

证券研究报告—动态报告/行业快评

保险

保险行业重大事件点评(快评)

推荐

(维持评级)

2011年7月7日

估值超低，加息将成催化剂

证券分析师：邵子钦 0755-82130468 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 0755-82130513 tongcd@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120043

事项：

中国人民银行决定，自2011年7月7日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调0.25个百分点，由现行的3.25%提高到3.5%；一年期贷款基准利率上调0.25个百分点，由现行的6.31%提高到6.56%。三年期和五年期存款利率调整为5.0%和5.5%。

评论：

■ 在估值超低的情况下，加息有望成为催化剂。

尽管此次加息完全符合市场预期，对债券息率提升空间有限。但在保险行业严重低估的情况下，加息仍然有望再度成为股价催化剂。

低估是最大的推荐理由。人寿、平安、太保目前股价隐含的2011年新业务倍数分别为8.4倍、7.5倍、9.6倍，对应的每股一年新业务价值增长率10%、15%、15%。即使从市盈率角度来看，2011年平均16.4倍，远低于未来5年保守预计利润20%的复合增长率。

在5.2%-5.5%的长期投资回报率假设下，2011年中国人寿、中国平安、中国太保估值为25.8元/股、84.4元/股、35.4元/股，维持中国平安“推荐”、中国人寿和中国太保“谨慎推荐”投资评级。

■ 保险受益于温和的加息周期，下半年会体现更明显。

投资受益于加息周期。主要源自负债久期长，资产久期短。资产需要持续再投资，才能与负债久期相匹配。由于保险资金80%左右配置在固定收益类资产，当利率进入上升周期，投资回报率提升增加公司价值；反之，利率进入下降周期，投资回报率下降拉低公司价值。

利润受益于温和加息。主要源于温和加息，可以让保险公司在内含价值提升的同时，会计利润受损最小，甚至有所提升。

A. 因保险行业30%-60%的债券计入交易类和可供出售类金融资产，加息会导致债市下跌，浮亏增加，温和加息产生的浮亏对净利润和净资产的影响相对较小。

B. 因加息有利于提升传统险准备金计提标准——国债收益率750日均线，从而减少传统险准备金当期计提额，增加会计利润。

C. 温和加息的前提是经济向好，因此加息对经济和股市影响相对较小，权益回报向下空间有限。

上半年已体现较多负面因素，下半年将逐步好转。一季度债市下跌对投资有冲击，从最近两次加息来看，因基本符合市场预期，对债市影响轻微。我们认为，货币政策调控已进入观察期，超预期政策出台的可能性较小。而息率正在随着时间的推移而缓慢上移。另外，即使债市平稳，计提准备金的基准 750 日均线也会逐步上移，预计在第四季度对会计利润产生正面影响。

■ 我们维持长期投资回报率 5.2%-5.5%的假设。

此次加息符合我们“进入加息周期”的预期，维持长期投资回报率 5.2%-5.5%的假设。我们在去年 10 月 20 日央行第一次宣布加息时认为：“基于中国经济进入加息周期的判断，此次加息将对保险资金长期投资回报率构成持续性影响。长期投资回报率假设提升至 5.2%-5.5%”。

■ 风险因素：

万能险结算利率和分红险分红收益率面临上调压力。加息后 5 年期定期存款利率已高于人寿、平安、太保 6 月份的万能险结算利率，短期结算利率面临上调压力。尽管分红收益率没有公开数据，但同样面临上调压力。但从最敏感的银保数据来看，压力正在逐步减轻。长期来看，结算利率体现的是分成后的平滑投资收益，从历史平均数据看，与 3-5 年期存款利率接近，并不妨碍净利差略有扩大，投资受益于加息周期的结论。我们预计万能险结算利率和分红险分红收益率将有计划有步骤地小步上移。

表 1：加息前后利率变化

	本来加息前利率	加息后利率（%）					利率调整（基点）					
		Oct-10	Dec-10	Feb-11	Apr-11	Jul-11	Oct-10	Dec-10	Feb-11	Apr-11	Jul-11	合计
一、存款												
(一)活期存款	0.36	0.36	0.36	0.40	0.50	0.50	0	0	4	10	0	14
(二)定期存款												
三个月	1.71	1.91	2.25	2.60	2.85	3.10	20	34	35	25	25	139
半年	1.98	2.20	2.50	2.80	3.05	3.30	22	30	30	25	25	132
一年	2.25	2.50	2.75	3.00	3.25	3.50	25	25	25	25	25	125
二年	2.79	3.25	3.55	3.90	4.15	4.40	46	30	35	25	25	161
三年	3.33	3.85	4.15	4.50	4.75	5.00	52	30	35	25	25	167
五年	3.60	4.20	4.55	5.00	5.25	5.50	60	35	45	25	25	190
二、各项贷款												
六个月	4.86	5.10	5.35	5.60	5.85	6.10	24	25	25	25	25	124
一年	5.31	5.56	5.81	6.06	6.31	6.56	25	25	25	25	25	125
一至三年	5.40	5.60	5.85	6.10	6.40	6.65	20	25	25	30	25	125
三至五年	5.76	5.96	6.22	6.45	6.65	6.90	20	26	23	20	25	114
五年以上	5.94	6.14	6.40	6.60	6.80	7.05	20	26	20	20	25	111

资料来源：央行、国信证券经济研究所整理

表 2: 保险资金长期投资收益率测算

类别	长期收益率假设	资产配置						收益率					
		情景 0	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5	情景 0	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5
现金及等价物	2.1%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
定期存款	4.2%	30%	25%	20%	15%	10%	5%	1.3%	1.0%	0.8%	0.6%	0.4%	0.2%
国债	3.7%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
政策性金融债	4.1%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
企业债	5.0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
股票及股票型基金	8.0%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
未上市企业股权	10.0%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
不动产	8.0%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%
基础设施债权计划	6.0%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
合计	-	100%	100%	100%	100%	100%	100%	4.8%	5.0%	5.2%	5.3%	5.5%	5.7%

资料来源: 国信证券经济研究所整理

表 3: 绝对估值

单位: 百万/元	2011 年			2012 年		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
贴现率假设	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
长期投资回报率假设	5.5%	5.5%	5.2%	5.5%	5.5%	5.2%
未来 5 年 NBEV CAGR	10.0%	15.0%	15.0%	10.0%	15.0%	15.0%
5 年后永续增长率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
新业务乘数 (倍)	17	21	21	17	21	21
每股寿险一年新业务价值	0.77	2.25	0.85	0.85	2.70	0.98
每股寿险内含价值	12.6	18.3	9.8	15.3	23.3	12.0
每股寿险评估价值	25.8	65.4	27.6	29.9	79.8	32.4
每股非寿险业务价值	0.0	19.0	7.8	0.0	21.2	8.8
每股价值	25.8	84.4	35.4	29.9	101.0	41.2
每股价值/股价	35.7%	72.3%	56.3%	56.9%	106.1%	81.9%
投资评级	谨慎推荐	推荐	谨慎推荐	谨慎推荐	推荐	谨慎推荐

注: 非寿险业务中, 产险按 2 倍 PB 估值, 银行、证券按 1.5 倍 PB 估值, 集团及其他业务按 1 倍 PB 估值

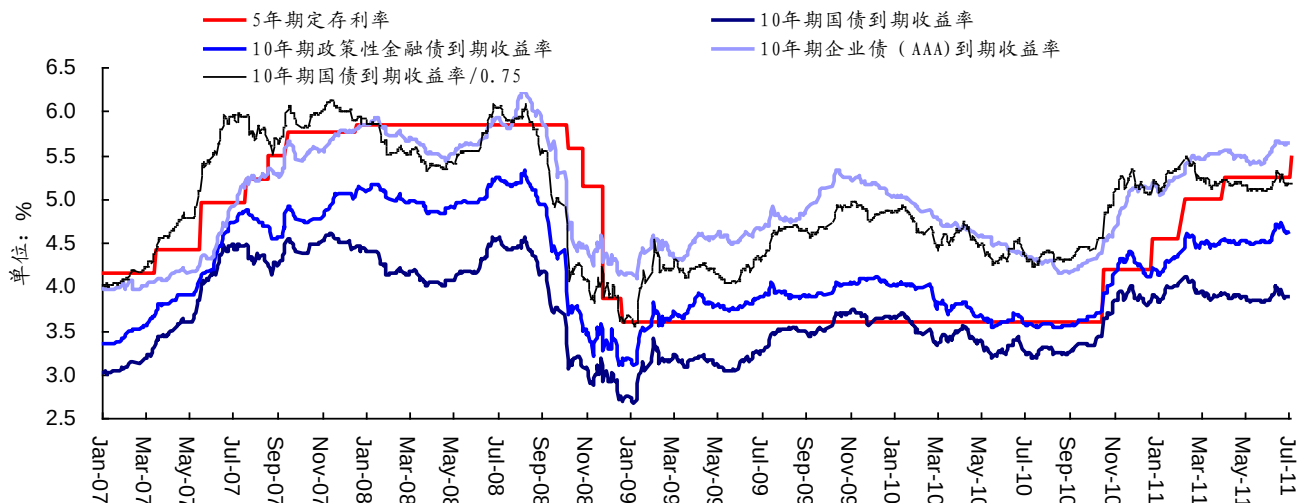
资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所整理

表 4: 相对估值

单位: 元/倍	股价	EPS				P/E				BPS		P/B	投资评级
		2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	10A	10A		
601628 中国人	19.0	1.16	1.19	1.35	1.72	16.4	16.0	14.1	11.0	7.4	2.6	2.6	谨慎推荐
601318 中国平	49.0	1.89	2.26	2.86	3.63	25.9	21.6	17.1	13.5	14.7	3.3	3.3	推荐
601601 中国太	22.7	0.87	1.00	1.27	1.53	26.1	22.8	17.9	14.8	9.3	2.4	2.4	谨慎推荐
- 平均值	-	-	-	-	-	22.8	20.1	16.4	13.1	-	2.8	-	-
单位: 元/倍	股价	NBEV		EV		NBM		P/EV		BPS		P/B	投资评级
		10A	11E	10A	11E	10A	11E	10A	11E	11E	11E		
601628 中国人	19.0	0.70	0.77	10.5	12.6	12.1	8.4	1.8	1.5	8.4	2.3	2.3	谨慎推荐
601318 中国平	49.0	2.03	2.25	26.1	32.1	11.3	7.5	1.9	1.5	18.7	2.6	2.6	推荐
601601 中国太	22.7	0.70	0.80	12.8	14.9	14.2	9.6	1.8	1.5	10.5	2.2	2.2	谨慎推荐
- 平均值	-	-	-	-	-	12.5	8.5	1.8	1.5	-	2.4	-	-

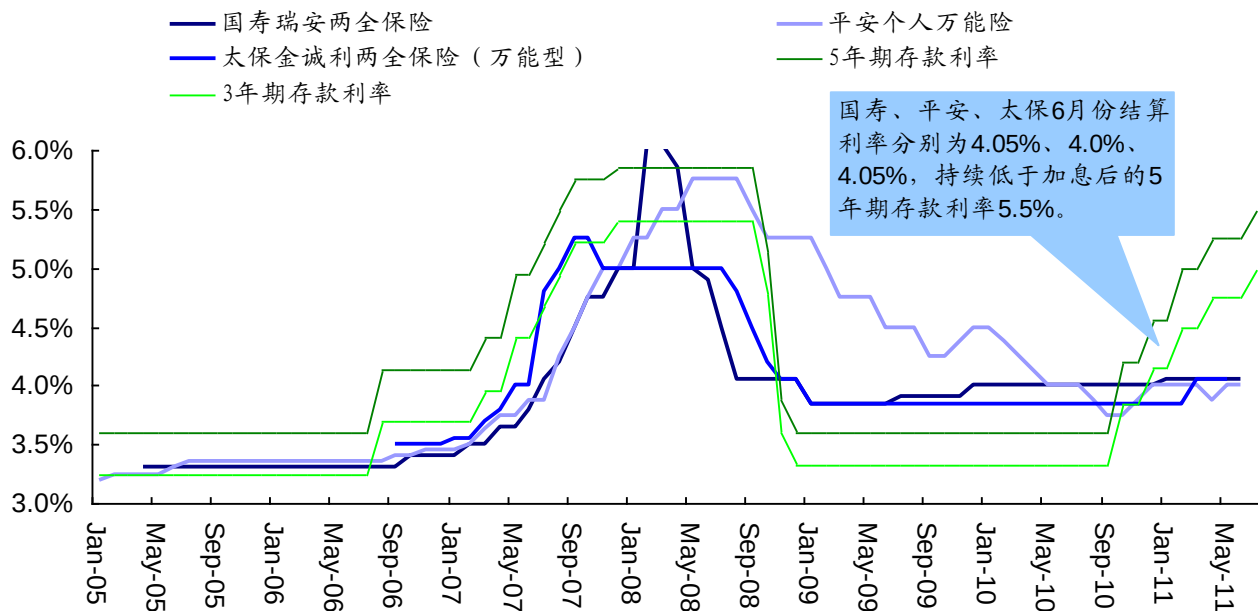
资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所整理

图 1：10 年期债券收益率走势



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

图 2：12 月份结算利率低于加息后的 5 年期存款利率



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

表 5：750 日移动平均国债收益率环比变化

	1 年期	2 年期	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期	15 年期	20 年期	30 年期
季度环比变化（基点）									
2010Q1	-4.4	-2.3	-0.4	1.6	2.2	3.1	5.0	5.0	4.3
2010Q2	-5.3	-5.8	-6.0	-6.1	-5.6	-4.7	-1.4	-0.5	-0.4
2010Q3	-9.2	-9.8	-10.5	-10.7	-10.6	-10.1	-7.8	-5.9	-6.8
2010Q4	-9.1	-9.2	-8.0	-6.6	-5.8	-6.0	-5.0	-5.1	-4.9
2011Q1	-3.1	-4.2	-3.9	-3.4	-2.4	-2.0	-1.3	-2.0	-2.0
2011Q2	-2.2	-3.3	-3.2	-3.3	-2.8	-2.5	-2.0	-1.7	-1.2
2011Q3	-0.7	-2.1	-3.6	-4.4	-3.7	-3.4	-4.4	-3.0	-1.6
2011Q4	10.7	10.5	9.5	8.0	7.8	7.0	5.4	5.5	6.9
2012Q1	18.7	16.8	14.3	9.5	8.1	6.1	3.3	3.9	5.4
2012Q2	19.2	17.2	13.3	8.5	6.7	5.7	1.9	2.5	4.5
2012Q3	17.5	15.9	10.0	6.1	5.0	3.8	1.0	2.8	4.8
2012Q4	15.6	12.7	7.6	3.8	2.4	1.8	0.4	1.9	3.5
半年度环比变化（基点）									
2010H1	-9.8	-8.0	-6.4	-4.5	-3.4	-1.6	3.5	4.5	4.0
2010H2	-18.3	-19.0	-18.5	-17.4	-16.5	-16.1	-12.8	-11.0	-11.7
2011H1	-5.3	-7.5	-7.1	-6.7	-5.1	-4.5	-3.3	-3.7	-3.1
2011H2	10.0	8.4	5.9	3.6	4.1	3.6	1.0	2.6	5.3
2012H1	38.0	34.0	27.6	18.0	14.8	11.8	5.2	6.4	9.9
2012H2	33.1	28.6	17.6	9.9	7.4	5.6	1.4	4.7	8.4
年度变化（基点）									
2010	-28.1	-27.0	-25.0	-21.9	-19.8	-17.7	-9.3	-6.6	-7.8
2011	4.8	0.9	-1.2	-3.1	-1.0	-0.9	-2.3	-1.2	2.2
2012	71.0	62.6	45.2	27.9	22.2	17.4	6.5	11.2	18.3

资料来源：WIND 资讯、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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

分析师承诺:

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，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

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。