

财产险行业 2011 年投资策略

优于大势

财险保费增速短期降低，长期无忧

维持评级

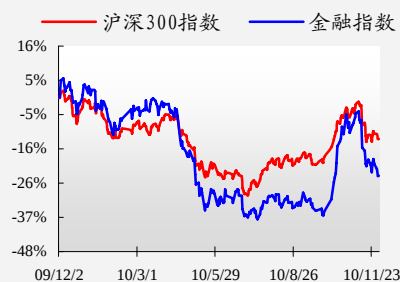
金融/保险：

发布时间：2010 年 12 月 2 日

投资要点：

- 2010 年前 10 个月，财产险市场保费迅速增长，整个行业保费收入为 3343 亿元，同比增长 31.69%。其中，中国人保、中国平安、中国太保和天平车险财产险保费增速分别为 24.9%、57.5%、46.1%和 76.3%。2010 年汽车销量旺盛，车险大幅度增长是推动财产险保费收入高速增长的原因。
- 2011 年之后，将有多项汽车消费刺激政策将到期，将于今年年底到期的刺激政策主要是购置税优惠政策、汽车下乡政策和以旧换新政策等。随着刺激政策退出，明年汽车销量难以再现大幅增长，同时将影响车险保费的增速，短期内车险保费收入增速将低于 2009 年及 2010 年。
- 新会计准则实施以后，财险公司承保实现了盈利，很多研究者认为是保险公司加强核保核赔，提高承保质量的结果，而忽视了新会计准则的变化。从中国平安、中国太保 2009 年中期及 2009 年底的情况看，2009 年中期，由于仍按旧会计准则，两家公司综合成本率分别是 108.4%和 101.5%，2009 年底由于按新准则编制报表，两家公司的综合成本率分别是 97.5%和 98.9%。而两家公司赔付支出和手续费及佣金支出在 2009 年下半年明显高于上半年，总成本率却有所下降，显然是准备金计提方式发生变化以后，已赚保费提升，造成综合成本率下降。保险行业加强监管、规范竞争秩序，减少承保中的“跑、冒、滴、漏”，固然能改善承保业务的盈利能力，但不足以使一个连续几年亏损的行业在短时期内盈利状况发生巨大改变。
- 财产保险大都以 1 年为期，在保险期间，非遇事故损失，就不予赔偿，期满时也不退还保险费，因此大部分财险保费是消费型险种，是不需要偿还的，而且这种保费是没有资金成本的。就存款业务来说，加息有利于提高财产险资金的投资收益。
- 新会计准则实施和经营环境大幅改善后，整个行业承保利润开始扭亏为盈。考虑到财险行业经营环境显著改善、承保扭亏为盈、财险业务盈利进入上升期，我们给予整个行业优于大市的评级。给予中国平安、中国太保“推荐”评级，给予天茂集团“谨慎推荐”评级。

走势图



重要公司

评级

中国平安	推荐
中国太保	推荐
天茂集团	谨慎推荐

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

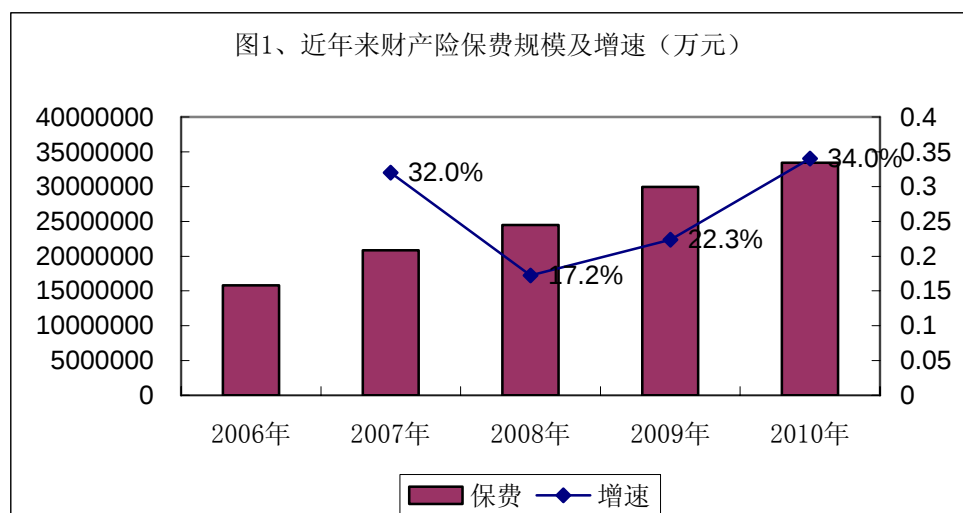
Email: zhaoxinan@sina.com

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

一、 财产险保费保持快速增长

2010年前10个月，财产险市场保费迅速增长，整个行业保费收入为3343亿元，同比增长31.69%。其中，中国人保、中国平安、中国太保和天平车险财产险保费增速分别为24.9%、57.5%、46.1%和76.3%。2010年汽车销量旺盛，车险大幅度增长是推动财产险保费收入高速增长的原因。



资料来源：东北证券

表1、各家财险公司保费增速

		2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
人保股份	保费	7,129,937	8,859,180	10,165,607	11,946,412	12,892,942
	增速		24.3%	14.7%	17.5%	24.9%
太保财	保费	1,812,269	2,343,304	2,781,678	3,422,795	4,264,351
	增速		29.3%	18.7%	23.0%	46.1%
平安财	保费	1,686,247	2,144,953	2,675,134	3,848,338	5,019,200
	增速		27.2%	24.7%	43.9%	57.6%
天平车险	保费	41,518	117,250	116,006	190,577	261,821
	增速		182.4%	-1.1%	64.3%	76.3%

资料来源：东北证券

表2、各家公司市场份额

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
人保	45.10%	42.50%	41.60%	39.90%	38.60%
太保财	11.50%	11.20%	11.40%	11.40%	12.80%
平安财	10.70%	10.30%	10.90%	12.90%	15.00%
中小保险公司	32.4%	35.4%	35.6%	35.2%	32.8%

资料来源：东北证券

二、长期趋势看，保费增长无忧

新兴市场国家良好的经济表现促进了新兴市场国家保险费用的增长。近年来，无论是寿险还是非寿险，新兴市场国家均表现出强劲增长的趋势，且增长的速度也均高于工业化国家。从1997~2008年实际平均增长率来看，工业化国家的非寿险实际平均增长率低于3%，而新兴市场国家的非寿险实际平均增长率则高于8%。国民经济的发展是保险业发展和结构升级的基础和源泉。我国的保险市场是新兴市场，它的发展与国际保险市场的发展规律相符合。随着国民经济平稳快速增长，国民财富得到积累，恩格尔系数稳步下降，使得我国保险业的保费收入保持着平均每年22.5%以上的增长速度，保险密度和保险深度逐年增长。

表3、我国非寿险市场发展趋势

	非寿险保费收入 (亿元)	非寿险保险密度 (元/人)	非寿险保险深度(%)
2000年	744.69	58.89	0.84
2001年	821.78	65.83	0.86
2002年	979.64	76.23	0.96
2003年	1210.91	89.16	1.04
2004年	1466.83	112.83	1.15
2005年	1683.06	128.31	0.92
2006年	2048.81	155.88	0.98
2007年	2572.01	194.84	1.04
2008年	3125.7	236.8	1.00%
2009年	3679.8	278.78	1.08%

资料来源：东北证券

就目前来看，我国非寿险市场同发达国家相比仍有很大的差距。当前，我国非寿险保费收入为338.1亿美元，占全球保险市场的比重为2.03%，非寿险保险密度和保险深度分别为25.5美元/人和1.04%，仅占全球平均额的10.2%和33.5%，与发达国家相比，占比更低。而我国GDP2009年已超过日本居世界第二位，并且保持较高的增长速度。

在市场经济环境下，经济规模越大，经济增长越快，居民收入水平越高，非寿险的需求就越大。居民收入水平决定了我国消费者的支付能力，非寿险产品消费者购买能力的大小直接决定了潜在保险需求转变向现实转变的深度和程度。消费者支付能力是影响非寿险市场需求的最重要因素。由于中国非寿险市场需求主体的保险支付能力有显著的提升，居民货币收入、企业规模与效益、缴费能力都有明显的增强，因此非寿险市场还有很大的增长空间。

表4、中国与世界其他国家非寿险保险密度计保险深度比较

	非寿险保险密度(美元/人)	非寿险保险深度(%)
美国	2164.4	4.7
英国	1383.2	3
日本	736	2.1
韩国	727.3	3.6

中国	25.5	1.04
俄罗斯	203.3	2.4
台湾	462.3	2.8
全球	249.6	3.1

资料来源：东北证券

表5、2007 年主要国家世界非寿险市场份额及排名（百万美元）

国家	保费收入	市场份额（%）	GDP(美元)	市场份额（%）
美国	651311	39.05	14204322.3	23.70
德国	120407	7.22	3652824.3	6.10
英国	113946	6.83	2645593.3	4.40
日本	94182	5.65	4909271.6	8.20
法国	81907	4.91	2853062.2	4.80
荷兰	66834	4.01	0.00	
加拿大	54805	3.29	1400090.7	2.30
意大利	54112	3.24	2293008.1	3.80
西班牙	43530	2.61	1604174.1	2.70
韩国	35692	2.14	929120.9	1.60
中国	33810	2.03	3860038.7	6.40
俄罗斯	28973	1.74	1607815.8	2.70

资料来源：东北证券

三、 短期受汽车销量降低的影响，保费收入有可能回调

1、汽车刺激消费政策的退出将影响车险保费收入

在财产保险保费收入中，车险保费占比较高，历年占比在60%--70%之间，车险的快速增长，为推动整个财产保险业务的发展创造了条件。特别是在2009年及2010年，随着我国刺激汽车消费政策的实施，汽车销量大幅度提高，带动了车险保费收入快速增长。从而提高了对整个财产险保费收入增速的贡献率。

表6、财险行业险种结构

占比	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
机动车辆保险	61.33%	60.60%	62.13%	67.9%	67.8%	65.9%	74.9%	69.4%
农业险	0.48%	0.61%	0.53%	0.3%	0.6%	0.5%	2.6%	4.5%
责任险	4.02%	4.73%	4.01%	3.0%	3.6%	4.0%	3.8%	3.3%
企业财产险	17.69%	15.74%	14.37%	12.2%	11.8%	9.3%	9.4%	8.5%
货物运输险	5.90%	5.36%	4.70%	4.2%	4.1%	3.8%	2.8%	2.9%
意外伤害险			2.60%	2.1%	3.7%	4.4%	3.1%	3.0%
特殊风险保险				1.7%	1.7%	1.5%	1.0%	1.2%

资料来源：东北证券

2009年以来汽车销量增速惊人，为促进经济发展，国家陆续出台了多项政策以支持汽车产业发展。2008年12月19日，国务院发布通知决定自2009年1月1日起实施成品油税费改革，取消原在成品油价外征收的公路养路费、六项收费。

2009年1月14日，国务院常务会议通过《汽车产业调整和振兴规划》，决定从2009年1月20日开始，对1.6升及以下排量乘用车减按5%征收车辆购置税；从2009年3月1日开始，国家安排50亿元，对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买1.3升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴；增加老旧汽车报废更新补贴资金；清理取消限购汽车的不合理规定；中央财政安排补贴资金，支持节能和新能源汽车在大中城市示范推广等。在此基础上，国家相关部委相继发布了相关细则，形成了购置税优惠、汽车下乡、以旧换新和新能源汽车示范推广补贴四大政策。

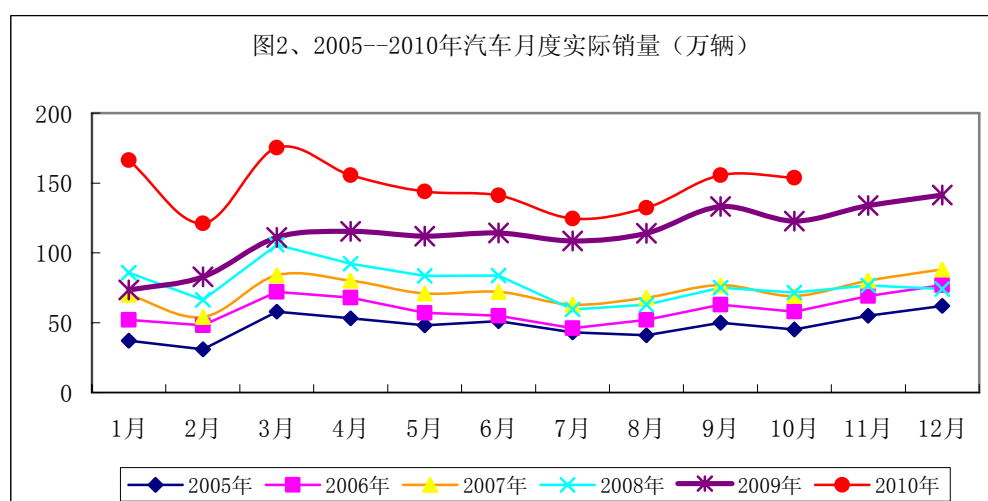
除上述这些政策以外，各地方政府也出台了相关配套政策，清理了一些不利于汽车产业发展的障碍。

表7、刺激车险消费政策

政策	主要影响车型	发布或生效时间	计划退出时间
成品油价格与税费改革	大部分车型	2009年1月	无
购置税优惠	1.6L以下乘用车	2009年1月	2010年12月
汽车下乡	交叉乘用车、轻微卡	2009年3月	2010年12月
以旧换新	大部分车型	2009年6月	2010年12月
新能源示范推广补贴	多种新能源车	2009年2月	-
私人购买新能源汽车补贴	新能源乘用车	2009年6月	2012年12月
节能产品补贴	1.6L以下节能乘用车	2010年6月	-

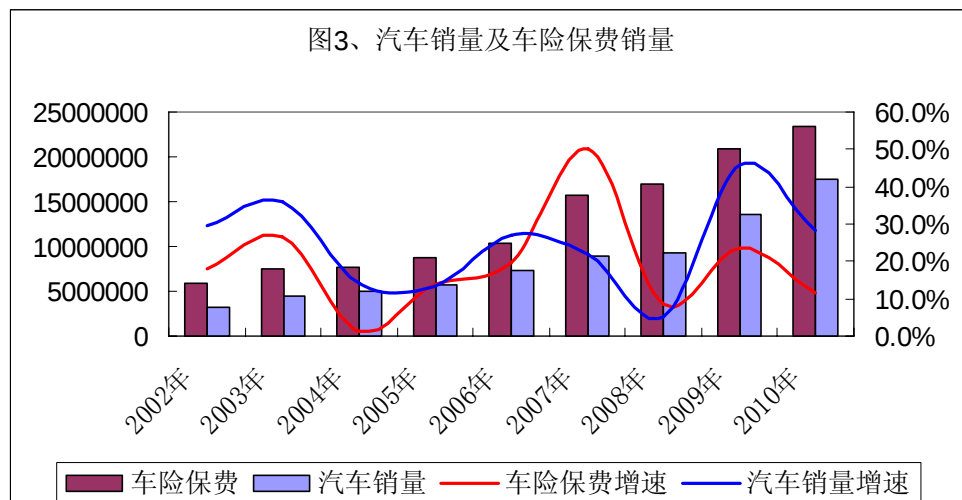
资料来源：东北证券

这些政策对实现汽车销量的快速增长功勋显赫。2009年汽车销量达到1364万辆，同比增长46.15%，创出历史最高增速。在此基础上，虽然月度销量有所波动，但在后续政策的刺激下，2010年汽车销量有望达到1800万辆，同比增长31%。



资料来源：东北证券

汽车销量大增刺激车险消费需求，2009年及2010年前10个月车险保费分别为2095亿元和2339亿元，同比增速分别为23%和34%。



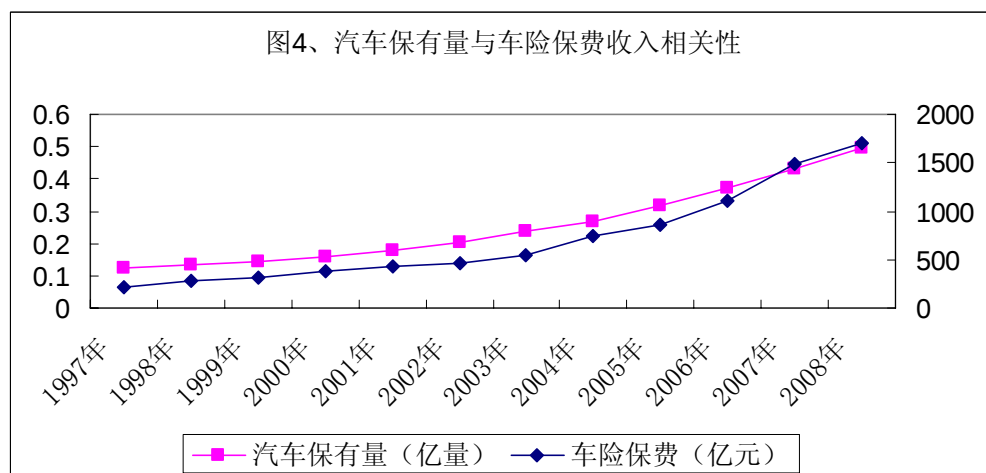
资料来源：东北证券

2011年之后，将有多项汽车消费刺激政策将到期，将于今年年底到期的刺激政策主要是购置税优惠政策、汽车下乡政策和以旧换新政策等。随着刺激政策退出，明年汽车销量难以再现大幅增长，同时将影响车险保费的增速，短期内车险保费收入增速将低于2009年及2010年。

2、长期看车险业务发展前景较广

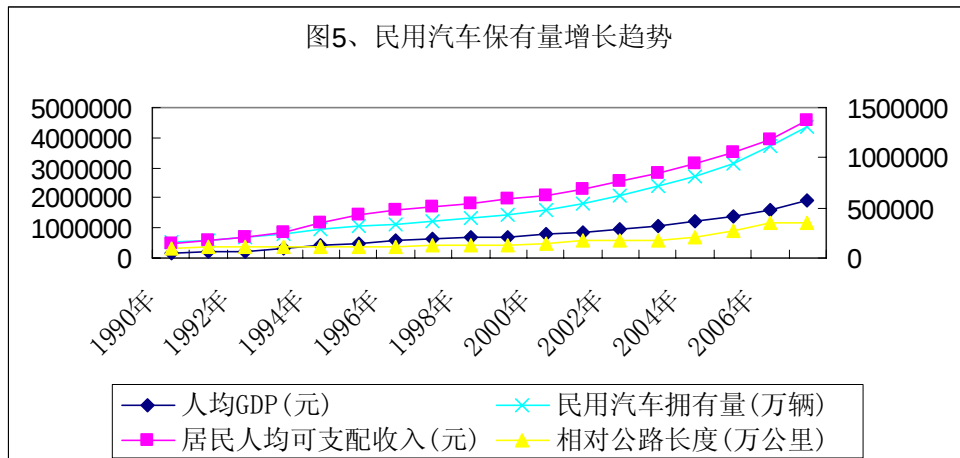
尽管目前车险行业竞争激烈，但从长期来看，我国车险行业市场空间巨大，依旧有较好的发展前景。我国汽车保有总量目前虽然在世界上排名较高，但人均汽车保有量还比较低，汽车保有量还有较大的发展空间。

汽车保有量与车险保费收入之间具有高度的相关性。随着汽车保有量增加，投保车辆会随之上升，因此车险保费收入也随之增加。因此，虽然目前车险行业竞争激烈，但市场空间还很大。车险保费收入还会保持较快的发展速度。



资料来源：东北证券

图5、民用汽车保有量增长趋势



资料来源：东北证券

表8、人均汽车保有量对比

国家	汽车保有量(辆)	人口(人)	人均保有量(辆/人)
美国	250000000	301620000	0.83
加拿大	24600000	32980000	0.75
日本	79142800	127770000	0.62
西班牙	27613145	44880000	0.62
法国	37212000	61710000	0.60
英国	34457011	61030000	0.56
比利时	5817452	10630000	0.55
荷兰	8882000	16380000	0.54
德国	44180519	82270000	0.54
韩国	17480000	48530000	0.36
中国	49750000	1319980000	0.04

资料来源：东北证券

3、电话直销模式，将降低销售费用，提高车险利润率，

汽车经销商、维修商代理模式是车险营销的主要模式，主导车险市场80%的市场份额。几乎垄断了汽车保户特别是近年来迅速增长的信贷购车客户。

保险公司出于扩大市场占有率的动机，往往需要借助汽车经销商来销售车险，因而给予汽车经销商大量回扣，保费的大部分都被汽车经销商拿走了。一般的汽车经销商可以得到保费的20%—30%。保险企业各车险业务的竞争缺乏差异性，产品严重同质化，为了扩大市场占有率，分摊车险费用，不同保险企业之间盲目开展了价格战，造成大多数保险公司车险经营成本超过100%，即成本支出大于保费收入，车险业务亏损。

表9、保险代理机构保费及手续费收入

单位：亿元

	保费收入	手续费收入	费用率
中介机构	8043.5	720.02	8.95%
保险兼业代理机构	2240.02	107.58	4.80%
银行	1410.2	45.32	3.21%

邮政	300.14	9.72	3.24%
铁路	4.49	0.43	9.58%
航空	2.06	0.39	18.93%
车商	192.51	19.45	10.10%
其它	332.63	32.27	9.70%
保险代理公司	269.7	33.53	12.43%
保险经纪公司	245.34	26.5	10.80%
保险营销员	5288.44	470.32	8.89%

资料来源：东北证券

中介机构掌握着客户的真实信息，阻碍了保险公司与客户之间的沟通交流，妨碍了保险公司掌握真实的市场和需求信息。为了掌握市场和客户信息，为了增强市场和客户控制力，为了提升服务能力，财产保险公司越来越重视发展以电话销售为主的自有直销渠道。

在车险业务方面开展直销业务模式，可以节省销售费用。展望2011年，尽管汽车销售量同比会有所下降，但汽车保有量规模将增加，保险公司可以绕过汽车经销商对客户开展电话销售，有利于降低销售成本，提高保单的利润率。

四、新会计准则的影响

1、新会计准则提高了盈利能力

对财险而言，新会计准则规定未到期责任准备金采用未赚保费法：

$$[(\text{总保费} - \text{首日费用}) \times \text{未到期天数} / 365 \text{ 或 风险分布法}] + \text{充足性测试所需保费不足准备金}$$

新准则改变了未到期准备金的提取方法，相比旧准则，新准则扣除了首日费用（包括手续费及佣金支出、营业税金及附加、保险保障基金、监管费等费用）。因此，未到期责任准备金减少，保险公司的已赚保费便增加。在赔付支出和费用支出不变的情况下，已赚保费增加意味着承保利润增加。

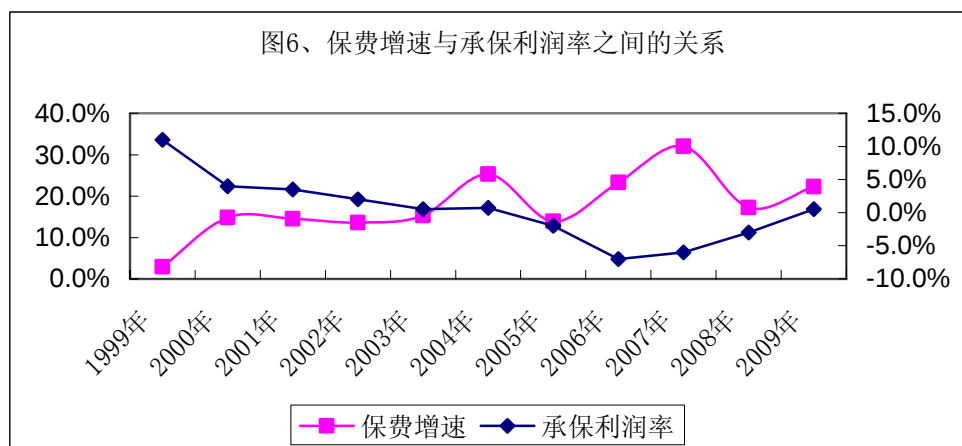
通常来说，每张保单的保费由三部分构成，即该项保险业务的纯风险保费部分、费用附加部分和利润附加部分。按照未到期责任准备金的提转原则应主要对上述三个部分中的纯风险保费部分和利润附加部分进行提转，而费用附加部分，尤其是与保单直接相关成本部分由于在保费收入实现时已全部支出，故不应进行准备金提转。这样，扣除保单直接相关成本为基数提取未到期责任准备金，当期准备金提取基数减少，当期确认的收入会对当期发生的直接成本进行有效覆盖。准备金适当修正后，收入费用匹配程度相应提高，由于增长导致的评价失当问题也得到有效解决。

在新的准备金计量方式下，财产险行业的准备金将在原有的准备金计量准则基础上有一定程度的下降。各产险公司未到期责任准备金的期末余额将在原有基础上下降约15%~

20%左右，准备金是负债，负债减少便意味着净资产增加。

由于会计处理方式不同，旧准则下保费增长对净利润的拉动作用非常微小，但在新准则下，保费增长将为净利润带来更高的推动。

当期费用不得递延的问题得以解决，使公司的利润在一定程度上更加能够真实反映公司当年的业绩。特别是在财险公司的财务报表上，公司业绩的提升最为明显，其最终改变后的结果也与港股中公布的结果相当。也彻底的解决了中国保险业目前存在的只要保费高速增长，财务报表就极有可能亏损的现状。



资料来源：东北证券

表10、旧会计准则下财险公司利润释放过程

	保费收入	未到期责任准备金	已赚保费	综合赔付	费用	承保利润
1月	10	0.42	9.58	6.23	3.1	0.25
2月	10	1.25	8.75	5.69	3.1	-0.04
3月	10	2.08	7.92	5.15	3.1	-0.33
4月	10	2.92	7.08	4.6	3.1	-0.62
5月	10	3.75	6.25	4.06	3.1	-0.91
6月	10	4.58	5.42	3.52	3.1	-1.20
7月	10	5.42	4.58	2.98	3.1	-1.50
8月	10	6.25	3.75	2.44	3.1	-1.79
9月	10	7.08	2.92	1.9	3.1	-2.08
10月	10	7.92	2.08	1.35	3.1	-2.37
11月	10	8.75	1.25	1.81	3.1	-3.66
12月	10	9.58	0.42	1.27	3.1	-3.95
合计	120	60	60	41	37.2	-18.2

资料来源：东北证券

表11、新会计准则下财险公司利润释放过程

	保费收入	未到期责任准备金	已赚保费	综合赔付	费用	首日利得
1月	10	0.29	9.71	6.23	3.1	0.38
2月	10	0.86	9.14	5.69	3.1	0.35

3 月	10	1.44	8.56	5.15	3.1	0.31
4 月	10	2.01	7.99	4.6	3.1	0.29
5 月	10	2.59	7.41	4.06	3.1	0.25
6 月	10	3.16	6.84	3.52	3.1	0.22
7 月	10	3.74	6.26	2.98	3.1	0.18
8 月	10	4.31	5.69	2.44	3.1	0.15
9 月	10	4.89	5.11	1.9	3.1	0.11
10 月	10	5.46	4.54	1.35	3.1	0.09
11 月	10	6.04	3.96	1.81	3.1	-0.95
12 月	10	6.61	3.39	1.27	3.1	-0.98
合计	120	41.4	78.6	41	37.2	0.4

资料来源：东北证券

2、新会计准则降低了赔付率和费用率

在新的准备金计量原则下，未到期责任准备金的调整将直接影响已赚保费的计算结果，由于提取未到期准备金减少，已赚保费收入上升，将导致综合赔付率、综合费用率下降，从而使承保利润率上升。

综合费用率 = (业务管理费 + 手续费及佣金支出 + 分保费用 + 营业税金及附加 - 摊回分保费用) / 已赚保费 × 100%

综合赔付率 = (赔款支出 + 提取未决赔款准备金 + 分保赔款支出 - 摊回分保赔款 - 摊回未决赔款准备金) / 已赚保费 × 100%

2009年末，实行新会计准则后，全行业综合赔付率下降了2.3个点，综合费用率下降了1.3个百分点左右。综合成本率合计下降了3.6个百分点。

新会计准则实施以后，财险公司承保实现了盈利，很多研究者认为是保险公司加强核保核赔，提高承保质量的结果，而忽视了新会计准则的变化。从中国平安、中国太保2009年中期及2009年底的情况看，2009年中期，由于仍按旧会计准则，两家公司综合成本率分别是108.4%和101.5%，2009年底由于按新准则编制报表，两家公司的综合成本率分别是97.5%和98.9%。而两家公司赔付支出和手续费及佣金支出在2009年下半年明显高于上半年，总成本率却有所下降，显然是准备金计提方式发生变化以后，已赚保费提升，造成综合成本率下降。保险行业加强监管、规范竞争秩序，减少承保中的“跑、冒、滴、漏”，固然能改善承保业务的盈利能力，但不足以使一个连续几年亏损的行业在短时间内盈利状况发生巨大改变。

新会计准则实施以后，财产险公司的盈利能力大幅度提升，保费增长越快，保险公司的承保业务盈利能力越强，这个时候，整个行业很可能又回到恶性竞争、粗放经营的状况，保单价格下降，承保费用上升。保险公司的综合成本率会有所反弹。

表12、中国平安、中国太保综合成本率变化趋势

		2006 年	2007 年	2008 年	2009 年中期	2009 年	2010 年
太保	综合成本率	99.9	99.9	103.4	101.5	97.5	94.5
	综合赔付率	60.4	59.7	65.6	63	61	54.5
	综合费用率	39.5	40.2	37.8	38.5	36.5	40
	承保利润率	0.1	0.1	-3.4	-1.5	2.5	5.5
平安	综合成本率	101.8	101.8	104	108.4	98.9	96.5
	综合赔付率	63.9	61.1	68.1	61.7	57	55.8
	综合费用率	37.9	40.7	35.9	46.7	41.9	40.7
	承保利润率	-1.8	-1.8	-4	-8.4	1.1	3.5

资料来源：东北证券

表13、中国平安、中国太保2009年上半年及下半年赔付支出及费用支出对比

	中国平安			中国太保		
	2009 年中期	2009 年	上半年占比	2009 年中期	2009 年	上半年占比
保费收入	18,764	38,774	48.4%	18,656	34,289	54.4%
已赚保费	12,012	28,507	42.1%	11,382	24,910	45.7%
赔付支出	7,928	16,418	48.3%	8,781	17,753	49.5%
手续费及佣金支出	2,293	4,754	48.2%	1,621	3,194	50%
业务及管理费	2,526	6,541	38.6%	3,153	6,554	48.1%

资料来源：东北证券

3、新会计准则改变了财险公司盈利模式

从财产险业务的盈利模式来看，其利润来源主要是承保利润和投资利润，分别以综合成本率和投资收益率进行衡量。在普遍预期投资收益下降的情形下，产险公司的综合成本率以及与此相关联的公司治理情况，成为衡量企业利润会否进一步受到影响的一个关键性因素。

一般讲，保险公司主要通过以下三种模式实现盈利：（1）承保呈现利润，投资呈现利润，从而形成了保险公司整体较好的盈利性；（2）承保呈现轻微亏损或者盈亏平衡，而投资呈现利润，从而形成了保险公司整体的盈利性；（3）承保业务呈现亏损，而投资呈现盈利能够弥补承保带来的亏损，总体上使保险公司出现盈利性。

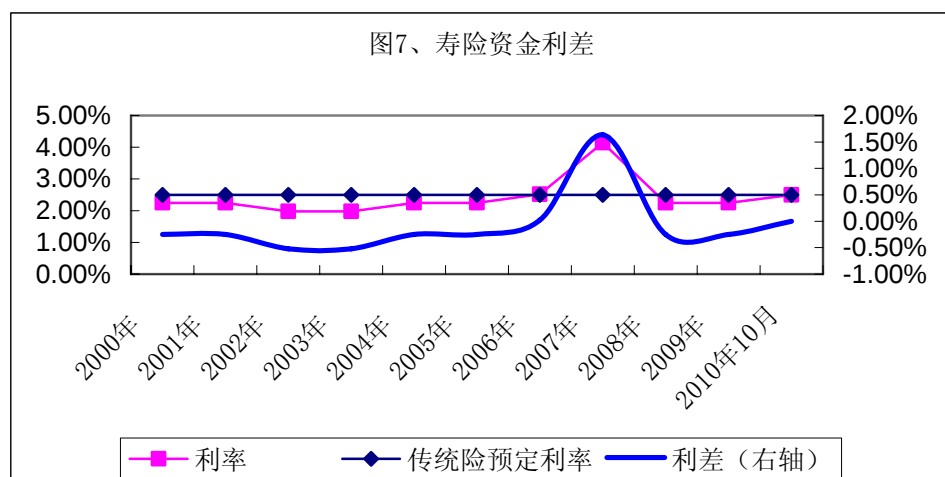
新会计准则使财险险的综合成本率降低，提高了承保利润率。当承保业务盈利时，浮存金的成本是一个负值，如果保险公司能获取承保收益，则意味着浮钱比免费的钱还要好，因为这意味着我们免费拿着别人的钱却获得了报酬。此时，只要投资收益率达到平均水平，保险公司都会赚取比平均收益率更高的利润。因此，新会计准则改变了财险公司盈利模式，提高了综合盈利能力。

五、加息有利于财产险提高投资收益

财产险是消费型险种，无资金成本。

人寿险中的终身保险，如果被保险人没有因退保或欠缴保费致使合同失效，那么，每张合同最终都要偿付保险金，因为每个人都是要死亡的。因此大多数寿险保费都是负债，而且这种负债还有资金成本（这种资金成本对传统险来说是2.5%的预定利率，对分红险来说是一年一度的分红率，对万能险来说是结算利率）。但财产保险大都以1年为期，在保险期间，非遇事故损失，就不予赔偿，期满时也不退还保险费，因此大部分财险保费是消费型险种，是不需要偿还的，而且这种保费是没有资金成本的。就存款业务来说，加息有利于提高保险资金的投资收益。

但寿险是有资金成本的，并且寿险的资金成本在加息环境下是逐渐提升的（特别是银保渠道的分红险、万能险），因此，在加息初期，寿险资金的利差虽然会有所扩大，但到中后期随着寿险资金成本的提升，将吞噬加息初期产生的收益。财产险是消费型险种，无资金成本，因此加息将提高提高财险资金在存款业务方面的投资收益。



资料来源：东北证券

六、行业评级及公司估值

1、行业评级

新会计准则实施以后，使我国财险公司的会计计量方法更加合理，利润能够真实体现。在保费高速增加的趋势下，财险公司的净利润将大幅增长。太保财险和平安财险在上半年达到了更高的保费增速。因而中报财险利润会有非常明显的改善。

根据同业数据，2010年上半年财险业实现承保利润39.64 亿元，实现承保盈利的公司24家，而2008 年上半年财险业承保亏损78 亿元。可见，财险行业在经历2004-2008 年连续5 年

亏损后，2009 年开始走出低谷，新会计准则实施和经营环境大幅改善后，整个行业承保利润开始扭亏为盈。考虑到财险行业经营环境显著改善、承保扭亏为盈、财险业务盈利进入上升期，我们给予整个行业优于大市的评级。

表14、财险公司净利润比较

单位：百万元

	2010 年中期	2009 年中期	同比
太保	1,521	643	136.5%
平安	1,088	-25	4452.0%
人保	2,645	80	3206.3%
天平车险	103	8.83	1066.5%

资料来源：东北证券研究咨询分公司

2、公司估值

随着财险行业经营环境大幅改善，我们认为中国太保、中国平安财险业务估值提升空间较大。考虑到太保财险和平安财险较强的盈利能力和良好的成长性，我们认为A股上市保险公司的财险业务估值明显偏低。改用PE方法来对财险业务进行估值，而不是按PB 方法。

表15、中国平安和中国太保的估值水平

百万元/百万股

	2010 年中期	股份	EPS (元)	PE	股价 (元)	市值
太保	1521	8600	0.35	15	5.31	45630
平安	1088	7345	0.30	15	4.44	32640

资料来源：东北证券

(1) 中国太保估值

在财险业务15倍PE,寿险业务25倍新业务倍数的假设下，公司估值为32.7元。维持“推荐”评级。

表16、中国太保估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.75%--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	16,000	22,528	29,299	35,990	42,650
调整后净资产	84,260	84,260	84,260	84,260	84,260
内含价值	100,260	106,788	113,559	120,250	126,910
每股内含价值	11.7	12.4	13.2	14	14.8
一年期新业务价值	4,430	5,150	5,897	6,658	7,379
每股新业务价值	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
财险业务 (15PE)	45,630	45,630	45,630	45,630	45,630
财险业务每股价值	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
每股估值	29.51	32.71	36.01	39.31	42.61

资料来源：东北证券

(2) 中国平安估值

在财险业务15倍PE,寿险业务25倍新业务倍数的假设下，公司估值为79元。维持“推荐”

评级。

表17、中国平安估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.5%--5.5%	50bp	100bp
有效业务价值	44,230	59,830	75,621	90,260	104,830
调整后净资产	118,258	118,260	118,367	118,439	118,470
内含价值	162,488	178,090	193,988	208,699	223,300
每股内含价值	22.12	24.25	26.41	28.41	30.4
一年期新业务价值	12,760	13,728	14,756	15,813	16,739
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
每股新业务价值	43.43	46.73	50.22	53.82	56.97
财险业务每股价值	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44
其它业务	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
每股估值	73.91	79.34	84.99	90.59	95.73

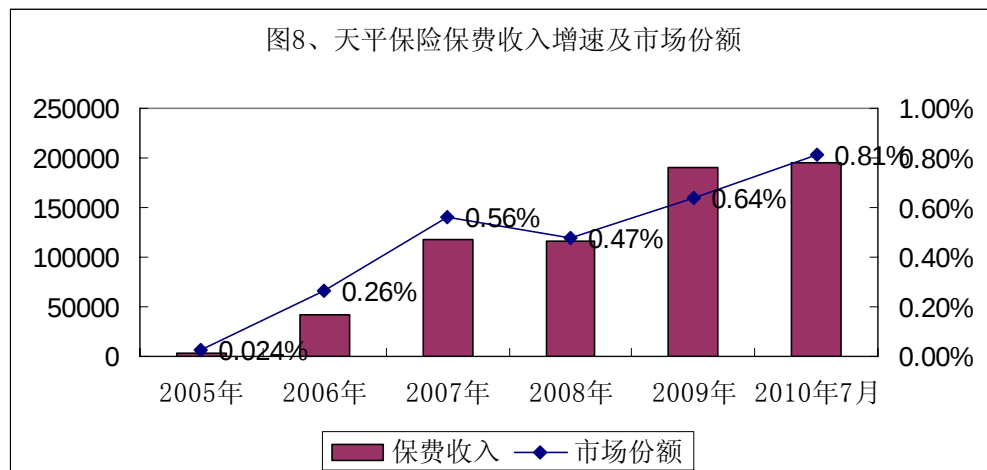
资料来源：东北证券

(3) 天茂集团估值

2010年前3季度，公司化工、医药主营业务利润为1434万元，占营业利润的比重为32%，参股天平保险的投资收益为30133万元，占比为68%，参股金融企业的投资收益占主要比重，参股保险公司的投资收益占比进一步上升。

公司分别参股天平汽车保险和国华人寿20%的股权。天平汽车保险自2005年成立以来发展迅速，保费以年均473.7%的速度增长，市场份额从2005年的0.024%增长到2010年的0.81%。2008年公司承保开始实现盈利，2010年前3季度，公司实现净利润1.5亿元，为天茂集团贡献3013万元，占比为68%。

图8、天平保险保费收入增速及市场份额



资料来源：东北证券

表18、天平车险盈利状况

单位：元

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年上半年
总资产	485026334	1401371338	1369668563	2527466602	3707283735
净资产	145981103	257353292	424077812	606126967	968783312

营业收入	415180323	791232634	990850576	1509422356	1201259608
净利润	-126002684	11372189	37157242	140321661	102879987
承保利润	-147295962	-31255616	17079764	19669715	
投资收益	10526429	34671759	11922454	157751950	

资料来源：东北证券

公司参股20%国华人寿的股权，国华人寿于2007年成立，2009年，在投资环境比较好的环境下，国华人寿实现净利润2748万元。但寿险公司的盈利周期长，需经过几年的持续投入才能实现利润贡献。

表19、国华人寿盈利状况

单位：元

	2007 年	2008 年	2009 年
总资产	311,349,079	1,761,630,753	6,067,054,498
净资产	295,329,678	467,378,631	714,491,859
营业收入	4,409,872	822,722,903	4,090,866,288
投资收益	15,372	20,655,726	280,372,656
净利润	-5,848,581	-159,880,887	27,483,993

资料来源：东北证券

在2009年年底，由于新会计准则的实施，对整个保险行业的财务处理方法产生了重大变革。新会计准则改变了新业务亏损的局面，使新承保业务在前几个保单年度也能在财报中确认利润。

新会计准则改变了准备金计提的方式，其中重要改动之一是改变了评估利率，由原先的不高于定价利率2.5%改为符合最优估计，这样做，改变了原先新业务首年需计提大量准备金的局面，新会计规定下，准备金计提更加科学，产品利润释放提前且更加平滑。这样国华人寿虽然是新成立的保险公司，利润贡献可能提前。

我们预测天茂集团2010年的每股收益为0.07元，2011年的每股收益为0.14元，尽管目前公司估值比较高，但公司参股的两家保险公司成长速度比较快，贡献的投资收益不断增长，基于此，我们给予谨慎推荐投资评级。

表20、盈利预测

单位：万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	96,460	163,180	191,900	210,000
减：营业成本	86,615	145,965	163,671	170,000
营业税金及附加	85	403	455	590
资产减值损失	83	0	1	0
销售费用	912	1,289	1,455	1500
管理费用	4,287	5,157	5,819	6,200
财务费用	2,131	3,223	3,455	4,500
投资净收益	3,048	4,500	6,500	7,600
二、营业利润	5,320	11,643	23,544	34,810
加：营业外收入	620	620	620	680

减：营业外支出	19	0	0	0
三、利润总额	5,921	12,263	24,164	35,490
减：所得税费用	391	2452.6	4,833	7098
四、净利润	5,529	9,810	19,331	28,392
少数股东权益	503	801	996	1100
归属母公司所有者的净利润	5,027	9,009	18,335	27,292
EPS(全面摊薄/元)	0.07	0.07	0.14	0.20

(本报告承汽车行业研究员刘立喜博士大力帮助，在此深表谢忱!)

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。