



保险

2010.12.06

通胀给力

——2011 年保险投资策略报告



彭玉龙

021-38676683

pengyulong@gtjas.com

S0880209040414

本报告导读：

低利率时代结束，通胀推动 11 年投资收益率上升 40-50BP，双重提升保险股估值基础和估值水平，同时释放准备金，推动盈利增长 45%；保费和盈利增长呈前低后高走势，年初便是布局机会；给予行业和公司增持评级，首选太保。

摘要：

- **告别低利率，11 年投资收益率上升 40-50 BP，此后进入持续上升期。**一年内谨慎估计加息 50BP、中性 150 个 BP，谨慎估计，在资本市场基本平稳的假设下，投资收益率上升 40-50 个 BP，达到 5.2% 左右。4% 左右的通胀可能中期化和常态化，长期负利率不可持续，后续仍有不小的加息空间，随着债券收益率上升和增量债券比例提高，总投资收益率也持续上升。
- **准备金池子释放，盈利增长 45%。**业务发展导致盈利增长 17%，投资收益率上升导致盈利增长 20%，将浮盈保持在今年初水平导致盈利下降 18%，按 60% 的比例估计，准备金释放导致盈利增长 26%。
- **寿险增长 20%，产险增长 25%，虽低于 10 年，但仍比估值假设高出少。**虽然通胀推动寿险需求，但 10 年投资收益率不高，明年保险人回报有限，且银保渠道和个险增员也有一定压力，寿险增速从 10 年的 30% 下降至 20%；产险由于汽车销量的放缓，由 10 年的 30% 下降至 25%。
- **目前估值相对于估值中枢折价 50%、相对 H 股折价 20%-27%、在历史估值水平中处于低位。**无论从哪个角度看，目前的估值水平都具有较好的安全边际，且投资收益率的上升将双重提升估值基础和估值水平。
- **行业增持，年初便是布局机会。**盈利和投资收益率的增长很乐观，保险业务发展也不错，且估值安全；从时点看，保费和盈利增速前低后高，趋势一路向上，因此给予行业增持评级，年初便可布局。
- **公司增持，首选中国太保。**中国太保对准备金折现率的弹性最大，也即盈利弹性最大；中国人寿内涵价值对投资收益率的弹性最大；中国平安新业务价值增长的潜力最大。从盈利弹性、投资收益对估值的驱动、发展潜力及估值水平等方面综合考虑，首选中国太保。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

保险	增持
中国太保	增持
中国平安	增持
中国人寿	增持

相关报告

保险：《保费高增，利差扩大》

2010.11.15

保险：《加息缓解资金配置压力，提升投资收益率》

2010.10.19

保险：《近日保险研讨及调研的几点总结》

2010.10.15

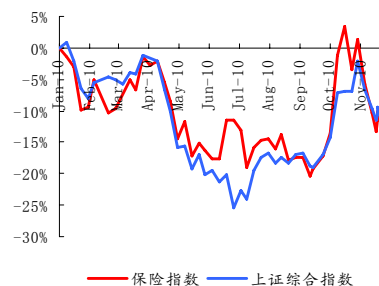
保险：《净资产上升，保险 A 股吸引力增强》

2010.10.11

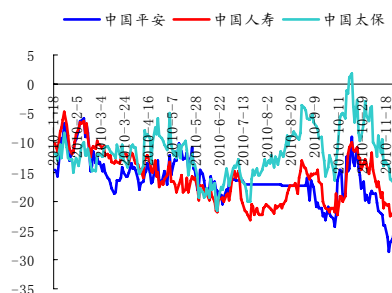
保险：《万事俱备，东风已至》

2010.09.06

保险股走势



A/H 股折价率



目 录

1. 2010: 昙花一现的消费属性.....	4
2. 通胀推动寿险需求, 明年增长 20%.....	5
2.1. 寿险需求: 无法回避的防通胀功能.....	5
2.2. 供给压力: 保险回报的滞后性, 11 年后进入良性匹配阶段	5
2.3. 渠道压力: 银保调控, 个险增员有限	6
2.4. 预计 11 年寿险保费增长 20%左右, 呈前低后高走势	7
3. 内需扩张环境下产险量价平稳增长 25%.....	7
4. 告别低利率, 投资收益率持续上升	8
4.1. 4%左右的较高通胀可能成为常态	8
4.2. 进入加息周期: 明年最谨慎估计加息 50BP、中性 150 个 BP	9
4.3. 债券边际收益率上升 100 个 BP	10
4.4. 总投资收益率上升 40-50 个 BP	11
5. 估值驱动	11
5.1. 估值基础: 投资收益率上升增加内涵价值	11
5.2. 估值中枢: 26-30 倍新业务价值	12
5.3. 估值水平: 低于中枢 50%左右, A 股折价到低点	12
5.4. 估值驱动: 政策与投资收益	14
6. 财务业绩: 准备金池子释放, 盈利增长 45%.....	15
6.1. 准备金基准折现率年末触底, 11 年 1 季度开始持续上升	15
6.2. 对盈利的影响	16
6.3. 11 年盈利增长 45%.....	17
7. 投资策略	17
7.1. 行业增持, 年初便是布局良机	17
7.2. 公司: 全部增持, 首选太保	18

图 1 保险的消费属性首获认可, 但也只是昙花一现	4
图 2 保险股终究未能逃脱其投资属性	4
图 3 保费增速与保险股的表现看来关系不大, 投资收益率决定了保险股的表现	4
图 4 险种结构的变化反映了保险的防通胀需求	5
图 5 寿险保费增速与 CPI 趋势契合相当好	5
图 6 寿险保费与前一年投资收益率密切吻合	6
图 7 银保对 10 年的保费增长贡献很大	7
图 8 寿险营销员增速下降	7
图 9 预计 11 年寿险保费增长 20%左右	7
图 10 寿险月度保费增速, 预计 11 年将前低后高	7
图 11 车险是上年与当年汽车销量的函数	8
图 12 车险占产险的比例达 70%之多, 基本决定了产险增速	8
图 13 预计 11 年产险保费增长 25%左右	8
图 14 产险月度保费增速	8
图 15 估计 3%以上的较高通胀成为常态	9
图 16 实际负利率出现, 但难以长期维持	9
图 17 银行间国债收益率快速上升	10
图 18 债券收益率 11 年将大幅 100BP, 拉动投资收益率上升 30 个 BP	

10

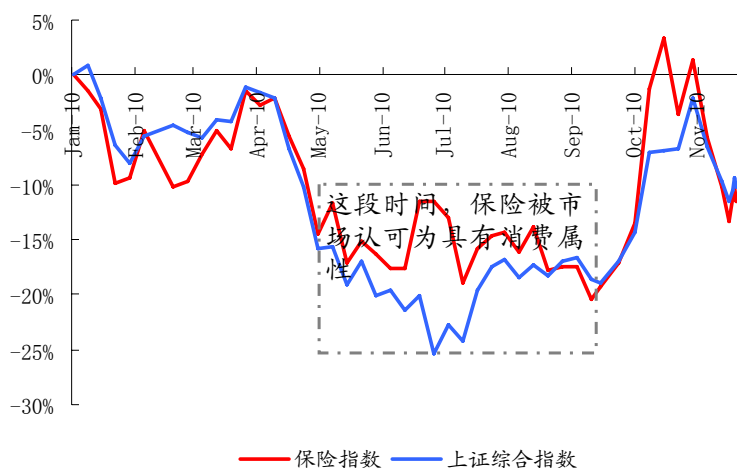
图 1911 年投资收益率有望提高 50-60 个 BP.....	11
图 20 A 股折价率到低点	13
图 21 新业务价值历史估值.....	14
图 22 内涵价值历史估值.....	14
图 23A 股历史折价率.....	14
图 24 投资收益率提升中国平安的估值水平	15
图 25 投资收益率提升中国人寿的估值水平	15
图 26 保险合同准备金计量基准收益率变动情况（2010-2011）	16
 表 1 投资收益率驱动估值基础.....	11
表 2 估值中枢.....	12
表 3 当前估值水平	12
表 4 新业务价值倍数.....	13
表 5 内涵价值倍数.....	14
表 6 保险合同准备金计量基准收益率变动估计 - 15 年期（单位:BP）	16
表 7 折现率变动对公司税前利润的影响	17
表 8 2010 上半年寿险责任准备金折现率	17
表 9 从明年的发展环境来看，三大公司各有优劣	18

1. 2010：昙花一现的消费属性

保险股的投资属性勿用质疑：2007-2009 年，随着股市跌宕起伏，保险投资收益大起大落，保险股助涨助跌明显，投资属性发挥得淋漓尽致；2010 年，市场相对波澜不惊，保险的消费属性首获认可，5-9 月的那段时间里，即使经历了传统险定价利率放开的惊吓，保险股依然持续跑赢指数，消费属性被津津乐道，但好景不长，随后的 10 月行情很快就将其无情击破。

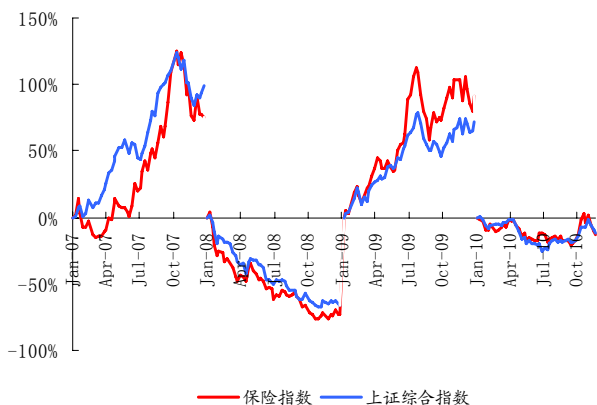
作为一种长期业务形态，保险一直以来就有摆脱短期市场波动的要求，内涵价值这一基本估值方法也是基于长期假设。但是，市场更习惯于保险股的投资属性，既有国内市场相对短视的原因，也与保险股一上市便遭遇大牛市有关。我们虽然认为保险股的消费属性被接受和认可的次数将越来越多，但投资属性在相当长一段时间内将仍占主导。

图 1 保险的消费属性首获认可，但也只是昙花一现



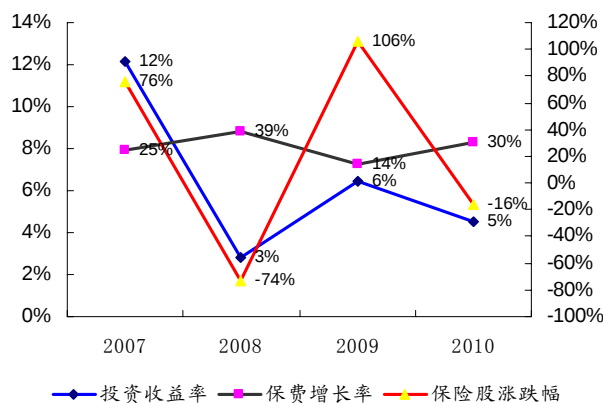
数据来源：WIND，国泰君安证券。

图 2 保险股终究未能逃脱其投资属性



数据来源：WIND，国泰君安证券。

图 3 保费增速与保险股的表现看来关系不大，投资收益率决定了保险股的表现



数据来源：公司公告，国泰君安证券。注：10 年的保险股涨跌幅截至 11 月 26 日。

2. 通胀推动寿险需求，明年增长 20%

2.1. 寿险需求：无法回避的防通胀功能

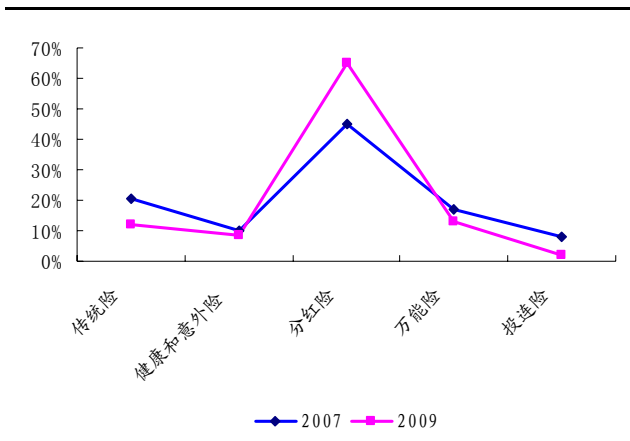
在全球经济再平衡过程中，中国经济转型至内需推动是必然趋势，内需促进可粗略划分为城市消费的升级和农村消费的启动，但两者对保险的需求并不完全一样。

对于城市居民而言，基本生活保障的问题相对不大，但对通胀和资产价格更敏感，希望在分散风险的同时能跑赢通胀以实现保值增值。对于农民而言，最大的关注是老有所养、病有所医，对保障的需求更迫切，在养儿防老的顾虑消除后，消费观念才能真正转变，农村消费才有希望。

从目前来看，城市仍是主战场，保险的防通胀功能更受重视。从寿险保费增长与通胀的关系来看，通胀预期起来的时候，是寿险发展最好的时候，其中，发展最快的是具有投资功能、被视为有防通胀功能的万能险和分红险，只有固定回报的传统险却越来越不受欢迎。

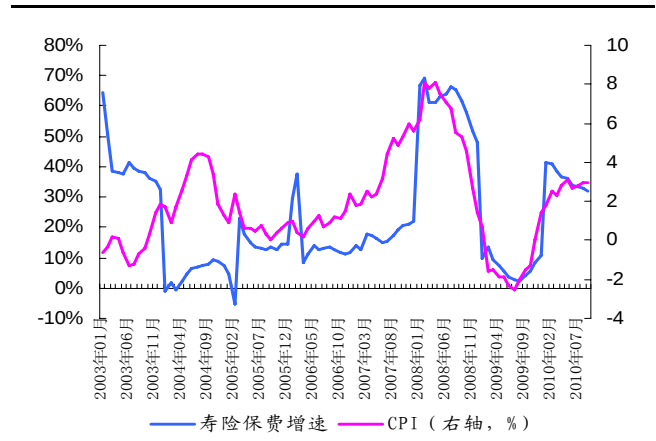
虽然监管部门一再强调保险的保障功能，但消费者对保险的防通胀需求是无法回避的，事实上，从 2007 年到 2009 年，传统险从 20.3% 下降到 11.8%，健康和意外险从 9.8% 下降到 8.4%，同时分红险从 45% 上升到 65%，对保险投资回报的重视不言自明，对于长达几十年的寿险合同，重视通胀完全可以理解。

图 4 险种结构的变化反映了保险的防通胀需求



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

图 5 寿险保费增速与 CPI 趋势契合相当好



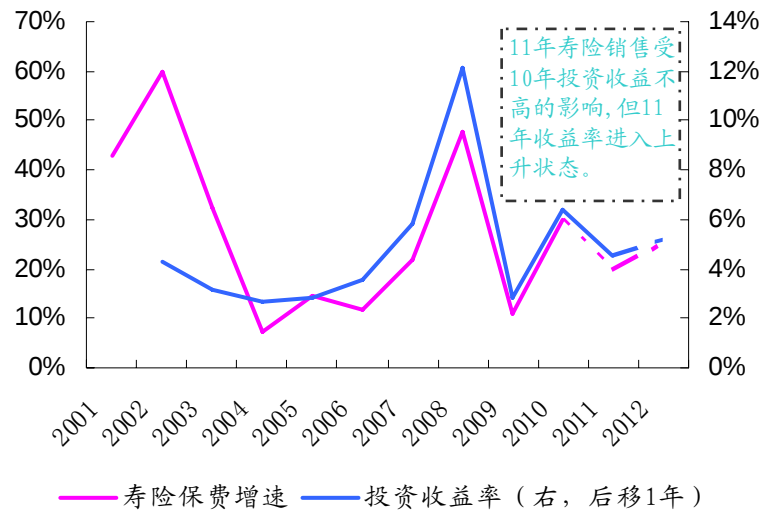
数据来源：CIRC，WIND，国泰君安证券。

2.2. 供给压力：保险回报的滞后性，11 年后进入良性匹配阶段

通胀推动对寿险的需求，直接吸引力表现为较高的投资回报率，但投保人的回报与保险投资收益率有一年的滞后期，如 2008 年回报来源于 2007 年的投资收益，因此，寿险保费的增长率与前一年的保险投资收益率密切吻合：2008 年寿险保费增长了 48%，2010 年增长 30% 左右，均与 2007 年和 2009 年的高投资收益率相关；2004-2006 年是寿险发展的低谷期，与当时较低的投资收益率脱不了干系，而且当时占主导地位的传统险也只有固定的低利率。

2010 年投资收益率不高，估计在 4.5% 左右，这对 2011 年的寿险销售产生影响，但 2011 年的投资收益率有望提高到 5% 以上，进入加息周期后，这一收益率逐步提高，寿险需求与供给之间进入一个良性匹配阶段。

图 6 寿险保费与前一年投资收益率密切吻合



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

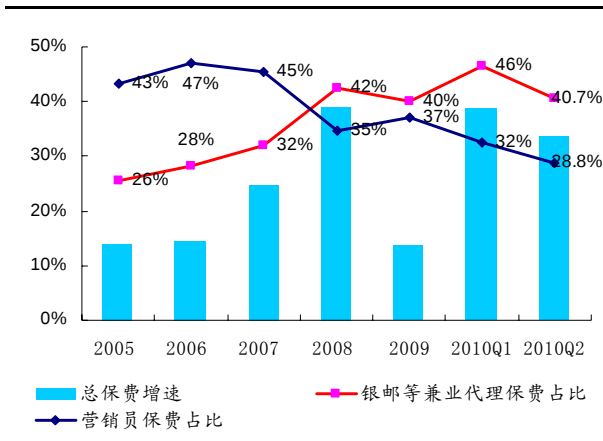
2.3. 渠道压力：银保调控，个险增员有限

从银保和个险两条主要的寿险供给渠道来看，2011 年的压力不小。2010 年是银保高增长的时期，但近期银监会出台的《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》，禁止保险公司在银行驻点销售，虽然这一政策的效果待观察，但无疑给 2011 年的银保销售增加了不确定因素。

个险渠道方面，经过 2007-2008 年近 30% 的增长高峰后，营销员增速进入一个放缓阶段，2009 年增速下降至 14%，2010 年上半年增速为 11%，几大寿险公司甚至出现了环比负增长情况。

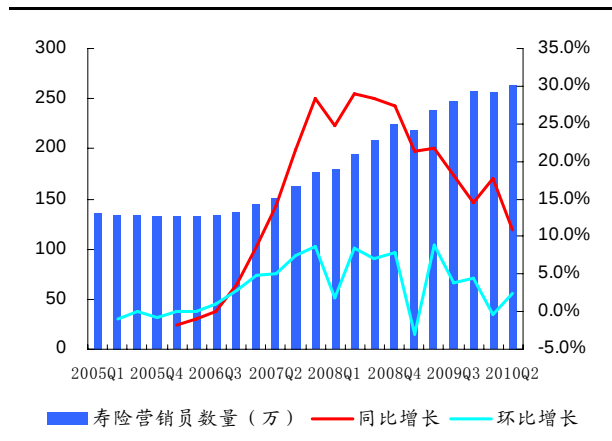
不过，也有推动这两条渠道的动因存在：银保方面，由于信贷规模紧缩，银行对中间业务收入的重视进一步提高，来自银行方面的动力很足，对银监会的通知能起到很大的抵消作用；个险增员在上半年的低谷后，下半年开始有起色，增员周期或许进入一个上升期。

图 7 银保对 10 年的保费增长贡献很大



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

图 8 寿险营销员增速下降



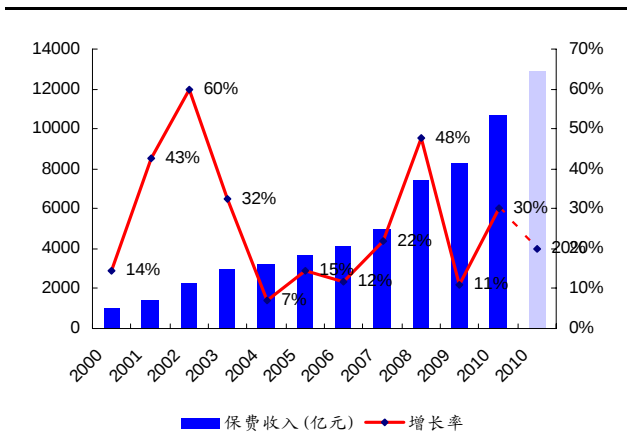
数据来源：CIRC，国泰君安证券。

2.4. 预计 11 年寿险保费增长 20% 左右，呈前低后高走势

虽然 11 年防通胀的保险需求会被激发，且保险投资收益率也处于上升趋势，但由于 10 年投资收益率不是很高，无法给投保人有效的回报，银保和个险渠道也各有压力，因此，我们预计明年寿险保费增速将低于今年的 30%，将达到 20% 左右。

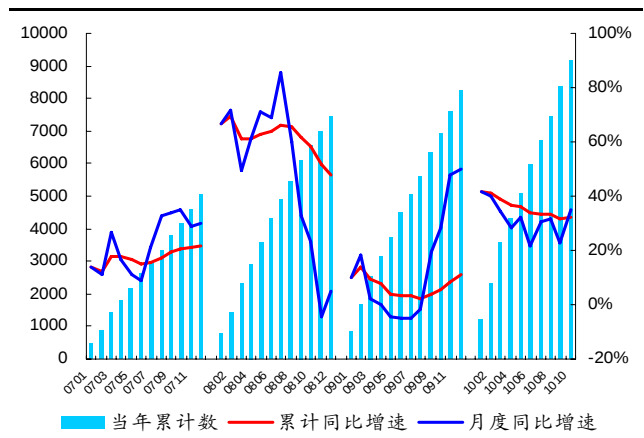
明年上半年，考虑到基数影响及银监会管制的原因，银保增速可能下降，而个险营销员增速上半年也继续处于恢复上升期；下半年，投资收益率已经持续上升，营销员基数也不断增加，保费增速会高于上半年；全年保费增长呈现前低后高的走势。

图 9 预计 11 年寿险保费增长 20% 左右



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

图 10 寿险月度保费增速，预计 11 年将前低后高



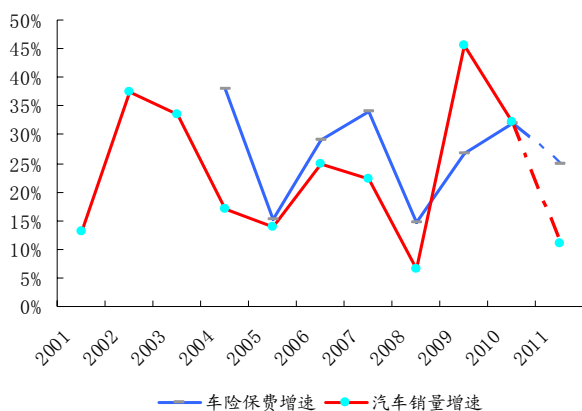
数据来源：CIRC，国泰君安证券。

3. 内需扩张环境下产险量价平稳增长 25%

车险增速与汽车销量密切相关，并且有一定的滞后期，可以说是上年汽车销量和当年汽车销量的共同函数，04、07 及 10 年的车险高增长都反映了上年汽车销量的高增长，11 年虽然汽车销量的预期不是很乐观，预计从今年的 32% 下降到 11%，保有量增速从 29% 下降到 25%，但由于 09 年和 10 年的汽车销量都很高，11 年车险仍将比较乐观，预计增速达

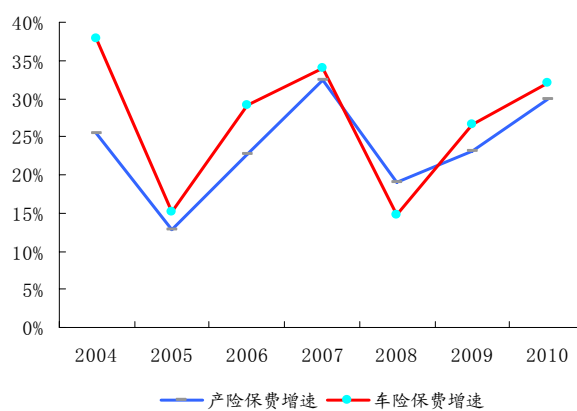
25%左右。

图 11 车险是上年与当年汽车销量的函数



数据来源：CIRC，WIND，国泰君安证券。

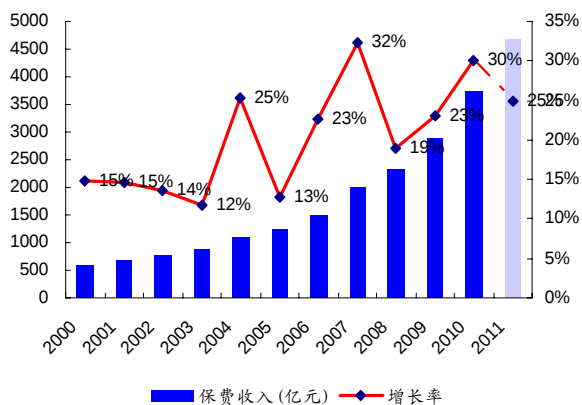
图 12 车险占产险的比例达 70%之多，基本决定了产险增速



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

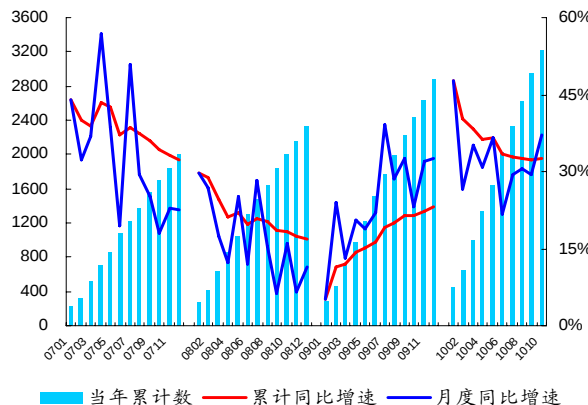
车险在产险中的占比超过 70%，车险保费的增速基本上决定了产险保费的增速。因此，我们预计明年产险保费增速也在 25%左右。2010 年产险市场加强监管后，承保利润率上升，首次实现承保盈利，预计 11 年承保利润率保持平稳，随着市场化改革的试点，可能略有下降，但幅度有限。

图 13 预计 11 年产险保费增长 25%左右



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

图 14 产险月度保费增速



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

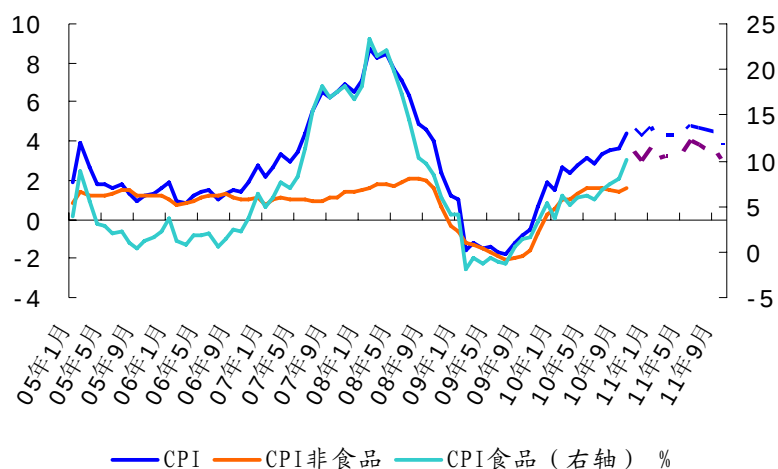
4. 告别低利率，投资收益率持续上升

4.1. 4%左右的较高通胀可能成为常态

即使明年的信贷控制在 7 万亿，国内通胀压力依然很大，同时输入性通胀的压力也不会消失，按市场主流观点，明年 CPI 很可能达到 4%以上，并且较高通胀可能常态化、中期化，政府似乎对此也予以了认可，表示要提高通胀的容忍度，明年的通胀管理目标可能就定在 4%。

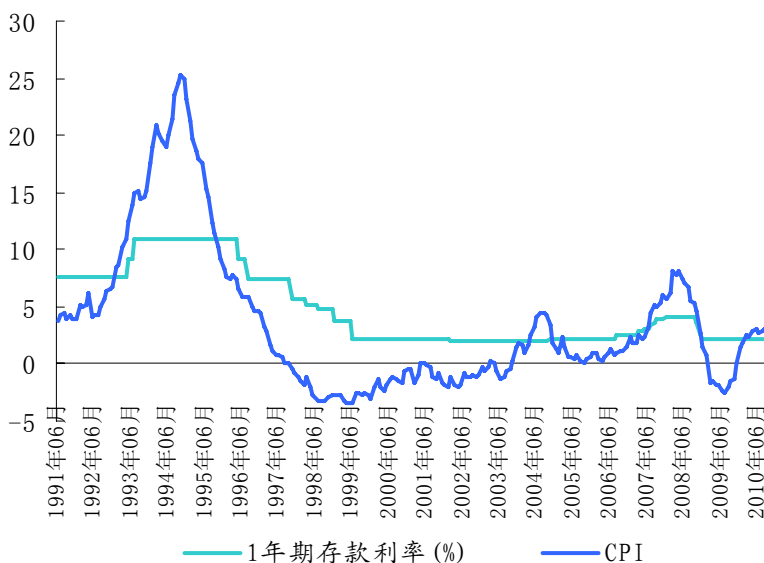
经过 10 月的加息，目前 1 年期存款利率 2.5%，随着通胀预期的上升，实际利率将在负区间内越陷越深。实际负利率显然难以长期持续。

图 15 估计 3%以上的较高通胀成为常态



数据来源：CEIC，国泰君安证券。

图 16 实际负利率出现，但难以长期维持



数据来源：CEIC，国泰君安证券。

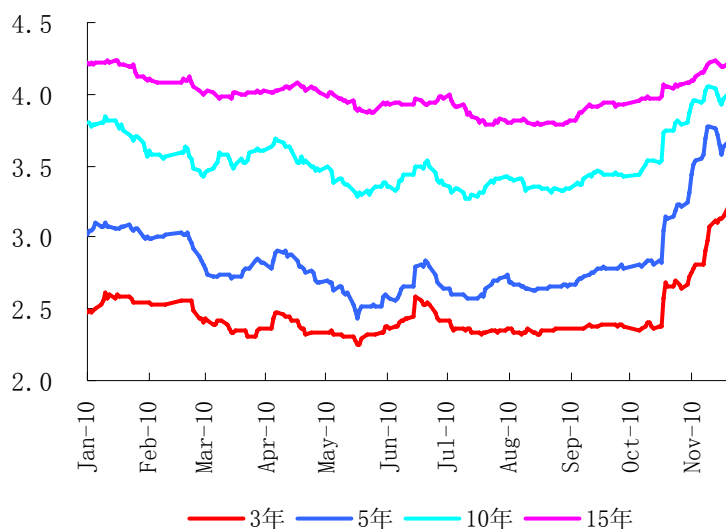
4.2. 进入加息周期：明年最谨慎估计加息 50BP、中性 150 个 BP
CPI 达到 4% 以上，若不加息的话，负利率将超过 150 个基点，历史上平均正利率在 1% 左右，因此利率还有 250 个点的上升空间，即使按 3% 的 CPI 目标，也需加 150 个基点，显然，今年 10 月份的首次加息启动了一个加息周期。

由于短期内对负利率有一定的容忍，且政策目标的多样化，最谨慎的判断，从现在到明年将有 2 次加息，分别上升 25 个 BP，使一年期存款利率达到 3%，更长期限的利率将上升更多。中性估计将加息 150 个 BP。

债券市场已做出明显反应，截至 11 月 26 日，10 月 20 日加息以来，1

年期、5 年期和 10 年期国债收益率分别上升了 84、94 和 60 个 BP，目前还在进一步上升中，继续加息的预期很强。

图 17 银行间国债收益率快速上升



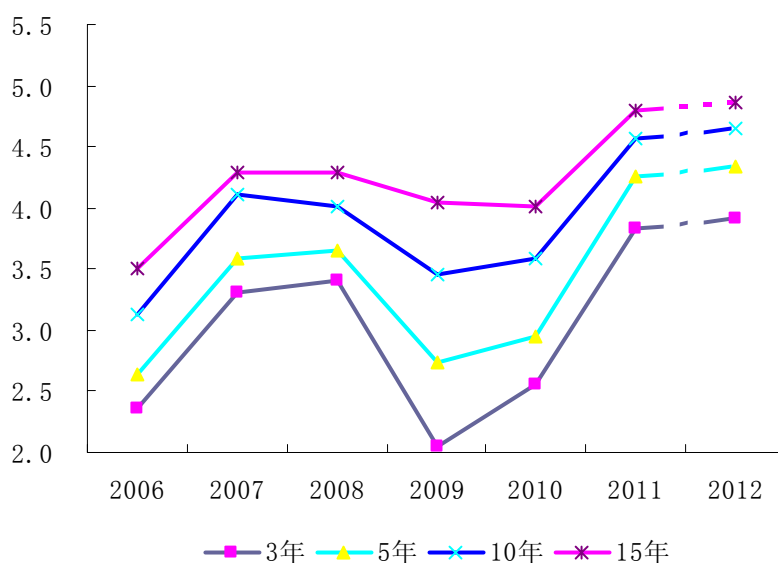
数据来源：WIND，国泰君安证券。

4.3. 债券边际收益率上升 100 个 BP

假设年底及 2011 年 1 季末分别加息一次；债券收益率也分别上升 30bp；则 2011 年 5 年期、10 年期和 15 年期国债的平均收益率将比 2010 年高出 132、98 和 77 个基点，分别达到 4.34%、4.65% 和 4.86%，是近 5 年的高点，比 2007 年还要高出 50 个基点左右。与今年比，债券边际投资收益率有望上升 100 个 BP。

按新增投资及到期再投资占原有投资的 30% 计算，2011 年的债券投资收益率总体将上升 30 个 BP。2012 年随着到期再投资的比例上升，债券总投资收益率将继续提高。

图 18 债券收益率 11 年将大幅 100BP，拉动投资收益率上升 30 个 BP

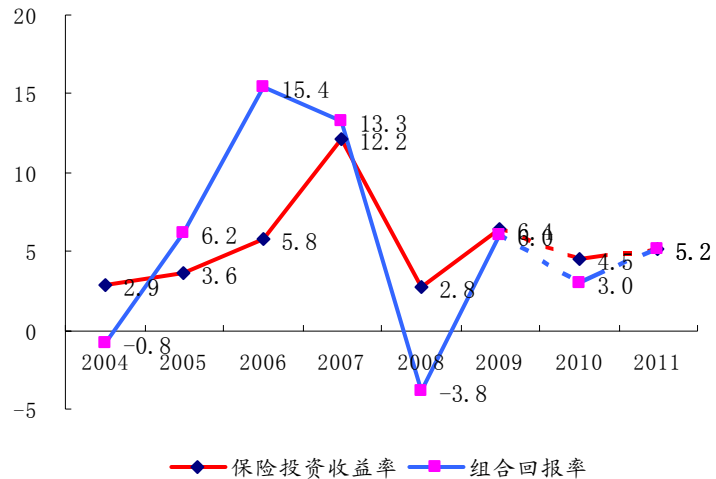


数据来源：WIND，国泰君安证券。

4.4. 总投资收益率上升 40-50 个 BP

今年股市整体下跌超过 10%，基本消化了 2009 年的浮盈，若 2011 年股市维持平稳，权益投资实现 8%-10% 的收益率，则总投资收益可望比今年上升 40-50 个 BP，达到 5.2% 左右。

图 1911 年投资收益率有望提高 50-60 个 BP



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

5. 估值驱动

5.1. 估值基础：投资收益率上升增加内涵价值

虽然我们预计 11 年投资收益率有望提升 50-60 个 BP，但进入加息周期带来的债券收益率上升更具有持续性，因此以债券收益率上升 30 个 BP 带来的估值驱动作为基础分析。

投资收益率上升带来的估值驱动主要在于有效业务价值和新业务价值的增加，中国太保的有效业务价值弹性最大，中国人寿的新业务价值弹性最大。总体上，中国人寿内涵价值和总体估值对投资收益率的弹性最大，中国平安最小，在投资收益率上升 30 个 BP 的情况下，中国太保的有效业务价值和新业务价值分别上升 12.70% 和 7.38%，带动整体估值上升 5.45%；中国平安分别上升 10.83%、3.72% 和 3.65%；中人寿分别上升 11.29%、8.96% 和 7.62%。

表 1 投资收益率驱动估值基础

		2011 年: 投资收益率上 升 30 BP	分析基础 (公司公告)
投资收益变动 100 BP			
中国太保			
有效业务价值变动幅度	42.33%	12.70%	4.75%±25BP
一年新业务价值变动幅度	24.60%	7.38%	4.75%±25BP
寿险价值变动幅度	20.20%	6.98%	
整体估值变动幅度	18.16%	5.45%	

中国平安

有效业务价值变动幅度	36.11%	10.83%	4.5%±50BP
------------	--------	--------	-----------

一年新业务价值变动幅度	12.39%	3.72%	4.5%±50BP
寿险价值变动幅度	15.18%	4.55%	
整体估值变动幅度	12.18%	3.65%	
中国人寿			
有效业务价值变动幅度	37.63%	11.29%	4.85%*0.9 或*1.1
一年新业务价值变动幅度	29.88%	8.96%	4.85%*0.9 或*1.1
寿险价值变动幅度	25.42%	7.62%	
整体估值变动幅度	25.42%	7.62%	

数据来源：公司公告，国泰君安证券。

5.2. 估值中枢：26-30 倍新业务价值

我们坚信在 2030 年严重老龄化到来之前，是寿险发展的黄金 20 年，寿险深度达到 4.2%（相当于目前的全球平均水平），复合增速为 10%。假设此后维持 1% 的永续增长率，分别按 11%-11.5% 的折现率，则新业务价值倍数分别为 26 倍和 28 倍。考虑到长期投资收益率的假设为 5.2%-5.5%，而采用的折现率为 11%-11.5%，且永续增长率为 1%，我们认为这一长期估值倍数还是比较安全的。

表 2 估值中枢

假设条件	增长率	折现率	长期投资 收益率	新业务价值 倍数
中国平安	20 年复合增长 10%，永续增长 1%；	11%	5.5%	28-30
中国太保	或前 3 年复合增长 15%，中间 9 年复	11.5%	5.2%	26-28
中国人寿	合增长 10%，后 8 年复合增长 8%	11%	5.5%	28-30

数据来源：公司公告，国泰君安证券。

5.3. 估值水平：低于中枢 50%左右，A 股折价到低点

当前估值水平

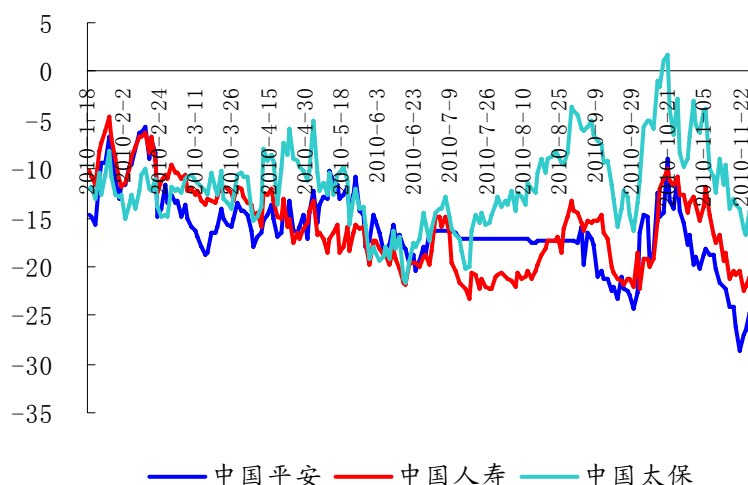
截至 11 月 26 日，以估值中枢为参照，目前保险 A 股折价 40%-50%左右，若以 H 股为参照，则折价 15%-25%。中国平安、中国人寿和中国太保的隐含新业务价值倍数分别为 13、15 和 11 倍，A 股折价率分别为 25%、20%和 13%。

表 3 当前估值水平

2010 年 11 月 26 日	中国人寿		中国平安		中国太保	
	(股价=22.84 元)		(股价=57.17 元)		(股价=23.11 元)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
每股内涵价值	11.41	13.20	26.42	31.77	13.22	15.63
每股新业务价值	0.74	0.89	2.16	2.46	0.69	0.83
每股收益	1.16	1.51	2.26	2.98	0.82	1.07
每股净资产	7.94	9.61	15.18	18.27	9.65	11.09
P/EV	2.00	1.73	2.16	1.80	1.75	1.48
隐含新业务价值倍数	15.46	10.77	12.98	10.44	11.05	7.17
市盈率	19.69	15.17	25.26	19.21	28.18	21.62
市净率	2.88	2.38	3.77	3.13	2.39	2.08

数据来源：公司公告，国泰君安证券。

图 20 A 股折价率到低点



数据来源：WIND，国泰君安证券。

历史估值水平

首先说明一下，为了历史的可比性，在计算内涵价值的历史估值水平时，将寿险以外的业务均按净资产计算，导致估值水平有所高估，不同公司也不具备完全的可比性，但误差不大。

中国人寿的历史最高估值出现在 2007 年 10 月，新业务价值 155 倍，内涵价值 8.4 倍；最低出现在 2009 年 1 月，新业务价值不到 14 倍，内涵价值接近 1.85 倍；平均新业务价值 45 倍，内涵价值 3.42 倍；按 11 月 26 日收盘价 22.84 元计算，新业务价值倍数 15.46 倍，内涵价值倍数 2.00 倍。

中国平安的历史最高估值出现在 2007 年 10 月，新业务价值 127 倍，内涵价值 7.08 倍；最低出现在 2008 年 10 月，新业务价值 3.5 倍，内涵价值 1.25 倍；平均新业务价值 30 倍，内涵价值 2.81 倍；按 11 月 26 日收盘价 57.17 元计算，新业务价值倍数 14.22 倍，内涵价值倍数 2.16 倍。

中国太保的历史最高估值出现在 2007 年 12 月，即其上市当月，新业务价值 104 倍，内涵价值 5.2 倍；最低出现在 2009 年 1 月，新业务价值不到 1 倍，内涵价值接近 1 倍；平均新业务价值 21 倍，内涵价值 2.07 倍；按 11 月 26 日收盘价 23.11 元计算，新业务价值倍数 14.40 倍，内涵价值倍数 1.75 倍。

表 4 新业务价值倍数

	最高（时间）	最低（时间）	平均	目前（2010.11.26）
中国人寿	155 (2007.10)	14 (2009.1)	45	15
中国平安	127 (2007.10)	4 (2008.10)	30	14
中国太保	104 (2007.12)	1 (2009.1)	21	14

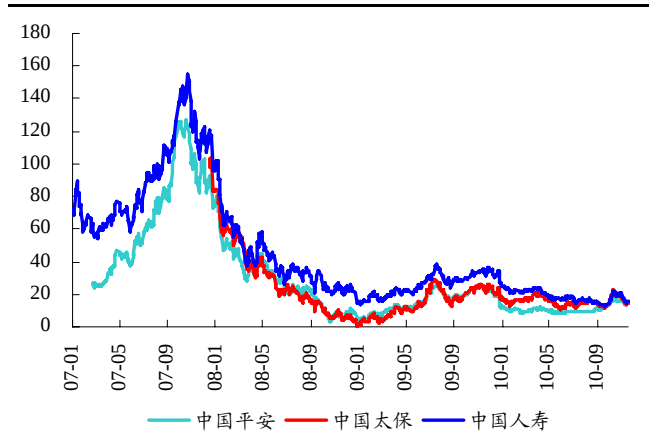
数据来源：公司公告，国泰君安证券。注：为了历史的可比性，在计算历史估值水平时，将寿险以外的业务均按净资产计算。

表 5 内涵价值倍数

	最高 (时间)	最低 (时间)	平均	目前 (2010.11.26)
中国人寿	8.4 (2007.10)	1.9 (2009.1)	3.4	2.0
中国平安	7.1 (2007.10)	1.3 (2008.10)	2.8	2.2
中国太保	5.2 (2007.12)	1.0 (2009.1)	2.1	1.8

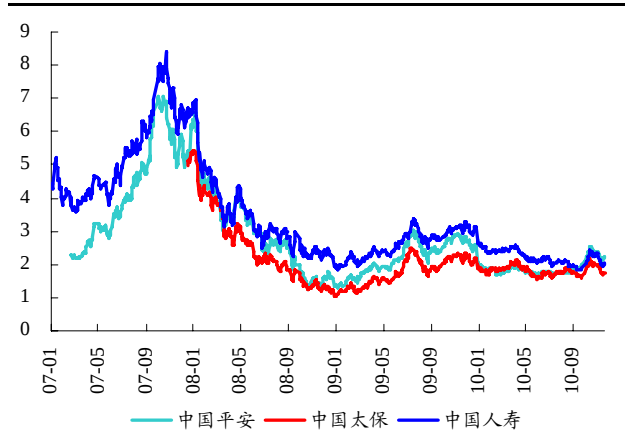
数据来源：公司公告，国泰君安证券。注：为了历史的可比性，在计算历史估值水平时，将寿险以外的业务均按净资产计算。

图 21 新业务价值历史估值



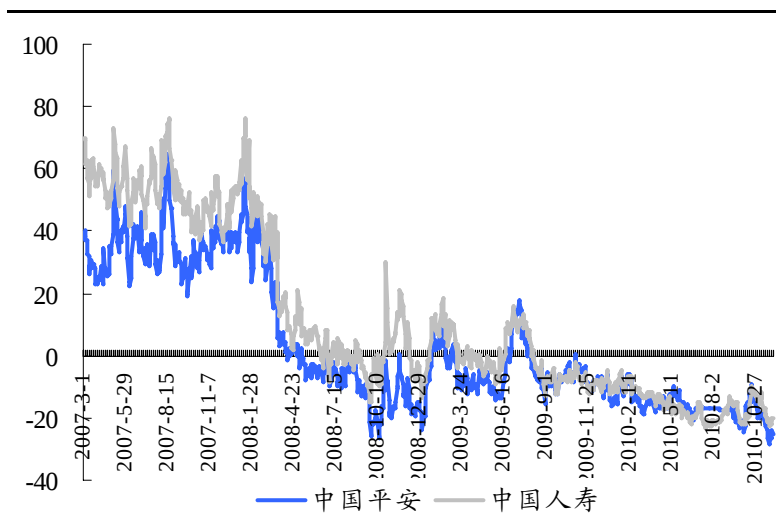
数据来源：公司公告，国泰君安证券。

图 22 内涵价值历史估值



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

图 23A 股历史折价率



数据来源：WIND，国泰君安证券。

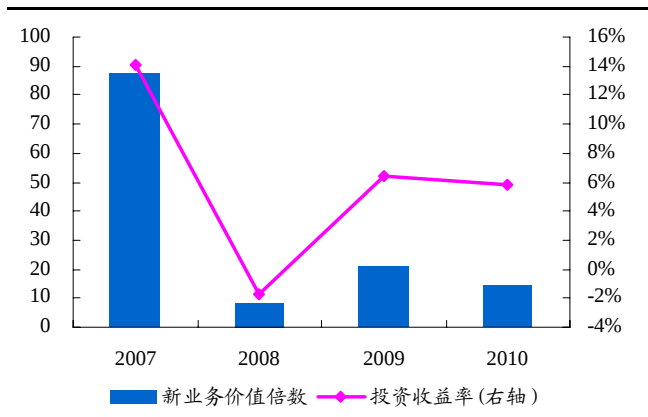
5.4. 估值驱动：政策与投资收益

政策对估值驱动作用也很明显，最主要的两项可能政策就是税延型养老保险试点及传统险定价利率放开。上海税延型养老保险试点从国务院文件提出以来已经有近 2 年的时间，明年取得实质进展的可能性很大。随着通胀和利率的上升，传统险定价利率放开也可能旧事重提，由于今年已经对传统险定价利率放开有过一次认识，冲击将下降。两项政策相权衡，我们认为税延型养老保险试点的长远意义更大。

投资收益不仅提升估值基础，同时也会提升估值水平，从历史上看，估值水平高的时期通常都是伴随着投资收益率高的时期，投资收益对保险

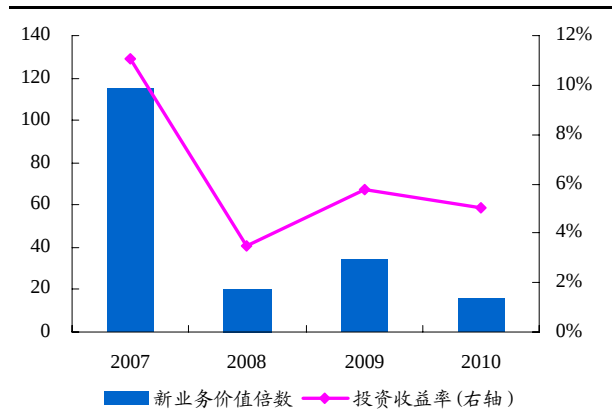
股估值具有双重提升作用，是保险股的第一驱动力。

图 24 投资收益率提升中国平安的估值水平



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

图 25 投资收益率提升中国人寿的估值水平



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

6. 财务业绩：准备金池子释放，盈利增长 45%

6.1. 准备金基准折现率年末触底，11 年 1 季度开始持续上升

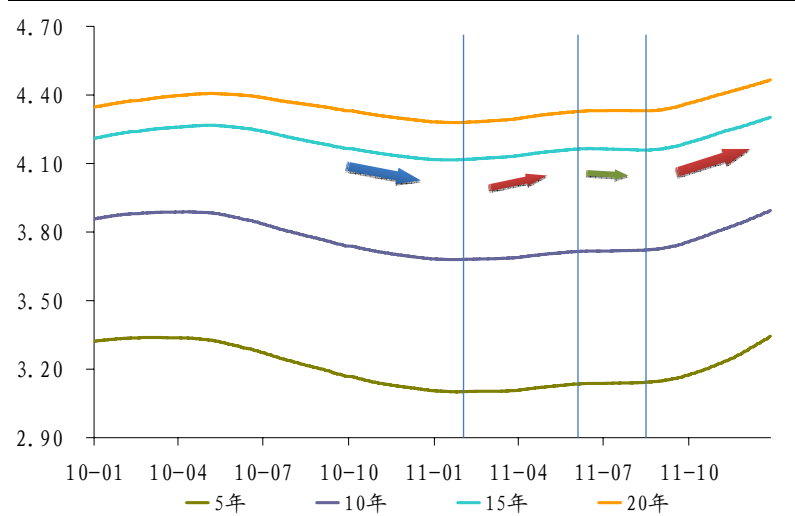
假设：10 年底及 11 年 1 季末分别加息一次，5-20 年期国债收益率曲线因此分别上移 30 BP。

结果：保险合同准备金计量基准收益率（750 日移动平均国债收益率）10 年末见底，11 年 1 季度便开始上升，即使只加息一次，也不改变这一基本趋势，具体而言，变化大致可以分为 4 个阶段：

- 下降阶段：2010 年下半年至 2011 年 1 月，收益率将持续下降；
- 回升阶段：2011 年 2 月至 6 月，收益率触底开始回升；
- 平稳阶段：2011 年 7 月至 8 月，收益率基本处于平稳阶段，波动幅度不大；
- 攀升阶段：2011 年 9 月至年底，收益率持续大幅攀升，变化幅度明显超过上半年。

以 15 年期收益率为代表，2010 年四季度收益率较三季度仍将继续下降 4.81 BP。但自 2011 年 1 季度开始，收益率将持续回升。2011 年内，单季度收益率上升幅度分别为 1.48 BP，3.17 BP，2.47 BP 和 11.38 BP，其中第四季度的上升幅度最大。10 年期收益率和 15 年期收益率的变动方向和变动幅度基本一致。

图 26 保险合同准备金计量基准收益率变动情况（2010-2011）



数据来源：WIND，国泰君安证券。

表 6 保险合同准备金计量基准收益率变动估计 - 15 年期（单位：BP）

	2010. 1H	2010. 3Q	2010. 4Q (E)	2011. 1Q (E)	2011. 2Q (E)	2011. 3Q (E)
2010. 3Q	-7.83					
2010. 4Q (E)	-12.64	-4.81				
2011. 1Q (E)	-11.16	-3.33	1.48			
2011. 2Q (E)	-7.99	-0.16	4.65	3.17		
2011. 3Q (E)	-5.52	2.31	7.12	5.63	2.47	
2011. 4Q (E)	5.85	13.68	18.49	17.01	13.84	11.38

数据来源：WIND，国泰君安证券。

6.2. 对盈利的影响

根据公司披露数据，15 年期的准备金收益率变动情况与公司折现率变动较为匹配，故以 15 年期收益率变化作为折现率变化的替代。

根据 2010 年上半年数据，中国人寿、中国平安和中国太保对 1 个 BP 变动的敏感度分别为 5.52 亿、4.76 亿、3.71 亿，以此为基础，若风险折现率不变，即基础折现率的变化全部调整进总折现率，则 2011 年国寿、平安和太保因此增加税前盈利 102 亿、88 亿和 69 亿，扣除税收影响后，占 10 年预期盈利的 24%、38%和 75%。

由于各公司的风险折现率不一样，中国人寿风险折现率最谨慎，因此，在基础折现率上升的过程，各公司可能借此调整风险折现率使之更趋一致，从而使实际盈利的调整差距不会那么大。

分季度来看，10 年四季度由于收益率仍将下降 5BP，对国寿、平安和太保的税前盈利约有 -27 亿、-23 亿和 -19 亿的影响。11 年 1 季度开始小幅上行，2 季度加速，3 季度可能进入相对平缓期，但仍比 1 季度高出很多，4 季度将大幅上升。

表 7 折现率变动对公司税前利润的影响

单位: 百万	收益率变动 (BP)	人寿	平安	太保
2010. 4Q	-4.81	-2,654	-2,291	-1,787
2011. 1Q	1.48	818	706	551
2011. 2Q	3.17	1,747	1,509	1,177
2011. 3Q	2.47	1,360	1,174	916
2011. 4Q	11.38	6,274	5,417	4,224
2011. 1H	4.65	2,566	2,215	1,727
2011 全年	18.49	10,200	8,806	6,868
对盈利贡献		24%	38%	75%

数据来源: 公司公告, WIND, 国泰君安证券。

表 8 2010 上半年寿险责任准备金折现率

	中国平安 (估计)	中国人寿	中国太保
未来保险利益受对应资产组合投资 收益影响的保险合同	4.60%-5.50%	4.40%-5.00%	4.75%-5.20%
未来保险利益不受对应资产组合 投资收益影响的保险合同	2.76%-5.66%	2.62%-5.49%	2.79%-6.06%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

6.3. 11 年盈利增长 45%

我们预计, 在股市保持基本平稳的情况下, 上市保险公司 11 年盈利将增长 45%:

- 11 年产寿险的承保利率有望保持稳定, 谨慎估计产险略有下降, 则业务增长产生盈利增长 17%;
- 投资收益率上升 50 个 BP 导致的盈利增长 20%;
- 若明年底浮盈保持今年年初水平, 浮盈变动导致盈利下降 18%;
- 按我们估计准备金数据, 若公司释放其中的 60%, 盈利将增长 26%。

由于 10 年 1 季度释放了 09 年带来的投资收益, 盈利基数较高, 11 年季度盈利的同比数据将是前低后高, 环比逐步增长, 4 季度增速达到高点。

7. 投资策略

7.1. 行业增持, 年初便是布局良机

增持理由:

- 4%左右的通胀水平, 一年内最低加息 50 个 BP, 总体投资收益率上升 40-50 个 BP;
- 通胀常态化、中期化, 低利率时代终结, 债券收益率处于持续上升期, 中性估计利率仍有 150 个 BP 的上升空间;
- 准备金基准收益率年末触底, 明年持续上升, 准备金进入释放期, 与业务增长、投资收益上升共同推动盈利大幅增长 45%以上;
- 保费增速虽然可能较今年有所放缓, 但仍可以保持在 20%以上;
- 目前估值低于估值中枢 50%左右, A 股折价达到低点。

事件扰动：

- 利率上升后，传统险定价利率放开的呼声又可能起来，但经历过今年的折腾后，这一影响会小很多；
- 平安若提再融资也可能成为一个事件性影响；
- 税延型养老保险试点若取得突破则是一大利好。

时点判断：

今年年末明年年初是好的布局机会：

- 保费增长前低后高；
- 盈利增长前低后高；
- 债券投资收益率逐步提升；
- 今年4季度盈利不太乐观：准备金折现率继续下降，资本市场跌回起点。

7.2. 公司：全部增持，首选太保

中国人寿、中国平安和中国太保明年均有投资价值，增持。

从盈利弹性、投资收益对估值的驱动、发展潜力及估值水平来看，三者各有优劣，综合考虑，首选太保。

表 9 从明年的发展环境来看，三大公司各有优劣

	中国人寿	中国平安	中国太保
盈利弹性	☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆☆
投资收益弹性	☆☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆☆
持续发展能力	☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆
估值水平	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆☆

数据来源：公司公告，国泰君安证券。

中国太保，增持

- 盈利提升幅度最大：太保对准备金折现率的弹性最大，且随着业务的发展，资本作用逐渐发挥出作用，ROE 随业务发展而提升，因此盈利能力低这一最大弱项得以改善；
- 除市盈率外的各项估值指标均有优势，且内涵价值假设更谨慎，折现率高 0.5 个百分点，长期投资收益率低 0.3 个百分点。
- 银保渠道受银监会禁止驻点销售影响，但业务仍具超越行业增速的潜力。

中国平安，增持

- 寿险营销员渠道优势明显，新业务价值持续增长能力强，产险处于快速超越期；
- 综合金融框架基本形成，盈利点增多，银行、证券和信托的业绩贡献越来越大；
- 进入加息周期有利于降低利差损保单的历史包袱；
- 多项投资的潜在收益还未体现在账面上，如许继电器等股权、商业性房地产项目及基础设施项目；

- 明年可能有再融资需求，且员工股减持压力将持续存在。

中国人寿，增持

- 内涵价值对投资收益最敏感，在投资收益率上升周期中，估值驱动最大；
 - 准备金折现率假设最谨慎，在明年国债收益率曲线上扬的情况下，可供释放的准备金最充足；
- 增长速度还是一个问题，市场份额还有进一步下降的风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		