

从资本公积回升研判保险股拐点

报告要点

■ 承保业绩和责任准备金难超预期，净资产回升成关注点

保费、责任准备金和净资产是影响保险股价值的三个关键因素。2011 年以来，由于居民可投资资金涌向银行和信托类高收益理财产品，保险产品在银保渠道萎缩的压力下销售乏力，保费收入稳定增长但难以超预期。

2011 年三季度以来，750 日国债收益率移动平均线逐步向上，责任准备金具有一定的利润释放空间，但从 2012 年下半年开始进入下行区域，因此就一年期限而言，责任准备金的影响属于中性。

但随着债券市场的持续复苏，及股票市场企稳回升，保险公司净资产回升预期成为市场关注点。但净资产回升并非一蹴而就，我们研究发现：债券收益率的下降先推动可供出售金融资产中债券类资产的公允价值上升，股市的反弹带动权益类资产增值，两者相互作用影响资本公积的变化；权益类资产价值变化还影响资产减值损失的计提，资产减值损失虽然占资本公积比重较小，但影响当期净利润；资本公积是净资产的变动的主要因素和先行指标，2008 年以来保险公司资本公积的变化与保险股相对大盘的表现非常契合。

■ 剖析 2008 年下半年资本公积改善及保险股跑赢大盘的原因

2008 年股债双杀使保险公司净资产和净利润环比下降，但从下半年开始保险股开始跑赢大盘，主要原因是受益于债券市场牛市，人寿、平安和太保债券资产收益率下降约 160—180bps，抵消了下半年股市下跌对权益资产的负面影响，资本公积逐步改善，并带动 2008 年四季度的净资产回升。

■ 保险股再度迎来资本公积改善拐点

2011 年三季度以来债券平均收益率已下降了 40bps 以上，债券价格有望持续上升，股票市场止跌反弹的概率也较大，保险公司的资本公积、单季度净利润、净资产等指标有望环比回升，保险股将再度进入相对表现上升的阶段。

■ 净资产回升阶段保险股表现突出

我们假设 2012 年债券收益率持续下降 50bps，股票市场反弹 10%，相对于 2011 年中期的净资产而言，测算结果显示回升幅度最大的是人寿 10.5%，其次为平安 7.7%、新华 7.42%和太保 3.93%。

我们认为 PB 估值处于较低阶段的保险股有望随着资本公积改善迎来修复行情；根据测算结果并结合其他基本面因素，我们看好平安的弹性及估值优势，如果股市反弹幅度加大，新华和太保的弹性则会增强。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
601628	中国人寿	中性
601336	新华保险	谨慎推荐
601318	中国平安	推荐
601601	中国太保	谨慎推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

新华保险	10A	11E	12E
PE	15.99	26.01	21.00
PB	5.47	2.63	2.51

中国平安	10A	11E	12E
PE	16.52	11.47	10.61
PB	2.45	2.22	1.79

相关研究

《新华保险新股询价报告：保费结构有望持续改善》2011-11-26

分析师：

刘俊

(8627)65799532

liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120002

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

报告要点.....	5
债券市场回暖使公司净资产迎来改善机遇.....	5
保费收入平稳增长，但难超预期.....	5
责任准备金释放空间有限.....	6
08 年市场与保险公司财务变动回顾.....	7
08 年保险公司财务指标变化概况.....	7
债券和股票市场影响资本公积和净资产的过程.....	9
资本公积改善阶段保险股表现良好.....	15
2011 年以来保险公司净资本变动剖析.....	17
股、债市场表现.....	17
净资产持续下降.....	17
单季度净利润同比增长，但环比下降.....	18
单季度投资收益环比下降.....	18
资本公积递减，资产减值损失递增.....	19
2011 年四季度计提资产减值损失成风险点.....	23
保险股估值修复.....	24
保险公司净资产预测.....	24
PB 估值位于低点.....	25
行业重点公司评级.....	26

图表目录

图 1: 10 年期国债收益率 750 日移动平均.....	6
图 2: 15 年期国债收益率 750 日移动平均.....	6
图 3: 上证综指与债券收益率变动.....	7
图 4: 保险公司净资产变动（剔除分红和富通因素影响）（百万元）	7
图 5: 2008-2009 年保险公司单季度净利润变动（百万元）	8
图 6: 2008-2009 年保险公司单季度投资净收益变动（百万元）	8
图 7: 2008-2009 年保险公司单季度总投资收益变动（百万元）	9
图 8: 人寿的资本公积与资产减值损失（百万元）	9
图 9: 平安的资本公积与资产减值损失（百万元）	10
图 10: 太保的资本公积与资产减值损失（百万元）	10
图 11: 人寿每股资本公积与股价表现	15
图 12: 平安每股资本公积与股价表现	16
图 13: 太保每股资本公积与股价表现	16
图 14: 2008-2009 年保险公司股价涨跌幅对比图.....	16
图 15: 2011 年公司净资产持续下降（百万元）	17
图 16: 2011 年保险公司单季度净利润变动（百万元）	18
图 17: 11 年投资净收益单季度变动（百万元）	18
图 18: 11 年总投资收益单季度变动（百万元）	18
图 19: 人寿 2011 年资本公积和资产减值损失的变化（百万元）	19
图 20: 平安 2011 年资本公积和资产减值损失的变化（百万元）	19
图 21: 太保 2011 年资本公积和资产减值损失的变化（百万元）	20
图 22: 2008-2011 年保险公司 PB 估值水平	25
表 1: 责任准备金评估利率敏感性变动（百万元）	6
表 2: 2012 年中期及期末责任准备金变动（百万元）	6
表 3: 人寿资本公积变动对净资产变动的的影响（百万元）	10
表 4: 平安资本公积变动对净资产变动的的影响（百万元）	11
表 5: 太保资本公积变动对净资产变动的的影响（百万元）	11
表 6: 人寿资本公积变动（百万元）	11
表 7: 平安资本公积变动（百万元）	11
表 8: 太保资本公积变动（百万元）	12
表 9: 人寿可供出售金融资产构成（百万元）	12
表 10: 平安可供出售金融资产构成（百万元）	12
表 11: 太保可供出售金融资产构成（百万元）	13
表 12: 可供出售金融资产中债权型资产占比	13
表 13: 2008 年股债市场表现.....	13
表 14: 2008 年下半年可供出售金融资产债券类收益率变动	13
表 15: 08 年中期保险公司公布的可供出售金融资产利率和股价敏感性预测（百万元）	14
表 16: 2008 年下半年人寿资本公积变动分解（百万元）	14
表 17: 2008 年下半年平安资本公积变动分解（百万元）	14

表 18: 2008 年下半年太保资本公积变动分解 (百万元)	14
表 19: 人寿资产减值损失变动明细 (百万元)	15
表 20: 平安资产减值损失变动明细 (百万元)	15
表 21: 太保资产减值损失变动明细 (百万元)	15
表 22: 股票市场与债券市场变动	17
表 23: 保险公司净资产变动与资本公积变动 (百万元)	19
表 24: 2011 年人寿资本公积变动 (百万元)	20
表 25: 2011 年平安资本公积变动 (百万元)	20
表 26: 2011 年太保资本公积变动 (百万元)	20
表 27: 2011 年中期保险公司可供出售金融资产结构 (百万元)	21
表 28: 2011 年中期可供出售金融资产中债券类资产占比	21
表 29: 保险公司披露的可供出售金融资产对利率和价格敏感性 (百万元)	21
表 30: 保险公司资本公积变动敏感性分析 (百万元, %)	22
表 31: 股票和债券市场波动对净资产变动敏感性分析 (百万元, %)	22
表 32: 2011/09-2011/12 月, 保险公司资本公积变动估计	23
表 33: 人寿资本公积与资产减值变动	23
表 34: 平安资本公积与资产减值变动 (百万元)	23
表 35: 太保资本公积与资产减值变动 (百万元)	23
表 36: 人寿净资产变动预测 (百万元)	24
表 37: 平安净资产变动预测 (百万元)	24
表 38: 太保净资产变动预测 (百万元)	25
表 39: 新华净资产变动预测 (百万元)	25
表 40: P/B 估值	25
表 41: 行业重点上市公司估值指标与评级变化	26

报告要点

承保业绩和投资业绩是拉动保险业绩的两驾马车。承保业绩主要关注保费收入、责任准备金和赔款支出的影响。在当前经济环境下，承保业绩难以得到经济、政策方面的有力刺激，预计保费增速不会超预期。

投资业绩主要关注公司的投资收益及净资产变动。保险公司单季度投资收益在 2011 年出现下降的趋势，使单季度净利润、期末净资产也逐步减少。净资产的改善是市场主要的关注点，本报告分析了 2008 年下半年保险股开始跑赢大盘的原因，发现债券收益率下降带来债券投资的牛市，使当期保险公司的可供出售金融资产中债券的价值上升，从而逐步带动资本公积、净资产和单季度净利润回升，2008 年四季度开始的股市反转，则加速了保险公司景气周期到来的步伐。

目前保险股的经营环境和 2008 下半年的情形非常类似，本报告拟通过对 2008 年下半年保险公司财务指标的变化，分析 2012 年一季度保险公司经营指标改善的可能性，并测算了债券市场和股市不同反弹程度下四只保险股的受益程度。

债券市场回暖使公司净资产迎来改善机遇

2011 年保险公司净利润平稳增长的同时，公司净资产却迅速下降，净资产下降的主要原因在于资本公积的大幅下降，资本公积的变动充分受股票和债券市场的影响。随着债券市场好转，以及股票市场的止跌回升，保险公司的资本公积将逐步改善，净资产有望扭转向下趋势迎来快速提升。

以 08 年保险市场表现及保险公司财务变化佐证，我们认为，受益于债券收益率的下行和股票市场的好转，保险公司资本公积改善、继而带来净资产的快速回升的逻辑及特征如下：

- 1、随着债券收益率进一步下降，债券市场的牛市将提升可供出售金融资产中债券类资产的价格，从而带来保险公司资本公积的改善，资本公积的改善将拉升净资产。
- 2、资本公积改善过程中，人寿和平安债券类资产占比较大，弹性较高，改善的幅度大，能迅速带来净资产扭转；太保和新华的改善幅度较小，对净资产的提升力量略弱。
- 3、2008 年以来的股价表现证明，单季度资本公积的变化与保险股价变化的关联度更高，资本公积改善阶段保险股价相对于大盘表现良好。
- 4、受累于 2011 年股市的持续下跌，2011 年末资产减值损失可能进一步放大，净利润的增长会受累于资产减值的增加；但进入 2012 年，随着债券市场的持续牛市及股票市场整体上涨的概率增加，保险公司的资产减值损失计提幅度减小，对净资产的影响甚微。

保费收入平稳增长，但难超预期

预计 2012 年保险承保业绩平稳增长，但难超市场的预期，主要原因有以下：

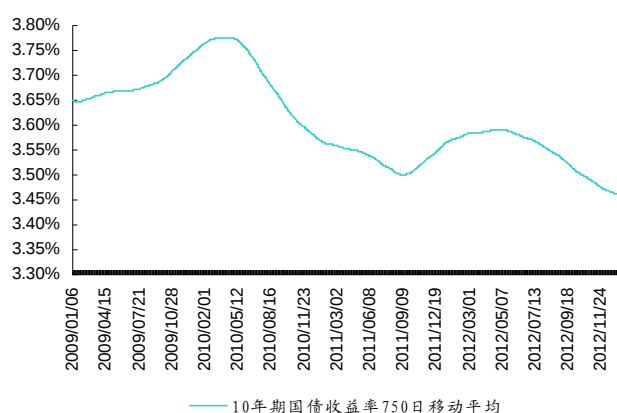
- 1、从宏观经济形势来看，明年 GDP 增速放缓已经成为大概率事件，在经济增速放缓的大背景下，保费收入增长难以得到有效的经济内生刺激。
- 2、从政策方面看，虽然个税递延产品试点已经箭在弦上，但是试点影响范围和刺激作用有限；车险费率市场化和传统险利率放开的政策靴子没有落地，即使施行，其作用也难以在一时显现出来；此外，监管部门进一步严格要求树立保险业的良好形象，加强对保险营销活动的监管。这些政策立足于长远，在短期内却难以对保费收入产生直接的刺激作用，因此保费收入在 2012 年将延续平稳增长趋势，暂时尚未看到超预期的影响因素。

3、预计 2012 年银行、信托理财产品的收益率仍较高，发行规模较大，保险产品的相对投资优势并不突出，居民对保险产品的需求也进入平稳期。

责任准备金释放空间有限

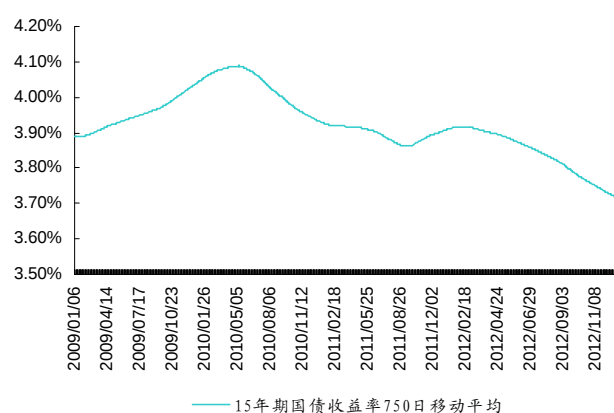
2011 年下半年至 2012 年上半年，保险公司的责任准备金评估利率处于上升区间，责任准备金有一定的释放空间，但是释放空间有限。我们假设 2012 年一季度和三季度分别出现一次降息，降息幅度为 25 个基点。在此假设下，10/15 年期 750 日国债收益率移动平均在 2012 年 5 月会到达一个极值，之后逐步向下。以 10 年期国债收益率为参考，预计 2012 年 6 月评估利率较 2011 年末环比上升约 4-5 个 bp，2012 年末较 2011 年末下降约 9-10 个 bp。

图 1: 10 年期国债收益率 750 日移动平均



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 2: 15 年期国债收益率 750 日移动平均



资料来源: wind, 长江证券研究部

表 1: 责任准备金评估利率敏感性变动 (百万元)

对寿险责任准备金和长期健康险责任准备金影响	+1bps	-1bps
人寿	-572.76	674.02
平安	-439.2	466.8
太保	-439.12	469.84
新华	-120.46	131.5

资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

在此假设下，我们测算 2012 年 6 月，人寿、太保、新华和太保可分别释放准备金 28.64 亿元、21.96 亿元、21.96 亿元和 6.02 亿元；虽然短期内准备金有一定释放空间，但评估利率变动不大，且长期趋尚不稳定，准备金释放空间有限。

表 2: 2012 年中期及期末责任准备金变动预测 (百万元)

对寿险责任准备金和长期健康险责任准备金影响	+5bps	-11bps
人寿	-2864	7414
平安	-2196	5139
太保	-2196	5168
新华	-602	1447

资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

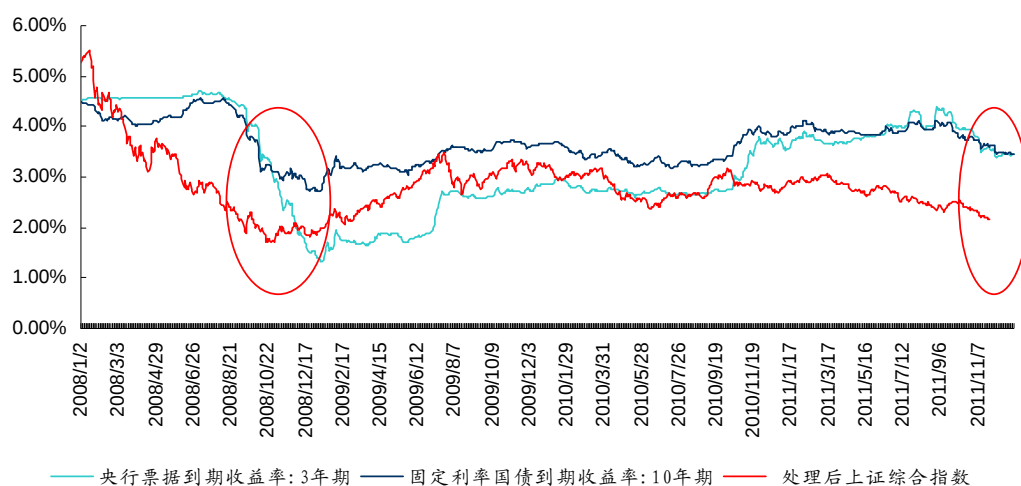
08 年市场与保险公司财务变动回顾

2011-2012 年股债市场和保险公司财务表现与 2008 年情况具有相似之处，我们通过梳理 08 年的保险公司经营指标的变化，以便更好的判断当前净资产的发展方向。

08 年下半年，债券收益率大幅下跌，10 年期国债收益率下跌超过 170 个 bp，3 年期央票下跌超过 300 个 bp，由此带来债券市场一波牛市行情。

同期股票市场表现低迷，下半年股指下跌超过 33%，出现股票熊市和债券牛市共存局面。

图 3：上证综指与债券收益率变动

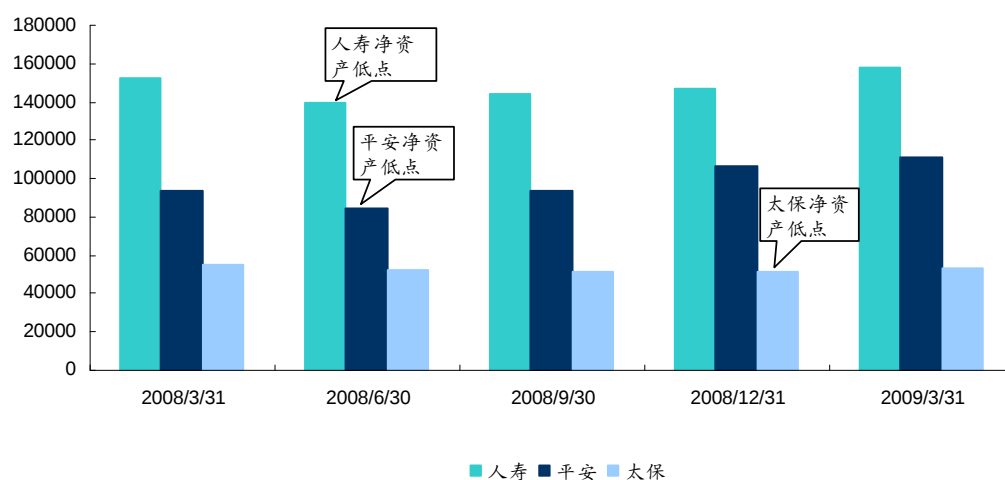


资料来源：wind, 长江证券研究部

08 年保险公司财务指标变化概况

净资产先降后升

图 4：2008 年保险公司净资产变动（百万元）



资料来源：公司年报，长江证券研究部

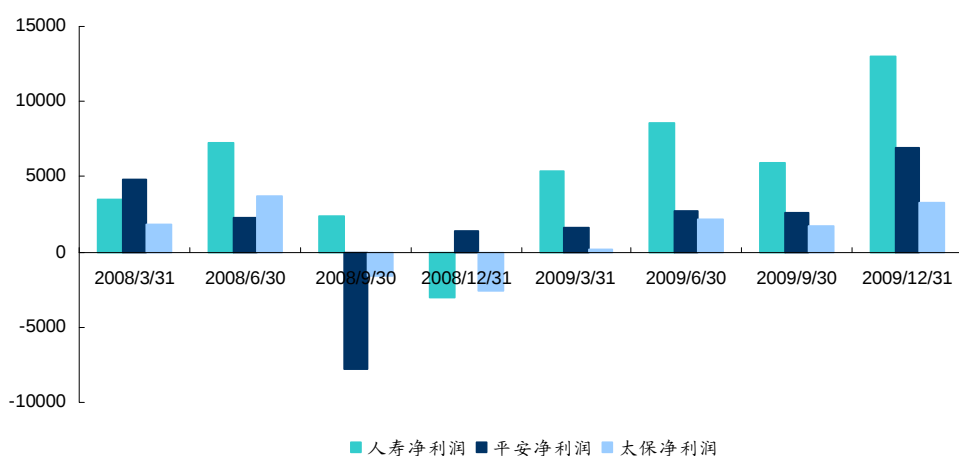
08 上半年保险公司净资产下降，下半年净资产开始回升。人寿、平安（剔除投资富通的影响）净资产 6 月达到最低，随后改善；太保净资产持续下降到 08 年末，09 年一季度随着股市反弹，净资产才得以改善。

保险公司净资产下降主要是由于资本公积下降和资产减值激增拉低未分配利润引起的。人寿、平安资本公积在 2008 年中期后得到大幅改善从而拉升了净资产；太保资本公积的改善幅度较小，资产减值损失却快速增加，从而拉低未分配利润，净资产持续下降。

净利润经历负增长

08 下半年保险公司净利润都环比下降，主要源于大幅度计提资产减值损失，尤其是平安。

图 5：2008-2009 年保险公司单季度净利润变动（百万元）

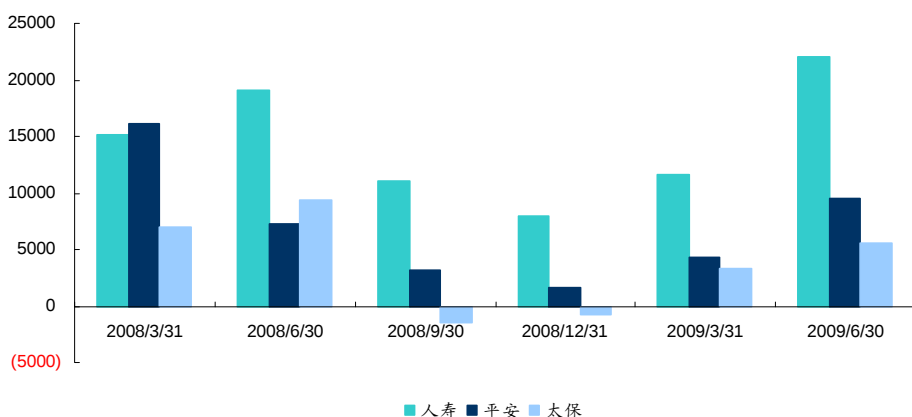


资料来源：公司年报，长江证券研究部

投资收益先降后回升

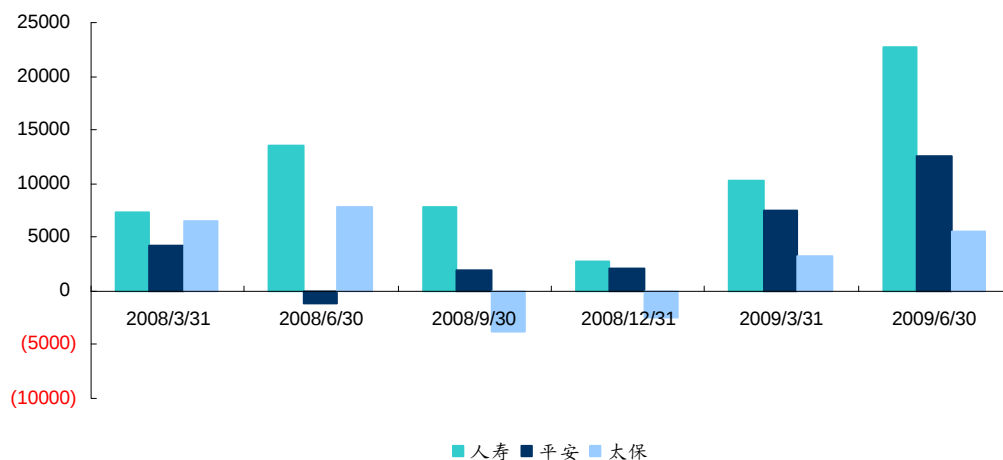
08 年投资收益总体保持增长。从单季度投资净收益的角度看，除太保 08 年持续下降、09 年回升外，人寿、平安均是 08 年下半年下降、09 年回升趋势。从总投资收益（投资净收益+公允价值变动净损益+资产减值损失）的角度看，人寿情况略好，平安因大规模计提公允价值损失总投资收益为负，太保因大幅度计提资产减值损失下半年总投资收益负增长。

图 6：2008-2009 年保险公司单季度投资净收益变动（百万元）



资料来源：公司年报，长江证券研究部

图 7：2008-2009 年保险公司单季度总投资收益变动（百万元）



资料来源：公司年报，长江证券研究部，

注：平安剔除富通减值影响。

债券和股票市场影响资本公积和净资产的过程

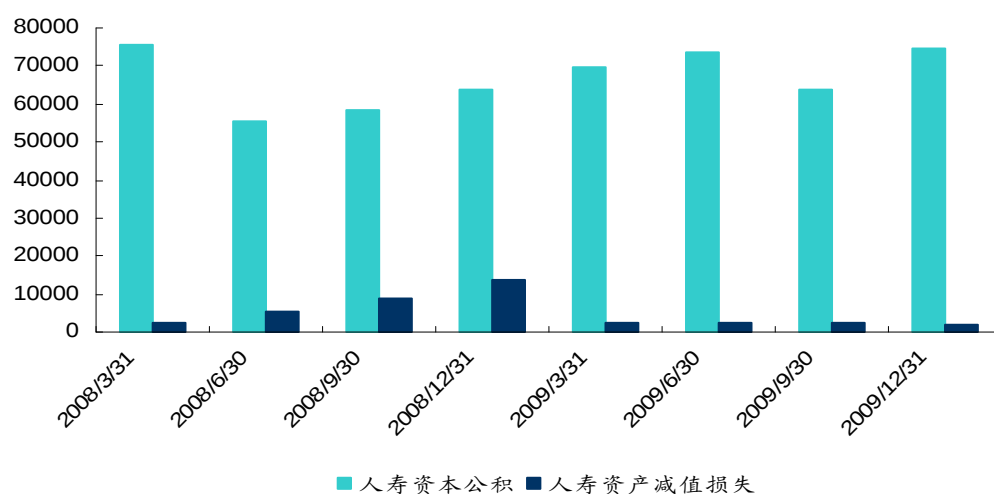
资本公积和资产减值损失的变化

债券和股票市场影响保险公司的资本公积和资产减值损失的变化。

08 上半年，股市和债券市场均处于下跌走势，保险公司资本公积快速下降；08 年 9 月开始债券价格回升，带动资本公积迅速改善。值得注意的是，债券牛市的出现与资本公积的改善几乎同步，在此阶段资本公积主要体现了债券类资产价格的变动影响。

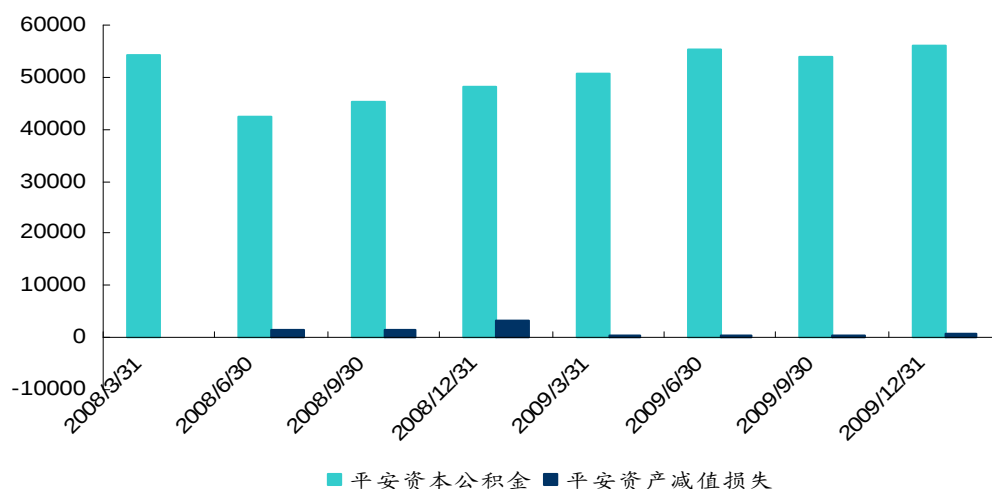
同时，08 下半年股市持续下跌，资产减值损失逐步增加至年末。资产减值损失的递增与股市的下跌保持一致，因此资产减值充分反映了权益类资产的变动。

图 8：人寿的资本公积与资产减值损失（百万元）



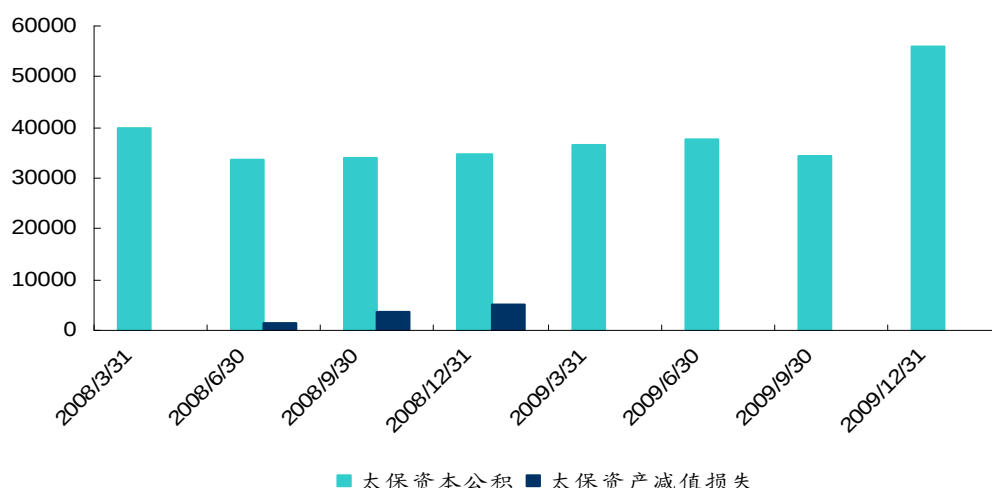
资料来源：公司年报，长江证券研究部

图 9：平安的资本公积与资产减值损失（百万元）



资料来源：公司年报，长江证券研究部

图 10：太保的资本公积与资产减值损失（百万元）



资料来源：公司年报，长江证券研究

资本公积是影响净资产变动的主要原因

资本公积变动是净资产变动的重要推动力量，其他因素影响较小。08 上半年，资本公积减少拉低净资产；下半年，资本公积大幅提升带来净资产扭转。资本公积的变动对净资产的影响程度不一，人寿最大，太保最小。

表 3：人寿资本公积变动对净资产变动的影响（百万元）

	2008/3/31	2008/6/30	2008/9/30	2008/12/31
人寿资本公积变动	-	-20139	2491	5747
人寿净资产变动	-	-12841	4830	2703
影响作用	-	157%	52%	213%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 4：平安资本公积变动对净资产变动的影响（百万元）

	2008/3/31	2008/6/30	2008/9/30	2008/12/31
平安资本公积变动	-	-11720	2955	2709
平安净资产变动	-	-9470	9417	12644
影响作用	-	124%	31%	21%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 5：太保资本公积变动对净资产变动的影响（百万元）

	2008/3/31	2008/6/30	2008/9/30	2008/12/31
太保资本公积变动	-	-6207	495	2182
太保净资产变动	-	-2487	-1142	-354
影响作用	-	250%	-	-

资料来源：公司年报，长江证券研究部

可供出售金融资产价值变化与资本公积回升

1、当期可供金融资产公允价值变动是资本公积变动主要因素

资本公积由股本溢价、当期可供出售金融资产公允价值变动及其他变动等构成，股本溢价基本保持不变，可供出售金融资产公允价值变动是资本公积变动的主要原因。比较保险公司各季度财务数据，也可发现可供出售金融资产公允价值的变动与资本公积变动额非常接近。

可供出售金融资产公允价值改善幅度不同，对资本公积的提升幅度也不同。08 年 6 月末保险公司的资本公积下降并达到最低点，下半年开始回升，其中人寿公允价值改善幅度最大，提升的作用也最大，平安次之，太保最小。

表 6：人寿资本公积变动（百万元）

人寿	2008/6/30	2008/12/31	2009/6/30
股本溢价	53861	53861	53861
可供出售金融资产公允价值变动	1818	10056	19592
合计	55679	63917	73453
可供出售金融资产公允价值环比变动	-	8238	9536
环比变动/资本公积	-	14.7%	-
资本公积变动	-	8238	9536
可供出售金融资产价值变动/资本公积变动	-	100%	100%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 7：平安资本公积变动（百万元）

平安	2008/6/30	2008/12/31	2009/6/30
股本溢价	51907	51907	51907
可供出售金融资产公允价值变动	-9476	-5556	4086
所得税	-	1122	-747
合计	42431	48095	55246
可供出售金融资产公允价值环比变动	-	3920	9642
环比变动/资本公积	-	9.2%	-
资本公积变动	-	5664	7151
可供出售金融资产价值变动/资本公积变动	-	69.2%	135%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 8：太保资本公积变动（百万元）

太保	2008/6/30	2008/12/31	2009/6/30
股本溢价	37467	37467	37467
子公司增资	1385	1373	1373
可供出售金融资产公允价值变动	-5354	-2665	298
其他	20	20	20
合计	33518	36195	39158
可供出售金融资产公允价值环比变动	-	2689	2963
变动占比	-	8%	-
资本公积变动	-	2677	2963
可供出售金融资产价值变动/资本公积变动	-	100%	100%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

2、可供出售金融的资产构成比较

可供出售金融资产主要由债券类资产和权益类资产构成，这两类资产的价格受股债市场波动的影响。债券收益率下降带来债券类资产价格上升，股票市场上涨带来权益类资产价格上升。

在资产总量上，人寿最大，平安居中，人保最小；结构上，08 年 6 月，债权型资产占比分别为人寿 74%，平安 69%和太保 64%；从总量变化上，08 年下半年人寿、平安可供出售金融资产保持稳定增长，太保减少；结构变化上，08 年下半年债券类资产占比都大幅度提升。

表 9：人寿可供出售金融资产构成（百万元）

人寿	2008/6/30	2008/12/31	2009/6/30
国债	78727	80006	57434
政府机构债券	147361	191121	152121
企业债	45924	67505	79597
次级债券	10330	17588	17850
债券类合计	282342	356220	307002
基金	35395	29890	57141
股票	64729	38524	79811
权益类合计	100124	68414	136952
合计	382466	424634	443954

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 10：平安可供出售金融资产构成（百万元）

平安	2008/6/30	2008/12/31	2009/6/30
国债	12145	18124	14792
央行票据	21210	18401	16379
金融债	41732	63905	58974
企业债	47473	80114	75243
债券类合计	122560	180544	165388
基金	11382	11312	22423
股票	43705	20380	24983
权益类合计	55087	31692	47406
合计	177647	212236	212794

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 11：太保可供出售金融资产构成（百万元）

太保	2008/6/30	2008/12/31	2009/6/30
政府机构债券	13301	11829	10231
央行票据	6161	3867	220
政策性银行票据	11087	12685	36830
商业银行	16592	26643	
法人实体	17619	27270	34931
债券类合计	64760	82294	82212
基金	17785	6919	11029
股票	18270	5307	17454
基础设施	0	1544	2799
权益类合计	36055	13770	31282
合计	100815	96064	113494

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 12：可供出售金融资产中债权型资产占比

	2008/06	2008/12	2009/06
人寿	74%	84%	69%
平安	69%	85%	77%
太保	64%	86%	72%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

3、股票和债券波动中可供出售金融资产价值敏感性测算

08 下半年，债券收益率大幅下降，多数降幅超过 150bps，股票市场下跌接近 33%。

表 13：2008 年股债市场表现

2008 年 6 月—2008 年 12 月 (%)	
股票市场 (%)	-33
债券市场 (%)	
国债 (10 年期)	-1.735
政府债	-1.830
央票 (3 年期)	-3.122
金融债 (10 年期)	-1.822
企业债 (10 年期, AA 级)	-1.197
次级债	-1.100

资料来源：公司年报，长江证券研究部

综合公司债券类资产结构和债券收益率变动，我们估计 08 下半年，人寿、平安和太保的可供出售金融资产中平均债券收益率变动分别为 162bps、180bps 和 176bps。

表 14：2008 年下半年可供出售金融资产债券类收益率变动

债券收益率变动 (%)	
平安	-1.796
人寿	-1.624
太保	-1.758

资料来源：公司年报，长江证券研究部

保险公司年报中披露了可供出售金融资产的利率风险和价格风险。利率和价格波动通过影响债权型资产和权益型资产带来资本公积的变动。

表 15: 08 年中期保险公司公布的可供出售金融资产利率和股价敏感性预测 (百万元)

债券收益率	08/6/30	股票价格波动	08/6/30
-50bps	资本公积变动	+10%	资本公积变动
平安	3825	-	9162
太保	399	-	2770
人寿	7001		6938

资料来源: 公司半年报, 长江证券研究部

注: 平安、太保使用给定置信区间下在险价值。

为了更好的验证我们的逻辑, 我们根据 2008 年中期保险公司的敏感性测算表, 测算了 2008 年下半年股票和债券市场下跌和上涨环境中保险公司可供出售金融资产的变化, 并根据资产结构区分了股票和债券市场对资本公积的不同影响。

假设在债券收益率下降阶段, 资本公积能充分反映债券市场价格的变化, 原因是虽然 2008 年下半年上证指数下跌约 33%, 但保险公司也及时调整了权益资产结构, 这点可以从 2008 年下半年人寿、平安和太保期末权益类可供出售金融资产规模分别减少 32%、53%、62% 的实际情况看出来, 因此权益资产规模的减少使当时股市的下跌对资本公积的负面影响并没保险公司此前预测的那么大。

我们对资本公积变动进行了分解。其中 2008 年下半年人寿资本公积提升 82.83 亿元; 平安资本公积上升 39.2 亿元; 太保资本公积提升 26.87 亿元, 债券类资产提升约 14.03 亿元。

表 16: 2008 年下半年人寿资本公积变动分解 (百万元)

资本公积变动	债券类资产价格变动	22739
8238	股权型资产价格变动	-14501

资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

表 17: 2008 年下半年平安资本公积变动分解 (百万元)

资本公积变动	债券类资产价格变动	13740
3920	股权型资产价格变动	-9820

资料来源: 公司年报, 长江证券研究部, 剔除富通减值损失的影响

表 18: 2008 年下半年太保资本公积变动分解 (百万元)

资本公积变动	债券类资产价格变动	1403
2687	股权型资产价格变动	1284

资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

债券收益率下降、债券类资产公允价值上升, 并体现为资本公积改善。综合资产总额和债券类资产占比等因素, 人寿资本公积对债券收益率变动的敏感性最高, 平安次之, 太保最小。

股市持续下跌, 资产减值损失递增

08 年股市持续下跌, 资产减值损失延续增长趋势。人寿、平安和太保资产减值损失分别增长 144%、116% (剔除富通影响) 和 262%。

资产减值损失主要受可供出售金融资产中权益类资产价值变动的影响。股市的持续下行拉低股票类资产价格, 体现为资产减值损失持续大幅增加。

表 19: 人寿资产减值损失变动明细（百万元）

人寿	2008/6/30	2008/12/31	2009/6/30
可供出售金融资产减值损失	5613	13721	2284
其他	14	26	1
合计	5627	13747	2285

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 20: 平安资产减值损失变动明细（百万元）

平安	2008/6/30	2008/12/31	2009/6/30
坏账损失	-67	-81	76
可供出售金融资产减值损失	1585	25960	295
债券	75	73	0
权益工具	1510	25887	295
其他	21	241	85
合计	1539	26120	456

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 21: 太保资产减值损失变动明细（百万元）

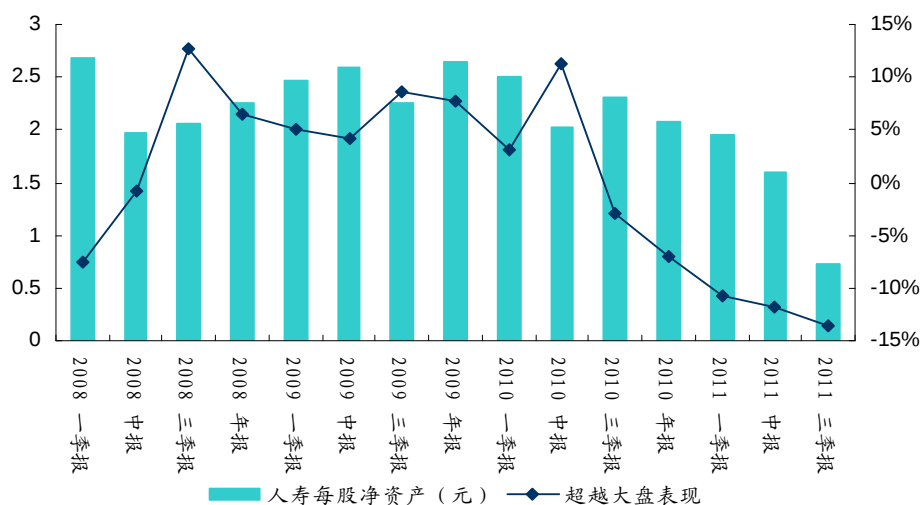
太保	2008/6/30	2008/12/31	2009/6/30
计提坏账准备及其他	176	80	23
计提可供出售金融资产减值损失	1264	5141	128
合计	1440	5221	151

资料来源：公司年报，长江证券研究部

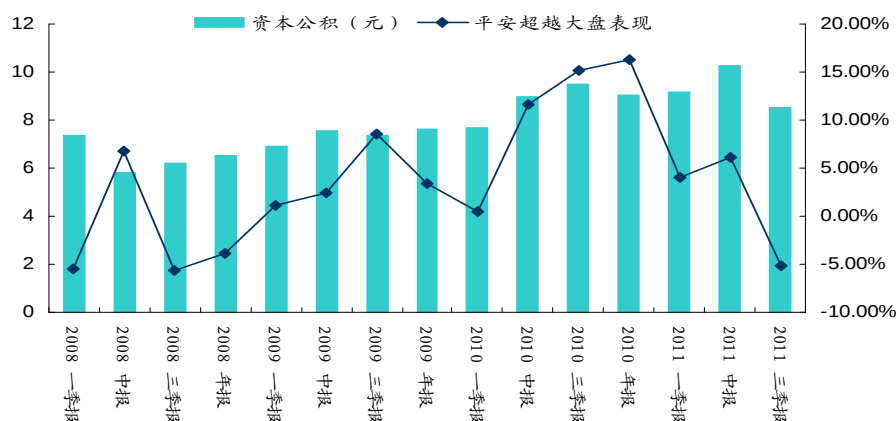
资本公积改善阶段保险股表现良好

从 2008 下半年至 2009 上半年保险公司财务指标变化的过程可以看出，债券和股票市场的先后回暖，通过可供出售金融资产价值上升，以及资产减值损失计提的减少，先后推动资本公积和净资产回升。因此，资本公积改善是净资产回升的积极、先行信号，每股资本公积变动与股价走势呈现出一致性，在资本公积回升阶段保险公司股价往往表现良好。

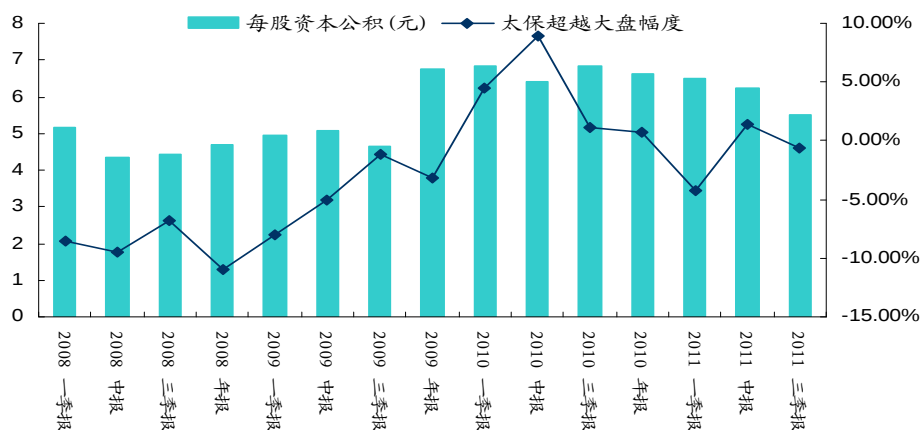
图 11: 人寿每股资本公积与股价表现



资料来源：wind，长江证券研究部

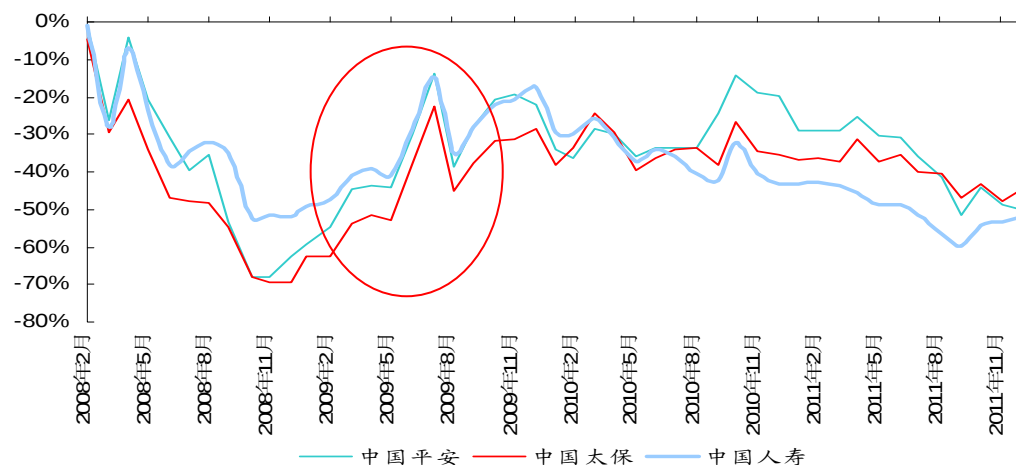
图 12: 平安每股资本公积与股价表现


资料来源: wind, 长江证券研究部

图 13: 太保每股资本公积与股价表现


资料来源: wind, 长江证券研究部

08 下半年受益于债券市场转暖, 保险公司资本公积得到大幅改善。其中人寿改善的幅度最大, 其同期股价表现也优于平安、太保。

图 14: 2008-2009 年保险公司股价涨跌幅对比图


资料来源: wind, 长江证券研究部

2011 年以来保险公司净资本变动剖析

股、债市场表现

2011 年下半年债券收益率下降，债券价格有所反弹，10 年期国债收益率下跌超过 44 个 bp，3 年期央票收益率下跌超过 55 个 bp；全年股市持续下跌，同期股票市场下跌约 21%。

具体来看，2011 年 9 月以后债券收益率有较大幅度下降，国债收益率下降超过 30-40bps。

表 22：股票市场与债券市场变动

	2011/6-2011/9	2011/6—2011/12
股票市场（%）	-12	-21
债券市场（%）		
国债（10 年期）	-0.013	-0.441
央票（3 年期）	-0.026	-0.558
金融债（10 年期）	0.024	-0.678

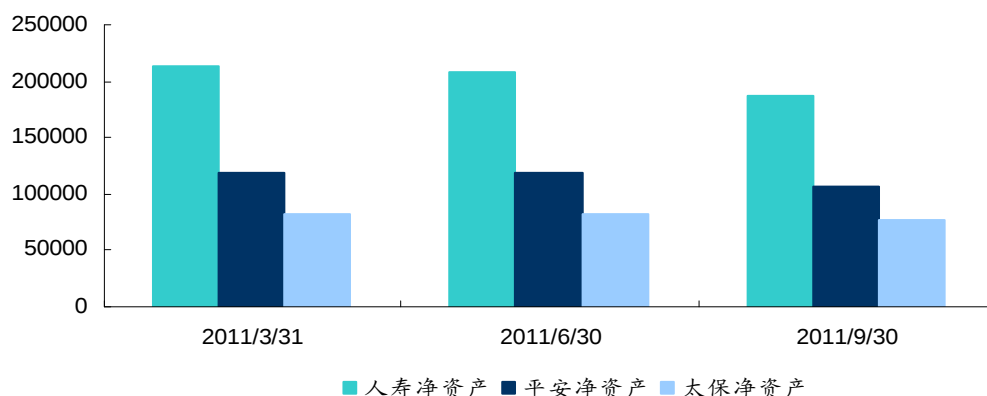
资料来源：wnd，长江证券研究部

鉴于保增长的大局下货币政策有放松的动力和空间，债券市场的牛市行情在 2012 年一、二季度有望持续；而出于对国内经济增长放缓、出口锐减以及欧债危机的担忧，2012 年股票市场可能将继续震荡，但下跌的空间已经不大，如果股票市场出现一定幅度的反弹，那么保险公司的投资环境将重现 2008 年末到 2009 年一季度的情形，资本公积和净资产的拐点也会加速到来。

净资产持续下降

2011 年以来，三家上市保险公司的净资产持续下降。截至 2011 年三季度末，人寿净资产较年初减少约 17.5%，平安减少 11.3%，太保减少 9.8%。

图 15：2011 年公司净资产持续下降（百万元）



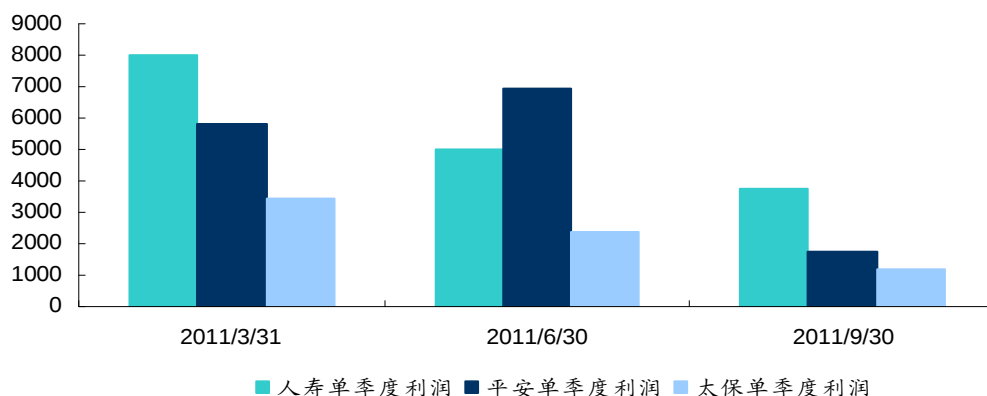
资料来源：公司年报，长江证券研究部，

注：剔除了分红影响；平安剔除了 2011 年 6 月 H 股增发上市带来的股本变动影响，这些影响幅度都很小。

单季度净利润同比增长，但环比下降

2011 年前三季度，人寿、平安和太保净利润复合增速分别为 44.8%、58%和 42.6%，但单季度净利润同比增幅下滑，而且 2011 年单季度净利润环比基本呈现下降趋势。

图 16: 2011 年保险公司单季度净利润变动（百万元）



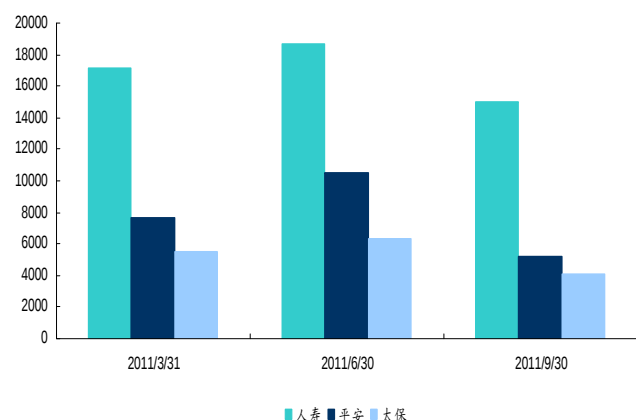
资料来源：公司年报，长江证券研究部

单季度投资收益环比下降

2011 年人寿、平安和太保的单季度投资净收益均保持稳定的同比大幅增长趋势，前三季度投资净收益的复合增速分别达到 72%、75%和 70%；但除平安的投资收益在 2011 年二季度意外的环比增长外，可以发现保险公司单季度投资收益均出现环比下降趋势。

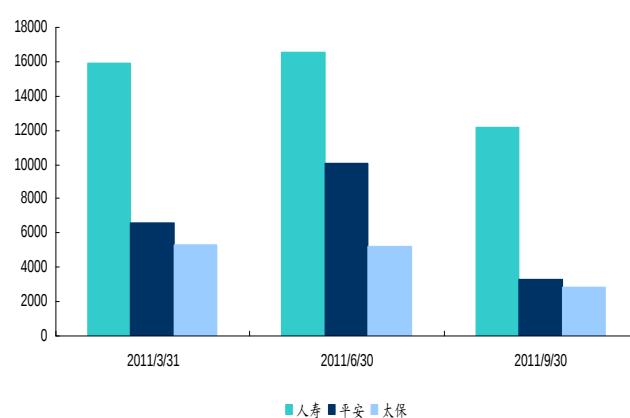
由于总投资收益中公允价值损益和资产减值损失的影响小，因此总投资收益的变动与净投资收益变动幅度基本一致。

图 17: 2011 年投资净收益单季度变动（百万元）



资料来源：wind，长江证券研究部

图 18: 2011 年总投资收益单季度变动（百万元）



资料来源：wind，长江证券研究部

我们下文的测算表明，2011 年保险公司单季度投资收益下降主要原因是股票市场下跌的负面影响大于当期债券市场的推动效应所致。

资本公积递减的原因及弹性测算

资本公积递减，资产减值损失递增

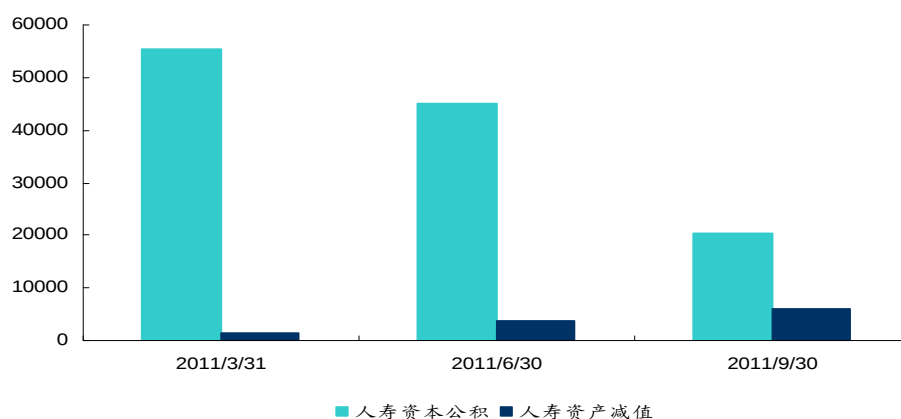
与净资产、单季度净利润及单季度投资收益的变化趋势一致，保险公司的资本公积也出现环比持续下降的趋势，而资产减值幅度增加。从 2011 年二、三季度净资产和资本公积环比变动情况看，资本公积是净资产变动的主要原因。

表 23：保险公司净资产变动与资本公积变动（百万元）

		2011 二季度	2011 三季度
人寿	净资产变动	-16479	-20960
	资本公积变动	-10166	-24712
平安	净资产变动	-421	-13202
	资本公积变动	-4625	-13802
太保	净资产变动	-3010	-5151
	资本公积变动	-2363	-6345

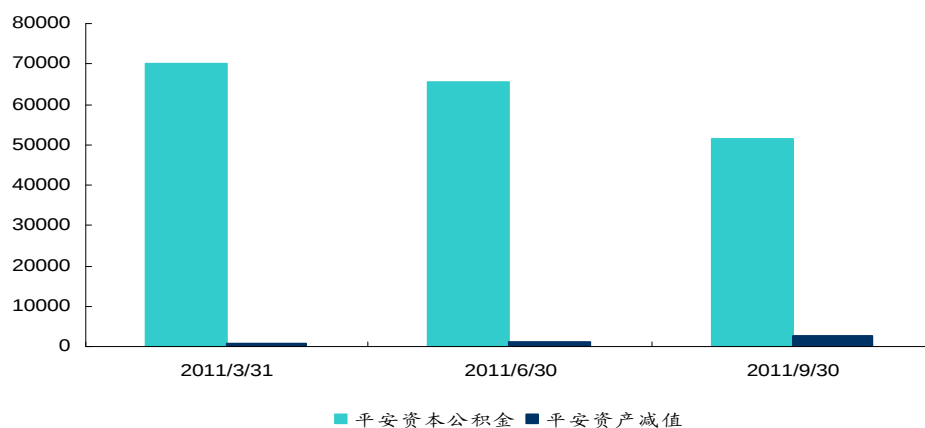
资料来源：公司年报，长江证券研究部

图 19：人寿 2011 年资本公积和资产减值损失的变化（百万元）

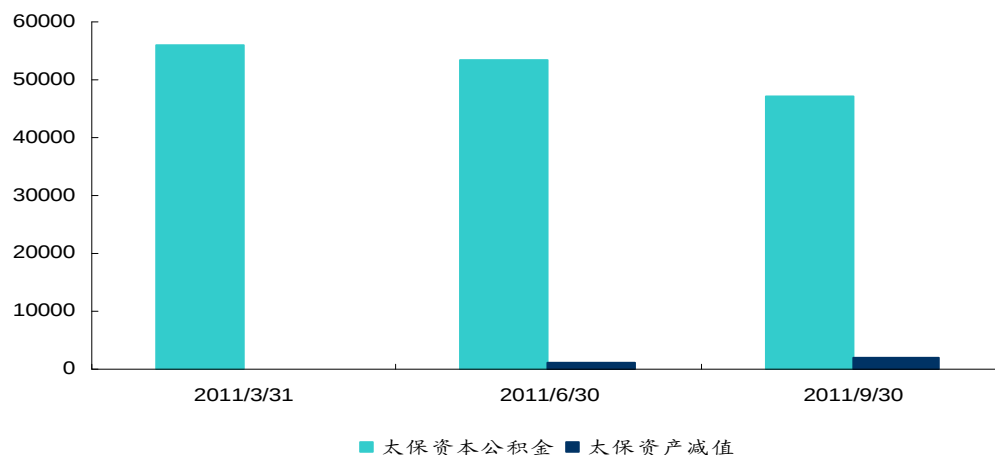


资料来源：公司年报，长江证券研究部

图 20：平安 2011 年资本公积和资产减值损失的变化（百万元）



资料来源：公司年报，长江证券研究部

图 21: 太保 2011 年资本公积和资产减值损失的变化 (百万元)


资料来源: 公司年报, 长江证券研究部,

可供出售金融资产对资本公积下降的影响

而资本公积大幅下降主要原因在于可供出售金融资产公允价值减少, 其中人寿公允价值减少的幅度最大, 对资本公积的影响也最大。

表 24: 2011 年人寿资本公积变动 (百万元)

人寿	2010/12/31	2011/6/30
股本溢价	53861	53861
可供出售金融资产公允价值变动	4548	-8646
其他	51	-72
资本公积合计	58460	45143
可供出售金融资产公允价值减少	-	-13194
变动占比	-	-29.2%

资料来源: 公司年报, 长江证券研究部,

表 25: 2011 年平安资本公积变动 (百万元)

平安	2010/12/31	2011/6/30
股本溢价	67644	83506
可供出售金融资产公允价值变动	1224	-3429
其他	101	1174
资本公积合计	68969	81251
可供出售金融资产公允价值减少	-	-4653
变动占比	-	-5.7%

资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

表 26: 2011 年太保资本公积变动 (百万元)

太保	2010/12/31	2011/6/30
资本公积		
股本溢价	58025	58025
子公司增资	2266	2265
可供出售金融资产公允价值变动	-3511	-6796
其他	30	30

资本公积合计	56810	53524
可供出售金融资产公允价值减少	-	-3285
变动占比	-	-6.1%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

可供出售金融资产的结构影响保险股的弹性

可供出售金融资产包括债券类资产和权益类资产。资产总量上，人寿>平安>太保>新华，但债券类资产占比人寿、平安、太保和新华分别为 66.1%、60.7%、48.6%和 60%。若不考虑市场大幅波动及权益资产比重大幅变化的因素，可供出售金融资产的结构决定了保险公司对债券和股票市场的弹性。

表 27：2011 年中期保险公司可供出售金融资产结构（百万元）

资产类别	人寿	平安	太保	新华
国债	58020	0	0	22
政府债	143797	15051	1660	0
央票	0	2709	0	0
金融债	0	65800	23136	7205
企业债	124489	69645	38637	18806
次级债	49049	0	0	16052
债券类	375355	153205	63433	42085
基金	100945	25202	25030	8565
股票	91657	72404	35774	20016
其他	0	1522	6234	28581
权益类	192602	99128	67038	70666

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 28：2011 年中期可供出售金融资产中债券类资产占比

	人寿	平安	太保	新华
债券类	66.1%	60.7%	48.6%	60%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

可供出售金融资产和资本公积的敏感性测算

2011 年下半年，上证综指下跌 21%，债券价格有所回升，其中三季度债券收益率下降幅度有限，股市下跌却达到 12%，由此导致三季报中资本公积大幅度下跌；9 月-12 月，债券收益率下降速度变快，下降幅度变大，同期股票市场下跌约 9%。

根据各公司 2011 半年报披露资本公积对债券收益率变动的敏感性：人寿的资本公积对债券和股票价格的变化是最敏感的，太保的综合弹性相对较小，但对股票波动较敏感。

表 29：保险公司披露的可供出售金融资产对利率和价格敏感性（百万元）

资本公积变动	债券收益率下降 50bps	股价上涨或下跌 10%
人寿	9283	+/-11550
平安	4255	6693
太保	891	2294
新华	439	+/-1080

资料来源：公司年报、半年报，长江证券研究部，

注：太保、人寿在 2011 年半年报披露了测试结果；平安在 2010 年报中披露；太保、平安使用在险价值测算方法，得出的资本公积变动是最大波动值。

由此，我们假设股票市场保持稳定和上升 10%，债券收益率分别下跌 50 个 bp 和 100 个 bp 的情形，我们的测算可供出售金融资产公允价值的变动。在此假设投资资产结构不变化。

在股票市场企稳，债券收益率下跌 50 个 bp 的情形下，人寿、平安、太保和新华资本公积分别较 2011 年中期改善 20.56%、4.98%、1.89%和 4%；若同时股票市场也上涨 10%，人寿、平安、太保和新华资本的资本公积改善幅度达到 46%、13%、6.7%和 13%。

因此，债券收益率下跌和股票市场的企稳回升，人寿、平安、太保和新华资本公积都将得到改善，其中人寿由于 2011 年基数低，改善最大，平安次之，新华、太保相对较小。

表 30：保险公司资本公积变动敏感性分析（百万元，%）

股市变动	债市变动	人寿	变动	平安	变动	太保	变动	新华	变动
2011 年中期资本公积		45,143		81,251		53,524		117,64	
0%	-50bps	9,283	20.56%	4,048	4.98%	891	1.89%	439	4%
	-100bps	18,566	41.13%	10,741	13.22%	3,185	3.78%	878	8%
10%	-50bps	20,833	46.15%	10,741	13.22%	3,185	6.75%	1519	13%
	-100bps	30,116	66.71%	14,789	18.20%	4,076	8.64%	1958	17%

资料来源：长江证券研究部，

但各保险公司的资本公积占净资产的比重不同，因此债券和股票市场的波动最终传递到净资产的影响幅度也不同。由于人寿的资本公积占净资产比重较小，市场波动对净资产影响打折。

表 31：股票和债券市场波动对净资产变动敏感性分析（百万元，%）

股票市场	债券市场	人寿	变动占比	平安	变动占比	太保	变动占比	新华	变动占比
0%	-50bps		4.67%		2.90%		1.10%		2.14%
	-100bps		9.34%		7.70%		3.93%		4.29%
10%	-50bps		10.47%		7.70%		3.93%		7.42%
	-100bps		15.14%		10.61%		5.03%		9.56%
2011 年中期净资产		198,884		139,425		81,060		20,477	
资本公积/净资产		22.70%		58.28%		66.03%		57.45%	

资料来源：长江证券研究部，

值得注意的是：上述结果是基于保险公司给出的可供出售金融资产对利率弹性作出的测算，在实际过程中，可能会因为保险公司的债券久期变化、股票投资仓位调整、投资收益率的变化等原因使净资本和净资产的变化幅度与测算结果有差异，但仅从资产结构和保险公司自身对市场波动的测算分析而言，上述结果反映了市场波动中保险公司净资本和净资产变化的大致趋势和幅度。

2011 年末保险公司资本公积变动预测

2011 年 6 月-9 月，债券收益率略有下降，但是股市下跌约 12%，使三季度末保险公司资本公积大幅度减小。四季度股市下跌约 9%，债券收益率下跌超过 40bps，如果 9 月资本公积不存在超额减少的情况下，我们预计 2011 年年末，保险公司资本公积仍将下降，但下降的幅度将大大减小。

2012 年债券收益率将延续下跌趋势，债券市场牛市继续，同时股票市场改善有望，资本公积改善机遇即将来临。

表 32: 2011/09-2011/12 月, 保险公司资本公积变动估计

股票市场	-9%	资本公积变动额（百 较 2011 中期的资本	
债券市场		万元）	公积比重
-36bps	人寿	-3719	-8.24%
-52.5bps	平安	-2446	-3.01%
-48bps	太保	-1438	-2.69%
-46bps	新华	-1119	-9.51%

资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

2011 年四季度计提资产减值损失成风险点

2011 年前三季度保险公司资产减值损失均以超过 90% 的速度递增, 这说明股票市场的持续下跌在不断拉低权益类资产价格, 但相对于资本公积的变动, 资产减值损失变动影响仍然较小, 只占资本公积变动的 10% 左右。

但是, 由于 2011 年四季度股票市场的持续下跌, 可能致使保险公司在 2011 年末大幅度确认资产减值损失, 从而拉低净利润, 成为 2011 年报中隐藏风险。

表 33: 人寿资本公积与资产减值变动

(百万元)	2011/3/31	2011/6/30	2011/9/30
人寿资本公积变动	-	-10166	-24712
人寿资产减值变动	-	2035	2396
资产减值变动占比	-	20%	9%

资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

表 34: 平安资本公积与资产减值变动 (百万元)

	2011/3/31	2011/6/30	2011/9/30
平安资本公积变动	-	-4625	-13802
平安资产减值变动	-	361	1702
资产减值变动占比	-	7.8%	11%

资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

表 35: 太保资本公积与资产减值变动 (百万元)

	2011/3/31	2011/6/30	2011/9/30
太保资本公积变动	-	-2363	-6345
太保资产减值变动	-	1047	808
资产减值变动占比	-	44%	11.3%

资料来源: 公司年报, 长江证券研究部

综合以上分析, 我们得到如下结论:

- 1、随着债券收益率进一步下降, 债券市场的牛市将提升可供出售金融资产中债券类资产的价格, 从而带来保险公司资本公积的改善, 资本公积的改善将拉升净资产。
- 2、资本公积改善过程中, 人寿和平安债券类资产占比较大, 弹性较高, 改善的幅度大, 能迅速带来净资产扭转; 太保的改善幅度较小, 对净资产的提升力量较弱。
- 3、资本公积改善能提振市场对保险股信心, 资本公积改善阶段保险股价相对于大盘表现良好。在当前保险低估值的情形下, 资本公积迎来改善机遇将大大提升保险股的投资价值;

- 4、受累于 2011 年四季度股市的持续下跌，2011 年末资产减值损失可能进一步放大，净利润的增长会受累于资产减值的增加；进入 2012 年，随着股票市场下跌空间有限以及市场逐步好转，资产减值损失额将减小。
- 5、根据我们的分析，如果 2011 年 9 月末资本公积未超额下降的前提下，2011 年末保险公司资本公积改善的可能性较小，但是下降的幅度将会大大减小，净资产可能达到低点。进入 2012 年，股债市场的好转将带来资本公积改善，带来净资产回升。

保险股估值修复

综合以上分析，2012 年上半年，在保险承保经营保持稳定的情形下，受益于债券市场的牛市行情，资本公积改善，净资产复苏将会提升股价，引导保险股走出修复行情。

保险公司净资产预测

我们假设明年中期股票市场上涨 10%，债券收益率下跌 50bps，剔除资产减值损失的影响，净利润平稳增长 20%，资产减值损失增长 50%，不考虑分红。

根据测算：

- 1、2011 年受累于股市下跌，年末资本公积和净资产难以出现正向改善。以 2011 年 9 月资本公积为参考，2011 年末资本公积扭转的可能性比较小，但是资本公积负增长的幅度已经大大减小，同时资产减值损失可能大幅增加从而拉低未分配利润，净资产难以回升，在 2011 年末到达新的低点。
- 2、新华保险受益于上市增资，资本公积负增长的影响被抵消，净资产保持增长，如果新募集的资金投资收益较高，有望改善公司的资产配置，提高投资收益率。
- 3、2012 年上半年受债券市场牛市的刺激以及股市企稳的推动，资本公积将实现改善，债券类资产和股权类资产都大幅度回升，同时资产减值损失也减小，从而拉动净资产迅速提升。

表 36：人寿净资产变动预测（百万元）

所有者权益	2011/9	2011/12	2012/6
期初净资产	197051	176091	173928
资本公积金变动	-24715	-3718	20833
未分配利润增长	3752	1555	8768
期末净资产	176091	173928	203529

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 37：平安净资产变动预测（百万元）

所有者权益	2011/9	2011/12	2012/6
期初净资产	134334	121132	120740
资本公积金变动	-13802	-2446	10741
未分配利润增长	600	2054	6977
期末净资产	121132	120740	138458

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 38: 太保净资产变动预测（百万元）

所有者权益	2011/9	2011/12	2012/6
期初净资产	79809	74658	74031
资本公积金变动	-6345	-1438	3185
未分配利润增长	1194	811	4139
期末净资产	74658	74031	81355

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 39: 新华净资产变动预测（百万元）

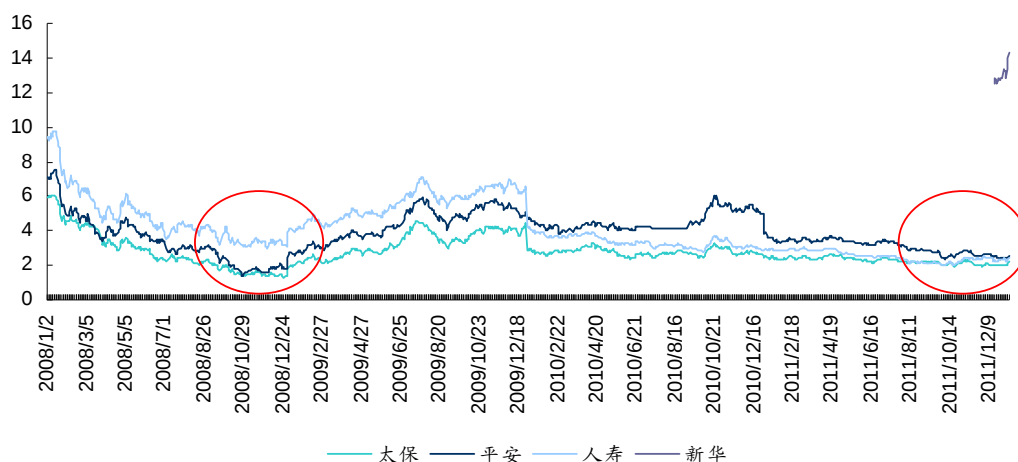
所有者权益	2011/6	2011/12	2012/6
期初净资产	6567	20471	33429
资本公积变动	10729	10900	632
未分配利润	1775	2058	926
期末净资产	20471	33429	34987

资料来源：公司年报，长江证券研究部

PB 估值位于低点

当前人寿、平安、太保和新华 PB 估值分别为 2.47、2.56、2.19 和 14.3 倍。随着资本公积改善，净资产提升，PB 估值会迅速下降，保险股迎来投资机会。同时，净资产回升将提振市场对保险业绩的信心，对保险业绩有积极的刺激作用，保险股将迎来修复机遇。

图 22: 2008-2011 年保险公司 PB 估值水平



资料来源：wind，长江证券研究部

表 40: P/B 估值

	股价	2011/6/30	2011/9/30	2011/12/31	2012/6/30
人寿	16.58	2.38	2.66	2.7	2.3
平安	33.93	2	2.22	2.22	1.94
太保	19.12	2.06	2.2	2.22	2.02
新华	28.14	-	-	2.63	2.51

资料来源：wind，长江证券研究部

行业重点公司评级

结合以上分析，我们给予保险行业看好评级，PB 估值处于较低阶段的保险股有望随着资本公积改善迎来修复行情；根据测算结果并结合其他基本面因素，我们看好平安的弹性及估值优势，如果股市反弹幅度加大，新华和太保的弹性则会增强。相关个股盈利预测和评级如下。

表 41：行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	上次	本次
601628	中国人寿	16.58	1.19	0.87	0.91	14.45	18.49	17.55	2.25	2.7	2.59	中性	中性
601316	中国平安	33.93	2.3	2.83	3.1	14.76	11.47	10.61	2.31	2.22	1.79	谨慎推荐	推荐
601601	中国太保	19.12	1	1.27	1.43	18.78	15.78	13.32	2.05	2.22	1.92	谨慎推荐	谨慎推荐
601336	新华保险	28.14	-	1.08	1.34	-	26.01	21.00	-	2.63	2.51	中性	谨慎推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘俊，武汉大学经济学硕士，2004 年加入长江证券，现为研究部非银行金融业分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。