

保险

许守德 中国准精算师

0755-82026751

xushoude@cjis.cn

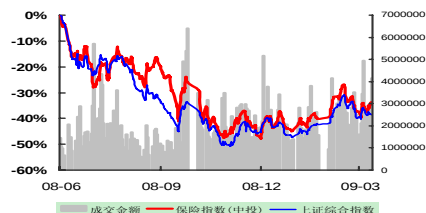
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	3
总市值(亿元)	10725
占A股比例(%)	4.98%
平均市盈率(倍)	117.00

行业表现

(%)	1M	3M	6M
保险	1.50	16.80	27.92
上证综合指数	9.39	26.71	38.05



相关报告

行业报告--关于降息影响的点评

11/27/2008

保险行业 2009 年投资策略--盈利能力有保证, 行业前景值得期待

12/26/2008

月报--09 年基本面显著转好的判断不变, 但 1 月“开门红”略有隐忧

02/27/2009

09 年 2 季度投资策略--在业务的进与退中权衡保险股的投资机会

03/20/2009

月报--2 月保费收缩迹象明显, 对实现长期利差较为有利

03/30/2009

季报总结

中性

上市险企 09 年 1 季报帐面表现中规中矩

本文比较了三家上市保险公司 09 年 1 季报的帐面数据, 总体上, 我们认为, 它们的表现中规中矩, 并无突出的亮点。

投资要点:

- 国寿 1 季度实现归属于母公司净利润 53.87 亿元, 同比增长 55.1%。该增速与我们对其 09 全年增速的预测接近。平安 1 季度实现归属于母公司净利润 16.35 亿元, 同比下降 66.4%, 主要原因是去年基数较高; 若将其净利润换算成全年, 则略低于我们的预测, 原因可能是业务增长较快导致当期核算的费用偏大。太保 1 季度实现 2 亿元的归属于母公司净利润, 同比下滑 88.8%, 主要原因是除了去年基数较高之外, 也有过去投资收益虚高的因素; 若将其净利润换算成全年, 则与我们在 1 月报的预测十分接近。
- 三家公司 1 季度的投资收益均无突出表现, 且比较接近。1 季度国寿、平安和太保的投资收益率分别为 1.06%、1.09%和 1.12%, 其中平安已剔除投连、银行帐户及经纪客户结算资金的影响。
- 行业投资建议: 由于上市险企 1 季报显示并无亮点, 因此我们仍然认为“保险股更好的投资机会需耐心等待”。除此之外, 还有以下原因:
- 1、通胀预期下, 债券收益率可能上升, 但保险公司给客户的回报率也会上升, 综合下来不利于保险公司的概率更大。具体逻辑可参考我们去年 11 月底的降息利好保险股的点评。
- 2、虽然从内含价值模型来看, 目前一些保险股的股价不贵, 但将内含价值假设换算成均衡 EPS 来看, 目前保险股的 PE 在 30-50 倍之间。因此, 当前价位下, 保险股并不便宜。
- 3、即便股市有力反弹, 由于股票收益的一部分往往要计入分红特储和万能平滑准备金, 因此保险公司业绩受益有限。我们认为保险股并非高弹性的品种。从 94 年 12 月 30 日至 07 年 10 月 9 日标普 1500 和标普保险指数来看, 国外保险股也没有呈现出高弹性的特征。如: 在 00 年 9 月 5 日至 03 年 3 月 11 日标普 1500 经历一轮跌幅 45.5% 的熊市中, 标普保险指数同期仅下滑 33.9%, 反而是防御的特征十分明显。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
601628	中国人寿	0.36	0.56	0.66	0.79	20.44	49.59	36.30	30.80	推荐
601318	中国平安	0.09	1.02	1.16	1.30	15.68	460.14	31.58	27.77	推荐
601601	中国太保	0.17	0.09	0.14	0.37	14.97	58.26	148.89	95.71	中性

目 录

一、归属于母公司的净利润与净资产	3
二、投资收益	4
三、保费与准备金	5

图 表

图 1 上市险企 09 年 1 季度归属于母公司净利润及同比增长率	3
图 2 上市险企 09 年 1 季度 EPS 及 ROE	3
图 3 上市险企 09 年 1 季度资本公积增长率	4
图 4 上市险企 09 年 1 季度归属于母公司净资产增长率	4
图 5 上市险企 09 年 1 季度总投资收益率	5
图 6 上市险企 09 年 1 季度寿险保费及同比增长率	6
图 7 上市险企 09 年 1 季度产险保费及同比增长率	6
图 8 上市险企 09 年 1 季度保险合同准备金增长率	6
图 9 上市险企 09 年 1 季度保险合同准备金增加与保费	7

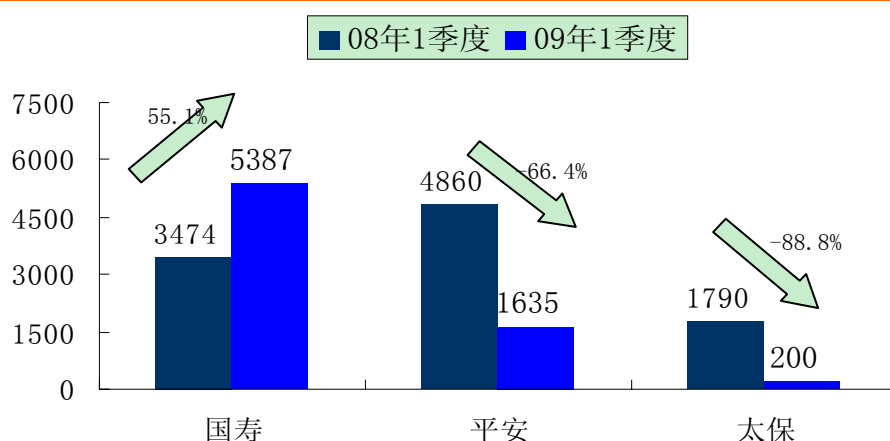
一、归属于母公司的净利润与净资产

国寿 1 季度实现归属于母公司净利润 53.87 亿元，同比增长 55.1%。该增速与我们对其 09 全年增速的预测接近。平安 1 季度实现归属于母公司净利润 16.35 亿元，同比下降 66.4%，主要原因是去年基数较高；若将其净利润换算成全年，则略低于我们的预测，原因可能是业务增长较快导致当期核算的费用偏大。太保 1 季度实现 2 亿元的归属于母公司净利润，同比下滑 88.8%，主要原因是除了去年基数较高之外，也有过去投资收益虚高的因素；若将其净利润换算成全年，则与我们在 1 月报的预测十分接近。

1 季度末国寿、平安、太保的资本公积，相对年初分别增长 8.8%、5.0% 和 4.8%。如果考虑各自公司的股权类资产规模以及同期上证指数上涨 30% 左右，这些公司资本公积的增长比例偏小，显示它们并未积极参与本轮行情，这符合我们过去强调的保险公司经营必须谨慎的判断。

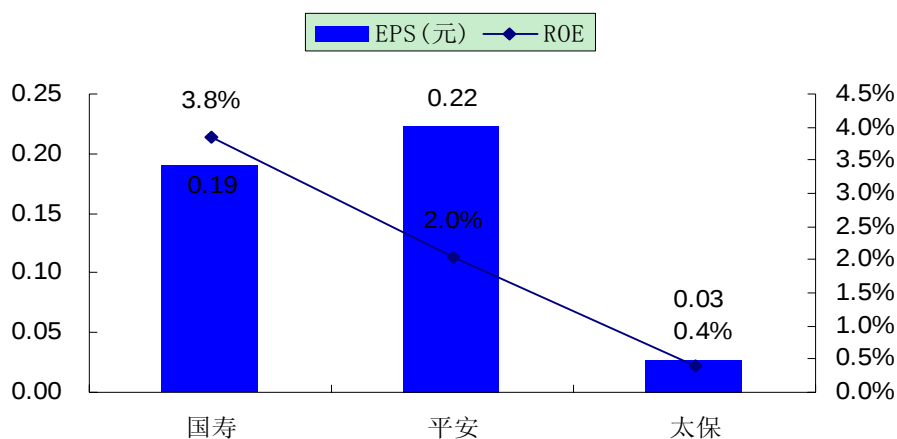
在净利润、资本公积等因素的作用下，国寿、平安、太保 1 季度末的归属于母公司净资产，相对年初分别增长 8.1%、5.1% 和 4.0%。

图 1 上市险企 09 年 1 季度归属于母公司净利润及同比增长率



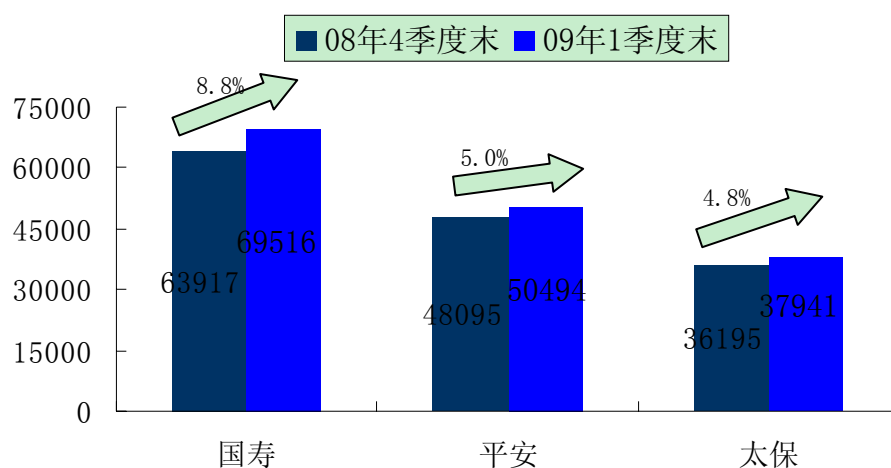
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 上市险企 09 年 1 季度 EPS 及 ROE



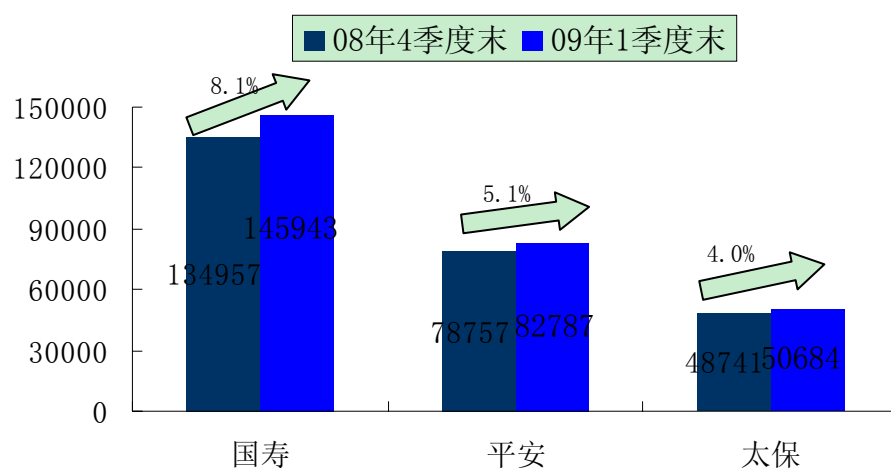
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 上市险企 09 年 1 季度资本公积增长率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 上市险企 09 年 1 季度归属于母公司净资产增长率

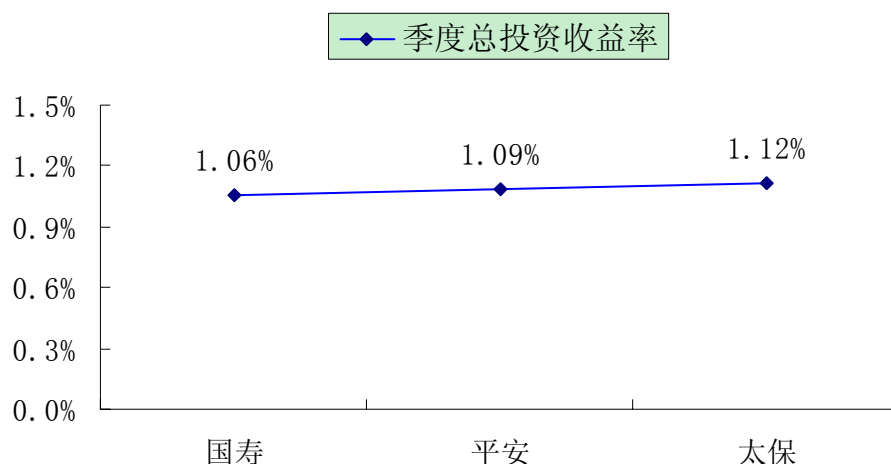


资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、投资收益

三家公司 1 季度的投资收益均无突出表现，且比较接近。1 季度国寿、平安和太保的投资收益率分别为 1.06%、1.09%和 1.12%，其中平安已剔除投连、银行帐户及经纪客户结算资金的影响。过去有人认为，某公司的投资收益做的好，这里同样显示不出证据。目前我们仍然认为，受制于各类资产配置的比例限制，以及权益投资的能力并不突出，个别公司要实现比同业高出很多的投资收益率，是比较困难。

图 5 上市险企 09 年 1 季度总投资收益率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

注：平安投资资产剔除经纪客户结算资金及银行、投连帐户。

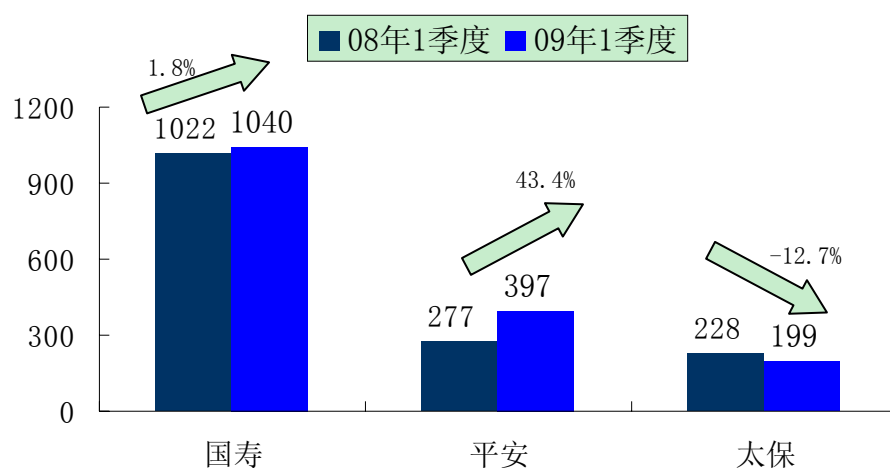
三、保费与准备金

由于国寿加大寿险业务调整的力度，控制银保渠道，鼓励期缴型的业务，公司 1 季度仅实现寿险保费 1040 亿元，同比增速 1.8%。平安在高结算利率的政策下，寿险业务增长迅猛，1 季度实现寿险保费 397 亿元，同比增长 43.4%。太保 1 季度寿险保费虽然有一定的下滑，但与去年下半年比，规模明显增大，与平安不同，其业务增长的推动因素是手续费，公司 1 季度手续费较去年同期增长 31.4%。

受益于汽车消费市场回暖，平安和太保的产险保费保持平稳增长，同比增速均为 18.1%。而国寿产险延续去年较大幅度的升势，单月屡创新高，1 季度同比增速高达 92.1%。

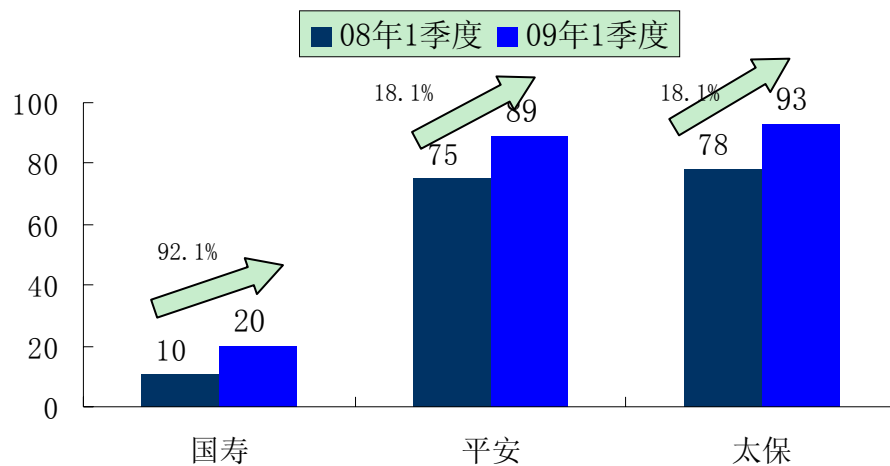
保费的增长导致准备金规模的扩大。1 季度末国寿、平安和太保的保险准备金相对于年初，分别增长 7.4%、7.7%和 5.8%。而按 1 季度保险准备金的增加额占当期保费收入的比例统计，该三家公司分别为 55.2%、66.8%和 49.2%。平安的比重略高些，原因是与去年各季度相比，该公司 1 季度的赔款及退保规模有所减少。

图6 上市险企09年1季度寿险保费及同比增长率



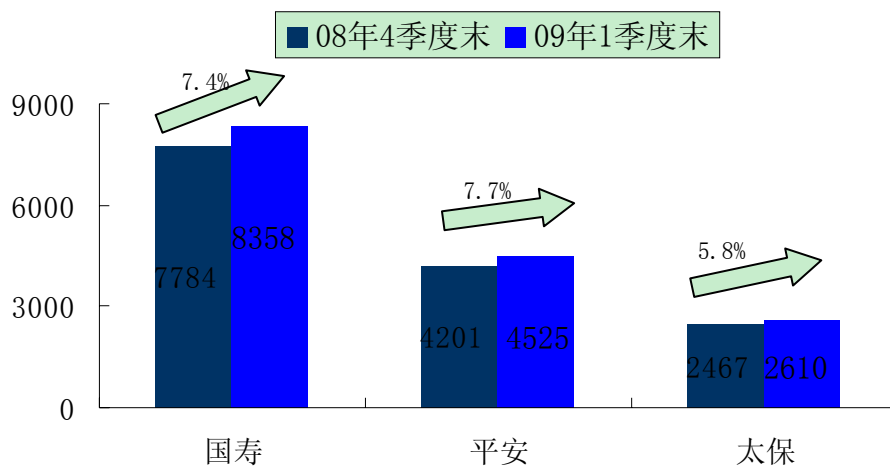
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图7 上市险企09年1季度产险保费及同比增长率



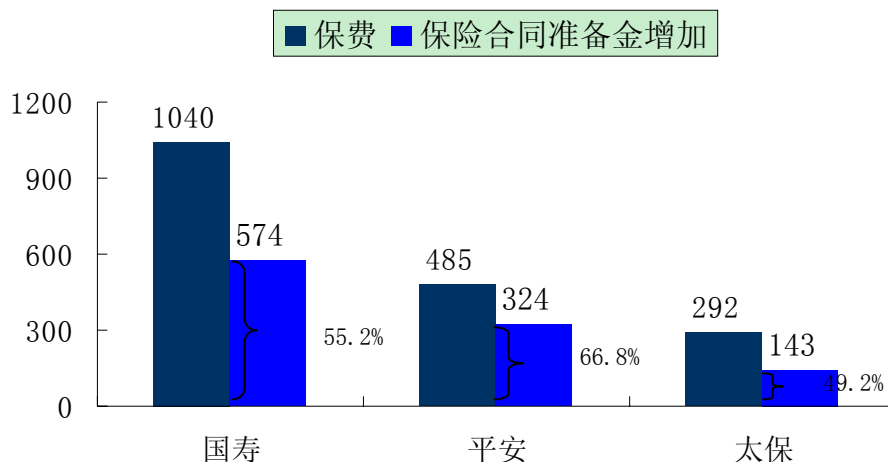
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图8 上市险企09年1季度保险合同准备金增长率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图9 上市险企09年1季度保险合同准备金增加与保费



资料来源：公司公告、中投证券研究所

关于行业投资建议，由于上市险企1季报显示并无亮点，因此我们仍然认为“保险股更好的投资机会需耐心等待”。除此之外，还有以下原因：

1、通胀预期下，债券收益率可能上升，但保险公司给客户的回报利率也会上升，综合下来不利于保险公司的概率更大。具体逻辑可参考我们去年11月底的降息利好保险股的点评。

2、虽然从内含价值模型来看，目前一些保险股的股价不贵，但将内含价值假设换算成均衡EPS来看，目前保险股的PE在30-50倍之间。因此，当前价位下，保险股并不便宜。

3、即便股市有力反弹，由于股票收益的一部分往往要计入分红特储和万能平滑准备金，因此保险公司业绩受益有限。我们认为保险股并非高弹性的品种。从94年12月30日至07年10月9日标普1500和标普保险指数来看，国外保险股也没有呈现高弹性的特征。如：在00年9月5日至03年3月11日标普1500经历一轮跌幅45.5%的熊市中，标普保险指数仅仅下滑33.9%，反而是防御的特征十分明显。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

许守德, 中投证券研究所金融行业分析师, 经济学学士、经济学硕士。在保险公司工作近 5 年, 曾担任民安保险公司精算责任人多年。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国平安、中国太保等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434