



保险

2011.12.01

存准率下调，“三座大山”压力减轻

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

本报告导读：

存准率首次下调，货币放松信号明显，寿险保费压力减轻，“寿险向上”获支持；货币宽松将推动债市先涨、股市后涨，保险投资的“股债双击”有望兑现；压制保险股的三座大山“寿险保费、股市、债市”压力下降，增持保险股，推荐受益程度最大的中国人寿。

摘要：

- **存准率下调，利率环境改善，寿险保费压力下降，“寿险向上”得到货币政策支持。**2011年寿险保费低迷的重要原因是一是货币政策偏紧，导致寿险产品的机会成本上升，且面临理财产品的激烈竞争，寿险需求受到严重抑制。存准率下调宣告货币政策转向，货币宽松的方向得以确认，2012年利率下行概率增大，寿险机会成本将下降，需求有望改善，我们策略报告“寿险向上”的判断得到货币政策支持。
- **债市先涨，股市后涨，“股债双击”有望。**资金利率在逐步回落，债市已经上升，随着存准率的趋势性下调，债券收益率将趋于下降，债市仍存上涨空间。货币宽松和信贷宽松的展开将推动债市先涨，股市后涨，保险投资的“股债双击”有望兑现。
- **市值占比和估值降至历史低点，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年金融危机时水平。
- **重申2012年策略报告观点，增持保险股：**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。
- **推荐中国人寿。**无论是从保费还是投资的角度，中国人寿均最大程度受益于货币政策放松。此外，新华人寿的定价区间不高（23-28元），预计上市后会有较好表现，这对具有可比性的中国人寿将产生刺激作用，继续推荐中国人寿。

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：《寿险向上，产险向下》	2011.11.16
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

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

表 2: 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。

表 3: 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	8.69
(发生时间)	2007.10.29	2011.9.30		2009.1.13	2008.12.2	2011.11.30
中国平安	127	1	25.36	3.49	3.49	2.23
(发生时间)	2007.10.24	2011.9.30		2008.10.28	2008.10.28	2011.11.30
中国太保	104	0	17.84	0.45	2.49	4.48
(发生时间)	2007.12.27	2009.1.5		2009.1.5	2008.12.25	2011.11.30

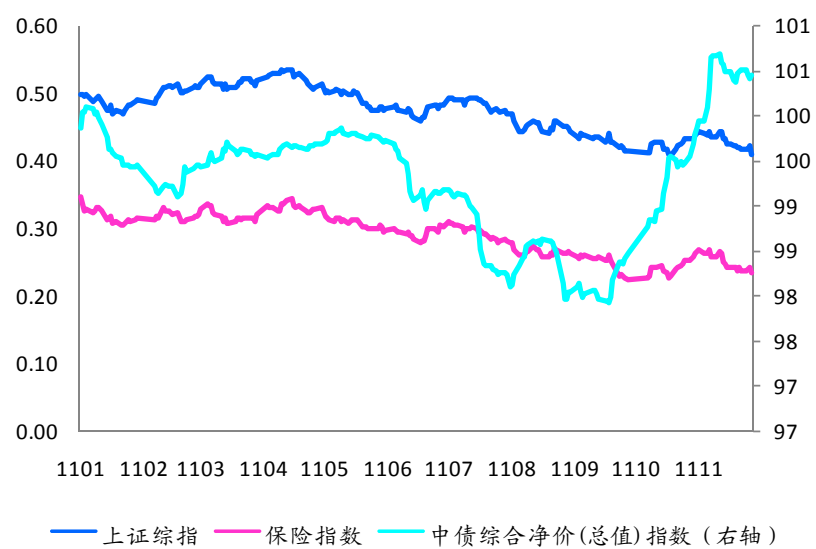
数据来源: wind, 国泰君安证券。注: 为了历史可比性, 历史估值未考虑寿险外业务的估值变化。

表 4: 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	1.61
(发生时间)	2007.10.29	2011.9.30		200.1.13	2008.12.2	2011.11.30
中国平安	7.1	1.1	2.55	1.24	1.24	1.17
(发生时间)	2007.10.24	2011.9.30		2008.10.28	2008.10.28	2011.11.30
中国太保	5.4	1.0	1.95	1.02	1.15	1.29
(发生时间)	2008.1.8	2009.1.5		2009.1.5	2008.12.25	2011.11.30

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。

图 1: 保险股与股债市场



数据来源: Wind, 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		