

方正证券研究所证券研究报告

保险行业

重大行业事件点评报告
2011.11.09 增持

保险 II 行业

分析师：周伟

执业证书编号：S1220511020001

TEL: 010-68584841

E-mail: zhouwei@foundersc.com

联系人：赵莎莎

TEL: 010-68584843

Email: zhaoshasha@foundersc.com

联系人：夏子衍

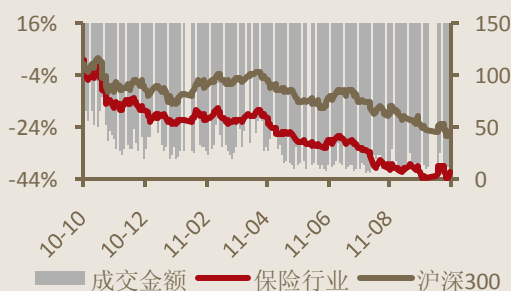
TEL: 010-68585869

Email: xiaziyan@foundersc.com

重要数据

上市公司总家数	3
总股本(亿股)	447.81
销售收入(亿元)	6225.29
利润总额(亿元)	496.98
行业平均 PE	26.63
平均股价(元)	22.75

行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：

10 月末，温家宝先指出要“适时适度进行预调微调”，接着正式放弃了“以抗通胀为首要目标”的提法；11 月初，胡锦涛对外表示“G20 的当务之急是保增长，在增长中求平衡”。政策转调的时间似乎比市场预计要早。我们观察到在险资两大运用阵地中：债市收益预期强劲反弹，股市表现绝地反攻，因此调整保险行业评级至“增持”，调整中国人寿(601628)评级至“增持”。(我们将中国人寿 2011, 2012 年 EPS 由 1.003, 1.218 元调至 1.077, 1.433 元)但依然维持寿险业景气度低迷的判断。

点评：

一、政策基本面预期改善

1. CPI 预计将下降至 5.5%以下

一方面 CPI 的下行趋势已经确定，负利率区间开始压缩。10 月农产品批发价格指数大幅下跌 3.9%，商务部公布的食用农产品价格亦连续三周下跌。我们预计 10 月的 CPI 同比增幅将下降至 5.5% 以下。

2. 资金面趋松，行业投资收益逐步上升

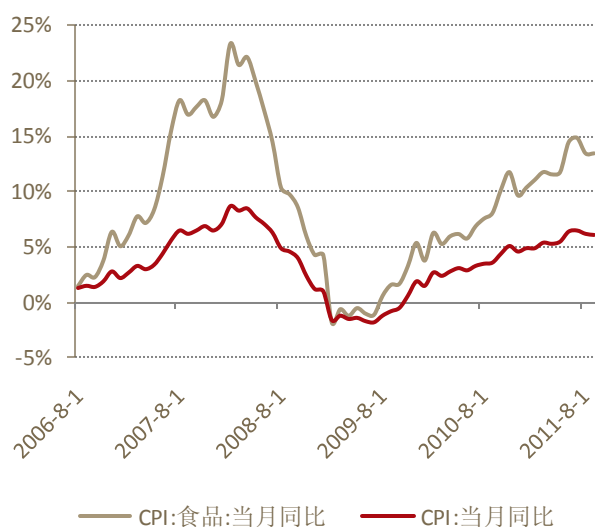
另一方面宏观货币政策趋松也已明确。温家宝在 10 月 29 日会议上正式放弃了“以抗通胀为首要目标”的提法，标志着政策着眼点已经转向保增长。另外 11 月 2 日，胡锦涛在接受法国《费加罗报》采访时表示，“G20 的当务之急是保增长，在增长中求平衡”。方正证券宏观组预计，未来一年内，M2 增速将会从当前低位恢复至 16%左右的正常水平。

截至 10 月 27 日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行 10 月新增贷款规模约为 1400 多亿元。从 10 月下旬四大行信贷投放情况看，10 月 21 日至 27 日 5 个工作日，新增信贷猛增 600 多亿元，信贷闸门突现松动迹象。在货币政策微调的背景下，四季度信贷投放可能比我们原先的想象相对宽松。资金面的向好和债券收益率的持续下滑，有利于保险行业投资收益率的上升。

图表 1 十月农产品价格指数大幅下滑

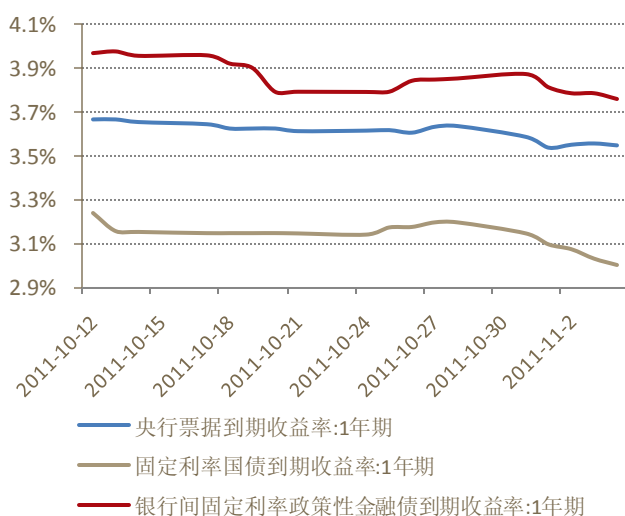


图表 2 CPI 见顶回落趋势已经确立

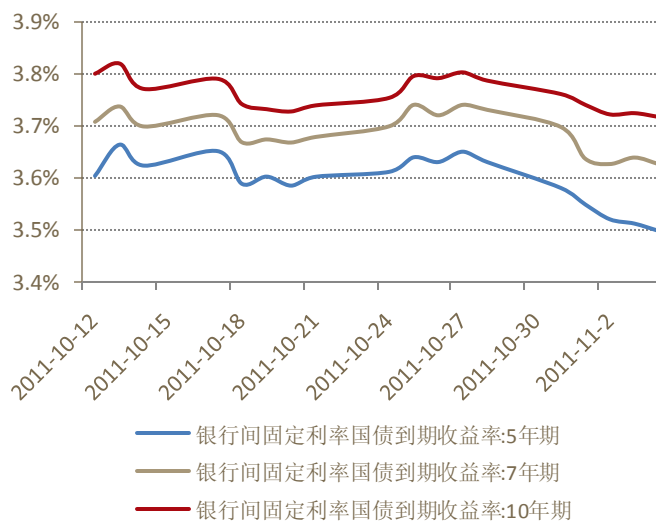


数据来源: BLOOMBERG 方正证券研究所

图表 3 短期债券收益率开始下滑



图表 4 长期债券收益率同样下滑



数据来源: WIND 方正证券研究所

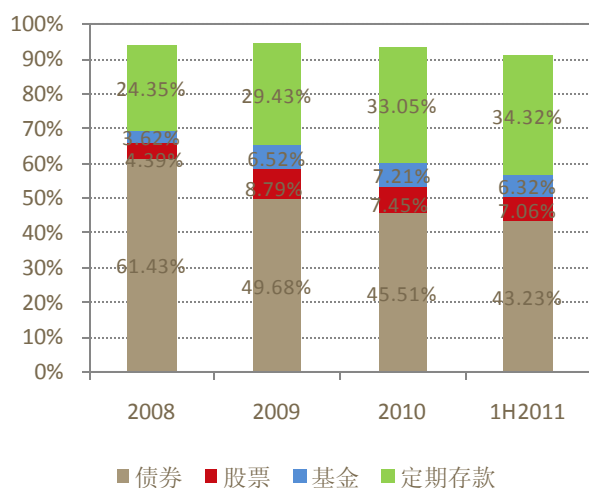
二、公开市场印证货币政策趋松

10月27日,央行在公开市场地量发行10亿元三月期央票,发行利率继续持平,而三年期央票在重启两周后再次暂停发行。另外11月1日,央行发行了100亿元1年期央票,值得注意的是,当日并未进行正回购操作。而此前三周,央行连续在公开市场通过发行7天、28天期正回购进行资金回笼。三年期央票的停发与正回购操作的暂停意味着货币政策逐步趋松的方向已经确定,货币政策面临拐点。

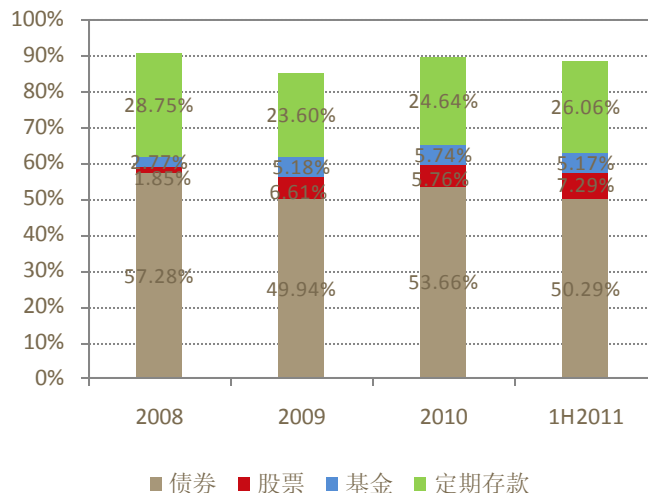
三、债市的反弹决定评级调整

保险行业作为高杠杆倍数的投资公司，其重点投资领域为：债市和股市，债市更是重中之重。从中国人寿和中国太保的投资占比中可以看出，债券在他们的投资配置中达到 50% 左右，因此伴随债市的回暖，整个行业的投资收益将得到改善，因此我们调整保险行业和中国人寿公司的评级至“增持”。

图表 5 中国人寿债券投资占比近 50%



图表 6 中国太保债券投资占比过半

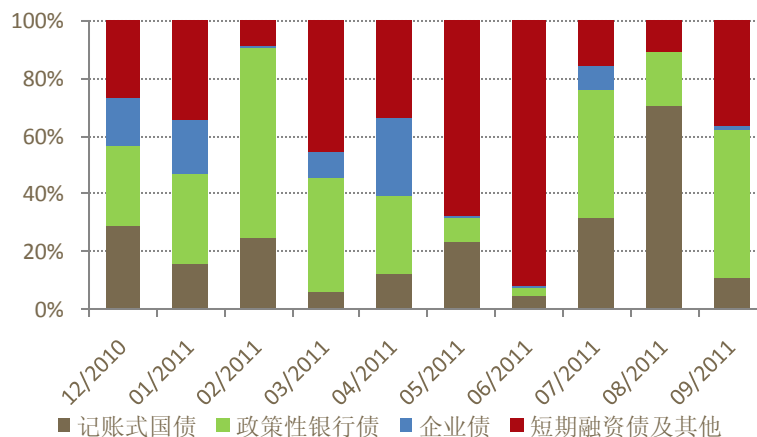


数据来源：WIND 方正证券研究所

四、不确定因素依然存在

1. 银保新规的发布，取消了销售人员银行驻点销售，行业营业收入受到较大影响。目前对银保渠道的限制，行业还未有效果明显的对策。
2. 寿险代理人队伍增长缓慢，人力成本上涨相应地增加了保险公司的薪资成本。
3. 尽管企业债行业投资占比相对较小，但企业债信用风险较大，不确定因素依然存在。

图表 7 行业企业债投资占比较小



数据来源：CEIC 方正证券研究所

图表 8 中国人寿调整评级后盈利预测

财务预测简表	日期	2011. 11. 08	股价	17. 70	
利润表（百万元）					
营业收入	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
	341, 074	342, 026	388, 791	445, 568	520, 787
已赚保费	294, 939	275, 077	318, 088	368, 982	431, 709
投资净收益	53, 339	62, 807	68, 280	73, 674	85, 904
其他	-7, 204	4, 142	2, 423	2, 912	3, 174
营业支出	333, 169	300, 164	347, 780	413, 510	471, 402
利润总额	7, 905	41, 862	41, 011	32, 057	49, 385
减：所得税	-2, 346	8, 709	7, 197	1, 603	8, 889
净利润	10, 251	33, 153	33, 814	30, 455	40, 496
资产负债表（百万元）					
股本	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
	28, 265	28, 265	28, 265	28, 265	28, 265
总资产	990, 164	1, 226, 257	1, 410, 579	1, 615, 113	1, 915, 524
投资资产	988, 956	1, 224, 805	1, 408, 892	1, 613, 021	1, 912, 993
其他资产	1, 208	1, 452	1, 687	2, 092	2, 531
总负债	854, 283	1, 013, 481	1, 200, 104	1, 410, 122	1, 678, 045
净资产	135, 881	212, 776	210, 475	204, 991	237, 479
评估价值（百万元）					
内含价值（EV）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
	240, 092	285, 229	298, 099	311, 275	369, 172
一年新业务价值（NBV）	13, 925	17, 713	19, 839	20, 732	23, 634
估值指标					
每股收益（EPS）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
	0. 363	1. 173	1. 196	1. 077	1. 433
每股净资产（BVPS）	4. 807	7. 528	7. 446	7. 252	8. 402
每股内含价值（EVPS）	8. 494	10. 091	10. 547	11. 013	13. 061
每股新业务价值（NBVPS）	0. 493	0. 627	0. 702	0. 733	0. 836
市盈率（P/E）	48. 80	15. 09	14. 80	16. 43	12. 35
市净率（P/B）	3. 68	2. 35	2. 38	2. 44	2. 11
股价/内含价值（P/EVPS）	2. 08	1. 75	1. 68	1. 61	1. 36

数据来源：公司年报 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com