

保险Ⅲ



田辉

非银行金融行业研究员

021-3856 5945

tianhui@xyzq.com.cn

低利率时期储蓄分流促保费增长

--09 年 2 月保费收入点评

推荐 (维持)

2009 年 3 月 17 日

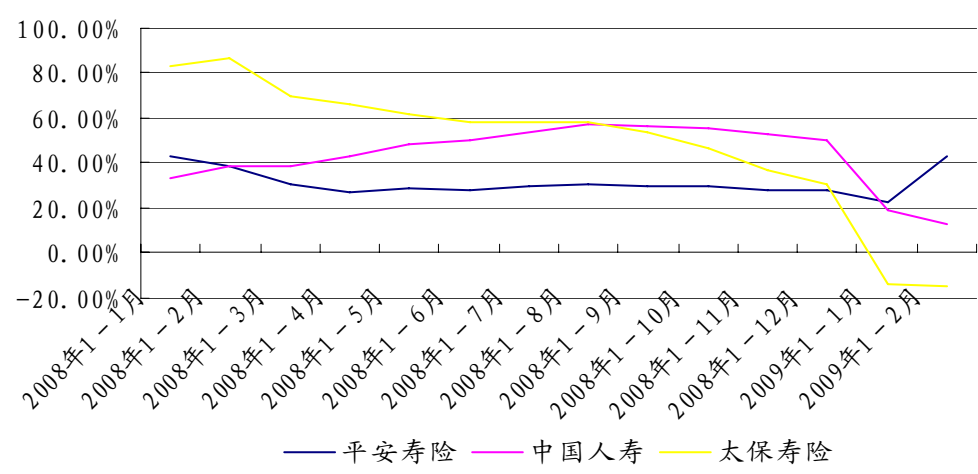
投资要点

- 09 年 1-2 月，中国人寿、平安寿险和太保寿险累计原保费收入为 672 亿元、273.18 亿元和 131 亿元；平安产险和太保产险累计原保险保费收入分别为 57.46 亿元 63 亿元。

点评：

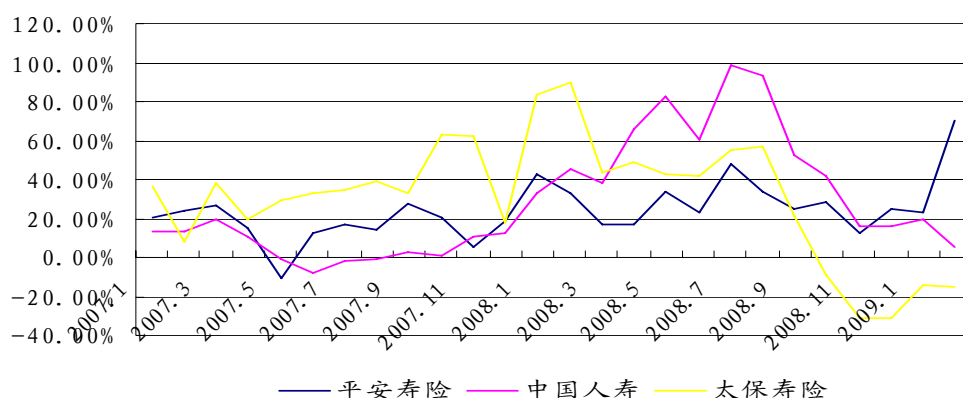
- 寿险保费出现较快增长，受结算利率影响万能险增速较快。①09 年 1-2 月，平安寿险累计原保费收入同比增长 43.25%，单月同比达到 69.78%；中国人寿和太保寿险累计原保费收入同比增速分别为 12.63%和 -14.46%，单月累计原保费收入分别为 5.34%和 -14.76%。②平安寿险高速增长的主要推动因素是个险渠道和银保渠道，其万能险结算利率分别为 5%和 4.7%，仍维持高位，在目前低利率时期具有非常明显的吸引力。另外，由于公司 08 年基数较低，尤其是新增银保业务在同业中处于较低水平，导致 09 年保费收入出现高速增长。如图 3 所示，平安寿险结算利率的波动小于存款利率，一是整体上维持了业务规模的稳定性，有利于市场份额的增长；二是结算利率并非是对未来的承诺，同时其稳定性主要依靠长期收益的平滑，更考验公司长期持续经营能力，而目前公司结算利率水平仍处于合理范围。③中国人寿由于改革了不同产品类别的考核，在趸缴品种比重下降的情况下，个险渠道期缴产品的增长仍高于我们预期。④寿险保险代理人自 08 年 3 季度突破 200 万人大关后，目前已增至 225.17 万人，其产能在逐步发挥效用。值得注意的是，如图 4 所示，寿险代理人新增人数的拐点出现于 08 年中期，即为经济拐点，预计 09 年经济和就业形势将继续为寿险行业增员提供机遇。

图 1、保险类上市公司寿险保费累计同比增速



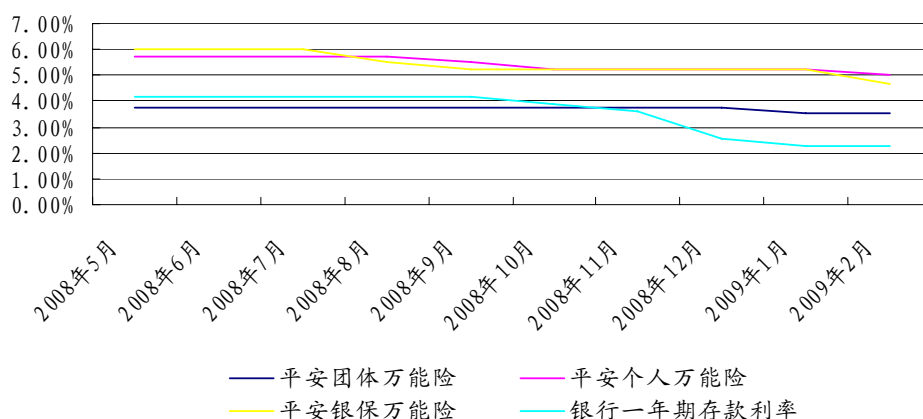
数据来源：公司公告

图 2、保险类上市公司寿险保费单月同比增速



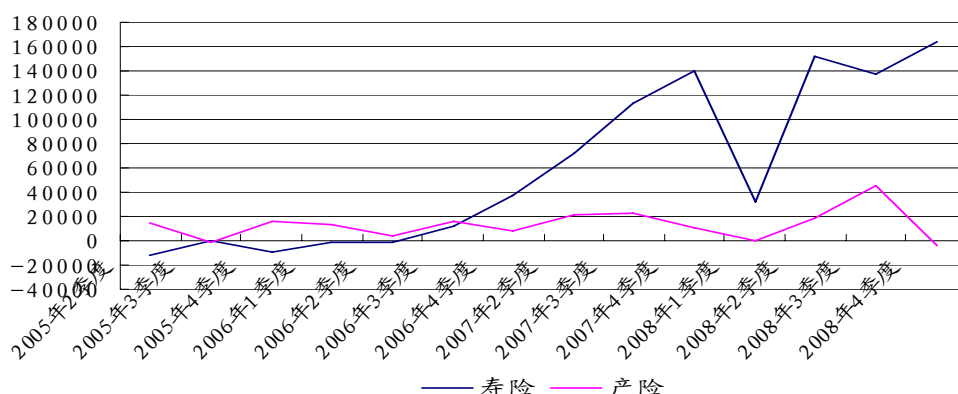
数据来源：公司公告

图 3、平安寿险结算利率与存款利率变动对比



数据来源：公司公告

图 4、保险代理人新增人数情况(单位：万人)

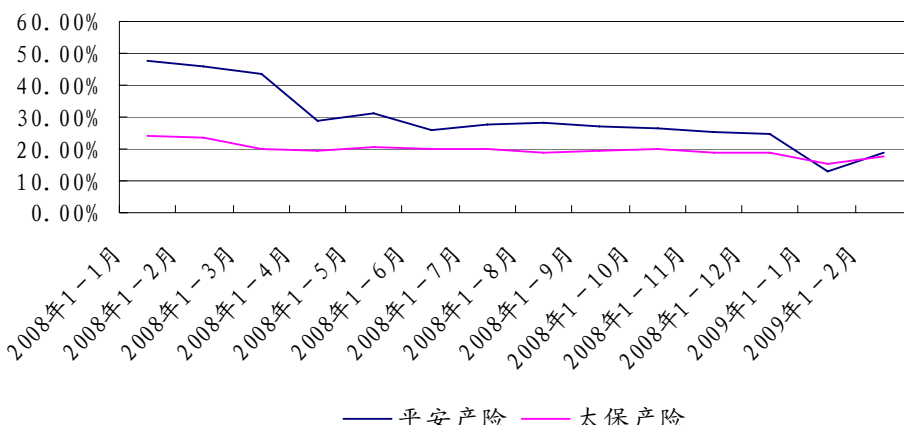


数据来源：保监会

- 产险快速增长的主要趋动因素仍然是车险，而国家对投资的拉动也提高了工程险、建安险及相关意外险等险种的增长。①从 09 年 2 月单月的增速和总量看，平安产险高于太保产险。但是由于太保在 1 月保费收入较高，总体上仍保持中国第 2 大产险公司的地位。②交强险优惠费率预计将在 09 年中期对行业

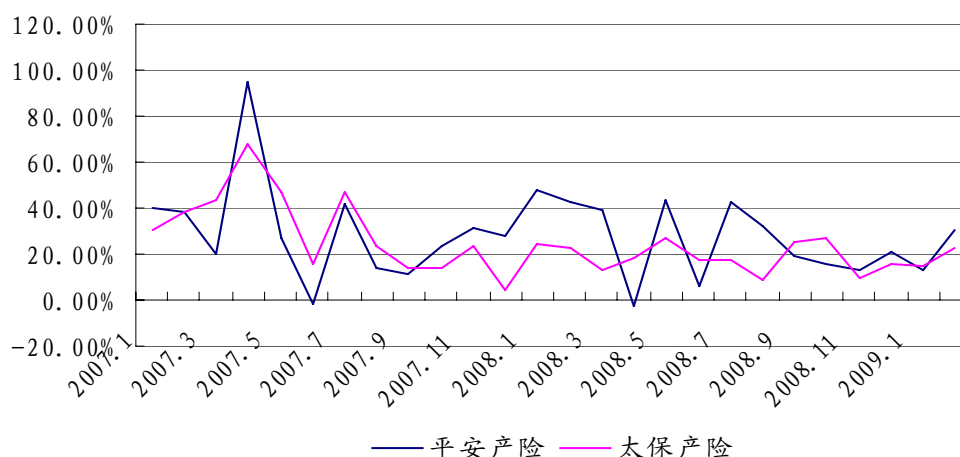
保费收入增长产生影响，但是总体影响约为-2%左右。

图 5、保险类上市公司产险保费累计同比增速



数据来源：公司公告

图 6、保险类上市公司产险保费单月同比增速



数据来源：公司公告

- 我们维持中国人寿 2008 年、2009 年和 2010 年每股收益 0.43 元、0.53 元和 0.61 元的盈利预测，按 36 倍新业务倍数计算其估值区间为 28.91-32.09 元，维持“推荐”的投资评级。我们认为从目前市场格局看，如公司的分红率更多的考虑寿险营销策略，则预计其 09 年保费收入增长可达到 10%。
- 如果中国平安万能险结算利率仍维持高位，则全年寿险保费收入同比增长率可以达到 30%左右，并维持公司 09 年产险 15%的增长预测。如果中国平安不继续对投资进行减值准备计提，则 2008 年每股收益可能在 0.1 元左右。同时我们预计公司 2009 年和 2010 年每股收益分别 1.16 元和 1.65 元，其中并未考虑继续对富通的投资计提减值准备。在 5.45%的长期投资收益率和 35 倍的新业务倍数的假设下，对公司寿险估值调整为 50.08-53.11 元，公司产险业务估值水平为 2.04-2.45 元，银行业务估值水平为 3.68-4.42 元，信托等其他业务估值水平为 5.89 元，公司整体估值为 61.69-65.87 元。我们维持对公司“推荐”的投资评级。
- 我们维持中国太保寿险和产险保费增长 -15%和 10%的预期，继续看好公司的产险业务。预计公司 2008

年、2009 年和 2010 年每股收益分别为 0.18 元、0.45 元和 0.54 元。公司寿险估值区间为 14.98 - 16.99 元，产险估值区间为 2.4 - 3.2 元，合计 17.38 - 20.19 元，维持“观望”的投资评级。

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 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。