

折现率预期反弹高度下降

增持维持

投资要点:

- 10月份至今保险股走势符合季度策略预期
- 三季末资产配置数据无超预期变化
- 债券收益率快速下行, 评估利率反弹高度下降

报告摘要:

- 保险股目前的走势正在逐步印证我们的预期。**如在10月10日《保险行业四季度策略: 攻守兼备》一文中的叙述: “我们认为四季度保险行业守攻兼备。守在于保险公司低景气运行已在盈利和估值上充分反映, 估值低并且有增长; 攻在于业绩对于股市的弹性, 股市最差的时候可能即将过去。”
- 三季末股票基金占比基本稳定。**据媒体援引保监会数据, 三季度保险行业证券投资基金和股票投资占比12.8%, 与年初相比下降1.7个百分点, 季度环比下降0.4个百分点, 保持基本稳定。固息类总量基本稳定, 其中银行存款占比32.7%; 债券占比46.2%。
- 债券收益率快速下行, 评估利率反弹高度下降。**由于通胀压力缓解, 微观经济运行风险显现, 央行通过公开市场净投放、信贷政策定向宽松等措施进行货币政策微调, 促成了债券收益率的快速下降。保险公司原本更偏好定期存款, 受影响不大。不过, 其准备金提取的基准评估利率预期中的反弹高度将有所降低。
- 寿险承保压力未见缓解。**中国人寿十月单月新准则下规模保费同比下降16%, 创今年新低。平安寿险和太保寿险的首年标准保费同比增速也分别在-8%和-5%左右。在低利差周期中, 保险公司承保业务难有超预期表现。
- 对于行业判断我们基本维持原来观点不变: 低利差已在估值和盈利中充分反映, 未来保险股将表现出对大盘的较高弹性。考虑到其目前的低估值和承保业务改善空间, 维持增持评级。

重点公司	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	评级	变动
中国人寿	1.16	1.20	1.05	1.57	1.82	增持	维持
中国平安	1.89	2.26	2.73	3.96	4.33	增持	维持
中国太保	0.95	1.00	1.23	1.62	2.07	增持	维持

非银行金融行业研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

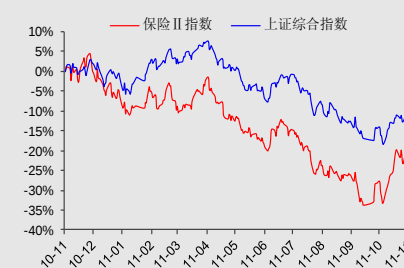
Email: huanglijun@hysec.com

邢波 (S1180511080004)

电话: 010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	3
总市值 (亿元)	6582
流通市值 (亿元)	6566
重点公司 (家)	3
重点公司占行业市值比重	100%

相关研究

保险行业四季度策略: 攻守兼备	10.10
中国平安: 计划外变化加深跌幅, 不改趋势	9.26
保险公司偿付能力充足率评估	9.2
保险月报: 寿险承保惯性下探	8.30
中国太保: 投资业绩领先同业	8.28
中国人寿: 新业务价值增长乏力	8.24
中国平安: 偿付能力压力凸显	8.18

目录

一、10 月份保险股走势回顾	4
二、投资环境分析	4
(一) 债券收益率快速下行	4
(二) 三季末股票基金投资占比环比稳定	6
(三) 万能险结算利率保持稳定	8
三、寿险承保压力未见缓解	8
(一) 寿险保费继续低速增长	8
(二) 财险保费继续保持快速增长	9
(三) 折现率反弹幅度回落	10
四、公司盈利预测与估值	11
(一) 中国人寿	11
(二) 中国平安	11
(三) 中国太保	12

插图

图 1: 保险股相对收益走势.....	4
图 2: CPI 见顶回落.....	5
图 3: 工业增加值增速持续下降显示经济回落趋势.....	5
图 4: 央行公开市场操作持续净投放资金 (亿)	5
图 5: 10 月份新增信贷超预期 (亿)	5
图 6: 2011 年 9 月以来债券收益率快速下降.....	6
图 7: 保险公司面临的债券收益率曲线下降 70 个 BP.....	6
图 8: 保险行业资产配置数据.....	7
图 9: 银行存款占比仍处上升通道.....	7
图 10: 保险公司债券托管量变动情况.....	7
图 11: 各大保险公司万能险结算利率基本保持稳定.....	8
图 12: 寿险行业保费同比增速 (2011 年数据不可比)	9
图 13: 国寿保费增长同比增速.....	9
图 14: 平安寿险保费同比增速.....	9
图 15: 太保寿险保费同比增速.....	9
图 16: 平安财险保费同比增速.....	10
图 17: 太保财险保费同比增速.....	10
图 18: 750 日移动平均的 15 年国债收益率.....	10
图 19: 中国人寿估值水平.....	11
图 20: 中国平安估值走势.....	12
图 21: 中国太保估值走势.....	12

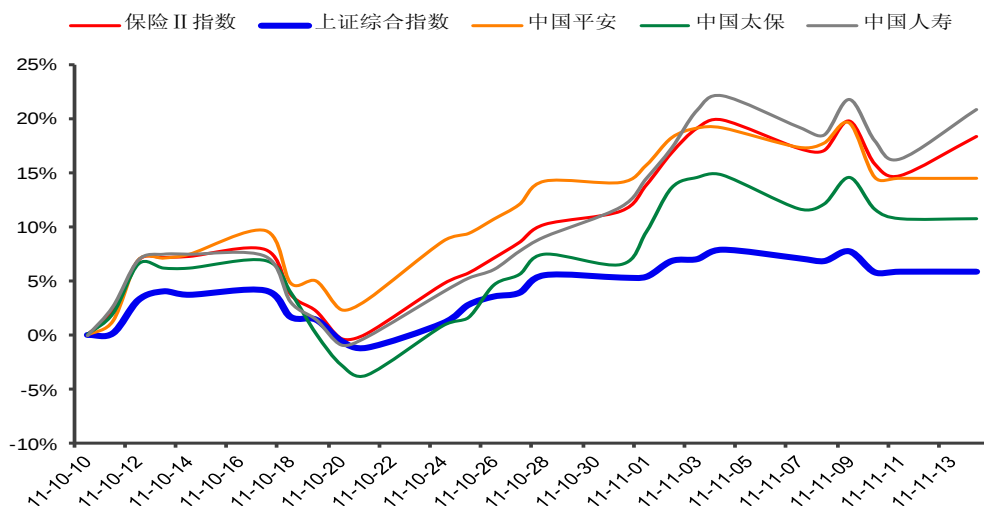
表格

表 1: 750 日移动平均国债收益率在 4 季度将见底回升.....	10
-------------------------------------	----

一、10 月份保险股走势回顾

10 月份至今，受益于大盘回暖，保险股取得 2011 年以来最好的阶段收益率。保险股指数绝对收益为 18.31%，保险股跑赢大盘 12.5 个百分点。其中，中国人寿、中国平安和中国太保的绝对收益率为 20.82%、14.48%、10.7%，相对收益率为 15%、14.48%、10.7%。国际上，国际经济形势并无明显好转，欧债危机将随希腊等国家还本付息情况不断反复。国内微观经济层面显示经济活跃度下降，货币政策微调、信贷定向宽松等政策底迹象提升市场做多情绪，促成了 10 月份以来的大盘上涨。保险股作为高弹性大盘影子股，取得较好收益率。引用我们在 10 月 10 日《保险行业四季度策略：攻守兼备》一文中的叙述：“我们认为四季度保险行业守攻兼备。守在于保险公司低景气运行已在盈利和估值上充分反映，估值低并且有增长；攻在于业绩对于股市的弹性，股市最差的时候可能即将过去，”保险股目前的走势正在逐步印证我们的预期。中国人寿取得较好相对收益率，我们认为主要基于以下原因：首先，中国人寿财务报表编制较为谨慎，中期业绩有所低估；其次，公司管理层换届后，市场对未来业绩改善有较高预期；并且由于中国人寿体量大、业绩稳健，股性活跃度历来低于中国太保，寻求安全边际的行情中公司获得投资者青睐。

图 1：保险股相对收益走势



资料来源：wind，宏源证券

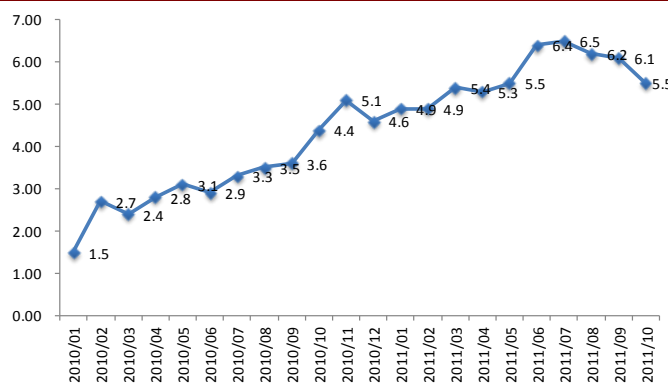
二、投资环境分析

（一）债券收益率快速下行

CPI 不断回落显示通胀治理成效明显，央行放松货币政策的后顾之忧逐步消退，并且随着小微型企业经营情况恶化，紧缩政策放松的必要性也在提升。货币政策层面，央行通过公开市场净投放资金、下调央行发行利率、放松信贷窗口指导等方式，来回应高层对政策预调、微调的表态。10 月份，新增信贷 5868 亿，超出市场预期。考虑到这次信贷数据的增长是由长期贷款特别是企业的中长期贷款驱动的，这说明本月的数据的确意味着信贷的放松而不是银行的表内外操作，这是长期流动性反转的一个重要的提示。在上述因素影

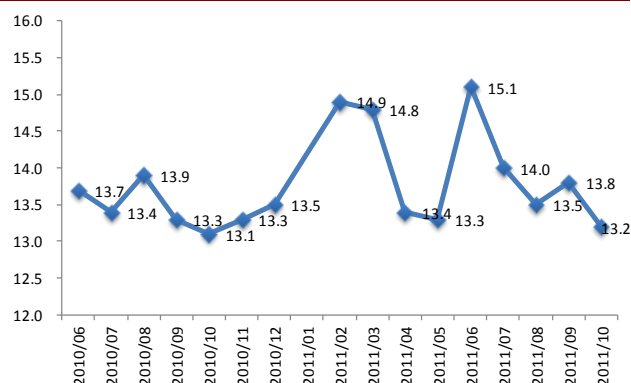
响下，从9月份开始，债券市场迎来牛市，债券收益率快速下行。

图 2: CPI 见顶回落



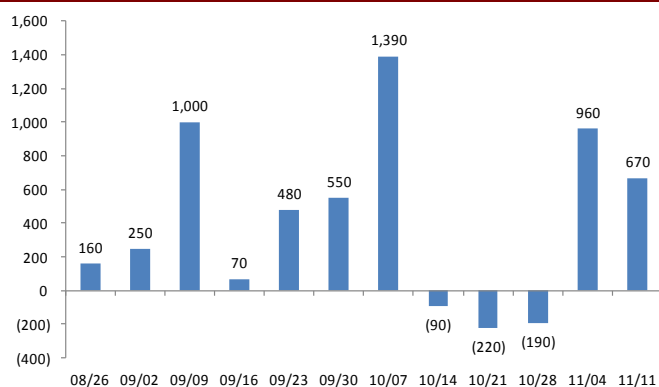
资料来源: CIRC, 宏源证券

图 3: 工业增加值增速持续下降显示经济回落趋势



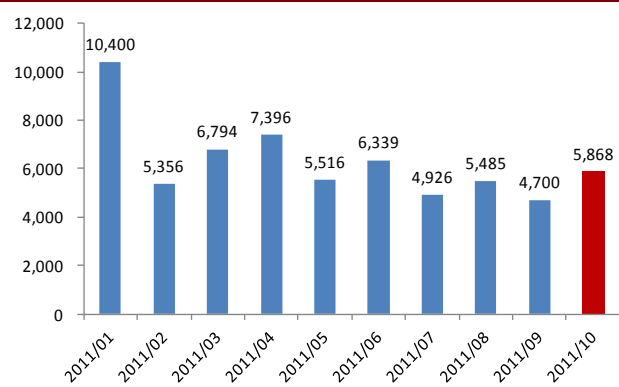
资料来源: CIRC, 宏源证券

图 4: 央行公开市场操作持续净投放资金 (亿)



资料来源: CIRC, 宏源证券

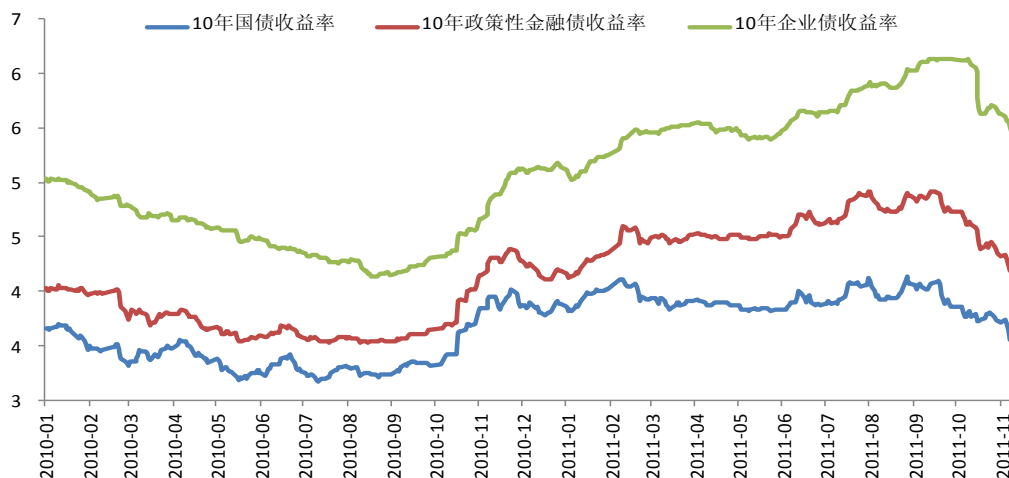
图 5: 10 月份新增信贷超预期 (亿)



资料来源: CIRC, 宏源证券

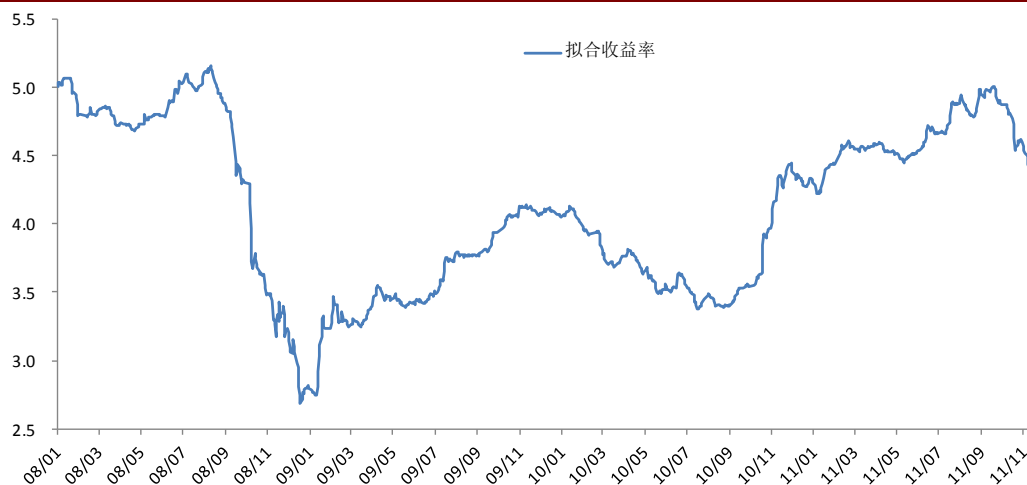
具体来看，截止 11 月 11 日，10 年期银行间固定利率国债、金融债、企业债到期收益率分别为 3.59%、4.21%和 5.46%，分别较 9 月初的高点下降 51.3、69.6、58.2 个 BP。从按照保险公司持债结构拟合的债券收益率来看，2011 年 11 月 11 日，此收益率为 4.3%，较 9 月份的 5%下降 70 个 BP。对于保险公司来讲，债券收益率原已较银行存款和大额协议存款缺乏吸引力，资金充裕推动的债券收益率下滑将导致保险公司主要债券种类持有量的继续下降。这种情况对保险公司来讲并非坏事，保险公司新增债券配置寥寥无几，债券收益率下降、价格提升反而有利于其交易盘获利。从另一角度讲，政策面放松促使股市回暖，保险公司权益收益率也将有所上升。

图 6：2011 年 9 月以来债券收益率快速下降



资料来源：Chinabond，宏源证券

图 7：保险公司面临的债券收益率曲线下降 70 个 BP



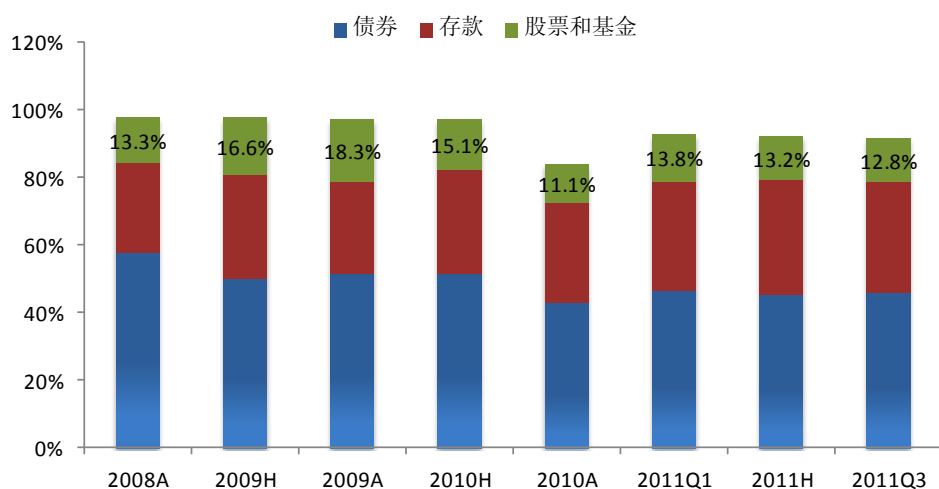
资料来源：wind，宏源证券

（二）三季度末股票基金投资占比环比稳定

据媒体披露，按照保监会的保险资产配置数据，截至 9 月末，保险公司资金运用余额 5.3 万亿元，较年初增长 11.8%。其中，银行存款占比 32.7%，较年初上升 2.8 个百分点；债券占比 46.2%，下降 3.1 个百分点；证券投资基金和股票投资占比 12.8%，下降 1.7 个百分点。1—9 月份，保险公司实现资金运用收益 1353.8 亿元，平均收益率 2.7%。

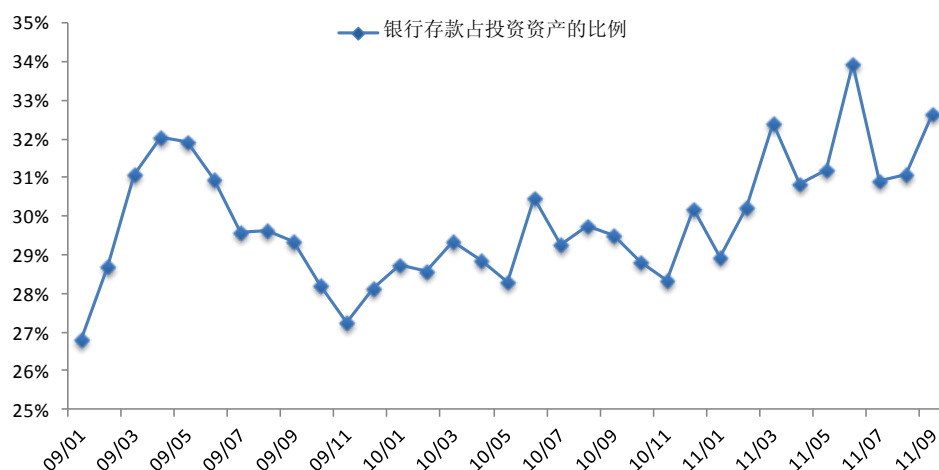
三季度保险资产配置呈现以下特征：首先，由于承保环境不利，保险公司规模保费增长乏力，经营现金流规模减少；此外，股票市场下跌使保险公司资产缩水，导致 3 季度保险资产出现环比负增长。其次，权益投资基本保持稳定，我们认为其略微下降并未使保险公司主动减仓。再次，由于保险公司大规模发行次级债等因素，债券规模在下降通道中略有反弹，存款占比较 6 月高点略有下降。

图 8: 保险行业资产配置数据



资料来源: 公开媒体整理, 宏源证券

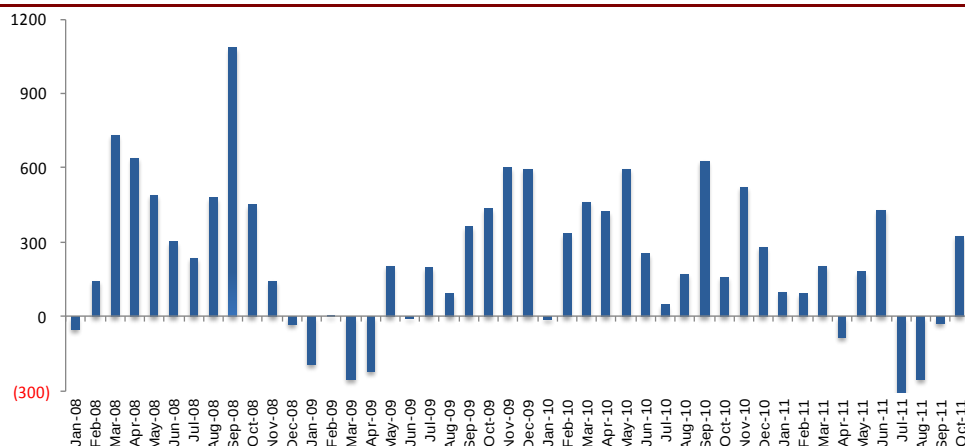
图 9: 银行存款占比仍处上升通道



资料来源: CIRC, 宏源证券

9 月末, 保险公司新增债券托管量 326 亿, 其中, 国债、政策性金融债、企业债、短融、中票、商业银行债的增减变化分别为 -78 亿、-109 亿、151 亿、-7 亿、28 亿和 350 亿。

图 10: 保险公司债券托管量变动情况



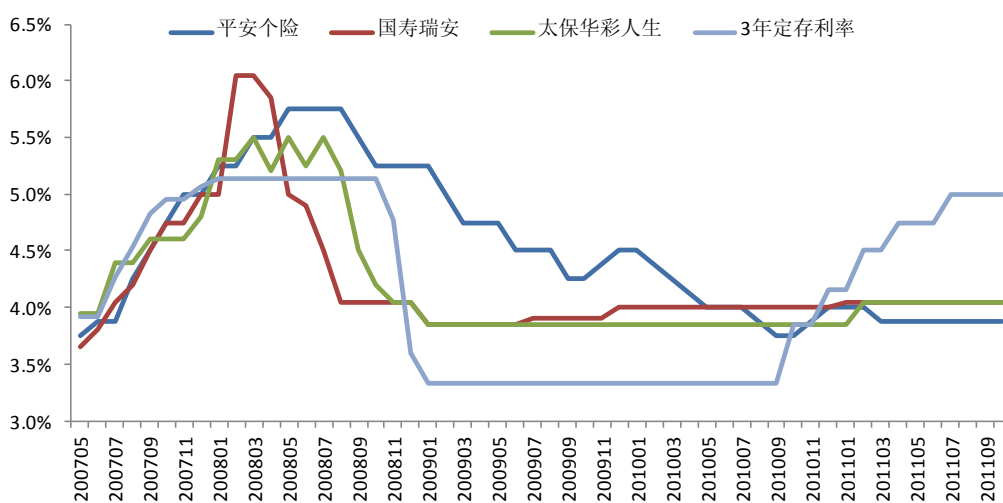
资料来源: Chinabond, 宏源证券

(三) 万能险结算利率保持稳定

10 月份, 主流寿险公司的万能险结算利率均未变动。平安人寿、中国人寿、太保人寿、新华人寿和泰康人寿的万能险结算利率分别为 3.88%、4.05%、4.05%、4%、4.2%。

一般来讲, 万能险结算利率一般以 3 年或 5 年银行存款利率为参照, 然而此次加息周期中万能险结算利率并未跟随银行存款利率上调显示了保险公司投资收益的困境。保险公司投资收益率相对银行存款吸引力不足在一定程度上导致保险公司退保率上升。

图 11: 各大保险公司万能险结算利率基本保持稳定



资料来源: 公司网站, 宏源证券

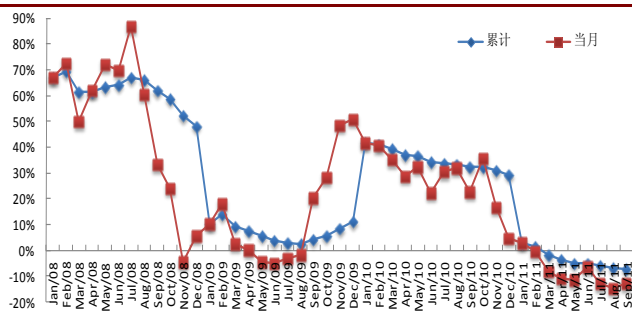
三、寿险承保压力未见缓解

(一) 寿险保费继续低速增长

新会计准则下, 1-10 月份中国人寿累计实现保费收入 2821 亿, 同比增长 1%, 10 月单月保费收入 179 亿, 同比增长-16%。1-10 月平安寿险累计保费收入 1016.5 亿, 同比增长 31%, 单月寿险保费收入 77 亿。1-10 月太保寿险实现新准则下保费收入 815 亿, 同比增长 7%, 单月保费收入 70 亿, 同比持平。

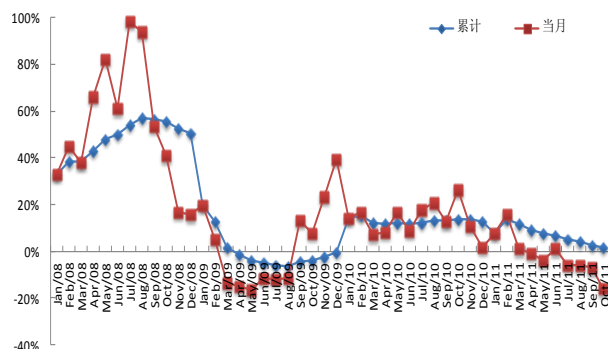
从趋势来看, 中国人寿保费增速持续下降, 10 月单月负增长 16%创出今年新低。平安寿险新准则下保费同比大幅增长的参考价值不大, 根据我们草根调研, 10 月份累计同比增速也在下降, 首年标准保费同比增速在-8%上下。太保 10 月份数据尚未开出, 但是其前 9 月的首年标准保费同比增速也在-5%上下。

图 12: 寿险行业保费同比增速 (2011 年数据不可比)



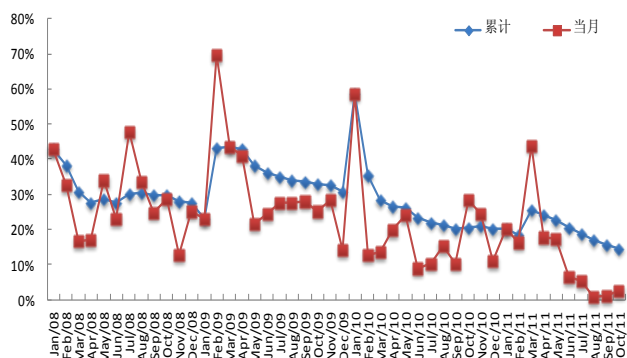
资料来源: CIRC, 宏源证券

图 13: 国寿保费增长同比增速



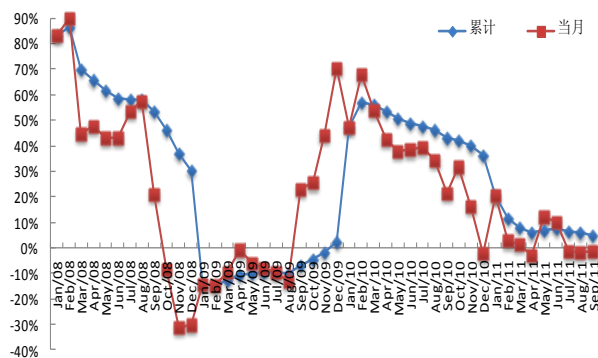
资料来源: CIRC, 宏源证券

图 14: 平安寿险保费同比增速



资料来源: CIRC, 宏源证券

图 15: 太保寿险保费同比增速

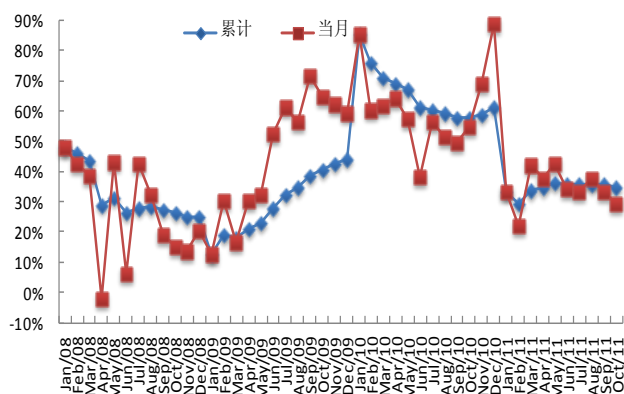


资料来源: CIRC, 宏源证券

(二) 财险保费继续保持快速增长

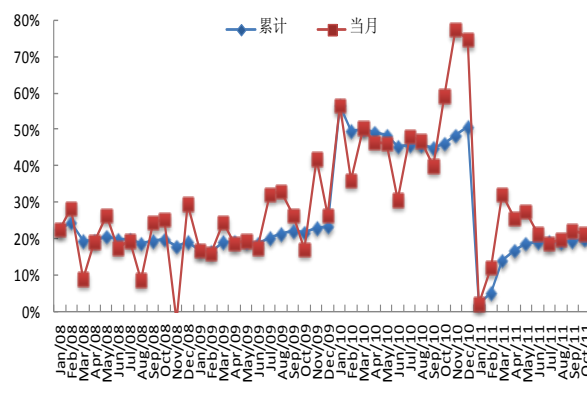
10 月份, 财险保费继续保持快速增长。1-10 月份, 中国平安财险实现保费收入 677 亿, 同比增长 36%, 中国太保财险实现保费收入 510 亿, 同比增长 20%。其中, 10 月单月, 平安财险实现保费收入 61.08 亿, 同比增长 29%; 太保财险实现保费收入 43 亿, 同比增长 21%。新型营销渠道的推广带来了财险保费的快速增长以较好的综合赔付率, 财险行业盈利能力大幅提高, 中国太保和中国平安两家上市公司在较大程度上受益于财险业绩的支持。

图 16: 平安财险保费同比增速



资料来源: CIRC, 宏源证券

图 17: 太保财险保费同比增速

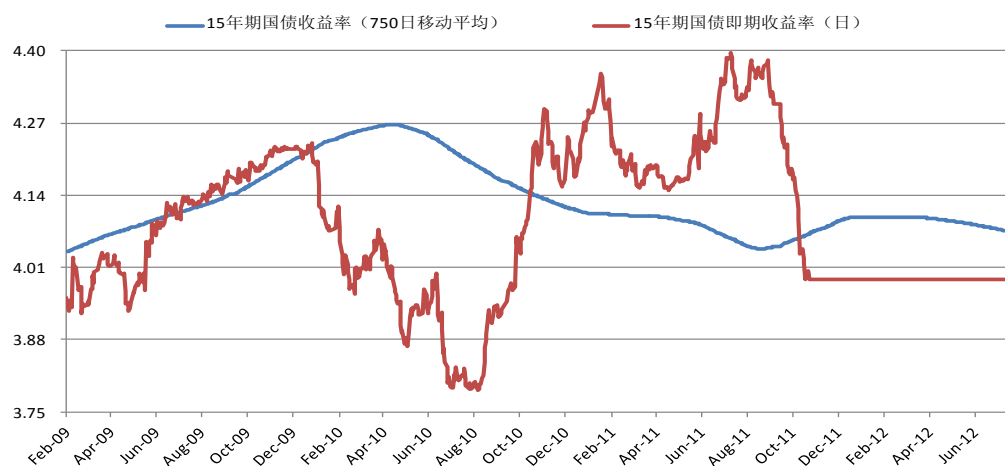


资料来源: CIRC, 宏源证券

(三) 折现率反弹幅度回落

假设目前各期限国债收益率将保持不变(11月16日),按照750天移动平均的国债即期收益率确定的基准评估利率,四季度之后基准评估利率将逐步回升。这意味着2011年上市保险公司年报将受益于评估利率提升带来的准备金释放。如图14所示,由于15年期国债收益率快速下降,3年移动平均的国债收益率反弹高度较前期预测有所下降。

图 18: 750 日移动平均的 15 年国债收益率



资料来源: chinabond, 宏源证券

表 1: 750 日移动平均国债收益率在 4 季度将见底回升

季度环比变化(基点)	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
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	-4.1	-4.2	-3.8	-3.3	-2.8	-2.4	-2.1	-2.0	-1.7
2011Q3	-6.0	-5.1	-4.7	-4.8	-3.8	-3.4	-4.9	-4.7	-4.4

2011Q4 5.8 7.7 8.4 7.6 7.7 7.0 4.9 3.9 4.2

资料来源: china bond, 宏源证券

四、公司盈利预测与估值

(一) 中国人寿

对于 2011 年盈利预测, 我们预计 2011 年公司首年标准保费同比增长 10%; 首年标准保费利润率为 24%, 可得中国人寿 2011 年每股新业务价值为 0.76 元, 同比增长 8%, 这一增速较为保守。由此可得国寿目前股价对应的一年期新业务价值倍数为 8 倍, 估值在历史低位。

$$\text{由: 首年新业务价值倍数} = \frac{\text{股价} - \text{每股内含价值}}{\text{每股新业务价值}} = 8X$$

图 19: 中国人寿估值水平



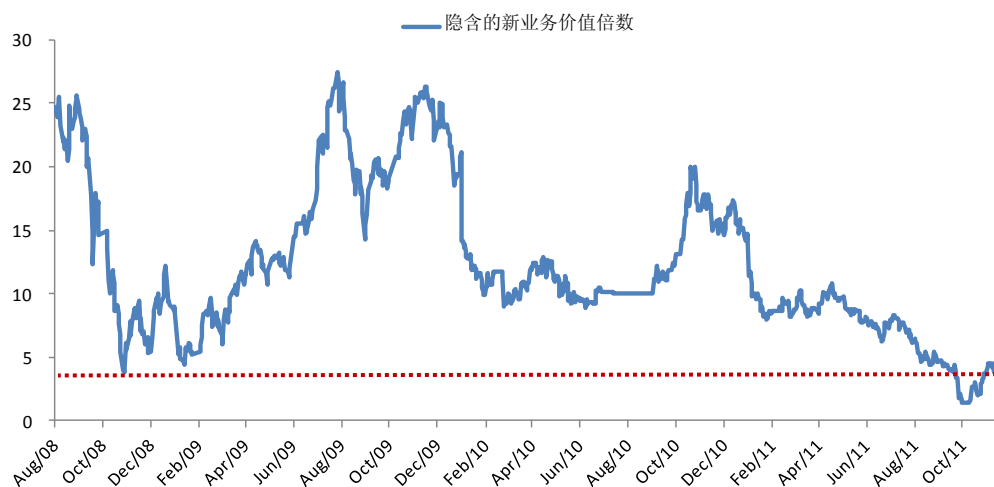
资料来源: wind, 宏源证券

(二) 中国平安

中国平安 2010 年寿险承保业务方面一年期新业务价值增长达 31%, 2011 年面临调结构压力, 保守估计其新业务价值利润率维持在 31%, 首年标准保费增速为 10%, 增速落后于规模保费 20% 的同比增长, 得其一年期新业务价值增长 9%。需要补充的是, 这一增速是在 2010 年基数上得出的。

在此盈利假设下, 中国平安目前股价对应的 2011 年首年新业务价值倍数为 4 倍, 同样处于历史低位。

图 20: 中国平安估值走势

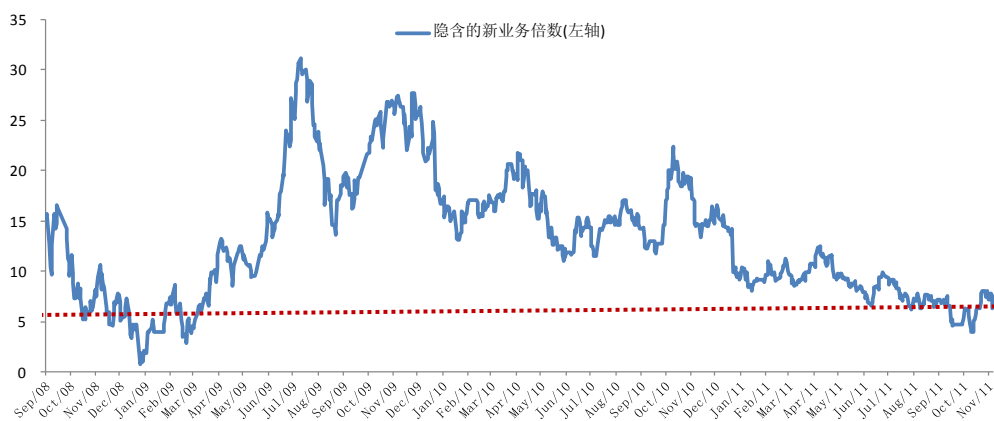


资料来源: wind, 宏源证券

(三) 中国太保

据我们的盈利预测, 2011 年, 中国太保每股内含价值为 14.5 元, 其一年期新业务价值增长 19%, 每股一年期新业务价值为 0.84 元, 目前股价隐含的一年期业务价值倍数为 6.3 倍。

图 21: 中国太保估值走势



资料来源: 公司网站, 宏源证券

如我们在四季度策略中所述, 保险股投资周期主要受两大因素影响: 利差和股市。从 2010 年 10 月开始的此次加息周期中, 保险股利差收窄导致其一直跑输大盘, 我们认为其低利差影响已经在估值和盈利中充分反映。短期对保险股影响最大的还是股票市场, 由于保险股估值具备充分的安全边际, 所以其对股市的弹性也较大。未来看, 由于其承保和估值均有较大改善空间, 维持增持评级。

分析师简介:

分析师姓名: 黄立军, 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年今日投资非银行金融行业第一名。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiahong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。