

保险行业 2011 年投资策略

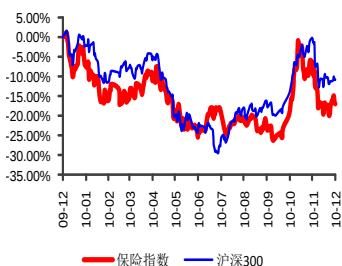
推荐 (维持)

基本面持续向好, 加息增色业绩

2010 年 12 月 9 日

投资要点

行业走势



- **未来 10 年我国保险行业将继续维持高速增长, 复合增速达 18.4%。**从国际保险深度和保险密度指标对比来看, 我国保险业发展仍处于初级阶段。而随着居民收入水平提高以及人口老龄化、家庭核心化、城市化等趋势的加剧, 我国居民的保险需求将不断释放, 假设到 2020 年寿险深度达到 4.8%、产险深度达到 2%、城市化率达到 60%, 预计未来 10 年总保费复合增长 18.4%, 寿险保费和产险保费分别年均增长 18.2%、18.9%, 农村保费复合增长 21.2%, 城市保费复合增长 16.4%。
- **投资收益和准备金双向受益于加息周期。**加息周期下, 一方面保险资金运用中 80%配置于固定收益类资产, 假设年内到 2011 年加息 50~60BP, 将提升保险投资收益率 17~21BP, 资金成本约上升 8~10 个 BP, 利差扩大约 9~11 个 BP; 另一方面保险准备金评估利率银行间固定利率国债 750 天移动平均收益率曲线受加息影响上扬, 减少准备金计提从而释放利润, 对三大上市保险公司净利润的影响在 11%~34%之间。
- **从个股来看, 中国平安股价上升空间最大。**中国平安战略清晰, 凭借其综合金融平台, 业绩具有较大的弹性空间; 一贯坚持稳健经营的中国人寿将继续从行业成长中受益; 中国太保面临的风险因素相对较多, 但上海个税递延型养老保险试点或带来新契机。当前, 平安、国寿、太保股价隐含新业务价值乘数分别为 16.3、16.7 和 17.2 倍, 离 25 倍左右的合理新业务价值倍数有较大差距。2011 年平安、国寿、太保的目标价分别为 92 元、30.2 元和 35.3 元, 年内至 2011 年, 平安、国寿、太保股价上升空间分别为 52%、30%和 44%。

曾素芬
胡远川
张颖

证书号: S0190207040090
电话: (021) 38565598
zengsf@xyzq.com.cn

目 录

一、行业未来 10 年将继续维持高速增长	4 -
(一) 居民收入水平提高促使保险需求由潜在需求向现实需求转化.....	5 -
(二) 人口老龄化及家庭核心化进一步刺激寿险需求.....	5 -
(三) 城镇化进程释放农村保险需求	6 -
(四) 产险业务结构面临转型，2011 年依然依靠车险拉动	7 -
二、投资收益和评估准备金双向受益于加息周期	11 -
(一) 受益于加息周期，投资收益率提升 17~21BP，利差约提升 10BP	12 -
(二) 准备金评估利率走高提升净利润	14 -
(三) 受加息影响，保险业务价值提升	15 -
三、投资策略：维持行业推荐，主推中国平安（601318）	15 -
(一) 中国平安：战略清晰，综合金融平台优势突出	16 -
(二) 中国人寿：稳健经营，持续受益于行业成长.....	18 -
(三) 中国太保：关注个税递延养老保险试点.....	19 -

图表目录

表 1、中国产险业务结构	8 -
表 2、平安产险业务结构	8 -
表 3、太保产险业务结构	8 -
表 4、产险深度国际对比	9 -
表 5、我国保险投资资产配置结构	12 -
表 6、2010 上半年三大保险公司债券投资结构.....	12 -
表 7、加息对保险业务价值的影响程度分析.....	14 -
表 8、加息对保险业务价值的影响程度分析.....	15 -
表 9、中国平安估值	17 -
表 10、寿险市场结构	18 -
表 11、中国人寿估值	19 -
表 12、产险市场结构	19 -
表 13、太保综合成本率和综合赔付率较低，彰显良好的风险管控能力	20 -
表 14、中国太保估值	21 -
 图 1、1985 年以来我国保费收入复合增长率达 29%	 4 -
图 2、从国际对比来看，我国保险深度仍处于初级水平	4 -
图 3、从国际对比来看，我国保险密度仍处于初级水平	5 -
图 4、改革开放以来我国 GDP 与居民收入水平	5 -
图 5、我国老龄化程度加剧	6 -
图 6、中国家庭核心化趋势正在加剧	6 -

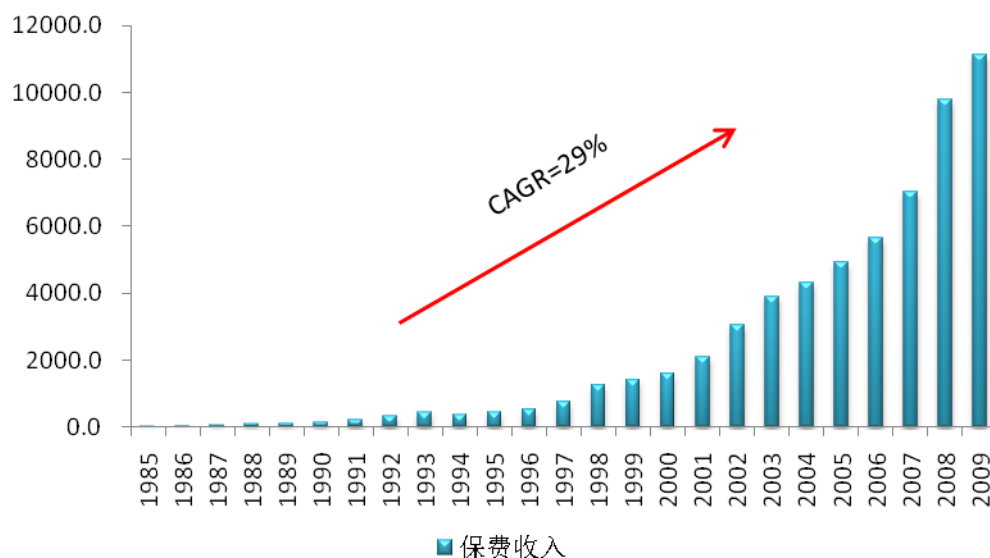
图 7、城乡保险密度和保险深度指标对比.....	- 7 -
图 8、中国城镇化进程	- 7 -
图 9、国内汽车销售量	- 8 -
图 10、2009 年日本非寿险保费收入构成	- 9 -
图 11、2009 年台湾非寿险保费收入构成.....	- 9 -
图 12、未来 10 年我国寿险业复合增长率预计为 18.2%	- 10 -
图 13、未来 10 年我国产险业复合增长率预计为 18.9%	- 10 -
图 14、未来 10 年我国保险业预计复合增长 18.4%	- 10 -
图 15、农村保险业发展水平预测	- 11 -
图 16、城市保险业发展水平预测	- 11 -
图 17、10 年期债券收益率上升	- 12 -
图 18、2011 年保险资金配置结构预测.....	- 13 -
图 19、模拟 10 年期国债 750 天移动平均收益率.....	- 14 -
图 20、三大保险股与沪深 300 走势对比	- 15 -
图 21、中国平安代理人首年保费产能水平高，且逐年上升.....	- 16 -
图 22、当前中国平安新业务利润率高于同行约 7 个百分点.....	- 16 -
图 23、2010 年以来中国平安 IPO 个数和承销费用均位居行业第一	- 17 -
图 24、中国人寿偿付能力充足率稳居行业首位.....	- 18 -
图 25、中国人寿历年净利润波幅在上市保险公司中最小	- 18 -
图 26、中国人寿城乡保费增长预测	- 19 -
图 27、三大上市保险公司寿险保费增速	- 20 -
图 28、太保保费收入分渠道构成	- 21 -

一、行业未来 10 年将继续维持高速增长

未来 10 年保险行业保费收入将维持 19% 的复合增长率，其中寿险复合增长率为 18.2%，产险复合增长率 21.4%。

过去 30 年间，保险业成长迅速，1985 年以来保费收入复合增长 29%，而同期我国名义 GDP 复合增速为 16.3%，保费收入增长相对 GDP 增长的平均弹性为 1.78。

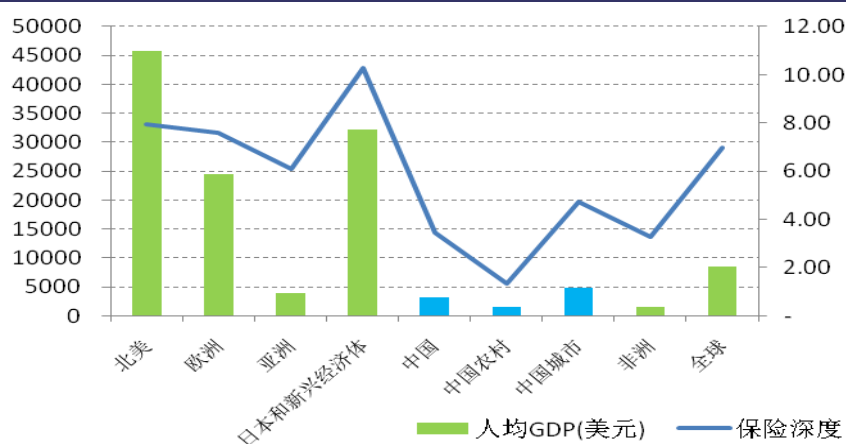
图 1、1985 年以来我国保费收入复合增长率达 29%



数据来源：国家统计局、兴业证券研发中心

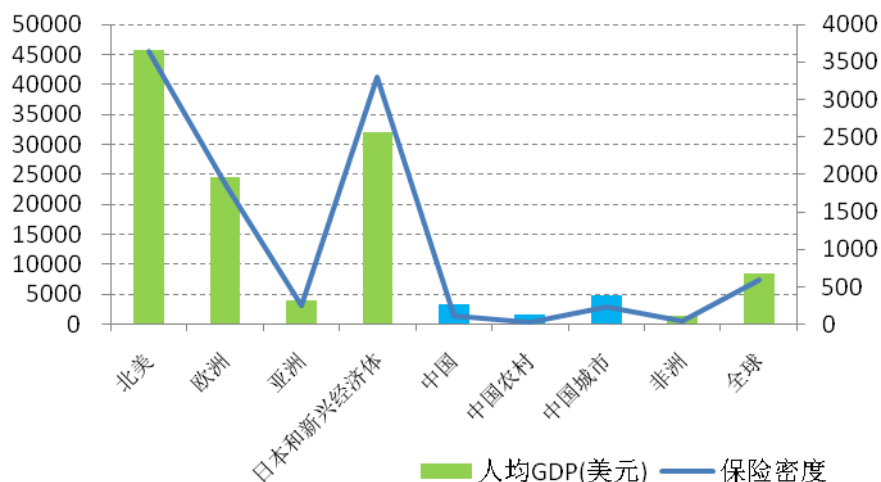
尽管经历了近 30 年的高速增长，我国保险业发展程度仍处于较低水平。从国际比较来看，我国保险深度和保险密度指标远远低于全球平均水平，未来保险业发展的空间十分巨大。

图 2、从国际对比来看，我国保险深度仍处于初级水平



数据来源：sigma、兴业证券研发中心

图 3、从国际对比来看，我国保险密度仍处于初级水平



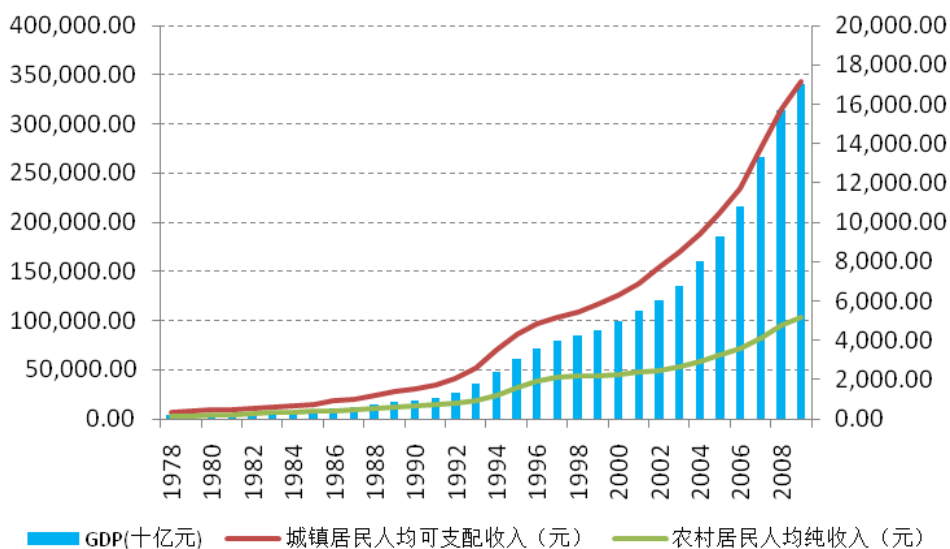
数据来源：sigma、兴业证券研发中心

从保险需求的角度来看，经济增长、居民收入水平的持续提升、老龄化、城镇化、居民保险意识逐步深化等因素将刺激保险需求的持续增长。

（一）居民收入水平提高促使保险需求由潜在需求向现实需求转化

过去三十年间，我国国民经济的快速增长和居民收入水平的持续改善奠定了保险业高速发展的基础。改革开放以来，我国 GDP 复合增长率高达 16%，同期居民收入水平持续提升，为保险支付能力的增强奠定了物质基础。2008 年我国人均 GDP 突破 3000 美元，按照保险发展的“S”型理论，我国保险业的发展正处于潜力释放的阶段。

图 4、改革开放以来我国 GDP 与居民收入水平



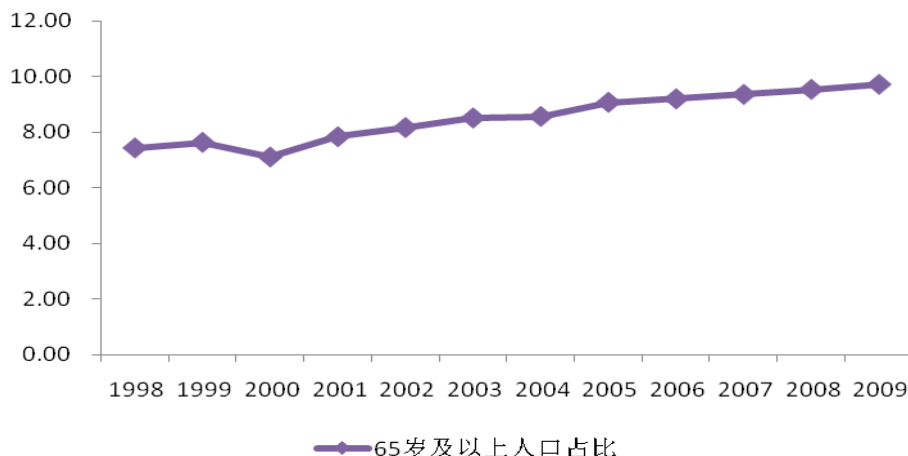
数据来源：wind 资讯、兴业证券研发中心

（二）人口老龄化及家庭核心化进一步刺激寿险需求

目前，我国的社会保障体系发展十分不完善，尤其是经济落后的农村地区，社会保障基本处于缺失状态，而与此同时我国人口老龄化趋势和家庭核心化的趋

势加剧，随着老龄人口占比和赡养系数的上升，未来养老问题十分严峻，从而进一步刺激了寿险需求。世界银行建议发展“五个支柱”养老金制度，强调商业保险在解决养老问题当中的作用，充分发挥商业保险作为社会保障第三支柱的作用，有利于我国社会保障体系的完善。而从国家政策的层面来看，目前我国政府也正在引导商业保险公司在健康、养老、意外伤害等领域广泛地参与。

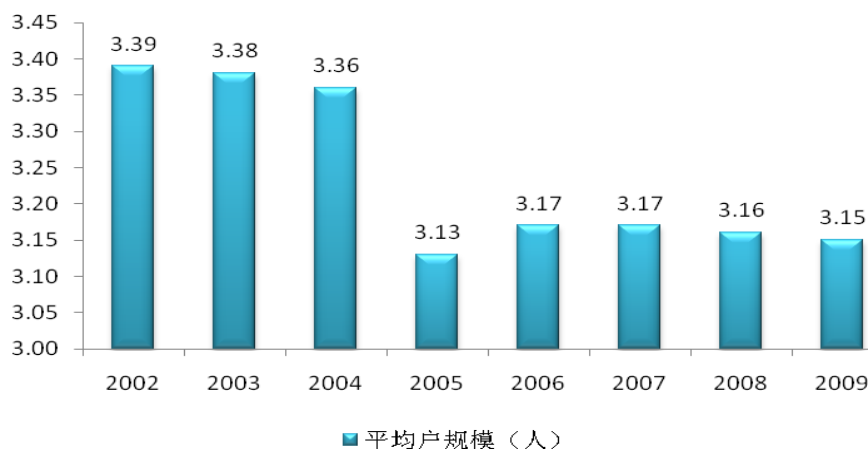
图 5、我国老龄化程度加剧



注：人口老龄化的国际标准是：60 岁以上人口达到总人口的 10%或 65 岁以上人口达到总人口的 7%。

数据来源：CEIC、兴业证券研发中心

图 6、中国家庭核心化趋势正在加剧

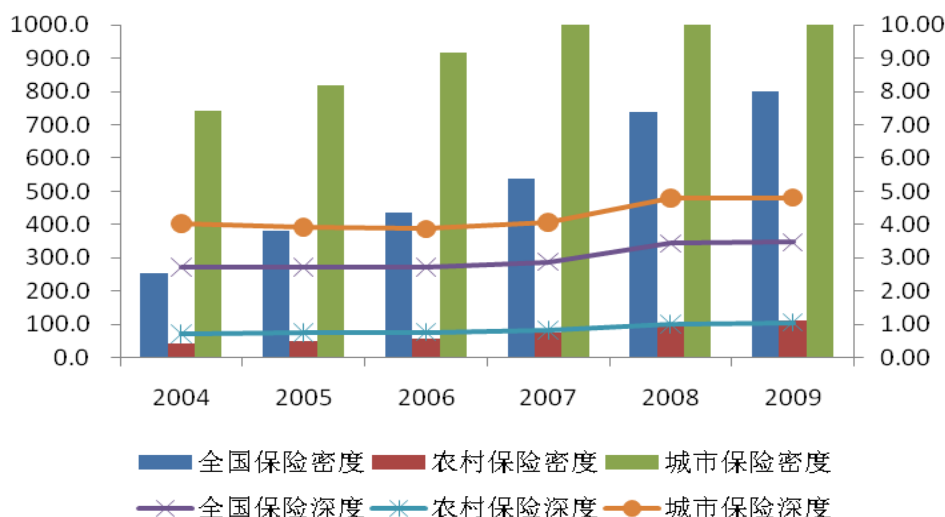


数据来源：wind 资讯、兴业证券研发中心

(三) 城镇化进程释放农村保险需求

目前，我国城乡经济发展水平差距悬殊，从而造成保险业城乡发展严重不均衡。2004 年城区人身险保险密度为 700 元/人，保险深度为 3.7%，而同期县域人身险保险密度仅为 113 元/人，保险深度为 1.4%，将统计口径放到乡村和城市进行估算，当前我国城市保费收入为 9890 亿元，乡村保费收入为 800 亿元，对应城市保险密度为 1591 元/人，保险深度为 4.81%，而同期乡村保险密度仅为 113 元/人，保险深度为 1.06%。

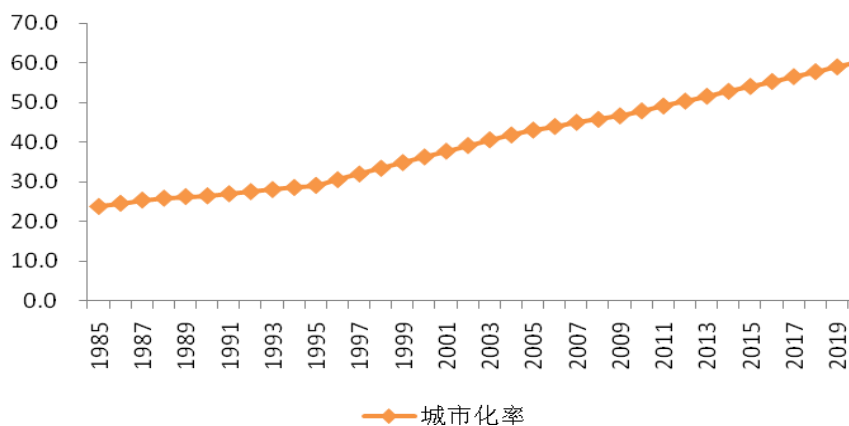
图 7、城乡保险密度和保险深度指标对比



数据来源：CIRC、兴业证券研发中心

而随着我国城市化进程的加快，大量农村人口将转变为城镇居民，由此带来的生活条件的改善和保险意识的强化将促使更多的人购买保险，同时由于我国农村保费收入基数低，当农民收入水平不断提高之后保险需求不断释放。于此同时，农村的保险供给也将得到较大的发展。由于在城市的竞争十分激烈，国内保险公司也开始将目光转向潜力巨大的农村，目前中国人寿已在农村广泛铺设网络，为未来农村保险的保险做好了准备，太平洋在农村的网点建设也相对较多，平安当前在县域市场缺乏竞争力，但未来将开始向农村倾斜。

图 8、中国城镇化进程



数据来源：wind 资讯、兴业证券研发中心

（四）产险业务结构面临转型，2011 年依然依靠车险拉动

从我国产险业务的构成来看，目前 72% 的产险保费收入来自车险业务收入。以平安和太保为例，2010 年上半年平安和太保车险业务同比增速分别达 62% 和 51%，产险保费收入中分别有 76% 和 75% 来自机动车险销售收入。

表 1、中国产险业务结构

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
机动车险	62.1	66.2	67.0	70.1	71.1	69.6	72.0
企财险	14.4	11.9	11.6	10.0	9.0	8.6	7.4
家财险	2.2	1.3	0.9	0.7	0.8	0.5	0.5
船舶险	1.7	1.8	2.0	1.8	1.5	1.6	1.4
货运险	4.7	4.1	4.0	3.5	3.0	2.9	2.0
特殊风险	0.1	0.4	1.5	1.3	1.2	1.1	0.8
工程险	1.4	1.4	1.8	1.6	1.5	1.6	1.7
责任险	4.0	2.9	3.5	3.6	3.2	3.3	3.1
保证保险	0.2	0.1	1.4	0.5	0.2	0.3	0.3
出口信用险	1.0	1.4	1.8	1.8	1.7	1.5	2.3
农业险	0.5	0.4	0.5	0.5	2.6	4.5	4.5
其他	7.6	8.1	4.0	4.7	4.3	4.5	3.9

资料来源：CEIC、兴业证券研发中心

表 2、平安产险业务结构

	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H
机动车险	70.0	69.7	72.4	71.9	76.8	76.1
非机动车险	24.8	24.9	23.1	23.7	19.4	20.4
短意险与健康险	5.2	5.4	5.4	5.2	3.5	3.4

资料来源：公司公告、兴业证券研发中心

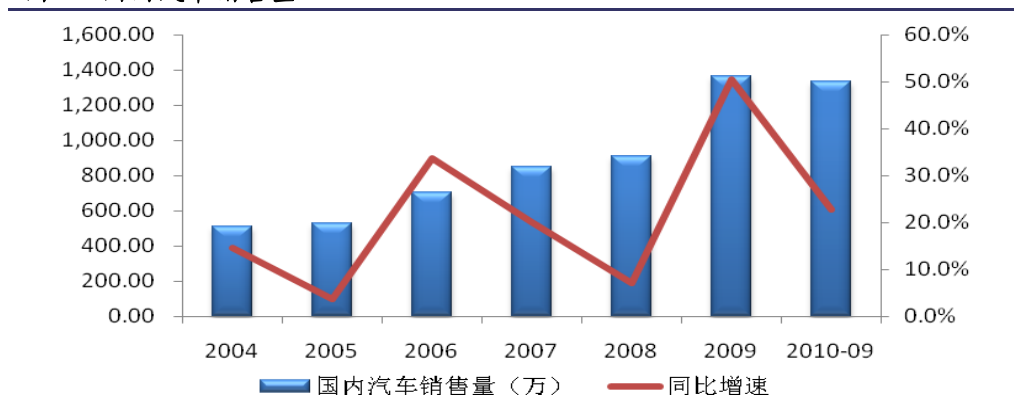
表 3、太保产险业务结构

	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H
机动车险	70.2	67.8	70.6	72.0	74.2	74.8
企财险及工程险	15.8	17.7	15.7	15.0	13.2	13.3
短意险与健康险	4.6	4.5	4.4	4.4	4.6	3.9
货运险	3.9	3.7	3.5	2.5	2.6	2.4
责任险	2.2	2.5	2.4	2.6	2.6	2.7
其他	3.3	3.8	3.4	3.4	2.8	3.0

资料来源：公司公告、兴业证券研发中心

从表 1、表 2 和表 3 中同时可以发现 2009 年以来机动车险占产险保费收入的比重有了较为明显的提高，这主要受益于 2009 年以来汽车销售量的大幅增加。根据汽车工业协会公布数据，2009 年国内汽车销售量同比增长 50%，2010 年前三个季度国内汽车销售量同比增长 23%。预计 2011 年汽车销售量同比增速将有所放缓，相应机动车险增速将略有下降，但预计平安和太保车险业务仍将保持超过 35% 的增长，从而带动产险保费增长超过 25%。

图 9、国内汽车销售量



数据来源：汽车工业协会、兴业证券研发中心

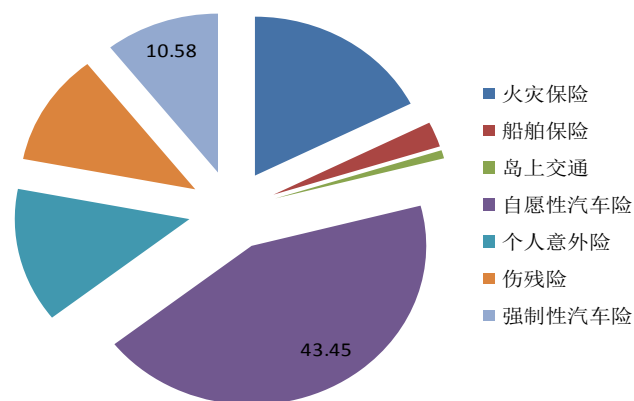
从产险深度指标国际对比来看，亚洲产险发展程度同北美、欧洲相比仍存在较大差距，即便是寿险市场发达的日本，产险深度也仅为北美的二分之一，而中国的产险深度甚至低于经济发展落后的非洲，反映了亚洲人储蓄和更重视人的风险的偏好。参照日本和台湾产险业务结构来看，日本当前车险业务约占产险保费的54%，台湾机车险占非寿险保费收入比为49%，欧美国家车险业务占比低于这一比例。从国际经验和产险业长远发展来看，我国产险业务结构面临转型，当前我国车险占据产险保费大半壁江山的局面也将在未来发生改变，企财险、家财险以及责任保险在未来的发展空间巨大，随着居民保险意识的不断强化，此类非机车险占比将逐步提升，从而使整个产险业务结构趋于均衡、合理。

表 4、产险深度国际对比

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
北美	5.05	4.92	4.72	4.62	4.57	4.5
欧洲	3.2	3.10	2.97	3.03	2.92	3.05
亚洲	1.79	1.67	1.63	1.59	1.53	1.57
其中：日本	2.25	2.22	2.35	2.36	2.38	2.35
其中：中国	0.70	0.70	0.75	0.84	0.86	0.97
非洲	1.48	1.47	1.36	1.23	1.10	1.1
全球	3.44	3.18	3.04	3.08	2.95	2.98
北美	5.05	4.92	4.72	4.62	4.57	4.5

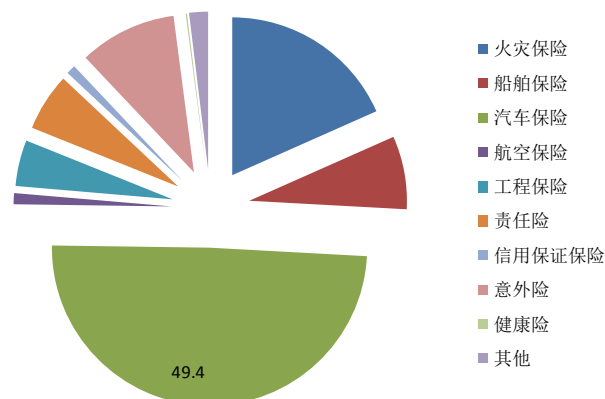
资料来源：sigma、兴业证券研发中心

图 10、2009 年日本非寿险保费收入构成



数据来源：CEIC、兴业证券研发中心

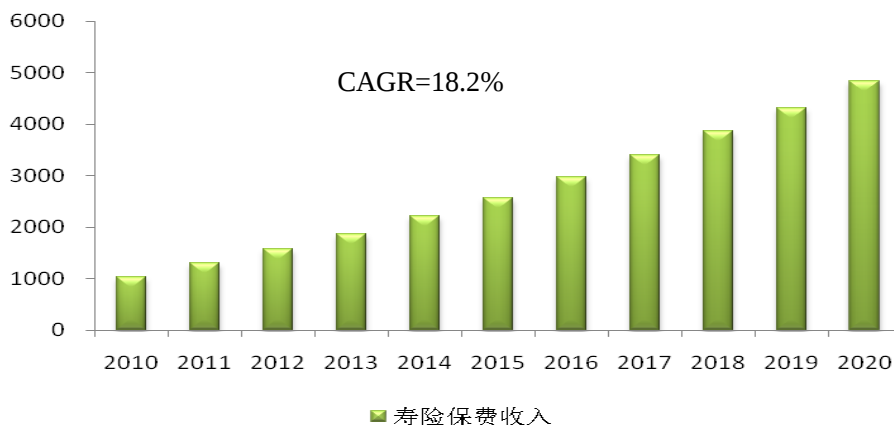
图 11、2009 年台湾非寿险保费收入构成



数据来源：CEIC、兴业证券研发中心

结合以上因素，假设到 2020 年我国寿险业深度将达到 4.8%（大致相对于当年亚洲平均寿险深度水平）、产险深度将达到 2%（参照当前亚洲和全球产险密度调整），同时假设到 2020 年实现城市人口占比达 60%的目标，我们对中国未来十年的保险业发展做了一个预测，根据测算结果，未来我国寿险业的复合增速约为 18.2%，产险业保费收入的复合增速为 18.9%，保险业整体复合增速约为 18.4%。

图 12、未来 10 年我国寿险业复合增长率预计为 18.2%



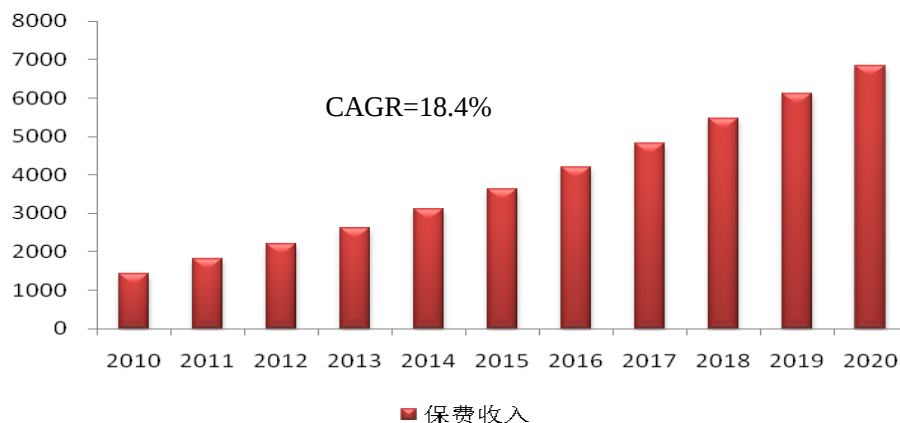
数据来源：兴业证券研发中心

图 13、未来 10 年我国产险业复合增长率预计为 18.9%



数据来源：兴业证券研发中心

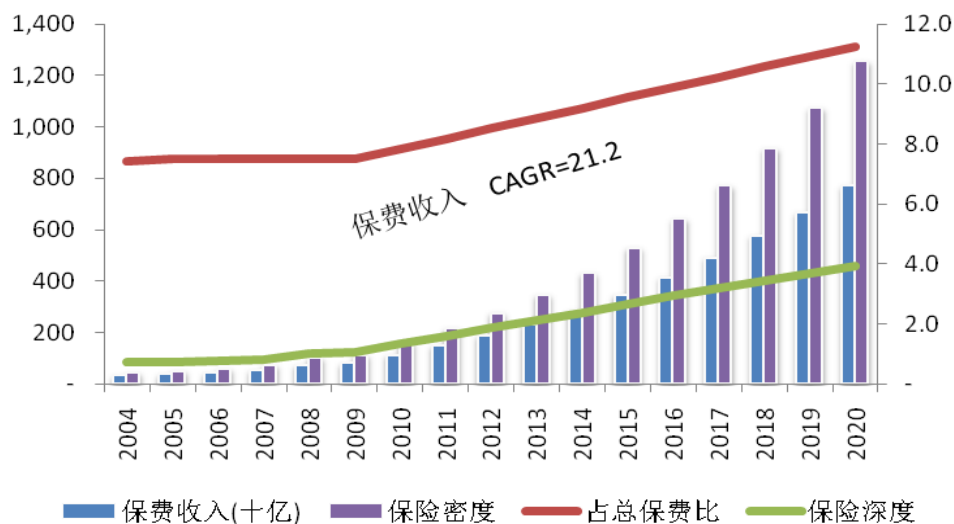
图 14、未来 10 年我国保险业预计复合增长 18.4%



数据来源：兴业证券研发中心

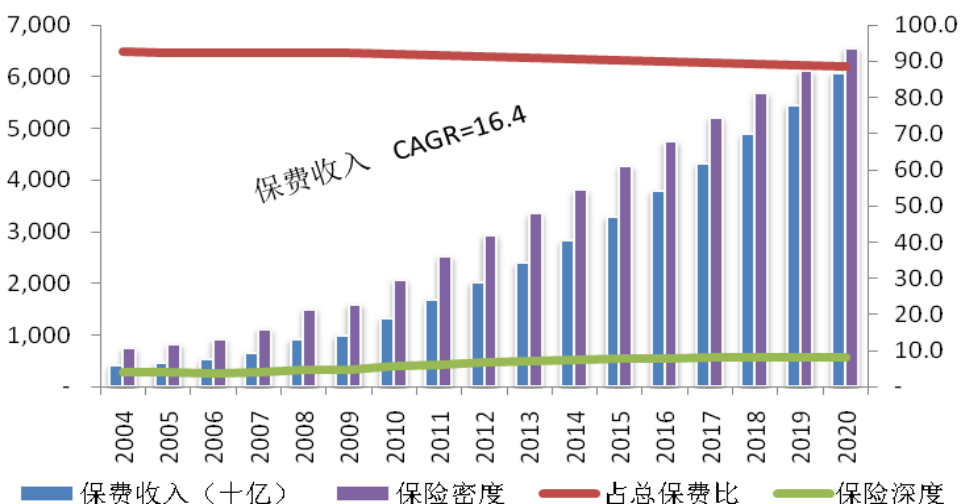
当前我国城市化率为 46.6%，假设到 2020 年实现城市人口占比达 60% 的目标，模拟农村和城市人口的人均 GDP，结果显示在 2015 年前后我国农村人均 GDP 将达到 3000 美元，随后农村保费收入将步入一个快速增长的通道，预计到 2020 年农村保费收入占比将由当前的 7.5% 上升到 2020 年的 12%，农村保险密度将达到 1255 元/人，保险深度将达到 3.9%，城市保险密度为 6548 元/人，保险深度为 8.2%。

图 15、农村保险业发展水平预测



数据来源：CIRC、兴业证券研发中心

图 16、城市保险业发展水平预测



数据来源：CIRC、兴业证券研发中心

二、投资收益和评估准备金双向受益于加息周期

从当前的宏观环境来看，控通胀预期强烈，预计年内及 2011 年再度启动加息概率极大，而保险业将主要从投资收益率提升和评估准备金下降两个维度明显受益于加息周期的到来。

(一) 受益于加息周期，投资收益率提升 17-21BP，利差约提升 10BP

我国保险资金运用中 80%以上投资资产配置于银行存款和债券投资等固定收益途径，这种资产配置结构使得保险投资将明显从加息周期当中获益。

从定期存款来看，浮息存款和新增定期存款将直接从加息当中收益，固定利率定期存款不收加息影响，但部分临近到期的定期存款再投资收益率有望提高。至于债权投资从存量来看，保险公司债券投资当中大部分归入持有到期投资，这部分基本不受加息的影响；可供出售类债券受加息影响反映在公司资本公积方面，只要不出售对利润表没有负面影响；交易类债券价值受加息负面影响最大，但交易类债券占比很小，从而综合影响十分有限。从新增量来看，由于债券收益率曲线上扬（10月19日央行宣布加息以来10年期国债收益率上升17%，政策性金融债收益率上升18.3%，AAA级企业债收益率上升16.5%），新增债券投资成本下降，明显有利于提高债券投资收益率。综合存量和新增债券来看，保险投资无疑将从加息当中受益。

表 5、我国保险投资资产配置结构

	2007	2008	2009H	2010H
固定收益类	68.37	84.35	81.20	82.30
其中：银行存款	24.39	26.47	31.00	30.50
其中：债券	43.98	57.88	50.20	51.80
权益类	27.12	13.33	16.50	15.10
其中：证券投资基金	9.47	5.39	6.80	
其中：股票	17.65	7.94	9.70	
其他投资	4.51	2.32	2.20	2.60

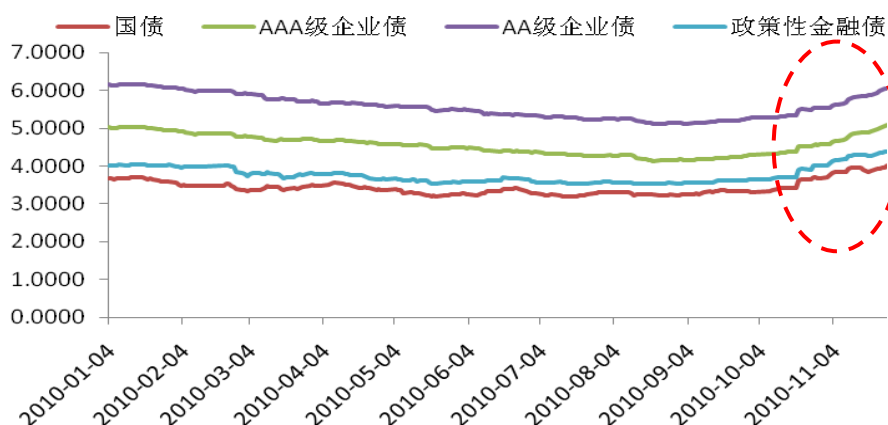
资料来源：CIRC、兴业证券研发中心

表 6、2010 上半年三大保险公司债券投资结构

	中国人寿	中国平安	中国太保
归入交易性金融资产	1.49	3.97	0.74
归入可供出售金融资产	57.95	39.86	30.59
归入持有到期投资	40.56	58.07	65.51

资料来源：公司年报、兴业证券研发中心

图 17、10 年期债券收益率上升

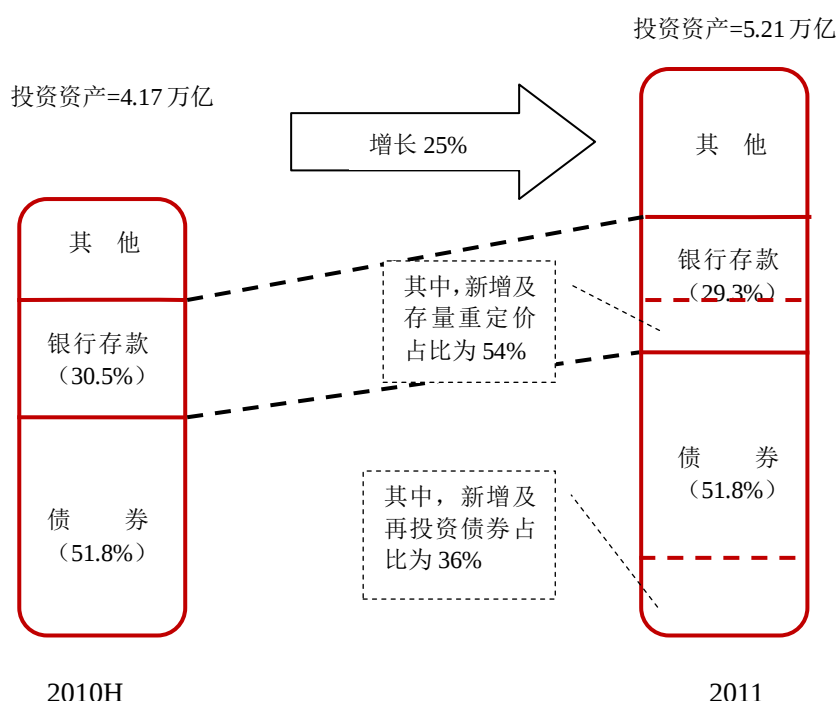


数据来源：wind 资讯、兴业证券研发中心

假设年内到 2011 年央行宣布两次加息，幅度为 50~60 个 bp，假设新增存款 20%，到期重定价及浮动利率定期存款占比为 45%，由此测算得出 2011 年保险配置在定期存款的资产规模为 1.53 万亿，其中新增及重定价部分占比为 54%。此外，目前保险投资债券当中约 7~8% 为浮息债券，且根据测算固息债券平均持有期约为 7~10 年，由此可得出保险债券投资当中约有 20% 面临再投资或重定价，假设新增债券投资 25%，据此预测 2011 年债券投资规模约为 2.6 万亿，其中新增债券及再投资债券占比为 36%。综合银行存款和债券投资来看，合计重定价固定收益类投资资产占投资资产比重为 34.5%，由此带动保险投资收益率提升 17~21 个 BP。

另一方面，尽管加息对可供出售债券的影响不体现在利润表，但在加息背景下，可供出售债券公允价值将发生变动，由此导致保险公司净资产的下降。我们对此进行了测算，结果显示：在加息 50~60BP 的假设下，交易类和可供出售类资产市值减值幅度约为 5%，保险净资产减少额约为 430 亿元。

图 18、2011 年保险资金配置结构预测



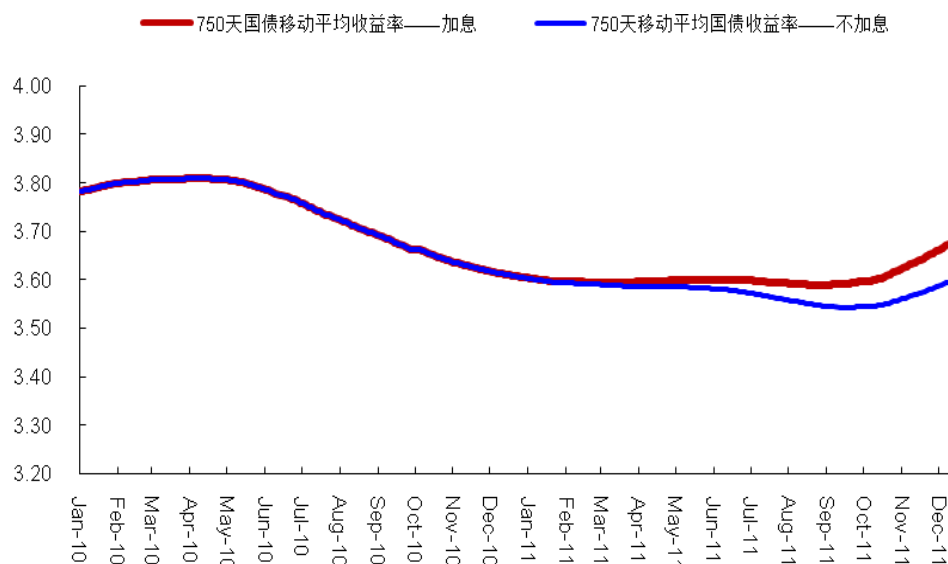
数据来源：CIRC、兴业证券研发中心

从资金成本的角度来看，尽管有关传统寿险预定利率放开的征求意见稿已经下发，但具体实施进度仍在酝酿当中，即使 2011 年传统险预定利率放开对整个保险业有一定负面影响，但因为传统寿险占比仅为 10%，影响程度有限。分红险产品分红率相对较为稳定，加息背景下客户和保险公司能共享投资收益率上升的益处。万能险结算利率调整相对加息具有时滞，自 10 月加息以来，部分保险公司，如平安和泰康等公司 11 月份的万能险结算利率已相应有所回调，但大部分保险公司万能险结算利率水平依然未发生变动，预计 2011 年万能险结算利率回调幅度在 40 个 BP，对应万能险占保费收入的比重在 20% 左右，从而推知万能险结算利率推动资金成本回升约为 8 个 BP，由于加息，资金成本上升 8~10 个 BP。综合投资收益以及不同险种资金成本的加息效应来看，受益于加息利差上升约为 9~11 个 BP。

(二) 准备金评估利率走高提升净利润

按照新会计准则，保险准备金采用的评估利率为银行间固定利率国债 750 天移动平均收益率，受 2008 年降息的影响，2010 年 4 月以来，保险准备金评估利率（750 天移动平均固定利率国债收益率）曲线呈现下滑的趋势，而此轮加息有助于遏制该曲线进一步下滑。以 10 年期银行间固定利率国债 750 天移动国债收益率曲线为例，今年四月以来，该曲线不断走低，增加了保险公司准备金计提压力。分别考虑加息不加息两种情况，我们对该曲线在年内和 2011 年的走势进行模拟，从图 14 中可以看到，在加息假设下，750 天国债移动平均收益率曲线在 2011 年 3 月提前结束下滑趋势，并自 2011 年 4 月开始缓慢上扬。同时，根据模拟计算，假设由于加息导致 10 年期固定利率国债收益率于 2011 年上升到 4.5%，那么相比不加息的假设下，对应 10 年期国债 750 天移动平均收益率在 2011 年年底提高近 10 个 BP。类推可知加息条件下其他各个期限的国债收益率均将有所上调，从而提高保险责任准备金评估利率，降低准备金提转差，有利于保险公司净利润释放。

图 19、模拟 10 年期国债 750 天移动平均收益率



数据来源: wind 资讯、兴业证券研发中心

按照准备金评估利率上升 10 个 BP 进行估算，对应中国人寿、中国平安、中国太保三家上市保险公司将分别释放保险责任准备金 47 亿元、43 亿元和 32 亿元，分别增加净利润 37、31 和 25 亿元，增幅为 11%、21%和 34%。

表 7、加息对保险业务价值的影响程度分析

	平安	国寿	太保
评估利率上调	10bp	10bp	10bp
释放准备金金额 (亿)	42.78	46.86	32.22
增加净利润 (亿)	31.10	37.08	25.29
净利润增幅 (%)	21.48	11.22	33.84

资料来源: 兴业证券研发中心

(三) 受加息影响，保险业务价值提升

综合投资收益以及保险责任准备金两个方面来看，加息均有利于保险行业利润的增加，从而有利于提升保险业务价值。参照上述分析结论（即加息约提升保险投资收益率 17~21 个 BP），在投资收益率分别提升 17BP 和 21BP 的假设下，对三家上市保险公司进行业务价值敏感性分析，结果显示：在投资收益率上升 17BP 的条件下，三大保险公司一年新业务价值增加 2.1%~4.9%，有效业务价值增加 5.8%~7.2%；在投资收益率上升 21BP 的条件下，三大保险公司一年新业务价值增加 2.6%~6.1%，有效业务价值增加 7.2%~8.9%。

表 8、加息对保险业务价值的影响程度分析

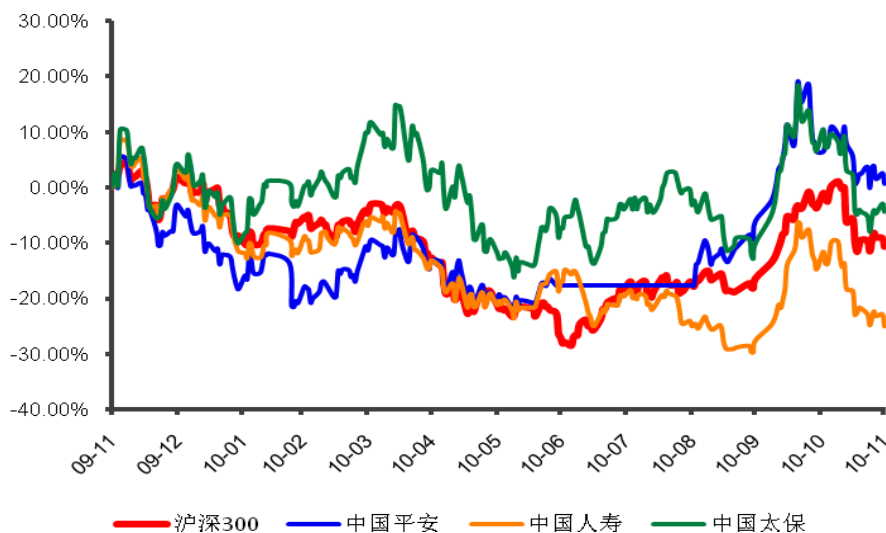
	平安		国寿		太保	
	17bp	21bp	17bp	21bp	17bp	21bp
一年新业务价值变动	2.1	2.6	4.9	6.1	4.2	5.2
有效业务价值变动	5.8	7.2	6.2	7.7	7.2	8.9

资料来源：兴业证券研发中心

三、投资策略：维持行业推荐，主推中国平安（601318）

从过去一年三大保险股与大盘涨跌幅对比来看，今年上半年中国人寿跑平大盘，下半年跑输大盘；中国平安上半年跑输大盘，下半年跑赢大盘；中国太保全年跑赢大盘。

图 20、三大保险股与沪深 300 走势对比



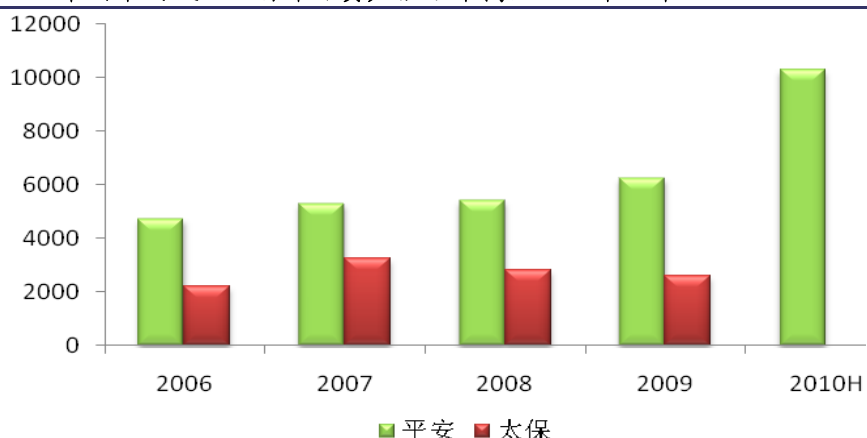
数据来源：wind 资讯、兴业证券研发中心

从估值角度来看，当前三大保险股均存在较大程度的低估，中国平安、中国人寿、中国太保当前股价相对于目标价分别存在 52%、30%和 44%的上升空间（参照表 9、表 11 及表 14）。从个股来看，强烈推荐具有综合金融平台优势的中国平安。

（一）中国平安：战略清晰，综合金融平台优势突出

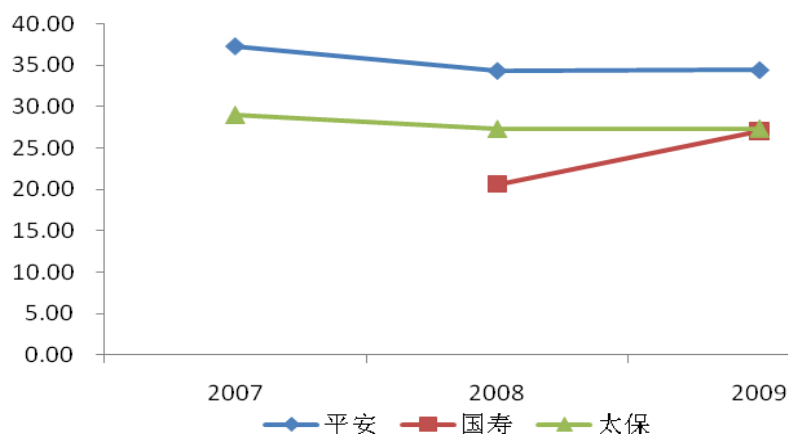
中国平安致力于打造一个保险、银行、投资等业务齐全的金融平台，目前，中国平安已经拿齐各类金融业务牌照，成为中国综合经营的典范。公司战略定位十分明确，在各个子业务方面同样有明确的战略目标并有很强的执行力。在保险业务方面，公司以利润为导向，大力发展利润率水平高的个人代理渠道保险业务和期缴业务，加大培训投入使代理人产出水平远超同行，同时加强成本控制，最终表现公司新业务利润率高于同行 7-8 个百分点。在银行业务方面，公司大手笔收购深发展，未来银行业务拓展的路径十分明确。在信托业务方面，公司定位于发展高端客户理财，着力打造高端理财服务平台。

图 21、中国平安代理人首年保费产能水平高，且逐年上升



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

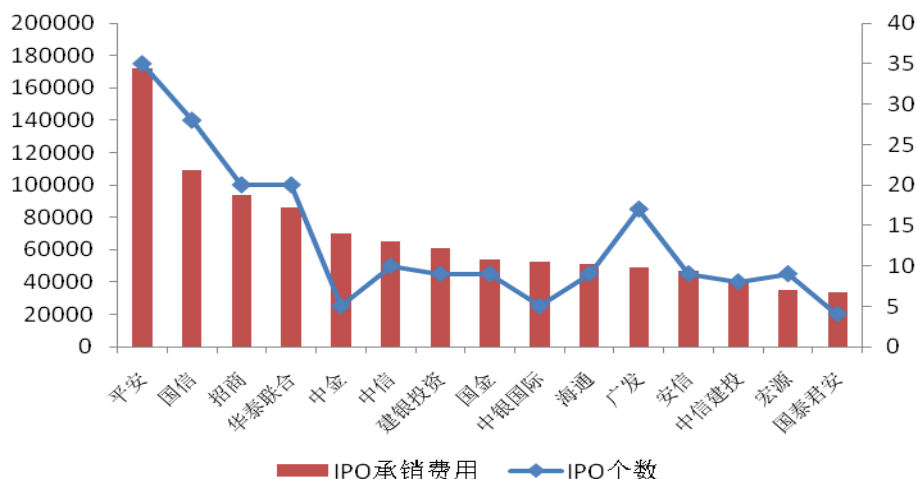
图 22、当前中国平安新业务利润率高于同行约 7 个百分点



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

立足于综合经营平台，通过银行、保险、投资等业务之间客户和渠道的共享，平安可以实现“一个客户，一个账户，多个产品，一站服务”，从而能提高业务拓展的效率，最大限度地降低交易成本，最终能迅速扩展业务规模，并能提升利润率。以平安交叉销售为例，根据公司公告披露，2010 年上半年 22% 的新增公司业务存款和 62% 的信用卡通过寿险渠道交叉销售实现。从证券业务来看，2010 年以来平安证券完成 IPO35 个，承销费用达 17.22 亿元，位居行业第一位，而这主要得益于集团客户转介绍，充分展现了综合金融平台的优势。

图 23、2010 年以来中国平安 IPO 个数和承销费用均位居行业第一



数据来源：wind 资讯、兴业证券研发中心

未来平安综合金融平台的优势将逐步显现，各业务之间的协同效应也将逐渐发挥出来。预计中国平安 2011 年产寿险保费增速均将维持在 30% 左右，对应 2011 年目标价为 92 元，当前股价为 60.38 元，股价隐含新业务价值倍数为 16.3 倍，存在较大程度的低估。

表 9、中国平安估值

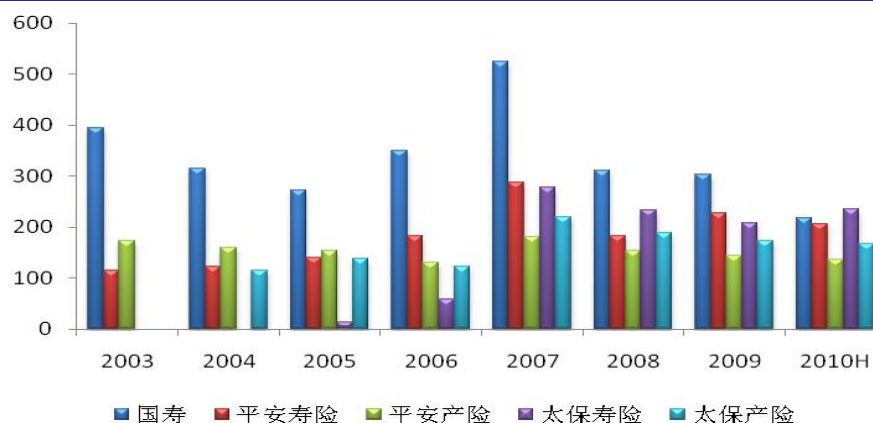
	2009A	2010E	2011E	2012E
寿险				
期末内含价值	1,007.04	1,239.20	1,449.22	1,687.65
未来新业务价值	4,104.86	3,939.00	3,768.36	3,591.43
评估价值	5,111.90	5,178.20	5,217.57	5,279.08
每股一年新业务价值	1.72	2.17	2.48	2.85
每股评估价值	69.60	67.74	68.26	69.06
产险				
净利润	6.75	23.89	28.05	45.37
EPS	0.09	0.31	0.37	0.59
每股净资产	1.25	1.64	1.80	2.00
每股价值	2.49	3.27	3.61	4.01
银行				
净利润	10.80	17.50	48.98	58.97
EPS	0.15	0.23	0.64	0.77
每股价值	1.62	2.52	7.05	8.49
证券				
净利润	10.72	16.00	20.80	24.96
EPS	0.15	0.21	0.27	0.33
每股价值	3.21	4.60	5.99	7.18
信托				
净利润	6.06	8.00	10.40	13.52
EPS	0.08	0.10	0.14	0.18
每股价值	1.82	2.30	2.99	3.89
其他				
每股净资产	3.29	3.63	4.18	4.81
每股价值	3.29	3.63	4.18	4.81
总评估价值	82.02	84.08	92.07	97.44
股价隐含新业务价值倍数		16.33	12.60	9.26

资料来源：兴业证券研发中心

(二) 中国人寿：稳健经营，持续受益于行业成长

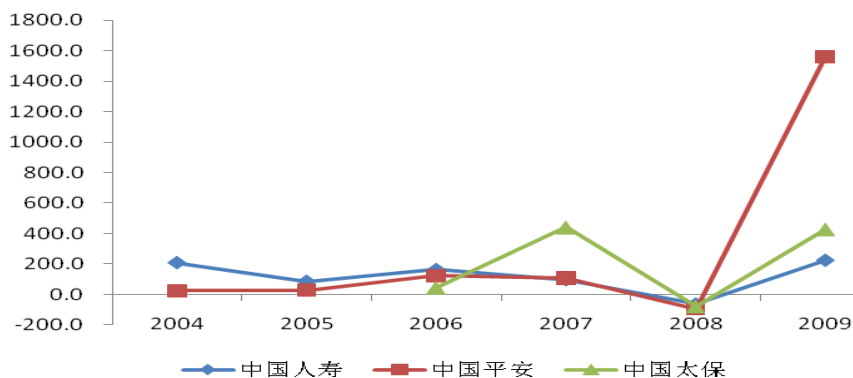
作为寿险业的龙头，中国人寿一直坚守着稳健的经营方针，无论是从保险资金运用配置结构，还是偿付能力指标，都能看出中国人寿谨慎稳健的经营风格，从而使其业绩相对同行波幅较小。

图 24、中国人寿偿付能力充足率稳居行业首位



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

图 25、中国人寿历年净利润波幅在上市保险公司中最小



数据来源：wind 资讯、兴业证券研发中心

根据前文的测算，在居民收入提高、老龄化、城市化等因素的驱动下，中国寿险需求正处于不断释放的阶段，未来 10 年寿险业将保持 18.2% 的复合增长率。中国人寿目前寿险保费的市占率为 32%，随着我国寿险市场的不断发展，目前规模较小的寿险公司将保持较高的增速，国寿的市场份额也面临不断被蚕食的境地，即便如此，未来 10 年中国人寿仍将继续保持行业龙头的地位，预计到 2020 年中国人寿的市场占有率为 24%。

表 10、寿险市场结构

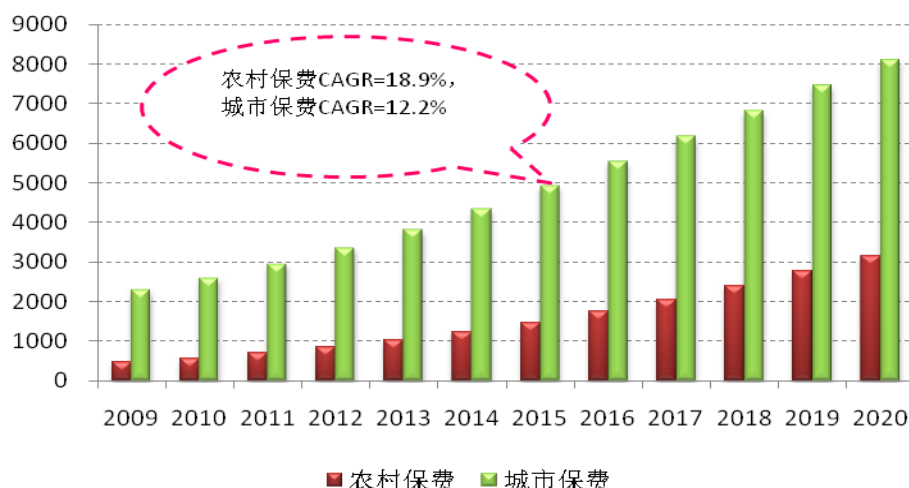
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010H
中国人寿	46.5	43.5	43.8	39.1	40.3	38.3	32.7
中国平安	17.0	16.0	16.5	15.7	13.9	17.5	15.3
中国太保	10.8	9.7	9.2	10.1	9.0	8.8	8.8
新华人寿	5.8	5.7	6.5	6.5	7.6	8.7	9.2
泰康人寿	5.5	4.8	5.0	6.8	7.9	8.7	8.7
CR3	74.3	69.2	69.5	64.9	63.2	64.6	57.2
CR5	85.6	79.8	81.0	78.2	78.7	82.0	75.2

数据来源：CIRC、兴业证券研发中心

目前，中国人寿设立了 4800 多个分支机构，16600 个营销服务网点，9 万多个银邮代理点，网点深入农村地区，在未来我国寿险市场，尤其是广大农村寿险市场需求进一步释放的背景下，中国人寿凭借其规模庞大的网络体系，能继续保持县域市场的竞争优势。

据测算，未来 10 年中国人寿保费年均增速为 14%，到 2020 年保费收入规模将达到 1.12 万亿，其中农村保费复合增速约为 19%，城市保费收入复合增速约为 12%。2011 年寿险保费收入规模预计增长 15%，对应 2011 年目标价为 30.3 元，当前股价为 23.36 元，股价隐含新业务价值倍数为 16.7 倍，存在一定低估。

图 26、中国人寿城乡保费增长预测



数据来源：兴业证券研发中心

表 11、中国人寿估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
期末内含价值	2,852.29	3,668.61	3,668.61	3,668.61
未来新业务价值	5476.83	5,268.09	5,061.78	4,858.50
评估价值	8329.12	8,387.97	8,551.38	8,727.80
每股一年新业务价值	0.63	0.74	0.81	0.89
每股评估价值	29.47	29.68	30.25	30.88
股价隐含新业务价值倍数		16.69	13.59	10.91

资料来源：兴业证券研发中心

(三) 中国太保：关注个税递延养老保险试点

中国太保是我国第三大保险集团，旗下太保寿险规模在 2009 年以前位居第三位，2010 年上半年被新华人寿赶超，屈居第四（参照表 10）；太保产险规模在 2009 年被中国平安赶超，目前位于行业第三位（参照表 12）。

表 12、产险市场结构

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010H
人保财险	58.0	51.4	45.1	42.5	41.6	39.9	38.9
中国平安	9.4	9.9	10.7	10.3	11.0	12.9	14.4
中国太保	12.3	11.2	11.5	11.2	11.4	11.4	12.9
CR3	74.3	69.2	69.5	64.9	63.2	64.6	57.2

数据来源：CIRC、兴业证券研发中心

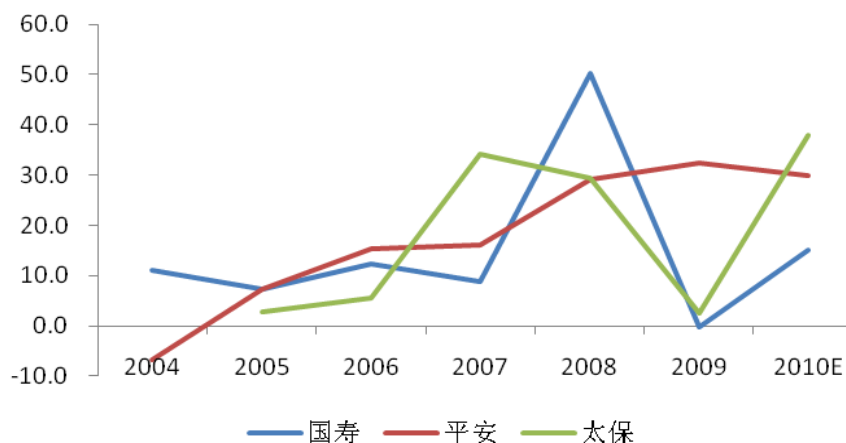
就产险业务来看，太保综合成本率在同行中保持较低水平，在 2009 年以前产险行业承保业务普遍亏损的大环境下，太保仅在 2008 年出现亏损，目前 94.5% 的综合成本率在行业具有较强的竞争优势。从综合成本率的构成可看出主要由于综合赔付率较低拉低总成本率，反映出公司良好的风险管控能力。

表 13、太保综合成本率和综合赔付率较低，彰显良好的风险管控能力

	2006	2007	2008	2009	2010H
平安综合成本率	101.8	101.8	104	98.9	96.5
平安综合赔付率	63.9	61.1	68.1	57	55.8
太保综合成本率	99.9	99.9	102.2	97.5	94.5
太保综合赔付率	60.4	59.7	64.9	61	54.5

资料来源：公司公告、兴业证券研发中心

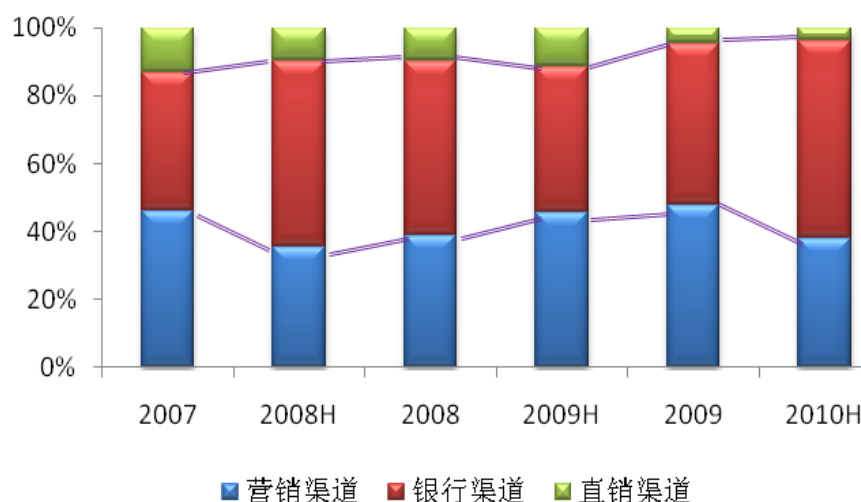
图 27、三大上市保险公司寿险保费增速



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

从寿险业务来看，2010 年太保寿险保费呈现一个跳跃式的增长，同比增速预计在 40% 左右，而太保今年以来寿险的高速增长主要源于公司大力拓展银行保险业务，2010 年上半年公司保费收入增长 45%，其中银保渠道约占比 58%，而同期银保增速为 90%，可以推知公司保费收入的增长基本上由银保业务拉动。而银保渠道由于产品设计的特点，如缴费期限相对较短，缴费方便等因素使得容易冲保费规模，但银保业务手续费较高、同时相较个险渠道而言缴费期限较短，从而总体利润率远低于个险渠道。公司下力气拓展银保业务主要是出于做大规模、抢占市场份额的战略考虑，无益于整体利润率的提高，在这个方面与平安主攻高利润率产品的战略定位大相径庭。11 月初，银监会发文对银保业务进行规范，要求撤销保险公司人员驻点销售，同时限定银行对口合作的保险公司数量不得超过三家，银保新政制约了银保渠道保险销售，对于保费规模高度依赖银保渠道的太保而言，受到的负面影响明显超过国寿和平安。

图 28、太保保费收入分渠道构成



数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心

酝酿已久的个税递延型养老保险或于 2011 年开始在上海试点运营, 如果施行, 按照政策规定, 保险费获准在投保人缴纳个人所得税之前扣除, 在领取养老金时再缴纳个人所得税。由于对于高收入群体而言, 购买养老保险能将一部分个人所得税递延至领取养老金时, 一方面届时该群体收入水平显著下降导致边际税率发生改变而对投保人是一种明显的税收优惠, 另一方面递延所得税能让投保人获得递延部分所得税的时间价值, 因此该政策的出台对于寿险行业而言是一个较大的利好。具体而言, 由于太保注册地在上海, 拥有较强的本土优势, 因此, 若个税递延型养老保险在 2011 年推出, 太保将最大程度受益于该政策的实施。

就业绩与估值方面来看, 预计 2011 年太保保费收入增速超过 20%, 对应目标价为 35.3 元, 当前股价为 24.46 元, 股价隐含新业务价值倍数为 17.2 倍。

表 14、中国太保估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
寿险				
期末内含价值	506.05	586.03	701.90	829.76
未来新业务价值	1,805.09	1,744.85	1,682.06	1,616.65
评估价值	2,311.14	2,330.88	2,983.75	3,037.16
每股一年新业务价值	0.58	0.70	0.81	0.95
每股评估价值	26.87	27.10	27.47	28.00
产险				
净利润	19.40	20.27	23.64	25.90
每股收益	0.23	0.24	0.27	0.30
每股净资产	1.44	1.54	1.70	1.76
每股价值	2.16	2.31	2.54	2.65
其他				
每股净资产	4.63	4.81	5.30	5.51
每股价值	4.63	4.81	5.30	5.51
总评估价值	33.66	34.22	35.32	36.17
股价隐含新业务价值倍数		17.23	12.37	8.17

资料来源: 兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列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本公司和作者无关。