

2010-12-26

保险

加息周期确立，加仓保险股

分析师：肖超虎(执业证书编号：S0930210010237)

联系人：唐圣波，北美精算师 021-22169078 tangsb@ebsecn.com

◇ 事件：央行二次加息

◆事件：央行二次加息

继 10 月 20 日第一次加息之后，央行决定自 12 月 26 日起再次加息。

图表 1：CPI 持续走高，加息周期已经来临

	基准利率			变动幅度	
	加息前	第一次	第二次	第一次	第二次
存款					
活期	0.36	0.36	0.36	0.00	0.00
定期					
三个月	1.71	1.91	2.25	0.20	0.34
半年	1.98	2.20	2.50	0.22	0.30
一年	2.25	2.50	2.75	0.25	0.25
二年	2.79	3.25	3.55	0.46	0.30
三年	3.33	3.85	4.15	0.52	0.30
五年	3.60	4.20	4.55	0.60	0.35
贷款					
六个月	4.86	5.10	5.35	0.24	0.25
一年	5.31	5.56	5.81	0.25	0.25
一至三年	5.40	5.60	5.85	0.20	0.25
三至五年	5.76	5.96	6.22	0.20	0.26
五年以上	5.94	6.14	6.40	0.20	0.26

资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

◆点评：加息利好保险股，无论是从增量还是存量角度来看：

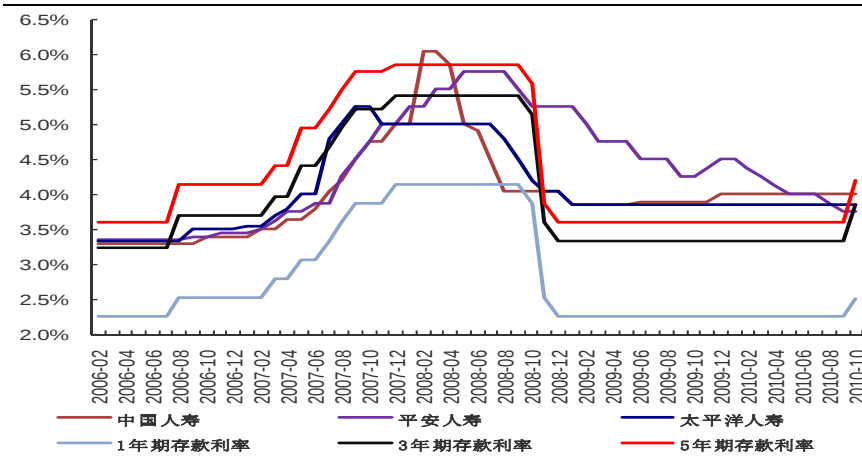
我们认为，央行三个月之内连续加息两次，表明加息周期已经确立，印证了我们之前关于加息周期来临的判断。

高通货膨胀率已成为不争的事实。国家通过行政的方式只能延后物价上涨的时间，不能改变物价上涨的趋势，2011 年的高通胀预期会贯穿全年，未来 3-5 年都将接受 3-5% 的 CPI 上涨水平，加息周期已经来临，未来一年利息还将面临逐步上调。

1、加息周期无论从增量（损益表）还是存量（资产负债表）的角度，无论从内在价值还是财务业绩的角度，都将利好寿险公司。

首先，从增量（损益表）角度来看，加息将提高新增保费资金的投资收益率水平，虽然资金成本会随之上升，但是在时间上反应相对滞后且在增加幅度上小于投资收益率的上升幅度，所以加息周期加大寿险公司利差空间。

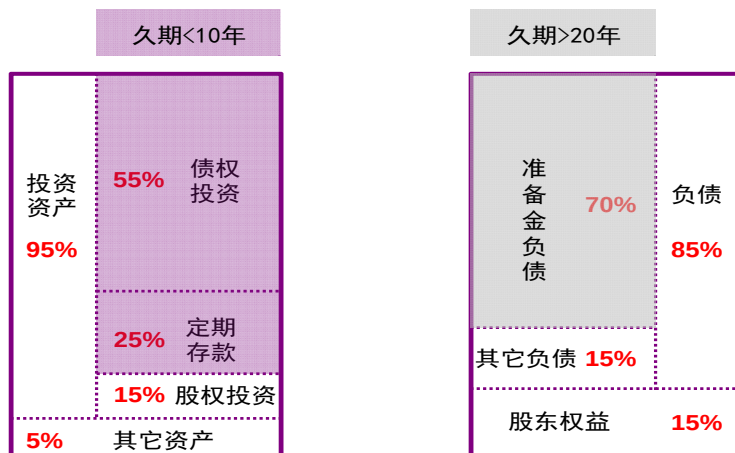
图表 2：万能险结算利率滞后存款准备金率调整



资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

其次，从存量（资产负债表）角度来看，市场普遍认为，加息将导致固定收益类投资浮亏，对寿险公司不利。但我们认为，不能孤立的单看加息对债券投资的浮亏影响，而应该从资产负债匹配的角度，同时关注加息对负债的影响。这是因为，寿险公司准备金负债是未来需要支付投保人的一系列现金流，近似于一系列债券负债，并且其平均久期大于 20 年，而固定收益类投资久期则小于 10 年。由于准备金负债久期更长，对利率更加敏感。在新会计准则下，准备金评估利率市场化，按照公允价值计提准备金，所以加息导致准备金下降幅度比资产端的债券更大，从而增加寿险公司净资产。

图表 3：加息导致准备金负债相比固定收益类资产更大程度的减少



资料来源：光大证券研究所

2、加息将使寿险传统险评估基准利率止跌回升的时点提前，带来账面业绩改善

我们认为，进入加息周期，明年将还有 2 次加息，传统险评估基准利率止跌回升的时间点将提前至明年 2 季度。

图表 4：传统险准备金评估基准利率将在 2011Q2 开始止跌回升

评估日	评估利率 (%)					下降幅度 (bp)					平均值
	5年	10年	15年	20年	30年	5年	10年	15年	20年	30年	
2009-12-31	3.322	3.856	4.209	4.346	4.481						
2010-03-31	3.337	3.887	4.258	4.396	4.525	1.57	3.10	4.98	5.00	4.33	3.80
2010-06-30	3.277	3.840	4.244	4.391	4.521	-6.06	-4.73	-1.44	-0.53	-0.38	-2.63
2010-09-30	3.169	3.739	4.166	4.331	4.452	-10.74	-10.07	-7.83	-5.94	-6.85	-8.29
2010-12-31	3.104	3.681	4.117	4.282	4.405	-6.51	-5.88	-4.85	-4.96	-4.73	-5.38
2011-03-31	3.087	3.669	4.120	4.279	4.401	-1.74	-1.20	0.31	-0.31	-0.38	-0.66
2011-06-30	3.096	3.676	4.136	4.295	4.415	0.88	0.70	1.54	1.67	1.34	1.22
2011-09-30	3.129	3.713	4.165	4.326	4.442	3.37	3.76	2.98	3.11	2.72	3.19
2011-12-31	3.300	3.853	4.284	4.433	4.548	17.09	13.96	11.88	10.70	10.61	12.85

*假设 2010 年 1 季度和 2 季度末各加息一次，每次 25bp

资料来源：Wind、光大证券研究所

图表 5：传统险准备金评估基准利率对利润的影响预测

单位：百万 /bp	情景 1：再加息 2 次，25bp/次（1 季末、2 季末）				情景 2：不再加息			
	评估基准 利率变动	中国人寿	中国平安	中国太保	评估基准 利率变动	中国人寿	中国平安	中国太保
利润弹性/bp		-543	-444	-337		-543	-444	-337
2010Q4	-5.38	-2,925	-2,392	-1,814	-5.38	-2,925	-2,392	-1,814
2011Q1	-0.66	-361	-295	-224	-0.70	-379	-310	-235
2011Q2	1.22	665	544	413	-0.98	-530	-433	-329
2011Q3	3.19	1,733	1,417	1,075	-1.21	-657	-537	-408
2011Q4	12.85	6,979	5,708	4,329	8.52	4,626	3,783	2,869

*假设风险溢价保持不变

资料来源：公司数据、Wind、光大证券研究所

◆投资建议：

我们认为，在 3 季报财务业绩受到传统险准备金评估基准利率下滑的负面影响之后，保险股价在 10 月 29 日季报公布之后表现欠佳，出现超跌，已经过度反映了 4 季度准备金评估基准利率还将继续下滑的影响。而进入明年 1 季度，市场将开始提前反映 2 季度准备金评估基准利率止跌上升的正面预期，股价将迎来上涨机会。

同时，明年年初是机构调仓开始新一年征战的重要时间节点，如果说市场明年会逐步实现“由高估值小盘股向低估值蓝筹股”回归的话，我判断这发生在 1 季度是大概率事件。

综合来看，现在时点，正处于加息周期初期，且传统险评估基准利率（750 天移动国债收益率）还在下行（上行前夕）时，产险业绩也处于承保上升周期，正是业绩谷底之时，建仓保险股的良机。股价如箭在弦，是基金调仓以及新增基金建仓的投资首选。

我们给予保险股买入的投资评级，目标价分别为中国平安（98 元），中国太保（37 元），中国人寿（31 元）。

附录：估值表

图表 6：保险股绝对估值

单位：百万	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
每股评估价值（元）	25.8	28.2	30.9	61.3	79.6	97.7	26.7	31.8	37.0
股价@2010-12-25		22.3			57.0			23.0	
涨幅		26.9%	38.8%		39.7%	71.4%		38.5%	61.1%
投资评级	买入			买入			买入		
寿险业务									
内涵价值	285,230	306,384	335,048	100,703	120,359	159,255	50,605	70,324	81,499
一年新业务价值	17,713	19,663	21,521	11,805	16,479	20,756	5,000	6,113	7,407
新业务价值倍数	25.0	25.0	25.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
寿险价值	728,055	797,965	873,072	336,803	449,935	574,365	150,605	192,576	229,641
产险业务									
净资产				9,260	18,351	23,024	12,088	18,289	20,923
PB				3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
产险价值				27,780	55,054	69,072	36,264	54,866	62,770
银行、证券及信托业务									
净资产				31,814	35,022	39,677			
PB				2.0	2.0	2.0			
银行、证券及信托价值				63,628	70,044	79,353			
集团其他业务				21,856	33,575	23,991	39,526	26,367	26,141
合计	728,055	797,965	873,072	450,067	608,607	746,781	226,395	273,809	318,552
股本	28,265	28,265	28,265	7,345	7,644	7,644	8,483	8,600	8,600

资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 7：中国人寿，底部价格 21 元，目标价 31 元

中国人寿	P	PE	PB	P/EV	NBVM	Space
价格@2010-12-25	22.3	17.8	2.8	1.9	15.4	-
估值底线	20.9	16.7	2.7	1.8	13.5	-5.9%
目标估值	30.9	21.5	3.6	2.5	24.2	38.8%
盈利预测	EPS		BVPS	EVPS	NBV	
2009A	1.16		7.5	10.1	0.63	
2010E	1.25		7.9	11.6	0.70	
2011E	1.43		8.7	12.5	0.76	

[2007-3-31, 2010-12-25]	P	PE	PB	P/EV	NBVM	P Base PE	P Base PB	P Base P/EV	P Base NBVM
平均值	31.5	33.0	4.7	3.3	42.4	41.4	37.1	38.2	41.0
最大值	75.1	87.1	12.5	8.4	155.2	109.2	98.3	97.1	119.5
最小值	18.2	16.0	2.5	1.8	13.4	20.1	19.7	20.9	20.9
方差	12.3	15.8	2.3	1.5	33.0	19.8	18.0	17.6	34.5

资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

图表 8：中国平安，底部价格 55 元，目标价 98 元

中国平安	P	PE	PB	P/EV	NBVM	Space
价格@2010-12-25	57.0	23.7	3.7	2.2	14.4	-
估值底线	55.0	22.8	3.6	2.1	13.5	-3.4%
目标估值	97.7	31.5	5.5	3.2	24.6	71.4%
盈利预测	EPS	BVPS	EVPS	NBV		
2009A	1.89	11.6	21.1	1.61		
2010E	2.41	15.5	25.9	2.16		
2011E	3.10	17.8	31.0	2.72		

[2007-3-31,2010-12-25]	P	PE	PB	P/EV	NBVM	P Base PE	P Base PB	P Base P/EV	P Base NBVM
平均值	58.0	92.2	4.8	2.8	29.7	222.1	73.8	73.2	89.9
最大值	145.0	568.2	12.5	7.1	127.3	1,368.7	193.1	183.7	300.3
最小值	20.8	14.6	2.4	1.2	3.5	35.2	36.6	32.2	33.4
方差	25.0	117.1	2.0	1.3	28.3	282.2	30.6	34.5	87.0

资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

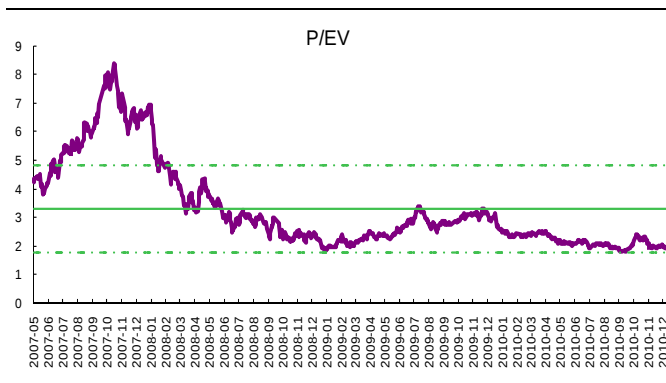
图表 9：中国太保，底部价格 22 元，目标价 37 元

中国太保	P	PE	PB	P/EV	NBVM	Space
价格@2010-12-25	23.0	25.8	2.4	1.9	15.1	-
估值底线	21.9	24.5	2.3	1.8	13.5	-4.9%
目标估值	37.0	32.7	3.5	2.7	26.9	61.1%
盈利预测	EPS	BVPS	EVPS	NBV		
2009A	0.87	8.8	11.6	0.59		
2010E	0.89	9.7	12.3	0.71		
2011E	1.13	10.6	13.8	0.86		

[2008-1-2,2010-12-25]	P	PE	PB	P/EV	NBVM	P Base PE	P Base PB	P Base P/EV	P Base NBVM
平均值	22.2	38.8	2.8	2.1	19.7	34.6	26.8	25.2	26.3
最大值	48.6	145.7	7.7	5.3	83.4	130.1	74.6	65.7	71.5
最小值	10.5	13.7	1.3	1.0	0.4	12.2	13.1	12.6	12.6
方差	6.1	24.9	1.0	0.7	13.1	22.2	9.8	8.3	21.6

资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

图表 10：中国人寿历史内涵价值倍数



资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

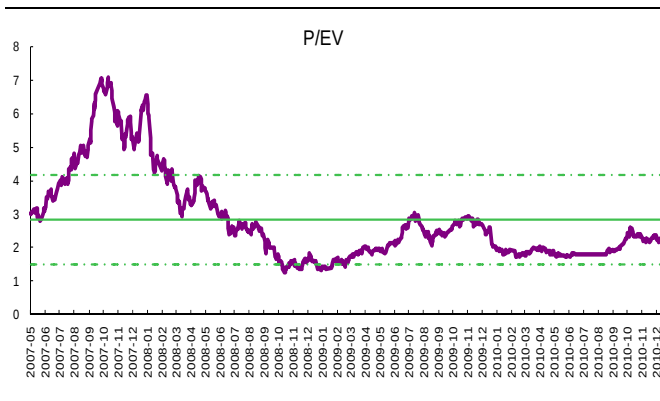
图表 11：中国人寿历史新业务价值倍数



资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

图表 12：中国平安历史内涵价值倍数

图表 13：中国平安历史新业务价值倍数



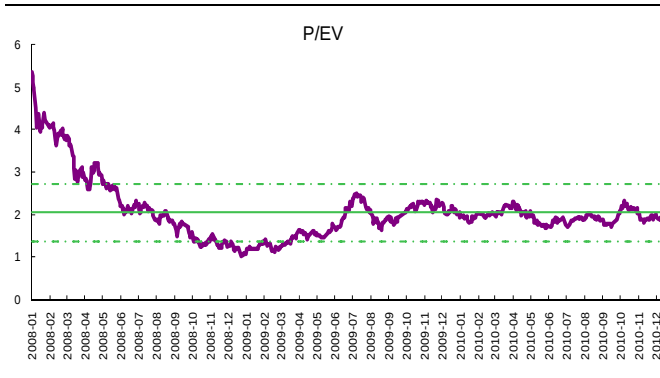
资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所



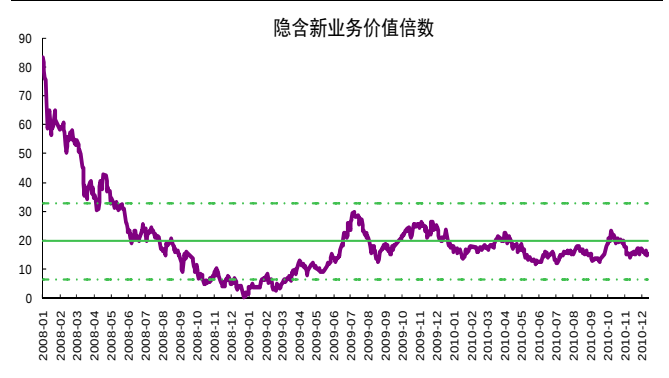
资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

图表 14：中国太保历史内涵价值倍数

图表 15：中国太保历史新业务价值倍数

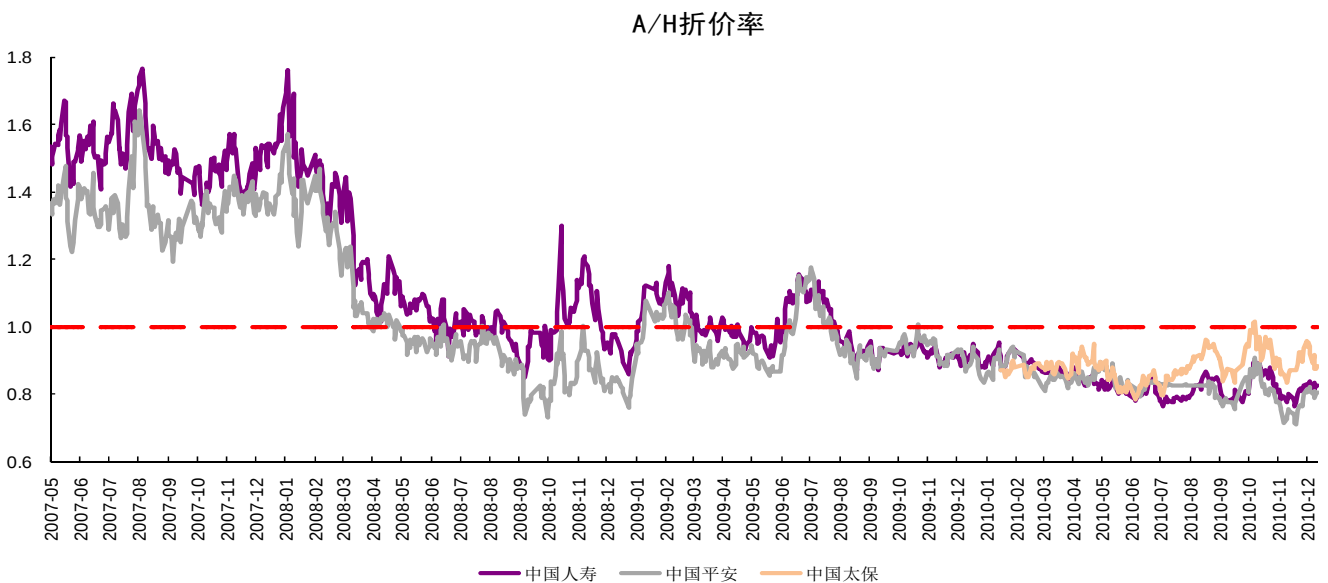


资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所



资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

图表 16：中国太保，底部价格 20 元，目标价 37 元



资料来源：Wind，光大证券研究所

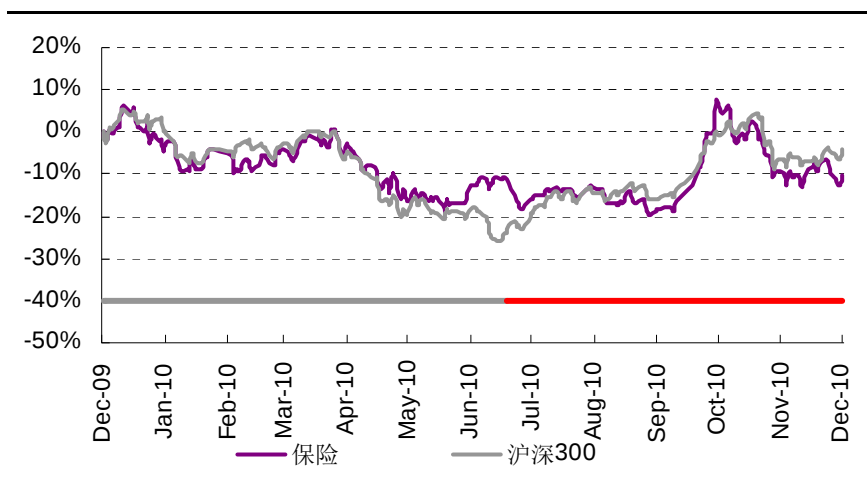
分析师介绍

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

保险



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-07-08	增持
2010-07-09	增持
2010-07-31	增持
2010-08-06	增持
2010-08-19	买入
2010-10-11	买入
2010-10-25	买入
2010-11-08	买入
2010-11-19	买入
2010-12-13	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。