍，低于未来利润增速。在 ROA 保持不变，未来三年资产负债复合增长率 25% 的情况下，至少应给出 25 倍 PE。目前 A 股较 H 股折价处于历史高位，维持行业“推荐”评级。

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。

重点公司 2011 年盈利预测及投资评级

公司名称	股价 (元)	每股 NBEV (元)	EPS (元)	PE (X)	PB (X)	P/EV (X)	NBM (X)	评级
中国人寿	22.8	0.78	1.55	14.7	2.6	1.7	12.0	谨慎推荐
中国平安	57.2	2.64	2.93	19.5	3.4	1.8	9.9	推荐
中国太保	23.1	0.80	1.10	21.0	2.2	1.5	10.2	谨慎推荐
平均	-	-	-	18.4	2.7	1.7	10.7	-

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

保险行业受益于加息周期。理由是：

1. 投资受益于加息周期。因保险资金 80%左右配置在非权益类资产上，加息周期带动非权益类资产息率上升，从而提高投资收益率。
2. 利润受益于加息周期。加息会带来 750 日均线上升，准备金计提额减少和利润上升。
3. 虽然承保受制于加息周期，但三大支点带来的内生性增长强劲。

因新业务倍数低于新业务价值增长，且市盈率低于盈利增长，给予保险行业“推荐”评级。

核心假设

2011 年至少加息一次，长期债券利息收益率提升 60BP。

与市场预期的不同之处

市场担心货币紧缩导致股市下跌，保险公司投资回报率下降，进而估值下移。我们判断，2011 年政府将在保增长和防通胀之间平衡，加息力度是温和的。对保险行业整体影响正面。

市场认为，受 750 日均线下移的影响，准备金补提将导致业绩下降。我们认为，加息不仅缩短利润负面影响周期，而且会大幅提升当期会计利润。

市场认为保险行业不适合于 PE 估值。我们认为，尽管保险行业利润后置是行业固有的属性。但是随着续期保费占比的提升，保险公司的业绩有所释放，且有望跟随资产负债规模同步提升。即使从 PE 角度，股价仍有低估。

股价变化的催化因素

温和加息、750 日均线对利润产生正面影响、H 股大涨。

核心假设的主要风险

没有执行加息等货币紧缩政策，债券息率没有上升；过度紧缩导致股市下跌。

内容目录

投资受益于加息周期，总收益率 4.9%-5.3%	5
加息将提高非权益资产的边际收益率	5
加息带来的债券浮亏影响有限	6
若加息导致权益回报率下降，可降低配置比例	7
加息通过 750 日均线提升净利润 30%左右	8
承保增速趋于平稳，总保费增速 20%以上	9
高通胀率预期下，寿险保单吸引力下降	9
寿险增长三个支点：人口红利+财富增长+公共利益需求	9
预计 2011 年寿险总保费增长 20%以上	10
产险三个支点：新车旺销+充足率提高+覆盖率提高	11
估值具有安全边际	12
价值增长源于结构调整和区域扩张	12
垄断竞争格局稳定，行业壁垒与利润率相匹配	13
价值低估，维持行业“推荐”评级	14

图表目录

图 1: 保险固定收益类资产组合变化.....	5
表 1: 非权益类资产收益率	6
表 2: 中证 10 债指数走势预测	6
图 2: 中证 10 债净价指数值及隐含的到期收益率	6
表 3: 债券浮盈浮亏预测.....	7
表 4: 股票浮盈浮亏预测.....	7
表 5: 总投资收益率预测.....	8
表 6: 20 年期国债 750 日移动平均收益率季度变化	8
表 7: 750 日均线变化对税后净利润的影响	8
图 3: 人身险保费增长率与 CPI 走势	9
图 4: 万能险结算利率滞后于 5 年期存款利率走势.....	9
图 5: 我国人口结构变化.....	10
表 8: 人均收入增长低于人均 GDP	10
表 9: 寿险保费收入同比增长率预测.....	11
图 6: 预计 2011 年汽车拥有量增长 20%.....	11
表 10: 预计 2011 年产险保费同比增长 22%-23%.....	12
表 11: 综合成本率仍有下降空间	12
表 12: 国寿和太保价值增长主要源自期缴新单	13
表 13: 通过扩大件均提升产能仍有空间	13
表 14: 预计 2011 年一年新业务价值 10.8%-26.4%	13
表 15: 历年成立保险公司 2009 年盈亏统计.....	14
表 16: 寿险规模保费市场份额	14
表 17: 产险规模保费市场份额	14
表 18: 保险股相对估值	15
表 19: 保险股绝对估值	15
图 7: AH 股溢/折价	15

2011 年的关键词是适度紧缩。尽管经济学家对中国长期是否进入加息周期尚存争议，但对 2011 年相对紧缩的货币政策预期基本一致。面对适度紧缩的货币政策环境，从投资角度讲，有利于非权益类资产息率提高，进而提高总投资回报率；从会计利润角度讲，债券息率提高通过 750 日移动平均线，减少准备金计提，从而提高会计利润；从承保角度讲，尽管抑制承保增速，但三大支点将长期发挥作用，确保增速稳定在 20% 以上。以下分别从三个方面详细阐述。

投资受益于加息周期，总收益率 4.9%-5.3%

加息将提高非权益资产的边际收益率

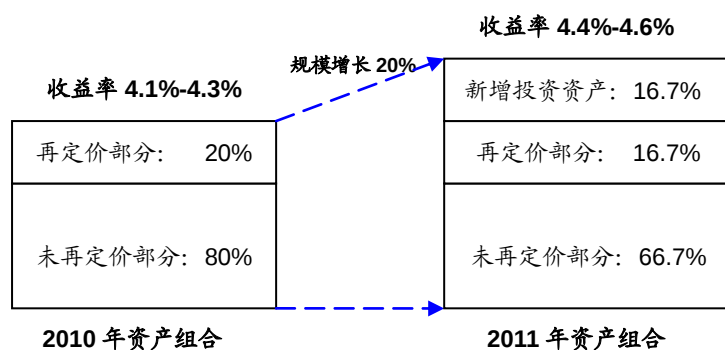
加息可以提高非权益资产的息率。保险行业尤其是寿险行业，负债久期（15 年以上）远远长于资产久期（5-8 年），需要持续进行再投资，这是中国保险业的固有风险。由于保险资金 80% 左右配置在非权益类资产上，当进入加息周期，由于息率逐步上移，再投资回报率递增，可以带来超额收益；反之，当进入降息周期，也会带来超额损失。

预计 2011 年非权益类资产收益率提升 30bp 至 4.4%-4.6%。假设 2010 年非权益类资产中的 20% 面临再投资，2011 年非权益类资产规模同比增长 20%，则 2011 年再投资+新增非权益类资产合计占比 1/3。目前中证 10 债指数（该指数与保险债券资产的久期和结构最为匹配）隐含的到期收益率为 4.5%，假设 2011 年提升 60bp 至 5.1%，则

“2011 年非权益类资产收益率=2010 年非权益类资产收益率*2/3+2011 年市场收益率*1/3=4.4%-4.6%。”

这一水平高于我们预计的 2010 年三大保险公司非权益类资产收益率 4.1%-4.3%，边际收益率递增将提升长期投资回报率。

图 1：保险固定收益类资产组合变化



注：2011 年组合收益率=2010 年组合收益率*2/3+2011 年市场收益率*1/3；再定价资产包括到期在投资和浮动利率部分资产；资产构成比例参照 2009 年平安年报附注推算。

资料来源：国信证券经济研究所

表 1: 非权益类资产收益率

	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
非权益类资产占比	84.6%	85.9%	85.3%	89.2%	88.5%	86.9%	88.1%	87.5%	85.9%
非权益类资产收益率	4.2%	4.3%	4.6%	4.0%	4.2%	4.5%	3.9%	4.1%	4.4%

注: 收益率=投资收益/(期初资产+期末资产)*2。中国平安收益率低于中国人寿原因是现金类资产占比高。

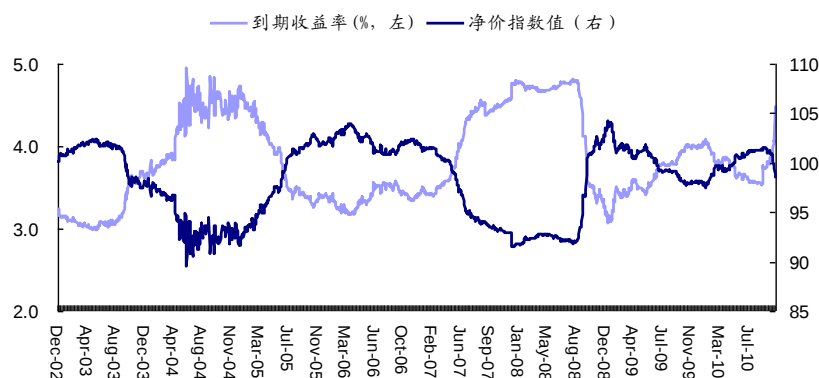
资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 2: 中证 10 债指数走势预测

	200812	200912	201006	201012E	201112E
沪深 300	1817.7	3575.7	2563.0	3575.7	3933.2
沪深 300 涨跌幅	-65.9%	96.7%	-28.3%	0.0%	10.0%
中证 10 债 (净价)	104.0	98.0	100.8	94.7	90.8
中证 10 债 (净价) 较年初涨跌幅	13.4%	-5.8%	2.9%	-3.4%	-4.1%
五年期存款 (利率)	3.6%	3.6%	3.6%	4.2%	4.8%
中证 10 债 (到期收益率)	3.1%	4.0%	3.6%	4.5%	5.1%

注: 中证 10 债指数由 7-10 年期债券构成, 其中包括 120 只企业债、32 只公司债、28 只金融债、19 只国债。02 年至今隐含的久期平均为 7.33 年。

资料来源: 中证指数有限公司、国信证券经济研究所

图 2: 中证 10 债净价指数值及隐含的到期收益率


资料来源: 中证指数有限公司、国信证券经济研究所

加息带来的债券浮亏影响有限

预计债券浮亏占净资产的 1.8%-3.1%。假设中证 10 债 2011 年隐含的到期收益率提升 60bp, 将导致指数净价下跌 4.1%。由于持有至到期资产不受净价波动影响, 占比规模较大的非传统险资产仅拥有投资收益的少数分配权 (绝大部分超额收益分配给客户), 导致浮亏对净资产的影响有限。我们测算的 2011 年三大保险公司受该因素影响, 净资产下降 1.8%-3.1%。其中, 中国太保因会计分类中持有到期资产占比高, 浮亏影响幅度最小。

预计债券浮亏占净利润的 0.3%-1.1%。不考虑可供出售类债券兑现浮盈/浮亏因素, 交易类债券市场价格的波动对净利润的负面影响幅度约为 0.3-1.1%。其中中国太保交易类债券极少, 对净利润影响最小。

表 3: 债券浮盈浮亏预测

单位: 百万	中国人寿		中国平安		中国太保	
	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
总投资资产	1,404,587	1,720,270	712,699	875,953	447,327	538,841
债券资产	655,536	851,876	423,994	514,804	244,633	288,796
债券资产/总投资资产	46.7%	49.5%	59.5%	58.8%	54.7%	53.6%
可供出售类债券	393,958	452,377	159,167	186,023	75,381	81,223
交易类债券	22,730	40,978	8,167	9,545	45	44
(可供出售类+交易类债券)/总债券资产	63.6%	57.9%	39.5%	38.0%	30.8%	28.1%
中证 10 债指数净价涨跌幅	-3.4%	-4.1%	-3.4%	-4.1%	-3.4%	-4.1%
可供出售类债券新增浮盈	-12,670	-17,737	-5,091	-7,234	-2,514	-3,282
交易类债券新增浮盈	-502	-1,335	-261	-371	-39	-58
新增浮盈小计	-13,172	-19,072	-5,352	-7,605	-2,553	-3,340
归属于股东税后浮盈/债券浮盈	36%	36%	44%	44%	42%	42%
计入净利润税后浮盈	-179	-476	-114	-161	-17	-25
计入净资产税后浮盈	-4,692	-6,794	-2,328	-3,308	-1,084	-1,418
当期净利润	33,068	43,928	16,860	22,460	6,661	9,618
期初净资产	211,072	219,840	84,970	112,159	74,651	80,542
计入净利润税后浮盈/当期净利润	-0.5%	-1.1%	-0.7%	-0.7%	-0.3%	-0.3%
计入净资产税后浮盈/期初净资产	-2.2%	-3.1%	-2.7%	-2.9%	-1.5%	-1.8%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

若加息导致权益回报率下降, 可降低配置比例

持续加息可能导致权益回报率下降。我们预计 2010 年和 2011 年底沪深 300 指数分别为 3576 和 3933 点, 即 2011 年上涨 10%。在 13.1%-14.7% 的权益占比假设下, 预计 2011 年股市上涨增加净资产 3.4%-3.6%。如果持续加息, 有可能导致权益回报率低于预期, 公司可通过降低配置比例来减少风险。

预计总投资收益率 4.9%-5.3%, 较 2010 年提升 80-110BP。假设公司权益类资产分红收益和浮盈兑现合计实现 8% 的收益率, 结合表 1 中非权益类资产收益率的预测, 2011 年三大保险公司总投资资产收益率 4.9%-5.3%, 较 2010 年 4.1%-4.2% 提升 80-110bp。

表 4: 股票浮盈浮亏预测

单位: 百万	中国人寿		中国平安		中国太保	
	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
总投资资产	1,404,587	1,720,270	712,699	875,953	447,327	538,841
权益资产	197,958	252,024	82,024	114,450	56,070	76,048
权益资产/总投资资产	14.1%	14.7%	11.5%	13.1%	12.5%	14.1%
可供出售类权益	189,595	235,970	74,782	101,500	55,041	73,957
交易类权益	8,363	16,053	7,068	12,777	1,030	2,091
沪深 300 指数涨跌幅	0.0%	10.0%	0.0%	10.0%	0.0%	10.0%
可供出售+交易类股票浮盈	0	21,428	0	9,339	0	6,403
归属于股东税后浮盈/债券浮盈	36%	36%	44%	44%	42%	42%
归属于股东税后浮盈	0	7,634	0	4,063	0	2,718
期初净资产	211,072	219,840	84,970	112,159	74,651	80,542
归属于股东税后浮盈/期初净资产	0.0%	3.5%	0.0%	3.6%	0.0%	3.4%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 5：总投资收益率预测

	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
权益类占比	15.4%	14.1%	14.7%	10.8%	11.5%	13.1%	11.9%	12.5%	14.1%
非权益类占比	84.6%	85.9%	85.3%	89.2%	88.5%	86.9%	88.1%	87.5%	85.9%
权益类收益率	17.9%	3.0%	8.0%	25.8%	3.0%	8.0%	22.5%	3.0%	8.0%
非权益类收益率	4.2%	4.3%	4.6%	4.0%	4.2%	4.5%	3.9%	4.1%	4.4%
总投资收益率	5.9%	4.1%	5.1%	6.1%	4.1%	4.9%	5.8%	4.2%	5.3%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

加息通过 750 日均线提升净利润 30%左右

750 日均线是反应滞后的会计游戏。750 日移动平均国债收益率是实际收益率的超远期平滑指标，2008 年降息的影响在 2010 年和 2011 年体现，导致传统准备金计提的增加。若不再加息，2011 年仍须补提准备金；若继续加息，不仅缩短利润负面影响周期，而且将大幅提升当期净利润。

在长债收益率上行 60bp 的假设下，2011 年提升净利润 30%左右。假设长债收益率上行 60bp，在不考虑风险溢价调整情况下，2011 年折现率将上升 18.9bp，准备金释放将提升净利润 16%-44%，提高净资产 3.2%-5.3%。中国人寿由于没有高利率传统保单，提升幅度最小。

表 6：20 年期国债 750 日移动平均收益率季度变化

	2010 年 11 月 26 日起国债收益率假设		
	维持在 20101126	维持在 20101126 水平	维持在 20101126 水平
	水平不变	+30bp 不变	+60bp 不变
季度变化（基点）			
2010Q1	4.3	4.3	4.3
2010Q2	-1.4	-1.4	-1.4
2010Q3	-6.6	-6.6	-6.6
2010Q4	-4.7	-3.7	-2.7
2011Q1	-1.3	1.1	3.4
2011Q2	-0.8	1.7	4.1
2011Q3	-3.5	-1.0	1.5
2011Q4	5.1	7.5	9.9
2011 全年	-0.4	9.2	18.9

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

表 7：750 日均线变化对税后净利润的影响

公司	中国人寿	中国平安	中国太保
测算依据	2010 中报	2009 年报	2010 中报
折现率下降 1 个基点			
对税后净利润的影响	-445	-333	-269
占 2010 年末净资产比重	-0.20%	-0.28%	-0.33%
折现率下降 0.4 个基点			
对税后净利润的影响	-199	-149	-120
占 2010 年末净资产比重	-0.09%	-0.12%	-0.15%
折现率上升 9.2 个基点			
对税后净利润的影响	4,106	3,076	2,483
占 2010 年末净资产比重	1.85%	2.54%	3.04%
折现率上升 18.9 个基点			
对税后净利润的影响	7,160	5,364	4,330

占 2010 年末净资产比重	3.23%	4.43%	5.30%
占 2011 年税后净利润比重	16.2%	22.9%	44.3%

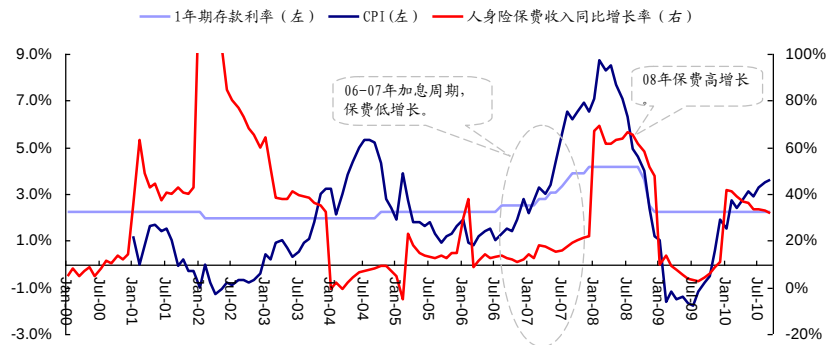
资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

承保增速趋于平稳，总保费增速 20%以上

高通胀率预期下，寿险保单吸引力下降

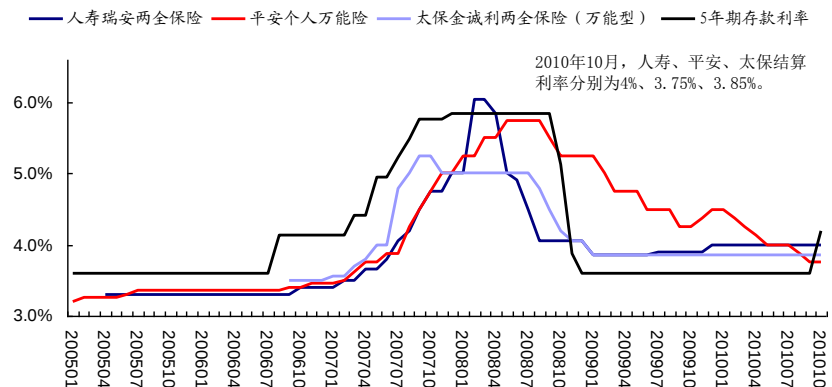
从历史经验看，承保和投资具有明显的跷跷板效应。即投资收益高的年份，承保相对困难；而保费滚滚而来的年份，投资又难做。比如，07 年保险资金投资收益率达 10.9%，但由于结算利率滞后且平滑，万能险和分红险的吸引力下降；而进入 08 年，尽管股市暴跌，投资收益率下降，但保费却激增，尤其是银保渠道产品大受追捧。展望 2011 年，虽然经济环境与 2007 年不能相提并论，但在高通胀预期下，保单吸引力可能有所下降，增长动力主要来自人口红利、财富增长和公共利益需求。

图 3：人身险保费增长率与 CPI 走势



资料来源：wind 资讯、国信证券经济研究所

图 4：万能险结算利率滞后于 5 年期存款利率走势



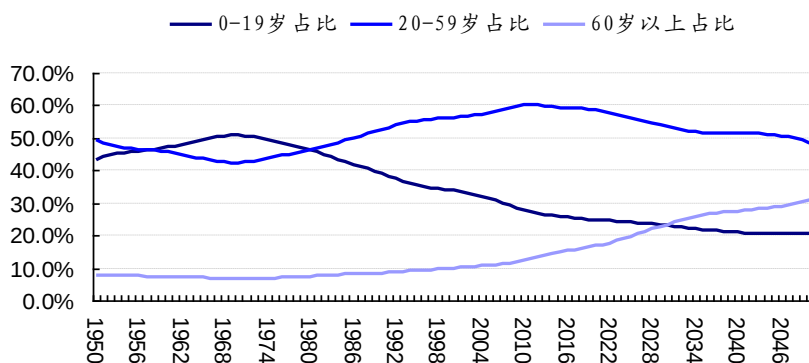
资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

寿险增长三个支点：人口红利+财富增长+公共利益需求

拥有财富的中年人保险意识正在逐步增强。2010 年我国处于人口红利末端，

20-59 岁人口占比 60%，2012 年开始逐渐下降，2033 年降至 52%。2010 年 60 岁以上人口占比 12.3%，2033 年升至 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，这部分人的保险意识逐步增强，将成为保费增长的核心力量。

图 5：我国人口结构变化



资料来源：联合国、国信证券经济研究所

公私财富再分配，家庭钱包增速超前。2000 年至 2009 年，我国城镇居民人均可支配收入复合增长率为 11.8%，农村人均纯收入复合增长率为 9.6%，明显低于人均 GDP 复合增长率 14%，个人未能充分分享经济增长的果实。但结构转型、居民收入倍增计划都将改变这一现象，在公私财富分配中，居民收入占比有望提升。

表 8：人均收入增长低于人均 GDP

单位：元	城镇人均	农村人均	人均	城镇人均可支配	农村人均纯
2000	6,280	2,253	7,858	79.9%	28.7%
2001	6,860	2,366	8,622	79.6%	27.4%
2002	7,703	2,476	9,398	82.0%	26.3%
2003	8,472	2,622	10,542	80.4%	24.9%
2004	9,422	2,936	12,336	76.4%	23.8%
2005	10,493	3,255	14,185	74.0%	22.9%
2006	11,760	3,587	16,500	71.3%	21.7%
2007	13,786	4,140	20,169	68.3%	20.5%
2008	15,781	4,761	23,708	66.6%	20.1%
2009	17,175	5,153	25,575	67.2%	20.1%
复合增长率	11.8%	9.6%	14.0%	-	-

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所

商业保险发展符合公共利益需求。保险保障机制不仅是政治的稳定器，也是经济的防护垫，这一点已在美国经济缓慢复苏中得到较好诠释。如果没有失业保险、社会保险、医疗保险等一系列全民普及的保险保障计划，就无法保证需求不再持续下滑，经济复苏也就需要更长的时间。这正是中国未来需要补充的，而完善的保险保障体系的建立，离不开商业保险公司的参与。健康险、养老险在政策支持下大力发展指日可待。

预计 2011 年寿险总保费增长 20%以上

预计三大保险公司 2011 年寿险总保费增长 16%-27%。受益于期缴占比提高，叠加效应确保 2011 年续期保费增长 20%-38%，在新单增速稍有回落的假设下，三大保险公司总保费仍维持较快增长。三大公司具有较好的市场代表性，预计全行

业保费增速在 20%以上。

表 9：寿险保费收入同比增长率预测

	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
期缴	12.2%	15.0%	10.0%	39.8%	45.0%	28.0%	98.2%	30.0%	20.0%
趸缴	-10.3%	5.0%	15.0%	55.2%	0.0%	15.0%	14.0%	50.0%	15.0%
短期险	6.7%	10.0%	10.0%	9.5%	5.0%	15.0%	—	—	—
新业务保费	-4.6%	7.7%	13.3%	43.0%	19.6%	21.7%	32.8%	43.3%	16.5%
续期保费	21.3%	22.0%	20.0%	22.1%	27.2%	32.3%	24.8%	42.0%	38.0%
总保费	3.9%	13.2%	16.1%	31.4%	23.5%	27.3%	29.6%	42.8%	24.7%

注：中国平安为规模保费同比增长率

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

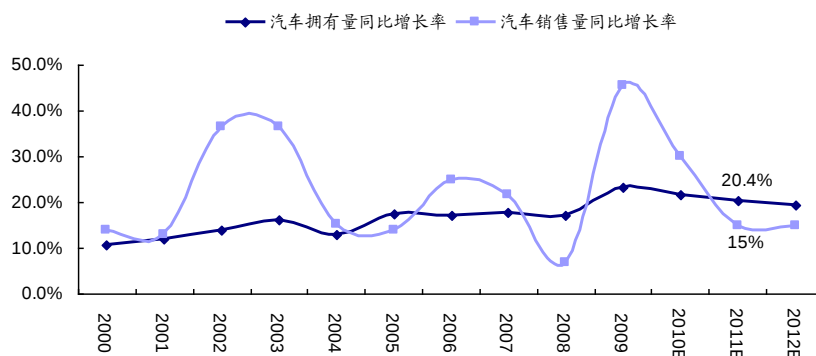
产险三个支点：新车旺销+充足率提高+覆盖率提高

预计 2011 年车险同比增长 25%。保守预计 2011 年新车销售 1500-1600 万辆，截至 2011 年底汽车保有量将同比增长 20%。加上行业自律，保费充足率提高，折扣率降低，带动单均保费上升。目前交强险保单覆盖率不足 50%，商业险远低于这一水平，未来有较大提升空间，但将是一个缓慢的过程。

预计 2011 年综合成本率继续下降。费用率具有显著的规模效应，赔付率受益于信息共享平台。目前车险平台上线已有 20 多个地区，未来将继续增加覆盖范围。信息共享平台有利于提升品质，因为定价更准，小案不报，出险频率下降。预计综合成本率在 2010 年上半年 94%-97%的情况下继续下降。

预计 2011 年产险保费同比增长 20%以上。由于车险占比 75%-82%，车险 25%的增长可确保产险总保费增长 18%-20%；非车险中的工程险和责任险具有增长潜力。工程险中的能源、化工、卫星、高铁，受政府投资拉动增速较快；责任险随着物权法、侵权责任法、环境污染责任法、公共火灾责任法陆续出台，将具有增长空间。综合考虑上述因素，预计 2011 年产险总保费同比增长 22%-23%。

图 6：预计 2011 年汽车拥有量增长 20%



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所

表 10: 预计 2011 年车险保费同比增长 22%-23%

	中国财险		中国平安		中国太保	
	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
同比增长率						
车险	30.0%	25.0%	60.0%	25.0%	50.0%	25.0%
非车险	20.0%	15.0%	26.2%	14.2%	25.0%	15.0%
总保费	27.1%	22.3%	52.0%	22.9%	43.6%	22.8%
占比						
车险	73.0%	74.6%	80.3%	81.7%	77.6%	79.0%
非车险	27.0%	25.4%	19.7%	18.3%	22.4%	21.0%
总保费	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

表 11: 综合成本率仍有下降空间

	中国财险		平安产险		太保产险	
	09H	10H	09H	10H	09H	10H
赔付率	67.8%	66.1%	58.20%	55.80%	60.5%	54.50%
费用率	35.7%	30.6%	43.00%	40.70%	37.0%	40.0%
综合成本率	103.5%	96.7%	101.20%	96.50%	97.5%	94.50%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

估值具有安全边际

价值增长源于结构调整和区域扩张

产品结构调整包括：提升期缴占比、提高件均保费。2010 年上半年中国人寿、平安寿险、太保寿险新业务价值分别增长 10.9%、43.9%、18.1%，其中人寿和太保的增长主要源于个险和银保期缴占比提升，平安增长主要源自产品件均保费的提高。预计 2011 年人寿和太保的增长动力依然源于趸缴转向期缴，并拉长整体缴费期限。平安增长有赖于件均保费继续提升和代理人队伍的小幅增长，这是因为提高人均件数的难度相对较大。

区域扩张包括：平安的二元战略和人寿、太保的大城市战略。平安的二元战略已在江苏、浙江试点 3 年有余，设立网点 1000 多个，但业务占比整体依然不高。预计 2011 年将加大资源投入，设立专门部门，列入机构考核权重，开发有针对性的产品，该项业务增速有望超过 30%。人寿和太保在一线城市市场份额下降的情况下，也分别提出有针对性的激励方案，收复失地，发展高价值量业务。

银保新规对价值影响有限。2009 年国寿、平安、太保银保新单占比分别为 71%、42%、67%，其中银保期缴新单占银保新单保费分别为 8.5%、1.1%、19.7%。由于银保内含价值贡献率一般为个险的 1/10，该项政策对一年新业务价值增长（NBEV）影响相对有限，其中对太保和人寿的影响大于平安。

预计三大保险公司 2011 年一年新业务价值增长 10.8%-26.4%。预计未来 3-5 年保险行业 NBEV 复合增长率 15%。2011 年国寿、平安、太保一年新业务价值分别同比增长 10.8%、26.4%、16.5%，折合每股一年新业务价值分别为 0.78 元、2.64 元、0.80 元。

表 12: 国寿和太保价值增长主要源自期缴新单

单位: 百万	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2009H	2010H	同比	2009H1	2010H1	同比	2009H1	2010H1	同比
首年期缴保费	23,233	28,863	24.2%	15,260	24,505	60.6%	6,785	9,263	36.5%
首年趸交保费	71,591	74,902	4.6%	18,161	17,425	-4.1%	13,251	22,828	72.3%
短期意外及健康险	7,074	7,811	10.4%	3,231	3,336	3.2%	—	—	—
首年保费	101,898	111,576	9.5%	36,652	45,266	23.5%	20,036	32,091	60.2%
续期保费	60,562	72,038	18.9%	37,269	47,828	28.3%	11,933	16,868	41.4%
总保费	162,460	183,614	13.0%	73,921	93,094	25.9%	31,969	48,959	53.1%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 13: 通过扩大件均提升产能仍有空间

	中国人寿	中国平安	中国太保
寿险营销员 (万人)			
200812	71.6	35.6	22.6
200912	77.7	41.7	25.4
201006	73.6	41.17	25.2
个险新单规模保费 (百万)			
2008	39,344	20,025	6,776
2009	34,664	27,781	7,763
2010H	18,917	23,991	4,940
人均新单规模保费 (元/月)			
2009	3,870	5,990	2,695
2010H	4,168	9,650	3,254

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 14: 预计 2011 年一年新业务价值 10.8%-26.4%

单位: 百万	2010E			2011E		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
调整后净资产	168,716	121,795	78,259	200,317	139,702	86,749
有效业务价值	151,364	76,631	33,214	180,897	96,833	41,763
一年新业务价值	19,818	15,980	5,911	21,965	20,202	6,888
内含价值	320,080	198,426	111,474	381,215	236,535	128,512
每股 EV	11.3	26.0	13.0	13.5	30.9	14.9
每股 NBEV	0.70	2.09	0.69	0.78	2.64	0.80
同比增长率						
调整后净资产	5.5%	28.7%	8.1%	18.7%	14.7%	10.8%
有效业务价值	20.8%	26.3%	27.7%	19.5%	26.4%	25.7%
一年新业务价值	11.9%	35.4%	20.3%	10.8%	26.4%	16.5%
内含价值	12.2%	27.8%	13.3%	19.1%	19.2%	15.3%
每股 EV	12.2%	22.8%	11.8%	19.1%	19.2%	15.3%
每股 NBEV	11.9%	30.1%	18.6%	10.8%	26.4%	16.5%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

垄断竞争格局稳定, 行业壁垒与利润率相匹配

市场集中度缓慢下降, 垄断竞争格局维持稳定。从 04 年至今, 前 5 大寿险公司市场份额从 86%下降至 74%、前 5 大产险公司市场份额从 87%下降至 75%, 市场集中度虽逐年下降, 但经历激烈竞争, 仍维持垄断竞争格局, 呈相对均衡状态。

利润率与行业壁垒相匹配, 下行空间不大。新会计准则虽改善了保单前期亏损的特征, 但由于前期网点投入、业务扩张消耗资本、规模效应不足, 难以盈利, 新公司仍面临漫长的亏损期。我们统计, 2004 年成立至今已经经营 5-6 年的 12 家保险

公司中，仍有 4 家亏损。行业高壁垒特征，并未因新准则而改变。而产险受益于行业秩序好转、信息共享平台建设，未来 3 年仍有望保持较好的承保盈利能力。另外，保险行业 ROE 不高(09 年股市大涨，人寿、平安、太保 ROE 分别为 15.6%、16.3%、9.9%，长期平均明显低于该水平)，并不属于暴利，行业利润率下降空间不大。

表 15: 历年成立保险公司 2009 年盈亏统计

成立时间	公司成立数量	2009 年亏损公司数量	亏损数量占比
2004	12	4	33.3%
2005	19	11	57.9%
2006	7	6	85.7%
2007	12	10	83.3%
2008	6	4	66.7%
2009	9	9	100.0%

注：统计范围仅包括可以查到 09 年利润的保险公司（不包括再保险、集团公司）

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

表 16: 寿险规模保费市场份额

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
中国人寿	46.9%	44.1%	45.3%	39.7%	40.3%	36.2%	32.5%
平安寿险	17.2%	16.1%	17.0%	16.0%	13.8%	16.2%	15.0%
新华人寿	5.9%	5.8%	6.6%	6.6%	7.6%	8.2%	9.1%
泰康人寿	5.5%	4.9%	5.1%	6.9%	7.9%	8.2%	8.5%
太保寿险	10.8%	9.9%	9.3%	10.2%	9.0%	8.3%	8.8%
前 5 大合计	86.3%	80.8%	83.3%	79.5%	78.5%	77.2%	73.9%
前 10 大合计	88.7%	83.9%	87.3%	85.4%	88.4%	88.5%	88.3%
中资合计	97.4%	91.1%	94.1%	92.0%	95.1%	94.8%	94.7%
外资合计	2.6%	8.9%	5.9%	8.0%	4.9%	5.2%	5.3%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

表 17: 产险规模保费市场份额

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
人保股份	58.1%	51.5%	45.1%	42.5%	41.6%	39.9%	38.7%
平安产险	9.5%	9.9%	10.7%	10.3%	10.9%	12.9%	14.8%
太保产险	12.3%	11.3%	11.5%	11.2%	11.4%	11.4%	12.8%
中华联合	5.8%	8.1%	9.5%	8.8%	7.8%	6.5%	4.9%
大地财产	1.4%	3.0%	4.0%	4.8%	3.9%	3.4%	3.4%
前 5 大合计	87.1%	83.7%	80.8%	77.6%	75.5%	74.1%	74.6%
前 10 大合计	93.1%	90.6%	88.0%	85.8%	85.1%	85.0%	85.7%
中资合计	98.8%	98.7%	98.8%	98.8%	98.8%	98.9%	99.0%
外资合计	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

价值低估，维持行业“推荐”评级

股价隐含新业务倍数低于一年新业务价值增长率。人寿、平安、太保目前股价隐含的 2011 年新业务倍数分别为 12.0 倍、9.9 倍、10.2 倍，对应的每股一年新业务价值增长率 10.8%、26.4%、16.5%。

股价隐含 2011 年市盈率 18.4 倍低于未来增长率。寿险行业具有会计利润滞后反应的特征，这一点虽在新准则执行后略有改善，但在现金净流入期依然明显。长期来看，盈利复合增长率将快于新增标保复合增长率。即使我们以市盈率来评估，公司价值依然低估。目前人寿、平安、太保股价隐含的 2011 年 PE 平均为 18.4 倍，

低于未来业绩增速。在 ROA 保持不变，未来三年资产负债复合增长率 25% 的情况下，至少应给出 25 倍 PE。

A 股较 H 股折价率处于最高点的 25%。目前人寿、平安、太保 A 股股价分别较 H 股折价 20%、25%、13%，处于历史最高点，虽然 H 股受资金成本低、流动性充裕、投资者追逐中国成长故事的影响，整体会有一定泡沫，但不能抹杀 A 股低估的事实。

维持行业“推荐”评级。假设寿险贴现率 10%-11%、长期投资回报率 5.2%-5.5%、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 35.1 元/股、101.2 元/股、35.1 元/股，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 18：保险股相对估值

公司代码	公司名称	股价 (元)	每股 NBEV (元)	每股 EV (元)	EPS (元)	BVPS (元)	PE (倍)	PB (倍)	P/EV (倍)	NBM (倍)	评级
601628	中国人寿	22.8	0.78	13.49	1.55	8.90	14.7	2.6	1.7	12.0	谨慎推荐
601318	中国平安	57.2	2.64	30.94	2.93	17.01	19.5	3.4	1.8	9.9	推荐
601601	中国太保	23.1	0.80	14.92	1.10	10.33	21.0	2.2	1.5	10.2	谨慎推荐
-	平均	-	-	-	-	-	18.4	2.7	1.7	10.7	-

注：预测数据均为 2011 年。资料来源：国信证券经济研究所

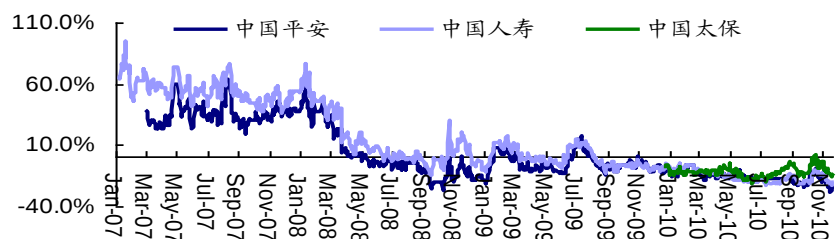
表 19：保险股绝对估值

	2009 年			2010E			2011E		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
贴现率假设	10.0%	11.0%	11.0%	10.0%	11.0%	11.0%	10.0%	11.0%	11.0%
长期投资回报率假设	5.5%	5.5%	5.2%	5.5%	5.5%	5.2%	5.5%	5.5%	5.2%
未来 5 年 NBEV CAGR	15.0%	18.0%	15.0%	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%	3.0%	3.0%	3.0%
新业务乘数 (倍)	24.1	23.5	20.9	24.1	23.5	20.9	24.1	23.5	20.9
每股寿险调整后净资产	5.7	5.5	2.8	6.0	6.9	4.0	7.1	8.3	4.6
每股寿险有效业务价值	4.9	8.3	3.2	6.0	10.0	4.0	7.1	12.7	5.1
每股寿险一年新业务价值	0.7	1.6	0.6	0.8	2.1	0.7	0.9	2.6	0.8
每股寿险内含价值	10.6	13.7	6.0	11.9	16.9	8.1	14.2	21.0	9.6
每股寿险评估价值	27.6	51.5	18.9	30.8	66.0	23.3	35.1	83.1	27.4
每股非寿险业务价值	0.0	11.9	7.5	0.0	16.1	7.0	0.0	18.1	7.7
每股价值	27.6	63.4	26.4	30.8	82.1	30.2	35.1	101.2	35.1
每股价值/股价	20.7%	10.9%	14.2%	34.9%	43.6%	30.8%	53.8%	77.0%	51.9%

注：非寿险中银行、证券、信托按 2 倍 PB 估值，集团净资产按 1 倍 PB 估值

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

图 7：AH 股溢价/折价



资料来源：WIND 资讯、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	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			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	陈玲	0755-82130646
谈焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
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
		童成敦	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	黄海培	021-60933150		
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
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		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	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		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	010-88005326				
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 骥	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	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	