

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

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

2009年5月22日

行业趋势性拐点并未到来

保险行业2009年5月报

金融

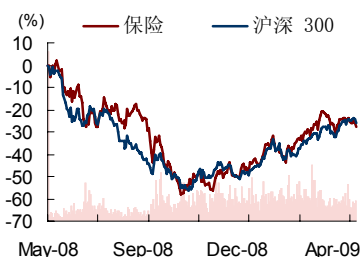
上证指数 2611

行业规模

		占比%
股票家数(只)	3	0.2
总市值(亿元)	7985	4.3
流通市值(亿元)	2329	3.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4.7	49.2	-30.1
相对表现	-7.5	6.0	-2.8


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、《保费增长超预期,估值压力仍然存在-保险行业 2009 年 2 月报》2009/2/20
- 5、《东南亚-拉美-东欧: 外资撤离背景下的金融股》2009/3/9
- 6、《寿险-在变数中逐渐分化-保险行业 2009 年 3 月报》

保险
中性(维持)

- **寿险保费收入增长趋势进一步分化。**国寿 08 年的保费增长是前低后高,如果目前的业务策略不进行调整,未来同比降幅将进一步扩大;平安寿和太保寿在 08 年的保费增速顶点均出现在一季度,未来同比基数的降低使公司在保费增速这一指标上更有空间,太保单月保费将在 1-2 个月之内结束负增长,但累计增速的“脱负”可能在年底才能实现。
- **保费收入增速越高是否意味着公司的经营状况越好?**保费收入体现的是规模,要结合利差才能反映公司整体当下所处的位置,从保费是长期负债的性质来看,对保险公司盈利能力的判断至少要考虑 3-5 年内的利差情况。如果当前的快速扩张对应的是之后几年的低投资回报率,那么较快的保费增长并不算利好。
- **当前市场对保费增速的反应偏正面,因市场认可通胀预期对保险股的提振。**平安 09 年前 4 月公布大幅高于同业的保费收入增速后,股价基本都有所上涨,而国寿情况亦然,逐步走低的增速带来股价的下挫。这其中隐含了市场对投资收益率回升的预期,即通胀预期。**我们认为通胀并不绝对利好保险**,通货膨胀起来的同时如果没有基本面经济增长的支持,那么消费和投资的收缩将使经济陷入滞胀,滞胀对保险公司而言并不比萧条更好度过。同时,通胀虽然导致实际利率的提高,对保险公司的投资收益率有正面作用,但对利差仍然是负面的,因为通胀环境下,投资者必然要求更高的回报率和更低的保费支出,那么实际上保险公司的承保成本将会大幅上升,从而导致利差收窄。
- **一季度全国财险保费收入增速为 11.8%,汽车销量的触底反弹很大程度上带动了车险的销售,不过这种增长动力能否持续还需要观望。**平安和太保的财险增速快于行业平均水平,市场份额反而略有下降,主要是两公司 08 年保费收入情况较差。
- **利差回升,但未确立进入新一轮扩张周期的趋势。**当前的十年期国债收益率在 3.2% 左右,市场上的万能险利率基本都高于这一水平,对万能险占比较高的保险公司来说,利差损状况依然没有缓解。虽然十年期国债收益率与一年定存利率之间的利差已经开始恢复,但还不足以说明保险公司即将迎来新一轮的利差扩张周期,因为资金成本尤其是保单成本并未与 08 年末的降息同步回落,而且当前利差回升的现象未必是一个长期的趋势。
- **我们认为行业基本面并未发生趋势性变化,维持保险行业中性的评级。维持中国人寿和中国平安审慎推荐 A 的投资评级,维持中国太保中性 B 的评级。**

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
中国人寿	23.33	1.38	0.70	0.91	16.9	33.3	3.7	审慎推荐 A
中国平安	40.58	2.54	0.08	0.95	16.0	507.3	3.3	审慎推荐 A
中国太保	17.27	0.42	0.18	0.39	41.1	95.9	2.8	中性 B

资料来源: 招商证券

一、寿险保费收入分析

寿险保费收入增长趋势进一步分化:

国寿: 1-4 月累计实现保费收入 1260 亿, 同比增速转为-1.6%, 4 月保费 220 亿, 增速下滑幅度加深至-15%;

平安寿险: 1-4 月累计保费收入 502 亿, 同比增长 43%, 4 月保费收入 105 亿, 同比增长 41%, 增长势头不减;

太保寿险: 1-4 月累计保费收入 248 亿, 同比下降 10.7%, 4 月保费收入 49 亿, 同比下降 1.3%, 下降幅度逐步收窄。

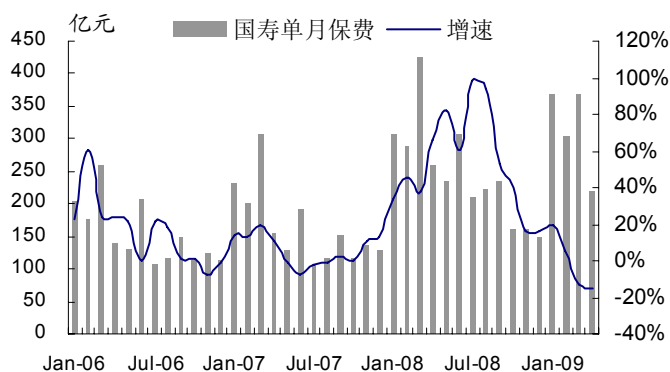
国寿 08 年的保费增长是前低后高, 如果目前的业务策略不进行调整, 未来同比降幅将进一步扩大; 平安寿和太保寿在 08 年的保费增速顶点均出现在一季度, 未来同比基数的降低使公司在保费增速这一指标上更有空间, 太保单月保费将在 1-2 个月之内结束负增长, 但累计增速的“脱负”可能在年底才能实现。

图 1: 国寿累计保费收入和增速



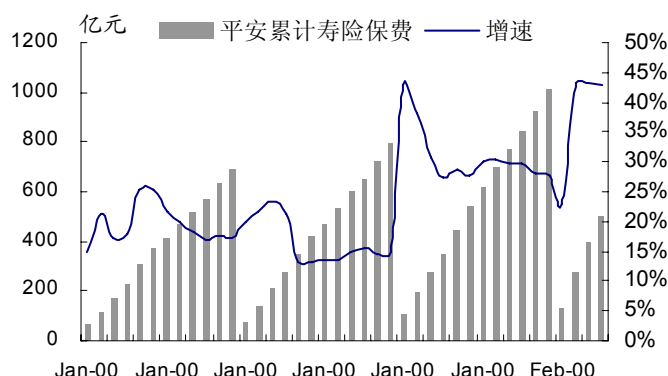
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 2: 国寿保费收入和增速



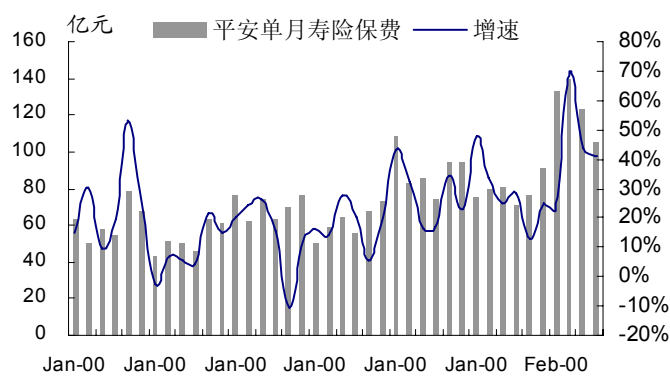
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 3: 平安寿累计保费收入和增速



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

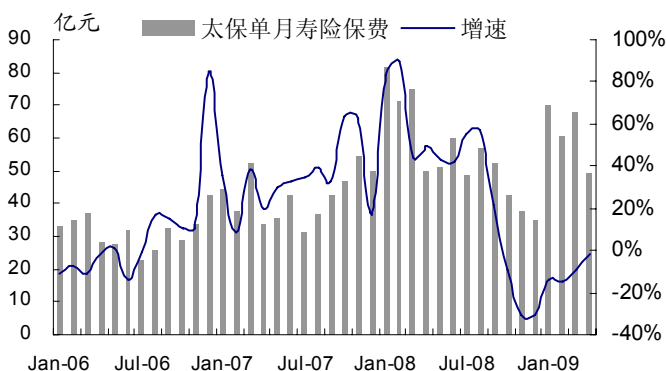
图 4: 平安寿保费收入和增速



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 5：太保寿累计保费收入和增速


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 6：太保寿保费收入和增速


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

保费收入增速越高是否意味着公司的经营状况越好？

保费收入体现的是规模，要结合利差才能反映公司整体当下所处的位置，从保费是长期负债的性质来看，对保险公司盈利能力的判断至少要考虑 3-5 年内的利差情况。如果当前的快速扩张对应的是之后几年的低投资回报率，那么较快的保费增长并不算利好。

当前市场对保费增速的反应还是偏正面的。平安 09 年前 4 月公布大幅高于同业的保费收入增速后，股价基本都有所上涨，而国寿情况亦然，逐步走低的增速带来股价的下挫。这其中隐含了市场对投资收益率回升的预期，即通胀预期。

我们认为通胀并不绝对利好保险，通货膨胀起来的同时如果没有基本面经济增长的支持，那么消费和投资的收缩将使经济陷入滞胀，滞胀对保险公司而言并不比萧条更好度过。同时，通胀虽然导致实际利率的提高，对保险公司的投资收益率有正面作用，但对利差仍然是负面的，因为通胀环境下，投资者必然要求更高的回报率和更低的保费支出，那么实际上保险公司的承保成本将会大幅上升，从而导致利差收窄。

图 7：太保和平安先后跑赢中国人寿


资料来源：招商证券研发中心

二、财险保费收入分析

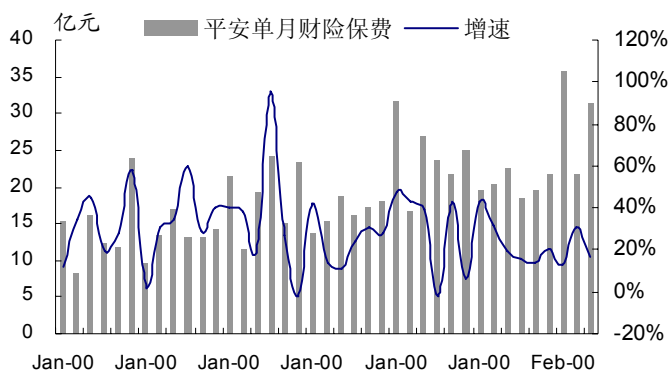
汽车销量恢复拉动财险增长

平安财险：1-4 月累计实现保费收入 120 亿，同比增长 21%，4 月保费收入 31 亿，同比增长 30%。

太保财险：1-4 月累计保费收入 125 亿，同比增长 39%，4 月保费收入 32 亿，同比增长 20.5%。

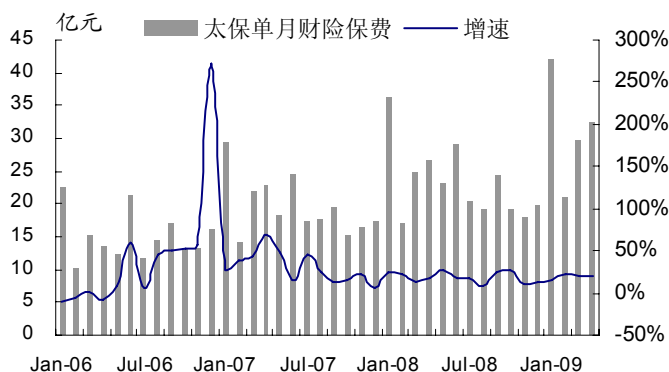
一季度全国财险保费收入增速为 11.8%，汽车销量的触底反弹很大程度上带动了车险的销售，不过这种增长动力能否持续还需要观望。平安和太保的财险增速快于行业平均水平，市场份额反而略有下降，主要是两公司 08 年保费收入情况较差。

图 8：平安财保费收入和增速



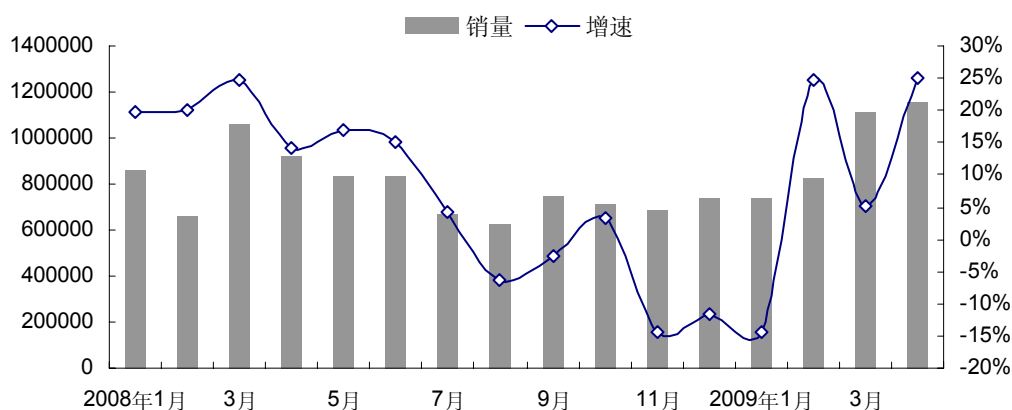
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 9：太保财保费收入和增速



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 10：09 年 2 月开始汽车销量触底反弹



资料来源：招商证券研发中心

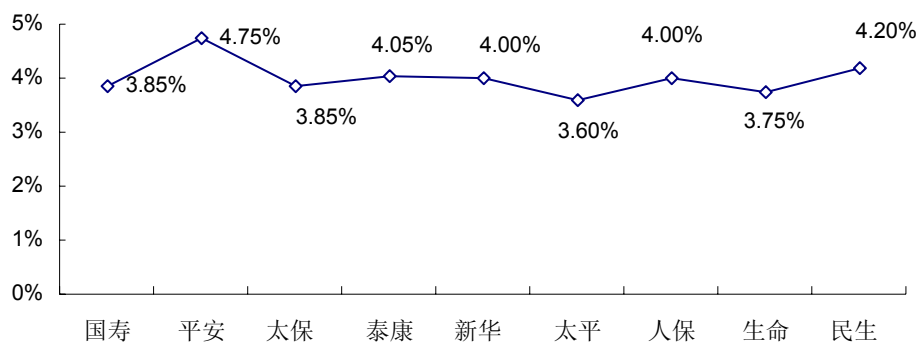
三、利差回升，但仍未进入新一轮扩张周期

本月国寿、平安和太保均保持万能险结算利率不变。在我们所跟踪的 9 家保费规模较大的保险公司中，仅泰康人寿的卓越财富终身寿险降低结算利率 0.3% 至 4.05%，而民生人寿的富贵盈门则逆势上调 0.2% 至 4.2%。4% 左右的结算利率是当前的主流，平安 4.75% 的高利率将继续支持保费的快速增长。

当前的十年期国债收益率在 3.2% 左右，市场上的万能险利率基本都高于这一水平，对万能险占比较高的保险公司来说，利差损状况依然没有缓解。虽然十年期国债收益率与一年定存利率之间的利差已经开始恢复，但还不足以说明保险公司即将迎来新一轮的利差扩张周期，因为资金成本尤其是保单成本并未与 08 年末的降息同步回落，而且当前利差回升的现象未必是一个长期的趋势。

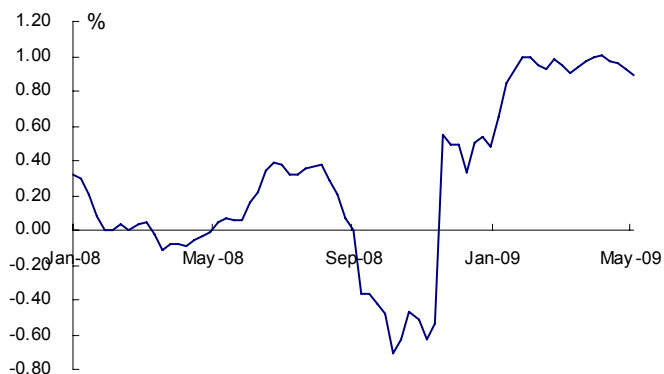
从美国的情况也可以得出同样的判断。美国的 10 年期国债与联邦基准利率之间的利差从 08 年初开始上升，但由于金融系统功能障碍，实际的资金借贷成本依然很高。

图 11：保险公司主流万能险产品 4 月结算利率



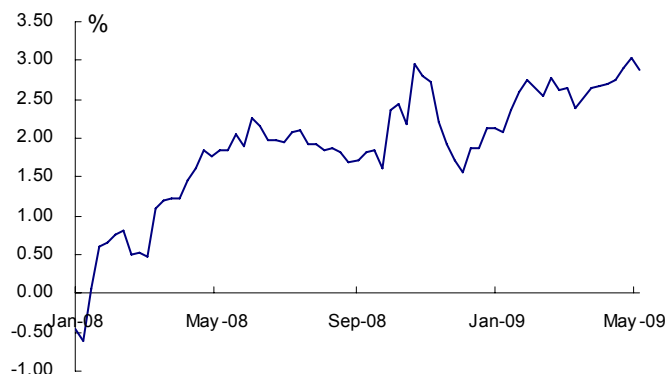
资料来源：公司网站，招商证券研发中心

图 12：中国十年期国债到期收益率-1 年期存款利率



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 13：美国 10 年期国债-联邦基准利率



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

表 1: 估值指标

	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2007	2008	2009E	2007	2008	2009E	2007	2008	2009E
P/EV	2.61	2.75	1.97	1.98	2.43	2.16	1.85	1.98	1.90
隐含新业务倍数	33.77	30.12	20.05	16.15	16.81	14.87	8.38	12.45	8.65
PE	16.96	30.99	28.49	15.98	1112.17	42.76	19.29	99.31	41.58
PB	3.21	3.65	3.15	2.62	3.48	2.76	2.10	2.71	2.45
BV/S	7.27	6.39	7.41	15.50	11.67	14.70	8.22	6.37	7.06
EV/S	8.94	8.49	11.86	20.46	16.73	18.80	9.71	9.09	9.45
NBV/S	0.43	0.49	0.57	0.98	1.16	1.18	0.39	0.47	0.52
EPS	1.38	0.75	0.82	2.54	0.04	0.95	0.90	0.17	0.42

资料来源：招商证券研发中心。注：国寿和平安数据根据国际会计准则计算

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

表 2: 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	3.86	0.27	0.31	--	2.00	79
安保保险	5.22	0.34	0.38	23.41	5.04	105
加拿大						
MANULIFE FINANCIAL CORP	21.39	1.46	2.59	--	1.35	345
POWER FINANCIAL CORP	24.94	2.18	2.87	39.59	1.54	176
GREAT-WEST LIFECO INC	21.35	1.92	2.40	9.85	1.68	202
SUN LIFE FINANCIAL INC	27.14	1.94	3.24	--	0.98	152
欧洲						
CNP ASSURANCES	63.27	6.86	8.04	12.76	0.89	94
ING	7.925	0.56	1.35	--	0.56	163
英国						
保诚保险	436.5	0.76	0.82	--	2.15	109
英国耆卫保险公司	67.5	0.13	0.14	8.04	0.53	37
LEGAL & GENERAL GROUP PLC	62.3	0.10	0.11	--	1.02	37
标准人寿保险	196.6	0.20	0.22	42.74	1.26	43
日本						
T&D HOLDINGS INC	2745	--	--	--	2.55	7519
SONY FINANCIAL HOLDINGS INC	291900	--	--	20.66	3.10	6349
台湾						
国泰金融控股	52.2	1.35	1.81	261	--	5083
新光金融控股	16.1	0.62	0.59	--	--	910
台湾人寿	26.9	--	--	--	3.99	172
中国人寿(台湾)	17.5	1.34	2.30	6.46	4.74	206
美国						
大都会	30.37	2.54	3.96	11.82	1.18	249
保德信	40.59	4.91	5.92	19.33	1.33	173
美国家庭人寿保险	34.11	4.66	5.13	8.06	3.07	159
UNUM GROUP	16.53	2.46	2.65	6.51	0.85	55
PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	20.25	2.54	2.85	6.23	2.00	64
CONSECO INC	2.86	0.85	1.04	2.83	0.33	5
TORCHMARK CORP	36.27	6.03	6.43	6.22	1.52	30
STANCORP FINANCIAL GROUP	28.72	4.56	5.09	5.69	1.00	14
LINCOLN NATIONAL CORP	17.08	3.40	4.04	6.26	0.60	44
DELPHI FINANCIAL GROUP-CL A	19.62	3.15	3.49	8.8	1.26	10
PROTECTIVE LIFE CORP	12.06	3.17	3.22	3.45	1.08	10
AIG	1.80	-0.13	0.24	--	0.84	241

资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

注: 单位为当地货币

分析师简介

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

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。