



保险

2011.11.01

评级:

增持

上次评级:

增持

从“股债双杀”到“股债双击”

——保险 2011 年三季报综述及行业观点更新

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

本报告导读:

从综合投资收益和净资产指标来看,太保占优,其次为平安,国寿最差。不过,净资产受股债双杀和股债双击的影响是对称的,上升过程中弹性最大的是国寿,其次为平安,再次为太保。坚持三季末以来“股债双杀切换到股债双击”的逻辑,增持保险股,首推中国人寿。

摘要:

- **盈利已是过眼浮云。**剔除非经常性因素影响之后,三季度盈利增速:中国平安(18%)>中国太保(-30.6%)>中国人寿(-45.7%),前三季度盈利增速:中国平安(29.1%)>中国太保(24.3%)>中国人寿(-32.98%)。
- **净资产受股债双杀和股债双击的影响是对称的。**剔除分红、融资及非经常性因素后,三季度净资产变化:中国太保(-7.2%)>中国平安(-7.5%)>中国人寿(-10.6%)。在股债上涨的假设下,我们测算了各公司的净资产弹性,若股市上升10%、债市上升3%,中国人寿、中国平安、中国太保的净资产分别上升10.3%、6.7%和3.1%。
- **综合投资收益率与净资产的结果一致,投资决定净资产。**Q3新增浮亏:中国人寿(308.7亿)>中国平安(175.8亿)>中国太保(98.1亿);估计1-3Q综合投资收益率:中国太保(1%)>中国平安(0.7%)>中国人寿(0.5%)。投资结果与净资产的结果一致,投资业绩决定净资产表现。
- **偿付能力充足,还在回升中。**考虑次级债发行后,三季末国寿、平安和太保偿付能力估计分别为169.8%、175%和261.2%,随着股市和债市的回升,目前偿付能力应该更高。
- **估值仍处于历史低位。**目前三家保险公司2011年PE在15-20倍,PB在2.1-2.6倍,P/EV在1.3-1.6倍。当前盈利和净资产均是低点,随着盈利和净资产上升,估值水平会下降。从历史估值来看,最低估值水平出现在今年三季末,虽然股价经过近期的修复,估值有所提升,但仍处于历史低位,与08年的低水平接近,某些指标甚至略低。
- **增持保险股,首推中国人寿。**我们继续坚持10月份以来的“股债双杀切换到股债双击”的逻辑,净资产是同步指标,盈利甚至保费均是滞后指标,净资产底部已跨越,股债双击已启动,增持保险股。由于中国人寿的净资产弹性最大,从“股债双杀切换到股债双击”和“产险寿周期变化”的逻辑角度首选中国人寿。三公司虽有差异,但仍有较大的同质性,在股债双击的主逻辑下,中国太保和和中国平安也有明显的投资机会。

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

相关报告

保险:《保险公司偿付能力现状、趋势及资本补充》	2011.10.21
保险:《汇金增持,保险业股债双杀结束信号出现》	2011.10.11
保险:《车险周期:政策管用吗?》	2011.09.25
保险:《保监会发布“车险改革征求意见稿”》	2011.09.25
保险:《寿险继续低迷,股债双杀或近尾声》	2011.09.15

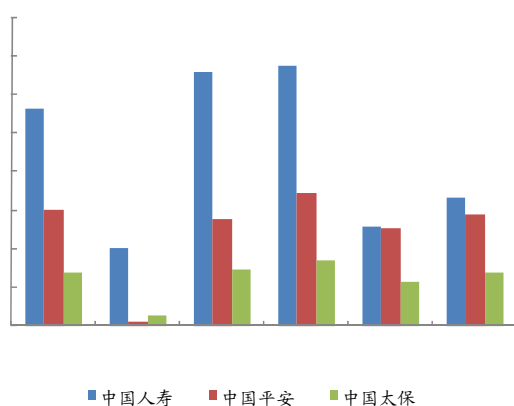
1. 盈利分析

Q1-3 盈利增速: 中国太保(43%)>中国平安(13.8%)>中国人寿(-32.98%);

需要剔除的非经常性项目: 上半年, 太保出售太平洋安泰股权获益 3.34 亿; 三季度, 平安并表深发展导致一次性会计处理产生的 19.52 亿投资损失, 太保处理金融学院土地使用权获益 5.87 亿。

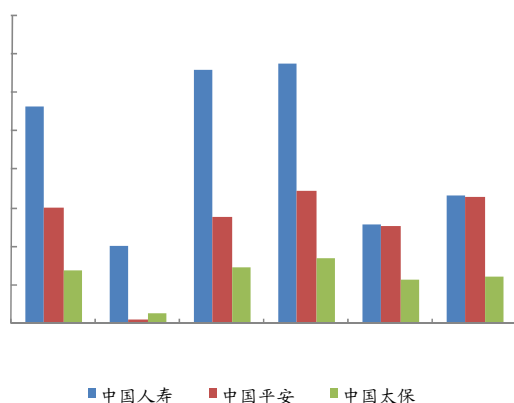
剔除非经常性项目后, Q1-3 盈利增速: 中国平安(29.1%)>中国太保(24.3%)>中国人寿(-32.98%); Q3 盈利增速: 中国平安(18%)>中国太保(-30.6%)>中国人寿(-45.7%)。

图 1: 盈利变动情况



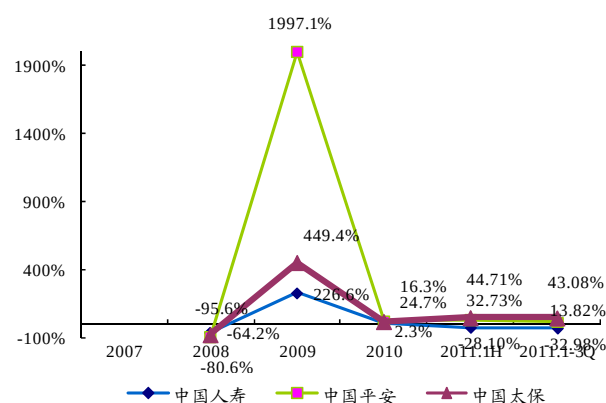
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 3: 扣除非经常项目后的盈利



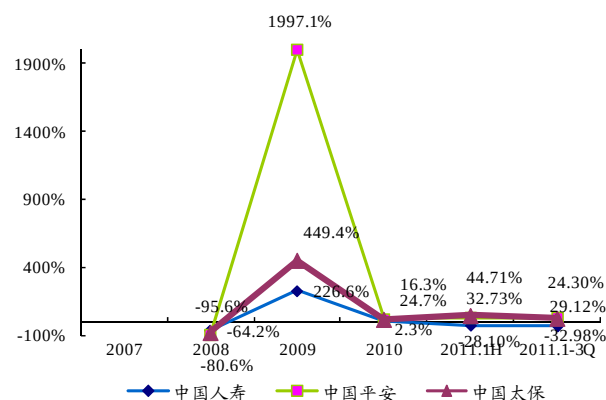
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 2: 太保盈利增长 43%, 国寿下降 32.98%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 4: 扣除非经常项目后的盈利增长



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

2. 净资产分析

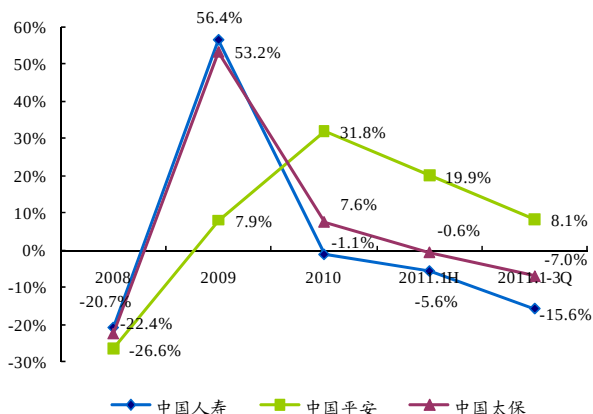
Q1-3 净资产增速: 中国平安(8.1%)>中国太保(-7%)>中国人寿(-15.6%); 剔除分红、融资及非经常性项目后, Q1-3 净资产增速: 中

国平安 (-0.7%) > 中国太保 (-4.3%) > 中国人寿 (-10.2%)。

Q3 净资产增速：中国太保 (-6.5%) > 中国平安 (-9.8%) > 中国人寿 (-10.6%)；剔除分红、融资及非经常性因素后，Q3 净资产增速：中国太保 (-7.2%) > 中国平安 (-7.5%) > 中国人寿 (-10.6%)。

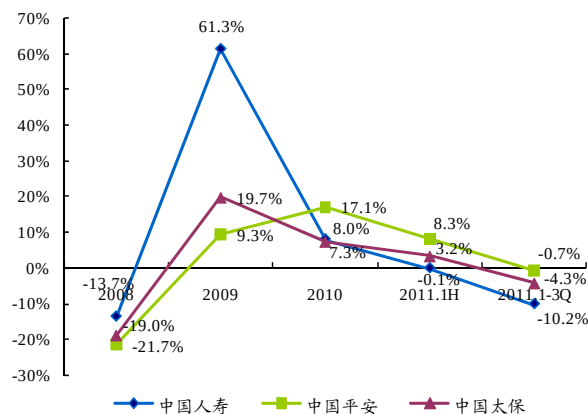
从三季度净资产表现来看，中国太保占优，其次为中国平安，中国人寿表现最差，验证了我们对净资产弹性的判断，即中国人寿对股债市场的弹性最大、其次为平安、再次为太保。当股债双杀变换为股债双击时，也是对称的，国寿净资产向上弹性最大。在考虑保户利益的基础上，我们对各保险公司的净资产弹性做了简要的测算，若股市上升 10%、债市上升 3%，中国人寿、中国平安、中国太保的净资产分别上升 10.3%、6.7% 和 3.1%。

图 5：净资产增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 6：正常经营活动导致的净资产变动(扣除分红、融资等因素的影响)



数据来源：公司公告，国泰君安证券，

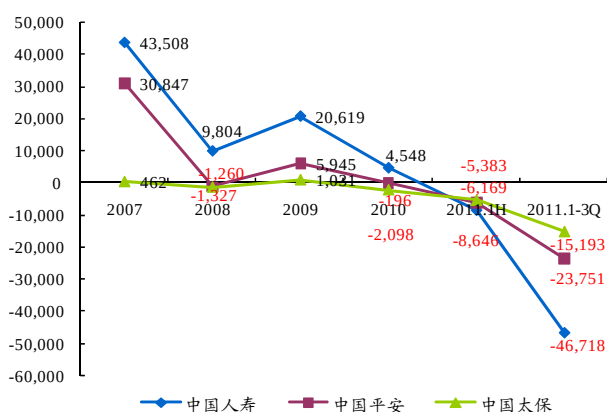
3. 投资收益

Q3 新增浮亏：中国人寿 (308.7 亿) > 中国平安 (175.8 亿) > 中国太保 (98.1 亿)；**累计浮亏：**中国人寿 (467.18 亿) > 中国平安 (237.15 亿) > 中国太保 (151.93 亿)。

总投资收益率（年化）：平安和太保没有公告投资收益率数据，我们估计国寿、平安和太保 1-3Q 总投资收益分别为 429.92 亿、220.38 亿、133.07 亿，总投资收益率（年化）分别为中国人寿 (4.1%) > 中国平安 (3.7%) = 中国太保 (3.7%)。我们对中国人寿的估算结果与其公布的数据一致 (4.14%)，估算误差应该很小。

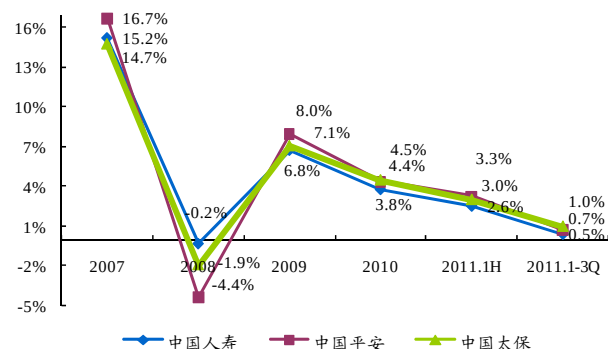
综合投资收益率（年化）：中国人寿、中国平安和中国太保综合投资收益率分别为 49.2 亿、44.56 亿和 34.97 亿，综合投资收益率分别为中国太保 (1%) > 中国平安 (0.7%) > 中国人寿 (0.5%)。

图 7: 累计浮亏



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 8: 综合投资收益率



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券,

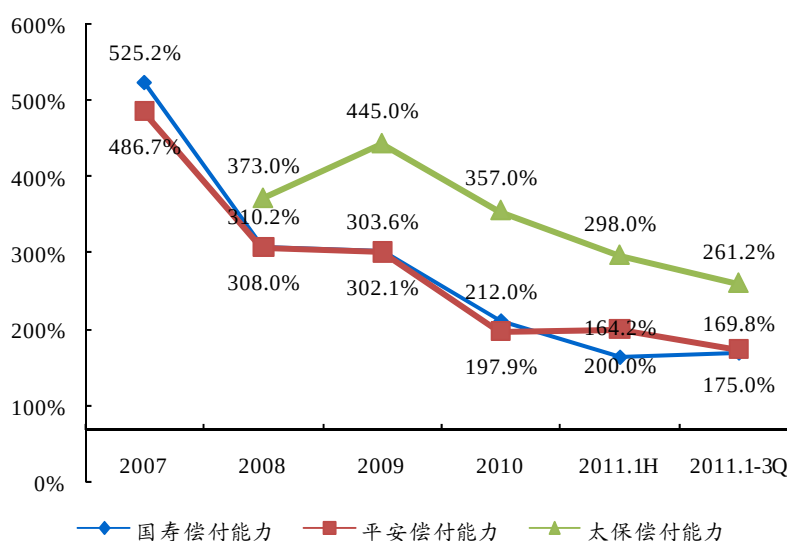
4. 偿付能力

我们估计, 考虑次级债发行后, 三季度末国寿、平安和太保偿付能力估计分别为 169.8%、175%和 261.2%。

三季度末以来, 债市已上涨近 3%, 股市也有近 5%的涨幅, 当前偿付能力高于三季度末。假设到年底股债市场能维持在三季度末的水平, 则随着盈利的积累, 2011 年底偿付能力还可适当上升。

即使市场在三季度末的基础上再下跌 15%, 即上证综指下跌至 2000 点附近, 债市在三季度末的基础上下跌 3% (实际上是已经涨了接近 3%), 中国太保的偿付能力仍超过 200%, 中国人寿下降到 130%, 中国平安集团虽然还略超 150%, 但寿险子公司将低于 150%。

图 9: 偿付能力充足率



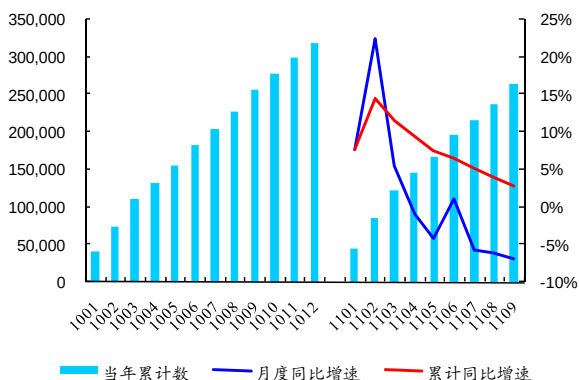
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

5. 保费分析

5.1. 寿险短期难好转

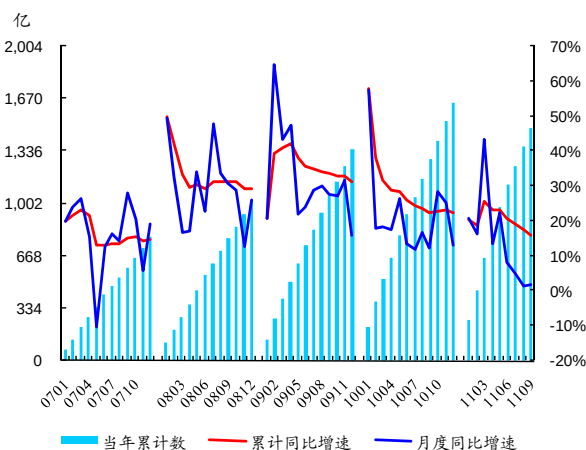
三季度以来寿险保费继续低迷。1-9 月，国寿、平安和太保分别实现保费收入 2642 亿、1486 亿（老口径）、745 亿，同比增速：平安（15.97%）> 太保（8.13%）> 国寿（2.84%）。

图 10：中国人寿保费



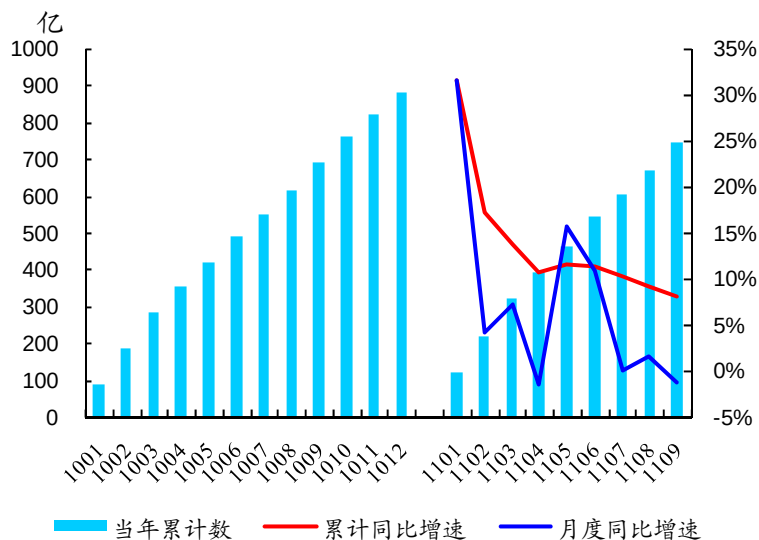
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 11：平安寿险保费



数据来源：公司公告，国泰君安证券，

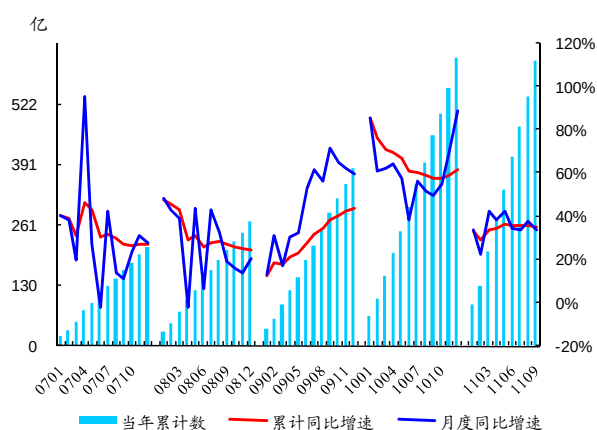
图 12：太保寿险保费



5.2. 产险与上半年持平

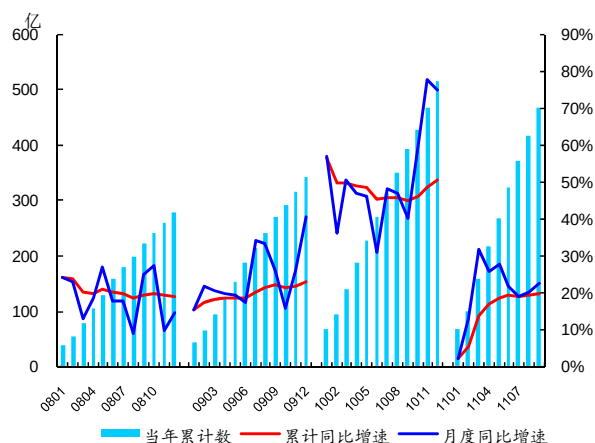
前三季度平安产险实现保费 615.86 亿元，同比增长 35.46%，与年中 35.89% 增速基本持平，产险保费收入中有 65.3% 来自交叉销售和电话销售，综合成本率 93%，较年中小幅增加 0.1%。太保前三季度产险保费收入 467.98 亿元，增长 19.46%，与上半年持平。

图 13: 平安产险保费



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 14: 太保产险保费



数据来源：公司公告，国泰君安证券，

6. 估值水平

目前三家保险公司 2011 年 PE 在 15-20 倍, PB 在 2.1-2.6 倍, P/EV 在 1.3-1.6 倍。由于当前的盈利和净资产均在低点, 随着基本面好转, 估值水平会下降。

历史的角度, 最低估值水平出现在今年三季末, 虽然股价经过近期的修复, 估值有所提升, 但仍处于历史低位, 与 2008 年的低水平接近, 某些指标甚至略低。

表 1: 当前估值水平

	中国人寿		中国平安		中国太保	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
2011 年 11 月 1 日						
每股内涵价值	10.55	10.65	26.29	30.11	12.80	14.10
每股新业务价值	0.70	0.75	2.03	2.31	0.71	0.83
每股收益	1.19	0.83	2.30	2.52	1.00	1.22
每股净资产	7.38	6.66	14.66	16.66	9.34	9.64
P/EV	1.62	1.61	1.49	1.30	1.59	1.44
隐含新业务价值倍数	9.34	8.65	2.65	1.18	3.48	1.29
市盈率	14.37	20.69	17.05	15.56	20.35	16.66
市净率	2.32	2.57	2.68	2.35	2.18	2.11

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 2: 历史估值水平：新业务价值倍数

	最高值	最低值	平均值	08 年最低点	当前值
中国人寿	155	5	38	19.60	7.41
(发生时间)	2007.10.29	2011.9.30		2008.12.2	2011.11.01
中国平安	127	1	25	3.49	3.23
(发生时间)	2007.10.24	2011.9.30		2008.10.27	2011.11.01
中国太保	104	0	18	2.49	5.49
(发生时间)	2007.12.27	2009.1.5		2008.12.25	2011.11.01

数据来源：国泰君安证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 3: 历史估值水平: P/EV

	最高值	最低值	平均值	08 年最低点	当前值
中国人寿	8.4	1.3	3.1	2.14	1.50
(发生时间)	2007.10.29	2011.9.30		2008.12.2	2011.11.01
中国平安	7.1	1.1	2.6	1.24	1.24
(发生时间)	2007.10.24	2011.9.30		2008.10.27	2011.11.01
中国太保	5.4	1.0	1.9	1.15	1.30
(发生时间)	2008.1.8	2009.1.5		2008.10.25	2011.11.01

数据来源: 国泰君安证券研究。说明: 内含价值估值适用于寿险, 在计算历史估值时, 其他业务价值均按 1 倍 PB 计算, 因此, 除了中国人寿外, 平安和太保在表 2 和表 3 中的估值水平不能直接与表 1 对比, 但可供参考, 因为差异不是很大。

7. 投资建议

主要观点:

“莫让浮亏遮望眼, 底部转眼已跨越”, 增持保险股。从“股债双杀切换到股债双击”和“产险寿周期变化”逻辑首选中国人寿, 各公司虽有差异, 但仍有较大的同质性, 中国太保和和中国平安也有明显的投资机会。

核心逻辑:

- 股债双杀切换到股债双击。保险公司三季末虽有较大浮亏, 但债市已上涨 3% 左右, 我们估计截至 10 月 28 日, 国寿、平安、太保归属股东的浮亏比例分别为 -10.8%、-10.2%、-14.1%, 股市只需反弹 12%-15% (反弹到 2640-2710 点) 便可消化浮亏。
- 净资产是同步指标, 净资产底部已跨越, 盈利甚至保费均是滞后指标。三季末就是保险公司净资产的底部, 债市和股市均已进入上升通道。
- 随着股价修复, 估值水平虽有提升, 但仍处于历史低位。
- 净资产弹性中国人寿最大。在考虑保户利益的基础上, 我们对各保险公司的净资产弹性做了进一步的测算, 若股市上升 10%、债市上升 3%, 国寿、平安、太保的净资产分别上升 10.3%、6.7% 和 3.1%。

本公司具有中国证监会核准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

	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。	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
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。	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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		