

证券研究报告—深度报告

保险

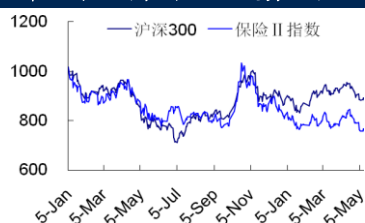
保险行业 2011 下半年投资策略

推荐

(维持评级)

2011 年 6 月 9 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《加息点评：尽管加息符合预期，仍然有望再度成为股价催化剂》——2011-4-6

《寿险会计利润专题：即使从市盈率角度亦显著低估》——2011-3-4

《保险行业加息快评：加息符合预期，维持保险受益于加息周期的判断》——2011-2-9

《尽管加息符合预期，仍有望再度成为股价催化剂》——2010-12-27

证券分析师：邵子钦

电话：0755-82130468

E-mail: shaozq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120052

证券分析师：童成墩

电话：0755-82130513

E-mail: tongcd@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120043

行业半年度投资策略

随债券息率提高估值逐季上移

● 市场担忧的三个问题

1. 通胀压力下保单吸引力下降是常态。2. 刘易斯拐点的到来预示着以代理人拉动的增长模式的终结。3. 未见盈利受益于加息周期，反见受损于债市下跌和股市平淡。以下是我们的回应：

● 通胀压力下保单吸引力下降是事实，但不改长期增长趋势

06-10 年，寿险月度保费增速与实际利率负相关。但决定保费增长的人均 GDP 和人口结构因素依然稳固，随着债券息率提高，保单吸引力将恢复，预计未来 5 年保费复合增长率 17%。

● 面对代理人增员难，精细化管理和提高产能是现实选择

由于寿险公司尚无能力承担转制成本，雇员制将是渐进过程，而通过精细化管理和交叉销售，提升产能是现实选择。竞争格局展望：超大城市通过交叉销售，吸引高素质人才形成理财师队伍；大型城市通过精准定位提升产能；中小城市和乡镇人海战术仍有空间。

● 保险的确受益于加息周期，息率提升所带来的好处将逐季体现

加息所带来的好处是：随着债券利息收益率的提高，固定收益回报率区间上移。坏处是短期债市下跌导致存量债券浮亏。我们目前看到的只是坏处在会计上的一次性体现，今年 2 次加息对债券走势影响轻微，债市浮亏已基本消化，息率提高的好处将逐季表现出来，并维持较长周期。

● 估值处于历史低位，维持“推荐”评级

国寿、平安、太保目前股价隐含的 2011 年新业务倍数分别为 8.5 倍、7.2 倍、8.7 倍（接近 08 年 4 季度底部），对应的每股一年新业务价值增长率 10.1%、15.3%、15.0%。从市盈率角度来看，2011 年平均 16.8 倍，低于未来 5 年保守预计净利润 20% 的复合增长率。即使估值维持当前水平，保险股也有望获得年均 20% 的收益率，持续周期可达 5-10 年。

重点公司盈利预测及投资评级

2011 年	股价 (元)	EPS (元)	NBEVPS (元)	PE (倍)	PB (倍)	P/EV (倍)	NBM (倍)	评级
中国人寿	19.1	1.31	0.77	14.6	2.3	1.5	8.5	谨慎推荐
中国平安	48.2	2.74	2.26	17.6	2.6	1.5	7.2	推荐
中国太保	21.8	1.20	0.80	18.2	2.1	1.5	8.7	谨慎推荐
平均	-	-	-	16.8	2.3	1.5	8.1	-

资料来源：公司资料和国信证券预测

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

通胀压力下保单吸引力下降？	4
1.1 保费短期增长与实际利率负相关	4
1.2 保费长期增长取决于经济所处发展阶段	4
1.3 通胀下的保单销售压力有望逐步消除	5
刘易斯拐点下代理人增员难？	6
2.1 代理人增员难是现实	6
2.2 中西部增员潜力大	7
2.3 核心因素是：代理人收入没有增长	7
2.4 台湾的解决之道：逐步过渡到员工制	8
2.5 中国对策：提高产能是目前可预见的发展方向	9
保险受益于加息周期与结算利率下调？	10
3.1 保险长期受益于加息周期	10
3.2 万能险最坏时期正在过去	10
估值处于历史低位，维持“推荐”评级。	10
4.1 行业整体估值低，维持“推荐”评级	10
4.2 目前估值接近历史最低位	11
4.3 推荐中国平安：综合优势正在显现	11

图表目录

图 1：中国寿险保费月度增速与实际利率负相关	4
图 2：台湾寿险保费月度增速与实际利率负相关	4
图 3：寿险产品由传统险向分红、万能、投连渐近演变	4
图 4：台湾寿险新单中利变型和投资型产品占据绝对比例	4
图 5：中国寿险仍处于高速增长阶段	5
图 6：台湾步入人均 GDP1000 美元后，保费持续高速增长	5
表 1：台湾寿险从传统险向利变型、投资型产品渐近演变	5
表 2：美国变额寿险、万能寿险诞生于 70-80 年代高通胀时期	6
表 2：中国寿险产品由传统险向分红、万能过渡	6
表 3：中国保险增员速度下降	6
图 7：中国 1 季度保险增员压力最大	7
图 8：中国东部区域寿险增员压力大于中西部	7
图 9：中国东部寿险增员潜力小于中西部	7
表 4：中国寿险代理人收入增长缓慢	8
图 10：台湾寿险公司直属代理人 2003 年开始负增长	8
图 11：台湾银保和传统代理渠道人力 2000 年后快速增长	8
表 5：台湾寿险公司代理人逐步向员工制过渡	8
表 6：平安高人均产能带来高人均收入	9
表 7：平安个险新单市场份额持续提升	9
图 12：息率提高所带来的好处将从 2 季度开始逐季体现	10

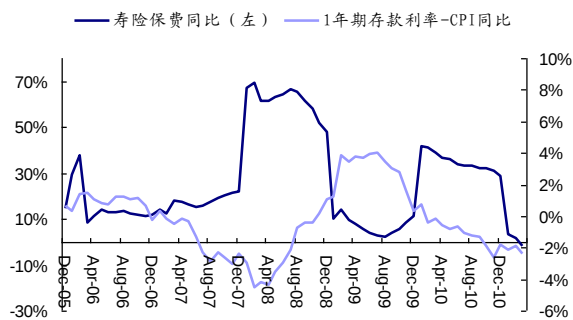
图 13: 中证 10 债净价指数因加息已明显下跌	10
表 8: 行业整体估值低	10
图 14: P/EV: 接近 08 年底部	11
图 15: 股价隐含新业务乘数: 接近 08 年底部	11
表 9: 平安非寿险业务净利润贡献已占半壁江山	11
表 10: 平安合理新业务倍数 24 倍	12
表 11: 平安 2011 年估值 90 元/股	12
表 12: 平安小非减持进展较慢, 管理层表达协调意愿	12

通胀压力下保单吸引力下降？

保费短期增长与实际利率负相关

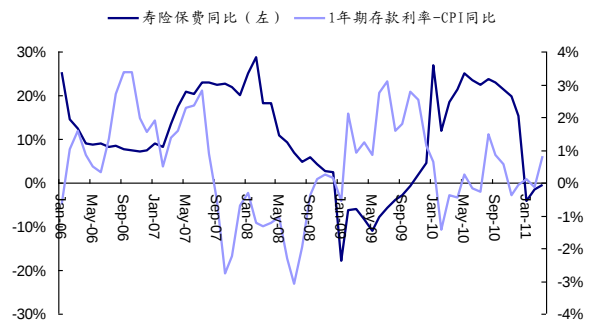
06-10 年，寿险月度保费增速与实际利率负相关。由于利率变动型和投资型产品（分红、万能、投连）占比较高，06 至今，大陆寿险保费增速与实际利率显著负相关，台湾也呈现类似特征。09 年我国利率变动型和投资型产品占总保费的 80%，台湾该类产品占新单保费的 59.6%。在实际利率较低的情况下，保险公司可以凭借长久期平滑收益，较储蓄存款更具吸引力，相反，在实际利率高企，尤其是负利率的情况下，就很难吸收保费。年初以来，银行为满足存贷比要求，高息揽存，理财产品规模同比增长 70%，年化收益率达 4%-5%；受贷款调控影响，房地产企业借道发行信托计划，年化收益率达 12%-15%。短期看，保险产品吸引力明显下降。

图 1：中国寿险保费月度增速与实际利率负相关



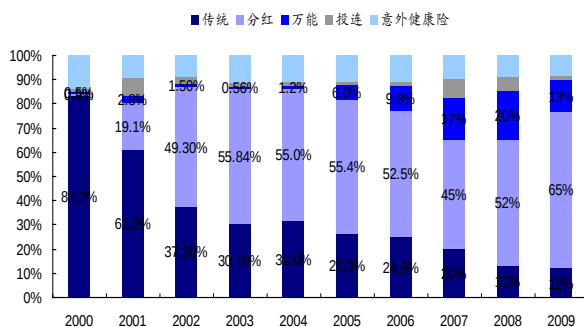
资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

图 2：台湾寿险保费月度增速与实际利率负相关



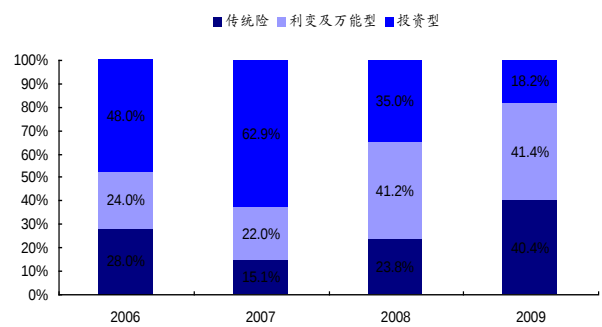
资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

图 3：寿险产品由传统险向分红、万能、投连渐近演变



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

图 4：台湾寿险新单中利变型和投资型产品占据绝对比例



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

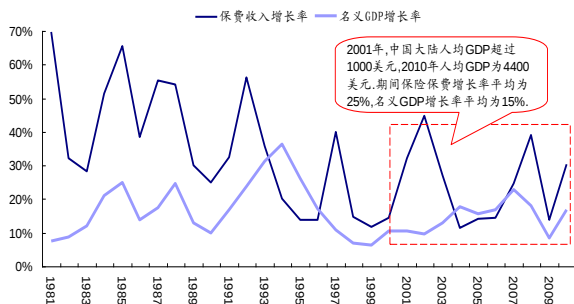
保费长期增长取决于经济所处发展阶段

从台湾经验来看，寿险增长长期取决于经济所处发展阶段。台湾 1976 年人均 GDP 超过 1000 美元，1992 年人均 GDP 达到 10000 美元。期间名义 GDP 增长率平均 14%，而寿险保费增长率平均 29%，弹性高达 2.1。在人均 GDP 超过 4000 美金

之后, 保费弹性依然没有下降。1987 年人均 GDP 超过 4000 美元, 1987 年至 1992 年期间名义 GDP 增长率平均为 11%, 而寿险保费增长率平均 22%, 弹性为 2.0。

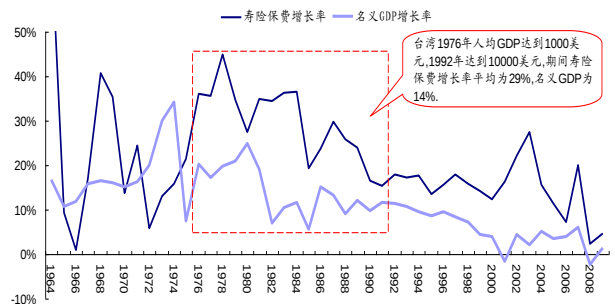
预计未来 5 年大陆保费复合增速 17%。大陆 2001 年人均 GDP 达到 1000 美元, 2010 年人均 GDP 为 4400 美元。从 2001 年至 2010 年, 名义 GDP 增长率平均为 15%, 而保险总保费增长率平均达 25%, 弹性为 1.7。假设未来 5 年实际 GDP 复合增长率为 7%, 通胀率 3%, 按 1.7 弹性计算则保费复合增长率为 17%。这里考虑了人口步入老龄化阶段对寿险保单消费的刺激因素。

图 5: 中国寿险仍处于高速增长阶段



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图 6: 台湾步入人均 GDP1000 美元后, 保费持续高速增长



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

通胀下的保单销售压力有望逐步消除

保险产品组合因时而变。从台湾、美国经验来看, 保险产品都是从传统向利率敏感性、投资型产品渐进演变。并且在经济周期的不同阶段, 保险公司侧重不同属性的产品。如台湾在 01 年推出利率敏感性产品, 以适应低利率阶段的需要, 并于 03-04 年热销; 06-07 年伴随股市上涨, 投资型产品高速增长; 08 年金融海啸后, 传统型产品占比开始回升。而美国 79-86 年高通胀阶段, 万能、变额等浮动利率、投资型产品应运而生, 大幅增长; 90 年以后经济平稳增长, 传统型和年金产品占比提高。

保单吸引力有望逐步恢复。目前我国寿险产品形态完整, 传统、分红、万能、投连、变额年金的多元组合具有保障、储蓄、投资等多重属性, 可以适应经济周期的不同阶段。虽然目前利率敏感型产品面临竞争压力, 但随着利息回报率的提升, 保单吸引力有望逐步恢复。

表 1: 台湾寿险从传统险向利变型、投资型产品渐进演变

传统型商品	利率变动型商品	投资型商品
①初期以储蓄型两全保险为主。 ②80 年代末期开始推出防癌及重大疾病健康保险。 ③1997 年推出年金险。 ④终寿险及定期寿险因外资保险公司引入而受到重视。	①2001 年陆续推出利变年金、万能寿险。 ②2003、2004 年热销。	①2001 年陆续销售。 ②金融衍生性(连动债)商品于 2006、2007 年大幅增长。

资料来源: TII、国信证券经济研究所整理

表 2: 美国变额寿险、万能寿险诞生于 70-80 年代高通胀时期

时间	社会经济环境	寿险产品的特点
1840~1945 年	产业革命和经济增长，1929 年大危机。	低保费、免体检的简易寿险大发展，直到 20 世纪 40 年代，受到 1929 年危机的影响，但相对于银行业、证券业来说冲击较小。
1945~1960 年	第二次世界大战后经济繁荣，人口寿命延长。	低保费，团体年金大发展。
1979~1986 年	石油危机导致的高通胀，市场利率高达 12%~20%，通过 ERISA 法案，人口老龄化。	变额寿险、万能寿险等浮动利率、投资型保单发展较快，个人年金快速增长。普通寿险中终身寿险减少，定期寿险增加。
1987 年至今	1987 年股灾，人口老龄化，1990 年以来的稳定增长。	变额寿险、万能寿险的比重下降，终身寿险的地位恢复，年金继续显著增长。

资料来源：《保险产品创新》、国信证券经济研究所整理

表 2: 中国寿险产品由传统险向分红、万能过渡

时间	社会经济环境	寿险产品的特点
1982~1996 年	80 年代银行利率处于较高水平，80 年代末利率大幅度提高。	传统寿险为主，寿险定价利率多次调整。80 年代预定利率基本上为 6%~7.5%，到 80 年代末个人产品预定利率调整到 8.8%。
1996~1997 年	《保险法》实施，加强产品备案管理，颁布了第一张生命表，精算技术用于定价。	产品统一由总公司开发。适用于个人营销的寿险产品出现。团险中意外伤害保险竞争日趋激烈。储蓄型的团险产品出现。
1997~1999 年	利率逐步下调。保监会成立。	开发了大量预定利率为 5% 的利差返还产品。
1999~2001 年	保监会要求 1999 年 6 月 10 日以后出售的产品预订利率不能超过 2.5%。	传统寿险产品价格上涨，销售难度增加。各寿险公司纷纷推出分红、投资连结和万能等新型产品。
2001~2003 年	股市步入低迷。出现“退保风潮”。	投资连结险低迷，分红产品占据主流的趋势日渐明朗。
2003~2007 年	2005 年，股改启动，股市步入牛市行情。	投资连结险缓慢恢复。万能险占比提高。
2008~2010 年	股市下跌，低利率环境，执行新会计准则。	分红险占比上升。

资料来源：《保险产品创新》、国信证券经济研究所整理

刘易斯拐点下代理人增员难？

代理人增员难是现实

截至 2010 年底，我国共有寿险代理人 288 万人，较上年底增长 11.7%。其中中国人寿、平安寿险、太保寿险分别增长-9.1%、8.8%、10.2%，增速均较前 3 年明显下降，其代理人队伍规模分别为 71 万人、45 万人、28 万人。从季度环比数据看，每年 1 季度增员压力最大，2、3、4 季度逐渐好转。

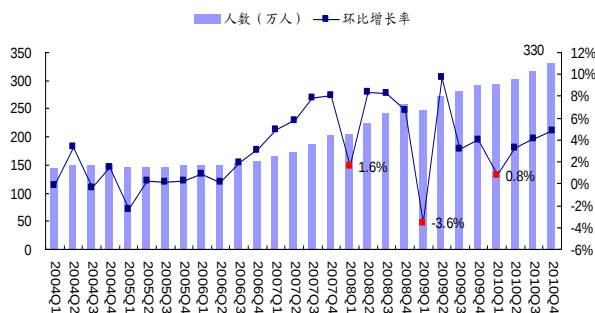
表 3: 中国保险增员速度下降

	保险行业	寿险行业	中国人寿	平安寿险	太保寿险
代理人队伍（万人）					
2001	105	-	-	27	-
2002	129	-	-	22	-
2003	144	-	-	19	-
2004	150	-	67	20	-
2005	147	-	64	20	-
2006	156	-	65	21	18
2007	202	177	64	30	20
2008	256	225	72	36	23
2009	291	258	78	42	25
2010	330	288	71	45	28

增长率					
2002	22.8%	-	-	-16.3%	-
2003	11.2%	-	-	-16.2%	-
2004	4.3%	-	-	6.4%	-
2005	-1.9%	-	-4.2%	0.1%	-
2006	6.1%	-	1.6%	2.6%	-
2007	29.3%	-	-1.8%	46.9%	13.7%
2008	27.1%	27.4%	12.2%	17.9%	13.2%
2009	13.5%	14.4%	8.5%	17.1%	12.2%
2010	13.5%	11.7%	-9.1%	8.8%	10.2%

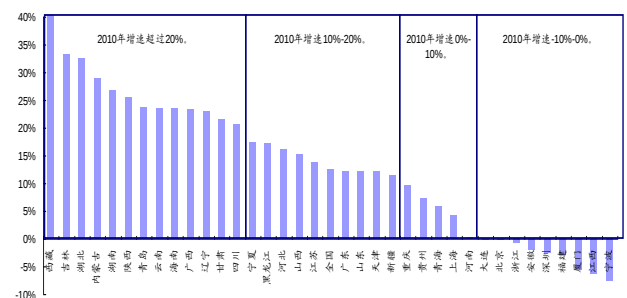
资料来源：保监会、公司年报、国信证券经济研究所整理

图 7：中国 1 季度保险增员压力最大



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

图 8：中国东部区域寿险增员压力大于中西部



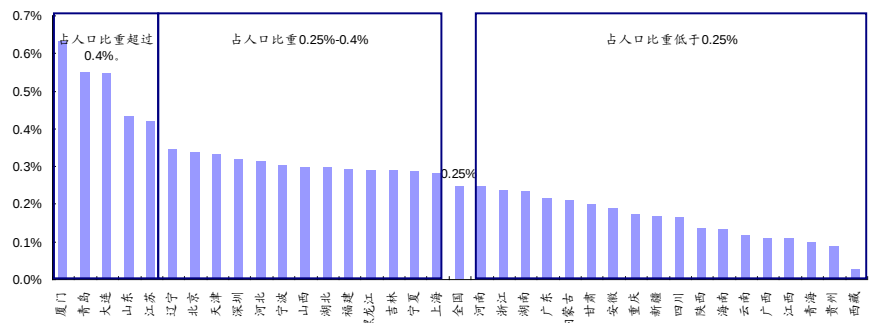
资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

中西部增员潜力大

虽然整体增长较慢，但我国中西部大部分区域 2010 年寿险代理人仍获得 20% 以上的增长，包括西藏、湖北、内蒙古、湖南、陕西、云南、广西、甘肃、四川等省份。东部区域获得 20% 以上增速的仅有吉林、海南、辽宁等三个省份，而上海、北京、深圳等核心城市均增长缓慢，甚至负增长。

从增员潜力看，全国代理人占总人口比重平均仅为 0.25%。山东、江苏等保险大省占比超过 0.4%，而西藏、贵州、青海、江西、广西、云南等省份增员潜力最大。

图 9：中国东部寿险增员潜力小于中西部



资料来源：保监会、国信证券经济研究所整理

核心因素是：代理人收入没有增长

08-10 年我国寿险代理人人均佣金收入分别为 2.0 万元、2.0 万元、1.7 万元，不但

没有增长，还略有下降。其中人均年保费基本维持稳定，受产品结构的影响，寿险佣金率略有下滑。在整个社会生活成本和平均收入水平明显提升的情况下，保险代理人面临生存压力，职业吸引力下降。

表 4：中国寿险代理人收入增长缓慢

指标	2007	2008	2009	2010
寿险代理人（万人）	176.7	225.2	257.7	287.9
人身险保费（亿元）	2596.2	2681.1	3250.6	3587.5
寿险佣金（亿元）	395.2	405.7	484.2	471.48
佣金率（=佣金/总保费）	15.22%	15.13%	14.90%	13.14%
寿险代理人人均年保费（元）	-	133,432	134,646	131,514
寿险代理人人均年收入（元）	-	20,192	20,057	17,284

资料来源：保监会、国信证券经济研究所整理

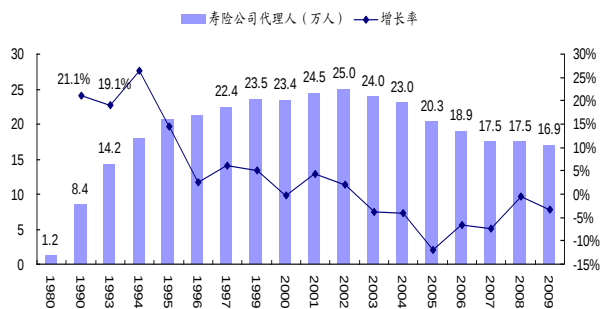
台湾的解决之道：逐步过渡到员工制

直属代理人 2003 年步入负增长。台湾寿险公司直属代理人在 80-90 年代迅速增长，1980 年全行业仅为 1.2 万人，到 1990 年为 8.4 万人，2000 年为 23.4 万人，这 20 年间增长了 18.5 倍。但 2003 年开始步入负增长，截至 2009 年已降至 16.9 万人，而同期经纪商、代理商、银保渠道的人力从低基数实现迅速扩张。

代理人逐步过渡到员工制。随着 80-90 年代人海扩张战略的结束，台湾寿险公司开始强调选人的精准性和提升产能。大致可分为三种类型：

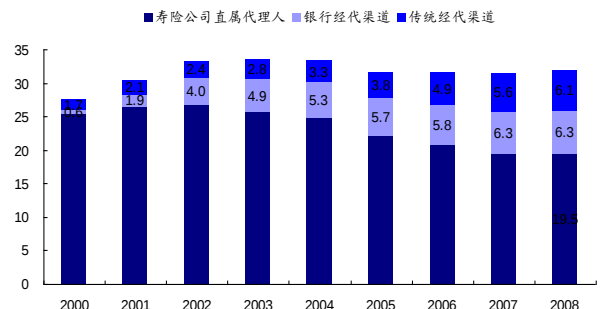
- 一是，双合约制。如国泰人寿、新光人寿、保诚人寿，与新进业务员只签订承揽合同（相当于代理合同），待业务员晋升业务主管后再签署雇佣合同。
- 二是，精英制。如瑞泰人寿，对新进业务员进行严格筛选，并签署雇佣合同，业务员享有雇佣人员的福利待遇。
- 三是，单一代理制。如台湾人寿，在代理合同中加入和雇员等同的福利。

图 10：台湾寿险公司直属代理人 2003 年开始负增长



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

图 11：台湾银保和传统代理渠道人力 2000 年后快速增长



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

表 5：台湾寿险公司代理人逐步向员工制过渡

公司	合约制	说明
国泰	双合约	业务员拿承揽合约，主管拿承揽及雇佣合约
新光	双合约	业务员拿承揽合约，主管拿承揽及雇佣合约
保诚	双合约	业务员拿承揽合约，主管拿承揽及雇佣合约
瑞泰	双合约	业务员和主管均拿承揽合约和雇佣合约
台湾人寿	单一合约	只有承揽合约

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

中国对策：提高产能是目前可预见的发展方向

中国暂时难以实行雇员制。日本业务员执行的是雇员制，韩国是代理人制，而台湾处于从代理人制向雇员制过渡的过程之中。对于中国来说，目前寿险公司尚无能力承担转制带来的成本，只能渐进改革。目前保险公司在基本法中一般会提供部分福利待遇，如平安对转正后代理人提供意外残疾、意外身故、意外伤害医疗、住院医疗等福利保障；而对主任及以上人员、司龄 10 年及以上人员上季度 FYC 达到一定水平后提供养老公积金或基本养老补贴。

精细化管理和提高产能是可预见的发展方向。根据公司年报中披露的数据，我们估算 2010 年国寿、平安、太保寿险业务员月人均佣金收入分别为 2177 元、2625 元、1412 元，平安寿险业务员通过较高的人均 FYP 获得了较高收入。另外，平安通过交叉销售额外贡献收入 10%-20%。交叉销售不但能提高业务员的收入，也可以提高公司的投入产出比。按照人均 FYP/人均佣金收入衡量，平安单位佣金获得的新单保费收入为最高。

增员压力将加速产业整合。2008 年以来，寿险行业在代理人增速、银保和个险分渠道保费增速、分区域市场保费增速方面体现了较大的公司差异，人均产能差距也日益扩大。这有利于寿险行业的资源整合和公司定位。从个险新单来看，平安的市场份额持续提升。**展望未来竞争格局：超大城市将通过交叉销售，吸引素质较高的代理人形成理财规划师队伍，满足客户资产配置需求；大型城市将通过精准定位，依靠产能提升效率；中小城市和乡镇仍可挖掘人海战术的潜力。**

表 6：平安高人均产能带来高人均收入

	中国人寿	中国平安	中国太保
人均 FYP (元/月)			
2008	4,843	5,074	2,651
2009	3,870	5,990	2,695
2010	3,581	7,407	2,828
人均佣金收入 (元/月)			
2008	2,060	1,830	1,159
2009	1,704	2,375	1,358
2010	2,177	2,625	1,412
人均 FYP/人均佣金收入			
2008	2.35	2.77	2.29
2009	2.27	2.52	1.99
2010	1.64	2.82	2.00

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

表 7：平安个险新单市场份额持续提升

	国寿	平安	太保	行业
个险新单保费 (亿元)				
2007	328.7	151.3	71.2	735.6
2008	393.4	200.3	67.8	892.2
2009	346.6	277.8	77.6	979.6
2010	317.4	381.6	89.9	1175.8
市场份额				
2007	44.7%	20.6%	9.7%	100.0%
2008	44.1%	22.4%	7.6%	100.0%
2009	35.4%	28.4%	7.9%	100.0%
2010	27.0%	32.5%	7.6%	100.0%

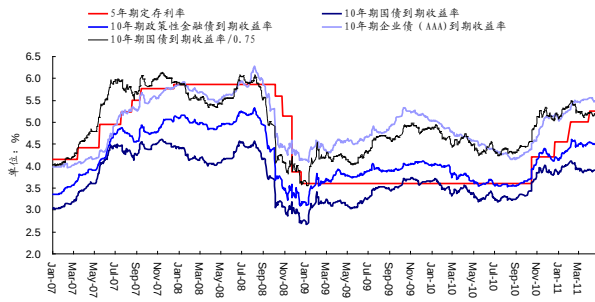
资料来源：公司数据、国信证券经济研究所整理

保险受益于加息周期与结算利率下调？

保险长期受益于加息周期

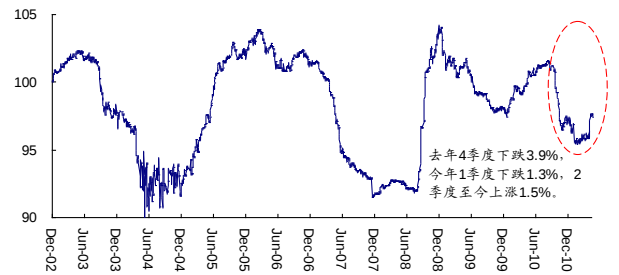
去年4季度以来共加息4次，5年期存款利率提升165bp至5.25%。加息所带来的好处是：随着债券利息收益率的提高，固定收益回报率区间的上移。坏处是短期债市下跌导致存量债券浮亏。我们目前看到的只是坏处在会计上的一次性体现，而息率提高所带来的好处将逐季体现，并维持较长周期。

图 12：息率提高所带来的好处将从2季度开始逐季体现



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

图 13：中证10债净价指数因加息已明显下跌



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

万能险最坏时期正在过去

万能险是利率最敏感型产品。因债券去年4季度下跌3.9%，今年1季度下跌1.3%，同时利息回报率提升具有时滞性，浮盈无法支撑结算利率继续走高，导致国寿、平安、太保结算利率目前明显低于3-5年期存款利率。但这个因素正在起变化。由于市场对加息预期充分，今年2次加息对债券走势没有明显影响，债市浮亏影响已基本消化，同时息率提高的好处有望逐步表现出来。预计万能险最坏时期正在过去。分红险因为1年公布一次分红情况，对债市下跌反应滞后，影响略小。

估值处于历史低位，维持“推荐”评级。

行业整体估值低，维持“推荐”评级

国寿、平安、太保目前股价隐含的2011年新业务倍数分别为8.5倍、7.2倍、8.7倍（接近08年4季度底部），对应的每股一年新业务价值增长率10.1%、15.3%、15.0%。从市盈率角度来看，2011年平均16.8倍，低于未来5年保守预计净利润20%的复合增长率。即使估值维持当前水平，保险股也有望获得年均20%的收益率，持续周期可达5-10年（参见3月4日专题报告《即使从市盈率角度亦显著低估》），维持行业“推荐”评级。

表 8：行业整体估值低

名称	股价	EPS				P/E				BPS		P/B
		2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	10	10	
中国人寿	19.1	1.16	1.19	1.31	1.59	16.4	16.1	14.6	12.1	7.4	2.6	
中国平安	48.3	1.89	2.26	2.74	3.47	25.5	21.3	17.6	13.9	14.7	3.3	
中国太保	21.9	0.87	1.00	1.20	1.46	25.2	22.0	18.2	15.0	9.3	2.3	
平均值	-	-	-	-	-	22.4	19.8	16.8	13.7	-	2.7	
		NBEV		EV		NBM		P/EV		BPS	P/B	

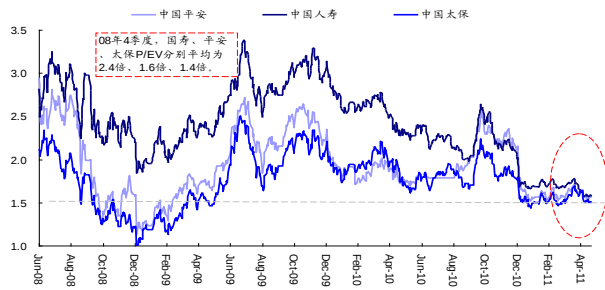
名称	股价	10	11E	10	11E	10	11E	10	11E	11E	11E
中国人寿	19.1	0.70	0.77	10.5	12.6	12.2	8.5	1.8	1.5	8.4	2.3
中国平安	48.3	2.03	2.26	26.1	31.9	10.9	7.2	1.8	1.5	18.6	2.6
中国太保	21.9	0.70	0.80	12.8	14.8	13.0	8.7	1.7	1.5	10.4	2.1
平均值	-	-	-	-	-	12.0	8.2	1.8	1.5	-	2.3

资料来源：公司数据、WIND、国信证券经济研究所整理

目前估值接近历史最低位

金融危机最艰难的 08 年 4 季度，国寿、平安、太保 08 年动态 P/EV 平均值分别为 2.4 倍、1.6 倍、1.4 倍，股价隐含的 08 年动态新业务倍数分别为 23.6 倍、8.1 倍、7.1 倍。目前国寿估值水平处于历史最低点，而平安和太保估值水平已接近 08 年底部。

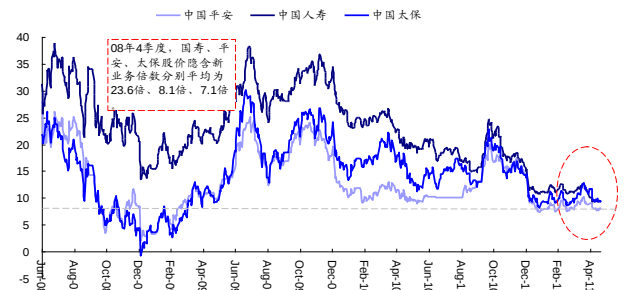
图 14: P/EV: 接近 08 年底部



注：以日收盘价/当年末每股 EV 计算

资料来源：公司数据、WIND、国信证券经济研究所整理

图 15: 股价隐含新业务乘数：接近 08 年底部



注：(以日收盘价-当年末每股 EV)/当年每股 NBEV 计算

资料来源：公司数据、WIND、国信证券经济研究所整理

推荐中国平安：综合优势正在显现

A.估值最低的保险股。目前股价隐含的 2011 年新业务倍数 8.1 倍，而合理新业务倍数是 24 倍，对应估值 90 元/股。

B.保险+银行+投资三大支柱走向均衡，2011 年业绩增长确定性高。假设深发展完成并表，我们预计 2011 年银行业务将贡献净利润 21.6%。而产险将继续受益于保费超越市场增长和综合成本率基本稳定，信托受益于银根紧缩，证券投行维持中小企业 IPO 的领先优势。预计全年非寿险业务净利润占比 57.2%。

C.集中的后援中心、交叉销售、新渠道优势正在发挥，领先优势将越来越明显。集中的后援中心是公司持续竞争优势，是新渠道的摇篮和客户细分的基础，有望通过提高效率让利客户，获得市场地位的稳步提升。

D.市场关心的问题正逐步消化。面对限售股解禁压力，公司管理层表达了协调意愿。除香港定增外，年内无股权融资计划。深发展整合获批，进展顺利。

表 9: 平安非寿险业务净利润贡献已占半壁江山

单位：百万	2009	2010	2011E	2012E
净利润				
寿险	10,374	8,417	9,691	13,088
产险	675	3,865	4,795	5,629
银行	1,080	2,882	4,889	6,111
证券	1,072	1,594	1,753	1,929
总部	-188	-120	-144	-173
其他	1,469	1,300	1,524	1,677
合计	14,482	17,938	22,652	28,433

净利润构成

寿险	71.6%	46.9%	42.8%	46.0%
产险	4.7%	21.5%	21.2%	19.8%
银行	7.5%	16.1%	21.6%	21.5%
证券	7.4%	8.9%	7.7%	6.8%
总部	-1.3%	-0.7%	-0.6%	-0.6%
其他	10.1%	7.2%	6.7%	5.9%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所测算

表 10：平安合理新业务倍数 24 倍

11%贴现率下 NBM	未来 5 年一年新业务价值复合增长率										
永续增长率	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	
1%	13.4	14.5	15.7	17.0	18.3	19.7	21.3	22.9	24.6	26.5	
2%	14.5	15.7	17.0	18.4	19.8	21.4	23.1	24.9	26.8	28.8	
3%	15.8	17.2	18.6	20.1	21.8	23.5	25.4	27.3	29.5	31.7	
4%	17.6	19.1	20.7	22.4	24.2	26.2	28.3	30.5	32.9	35.4	
5%	19.9	21.6	23.4	25.4	27.5	29.8	32.2	34.8	37.5	40.4	
6%	23.1	25.1	27.3	29.6	32.1	34.8	37.7	40.7	43.9	47.4	

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所测算

表 11：平安 2011 年估值 90 元/股

单位：百万/元	2009	2010	2011E	2012E
寿险 EV	100,703	119,831	148,707	186,891
寿险 NBEV	11,805	15,507	17,880	21,402
寿险评估价值（24 倍新业务倍数）	378,231	484,391	569,056	690,048
产险估值(2 倍 PB)	18,359	34,720	44,261	55,464
银行估值(1.5 倍 PB)	19,655	35,945	47,314	56,480
证券估值(2 倍 PB)	8,553	11,342	14,381	17,724
总部及其他估值（1 倍 PB）	34,276	27,275	38,117	34,190
合计评估价值	459,075	593,672	713,130	853,906
每股寿险 EV	13.7	15.7	18.8	23.6
每股寿险 NBEV	1.6	2.0	2.3	2.7
每股寿险评估价值	51.5	63.4	71.9	87.2
每股产险估值	2.5	4.5	5.6	7.0
每股银行估值	2.7	4.7	6.0	7.1
每股证券估值	1.2	1.5	1.8	2.2
每股总部及其他估值	4.7	3.6	4.8	4.3
合计每股评估价值	62.5	77.7	90.1	107.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

表 12：平安小非减持进展较慢，管理层表达协调意愿

单位：百万	总数	201012		201103		2011 年仍需减持股数
		减持股数	剩余持股数	减持股数	剩余持股数	
新豪时	390	65	324	5.1	319	112
景傲	331	53	278	4.3	274	95
江南实业	139	0	139	0.0	139	42
合计	860	118	741	9.4	732	249

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
		罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
		邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
欧阳仕华		高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李扬之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	