



保险

2011.06.08

重回 08，战略进攻！

——保险业 2011 年中期投资策略

 **彭玉龙**
 021-38676683
 pengyulong@gtjas.com
 编号 S0880511010025

本报告导读：

保费增速将经历低位后回归平稳，下半年特别是四季度盈利增长快速上升，估值已接近甚至低于 08 年金融危机水平，保险股进入战略建仓期，战术选择可考虑更多基本面进入转折阶段的三季末四季初，推荐中国太保、中国平安、中国人寿。

摘要：

- **产险保费全年增长 15%，综合成本率维持低位。**汽车销量高峰过后，产险增速也回归平稳，2011 年预计增长 15% 左右。美国近 20 年来私家车险最低综合成本率 94%，商业车险最低 92%，我国车险上半年综合成本率在 93% 以下，下半年起产险综合成本率将有所上升，但仍将维持在低位。
- **寿险继续在低位徘徊，近期难乐观，四季度或回升。**寿险增速下降已成定局，但不必太悲观，预计 2011 年平安寿险保费增长 18%，个险新单增长 14%；太保寿险保费增长 11%，个险新单增长 20%；中国人寿保费增长 12%，个险新单增长 10%。
- **债券收益率上升，总投资收益率持平。**债券方面，到期再投资与新投资收益率均上升，但可供出售类出现部分减值损失；权益投资方面，若 2011 年市场总体持平，则略好于 2010 年的下跌，但缺少了 2010 年初继承的浮盈；因此，2011 年总投资收益率可能与 2010 年持平。
- **下半年寿险盈利快速回升，全年增长 20%；产险增长 15%-30%。**公司间上半年盈利或出现正负分化，下半年差距缩小。中国平安全年盈利增速最高，超过 30%；中国人寿下半年由负转正，全年增长 15% 以上；中国太保增长近 30%。
- **估值没有底线？形势比 08 年金融危机更恐怖？**中国人寿比 08 年金融危机时的历史最低价仅高出 8.6%，而 2010 年比 08 年盈利增长了 230%，净资产增长了 55%，新业务价值增长了 42%，内涵价值增长了 24%。新业务价值倍数只有当时的一半。同样，平安与太保估值也不比中国人寿高，且逼近历史最低水平，当前形势难道比 08 年更恐怖？
- **战略建仓，战术选择可考虑三季末四季初。**估值与基本面趋势决定进入战略建仓期，时点选择可考虑三季末四季初，到时基本面支撑因素更多，但需冒此前市场即上行的风险。
- **中国平安：战略品种，非基本面因素有制约。中国太保：上升周期，无不利市场因素。中国人寿：破发，创估值历史新低，悲观过度。**

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

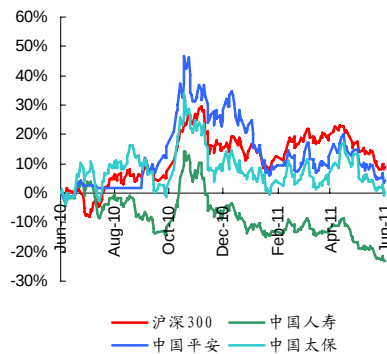
上次评级：

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

近一年来保险股走势



相关报告

保险：《保费增长继续徘徊，下半年有回升机会》

2011.05.16

保险：《变额年金当前需求不大》

2011.05.11

保险：《保险股与利率及股指走势背离，将修正》

2011.04.23

保险：《“券商代销保险及车险拟调整”政策简评》

2011.04.11

保险：《加息累积效应将显现，提升寿险盈利》

2011.04.05

目 录

1. 通胀故事：什么低于预期？	3
2. 产险分析：新一轮承保盈利周期	3
2.1. 产险盈利构成	3
2.2. 承保盈利周期	4
2.3. 承保新周期的趋势分析	5
2.3.1. 赔付率快速下降	5
2.3.2. 美国车险综合成本率最低 92%	7
2.3.3. 2011 前低后高，较好的承保盈利周期或再持续 2-3 年	8
2.4. 产险投资久期短，更受益于加息周期	9
2.5. 产险保费增速与汽车销量紧密相关	9
3. 寿险分析：近期不乐观，四季度或回升	10
3.1. 寿险保费近期低位徘徊	10
3.2. 全年增速预期	10
3.3. 不确定的政策因素	11
3.3.1. 利好因素：商业养老保险政策	11
3.3.2. 利空因素：定价利率放开	12
4. 盈利预估：下半年好于上半年	12
4.1. 投资收益：债券收益率上升，总投资收益率预计持平	12
4.2. 折现率与准备金变化趋势：四季度趋势逆转	13
4.3. 上半年及全年盈利增长预估	14
5. 估值与投资策略	14
5.1. 估值没有底线，形势比 08 年金融危机更恐怖？	14
5.2. 行业策略	16
5.3. 公司分析	16

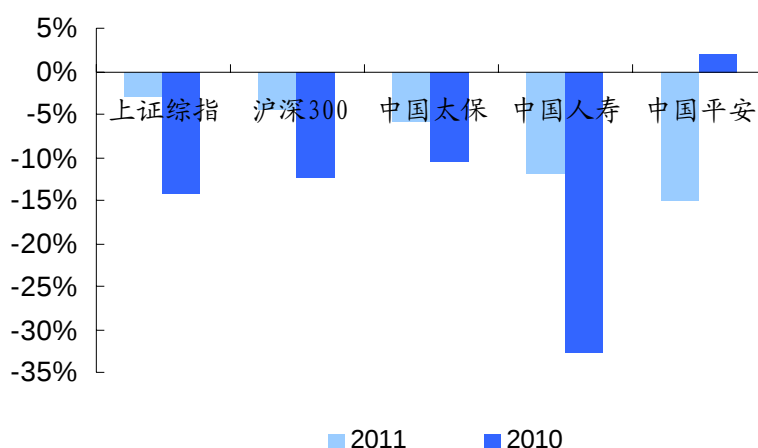
1. 通胀故事：什么低于预期？

投资：债券方面，利率是上涨了，债券收益率却平行着，甚至有点下降，或许，这轮加息周期比预期的要短？股市方面，2010 年，中国股市在全球市场近乎垫底，预期 2011 年没那么悲观，然而，市场仍在震荡中下跌。

保费：CPI 是上升了，寿险保费的增速并未像理想的那样与 CPI 契合良好，原因还是投资收益率没有跟随 CPI 上升。

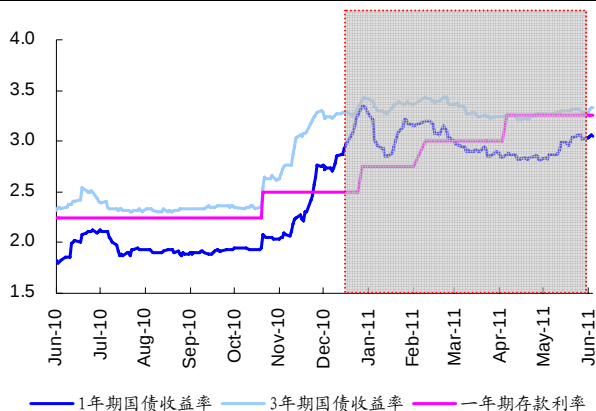
溯源：投资收益率的上升幅度不如预期，上升速度也没那么快。

图 1：市场与保险股走势



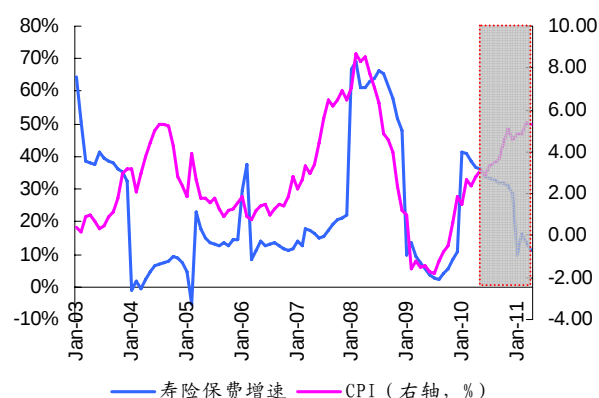
数据来源：CIRC，WIND，国泰君安证券。

图 2：债券收益率并未如预期不断上升



数据来源：WIND，国泰君安证券。

图 3：寿险保费增速与 CPI 趋势出现背离



数据来源：CIRC，WIND，国泰君安证券。注：2011 年寿险保费因公布口径变化，增速系估计；保费增速与 CPI 在 2004-2006 年间也再现背离，原因同样是保险投资收益率过低。

2. 产险分析：新一轮承保盈利周期

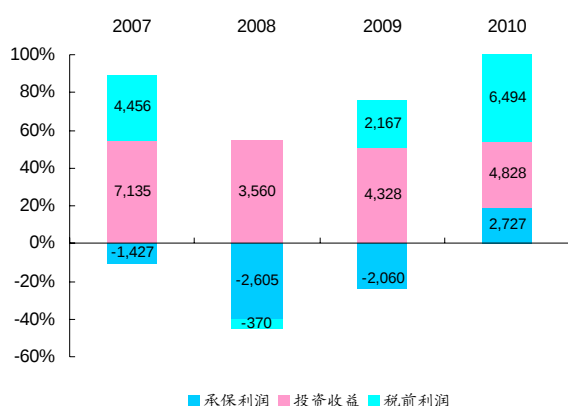
2.1. 产险盈利构成

产险盈利来源主要是承保利润和投资收益。承保利润取决于保费与综合

成本率，其中，综合成本率包括赔付率和费用率。投资收益取决于投资资产规模和投资收益率。

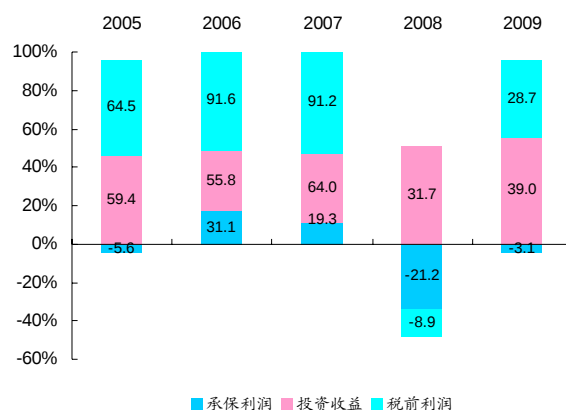
无论是中国还是美国，投资收益的绝对数比承保利润要大。不过，由于投资收益为正（绝大部分为固定收益投资），即使是金融危机的 2008 年也是如此，承保利润就决定了保险公司是赚钱还是亏本。在这个意义上，承保利润更具基础性和决定性。并且，2010 年我国产险公司的承保盈利已经超过投资收益。

图 4：人保财险利润构成（单位：100 万人民币）



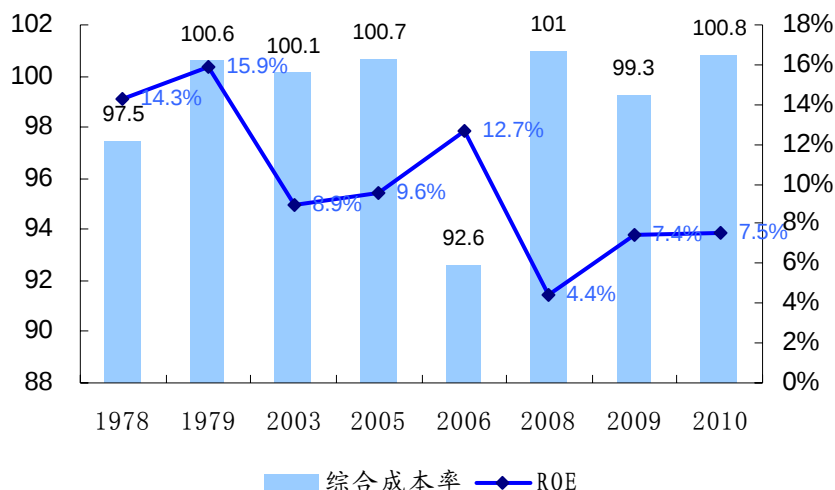
数据来源：公司公告，国泰君安证券。

图 5：美国产险利润构成（单位：10 亿美元）



数据来源：III，国泰君安证券。

图 6：即使综合成本率差不多的年份，美国产险 ROE 的差别仍很大，投资收益是另一重大决定因素



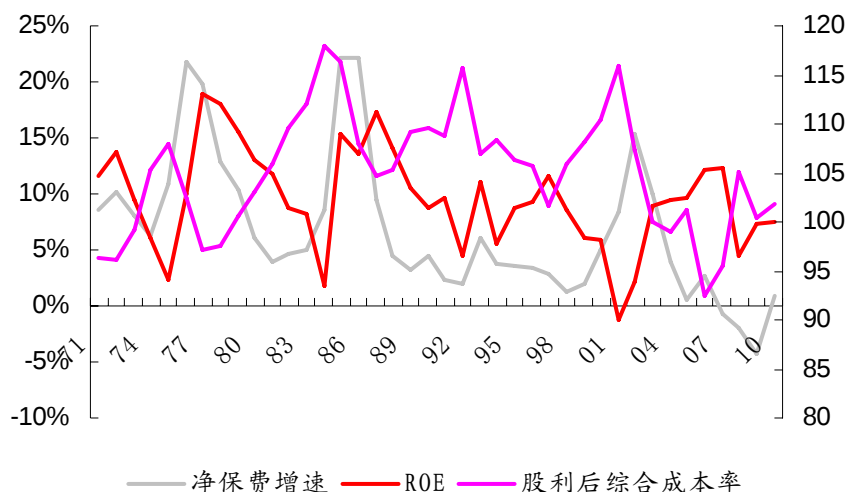
数据来源：III，国泰君安证券。

2.2. 承保盈利周期

在市场完全竞争的情况下，产险有明显的周期性，原因是盈利期会吸引更多新公司开业，且保险公司在盈利的情况下为了争取市场占有率会降低价格，导致利润率下降。近 40 年，美国产险有三个大的保费高速增长期，分别为：1975-1978，1984-1987，2001-2004，这三个时期的平均增长率分别 16.4%、15.6%、9.7%，经 CPI 调整后的增速为 7.7%、10.0%

和 6.3%，但是，保费周期与综合成本率周期却并不完全相关，在三大高速增长期，综合成本率分别达到：101.3%、11.7%、108.9%。虽然综合成本率并不能完全决定净资产收益率的高低，但从周期的变化趋势来看，两者却是完全正相关的。

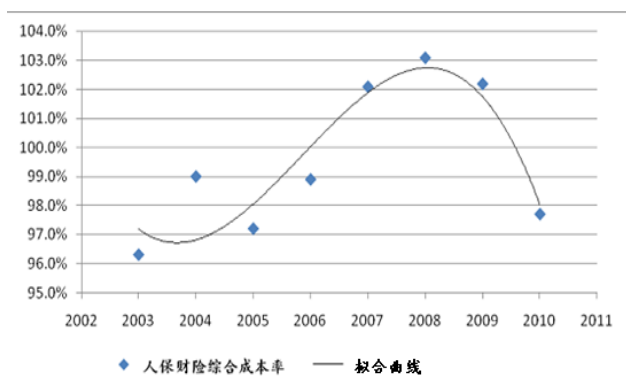
图 7：美国产险周期：综合成本率与净资产收益率（ROE）负相关，与保费的负相关性没有那么明显



数据来源：III，国泰君安证券。

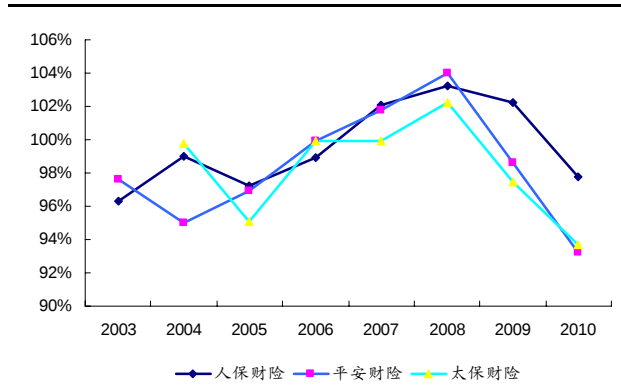
目前中国产险公司超过 70 家，市场竞争相当激烈，承保周期性也很明显。以最大的产险公司人保财险为例，2003-2006 年是承保盈利期，平均综合成本率为 97.9%，其中赔付率 71.6%，费用率 26.3%，2007-2010 年为承保亏损期，平均综合成本率为 102.5%，其中赔付率 71.1%，费用率 31.4%。其他主要财险公司也出现类似的周期规律。

图 8：人保财险综合成本率



数据来源：公司公告，KPMG，国泰君安证券。

图 9：主要财产保险公司综合成本率



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

2.3. 承保新周期的趋势分析

2.3.1. 赔付率快速下降

从综合成本的构成来看，上一周期中，承保盈利期与亏损时期的赔付率基本持平，差别在于费用率，亏损期的费用率明显上升。2010 年开始的承保周期赔付率下降非常明显，降幅要大于费用率。

表 1: 2007 年后的承保亏损周期, 主要是费用率上升, 2009/2010 年开始的承保盈利周期, 赔付率的下降大于费用率

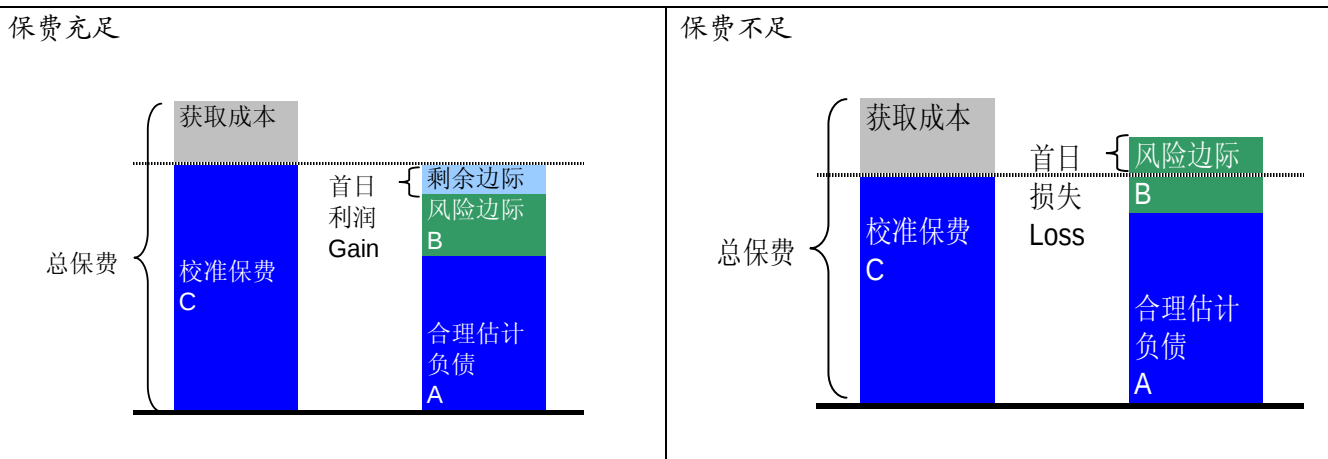
	2003	2004	2005	2006	盈利期平均	2007	2008	2009	亏损期平均	2010
人保财险										
费用率	24.4%	22.2%	29.1%	29.5%	26.3%	33.8%	27.4%	33.1%	31.4%	30.4%
赔付率	71.9%	76.8%	68.1%	69.4%	71.6%	68.3%	75.9%	69.2%	71.1%	67.4%
综合成本率	96.3%	99.0%	97.2%	98.9%	97.9%	102.1%	103.3%	102.2%	102.5%	97.8%
平安财险										
费用率	31.2%	35.2%	35.9%	40.2%	35.6%	40.7%	35.9%	41.6%	39.4%	37.8%
赔付率	66.4%	59.8%	61.0%	59.7%	61.7%	61.1%	68.1%	57.0%	62.1%	55.4%
综合成本率	97.6%	95.0%	96.9%	99.9%	97.4%	101.8%	104.0%	98.6%	101.5%	93.2%
太保财险										
费用率		36.3%	35.9%	39.5%	37.2%	40.2%	37.3%	36.5%	38.0%	36.3%
赔付率		63.5%	59.2%	60.4%	61.0%	59.7%	64.9%	61.0%	61.9%	57.4%
综合成本率		99.8%	95.1%	99.9%	98.3%	99.9%	102.2%	97.5%	99.9%	93.7%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

赔付率下降之制度因素: 会计准则变更

2009 年开始执行企业会计准则解释 2 号, 相对于旧会计准则, 新准则增加了折现与边际概念, 在新准则下, 未决准备金增加, 未到期准备金减少 (主要是 DAC 和贴现的影响)¹, 导致总准备金有所下降, 赔付率下降。但是, 会计准则变更不是赔付率下降的主要因素。

图 10: 新准则下准备金的确定



数据来源: CIRC, PWC, 国泰君安证券。

赔付率下降之主要因素: 车险市场规范, 赔付下降

撇开会计准则的影响, 以现金支付的赔款来看, 2009 年车险的赔付率为 55.7%, 比 2008 年下降了近 6 个百分点, 可见, 在市场监管加强的情况下, 现金赔付开始出现转折, 我们预计 2010 年现金赔付率下降到了 50% 左右。

¹在保费充足的情况下, 新准则下的未到期责任准备金=(总保费 - 首日费用)*未到期天数/365 或风险分布法; 旧准则下的未到期责任准备金=总保费×未到期天数/365 或风险分布法 (UPR)。

2003-2007 年的周期中,赔付率的高点与低点相差 7.5 个百分点,而 2010 年比 2008 年低了 11.5 个百分点,虽然我们并不能断定 2010 年就是赔付率的低点,但无论是从历史还是保费增速对赔付率的趋动来看,赔付率要持续下降很难。

表 2: 2003 年以来,车险赔付率自 2009 年开始了新一轮周期

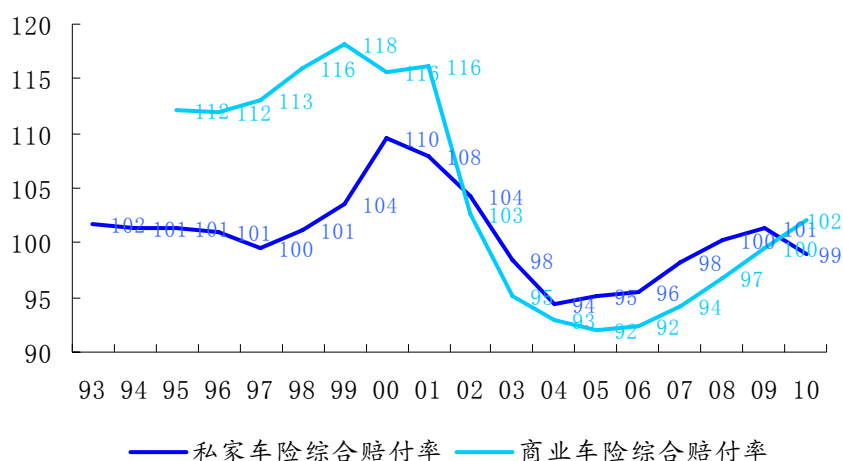
亿元	机动车保费 收入	保费增速	机动车赔付 支出	赔付率
2003	540.1		328.5	60.81%
2004	745.0	37.9%	416.0	55.84%
2005	858.0	15.2%	483.0	56.29%
2006	1107.9	29.1%	599.2	54.08%
2007	1484.3	34.0%	790.3	53.24%
2008	1702.5	14.7%	1046.5	61.47%
2009	2155.6	26.6%	1200.7	55.70%
2010(1)				50%

数据来源: CIRC, WIND, 国泰君安证券。注 (1): 2010 年数据系估计。

2.3.2. 美国车险综合成本率最低 92%

车险在美国产险的占比虽然低于国内,但也是第一大险种,占比 40% 左右,近 20 年来,美国车险的综合成本率多数年份在 100% 以上,即承保是亏损的。在实现承保盈利的 2003-2008 年,美国私家车险最低综合成本率 94%,商业车险最低为 92%。

图 11: 美国私家车险最低综合成本率 94%, 商业车险最低为 92%



数据来源: III, 国泰君安证券。

表 3: 美国车险保费占四成

净保费收入 (单位: 10 亿美元)	2008	2009	2010
私家车险	150.0	156.6	159.1
商用车险	23.7	21.8	20.9
家庭财产险	55.6	56.9	61.2
其他责任险 (包括产品责任)	42	39.1	38.2

劳工伤害险	33.8	30.3	29.9
商业综合险	30.1	28.5	28.7
火灾及相关险	24.2	23.4	22.6
其他险	67.7	61.9	61.6
合计	427.1	418.5	422.2
其中：车险占比	40.70%	42.60%	42.60%

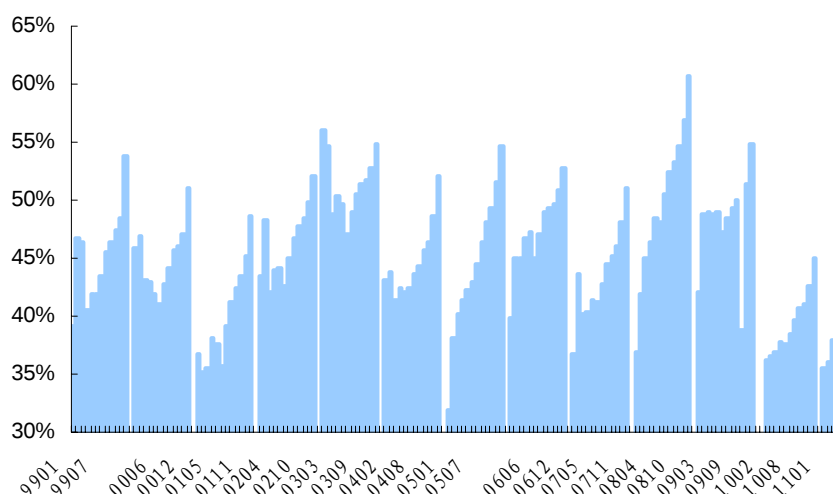
数据来源：CIRC，PWC，国泰君安证券。

2.3.3. 2011 前低后高，较好的承保盈利周期或再持续 2-3 年

今年以来，车险赔付率维持下降趋势，预计上半年综合成本率可维持在 93%左右的水平。由于产险赔付率有上半年低下半年高的规律，加以“高保低赔”问题对车险的冲击，同时自然灾害也是一个不确定性因素，预期下半年赔付率将有所上升，但全年综合赔付率仍可维持在低位。

从承保周期来看，车险赔付率预计未来 2-3 年内会持续，因此整个产险的综合成本率也可控制在较低水平，较好的承保盈利周期或再持续 2-3 年。

图 12：产险赔付率通常都是上半年低下半年高



数据来源：CIRC，WIND，国泰君安证券。

“高保低赔”问题导致车险制度将在 9 月底前调整：所谓高保低赔是指“投保时按新车价格、赔付时按旧车损失”，对于车主而言，当汽车发生全损时，就不能得到与保费相匹配的赔付金额。根据保险业协会公布的数据，只有 0.086%的赔案是全损赔案，但是，社会关注度依然很高，监管部门也在开展车险制度调整前的调研工作，并承诺于 9 月底前改进完善。我们判断车险制度不会因此进行全面改革，但对险企而言，利润的适当让渡成为必然。

“久旱之后必有久涝”，自然灾害是影响赔付率的不确定性因素：2008 年的南方特大雪灾和汶川地震，是各险企综合成本率大幅上升的重要原因。2011 年，上半年长江中下游出现大旱，久旱之后可能的久涝也是下半年产险赔付的隐患。

2.4. 产险投资久期短，更受益于加息周期

产险投资的久期比寿险短，因而收益率通常要低一些，除非出现例外情况，如平安 2008 年因为富通投资损失近 200 亿，寿险和集团出现负投资收益。

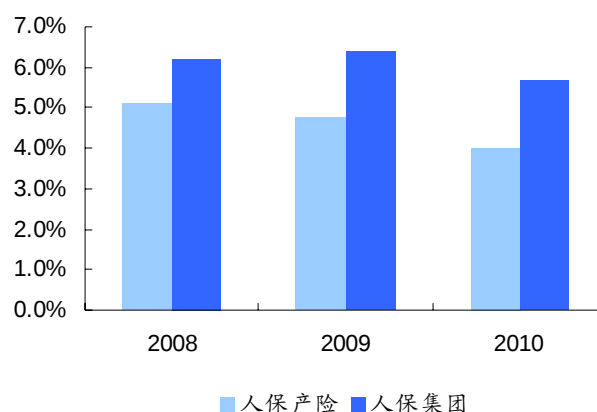
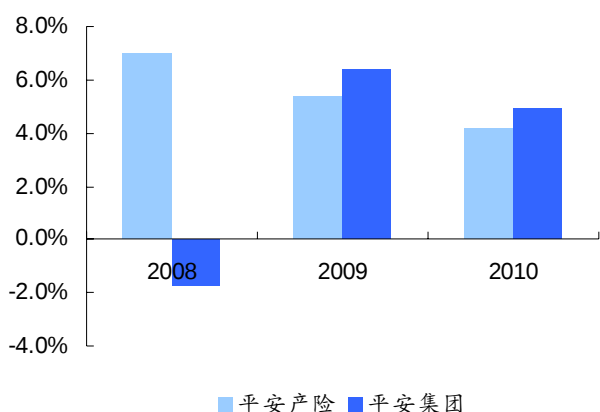
当然，久期短也有好处，在加息过程中，产险收益率的上升速度快于寿险，2010 年四季度债券收益率上升明显，按照产险债券投资久期 4 年左右计算，则有 30%左右的债券在 2011 年可以享受新收益率。此轮加息周期，3 年期国债收益率上升了 100 个左右 BP，因此，债券总投资收益率可以上升 30 个 BP，对总投资收益率贡献 25 个 BP。

2010 年保费大量增加，2011 年产险的资产规模可因此增加 20%-30%，考虑投资资产规模和投资收益率变化，假设资本市场持平，2011 年产险投资收益可增长 30%-40%。由于浮盈浮亏的原因，账面上投资收益在各年度之间存在分配问题不一定与实际投资相符，考虑到 2010 年实现的投资收益较多，账面投资收益的增速可能比 30%要低。

图 13: 由于投资久期短，产险收益率通常都低于寿险

中国平安

中国人保



数据来源：公司公告，国泰君安证券。注：平安产险和集团的收益率均由公司在公告中提供，人保产险收益率根据公告数据计算，集团收益率是我们的估计。

2.5. 产险保费增速与汽车销量紧密相关

1988 年，车险保费收入超过了 20 亿元，占财产保险份额的 37.6%，第一次超过了企业财产险(35.99%)，2003 年车险占比超过 60%，2007 年后车险占比达到 70%左右。

2011 年前 4 个月，产险同比增速为 14.8%，比去年同期增速 36.4%低 22 个百分点，2011 年汽车销量下降已成定局，因此我们估计 2011 年产险增速为 15%左右，这一增速接近于 200-2004 年的低速增速期，仅比 2011 年预期名义 GDP 增速高 1-2 个百分点。

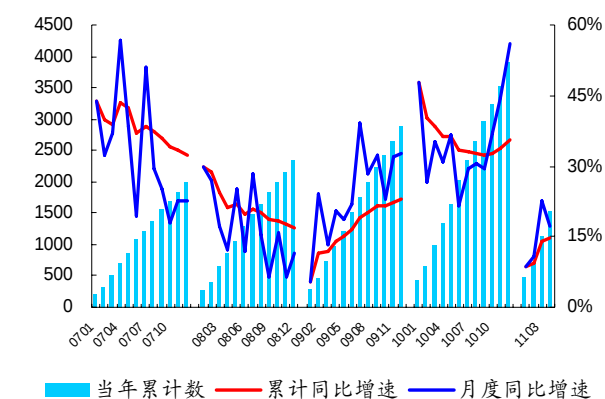
表 4: 车险占比大幅上升

单位: 亿元	车险	产险保费	车险占比
2003	540	869	62.1%
2004	745	1125	66.2%

2005	858	1283	66.9%
2006	1108	1579	70.2%
2007	1484	2087	71.1%
2008	1703	2446	69.6%
2009	2156	2993	72.0%
2010	2,922	3,896	75.0%

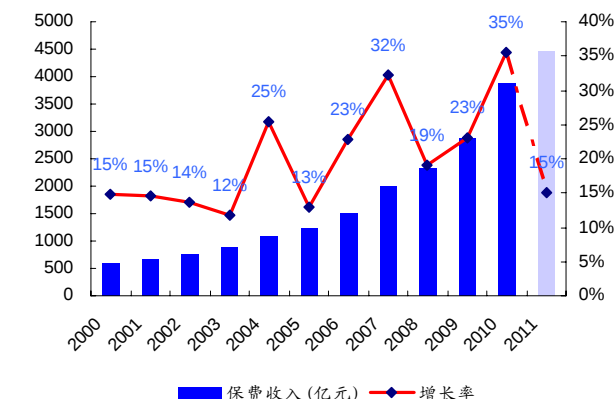
数据来源：CIRC，国泰君安证券。注：2010 年车险保费及其占比数据系估计。

图 14：产险月度保费同比增长



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

图 15：产险历年保费增速



3. 寿险分析：近期不乐观，四季度或回升

3.1. 寿险保费近期低位徘徊

由于口径及产品结构调整的原因，寿险保费增速的比较和分析比较困难。总体上，一季度后，寿险保费增速下降，预期短期仍处于低迷状态，因为：

- 银保新政影响进一步加深外；
- 个险增长也有所缓：一季度开门红冲刺后，动能减弱。

全年寿险保费的增长，最大变数是下半年银保渠道能否崛起。我们认为，银行方面，随着货币政策紧缩力度的减小，存款压力下降，中间业务收入需求上升；保险公司也会在规模 and 市场份额压力下采取措施；下半年特别是四季度银保回升的概率还是比较大的。

3.2. 全年增速预期

我们预计 2011 年：平安寿险规模保费增长 18% 左右，个险新单增长 14%；太保寿险保费增速在 11% 左右，个险新单增长 20%；中国人寿保费增长 12%，个险新单增长 10%。为理解这一增速的构成及意义，我们列出了平安寿险和太保寿险历年明细数据，但中国人寿财务报表中分类方式不一样，没有完整的分渠道明细数据。

表 5：上市保险公司寿险保费增速预期

	总保费	银保	个险	个险新单期缴	1 年新业务价值
中国人寿	12%	8%	15%	10%	11%

平安寿险	18%	6%	20%	14%	13%
太保寿险	11%	0%	22%	20%	16%

数据来源：公司公告，国泰君安证券。

表 6：中国平安历年保费数据及 2011 年预期

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 E
保费	54,877	58,849	68,989	79,279	101,178	134,503	164,447	194,047
增速		7.2%	17.2%	14.9%	27.6%	32.9%	22.3%	18.0%
银行渠道	5,944	5,278	6,244	7,263	14,827	27,783	27,098	28,724
增速		-11.2%	18.3%	16.3%	104.1%	87.4%	-2.5%	6.0%
个险渠道	40,252	46,239	55,308	64,310	79,104	99,863	130,146	156,175
增速		14.9%	19.6%	16.3%	23.0%	26.2%	30.3%	20.0%
个险首年期缴	6,396	8,944	10,447	14,623	19,719	27,318	38,893	44,338
增速		39.8%	16.8%	40.0%	34.8%	38.5%	42.4%	14.0%
1 年新业务价值	3,913	4,539	5,150	7,187	8,541	11,805	15,507	17,523
增速		16.0%	13.5%	39.6%	18.8%	38.2%	31.4%	13.0%

数据来源：公司公告，国泰君安证券。

表 7：太保寿险历年保费数据及 2011 年预期

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 E
保费	34,619	36,202	37,837	50,686	66,092	61,998	87,873	97,539
增速		4.6%	4.5%	34.0%	30.4%	-6.2%	41.7%	11.0%
银行渠道	11,584	11,962	13,096	20,725	33,960	29,514	48,201	48,201
增速		3.3%	9.5%	58.3%	63.9%	-13.1%	63.3%	0.0%
个险渠道	13,225	15,621	18,207	23,302	25,811	29,570	35,525	43,341
增速		18.1%	16.6%	28.0%	10.8%	14.6%	20.1%	22.0%
个险首年期缴	3661	3641	3,623	4,998	5,335	6,880	8,389	10,067
增速		-0.5%	-0.5%	38.0%	6.7%	29.0%	21.9%	20.0%
1 年新业务价值			2176	3015	3651	5000	6100	7,076
增速				38.6%	21.1%	36.9%	22.0%	16.0%

数据来源：公司公告，国泰君安证券。

3.3. 不确定的政策因素

3.3.1. 利好因素：商业养老保险政策

通常，基本养老保险、企业补充养老保险和个人养老保险的退休收入替代率分别为 40%、30%、10%是比较理想的，不过，我国社会养老保险改革确定的替代率为基本养老保险约 60%、企业补充养老保险 20%，而对个人养老保险暂无标准。

商业养老保险是我国寿险业发展的重大潜在领域，监管层也在积极争取中央和地方对补充养老保险的政策扶持，但是，此前在天津滨海新区的试点已无疾而终。准备了三年的上海试行的税延型个人补充养老保险业务也迟迟未见出台，不过，我们认为，离这一政策出台的时间越来越近了。

表 8: 补充养老保险政策与发展阶段

	发展水平	政策	税收优惠
第一阶段 (1991—1999 年)	首次提出及初期发展	《关于企业职工养老保险制度改革的决定》(国发〔1991〕33 号)和《关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》(国发〔1995〕6 号)	允许地方根据自身财力状况,给予补充养老保险不超过上年工资总额 4—15%企业所得税税前扣除优惠
第二阶段 (2000—2006 年)	企业年金一支独大发展时期	《企业年金试行办法》、《企业年金基金管理试行办法》、《企业年金管理指引》	商业保险领域的补充养老保险业务,难以享受各地给予企业年金缴费不超过上年职工工资总额 4—8.33%部分准予税前扣除的政策优惠。
第三阶段 (2007 年至今)	商业补充养老保险业务回归补充养老保险体系	《保险公司养老保险业务管理办法》(保监会令〔2007〕第 4 号)、《关于补充养老保险费补充医疗保险费有关企业所得税政策问题的通知》	给予团体投保企业保费支出不超过职工工资总额 5%标准内的部分,在计算企业应纳税所得额时准予扣除,但同时规定企业购买补充养老保险的支出视同职工个人收入征收个人所得税

数据来源:公司公告,国泰君安证券。

3.3.2. 利空因素:定价利率放开

去年 7 月,保监会发布了放开传统险定价利率的征求意见,导致保险股大跌,但此后便没有了下文。不放开传统险的低定价利率,传统险的发展就受到严重限制,在利率上升周期,放开管制或许是迟早的事,但是,在保险投资收益率没有明显上升、分红险和万能险回报率都不高的情况下,当前并没有紧迫的理由推出这一政策。

4. 盈利预估:下半年好于上半年

4.1. 投资收益:债券收益率上升,总投资收益率预计持平

对于到期再投资资金,除了三年期债券发行利率因 2008 年利率上升大,目前利率水平仍比当前低外,5 年期和 10 年期利率均比当时要高,并且,2008 年四季度发行利率便急速下降,因此即使三年期债券发行利率也有望在四季度上升。例如:10 年期金融债在 2001 年的发行利率在 3.9% 左右,2011 年到期再投资时的发行利率已经超过了 4.5%;5 年期金融债在 2006 年发行利率在 3% 左右,2011 年到期时上升至 4%;目前 3.8% 的 3 年期利率仍比 2008 年前三季度低,但 2008 年四季度已快速下降到 2.2%。国债的发行利率情况与金融债类似。

对于新增资金,发行利率也已经超过过去的平均水平,因此,总体上,债券收益率水平在提升中。

债券投资收益率上升,但可供出售类债券将出现部分减值损失;权益投资方面,我们判断 2011 年市场总体持平,略好于 2010 年的下跌,但没有了 2010 年的浮盈;因此,总体上,我们假设 2011 年投资收益率与 2010 年持平。

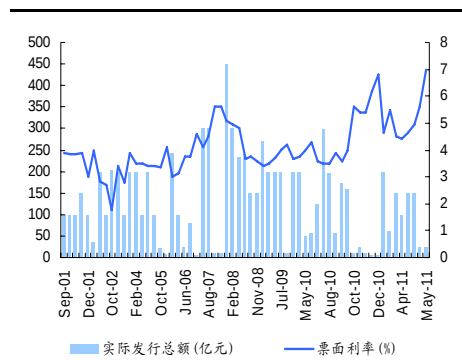
表 9: 新增资金债券收益率高于持有债券的平均水平

	10 年期金融债	5 年期金融债	3 年期金融债
未到期债券平均利率	3.98	3.75	3.25
2011 年平均发行利率	5.15	4.02	3.79
利率变化	1.17	0.27	0.54

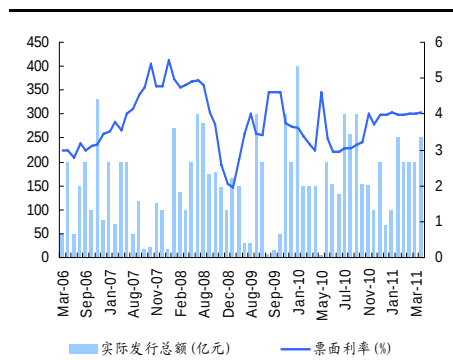
数据来源: 中债网, WIND, 国泰君安证券。

图 16: 到期再投资收益率也高于当时收益率 (3 年期债券需等到 4 季度)

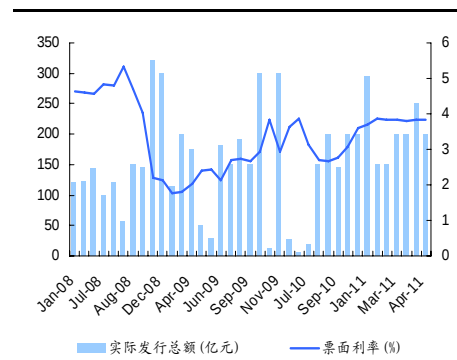
10 年期金融债发行利率



5 年期金融债发行利率



3 年期金融债发行利率



数据来源: 中债网, WIND, 国泰君安证券。

4.2. 折现率与准备金变化趋势: 四季度趋势逆转

假设下半年还有一次加息, 并导致债券收益率再上升 15 个 BP, 则 2011 年全年准备金折现率有望基本持平, 虽然没有像预期那样上涨, 但相对 2000 年而言, 这一负面因素基本消除, 对利润增长产生正面大贡献。

从季度来看, 前三季度折现率还是下降的, 到四季度出现趋势性逆转, 呈大幅度上升。若前三季度利润如实反映了折现率的变化, 则四季度利润将明显上升。

表 10: 2010-2011 年不同期限国债三年移动平均收益率变化情况

	5 年期	10 年期	15 年期	20 年期
2010 年变化	-21.88	-17.69	-9.26	-6.57
2011 年变化	-0.64	1.83	-0.11	-1.00

数据来源: 中债网, WIND, 国泰君安证券。

表 11: 15 年期移动平均收益率变化(bps)

	2010.4Q	2011.1Q	2011.1H	2011.3Q
2011.1Q	-1.28			
2011.1H	-3.73	-2.46		
2011.3Q	-6.85	-5.57	-3.12	
2011.2H	-0.11	1.17	3.62	6.74

数据来源: 中债网, WIND, 国泰君安证券。

表 12: 对税前利润的影响

单位: 百万	收益率变动 (bps)	国寿	平安	太保
2010.4Q	-4.98	-2746	-2371	-1849
2011.1Q	-1.28	-704	-608	-474
2011.2Q	-2.46	-1356	-1170	-913
2011.3Q	-3.12	-1719	-1484	-1158
2011.4Q	6.74	3717	3210	2503
2011 E	-0.11	-62	-53	-42

数据来源: 中债网, WIND, 国泰君安证券。

4.3. 上半年及全年盈利增长预估

由于 2010 年上半年移动平均收益率曲线上升, 并且有浮盈释放; 而 2011 年上半年收益率曲线下降, 同时有减值损失; 因而, 上半年的寿险盈利是负增长的。下半年, 情况可能恰好反过来, 导致下半年寿险盈利快速增长 (增速超过 40%), 寿险全年也将实现 20% 左右的盈利增长。

产险增长的情况与寿险相反, 上半年增速将高于下半年: 因为 2010 年综合成本率都处于下降过程中, 直到 2011 年上半年仍未结束, 下半年可能略有回升。但产险保费增速比去年下降较多, 因而我们预期产险盈利全年增长 15%-30% 之间 (公司间保费增速差异较大)。

上市公司上半年盈利可能出现正负分化, 但下半年增长更均衡, 导致全年盈利增长差距缩小。由于中国平安产险的保费增速仍保持在 30% 以上, 远高于行业, 因而其全年盈利增速最高, 将超过 30%; 中国人寿没有控股产险业务, 上半年出现负增长, 但依靠下半年增长的快速回升, 全年有望实现 15% 以上的增速; 中国太保也将实现近 30% 的盈利增长。

表 13: 上市保险公司盈利预测

单位: 百万元	上半年		下半年		全年		
(EPS 为元)	盈利	增速	盈利	增速	盈利	EPS	增速
中国人寿	16,018	-11.2%	22,843	46.5%	38,861	1.38	15.6%
中国平安	11,718	18.8%	11,886	49.3%	23,604	3.01	31.6%
中国太保	4,583	14.0%	6,471	42.6%	11,054	1.29	29.2%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

5. 估值与投资策略

5.1. 估值没有底线, 形势比 08 年金融危机更恐怖?

中国人寿已经跌破发行价, 绝对股价仅比 08 年金融危机时的历史最低价高出 8.6%。然而, 中国人寿 2010 年的盈利比 2008 年增长了 230%, 净资产增长了 55%, 新业务价值增长了 42%, 内涵价值增长了 24%。按估值水平, 新业务价值倍数只有当时的一半。即使这样, 中国人寿的估值水平也不比平安和太保便宜, 难道, 当前的形势比 08 年更恐怖?

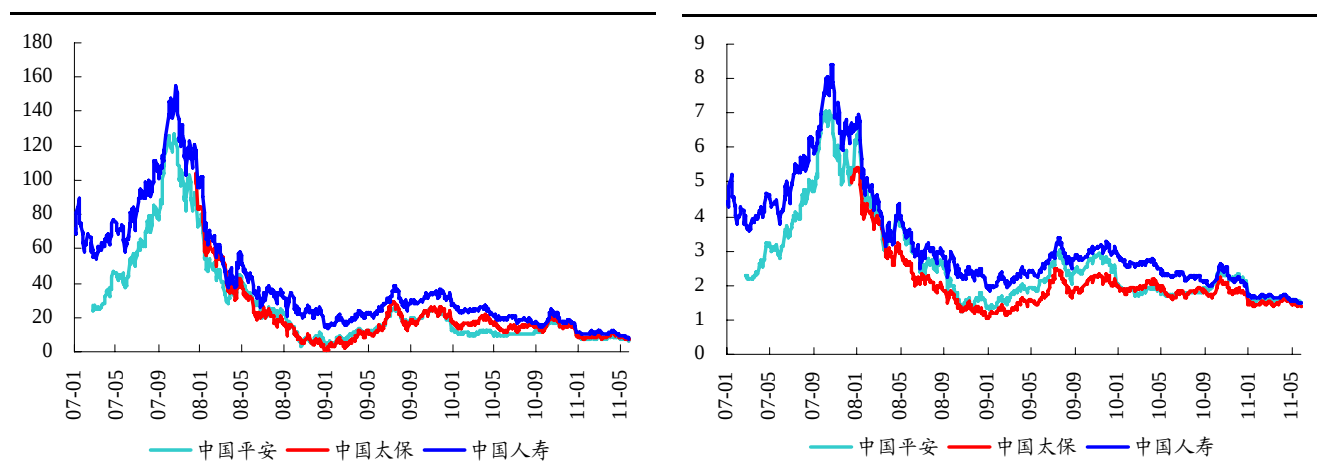
相对 A 股, H 股淡定得多, H 股相对 A 股的溢价也在不断扩大, 平安已经达到 41%, 太保和国寿分别为 26% 和 17%, A 股折价率达到历史最高水平。

表 14: 历史估值高点与低点

	新业务价值倍数				内涵价值倍数			
	最高 (时间)	最低 (时间)	平均	当前 (2011.6.3)	最高 (时间)	最低 (时间)	平均	当前 (2011.6.3)
中国人寿	155 (2007.10)	14 (2009.1)	41	8	8.4 (2007.10)	1.9 (2009.1)	3.3	1.5
中国平安	127 (2007.10)	4 (2008.10)	28	7	7.1 (2007.10)	1.3 (2008.10)	2.7	1.5
中国太保	104 (2007.12)	1 (2009.1)	19	7	5.2 (2007.12)	1.0 (2009.1)	2.0	1.4

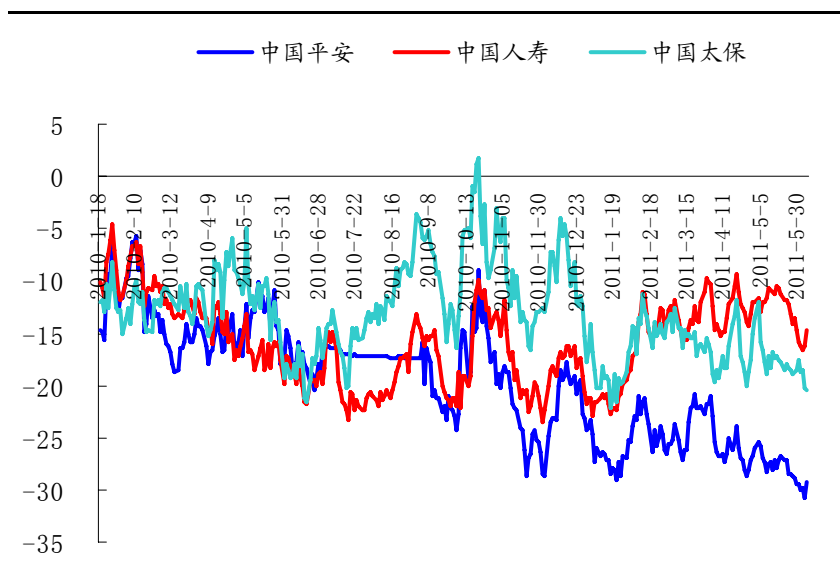
数据来源：公司公告，国泰君安证券。注：为了历史的可比性，在计算历史估值水平时，将寿险以外的业务均按净资产计算。

图 17: 平安和太保的估值正在逼近 09 年初金融危机时的水平，国寿已经低于金融危机时的水平
新业务价值历史估值 内涵价值历史估值



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

图 18: 保险 A 股折价率创历史新高



数据来源：WIND，国泰君安证券。

表 15: 保险股财务概要与当前估值水平

2011 年 6 月 3 日	中国人寿		中国平安		中国太保	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
每股内涵价值	10.55	12.73	26.29	31.79	12.80	15.31
每股新业务价值	0.70	0.78	2.03	2.33	0.71	0.84
每股收益	1.19	1.37	2.30	3.01	1.00	1.39
每股净资产	7.38	9.08	14.66	17.81	9.34	10.92
P/EV	1.78	1.47	1.81	1.50	1.68	1.41
隐含新业务价值倍数	11.67	7.69	5.19	4.51	3.12	2.64
市盈率	15.75	13.69	20.73	15.84	21.53	15.46
市净率	2.54	2.06	3.25	2.68	2.31	1.97

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

5.2. 行业策略

我们认为当前的保险股到了一个难得的战略建仓期, 虽然从战术的角度讲, 近期并未有明显的刺激因素, 然而, 也正是这些因素才导致了保险股的低估值。

短期内导致股价低迷和估值不断下移的因素:

- 寿险保费近一个季度内仍难扭转增长颓势
- 资本市场近期也不见得有明显的上升机会
- 债券收益率短期也不会有明显的大幅上升

战略建仓的理由:

- 估值已接近甚至低于 08 年金融危机最低水平
- 产险盈利周期持续, 寿险盈利下半年快速回升, 平安和太保全年盈利增长将达到 30% 左右, 中国人寿也将由上半年的负增长转为全年正增长 15% 以上
- 债券投资收益率上升的累积效应越来越大, 从四季度开始, 三年期债券的到期再投资收益率将快速提升, 同时, 准备金折现率也出现趋势性逆转
- 资本市场的系统性风险很小, 保险资金的股票和基金投资安全, 并随时可能迎来收益

战略与战术选择:

- 从战略的角度, 当前就可以坚决买入, 因为基本面很难再低于悲观预期, 而市场的随时上升, 对已经接近历史估值最低点并具高贝塔的保险股而言, 都将是强大的刺激因素
- 从战术的角度, 以比较确定的因素而言, 保险股在三季末四季初的支撑因素更多, 包括寿险保费、准备金折现率、三年期债券再投资收益等的转折点都在那个时段附近, 但需冒此前市场即出现上升的风险

5.3. 公司分析

中国平安: 战略投资的一个优选品种, 非基本面因素对短期股价有制约。

优势:

- 产险增长大幅超越行业, 导致上半年和下半年的盈利增长相对平衡, 全年盈利增长 30% 以上, 增速最高

- 寿险个险比例高，续期保费确保总保费增长
- H股溢价率最高，相对A股的溢价率已经超过40%
- 公司战略能力和发展能力优于同业，综合金融的优势将不断强化

劣势:

- 业务的快速发展对资本金有持续补充需求
- 员工股减持还将持续4年，目前仍未有市场认可的减持方式
- 个险新单压力较大

中国太保：公司基本面处于上升期，无不利市场因素。

优势:

- 产寿险均衡发展，产险在公司盈利中的占比高于同业，更受益于产险承保盈利周期
- 寿险个险进入良性发展期，新单增速有优势
- 资本充足，无再融资担忧

劣势:

- 银保占比较高，受政策影响大，难以靠个险的续期保费保持总保费的平稳发展
- 产险增速虽然还能优于行业，但慢于平安

中国人寿：跌破发行价，低于金融危机时最低估值水平，已过度悲观

优势:

- 在上半年盈利下滑的预期下，股价已跌至发行价以下，下半年盈利将快速回升
- 估值已经低于金融危机时的最低水平
- 银保新政“一对三”规定对公司相对有利
- 资本充足，无再融资担忧

劣势:

- 寿险增速难以超越行业水平，市场份额仍有下降趋势
- 个险续期保费的贡献不如平安，新单增长潜力不如太保
- 产险增速虽然还能优于行业，但慢于平安

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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		