

保险行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

加息助升投资收益，市场价值有待重估

——2011 年保险行业投资策略

投资要点：

◇保费增速大于GDP增长，保险深度、密度继续提高

近几年名义国内生产总值增速达到了10%左右，而保险行业保费收入整体平均增长率高达26%，保费收入增长明显高于GDP的增长，预计这种状态仍将持续。2009年国内保险密度是834.42元/人，保险深度是3.27%；全球保险密度为595美元/人，保险深度为7%。尽管从目前来看两者仍有差距，但差距在不断缩小。

◇综合成本管理有效，保险赔付率继续走低

随着保费收入不断增长，保险赔付绝对金额也在不断上升，但是保险赔付率却呈现出下降态势。这归功于保险公司有效地控制了综合成本率，使赔付率一直处于良性循环中。

◇大盘回暖刺激权益类投资，保资收益率“水涨船高”

从公司的权益类余额及仓位来看，保险资金从6月起已经开始稳步做多A股，踏准行情节奏，我们预计本轮行情有可能持续到明年第二季度，因此大盘回暖对保险公司投资收益有望带来实质性的提升。

◇加息对保险行业影响中性偏乐观

我国开始进入新一轮加息周期，加息对于保险行业的影响总体呈中性偏乐观：1) 由于加息会分流部分客户群，因此对承保业务产生负面影响；2) 加息对保险公司协议存款影响是正面的，对于法定存款影响总体不大；3) 加息对现有债券有负面影响，但对新增债券产生利好作用；4) 加息会导致长短期国债收益率差扩大，利好保险股。

◇内含价值提供安全边际，一年新业务价值揭示成长潜力

内在价值不能决定公司二级市场交易价格，但在某种程度上可以提供一个安全边际；一年新业务价值考量了公司现阶段以及未来发展前景，着重于揭示公司成长潜力。目前三大保险公司内含价值都稳步提升，但股价并未完全反映其价值，目前仍处于历史价值低估区。

◇银保业务整顿规范，短期负面影响有限

银监会对于银保业务开展“整风运动”，短期业绩受冲击，但对其中长期发展以及业务转型有促进作用。

投资策略：

尽管目前保险公司股票价格处于历史价值低估区，但并不能代表一定可以跑赢大盘，市场价值有待进一步挖掘，因此我们给予保险行业“中性”评级。

重点公司：

稳健组合选平安，进取组合选太保，指数组合选人寿

请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级：中性（首次）

行业市盈率(2010 年预测值)：21.6

行业表现：

2010.11.23



—申万保险费行业指数 —上证指数

评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-17.8	1.18	-20.91
相对表现 (%)	-10.49	-4.61	-8.65

资料来源：爱建证券研究部

重点公司盈利预测及投资评级

名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
中国平安	强烈推荐	1.82	2.31	2.7
中国太保	推荐	0.86	0.91	1.1
中国人寿	中性	1.16	1.2	1.33

汪思伟 执业编号：S0820210100001

电话 021-32229888*3506
邮箱 wangsiwei@ajzq.com

相关报告

目录

1. 保费增速大于GDP增长，保险深度、密度继续提高	3
2. 综合成本管理有效，保险赔付率继续走低	4
3. 大盘回暖刺激权益类投资，保资收益率“水涨船高”	5
4. 加息对保险行业影响中性偏乐观	7
5. 内含价值提供安全边际，一年新业务价值揭示成长潜力	10
6. 银保业务整顿规范，短期负面影响有限	14
7. 投资策略：稳健选平安，进取选太保，指数选人寿	14

表格

表 1：2006—2010 年存款利率	8
表 2：加息对存款业务的影响	9
表 3：债券投资会计分类	10
表 4：近期万能险结算利率调整情况	11
表 5：三大保险公司各类指标预测	17
表 6：2010 年 12 月 31 日各项指标预测值	17
表 7：第一、二阶段增长率（假设值）	17

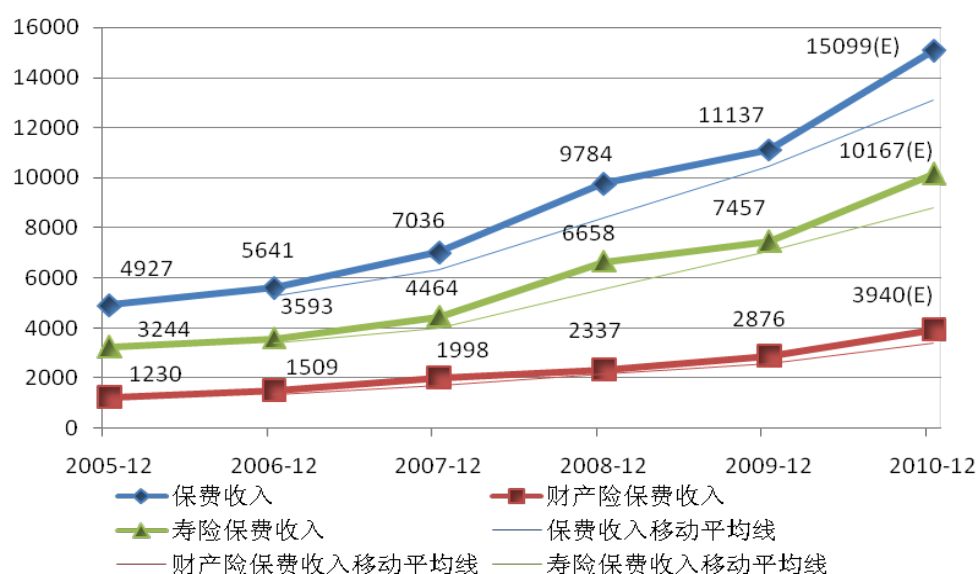
图形

图 1：2005—2010 年行业保费收入	3
图 2：保险密度	4
图 3：保险深度	4
图 4：2005—2010 年行业保险赔付	5
图 5：行业保险赔付率	5
图 6：银行存款和投资	6
图 7：各项投资业务占运用资金比例	6
图 8：2010 年 6 月—2010 年 9 月权益类余额及仓位	7
图 9：保险资金平均收益率	7
图 10：加息周期中各存款利率变动值	9
图 11：2010 年 10 月-11 月加息前后各类国债收益率	10
图 12：万能险结算利率	11
图 13：2006-2010H 三大保险公司内含价值	12
图 14：2006-2010H 三大保险公司内含价值增长率	12
图 15：2006-2010H 三大保险公司每股内含价值比较	13
图 16：三大保险公司 P/EV 比较	13
图 17：三大保险公司一年新业务价值比较	14
图 18：2006-2010 一年新业务价值增长率	14
图 19：保险板块市场表现与大盘对比	16
图 20：三家保险公司市场表现与大盘对比	16

1. 保费增速大于 GDP 增长，保险深度、密度继续提高

截止 2010 年 9 月份，我国累计保费收入为 11324 亿元，同比增加 32%。其中寿险保费收入 7625 亿元，同比增长 33.23%；财险保费收入为 2954.9 亿元，同比增长 32%。结合近几年保费收入的增长率以及目前的经济和市场环境，我们预计今年的保费收入有望挑战 15000 亿元，而寿险保费收入和财产险保费收入有望分别突破 10000 亿和 3900 亿。

图 1：2005—2010 年行业保费收入（单位：亿元，2010 年数据为预估值）



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

近几年名义国内生产总值增速达到了 10% 左右，而保险行业保费收入整体平均增长率高达 26%，保费收入增长明显高于 GDP 的增长，并且这两者增长呈现出一定的线性关系。随着 GDP 的增长，人民的收入和财产都会成相应的提高，人民对于保险的意识也会随之加强，因此，保费收入和 GDP 的增长呈现出正相关关系。基于对未来几年国内 GDP 仍然能保持一定高增长的假设，我们估计国内保费收入的年增长率可以至少维持在 18% 以上。

单从这个数据来看，我国的保费收入增长率远高于全球平均水平（5% 左右），但从保险密度和保险深度来看，和全球平均水平还是有一定距离的。2009 年国内保险密度是 834.42 元/人，保险深度是 3.27%，而全球保险密度为 595 美元/人，保险深度为 7%，无论从保险密度还是保险深度来看，都远远低于全球水平，尽管两者仍有差距，但在不断缩小。因此，在一些发达国家已经处在相对饱和状态的保险行业在我国却是朝阳产业，未来发展潜力无限。

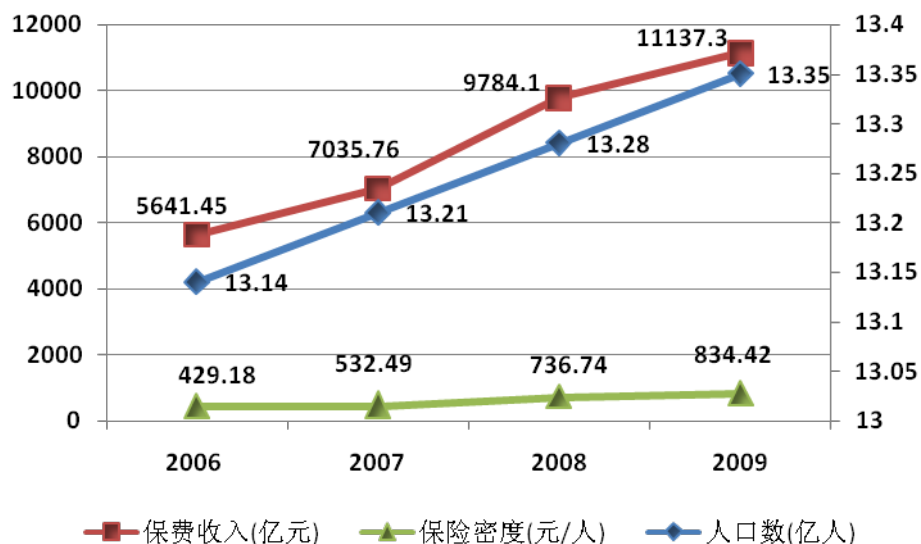
保险密度和保险深度主要从以下两个层面上得以提升：

1) 客观性层面。GDP 的稳定增长使得公民的可支配收入和财产增多，公民有需求并且有能力对其人身、资产进行相应的保障。从目前情况来看，客观性层面已经基本满足，而提升保险密度和深度的，主要依靠第二层面。

2) 主观性层面。主观性层面是指公民的投保意识，即使收入增多，财产增多，如果没有保险意识，还是无法提升密度和深度。依靠主观性层面主要通过增强公民的保险理念和开拓一些新的险种以满足客户的各种需求，从而增强公民主观购买意愿。

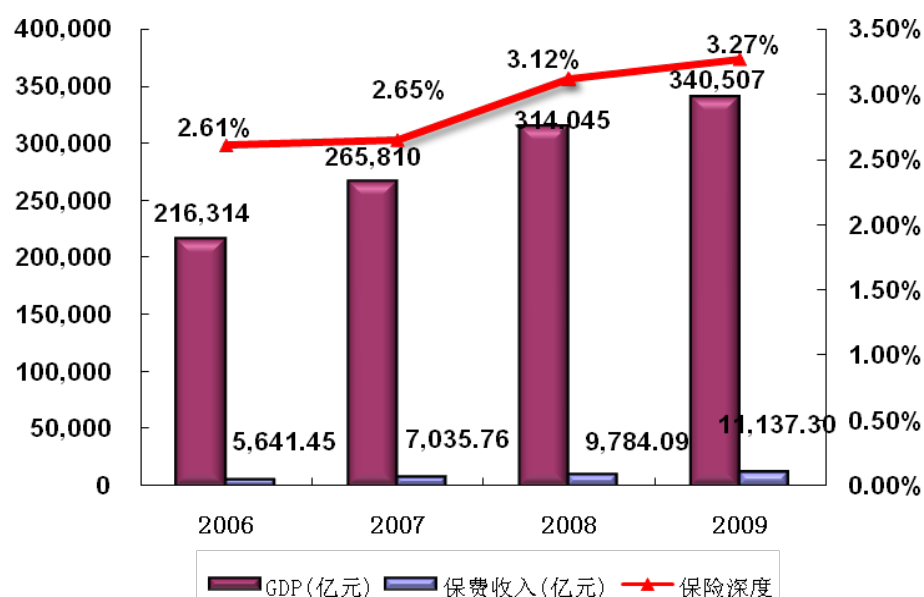
目前我国在全球化的浪潮中，在各方面、多领域不断和国际接轨，金融保险领域的合作也越来越频繁，并且这种趋势将一直延续下去。我们预计我国的保险行业将继续向国际靠拢，在此过程中不仅能及时吸收国外先进的经营管理模式、新的产品设计，更重要的是可以向市场灌输新的保险理念，对提高保险密度和保险深度两方面都起到了积极作用。因此，我们长期看好我国保险行业的发展潜力。

图 2：保险密度



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

图3：保险深度

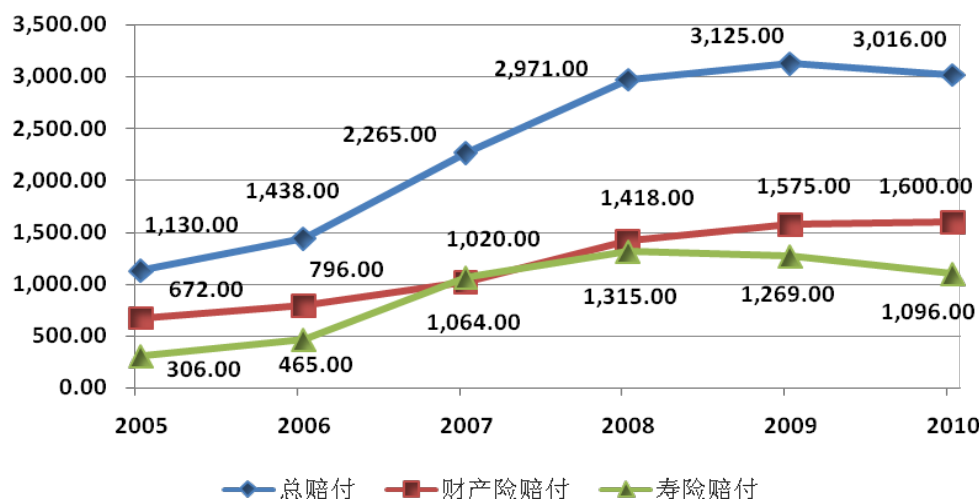


数据来源：WIND，爱建证券研发总部

2. 综合成本管理有效，保险赔付率继续走低

随着保费收入的不断提高，近几年保险赔付金额也呈现上升的态势。截止2010年9月份，我国累计保费赔付为2262亿元，其中寿险保费赔付822亿元，财险保费赔付为1200亿元。由于第四季度是传统的灾害高峰时期，我们预计全年保费赔付将达到3000亿，其中财产险赔付和寿险赔付可能分别会达到1600亿和1100亿。

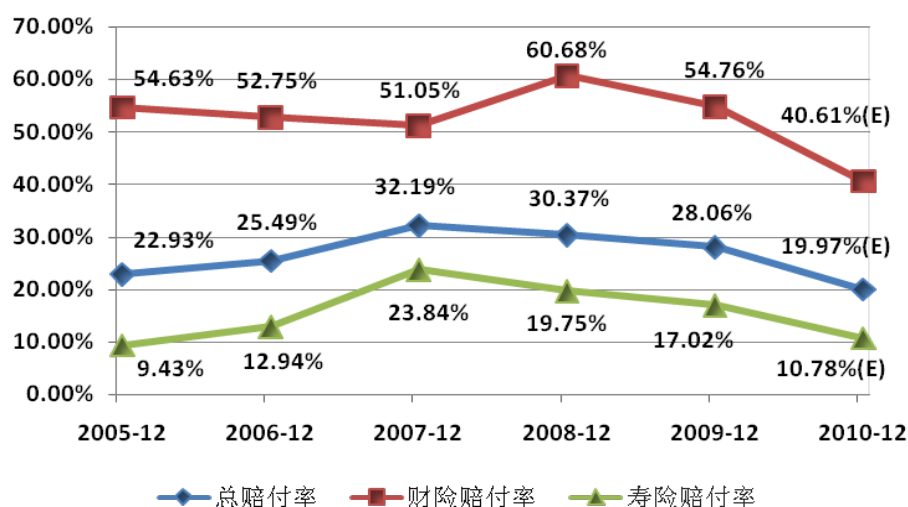
图 4：2005—2010 年行业保险赔付（单位：亿元，2010 年数据为预估值）



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

赔付率是影响保险公司利润率的重要因素之一，今年以来，我国局部地区出现自然灾害，造成人员以及财产损失，车险因雪灾、洪涝等自然灾害赔偿支出增多，保险赔付的绝对金额在不断上升，但是保险行业整体赔付率却出现下降态势，这主要归因于保险公司通过各种手段有效地控制了综合成本率，使赔付率一直处于良性循环中。

图5：行业保险赔付率

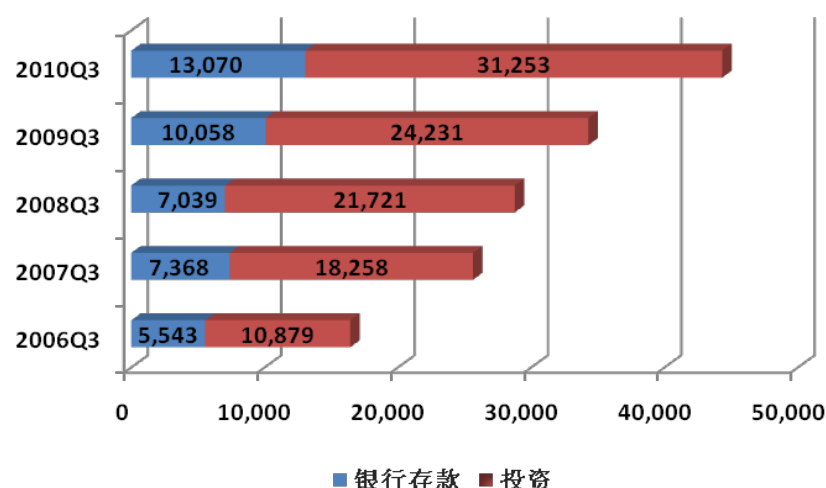


数据来源：WIND，爱建证券研发总部

3. 大盘回暖刺激权益类投资，保资收益率“水涨船高”

截止2010年9月末，保险公司运用资金余额为4.4万亿，其中银行存款余额1.3万亿，占全部总额的29.49%；各类投资金额3.1万亿，占比70.51%。从历史情况来看，投资金额无论是绝对额还是所占比重都呈现出稳步增长。我们预计今年全年投资总额有望挑战4万亿，而银行存款余额有望突破1.6万亿。

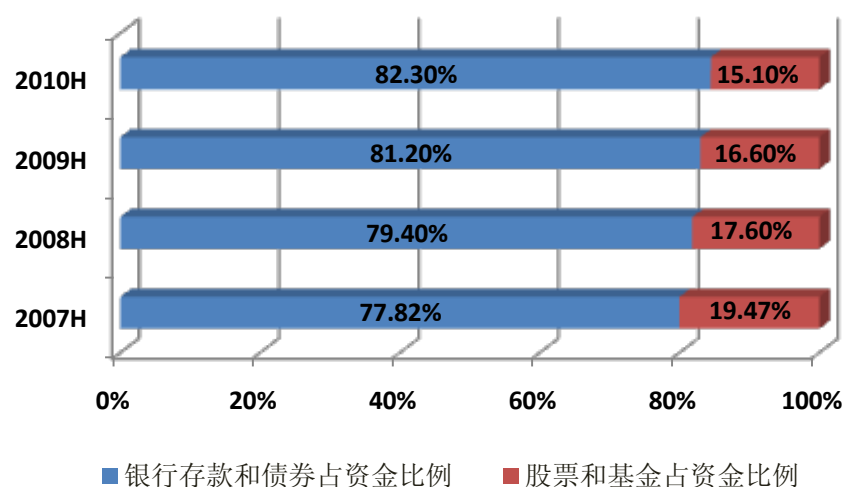
图6：银行存款和投资（单位：亿元）



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

从投资业务细分来看，从2007年6月—2010年6月，保险公司对于固定收益类以及银行存款的投资规模始终维持在投资总额的80%左右，而对于股票和基金中高风险的投资占比始终维持在20%左右，通过对于行情的判断进行仓位调整和控制。总的来说，保险公司在投资领域还是有较强的前瞻性。

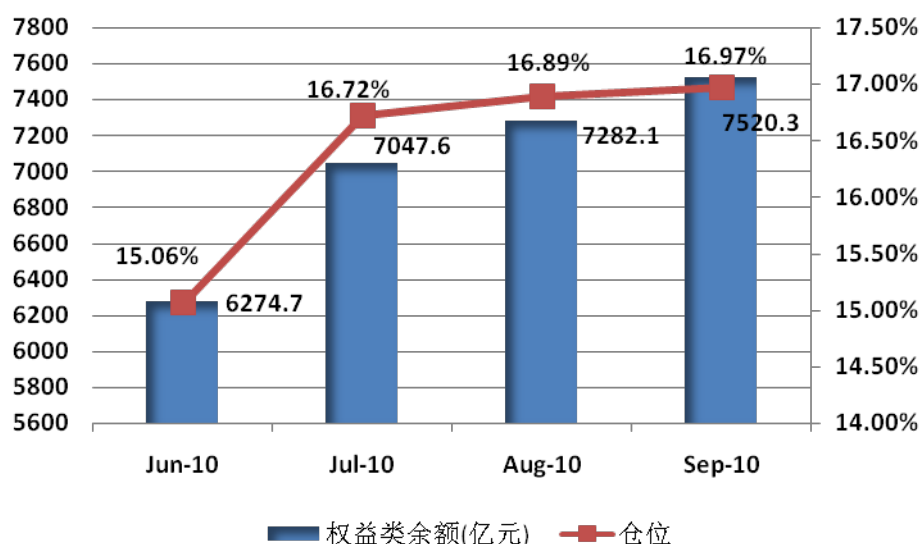
图7：各项投资业务占运用资金比例



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

从图8中我们可以看出，保险资金从今年的6月就已经开始稳步做多A股，尽管大盘短期存在震荡整理，但四季度仍然有望继续上攻，并且本轮行情极有可能延续到明年二季度，因此大盘回暖对保险公司投资收益有望带来实质性的提升。

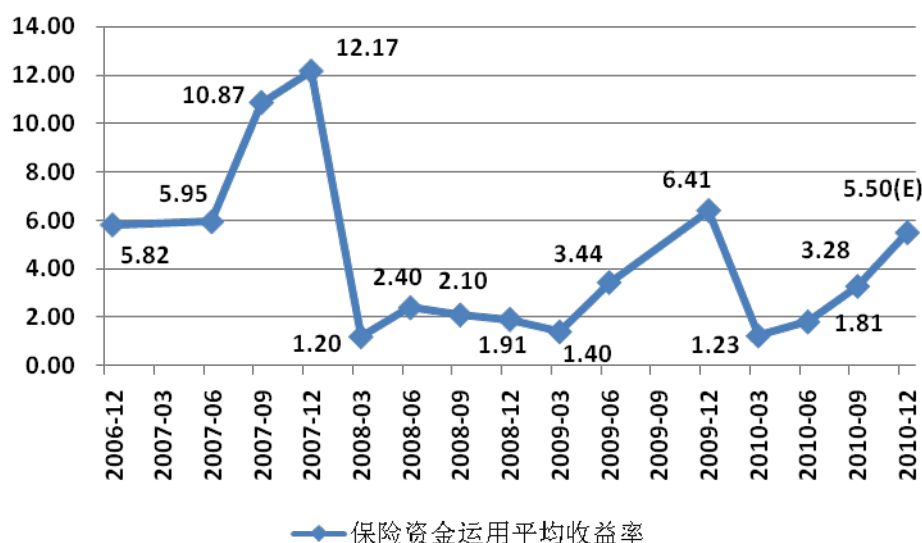
图8：2010年6月—2010年9月权益类余额及仓位



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

截止2010年9月末，保险资金平均收益率为3.28%，较前8个月平均收益率2.77%有所提升，其中投资股票收益率为3.57%，较8月底2.68%也有所提升。基于对大盘的判断以及目前仓位分析，我们预计随着三、四季度以来的股市反弹，保险资金全年收益率有望提升至5.5%的水平。

图9：保险资金平均收益率（单位：%）



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

4. 加息对保险行业影响中性偏乐观

从目前全球形势来看，美国启动第二轮定量宽松货币政策后，全球将继续深受流动性泛滥的影响，中国难以独善其身。在此情况下，明年上半年CPI高位运行已基本成定局，如果CPI指数继续居高不下，预计明年上半年仍然有继续加息的可能，中国将迎来自2006年年初以来的新一轮加息周期。

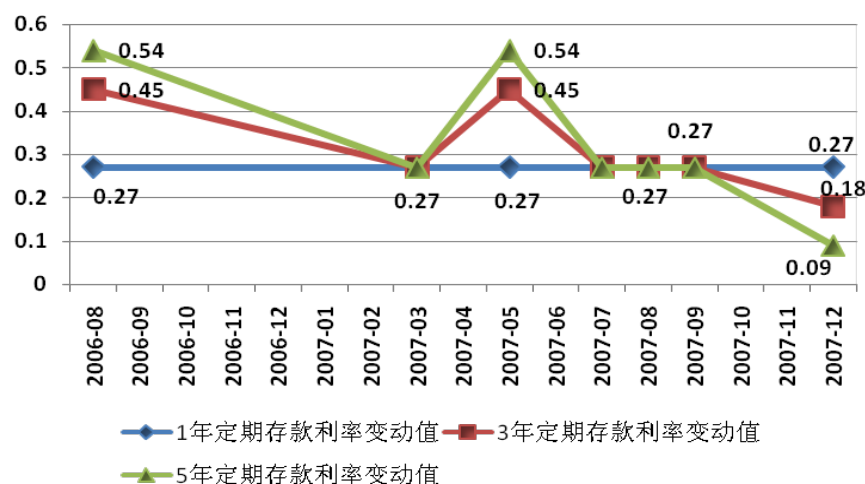
从上一轮加息来看，加息周期从2006年1月开始至2008年1月结束，持续2年之久。从加息的频率来看，在加息通道的初期，往往6、7个月加一次，而到了中后期，通常1、2个月加一次；从加息的力度来看，在初期时，加息的幅度相对比较大，而在中后期时，加息的幅度有所减弱。概括起来，加息初期，采取大幅稳健性加息，而在中后期采取小幅频繁性加息。并且每次加息后，长期定期存款利率上调幅度始终不低于中短期定期存款利率上调幅度。由于目前的经济形势相比上一轮加息时显得更加严峻，我们预计明年1季度将再次迎来一次加息，而幅度应该和今年第一次加息幅度相当，并且加息极有可能成为明年货币调控的主旋律，将会贯穿全年。

表1：2006—2010年存款利率（单位：%）

日期	1年定期存款利率	3年定期存款利率	5年定期存款利率
2006-01	2.25	3.24	3.60
2006-08	2.52	3.69	4.14
2007-03	2.79	3.96	4.41
2007-05	3.06	4.41	4.95
2007-07	3.33	4.68	5.22
2007-08	3.60	4.95	5.49
2007-09	3.87	5.22	5.76
2007-12	4.14	5.40	5.85
2008-10	3.60	4.77	5.13
2008-11	2.52	3.60	3.87
2008-12	2.25	3.33	3.60
2010-10	2.50	3.85	4.20

数据来源：WIND，爱建证券研发总部

图10：加息周期中各存款利率变动值（单位：%）



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

从2010年10月20日第一次加息来看，一年、二年、三年、五年定存利率分别上调25、46、52、60个基点，加息对于承保业务来说是有负面影响的，因为许多保险品种，比如万能险和分红险都是与利率高度相关的，如果市场利率上升，肯定会分流部分客户群。

加息对于存款业务的影响，主要分为两块：一块是协议存款，另一块是法定存款。由于保险公司银行存款中将近40%~50%的存款是以协议存款方式储存的5年以上存款，通常为61个月，而其利率是浮动利率，随央行利率变动而浮动，这次5年期存款利率上升60个基点，协议存款利率也相应上浮。因此加息对协议存款的影响是正面的，而对于法定存款，总体影响不是很大。

表2：加息对存款业务的影响

类型	已有资产	新增资产
法定存款	影响不大	上升
协议存款	上升	上升

数据来源：WIND，爱建证券研发总部

加息对于债券投资的影响，分为两部分。一部分是存量债券，根据现行的会计制度，通常把40%~50%的存量债券记为可供出售金融资产项下，而剩余50%~60%记为持有到期金融资产。记为持有到期金融资产基本不受利率的影响；但利率的上升，会导致债券净价下跌，尤其是中长期债券，这对记为可供出售金融资产项下的债券产生一定的负面影响；另一部分是新增债券，由于债券利率的制定往往都参考当时的市场利率，因而利率的上升，会使新债券的收益率提高，这会对新增债券产生正面的影响。因此加息后新债券收益率的提高可以部分抵消原有债券账面浮亏。从总体来看，加息对于债券投资的影响是中性的。

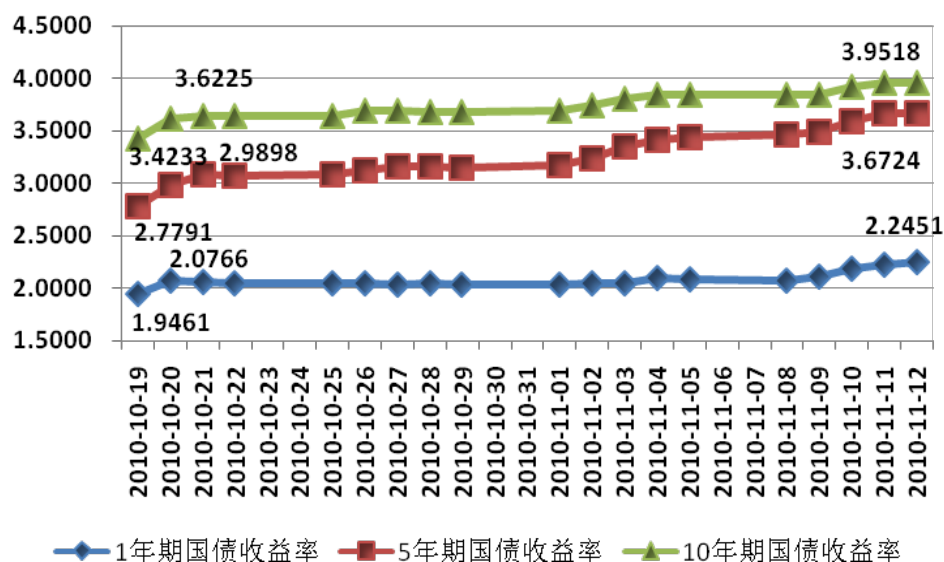
表3：债券投资会计分类（单位：亿元）

会计分类	中国人寿	占比	中国平安	占比	中国太保	占比
持有至到期债券	2442.54	40.56%	2573.9	55.04%	1403.27	67.65%
可供出售类债券	3490.4	57.95%	1899.74	40.63%	655.35	31.6%
交易类债券	89.74	1.49%	202.6	4.33%	15.78	0.76%
债券合计	6022.68	100%	4676.24	100%	2074.4	100%

数据来源：WIND，爱建证券研发总部

加息不仅可以提高债券收益率，而且还触发长短债券收益率差的扩大，有利于改善公司的投资环境。今年10月20日加息次日，1年期和10年期国债收益率分别上涨了13BP和20BP，两者债券收益率差为7BP，而到了11月12日，1年期和10年期国债收益率分别累计上涨了53BP和30BP，两者债券收益率差为23BP，长短债券收益率差继续扩大。对于保险公司来说，保单成本比较接近短期债券收益率水平，而投资收益比较接近中长期债券收益率，长短债券收益率差的提升在某种程度上提高了保单的毛利率，显著利好保险公司。

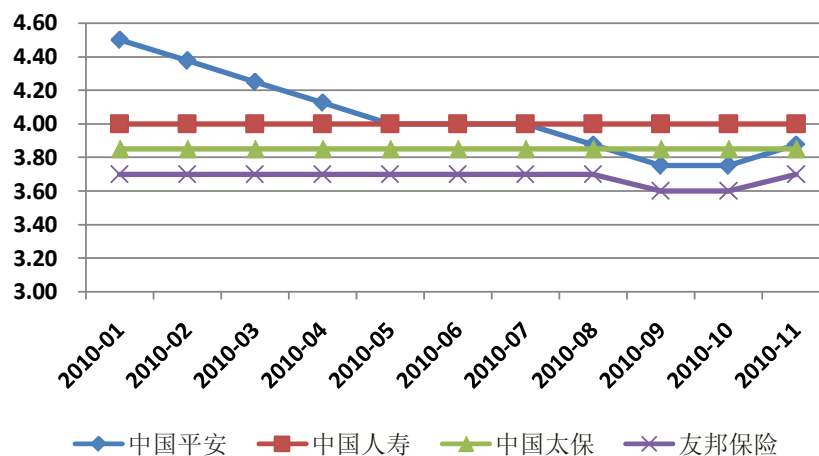
图11：2010年10月-11月加息前后各类国债收益率（单位：%）



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

如图12中所示，对利率最为敏感的万能险，今年以来总体呈现出下滑趋势，万能险结算利率是保单成本的重要组成部分，通过确定结算利率可以锁定其成本。因此在市场利率上升的背景下，结算利率不变有利于保险公司。但是目前5年期定期存款利率已经从原先的3.6%上升到4.2%，而目前结算利率仍然处于4%以下，如果不对结算利率进行适度上调，吸引客户能力将大打折扣。从目前来看部分保险公司已经开始上调结算利率，因此利好作用相对有限。

图12: 万能险结算利率(单位: %)



数据来源: WIND, 爱建证券研发总部

表4: 近期万能险结算利率调整情况

公司名称	2010年10月	2010年11月
中国平安	3.75%	3.875%
泰康人寿	3.875%	4%
华泰人寿	3.33%	3.65%

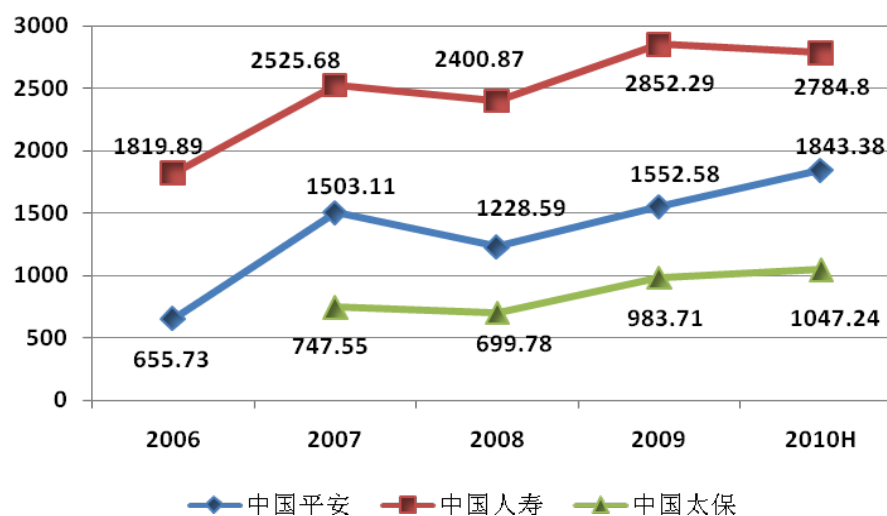
数据来源: 爱建证券研发总部

加息对投资收益的影响主要体现在权益类投资环节。加息可以收紧市场的流动性, 从传统经济学理论来看, 对股市具有负面影响。但从历史经验来看, 加息在经济周期不同点对于股市的影响是不同的。一般而言, 在加息周期的初期, 市场往往会呈现出流动性过剩, CPI高企并且有继续抬头的迹象, 股市已经出现或者局部出现泡沫, 在此背景下, 加息对于股市的负面影响往往是昙花一现, 不改变其中长期走势; 只有当加息处在加息周期的中后期时, 才会出现“压在骆驼背上的最后一根稻草”, 逆转其中长期走势。从目前以及明年上半年来看, 加息仍处于初期阶段, 因此对股市的负面影响有限。

5. 内含价值提供安全边际, 一年新业务价值揭示成长潜力

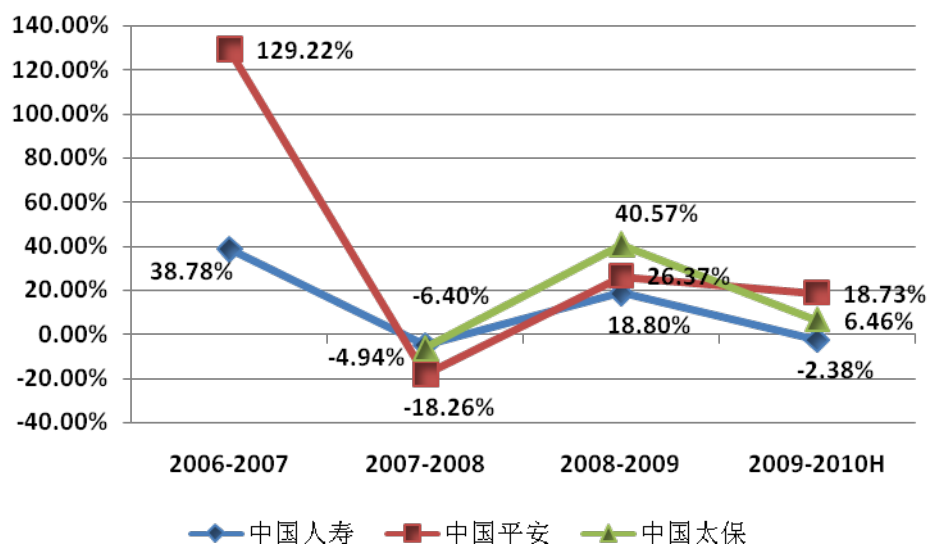
保险公司的内含价值是公司核心价值的点测度, 随着有效保单的存续发展、新保单的不断售出、资产的持续投资等公司各项活动的进展, 公司的内在价值也在不断变动。内含价值综合反映了公司的经营现状, 是相对静态的指标, 虽然内在价值不能决定公司股票价格, 但在某种程度上可以提供一个安全边际。从2006年以来, 三大保险公司的内含价值都实现了稳步增长。从内含价值增长率来看, 中国平安、中国太保增长最为明显。

图13: 2006-2010H三大保险公司内含价值(单位: 亿元)



数据来源: WIND, 爱建证券研发总部

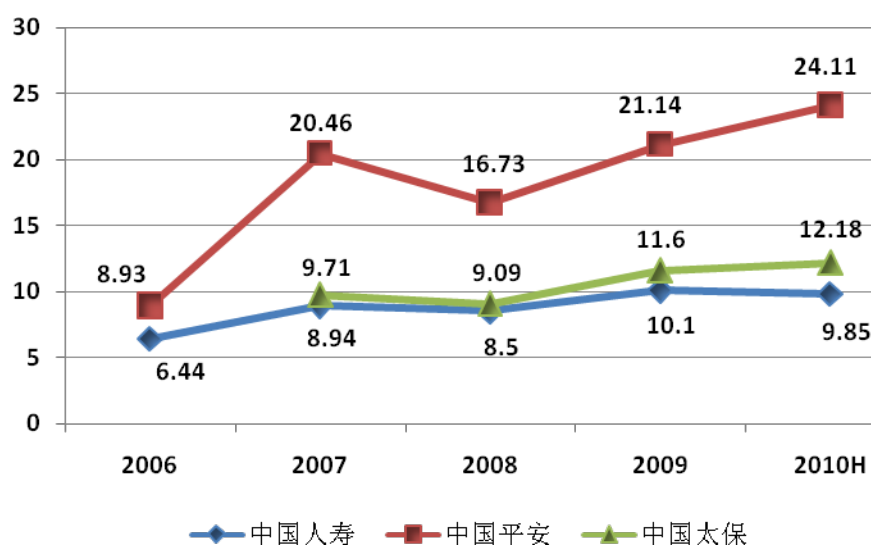
图14: 2006-2010H三大保险公司内含价值增长率



数据来源: WIND, 爱建证券研发总部

通过对公司内含价值以及总股本的计算, 我们可以得到每股内含价值, 虽然每股内含价值不能完全决定公司股票的交易价格, 但可以提供每股的安全边际。

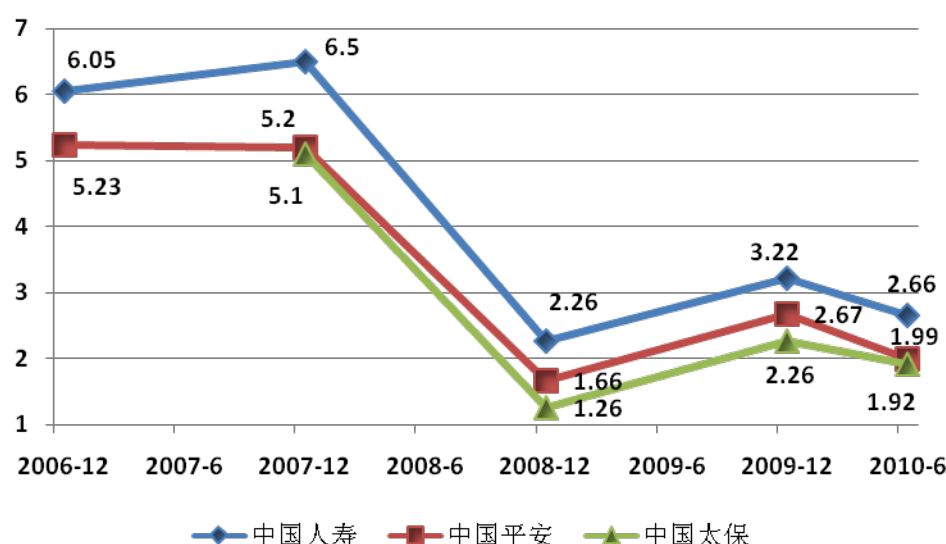
图15：2006-2010H三大保险公司每股内含价值比较（单位：元）



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

通过公司的每股内含价值和二级市场股票价格，我们可以得到P/EV。P/EV反应的是公司股票价格与每股内含价值之比。由于在不同的经济环境下，公司的内含价值以及股票价格往往都不相同，并且两者变化的相关性也比较复杂，因此单独比较内含价值或股票价格不具可比性。因此，P/EV反映的是一种溢价，把各历史时期的P/EV连接起来形成一个区间，如果P/EV接近区间的下沿，说明目前该股票处于历史价值低估区；反之，如果P/EV接近区间的上沿，则说明目前该股票处于历史价值高估区。从图16来看，目前三家公司都处于历史价值低估区。

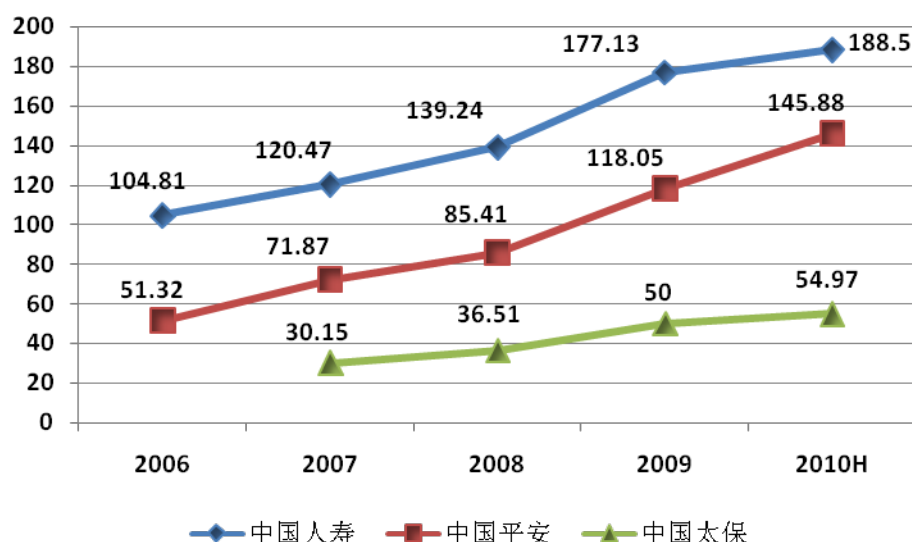
图16：三大保险公司P/EV比较



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

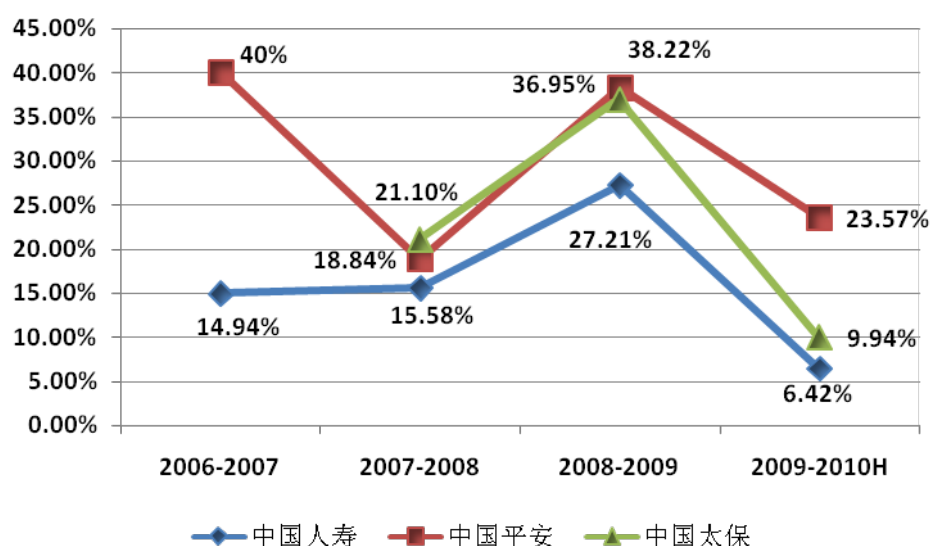
一年新业务价值代表了在评估日前一年售出的新业务所产生的经济价值，更多考量了公司近阶段以及未来发展的潜力，着重揭示公司成长潜力，是相对动态的指标。从2006年以来，三家公司的一年新业务价值都呈现出稳步上升的态势；从一年新业务价值增长率来看，中国平安的一年新业务价值增长率最大并且最为稳定，这说明公司已经形成了一个比较成熟的业务体系，可以抵御市场所带来的各种风险。

图17：三大保险公司一年新业务价值比较（单位：亿元）



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

图18：2006-2010一年新业务价值增长率



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

6. 银保业务整顿规范，短期负面影响有限

近日，银监会向全国下发了《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》，对于原先的银保业务进行了进一步的规范，主要包括以下3点：

(1) 商业银行不允许保险公司人员派驻商业网点。如果通过银行直接向客户销售的，该工作人员必须要具备保险代理从业人员资格。

(2) 商业银行每个网点原则上只能与不超过3家保险公司合作，如果超过3家，应坚持审慎经营，并向当地银监会派出机构报告。

(3) 保险产品不能与储蓄存款、基金、理财产品等混淆销售；不得将保险产品收益与上述产品作简单类比，不得夸大保险收益。不得以抽奖送实物、送保险方式误导投资者。

《通知》中第一点是为解决当前商业银行网点部分销售人员流动性大等问题，防止由于片面追求短期收益而引发销售误导，损害客户利益，因此《通知》对商业银行代理保险业务的销售人员资质提出了要求。

《通知》中第三点中明确要求商业银行不得误导销售，强调了商业银行合规销售的责任。强调应向客户明示销售的是保险产品，向客户说明保险产品的经营主体是保险公司，如实提示保险产品的特点和风险。

从长期来看，这条《通知》首先从总量上控制了银保规模，提升了市场集中度，有利于那些手中已经握有银行股权的保险公司，比如说中国平安，一旦完成对深发展的收购，深发展全国三百多家网点就成为了平安保险银保业务渠道的重要窗口。相反，对于那些之前过度依赖银保渠道，并且不占有主动权的公司，短期内会产生一定的负面影响，从2010年1-10月银行保险在总保费收入中占比由高到低依次为：中国太保、中国人寿、中国平安，分别为58%、49%、18%。由于中国太保保费收入渠道比较单一，因此该《通知》在短期内会对公司经营业绩产生一定的冲击，但如果公司能及时作出战略调整，实施新的营销渠道与方案，从中长期来看，对公司的中长期发展反而会有促进作用。

7. 投资策略：稳健选平安，进取选太保，指数选人寿

保险公司的投资业务在很大程度上依赖于大盘的走势以及行情的演绎。与银行板块相比，大盘的上涨对保险公司的业绩刺激效果要明显高于银行板块，并且具有高Beta的特质；而与“靠天吃饭”的券商相比，保险公司的传统保险业务又可以分散投资风险。因此，在金融板块中，保险板块兼顾进攻与防守的特质，从大盘上涨对于业绩刺激弹性高低排名依次为：证券、保险、银行。

目前中国经济将再次进入加息周期，基于以上假设，我们预计明年上半年上证指数有望挑战3800-4000点，因此我们在看好传统保险行业稳步发展的同时，极力看好股市回暖给保险公司带来的契机。

从图19中可以看出，从2009年11月至今，保险板块在全年大部分时间都跑输大盘，而唯一跑赢大盘的时间段在2010年7月和2010年10月，而这恰恰就是今年以来大盘2波上升浪的启动初期。也就是说，保险行业在大行情启动初期的市场涨幅要明显高于大盘。目前大盘处于形态修复阶段，我们预计明年第一季度，大盘仍有可能重整旗鼓，继续上攻。预计明年保险行业存在交易性机会可能性比较大，尤其看好2011年第一季度的市场表现，但从全年来看，更多的可能只是交易性机会，整体大幅跑赢大盘的可能性不大，因此给予保险行业“中性”的评级，建议“标准配置”。

从图20中可以看出，今年上半年，只有中国太保跑赢大盘；今年下半年，停牌2个月之久的中国平安联袂中国太保跑赢上证指数，最高曾一度领先大盘20%之多；相比之下，中国人寿表现比较暗淡。我们预计2011年上半年有望继续延续这种风格，结合历史走势以及其波动性，我们认为中国平安稳定增长，适合稳

定性投资组合；中国太保股价波动率高，出现交易性机会可能比较多，适合进取性投资组合；中国人寿由于流通市值大，适合指数性投资组合被动配置。

图19：保险板块市场表现与大盘对比



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

图20：三家保险公司市场表现与大盘对比



数据来源：WIND，爱建证券研发总部

在 A 股的三家上市公司中，我们比较看好中国平安的发展轨迹，尤其是当平安成功收购深发展后，使得其银行业务比重大幅增加，同时通过“交叉销售”可以使得保险业务也随之带动起来，因此我们预计中国平安 2010、2011 年 EPS 分别为 2.31 元、2.7 元。结合其成长性，我们给予 2011 年 PE 的 28—30 倍为估值标准，12 个月目标位为 81 元，并给予“强烈推荐”评级。

近几年中国太保在财产险领域的发展是有目共睹的，尽管对银保业务规范的措施在短期内会影响该公司的业绩，但是如果公司能够重新调整营销策略，调整各渠道比重，反而对公司的中长期发展会有明显的促进作用，我们预计中国太保 2010、2011 年 EPS 分别为 0.91 元、1.1 元，给予 2011 年 PE 的 25—28 倍为估值标准，12 个月目标位为 30.8 元，并给予“推荐”评级。

我们预计中国人寿 2010、2011 年 EPS 分别为 1.2 元、1.33 元，给予 2011 年 PE 的 23—25 倍为估值标准，预计 12 个月目标位为 31.9 元，并给予“中性”评级。

表 5：三大保险公司各类指标预测

	中国人寿			中国平安			中国太保		
指标	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
EV	10.1	11.5	12.5	21.14	26.71	33.75	11.6	12.76	14.04
P/EV	3.22	2	1.83	2.67	2.19	1.73	2.26	1.8	1.64
EPS	1.16	1.2	1.33	1.82	2.31	2.7	0.86	0.91	1.1
新业务倍数	18.74	20.62 (E)	19.5 (E)	17.93	15.1 (E)	29.9 (E)	16.86	17.5 (E)	24.7 (E)

数据来源：爱建证券研发总部

在预测 2010 年新业务倍数时，我们作如下假设：

表 6：2010 年 12 月 31 日各项指标预测值

指标	中国人寿	中国平安	中国太保
内在价值	2800 亿元	2100 亿元	1100 亿元
一年新业务价值	200 亿元	180 亿元	60 亿元
收盘价	24.5 元	63 元	25 元

数据来源：爱建证券研发总部

在预测 2011 年新业务倍数时，我们使用三阶段的 GORDON 增长模型推导新业务倍数，第一阶段：1-5 年；第二阶段：6-15 年，然后进入永续增长。（假设风险贴现率为 10%，永续增长率为 3%）

表 7：第一、二阶段增长率（假设值）

年度	中国人寿	中国太保	中国平安
2011-2015 年	8%	11%	13%
2016-2025 年	5%	7%	9%
2026 年—	3%	3%	3%

数据来源：爱建证券研发总部

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。