



大行情选国寿，小行情选平安

增持维持

投资要点:

- 公司股价走势差异实质为弱势下机构博弈
- 小级别行情选平安，大级别行情选国寿
- 行业发展经历阵痛期，但仍可实现稳定增长

报告摘要:

- 2011年四季度，中国人寿走势较强，取得较好相对收益率。原因如我们在前期报告中所述：公司中报业绩基数低，未来改善空间大；准备金提取充分，换言之业绩有一定释放空间；2011年新管理层换届，激发市场业绩改善想象空间。
- 我们认为如果出现小幅度的估值修复行情，保险行业首选中国平安。推荐理由包括估值低、机构博弈、中国平安再融资方案出台。如果出现经济基本面复苏超预期、货币政策放松等利好导致股票市场大幅上涨，我们认为应首先选择中国人寿。主要原因包括中国平安在60元左右的减持压力、国寿业绩增长基数低。
- 如果股票市场持续下跌，保险公司金融资产将被迫提取减值准备。假设保险公司的年度换手率为200%，那么可以认为其持股成本将为三四季度大盘指数均值2500。如果未来大盘指数能够突破2500，那么计提减值准备的压力和规模将大减。
- 2012年，保险公司承保环境将有所好转。随着经济回落，通胀水平快速下滑，CPI将降至3%左右。届时，降低银行存款准备金率和降息等宽松的货币政策随之出台，限制2011年保费增长的重大约束将消除。
- 经历了2011年的低谷后，监管层、公司管理层面临发掘寿险业务发展动力的课题。政策层面，结构性减税已经拉开序幕，2012年个税递延型养老保险政策研究甚至出台值得期待。公司层面，寿险公司需要充分发挥寿险产品风险转移和保障的功能，转变增长方式。尽管行业经历增速下滑的阵痛期，但这也表明行业正处于由粗放发展向精耕细作、价值导向转型的过程。我们认为寿险行业发展的基础并没有改变，2012年仍可稳定的实现正增长。

非银行金融行业研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

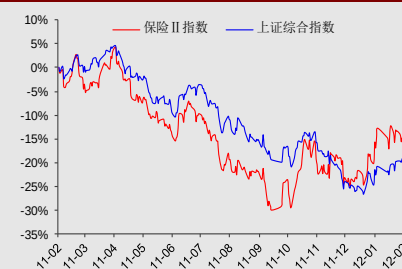
Email: huanglijun@hysec.com

邢波 (S1180511080004)

电话: 010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

市场表现



相关研究

中国平安: 转债发行, 靴子落地 12.27
保险年度策略: 税收政策! 你懂得 12.5
保险月报: 折现率反弹高度下降 11.18
保险四季度策略: 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
保险公司业绩评估体系及应用 9.10
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

目录

一、走势回顾：弱市下的机构博弈.....	4
二、未来预期：小级别行情选平安，大级别行情选国寿.....	4
三、行业减值准备提取压力风险判断.....	6
四、行业增长判断	6

插图

图 1: 2011 年 4 季度中国人寿相对行业指数走势	4
图 2: 新华保险保费数据	5
图 3: 国寿保费增长同比增速	5
图 4: 平安寿险保费同比增速	5
图 5: 太保寿险保费同比增速	5

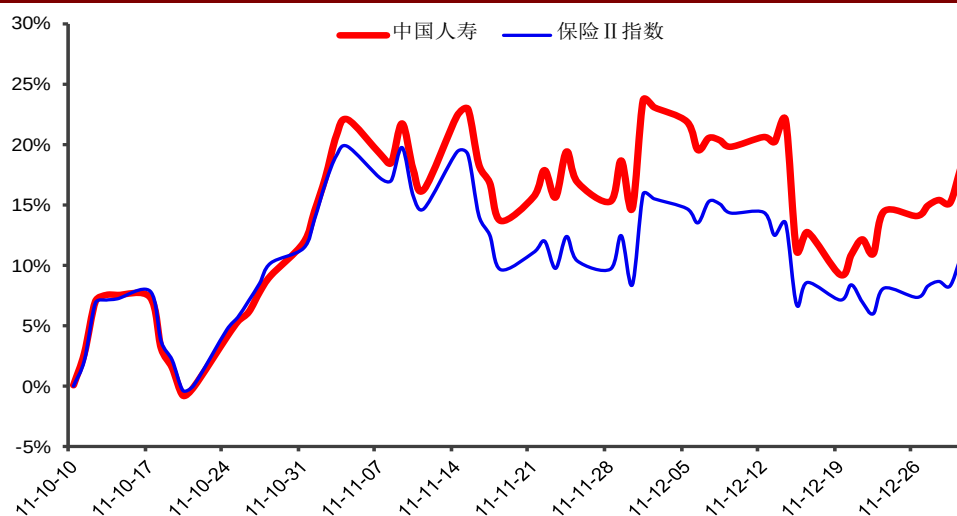
表格

表 1: 保险股估值表 (2.20)	4
--------------------------	---

一、走势回顾：弱市下的机构博弈

2011 年四季度以来，中国人寿走势较强，取得较好相对收益率。如图 1 所示，2011 年 4 季度，中国人寿取得绝对收益率 18.07%，跑赢行业指数 7.41 个百分点。中国人寿领涨保险股的原因如我们在前期报告中所述：公司中报业绩基数低，未来改善空间大；准备金提取充分，换言之业绩有一定释放空间；2011 年新管理层换届，激发市场业绩改善想象空间。同时，在弱市背景下，大资金寻求安全边际，以中国人寿为代表的保险股经过长达 1 年的调整，估值充分反映行业低景气状态，具备较好安全边际，因此吸引资金进入。

图 1：2011 年 4 季度中国人寿相对行业指数走势



资料来源：宏源证券

横向来看，4 季度，中国平安则受制于综合金融平台的整合，偿付能力触及监管红线，融资压力一直存在。中国太保由于寿险业务转型取得较好效果，上半年一直是保险板块的龙头，临近四季度，这一催化剂已在股价上充分反映，且由于财险高盈利拐点逐步到来，所以两家公司均难成为热点。年底上市的新华保险上市以来取得较好收益率，主要原因是发行价定价过低、流通盘小弹性高。由于其新股上市效应尚未消除，它的投资逻辑与“老三家”又不相同。

二、未来预期：小级别行情选平安，大级别行情选国寿

我们认为如果出现小幅度的估值修复行情，保险行业首选中国平安。推荐理由包括：

估值低——2 月 20 日中国平安公司股价对应的一年期新业务价值倍数仅为 3.8 倍，而中国人寿、中国太保、新华保险的一年期新业务价值倍数为 8.5 倍、4.1 倍、4.6 倍。从 PEV 角度看，也是中国平安最低，仅为 1.18 倍。中国平安估值修复行业空间最大。

表 1：保险股估值表 (2.20)

代码	股票名称	P/E	P/B	P/EVBS	NBVM
601628	中国人寿	23.44	2.80	1.76	8.52
601318	中国平安	10.04	2.04	1.18	3.80
601601	中国太保	12.82	1.86	1.24	4.12

601336	新华保险	26.00	3.66	1.52	4.60
--------	------	-------	------	------	------

资料来源：宏源证券

机构博弈——保险板块具备弹性高、流动性好的特点，而且目前估值具备安全性，所以整个板块具备配置价值。如果基本面均未发生变化，未来仍是机构博弈的结果，中国人寿已有较高涨幅，未来空间有限。

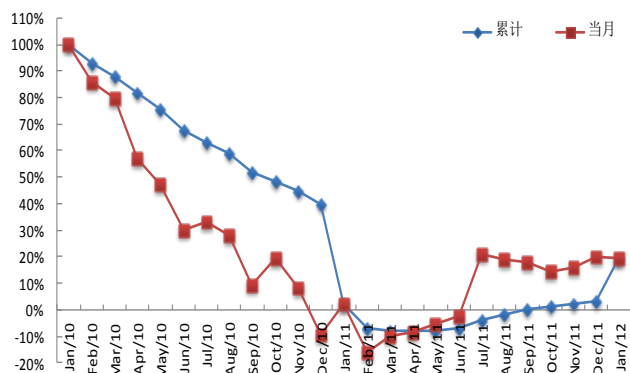
中国平安再融资方案出台——12月20日，公司董事会审议通过了《关于审议公开发行A股可转换公司债券的议案》，本次可转债发行总额不超过人民币260亿，发行期限为6年，票面利率不超过3%。平安寿险已逼近偿付能力充足率II类红线，银行充足率也处较低水平。本次发行完成后，仅以10月31日数据静态测算，假设260亿元资金全部转股，公司偿付能力提高24.2个百分点，达194.9%。

1月份以来中国平安在板块中的领先表现已经充分验证了我们的观点。但如果出现经济基本面复苏超预期、货币政策放松等利好导致股票市场大幅上涨，我们认为应首先选择中国人寿。主要原因是：

中国平安减持压力。如果中国平安股价上升一定幅度，就会导致小非相机减持。2010年10月，公司发布减持报告，林芝新豪时于58.19元—65.81元价格区间减持12824933股。我们认为，上述价格区间体现了员工股对公司股价的判断，60元附近此类股东有较强的减持动力，其减持方式可以多样。

中国人寿2011年1季度保费基数低。2011年1季度中国人寿实现保费收入1230亿，仅同比增长12%，同期中国平安同比增长26%。根据我们调研以及各方信息，1月份中国平安个险新单同比下降12%，个险新单期交保费下降10.8%。

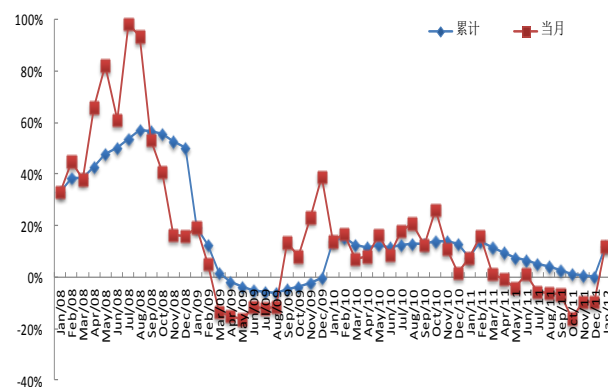
图2：新华保险保费数据



资料来源：CIRC，宏源证券

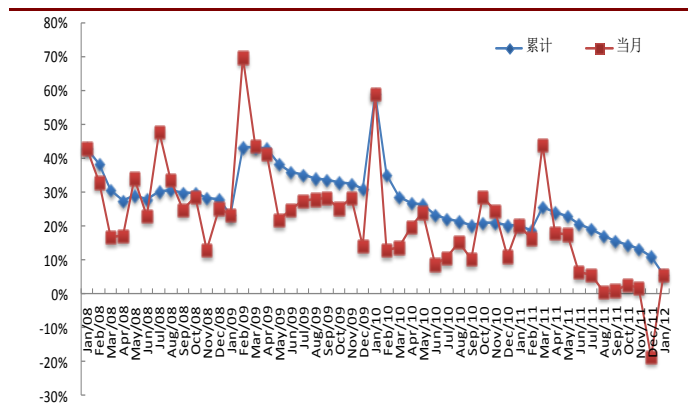
图4：平安寿险保费同比增速

图3：国寿保费增长同比增速

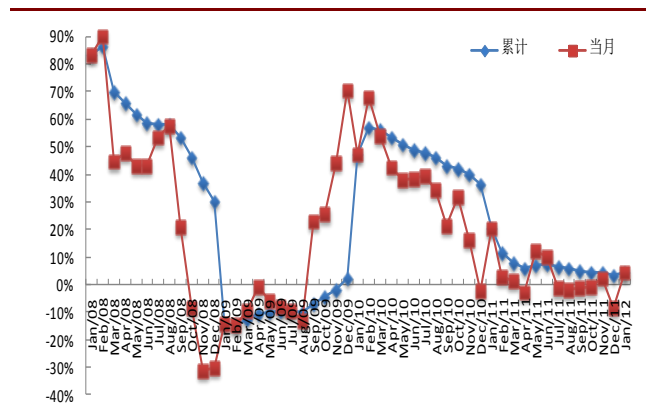


资料来源：CIRC，宏源证券

图5：太保寿险保费同比增速



资料来源: CIRC, 宏源证券



资料来源: CIRC, 宏源证券

三、行业减值准备提取压力风险判断

如果股票市场持续下跌, 保险公司金融资产将被迫提取减值准备。2011 年 3 季度单季, 中国人寿、中国平安和中国太保的资产减值准备分别为 24 亿、17 亿、8.08 亿, 占其归属母公司股东净利润分别为 63.8%、96.5%、67%。可见, 保险公司减值准备对净利润影响较大。

由中国人寿年报——重要会计政策, “本集团评估股权型投资金融资产是否存在减值基于但并不仅限于下列几项因素: (1) 公允价值下降的幅度或持续的时间; (2) 发行机构的财务状况和近期发展前景。”可见, 计提减值准备有两个重要衡量标准: 低于成本的时间和幅度。所以, 我们需要确定保险公司的持股成本。

假设保险公司的年度换手率为 200%, 那么可以认为其持股成本将为三四季度大盘指数均值 2500。如果未来大盘指数能够突破 2500, 那么计提减值准备的压力和规模将大减。

四、行业增长判断

2011 年紧缩的货币政策严重影响了寿险业务的增速。首先, 银保新规的出台是影响银保渠道保费最主要的因素。其次, 保险代理人增员难导致个险渠道保费增长乏力。再次, 市场利率高企, 导致以分红险为主的保险产品缺乏吸引力。各个不利因素叠加, 导致保险股全线下跌。

2012 年, 保险公司承保环境将有所好转。随着经济回落, 通胀水平快速下滑, CPI 将降至 3% 左右。届时, 降低银行存款准备金率和降息等宽松的货币政策随之出台, 限制 2011 年保费增长的重大约束将消除。

另一方面, 经历了 2011 年的低谷后, 监管层、公司管理层面临发掘寿险业务发展动力的课题。政策层面, 结构性减税已经拉开大幕, 2012 年个税递延型养老保险政策研究甚至出台值得期待。公司层面, 寿险公司需要充分发挥寿险产品风险转移和保障的功能, 转变增长方式。尽管行业经历增速下滑的阵痛期, 但这也表明行业正处于由粗放发展向精耕细作、价值导向转型的过程。我们认为寿险行业发展的基础并没有改变, 2012 年仍可稳定的实现正增长。

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 cuixiuhong@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。