

2011-02-08

非银行金融—保险

维持

买入

跌无可跌，攻守兼备，坚定买入

◇ 事件：央行本轮第 3 次加息

事件：央行本轮第 3 次加息

央行决定，自 2011 年 2 月 9 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。一年期存款基准利率上调 25bp 至 3.0%；三年期和五年期存款利率分别上调 35bp 和 45bp 至 4.5% 和 5.0%。贷款利率上调幅度低于存款。

点评：

◆前期超跌大盘过度释放风险，已跌无可跌，具备很强的防御性

保险股自央行在 2010 年 10 月 20 日本轮第一次加息以来累计超跌大盘 12.9%，特别是最近 1 个半月[12/15-1/31]超跌大盘 7.2%，我们认为原因在于，信贷紧缩超出市场预期，导致市场信心偏弱，而在弱市下，任何负面信息或者传闻都更容易被过度地恐慌情绪所放大。保险股前期超跌大盘是对风险因素的过度反应，现在已经相当便宜，跌无可跌了。

◆加息扩大利差益，带来内含价值提升将在中长期内逐步释放为利润，具备良好的进攻性

进入加息周期，保险公司利差空间加大导致新业务内含价值得到提升，同时由于保险公司负债久期远大于资产久期，加息导致负债的下降幅度要大幅高于资产下降幅度，因此保险公司净资产通常要上升。这就是说加息将带来保险公司内含价值的整体提升，而内含价值是保险公司内在价值的最佳衡量标准，是利润的蓄水池，最终将逐步释放为归属于股东的净利润。所以，从中长期来看，加息将对保险股价提供强有力的价值支撑。

如果大盘将此次加息作为短期利空出尽来看待，也是有很大可能性的，在这种情况下，保险股的进攻性将能够得到体现。同时，此次加息之后寿险传统险准备金评估利率止跌回升的时间点将有可能进一步前移至今年 2 季度，而评估利率的止跌回升将给账面业绩带来极大的改善，有望进一步体现保险股的进攻性。

由于大盘对加息的反应并不一定是正面的，而对保险股的短期走势可能形成压力，正如 2010 年 10 月 20 日本轮第一次加息所表现的那样。但根据我们在前面提出的观点，保险股价经过前期超跌后已经接近甚至低于历史最低估值水平（无论是新业务价值倍数、P/EV 还是 PB），具备很强的防御性。

投资建议：

我们认为保险股已经跌无可跌，攻守兼备，具有确定的相对收益以及大概率的绝对收益，强烈建议买入。

分析师：许雯

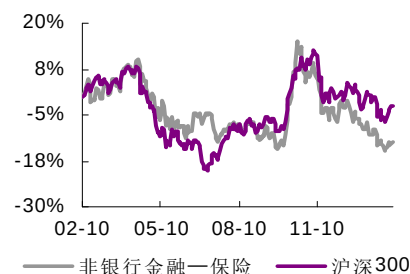
（执业证书编号：S0930510120018）

联系人：唐圣波，北美精算师

021-22169078

tangsb@ebcn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

加息周期确立，加仓保险股

..... 2010-12-26

估值临近底部，上行空间和概率加大

..... 2010-11-19

短期略偏防御，中长期向上趋势不改

..... 2010-11-08

防御性：前期超跌大盘过度释放风险，现已跌无可跌

保险股自央行在 2010 年 10 月 20 日本轮第一次加息以来累计超跌大盘 12.9%，特别是最近 1 个半月[12/15-1/31]超跌大盘 7.2%，我们认为原因在于，信贷紧缩超出市场预期，导致市场信心偏弱，而在弱市下，任何负面信息或者传闻都更容易被过度地恐慌情绪所放大。保险股前期超跌大盘是对风险因素的过度反应，现在已经相当便宜，跌无可跌了。

前期市场担心的保险行业负面因素包括：

- 1、 保监会 10 月 21 日宣称正式启动保险营销员管理体制改革工作，引发市场对寿险营销员增员、成本上升问题以及个险业务保费增长和利润前景的担忧。
- 2、 银监会关于银行保险业务的新政出台后，寿险业银行渠道保费高速增长趋势受到影响，银保保费同比增速放缓，环比大幅下降。引发市场对银保渠道保费增长和利润前景的担忧。
- 3、 保监会 12 月中旬公开对严格限制保险公司通过次级债进行融资的方式征求意见，引发市场对股权再融资需求的担忧。

特别是，大家之前一直关注的中国平安再融资问题被市场再次高亮度曝光并放大，由于公司在 08 年初犯有“前科”，再加上此前香港媒体关于公司两行整合监管受阻的谣传，还有频频曝光的员工股减持问题，导致公司股价深度下跌，制约了整个行业板块的股价表现。

我们认为，保险股投资者在整体市场信心较弱的情况下，由于恐慌性情绪的影响，对于上述问题反应过度。我们对上述问题的观点如下：

1、营销员体制改革将顺应行业发展渐进而为，短期难以强制执行，个人寿险业务高成长仍是未来主旋律。

关于寿险营销员体制改革的问题，在国外成熟市场的早期发展阶段，也经历过类似的问题，但它们最终的营销员体制转型却是在行业保险需求衰减的时候，增员以及产能提升都面临瓶颈的时候，才被迫转型的。而中国现在很明显还没有达到这个阶段。保险需求具有广阔的空间还有待更多效率更高的代理人进一步去挖掘。

另外，根据我跟踪的市场情况，现在寿险公司人力增长还没有到遇到瓶颈的时候。人力增长的波动与公司的市场策略相关。如果公司提高代理人产能门槛，则人力增长可能就会慢些。反之亦然。以平安为例，公司坚持“健康人海”战略，今年上半年人力基本保持平稳，下半年增长约 10%，但人均产能则是高速增长，最终导致公司个险保费高速增长 39.2%。另外还有一个原因是上半年公司注重保费开门红，下半年重点抓增员，为来年开门红做准备，中国人寿下半年人力也恢复了正增长。我们认为，代理人增速只是中间指标，我们最终关注的指标是个险保费增速以及一年新业务价值增速，这点不应忘记。

保监会自 2008 年开始提出营销员体制改革，想提前主动而不是最终被迫转型，但迄今为止仍没有什么实质性的举措。我认为，营销员体制改革是市场化竞争机制的产物，难以通过监管强制性地一挫而就。现在的问题在于我国保险中介还不够发达，因为保险产业链的上游是由少数大的保险公司高度垄断的，而处于中游的中介市场又是由充分竞争的规模分散的经纪代理公司组成，中介市场很容易沦落为保险公司操控的对象，作为其套取费用的渠道，这也是导致中介机构管理最混乱的行业性问题。所以，现在的保险中介市场不可能承载从保险公司分流出来的众多代理人，保监会提出的营销员体制改革问题将是一个伴随保险公司垄断性下降，而中介市场逐步发达起来的长期渐进的过程，保监会不可能在最近两三年内出过于强制性的举措来挤压保险市场的利润率，从而影响行业的成长性，毕竟现在中国还处于保险行业发展的初级阶段，保监会政策还是以培育行业成长为主，只是其中不免会出一些严格性的监管政策防止公司跑出界，不然等公司大了再出问题的话风险就更难以控制了。

总结来讲，我的观点是，我国保险行业的成长空间还是非常大的，即使个别年份由于基数高或者其他因素增速会小有波动，但复合增速还会保持在较高水平，还远没到衰竭的阶段。

2、银保新政短期对保费增速形成制约，但对业绩影响甚微；中长期对渠道健康可持续发展有利。

关于银监会银保新政的影响，我认为，短期发展来看，叫停银保驻点销售将对保费增长驱动依赖银保渠道且银保业务占比较大的公司造成一定的业务压力。同时，限制与银行合作的保险公司数量，表面上看起来似乎能够增加垄断，减少竞争，但实际上这将更加凸现银行网点的稀缺性，从而加剧对银行网点的竞争，推高手续费，进一步压低银保渠道的利润率。此次文件如果即时执行到位，将在量和价两个方面对保险公司造成短期冲击。但由于银保业务价值贡献率非常低，大约是个险业务的 1/10，对业绩如利润及一年新业务价值等影响有限。

从中长期发展来看，我们认为，新政规范银保业务经营行为，维护保险消费者合法权益，对保险行业的长期健康可持续发展是非常有利的。同时，这也进一步强化了监管机构“转方式、调结构、防风险、促发展”的指导思想，督促各家公司着力于调整银保业务结构，创新银保渠道发展方式。

详细参见我们在 2010 年 11 月 7 日的报告《短期略偏防御，中长期向上趋势不改》。

3、严格限制次级债融资条件整体上降低行业杠杆率水平，有利于规范市场秩序

保监会收紧次级债的发行，增加了上市公司股权融资的要求。但从大家担心的平安融资问题来看，我认为平安融资目的主要在于金融控股模式的推进。单就保险业务来看，平安产险以及平安寿险均不存在资金缺口。我们认为平安通过集团融资，更多是出于支持银行及其他非保险业务发展的考虑。关于中国平安的融资问题详细观点参见我们在 2011 年 1 月 26 日的报告《中国平安：真金不怕火炼——以客户为中心的价值创造者》。

另外，偿付能力监管强化将有效的规范市场竞争秩序，对具有融资渠道的三大上市公司的业务发展有利。以产险行业为例，在偿付能力刚性约束下，2008 年中小公司普遍偿付能力不足，恶性价格战难以为继，才出现了 2009 年以来逐步复苏的产险市场，垄断性大公司如中国财险、中国平安和中国太保更是量价齐升，市场集中度加强，是最大受益者。

所以，本办法规定净资产必须超过 10 亿才能发次级债，对中小保险公司债务融资是一个坎，能够有效防止它们利用杠杆来进行市场恶性竞争，对市场竞争秩序，对大公司的利润率是有利的。

进攻性：加息扩大利差益，带来内含价值提升将在中长期内逐步释放为利润

进入加息周期，保险公司利差空间加大导致新业务内含价值得到提升，同时由于保险公司负债久期远大于资产久期，加息导致负债的下降幅度要大幅高于资产下降幅度，因此保险公司净资产通常要上升。这就是说加息将带来保险公司内含价值的整体提升，而内含价值是保险公司内在价值的最佳衡量标准，是利润的蓄水池，最终将逐步释放为归属于股东的净利润。所以，从中长期来看，加息将对保险股价提供强有力的价值支撑。

由于大盘对加息的反应并不一定是正面的，而对保险股的短期走势可能形成压力，正如 2010 年 10 月 20 日本轮第一次加息所表现的那样。但根据我们在前面提出的观点，保险股价经过前期超跌后已经接近甚至低于历史最低估值水平（无论是新业务价值倍数、P/EV 还是 PB），具备很强的防御性。

如果大盘将此次加息作为短期利空出尽来看待，也是有很大可能性的，在这种情况下，保险股的进攻性将能够得到体现。同时，此次加息之后寿险传统险准备金评估利率止跌回升的时间点将有可能进一步前移至今年 2 季度，而评估利率的止跌回升将给账面业绩带来极大的改善，有望进一步体现保险股的进攻性。

图表 1：央行本轮连续三次加息

	基准利率				变动幅度(bp)			
	加息前	2010-10-20	2010-12-26	2011-2-8	2010-10-20	2010-12-26	2011-2-8	合计
一、存款								
(一) 活期存款	0.36	0.36	0.36	0.40	-	-	4.0	4.0
(二) 整存整取定期存款								
三个月	1.71	1.91	2.25	2.60	20	34	35	89
半年	1.98	2.20	2.50	2.80	22	30	30	82
一年	2.25	2.50	2.75	3.00	25	25	25	75
二年	2.79	3.25	3.55	3.90	46	30	35	111
三年	3.33	3.85	4.15	4.50	52	30	35	117
五年	3.60	4.20	4.55	5.00	60	35	45	140
二、贷款								
六个月	4.86	5.10	5.35	5.60	24	25	25	74
一年	5.31	5.56	5.81	6.06	25	25	25	75
一至三年	5.40	5.60	5.85	6.10	20	25	25	70
三至五年	5.76	5.96	6.22	6.45	20	26	23	69
五年以上	5.94	6.14	6.40	6.60	20	26	20	66

资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

图表 2：750 天国债收益率移动平均及其影响

评估日	750天国债收益率移动平均(%)					平均值(bp)	对净利润影响(百万)		
	5年	10年	15年	20年	30年	变动幅度	中国人寿	中国平安	中国太保
2009-12-31	3.32	3.86	4.21	4.35	4.48				
2010-03-31	3.34	3.89	4.26	4.40	4.52	3.80	1,546	1,265	959
2010-06-30	3.28	3.84	4.24	4.39	4.52	-2.63	-1,070	-875	-664
2010-09-30	3.17	3.74	4.17	4.33	4.45	-8.29	-3,376	-2,761	-2,094
2010-12-31	3.10	3.68	4.12	4.28	4.40	-5.52	-2,247	-1,837	-1,394
2011-03-31	3.08	3.67	4.11	4.27	4.39	-1.21	-495	-404	-307
2011-06-30	3.08	3.69	4.13	4.28	4.40	1.21	491	402	305
2011-09-30	3.10	3.72	4.15	4.30	4.42	2.09	850	695	527
2011-12-31	3.26	3.86	4.26	4.39	4.51	11.76	4,792	3,919	2,972
2010合计						-12.63	-5,146	-4,209	-3,192
2011合计						13.84	5,639	4,611	3,497

资料来源：中国债券网，光大证券研究所

图表 3：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@2011-2-8	21.1	14.7	2.4	1.7	11.3	-			
估值底线	20.9	14.6	2.4	1.7	11.0	-1.2%			
目标估值	31.0	21.6	3.6	2.5	24.3	46.7%			
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				
[2007-3-31,2011-2-8]	P	PE	PB	P/EV	NBVM	P Base PE	P Base PB	P Base P/EV	P Base NBVM
平均值	31.0	32.4	4.6	3.2	40.8	40.5	36.2	37.4	39.9
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	14.5	2.4	1.7	10.9	18.2	18.9	19.2	19.1
方差	12.4	16.0	2.3	1.5	33.1	20.1	18.1	17.8	34.6

资料来源：Wind, 光大证券研究所

图表 4：中国平安，底部价格 50 元，目标价 98 元

中国平安	P	PE	PB	P/EV	NBVM	Space			
价格@2011-2-8	50.0	14.8	3.0	1.6	7.2	-			
估值底线	50.8	15.1	3.0	1.6	7.5	1.7%			
目标估值	98.0	29.1	5.9	3.1	25.7	96.2%			
盈利预测		EPS	BVPS	EVPS	NBV				
2009A		1.89	11.6	21.1	1.61				
2010E		2.32	14.1	26.1	2.05				
2011E		3.36	16.7	31.3	2.59				
[2007-3-31,2011-2-8]	P	PE	PB	P/EV	NBVM	P Base PE	P Base PB	P Base P/EV	P Base NBVM
平均值	57.7	92.1	4.8	2.8	28.8	213.2	68.0	72.5	85.1
最大值	145.0	568.2	12.5	7.1	127.3	1,315.9	175.7	184.6	286.8
最小值	20.8	14.4	2.4	1.2	3.5	33.3	33.3	32.4	33.2
方差	25.0	117.2	1.9	1.3	28.4	271.5	27.3	35.0	84.1

资料来源：Wind, 光大证券研究所

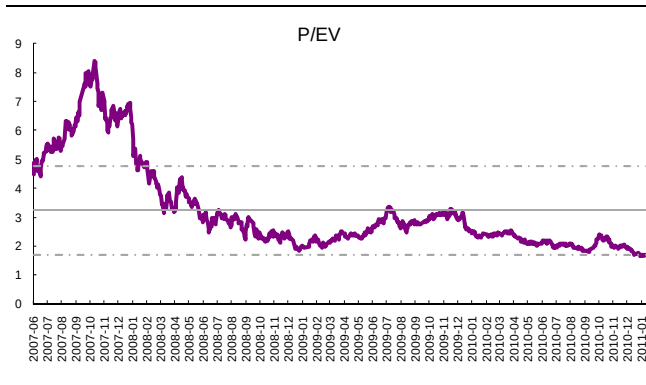
图表 5：中国太保，底部价格 20 元，目标价 37 元

中国太保	P	PE	PB	P/EV	NBVM	Space
价格@2011-2-8	22.3	19.7	2.1	1.6	9.8	-
估值底线	20.3	17.9	1.9	1.5	7.5	-8.8%
目标估值	37.0	32.7	3.5	2.7	26.9	66.2%
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	

[2008-1-2,2011-2-8]	P	PE	PB	P/EV	NBVM	P Base PE	P Base PB	P Base P/EV	P Base NBVM
平均值	22.4	38.9	2.8	2.1	19.8	34.7	26.9	25.3	26.4
最大值	49.2	147.4	7.8	5.4	84.6	131.6	75.4	66.5	72.4
最小值	10.5	13.7	1.3	1.0	0.4	12.2	13.1	12.6	12.6
方差	6.4	26.1	1.1	0.7	13.9	23.3	10.5	8.9	22.2

资料来源：Wind, 光大证券研究所

图表 6：中国人寿历史内涵价值倍数



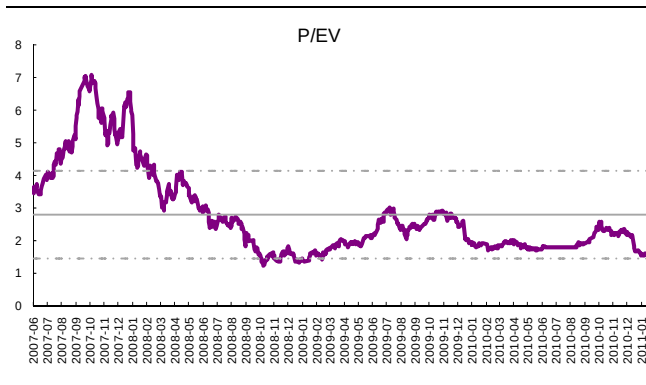
资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

图表 7：中国人寿历史新业务价值倍数



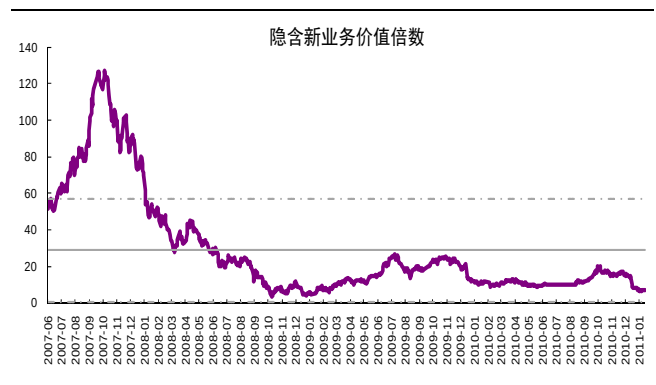
资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

图表 8：中国平安历史内涵价值倍数



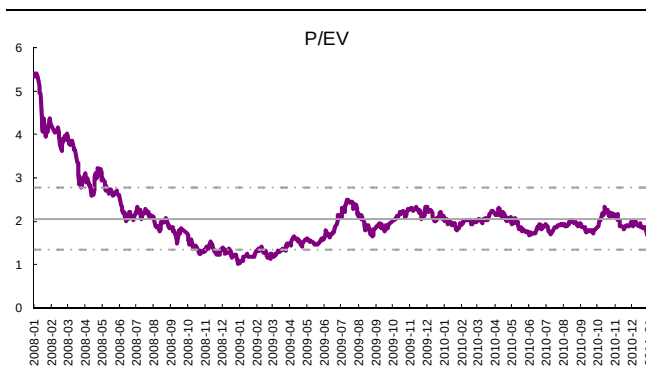
资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

图表 9：中国平安历史新业务价值倍数



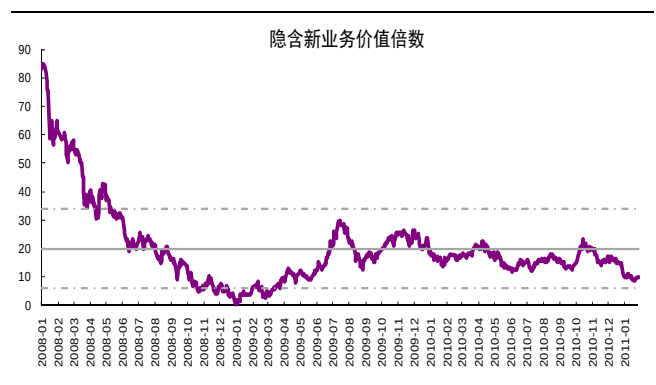
资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

图表 10：中国太保历史内涵价值倍数



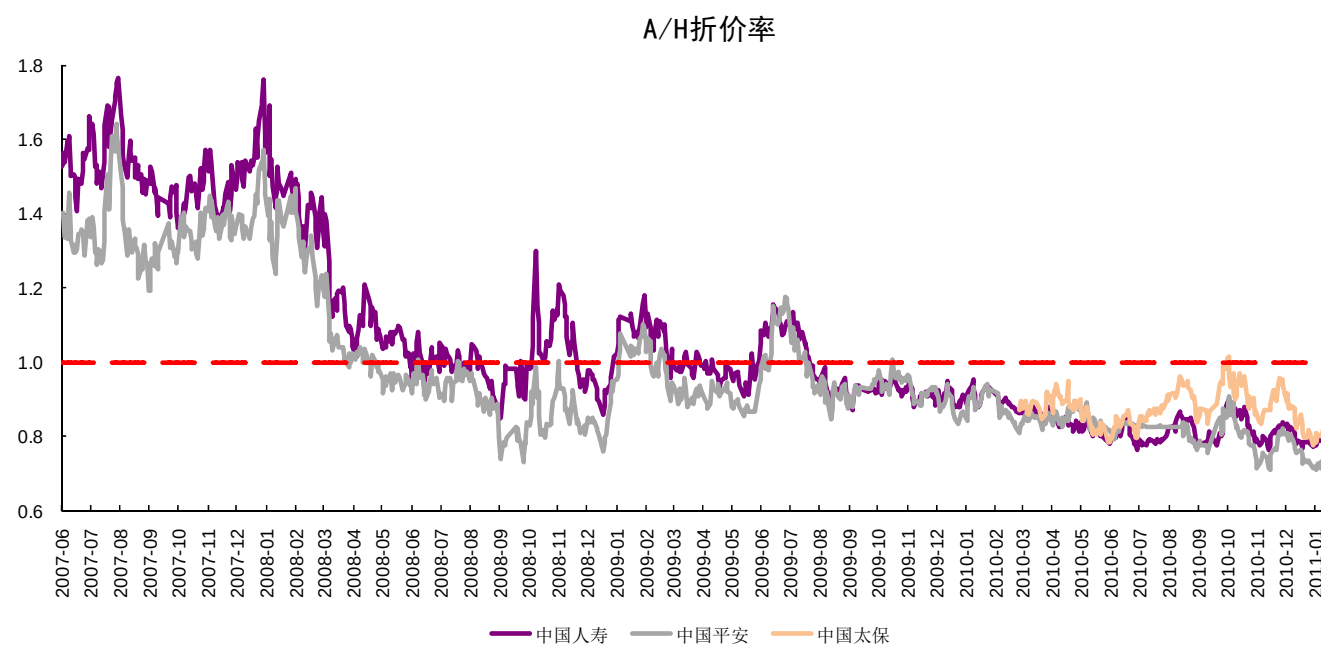
资料来源：公司数据，Wind，光大证券研究所

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

图表 12: A/H 折价率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

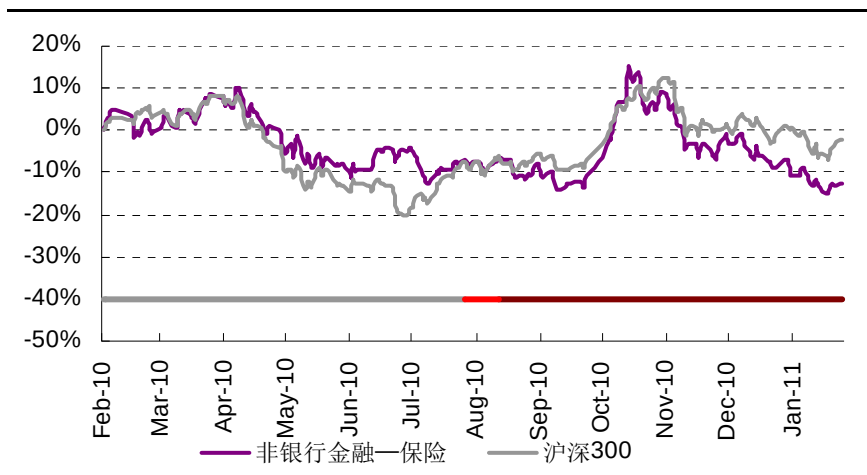
分析师介绍

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

非银行金融—保险



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
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
2010-10-25	买入
2010-11-08	买入
2010-11-19	买入
2010-12-13	买入
2010-12-26	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
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@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

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。