



保险

2011.11.22

寿险向上，产险向下

——2012 年保险投资策略报告

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

本报告导读：

2012 年寿险回暖，产险存下滑隐忧；股债双杀结束，净资产开始向上拐；保险股市值占比和估值处于历史低位；增持保险股，首推顺应产寿险周期转换的中国人寿。

摘要：

- **寿险回暖，或超预期。**无论是需求、渠道还是供给，2012 年的压力比今年要小，由于基数下降，明年回暖趋势确定；但是，除非银保解冻的速度和幅度超预期，对涨幅的预期不可过于乐观，主要是投资收益、渠道恢复均难以支撑高增长。预计 2012 年代理人数量和人均保费均增长 5% 以上，银保也可回复到 10% 以上的增长，全年总保费可增长 16% 以上，首年保费可增长 12% 以上。
- **产险高位盘整，现下滑隐忧。**2011 年 1-9 月汽车销量仅有 3.3% 的增长，2012 年预期增速 10% 左右，产险的承保盈利已经达到高点，在汽车销量下降和盈利丰厚的环境下，竞争加剧不可避免，产险盈利现下滑隐忧；但是，产险竞争存在一定的限制，汽车保有量增速处于较高位置，盈利周期还可持续一段时间。
- **股债双杀结束，净资产向上拐。**虽然债市已有不小幅度的反弹，但货币政策放松和降息预期的存在，债市整体仍可上行。从债市和股市的联动关系及流动性趋势来看，股市也在底部区域。保险公司净资产随着股债企稳反弹已经度过最低点，进入上升期；中国人寿因债券中可供出售类比例较高、以及权益投资比较大，净资产对股债市场上涨的弹性最大。
- **市值占比和估值降至历史低低，估值溢价消失。**中国保险股市值占市场总市值的比例持续下降，当前只有 3.5%，历史平均为 5.1%；同时，估值溢价也在消失，历史平均有 21 倍的 PE 估值溢价，当前只有 3 倍。绝对估值角度，新业务价值倍数和 P/EV 都处于历史低位，甚至低于 08 年金融危机时的水平。
- **跨越低谷，增持保险。**2011 年压制保险股的三座大山：寿险保费、股市、债市，2012 年将趋于好转，或者已经在好转，保险股经历了最艰难时刻，作为其同步指标的净资产跨越了拐点，进入上升期；增持保险股。
- **首选中国人寿：**寿险回暖，顺应了产寿险周期的转换，净资产和业绩回升速度最快。**被低估的中国平安：**平安的产寿险及综合金融业务都具有强大的竞争力，目前估值被员工股减持及再融资等市场因素压制，估值上升空间大。**较确定的中国太保：**太保优势在于资本充足、成长确定，若上海税延型养老保险试点启动，受益最直接；但产险比例大对业绩增长有一定的不利影响。
- **风险：**股市持续低迷，浮亏得不到弥补，导致业绩下降；保费也因此无法好转。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：

增持

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：《从“股债双杀”到“股债双击”》	2011.11.01
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

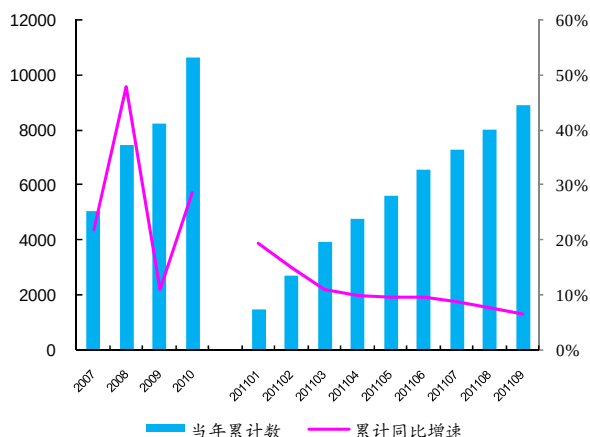
目 录

1. 2011 年的保险业经历了严峻形势	3
2. 寿险：回暖确定，或超预期	4
2.1. 需求：利率环境改善，压力下降	4
2.2. 需求：投资收益不佳，推力难升	5
2.3. 渠道：仍存困难，适度回暖	5
2.3.1. 个险营销渠道：主动清理基本结束，代理人将止跌回升	6
2.3.2. 银保渠道：解冻有可能	6
2.3.3. 新渠道	7
2.4. 供给：政策或有突破	7
2.4.1. 税延型养老保险试点具备了更好的财政环境	7
2.4.2. 传统险定价利率放开？有喜亦有忧！	7
2.5. 保费向上趋势确定，涨幅回归正常	8
2.6. 准备金折现率四季度上升，2012 年可能基本持平	9
3. 产险：高位盘整，下滑隐忧	10
3.1. 汽车销量不景气	10
3.2. 车险费率改革，竞争加剧难免	10
3.3. 汽车保有量仍在较快增长，2012 产险保费可望平稳	11
4. 投资：股债双杀结束，净资产向上拐	12
4.1. 历史不会重复，但可以相似	12
4.2. 股债看好，双击有望	12
4.3. 股债双击致净资产向上拐	13
4.4. 保险股与股债市的联动	14
5. 保险市值与估值分析	16
5.1. 保险股市值占比下降到历史低点	16
5.2. 保险股估值溢价消失	17
5.3. 处于历史估值低位	18
6. 行业评级与选股策略	18

1. 2011 年的保险业经历了严峻形势

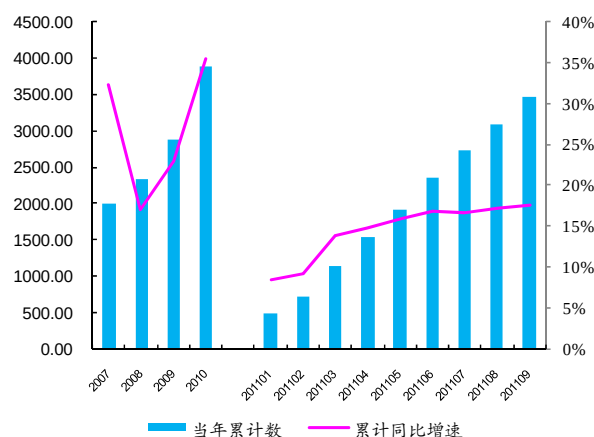
2011 年的寿险相当低迷，1-9 月保费增长 6.6%，但呈持续下降趋势，单月保费出现了历史上少见的负增长；银保渠道和个险渠道都承受了很大压力，不少公司新单下滑。产险保费和盈利都不错，1-9 月保费增长 17.6%，综合成本率下降到 92%-93%的历史低水平；但是，随着汽车销量下降和费率改革政策的出台，行业下降的阴霾始终笼罩市场。

图 1：寿险保费持续下滑



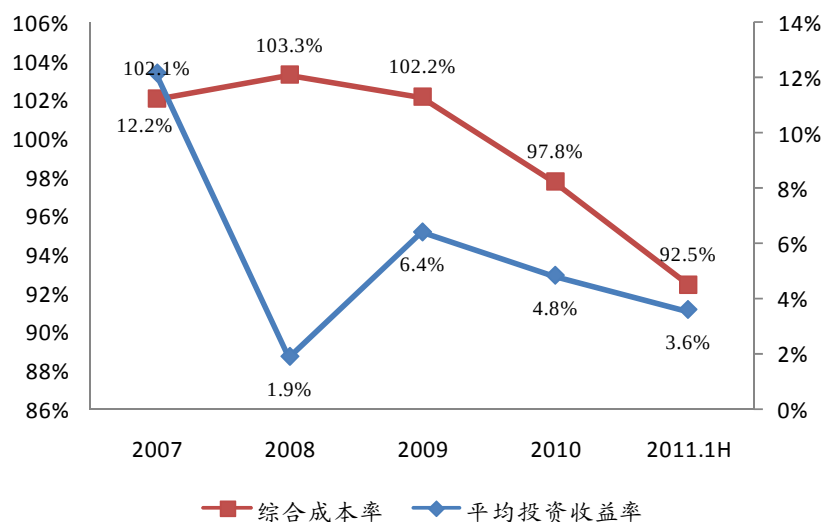
数据来源：CIRC，国泰君安证券注：11 年为老口径

图 2：产险保费保持平稳



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

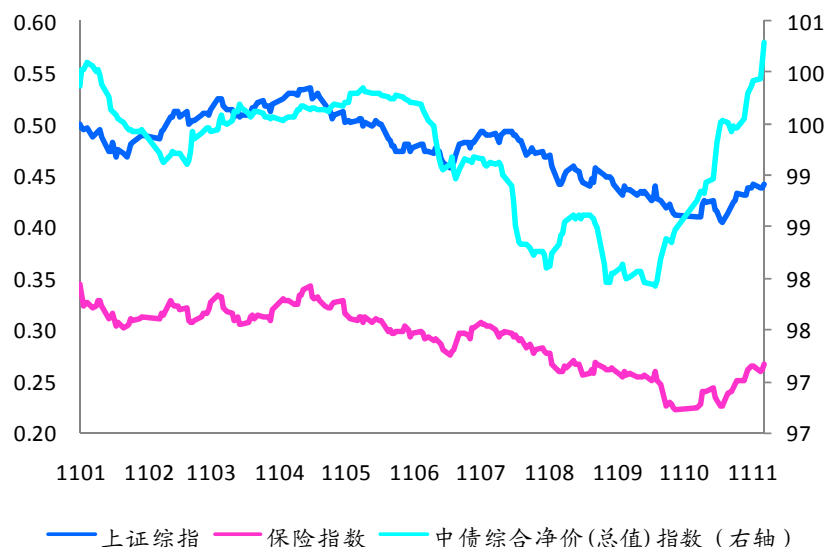
图 3：股债双杀致投资收益率下降，产险综合成本率下降成难得亮点



数据来源：CIRC，国泰君安证券。注：综合成本率采用人保财险作为代表

除了寿险保费不佳，保险投资也经历了股债双杀，截至 9 月 16 日，股市下跌 12.98%、债市下跌 1.9%，保险股下跌 25.8%。9 月中下旬，债市企稳，股市随后反弹，保险股估值开始修复：截至 11 月 9 日，债市上涨了 2.39%，股市从低点上涨 8.96%，保险股上涨 17.38%。

图 4：股债双杀下的保险股



数据来源：Wind，国泰君安证券

2. 寿险：回暖确定，或超预期

2.1. 需求：利率环境改善，压力下降

利率是寿险产品的机会成本，与寿险需求负相关。从 82 年中国恢复寿险业发展以来，中国共经历了 4 次加息周期和 3 次降息周期，整体来看，寿险保费增速在降息周期比加息周期明显高（82 年起步阶段除外）。

在 96 年到 98 年的降息过程中，一年期存款利率从 9.18% 降至 3.78%，寿险产品的定价利率也从 10% 降至 4.5%，由于有强烈的降息预期，对于投保人而言，当时买的寿险产品有正的利差，保险价格处于快速上涨中，导致寿险保费出现爆发式增长，96 年至 98 年的增速分别达到 106.9%、80.3%、26.3%。不过，对于保险公司而言，传统险的定价利率后续期间是不能变的，由于后来利率再也没有上升到当时的高度，产生了高额的利差损包袱。

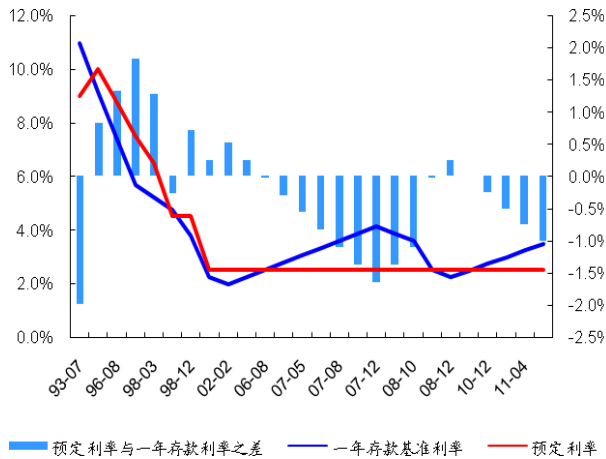
我们判断，2010 年 10 月以来的加息周期已告结束，2012 年的利率将保持平稳甚至下降，寿险产品的机会成本下降，寿险需求有望改善。

表 1：降息周期中的寿险保费增速大于加息周期中的寿险保费增速

加息周期	利率变动	调息次数	周期内寿险保费年化增速
1982.4.1-1989.2.1	6.84%-11.34%	4	161.01%
1991.4.21-1993.7.11	7.56%-10.98%	2	16.65%
2002.2.21-2007.12.21	1.98%-4.14%	8	17.24%
2008.12.23-2011.7.7	2.25%-3.5%	5	17.90%
降息周期			
1989.2.1-1991.4.21	11.34%-7.56%	3	25.68%
1993.7.11-2002.2.21	10.98%-1.98%	8	43.91%
2007.12.21-2008.12.23	4.14%-2.25%	4	47.82%

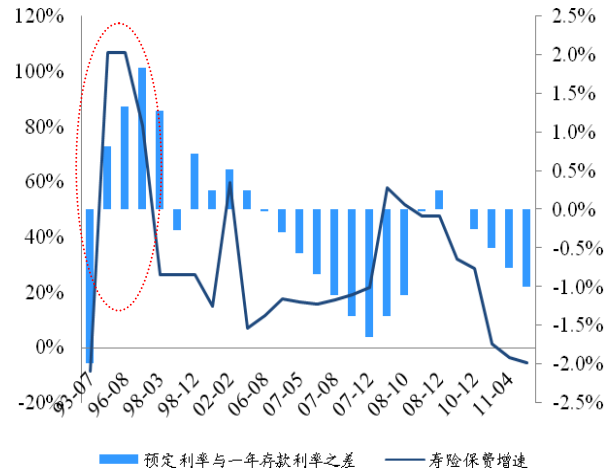
数据来源：Wind，CIRC，国泰君安证券

图 5：一年期存款利率变动调整过程



数据来源：Wind，国泰君安证券

图 6：利率变化与保费增速关系



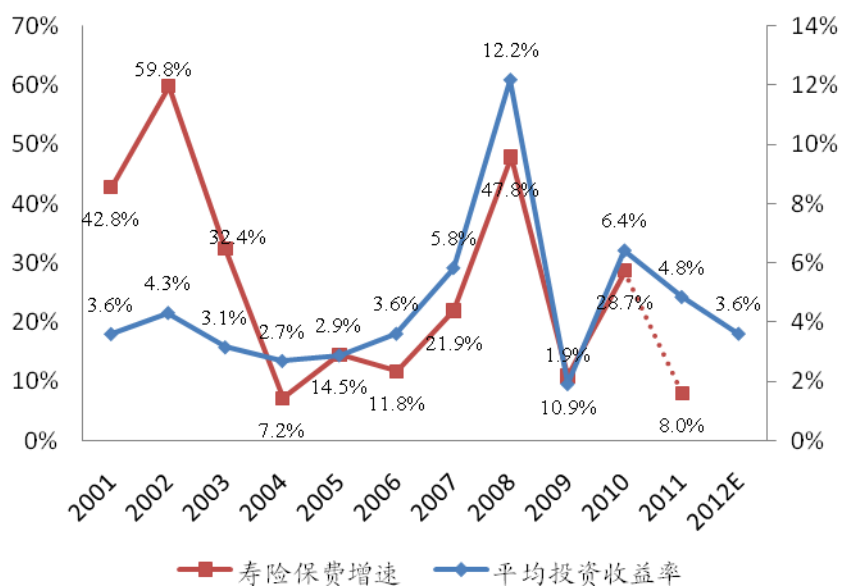
数据来源：Wind，CIRC，国泰君安证券。注：11年寿险保费为新口径

2.2. 需求：投资收益不佳，推力难升

2001年后，新型寿险产品（分红、万能和投连）出现，这些产品的特点是投保人的回报取决于保险公司的投资收益，具有不确定性（有保底回报）。目前寿险市场基本都是新型寿险产品，投资收益率的高低成为刺激寿险需求的重要因素。

2011年前三季度，保险投资收益率为2.7%，年化后为3.6%，处于较低水平，较低的投资收益率难以对2012年保费形成有力刺激，但今年的保费已经做了过度反应。

图 7：投资收益率（延后一年）与寿险保费增速的关系



数据来源：公司公告，国泰君安证券。注：假定11年寿险保费增长8%

2.3. 渠道：仍存困难，适度回暖

虽然需求端对寿险保费的影响是基础，特别是寿险市场已经发展到当前的规模。但是，供给端和渠道仍有很大的发挥空间，某种程度上可以创

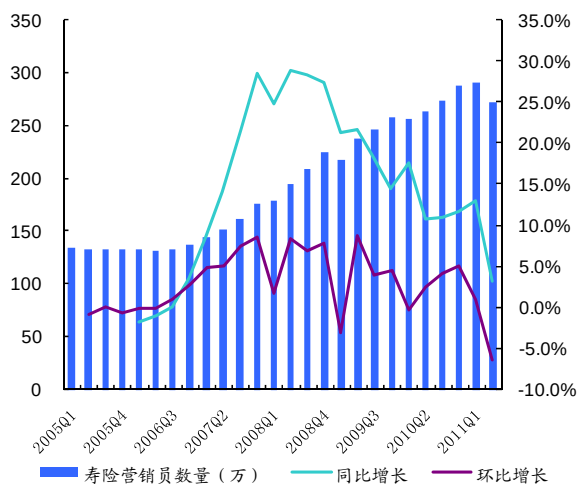
造需求。历史上，1992 年友邦引进个险营销员制度，2001-2002 加入 WTO 导致市场主体的增加，以及新型产品（分红、万能和投连）都推动了保费的大幅增长。保费对渠道的依赖度很高，由于风险意识及消费习惯等原因，寿险的主动消费行为较少，绝大部分是通过各种渠道推销出去的。

2.3.1. 个险营销渠道：主动清理基本结束，代理人将止跌回升

代理人数量下降，一方面确实是招工和留存难，另一个重要的原因是有些公司主动进行代理人管理改革，去芜存精。因此，代理人数量虽然下降了，但产能却在上升，个险渠道保费也随着增长。

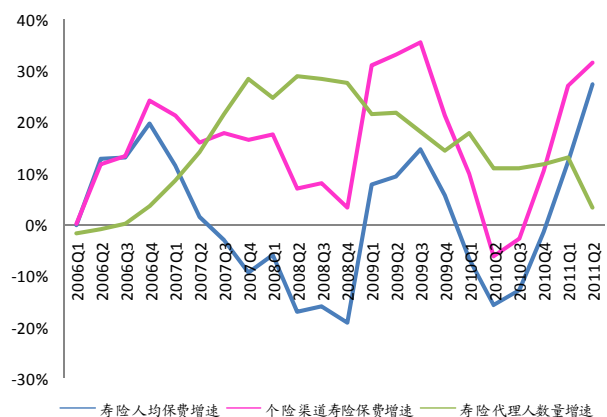
我们预计中国人寿代理人管理制度的完善 2011 年内基本能完成，也即主动减少代理人数量的行动基本结束，2012 年代理人数量将有适量增长，而且随着队伍的精练，产能也将上升，产能上升还能可以解决人力成本上升的问题。因此，我们预计 2012 年的个险营销渠道有望好于 2011 年。

图 8：随着主动清理行动的结束，2012 年代理人数量将止跌回升



数据来源：CIRC，国泰君安证券

图 9：人均保费数量上升，验证了代理人数量下降的一个重要原因是主动清理



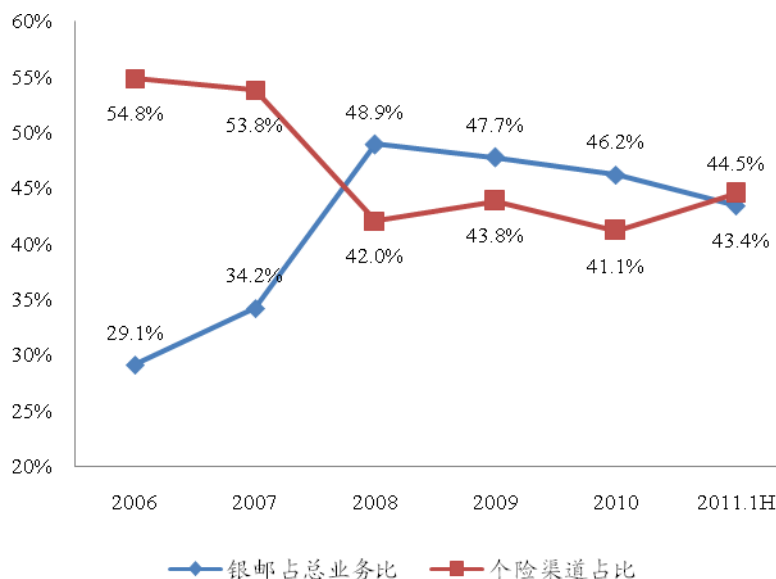
数据来源：CIRC，国泰君安证券

2.3.2. 银保渠道：解冻有可能

2011 年前三季度，银保渠道保费下降 3.5%，这是近年来少有的现象，银保渠道的占比已经连续三年下降。

2011 年银保的困境，与银行与保险竞争资金以及出台禁止保险公司员工驻点销售的规定有关。随着货币政策适度回归中性，2012 的资金压力年比 2011 年要小；而银保合作，我们判断也有解冻的可能：新任保监会主席项俊波来自银行系统，且他之前主政的农业银行与保险公司合作密切。

图 10: 银保渠道占比持续下降, 2011 年银保出现负增长



数据来源: CIRC, 国泰君安证券。注: 2010 年前数据来自保险年鉴, 2011 年上半年数据根据监管领导讲话估计。

2.3.3. 新渠道

- 成立自己的销售公司, 已有不少公司在筹建。
- 新的代销机构, 比如证券公司。
- ✓ 2011 年 4 月, 保监会出台《保险公司委托金融机构代理保险业务监管规定 (征求意见稿)》, 将保险销售渠道扩大到证券公司, 但目前为止仍未正式实施, 2012 年或许成超预期因素。
- ✓ 保险资金在券商的交易席位放开, 可为券商提供佣金, 券商销售保险的动力增大。保险资产管理公司的牌照再次开闸放水, 2011 年, 就有安邦、生命、光大永明获批成立, 合众也获批筹建, 还有民生、阳光多家保险公司在排队申请中。不过, 与之前 9 家保险资产管理公司所不同的是, 新成立的资产管理公司预计短期内很难拿到独立的证券交易席位, 需要用到券商的交易席位。
- ✓ 基金销售中, 券商占 20% 左右, 保险与券商理财产品是互补而不是替代, 比基金更有优势。
- 电销、网销等, 对寿险而言, 短期贡献有限。

2.4. 供给: 政策或有突破

2.4.1. 税延型养老保险试点具备了更好的财政环境

2011 年, 财政增收和超收的幅度比较大, 结构性减税开始推行, 改善民生也是政治要求, 上海税延型养老保险试点在此背景下有更大的可能。

我们估算, 上海首年试点可带来 60-100 亿的保费增量, 虽然对超过 10000 亿的寿险总保费增量贡献有限, 但由于重庆、天津、深圳和厦门等城市也提出了试点诉求, 随着试点推开, 增量贡献会不断提升。

2.4.2. 传统险定价利率放开? 有喜亦有忧!

传统险的销售基本停滞, 主要是过低的定价利率, 导致价格偏高, 和分红险等新型寿险相比没有优势。放开定价利率, 显然有助于释放保障型

的寿险需求，提升保费增速。

不过，放开定价利率，如果出现恶性竞争，则是透支未来，可能重蹈 99 年前利差损保单的覆辙。考虑到当前并不是 99 年前那样的高利率环境，且监管能力也远强于当时（保监会 98 年后才成立），恶性竞争的可能性不大。

2.5. 保费向上趋势确定，涨幅回归正常

无论是需求、渠道还是供给，2012 年的压力比今年要小，由于基数下降，明年向上趋势确定，但是，除非银保解冻的速度和幅度超预期，对涨幅的预期不宜过于乐观，主要是投资收益、渠道恢复均难以支撑高增长。

2012 年的代理人数量和人均保费均可增长 5% 以上，银保也可回复到 10% 以上的增长，预计全年总保费可增长 16% 以上，首年保费可增长 12% 以上。

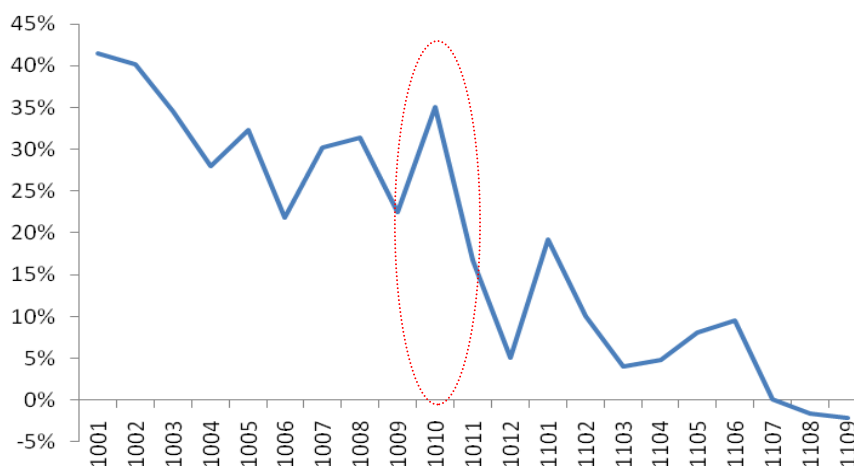
表 2：2012 年保费预测

单位：百万元	保费结构	2011	2012	增长率
总保费		11,483	13,306	16%
首年		5,934	6,623	12%
续期		4,984	6,683	34%
个险渠道	46.1%	5,299	6,583	24%
首年	25.4%	1,346	1,484	10%
续期	74.5%	3,951	5,099	29%
银保渠道	49.0%	5,622	6,723	20%
首年	81.6%	4,588	5,139	12%
续期	18.4%	1,034	1,584	53%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

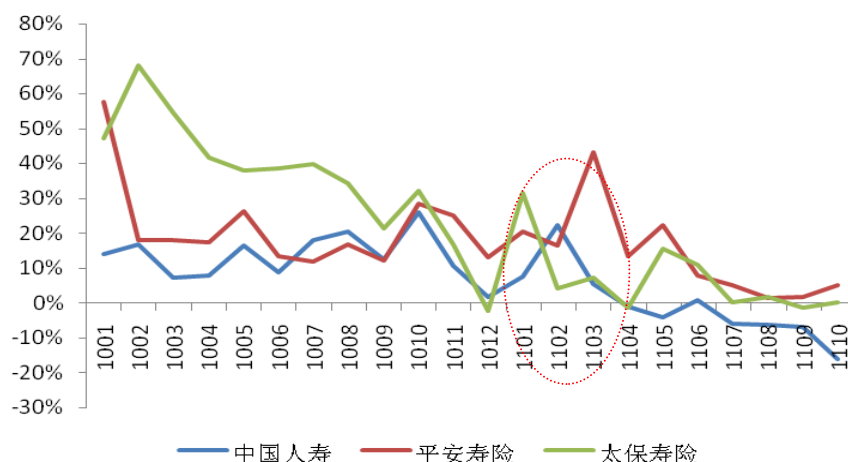
从基数效应看，当前保费增速已到底部：2010 年 11 月银保新政出来后，增长基数就明显下降，虽然 2011 年年初有开门红的冲击，但除平安外，国寿和太保只有个别月份较高，总体不算高。

图 11：寿险月度保费增速，基数效应下降，寿险保费到底部



数据来源：CIRC，国泰君安证券

图 12: 今年一季度的基数, 除平安较高外, 国寿和太保只有个别月份稍高



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

2.6. 准备金折现率四季度上升, 2012 年可能基本持平

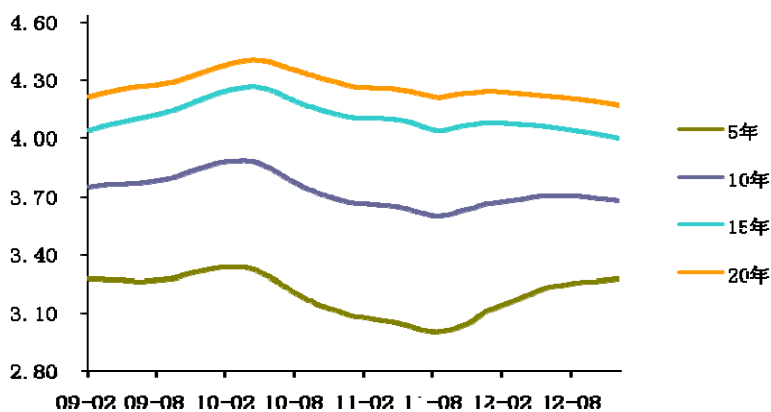
准备金折现率 4 季度将上调, 对盈利有正面影响, 但近期收益率下降较大, 若维持不变化, 10 期国债 750 天移动平均收益率曲线将于 2012 年下半年开始上行, 但全年仍略有上升, 若 2012 年出现降息, 明年准备金折现率变化对盈利的贡献可能基本持平。

表 3: 10 年期国债收益率曲线 750 天移动平均值的季度变化

	2010. 1H	2010. 3Q	2010. 4Q	2011. 1Q	2011. 1H	2011. 3Q
2011. 3Q	-2.47					
2011. 4Q	2.79	5.26				
2012. 1Q	5.36	7.83	2.57			
2012. 1H	7.77	10.24	4.99	2.41		
2012. 3Q	7.06	9.53	4.27	1.70	-0.71	
2012. 4Q	5.02	7.48	2.23	-0.34	-2.76	-2.04

数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 13: 国债 750 天移动平均收益率



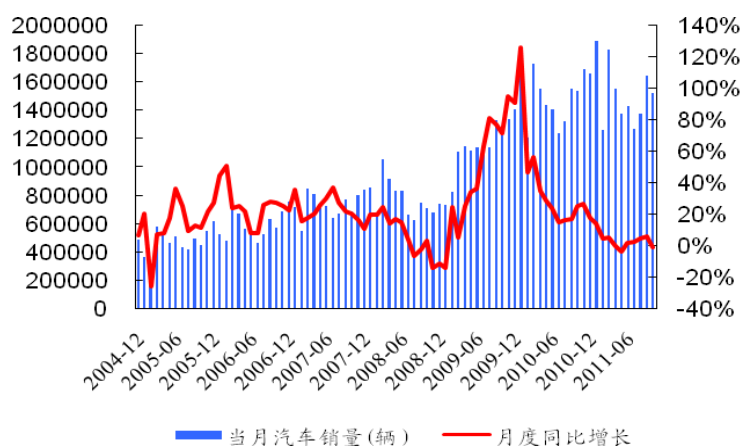
数据来源: Wind, 国泰君安证券

3. 产险：高位盘整，下滑隐忧

3.1. 汽车销量不景气

根据中汽协公布的数据，2011 年 1-10 月汽车销量增长 3.3%，10 月出现负增长 0.9%，2009 年和 2010 年的汽车销量增速高达 45.5% 和 32.4%。汽车销量下降，占产险 70% 份额的车险不可能有景气预期。

图 14：汽车销量经过高增长后快速回落



数据来源：中汽协，国泰君安证券。

3.2. 车险费率改革，竞争加剧难免

保监会 9 月发布了《关于加强机动车辆商业保险条款费率管理的通知(征求意见稿)》，车险费率市场化启动，我们认为，无论监管部门是否出台费率改革文件，在汽车销量下降和行业盈利丰厚的环境下，竞争加剧不可避免。

产险公司的综合成本率已经达到 91%-92% 这样的低水平，在中外产险历史中都是比较少见的，产险承保盈利已达高峰，随着竞争的加剧，承保利润率难以长期维持高位：中国平安三季报公布的综合成本率为 93%，比上半年的 92.9% 已略有上升，若考虑单季度，第三季度的上升幅度将更明显。

虽然新一轮车险竞争难以避免，但受到较强约束：一是较低的投资收益率和偿付能力；二是信息平台的完善与共享；三是监管加强。在不出现恶性竞争的前提下，车险盈利周期可持续较长一段时间，但增速下降。

表 4：我国商业车险近年费率改革历程

阶段	政策	后果
1998 年前	保监会尚未成立，人保制定条款费率	市场缺乏竞争
局部试点 2001-2002	1998 年，保监成立，于 2001 年 10 月 1 日在广东试行车险费率市场化改革	深圳车均保费由 2001 年一季末的 6683 元下降到 2002 年同期的 4070 元，下降近 40%
全国市场化 2003-2006	保监会发布《关于改革机动车辆保险条款费率管理制度的通知》，从 2003 年 1 月 1 日起取消车险统一条款和费	2003 年 1-4 月份，各保险人纷纷降低费率，车险价格整体下调了 10%-15%，到年末出现亏损，2004 年的车险市场涨声四起，到当年 7 月为止，总体上浮比例为 10%-30% 不等。如人保的车

率	险费率分别于 2003 年年底、2004 年 4 月 1 日、6 月 10 日进行了 3 次大的调整。平安、太平洋等公司也纷纷作了较大的变动。
三分天下，一统江湖 2007-2010	由全国保险业协会统一推出 ABC 三款险种（人保、平安、太保），各保险公司择一执行，此后又推出 7 折令； 2008 年保监会出台《关于进一步规范财产保险市场秩序工作方案》，进一步整顿市场。 三款车险没有太大的差异，相当于又回到了统一条款的年代。但是，统一条款并未防止竞争，手续费竞争异常激烈，而电话车险的推出也为价格竞争开了一扇窗。
新一轮试点 2011-	2011 年 1 月，《关于在深圳开展商业车险定价机制改革试点指导意见》出台，2011 年 9 月，保监会出台《关于加强机动车辆商业保险条款费率管理的通知（征求意见稿）》 拭目以待

数据来源：中国保监会，国泰君安证券

表 5：承保盈利已到高点

	2003	2004	2005	2006	盈利期 平均	2007	2008	2009	亏损期 平均	2010	2011.1H
人保财险											
费用率	24.4%	22.2%	29.1%	29.5%	26.3%	33.8%	27.4%	33.1%	31.4%	30.4%	27.6%
赔付率	71.9%	76.8%	68.1%	69.4%	71.6%	68.3%	75.9%	69.2%	71.1%	67.4%	64.9%
综合成本率	96.3%	99.0%	97.2%	98.9%	97.9%	102.1%	103.3%	102.2%	102.5%	97.8%	92.5%
平安财险											
费用率	31.2%	35.2%	35.9%	40.2%	35.6%	40.7%	35.9%	41.6%	39.4%	37.8%	34.7%
赔付率	66.4%	59.8%	61.0%	59.7%	61.7%	61.1%	68.1%	57.0%	62.1%	55.4%	58.2%
综合成本率	97.6%	95.0%	96.9%	99.9%	97.4%	101.8%	104.0%	98.6%	101.5%	93.2%	92.9%
太保财险											
费用率		36.3%	35.9%	39.5%	37.2%	40.2%	37.3%	36.5%	38.0%	36.3%	34.5%
赔付率		63.5%	59.2%	60.4%	61.0%	59.7%	64.9%	61.0%	61.9%	57.4%	56.6%
综合成本率		99.8%	95.1%	99.9%	98.3%	99.9%	102.2%	97.5%	99.9%	93.7%	91.1%

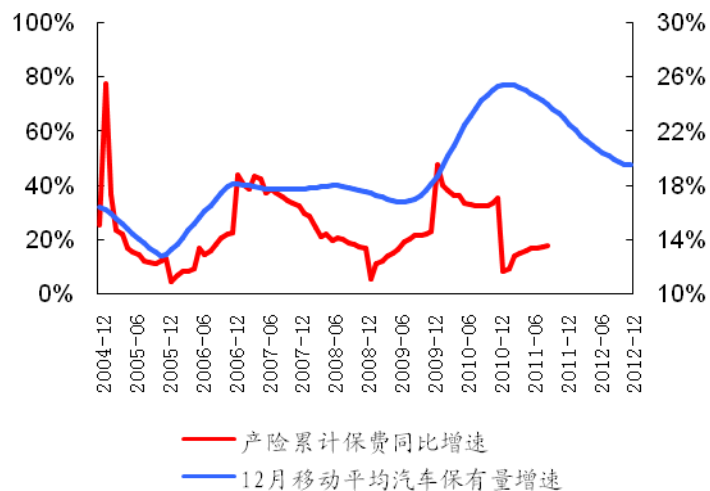
数据来源：公司公告，国泰君安证券。

3.3. 汽车保有量仍在较快增长，2012 产险保费可望平稳

虽然汽车销量在下降，但 12 月移动平均汽车保有量维持较高增长，这也是 2011 年前三季度汽车销量只增长了 3.3%，而产险保费仍能增长 17.6% 的原因。假设 2012 年汽车销量增长 12%，明年保有量的增速将下降 3 个百分点左右，但仍可接近 20%。

根据汽车销量和保有量的增长情况，我们预计 2012 年产险保费增长 15% 左右。

图 15: 2012 年汽车保有量增速虽有下降, 但仍处于较高水平



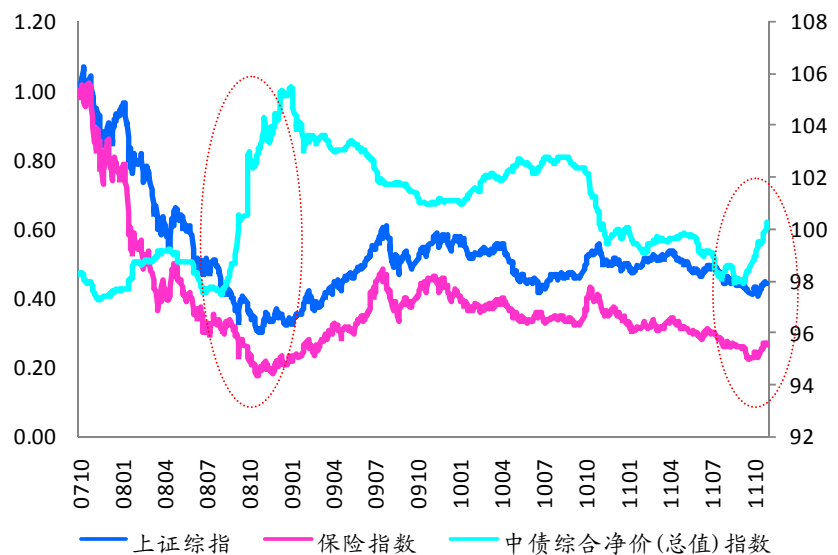
数据来源: 中汽协, 国泰君安证券。

4. 投资: 股债双杀结束, 净资产向上拐

4.1. 历史不会重复, 但可以相似

当前的形势, 与 08 年有几分相似。债市从 08 年 9 月触底上升, 四个月内上涨了 6.5%, 债市走牛时, 股市还在探底, 但随后出现了 09 年的牛市行情。

图 16: 中国股市债市联动与保险股的关系

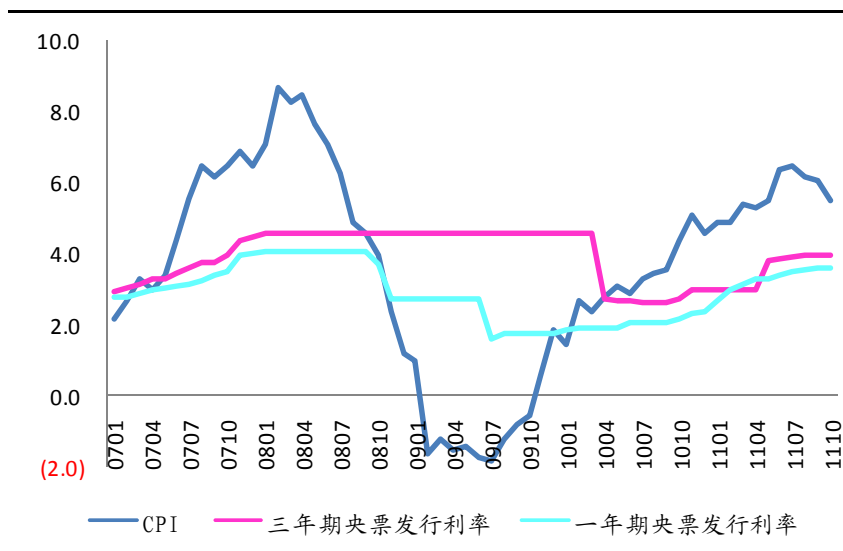


数据来源: Wind, 国泰君安证券

4.2. 股债看好, 双击有望

11 月 8 日, 1 年期央票的发行利率从 3.5840% 降至 3.5733%, 是 09 年 7 月以来的首次下降。10 月 20 日, 3 年期央票发行利率已经下降, 央票利率下降具有很强的政策信号意义, 降息周期也许将拉开序幕。虽然债市前段时间已有不小幅度的反弹, 但随着货币政策放松和降息预期的出现, 债市整体仍可上行。

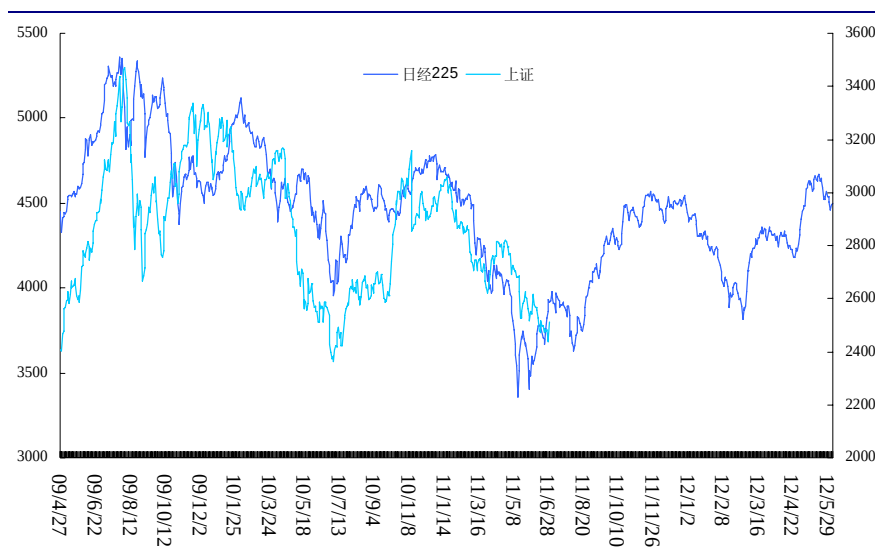
图 17：一年和三年期央票发行利率与 CPI 走势



数据来源：Wind，国泰君安证券。注：央票发行利率采取月度平均数据，其中未发行月份数据由最近一次央票发行利率替代。

近期，我们宏观和策略研究员都做了很多关于债市和股市的联动的研究，发现债市比股市要领先几个月的时间，从货币政策和流动性来看，股市已到底部，将随着债市进入反弹期。更乐观一点看，可能是一个牛市，下面引用我们策略研究员很喜欢的中日对照图，前景很乐观。

图 18：上证综指与 70 年代日经 225 的对照图



数据来源：国泰君安策略研究

4.3. 股债双击致净资产向上拐

股债市对保险公司基本面的影响相当明显，自 2011 年三季度末以来，仅考虑股债市变化的影响，三家上市公司的净资产就上升了 4.1-6.3%。净资产已过拐点，进入上升区间。

因为债券中可供出售类比例较高，以及权益投资比较大，中国人寿净资产对股债市场上涨的弹性最大。

表 6：股债市场对保险公司净资产的贡献转正

单位：亿元人民币	中国人寿	中国平安	中国太保
9.30.			
累计浮亏	-491	-221	-169
归属于股东的累计浮亏	-334	-166	-118
11.11.			
累计浮亏	-274	-108	-126
归属于股东的累计浮亏	-186	-81	-88
债券浮亏比例	-2.3%	-2.3%	-2.3%
股票浮亏比例	-9.5%	-7.0%	-17.4%
9.30-11.11			
资产增加	163	88	44
净资产增加	111	66	31
三季度末净资产	1761	1211	746
净资产增长率	6.3%	5.5%	4.1%

数据来源：公司公告，国泰君安证券。注：1. 本表只考虑了股债市场变动对净资产的影响，2. 假设三家公司的债券浮亏比例相同。

表 7：净资产对股债变化的弹性测试

单位：亿元	中国人寿	中国平安	中国太保
预计三季度末权益投资	1511	961	592
按市价计量的债券	3862	1797	662
股市上涨 10%	10%	10%	10%
债市上涨 3%	3%	3%	3%
资产增加	267	150	79
净资产增加	182	112	55
三季度末净资产	1761	1211	746
净资产弹性	10.3%	9.3%	7.4%

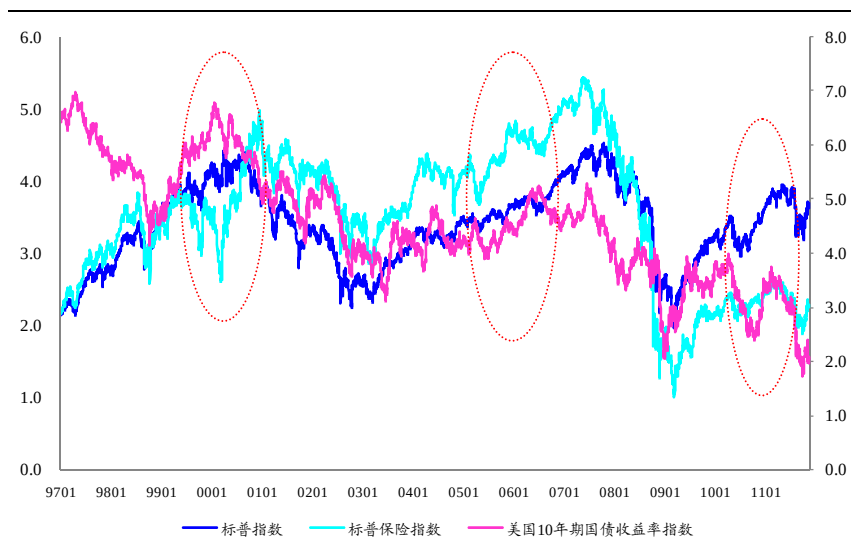
数据来源：公司公告，国泰君安证券。注：按市价计量的债券包括交易类和可供出售类。

4.4. 保险股与股债市的联动

海外成熟市场来看，股债市场与保险股的联运也非常明显。总体来看，保险股受股市影响更大，标普保险指数与标普指数在过去的 20 年里历史相关系数分达到 0.88。当股市向上趋势明确后，即使债市有所下跌，保险股也能保持高贝塔：2005 年 4 月至 2006 年 1 月，股市上涨 13.38%，十年期国债收益率上升 5.71%，保险股指数上升 31.14%。但是，债市有时候也能起到关键作用：2000 年 3 月至 2000 年 12 月，保险股经过前期的超跌后，在债市的推动下大涨 90%，在此期间，债市收益率大幅下降 16.98%，股市维持平稳。

今年 7 月份以来，美国股市下跌 16.44%，保险指数下降 16.17%，但十年期国债收益率下降 38.5%，债市走牛或许为美国保险股提供了一个好的投资机会。

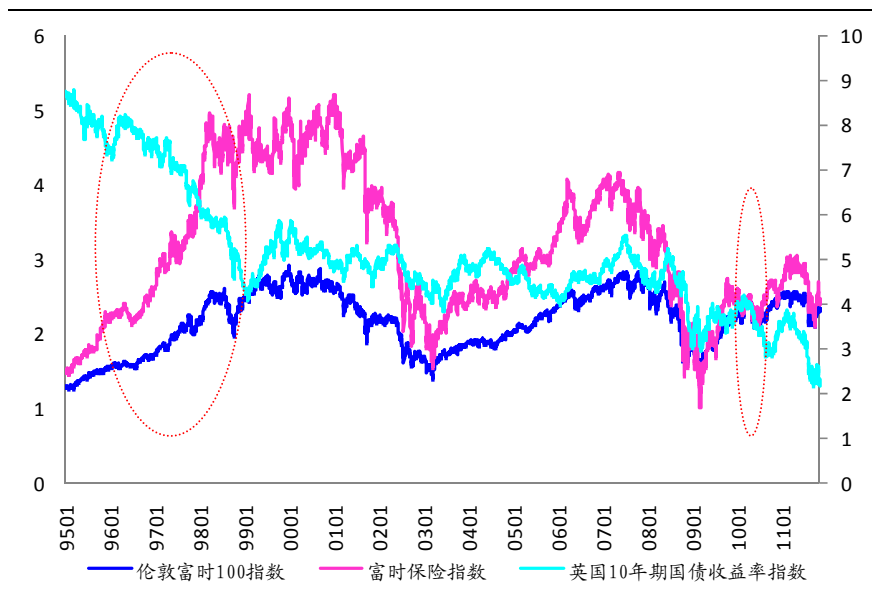
图 19: 美国股市债市与保险股价的关系



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

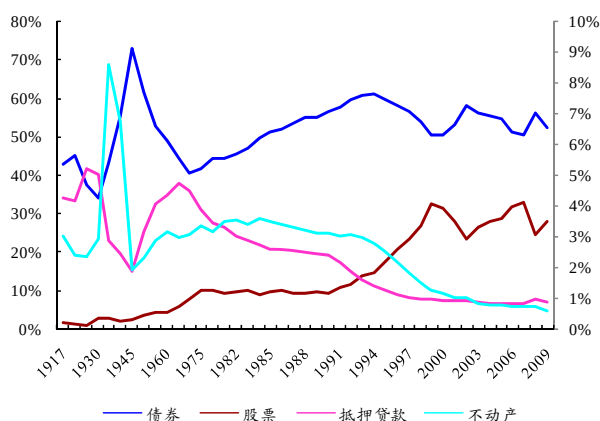
英国保险公司在股市中的投资比例高达三分之一，因此对市场的弹性更大，保险股基本会因大市而超涨超跌。但债市的影响也不是可有可无的：1997 年 4 月至 1998 年 4 月是典型的股债双击，当时，股市涨 44.11%，10 年期国债收益率下跌 25%，保险股指数上涨了 71.21%。2010 年 2 月至 2010 年 8 月，股市下跌了 3.78%，但由于出现债市大牛，保险股还略涨了 0.08%。

图 20: 英国股市债市与保险股关系



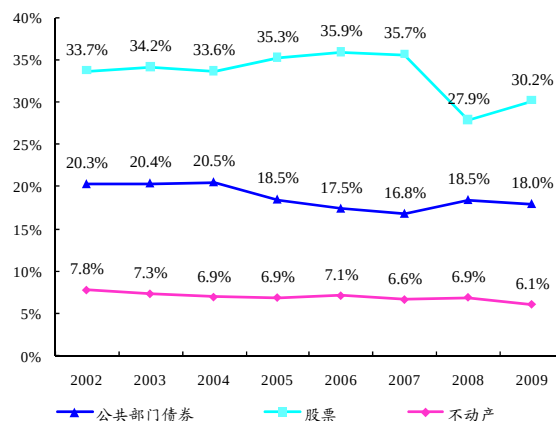
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 21: 美国保险公司投资结构



数据来源: ACLI, 国泰君安证券

图 22: 英国保险公司投资结构



数据来源: ABI, 国泰君安证券

5. 保险市值与估值分析

5.1. 保险股市值占比下降到历史低点

近 10 年来, 美国保险股市值占比当前为 3.4%, 平均为 4.0%, 最高值为 5.2%, 在金融危机中曾降至谷底 1.9%。中国保险股市值占比当前为 3.5%, 平均为 5.1%, 与美国接近。

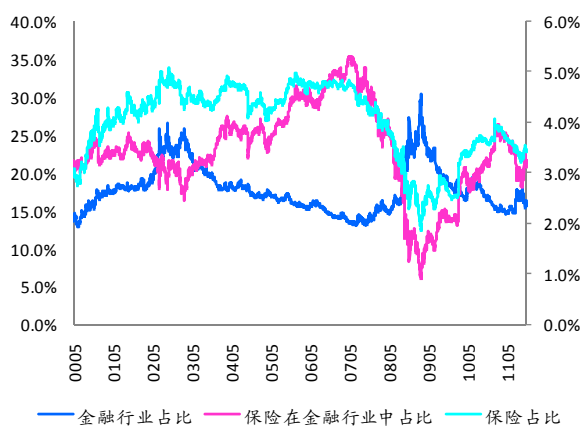
但是, 中国保险股的市值占比持续下降, 处于历史低点, 离平均水平还有较大距离。同时, 中国保险股在金融股中的比例只有 16%, 远低于美国的 23%。

表 8: 中美保险股市值变动对比

	保险市值占比		金融市值占比		保险在金融中占比	
	中国	美国	中国	美国	中国	美国
最高值	9.21%	5.2%	42.37%	30.52%	22.63%	35.44%
发生日期	2007.10.26	2002.10.9	2007.11.2	2009.3.9	2007.10.12	2007.5.21
最低值	3.16%	1.9%	25.72%	12.95%	11.45%	6.14%
发生日期	2011.9.30	2009.3.9	2011.8.5	2007.7.2	2011.10.21	2009.3.9
当前	3.49%	3.4%	27.54%	16.4%	12.67%	20.8%
平均值	5.06%	4.2%	30.75%	17.88%	16.31%	23.19%

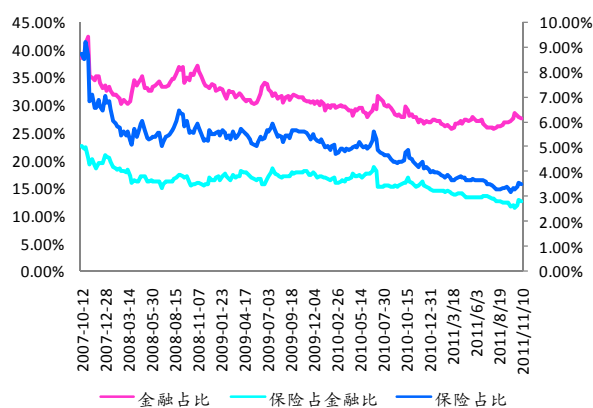
数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券

图 23: 美国保险金融行业市值占比变动



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 24: 中国保险金融行业市值占比变动



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

5.2. 保险股估值溢价消失

从 PE 来看, 中国保险股相对市场而言平均有 21 倍的估值溢价, 美国保险股相对其市场没有估值溢价。

但是, 到 11 月 10 日为止, 中国保险股只有 3 倍的 PE 溢价, 与美国保险股接近。估值溢价的消失, 意味当前保险股的估值相当安全。

表 9: 美国和中国保险相对估值对比

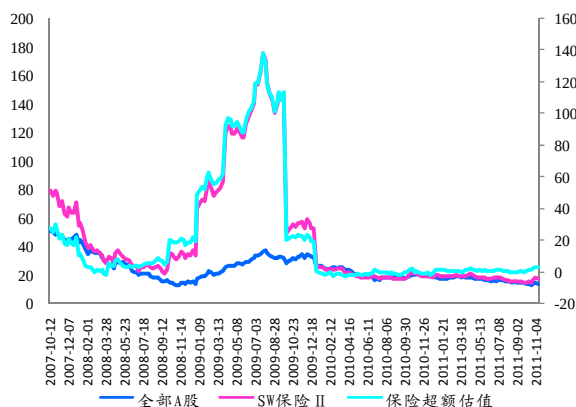
	市场 PE		保险 PE		保险估值溢价 (超额 PE)	
	中国	美国	中国	美国	中国	美国
最高值	51.62	31.08	175.51	49.25	138.23	33.25
发生日期	2007.10.12	1999.7.16	2009.7.24	2008.9.13	2009.7.24	2008.9.30
最低值	13.36	10.10	15.26	9.27	-2.23	-12.89
发生日期	2008.10.31	2009.3.9	2011.9.30	2007.11.26	2010.4.9	2000.3.9
当前值	14.63	13.05	17.84	15.09	3.21	2.04
平均值	24.73	20.14	46.07	18.27	21.35	-1.86

数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券

图 25: 美国保险行业相对估值(P/E)



图 26: 中国保险行业相对估值(P/E)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券。注: 08 年金融危机中由于保险行业的亏损, 08-09 年市盈率没有意义。

5.3. 处于历史估值低位

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。由于当前的盈利和净资产均在低点, 随着基本面好转, 估值水平还会下降。

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 10: 历史估值水平: 新业务价值倍数

	最高值	最低值	平均值	金融危机最低点	08 年最低点	当前值
中国人寿	155	5	38.19	13.69	19.60	9.35
(发生时间)	2007.10.29	2011.9.30		2009.1.13	2008.12.2	2011.11.11
中国平安	127	1	25.36	3.49	3.49	3.77
(发生时间)	2007.10.24	2011.9.30		2008.10.28	2008.10.28	2011.11.11
中国太保	104	0	17.84	0.45	2.49	7.79
(发生时间)	2007.12.27	2009.1.5		2009.1.5	2008.12.25	2011.11.11

数据来源: wind, 国泰君安证券。注: 为了历史可比性, 历史估值未考虑寿险外业务的估值变化, 与表 13-15 的估值平有差异。

表 11: 历史估值水平: P/EV

	最高值	最低值	平均值	金融危机最低点	08 年最低点	当前值
中国人寿	8.4	1.3	3.11	1.85	2.14	1.57
(发生时间)	2007.10.29	2011.9.30		200.1.13	2008.12.2	2011.11.11
中国平安	7.1	1.1	2.55	1.24	1.24	1.44
(发生时间)	2007.10.24	2011.9.30		2008.10.28	2008.10.28	2011.11.11
中国太保	5.4	1.0	1.95	1.02	1.15	1.30
(发生时间)	2008.1.8	2009.1.5		2009.1.5	2008.12.25	2011.11.11

数据来源: wind, 国泰君安证券。注: 为了历史可比性, 历史估值未考虑寿险外业务的估值变化, 与表 13-15 的估值平有差异。

6. 行业评级与选股策略

2011 年压制保险股的三座大山: 寿险保费、股市、债市, 2012 年将趋于好转, 或者已经在好转, 保险股经历了最艰难时刻, 作为其同步指标的净资产跨越了拐点, 进入上升期; 增持保险股。

表 12: 2012 年保费与盈利增长预计

	中国人寿	中国平安	中国太保	行业
寿险保费	14%	21%	17%	16%
产险保费	n.a	18%	16%	15%
预计盈利	326	238	126	n.a
盈利增长	31%	22%	18%	26%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

首选: 中国人寿

寿险回暖、产险下滑, 产寿险周期出现转换, 股债双杀结束, 双击初现, 中国人寿的净资产回升速度最快, 业绩从 2011 下降 30% 左右到 2012 年的上升 30% 左右(假设上证指数在 2700-2800 点), 是配置保险股的首选。

低估：中国平安

平安的产寿险及综合金融业务都具有强大的竞争力，目前估值被员工股减持及再融资等市场因素压制，估值上升空间最大。

确定：中国太保

中国太保的优势在于资本充足、寿险成长确定，若上海税延型养老保险试点启动，受益最直接。但太保产险业务占比大，产险下滑对业绩增长有不利影响。

风险：股市持续低迷，浮亏得不到弥补，释放进损失，导致业绩下降。保费也因此无法好转。

表 13：中国人寿财务业绩与估值(2011.11.16)

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
每股内涵价值	6.44	8.94	8.49	10.09	10.55	10.66	12.23
每股新业务价值	0.37	0.43	0.49	0.63	0.70	0.72	0.86
每股收益	0.54	0.99	0.36	1.16	1.19	0.88	1.15
每股净资产	4.09	6.02	4.77	7.47	7.38	6.71	8.50
P/EV	2.75	1.98	2.08	1.75	1.68	1.66	1.45
新业务价值倍数	30.31	20.52	18.65	12.11	10.16	9.79	6.37
市盈率	32.74	17.86	49.64	15.24	14.86	20.09	15.34
市净率	4.32	2.94	3.70	2.37	2.39	2.63	2.08

数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 14：中国平安财务业绩与估值(2011.11.16)

关键估值指标	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
每股内涵价值	10.58	20.46	16.73	21.14	26.29	30.20	36.30
每股新业务价值	0.83	0.98	1.16	1.61	2.03	2.19	2.52
每股收益	1.19	2.11	0.09	1.89	2.30	2.45	3.00
每股净资产	7.31	14.60	10.72	11.57	14.66	16.74	20.15
P/EV	3.56	1.84	2.26	1.78	1.43	1.25	1.04
新业务价值倍数	16.52	10.09	8.95	3.85	2.00	0.63	0.38
市盈率	31.71	17.88	419.22	19.96	16.40	15.41	12.58
市净率	5.16	2.58	3.52	3.26	2.57	2.25	1.87

数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 15：中国太保财务业绩与估值(2011.11.16)

关键估值指标	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
每股内涵价值	4.18	9.71	9.09	11.60	12.80	14.06	16.77
每股新业务价值	0.51	0.39	0.47	0.59	0.71	0.79	0.87
每股收益	0.23	1.12	0.17	0.95	1.00	1.25	1.47
每股净资产	2.59	8.16	6.33	8.80	9.34	9.65	11.39
P/EV	4.74	2.04	2.18	1.71	1.55	1.41	1.18
新业务价值倍数	13.17	15.22	9.23	6.73	2.42	1.10	-1.07
市盈率	84.59	17.71	116.65	20.87	19.83	15.88	13.50
市净率	7.66	2.43	3.13	2.25	2.12	2.05	1.74

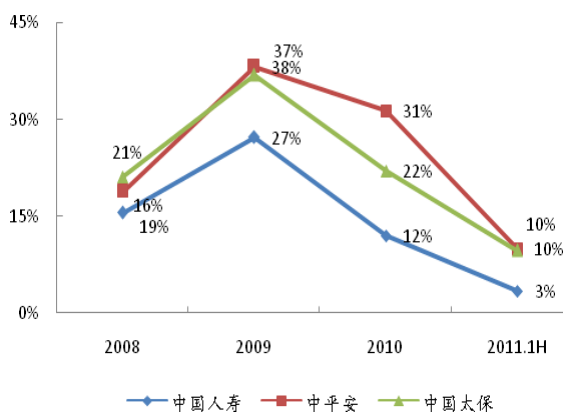
数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 16: 2011 年三季度（此波反弹前）市场成交情况

单位: 百万元	中国太保	中国人寿	中国平安
成交量	1118	634	1281
成交额	23298	10595	53769
日均成交额	353	161	815
换手率（季度）	18%	3%	27%

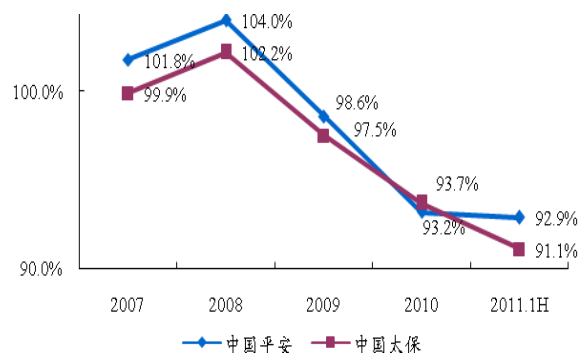
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 29: 寿险新业务价值增速



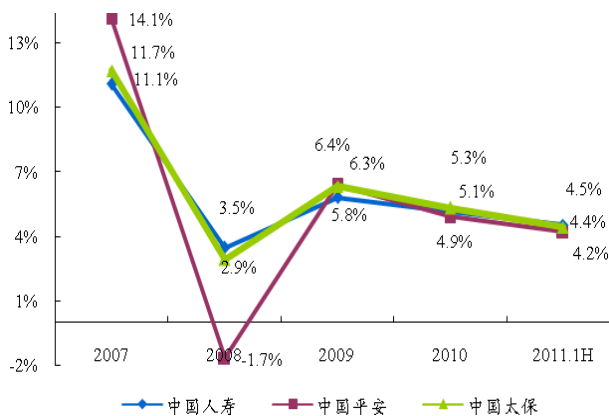
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 30: 产险综合成本率



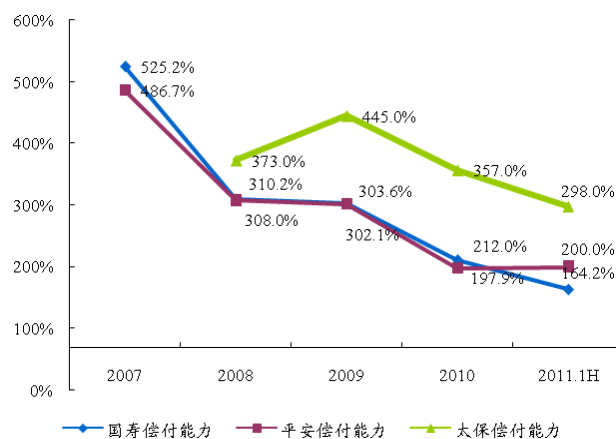
数据来源：公司公告，国泰君安证券，

图 31: 总投资收益率



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 32: 偿付能力充足率



数据来源：公司公告，国泰君安证券，

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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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:	gtjaresearch@gtjas.com		