

罗毅, CFA 86-755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn

 洪锦屏 86-755-82960071
 hongjinp@cmschina.com.cn

2009年2月20日

保费增长超预期, 估值压力仍然存在

保险行业2009年2月报

金融

保险行业

中性(维持)

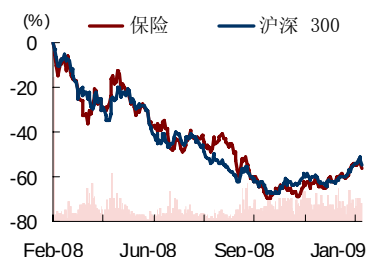
上证指数 2227

行业规模

		占比%
股票家数(只)	3	0.2
总市值(亿元)	7259	4.6
流通市值(亿元)	1979	3.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.1	-14.3	-56.0
相对表现	-5.2	-12.7	-2.3



相关报告

- 1、《股市繁荣与调整周期中的保险》2007/12/6
- 2、《草枯鹰眼疾, 雪尽马蹄轻—2008年保险行业投资策略》2008/1/2
- 3、《均衡发展典范, 估值仍需谨慎》2008/1/2
- 4、《寿险保费收入激增, 财险雪灾影响较轻-保险行业2月报》2008/2/29
- 5、《保险公司双腿博弈, 投资收益左右大局-保险行业3月报》2008/3/26
- 6、《保费增长风格迥异, 投资浮盈释放堪忧-保险行业4月报》2008/4/21
- 7、《保费收入高速增长, 股价下跌释放风险-保险行业7月报》2008/7/30
- 8、《国内寿险高速增长, 国际次贷阴云未散-保险行业8月报》2008/8/22
- 9、《次贷危机恶化, 国内保险公司影响甚微-保险行业9月报》2008/9/26

- **国寿“开门红”风头最劲。**国寿、平安寿、太保寿 09 年 1 月分别实现保费收入 366 亿元、133 亿元和 70 亿元, 同比增速 19.4%、23%和-14.2%。太保寿连续第四个月同比负增长, 国寿和平安寿的保费收入则好于市场预期。
- **国寿分红险比例稳步提升, 平安万能销售火热。**08 年国寿的保费收入中分红险占比达到 72%, 1 月份这一比例继续提高, 传统寿险维持在 18%左右, 万能险的占比则略有下降, 1 月国寿将万能险产品结算利率下调了 0.2%个百分点, 导致万能险收缩。平安的万能险结算利率自 08 年 10 月以来一直保持在 5.25%, 在同业中位于较高的水平, 因而万能险销售的情况比较乐观。
- **保费增长的两个新亮点:**据我们了解, 保险公司在新年伊始调整了部分销售激励政策, 提升了营销员的热情, 给予其更大的动力拓展客户资源, 开辟新单。另外存在的一个现象是, 08 年经济的大幅下滑使许多中小企业面临“年关”的考验, 这些企业主担心企业倒闭, 将私人财产转移购买大额保单, 以保全自己的经济利益, 因为个人的保单资产不在债券人的求偿范围之内。
- **09 年财险仍难摆脱低迷的增长态势。**平安财险 2009 年 1 月实现保费收入 36 亿, 同比增速 12.7%, 太保财实现保费收入 42 亿, 同比增长 15%。08 年以来, 财险保费收入增速呈现下降趋势, 与寿险的表现大相径庭, 平安 08 全年增速低于行业平均水平, 太保基本和行业增速持平。08 年下半年以来, 中国的汽车销量负增长, 相应交强险和商业车险都难以有好的表现。
- **平安万能险利率维持高位, 国寿太保顺势下调。**三大保险公司公布了 1 月万能险结算利率, 国寿继续下调旗下的万能产品结算利率 20 个基点至 3.85%。平安下调了团体万能保险 25-35 个基点, 个人万能险则保持不变。太保的金丰利系列万能险结算利率下调 20 个基点至 3.85%。目前平安的主流个人万能保险产品结算利率仍然高达 5.25%, 较国寿和太保多出 1.4%, 较一年期存款利率高 3%, 竞争优势非常明显, 是平安万能险销售居高不下的主要原因。
- **维持保险行业中性评级。**在最近的大盘反弹中, 保险股也有所上涨, 但涨幅逊于大盘。由于欧美金融机构流动性依旧紧张, 国际金融股估值仍处在低位, A 股的保险公司存在 H 股的参照, 受到较大的外资抛压压力, 短期内很难有超越市场的表现。从估值来看, PE 均超过 30 倍, PB 也处在较高的水平, 我们继续维持保险行业中性的评级。

重点公司主要财务指标(中国人寿和中国平安数据依据国际会计准则测算)

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	PB	评级
中国人寿	21.89	1.38	0.70	0.91	15.86	31.3	3.5	审慎推荐-A
中国平安	32.65	2.54	0.08	0.95	12.85	408.1	2.7	审慎推荐-A
中国太保	14.82	0.28	0.18	0.39	52.93	82.3	2.4	中性 B

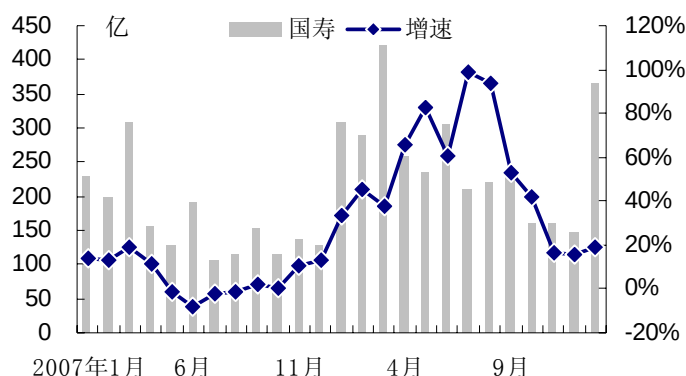
资料来源: 招商证券

一、保费收入增速超过市场预期

国寿、平安寿、太保寿 09 年 1 月分别实现保费收入 366 亿元、133 亿元和 70 亿元，同比增速 19.4%、23%和-14.2%。太保寿连续第四个月同比负增长，国寿和平安寿的保费收入则好于市场预期。

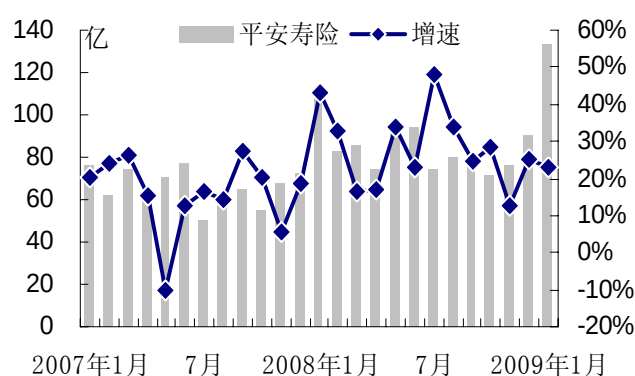
国寿“开门红”风头最劲。09 年 1 月由于春节因素工作日较少，但保险公司依然延续了“开门红”的传统风格。三家保险公司寿险保费收入环比增速出现跳升，平安环比增长 47%，国寿和太保分别环比大幅增长 147%和 102%，增速均超过了 08 年 1 月。

图 1：国寿保费收入和增速



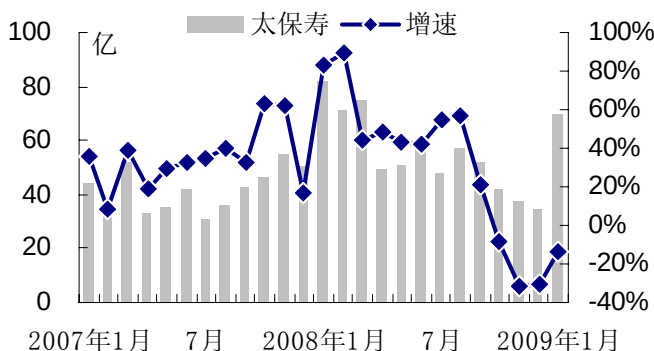
资料来源：CIRC，招商证券中心

图 2：平安寿保费收入和增速



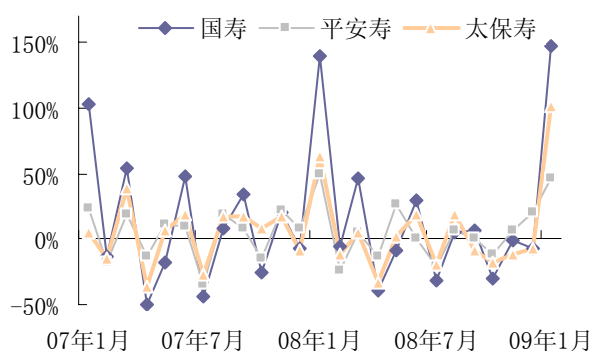
资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 3：太保寿保费收入和增速



资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 4：1 月环比增幅超过 07 年

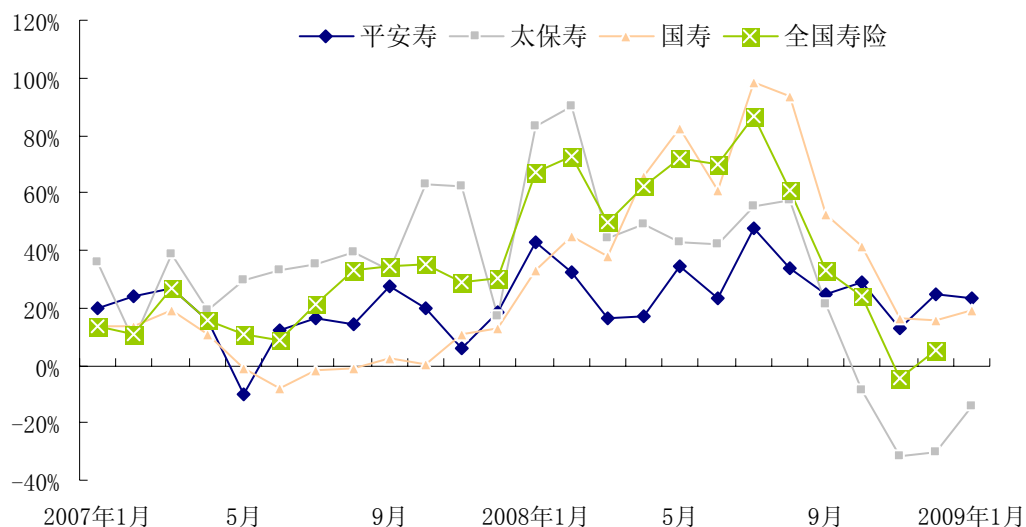


资料来源：CIRC，招商证券研发中心

国寿分红险比例稳步增长，平安万能销售火热。08 年国寿的保费收入中分红险占比达到 72%，1 月份这一比例继续提高，传统寿险维持在 18%左右，万能险的占比则略有下降，1 月国寿将万能险产品结算利率下调了 0.2%个百分点，导致万能险收缩。平安的万能险结算利率自 08 年 10 月以来一直保持在 5.25%，在同业中位于较高的水平，因而万能险销售的情况比较乐观。

据我们了解，保险公司在新年伊始调整了部分销售激励政策，提升了营销员的热情，给予其更大的动力拓展客户资源，开辟新单。另外存在的一个现象是，08 年经济的大幅下滑使许多中小企业面临“年关”的考验，这些企业主担心企业倒闭，将私人财产转移购买大额保单，以保全自己的经济利益，因为个人的保单资产不在债券人的求偿范围之内。（我国法律规定，人寿保险金不属于破产债权，即在债务人破产的情况下，债权人不能通过要求债务人退保其人寿保单追索保单解约的现金价值。这条规定本意是为了保障债务人在破产以后有基本的生活及养老金，突出保险产品对受益人权益的保障。）

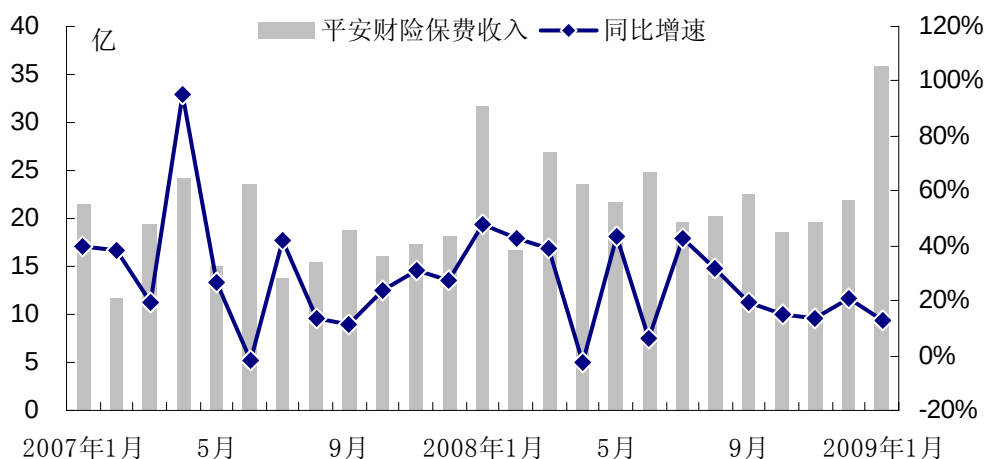
图 5：国寿和平安寿增速超过行业平均水平



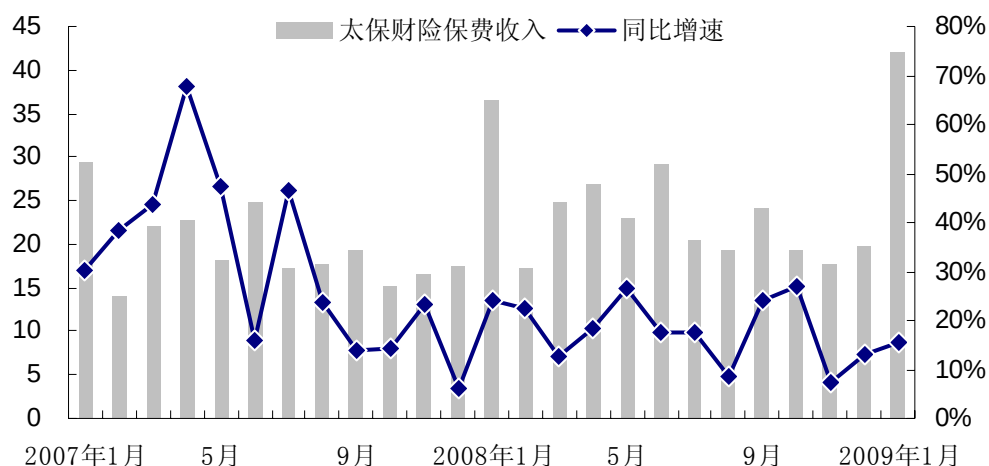
资料来源：CIRC，招商证券研发中心

平安财险 2009 年 1 月实现保费收入 36 亿，同比增速 12.7%，太保财实现保费收入 42 亿，同比增长 15%。08 年以来，财险保费收入增速呈现下降趋势，与寿险的表现大相径庭，平安 08 全年增速低于行业平均水平，太保基本和行业增速持平。08 年下半年以来，中国的汽车销量负增长，相应交强险和车险都难以有好的表现，我们认为 09 年仍难摆脱这种低迷的增长态势。

图 6：平安财险保费收入和增速



资料来源：CIRC，招商证券研发中心

图 7：太保财险保费收入和增速


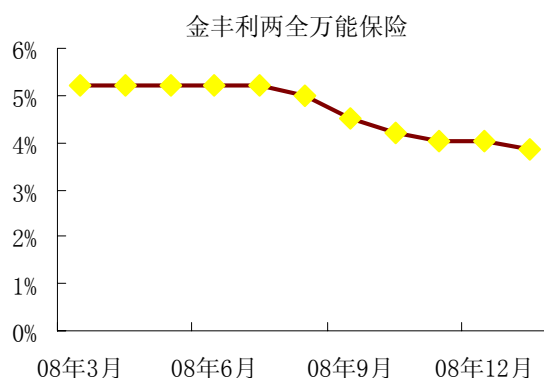
资料来源：CIRC，招商证券研发中心

二、利差状况初步缓解

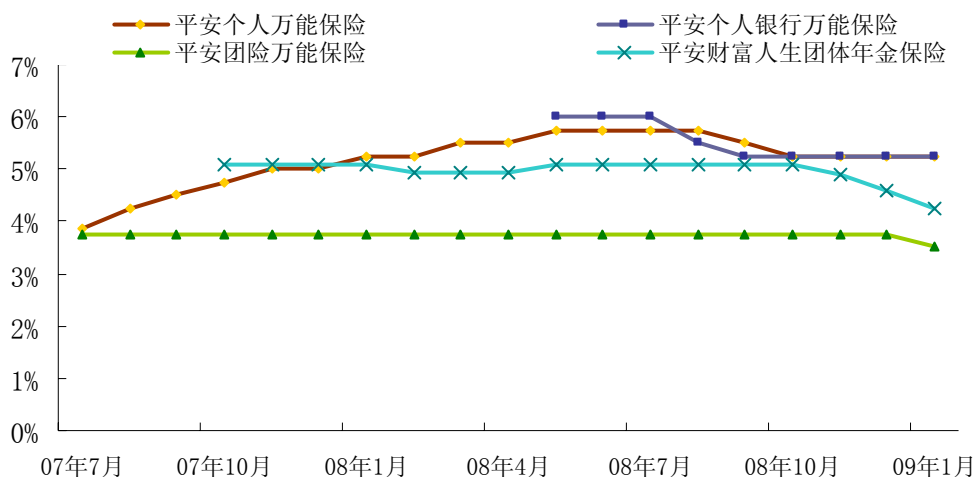
平安万能险维持高位，国寿太保顺势下调。三大保险公司公布了 1 月万能险结算利率，国寿继续下调旗下的万能产品结算利率 20 个基点至 3.85%。平安下调了团体万能险 25-35 个基点，个人万能险则保持不变。太保的金丰利系列万能险结算利率下调 20 个基点至 3.85%。目前平安的主流个人万能保险产品结算利率仍然高达 5.25%，较国寿和太保多出 1.4%，较一年期存款利率高 3%，竞争优势非常明显，是平安万能险销售居高不下的主要原因。

图 8：1 月国寿万能保险结算利率下调 0.2%


资料来源：公司网站，招商证券中心

图 9：1 月太保万能险结算利率下调 0.2%


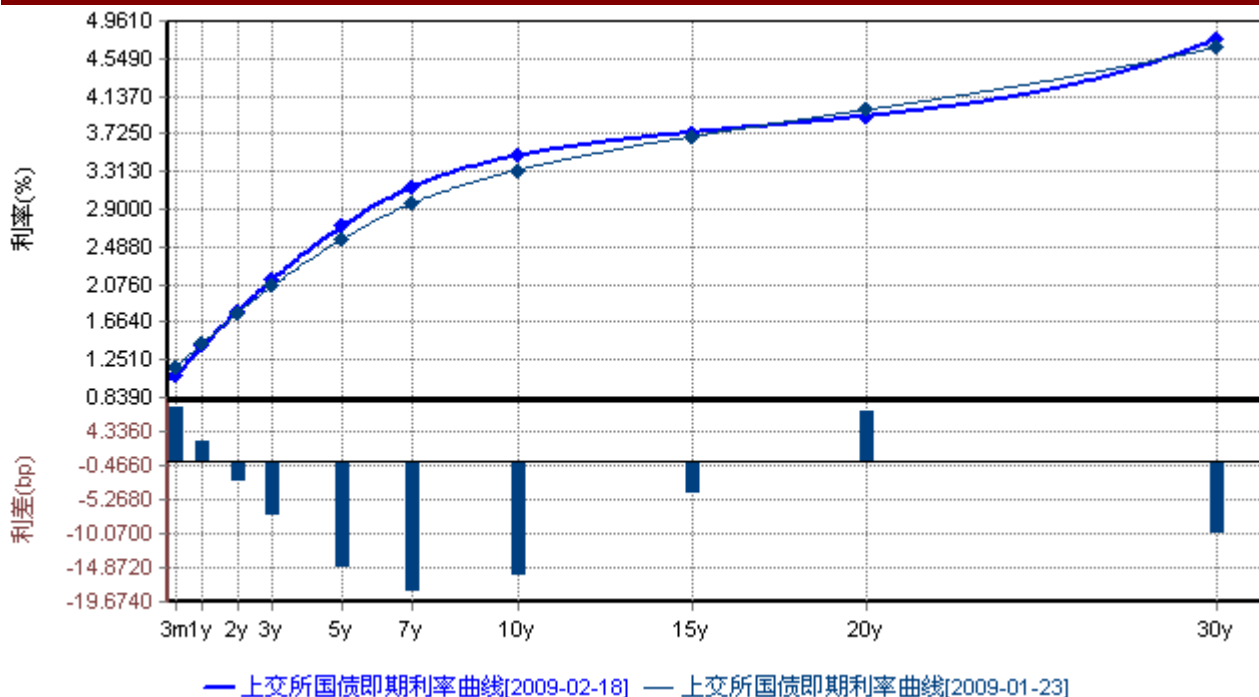
资料来源：公司网站，招商证券研发中心

图 10: 平安寿下调团险利率, 个人万能维持


资料来源: 公司网站, 招商证券研发中心

股市回暖, 利好保险投资。目前 10 年期国债收益率反弹至 3.46%, 大大高于 08 年底 2.8% 左右的水平, 宏观经济开始显示出回暖迹象, 股市今年以来反弹了 21.4%, 保险公司对 1 月份的高额保费进行合理配置, 有望获得较高的投资收益。

1 月全国金融机构新增贷款达到 1.62 万亿元, 同比增长 102%, 是 08 年全年新增贷款总额的 33%, 市场流动性较为充裕, 近期内降息的预期降低, 保险公司利差进一步受到挤压的忧虑有所缓解。

图 11: 10 年期国债收益率反弹


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

三、保险行业重要事件分析

1. 保监会加强投资连结保险销售管理

2月2日保监会在其网站上发布《关于进一步加强投资连结保险销售管理的通知》，要求自09年3月5日起，保险公司委托银行代理销售投资连结保险的，应严格限制在银行理财中心和理财柜销售，不得通过银行储蓄柜台销售投资连结保险；投资连结保险销售人员必须拥有资格证书，且应至少拥有1年寿险销售经验，并无不良记录；保险公司在银行渠道销售投资连结保险，其新单趸交保费不得低于人民币3万元等。

我们的看法：随着这些细节的出台，保监会对投连险的风险控制力度进一步加强，从长期趋势来看，有利于保险公司调整业务结构，回归保障性产品的主流方向。短期来看，对一些投连险占比较高的公司的保费收入产生较大负面影响，尤其是银保投连险对趸交新单3万元门槛的设置，直接把部分资产实力较弱、风险承受能力较低的投资者排除在外了。

对于上市的三家保险公司来说，除平安投连险占比略高之外，国寿和太保都比较低，国寿几乎是没有投连险，而平安经过08年下半年的调整，投连险比例也有所收缩，我们预计3月开始实行该管理规定后，这三家公司的保费收入都不会受太大影响，反而有助于其进一步拉开与中小保险公司的差距。

2. 保监会鼓励保险公司加快业务结构调整，发挥保险保障功能

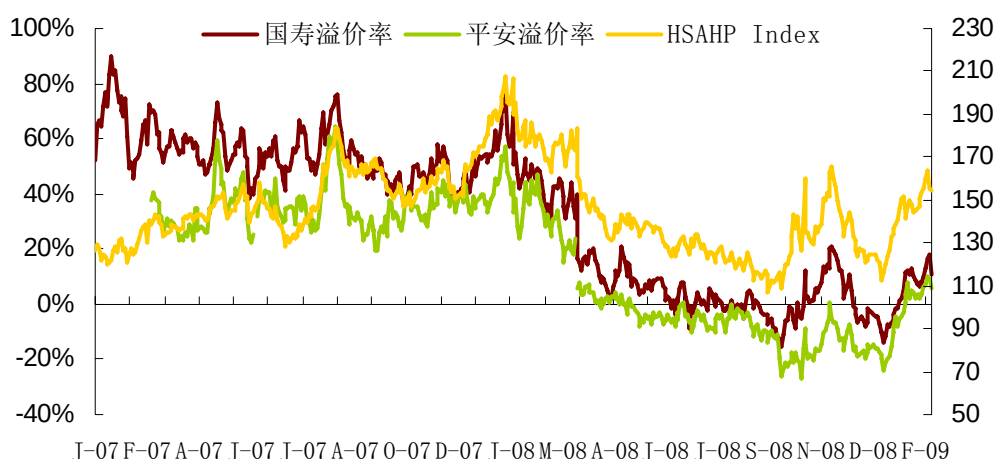
2月9日，保监会发布《关于加快业务结构调整进一步发挥保险保障功能的指导意见》，鼓励各保险公司加快业务结构调整、进一步发挥保险保障功能。在意见中，保监会鼓励各保险公司加大力度发展风险保障型人身保险产品，主要包括意外伤害保险、健康保险、养老年金保险、定期寿险和有效保额不低于10倍期交保险费或2倍趸交保险费的终身寿险、两全保险；

鼓励各保险公司强化长期储蓄型人身保险产品的长期储蓄功能。两全保险保险期间不得短于5年，鼓励发展保险期间不短于10年的两全保险。不得通过宣传误导、降低退保费用等手段诱导消费者提前解除保险合同；

万能保险、投资连结保险可以提供持续奖金，以鼓励消费者长期持有保单，或鼓励消费者持续交费。按照账户价值、累计已交保险费或趸交保险费的一定比例给付的持续奖金，其首次给付时间应不早于第5个保单年度。按照当期期交保险费的一定比例给付的持续奖金，可在投保人交纳第2期保险费时开始给付，给付比例应不得高于当期期交保险费的2%，未交纳期交保险费的保单年度不应给付持续奖金。

我们的看法：指导意见中明确指出鼓励保险公司给长期持有保单的客户持续奖金，实际上是提高了保险产品的收益率水平。我们了解到，实际上很多保险公司早就已经在执行这种奖励措施了，目前平安的万能险产品从第三或第四年以后都有一定比例的奖金返还，因而改指导意见对一些激励措施较为完善、营销激进的保险公司来说影响并不大。

图 12: 国寿和平安 A-H 股溢价率



资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

表 1: 国际保险公司估值

公司名称	股价	08EPS	09EPS	P/E	PB	市值(亿)
澳大利亚						
安盛亚洲太平洋保险	3.70	0.02	0.31	17.49	1.85	62.58
安保保险	5.05	0.38	0.41	16.40	4.95	100.64
加拿大						
MANULIFE FINANCIAL CORP	15.08	2.38	2.86	47.12	0.91	242.79
POWER FINANCIAL CORP	19.26	2.69	2.86	7.13	1.12	135.77
GREAT-WEST LIFECO INC	16.09	2.28	2.63	6.78	1.28	151.87
SUN LIFE FINANCIAL INC	20.08	2.84	3.35	--	0.71	112.39
欧洲						
CNP ASSURANCES	54.82	6.52	7.37	6.60	0.77	81.42
ING	4.97	1.12	1.79	--	0.44	102.45
英国						
保诚保险	261.00	0.74	0.72	33.57	1.17	65.17
英国耆卫保险公司	47.10	0.14	0.15	2.57	0.33	24.85
LEGAL & GENERAL GROUP PLC	40.00	0.08	0.12	6.44	0.51	23.45
标准人寿保险	184.60	0.24	0.22	6.99	1.23	40.20
日本						
T&D HOLDINGS INC	1967.00	--	--	65.73	1.03	4845.31
SONY FINANCIAL HOLDINGS INC	256400.00	--	--	28.25	2.80	5576.70
台湾						
国泰金融控股	30.80	0.62	1.50	9.68	--	2999.16
新光金融控股	7.85	0.26	0.73	--	--	444.44
台湾人寿	14.80	--	--	6.40	0.74	94.61
中国人寿(台湾)	11.90	1.65	1.56	4.39	1.05	139.40
美国						
大都会	24.20	3.73	4.58	6.22	0.71	192.05
保德信	22.61	5.43	6.25	7.56	0.51	95.87
美国家庭人寿保险	18.17	4.76	5.33	4.55	1.33	84.69
UNUM GROUP	11.68	2.50	2.72	4.65	0.60	38.67
PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	10.55	2.97	3.37	2.98	0.49	27.38

公司名称	股价	08EPS	09EPS	P/E	PB	市值(亿)
CONSECO INC	1.67	0.91	1.27	2.32	0.11	3.09
TORCHMARK CORP	27.06	6.14	6.55	4.69	0.96	23.01
STANCORP FINANCIAL GROUP	21.86	5.06	5.23	4.37	0.78	10.69
LINCOLN NATIONAL CORP	13.38	4.13	4.60	4.01	0.43	34.27
DELPHI FINANCIAL GROUP-CL A	12.76	3.22	3.62	6.61	0.75	5.98
PROTECTIVE LIFE CORP	5.56	3.46	3.63	1.65	0.25	3.89
AIG	0.73	-5.06	0.23	--	0.03	97.69

资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

注: 单位为当地货币

图 13: 美国标普保险指数


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 14: 日本 TOPIX 保险指数


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 15: 英国 FTSE 350 寿险指数


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 16: 德国 PRIME INSURANCE PERF 指数


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

研究员简介

罗毅, CFA: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起, 调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准, 公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下: (详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》)

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。