

保险行业 2009 年中报综述

—— 业务转型得到验证，内含价值各有提升

金融/保险

投资要点:

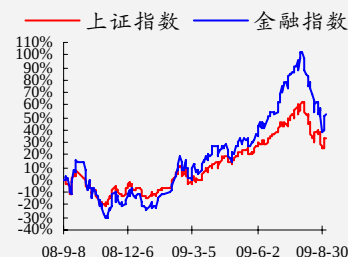
- 2009 年上半年，中国人寿实现归属母公司所有者净利润 139.2 亿元，同比增长 29.2%；中国平安实现归属母公司所有者净利润 43.47 亿元，同比减少 38.8%；中国太保实现归属母公司所有者净利润 23.64 亿元，同比减少 57.1%。
- 从业务收入上来说，中国人寿由于提高了银保期缴率，压缩了银保趸缴业务，保费收入同比有所降低，但由于权益类投资仓位相对较高，投资收益上升，有效地支撑了业务收入的增长。中国平安由于大力开拓银保渠道保费收入，银保趸缴保费收入比较高，由于权益类投资仓位相对较高，投资净收益加公允价值变动收益同比增长 337.5%。中国太保由于业务转型比较大，造成总保费收入收入同比下降，而年初时权益类投资仓位相对较低，浮盈较少，营业收入同比降低。
- 从营业支出上看，三家公司退保金、赔付支出、保户红利支出、手续费及佣金和管理费用的合计数同比增幅差别不大，说明在相关费用的控制上具有趋同性，但在提取保险责任准备金方面由于各公司执行的力度不一样，造成营业支出增幅同比差别较大。从而造成三家公司归属母公司所有者净利润增幅不一样。
- 由于太保和中国人寿业务转型幅度较大，银保期缴率提高，因此尽管总保费收入同比下降，但首年年化保费同比增长幅度较大。从三家公司的对比上看，中国太保总保费下降幅度最大，但首年年化保费依然保持高增长，说明保费质量改善最明显。
- 从权益类投资组合上看，中国人寿的权益类资产持仓比重最高，太保的权益类资产持仓比重最低。但由于太保年初持股比重较低，因此在股指快速上扬的情况下，尽管加仓速度较快，但浮盈及投资收益增长率小于平安和人寿。从权益类投资收益在整个投资收益中的占比来看，中国人寿最高，主要是年初仓位较高并不断增加投资额度的缘故。
- 由于年初持股比例较重，中国人寿和中国平安经调整净资产经调整净资产涨幅较大；由于太保业务转型较快，银保期缴保费增长幅度较大，产品以分红险为主，因此，内含价值和一年新业务价值增长幅度较大，估值提升空间也较大。

优于大势

维持评级

2009 年 9 月 7 日

走势图



重要公司

评级

中国平安	谨慎推荐
中国太保	谨慎推荐
中国人寿	谨慎推荐

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

一、总体赢利状况

2009 年上半年，中国人寿实现归属母公司所有者净利润 139.2 亿元，同比增长 29.2%；中国平安实现归属母公司所有者净利润 43.47 亿元，同比减少 38.8%；中国太保实现归属母公司所有者净利润 23.64 亿元，同比减少 57.1%。

从业务收入上来说，中国人寿由于提高了银保期缴率，压缩了银保趸缴业务，保费收入同比有所降低，但由于权益类投资仓位相对比较高，投资净收益加公允价值变动收益同比增长 33.2%，有效地支撑了业务收入的增长。中国平安由于大力开拓银保渠道保费收入，银保趸缴保费收入比较高，保费收入同比增长 33.9%，由于权益类投资仓位相对比较高，投资净收益加公允价值变动收益同比增长 337.5%，因此，业务收入同比增长 55.1%。中国太保由于业务转型比较大，银保渠道期缴率提高比较快，银保保费收入大幅度降低，造成总保费收入收入同比下降，而年初时权益类投资仓位相对较低，尽管后来进行过加仓，但浮盈较少，投资净收益加公允价值变动收益同比降低 43%，由于保费收入和投资收益都有所下降，因此，营业收入同比降低 14.5%。

从营业支出上看，三家公司退保金、赔付支出、保户红利支出、手续费及佣金和管理费用的合计数同比增幅差别不大，说明在相关费用的控制上具有趋同性，但在提取保险责任准备金方面由于各公司执行的力度不一样，造成营业支出增幅同比差别较大。从而造成三家公司归属母公司所有者净利润增幅不一样。

表 1、三家公司盈利状况增长率对比

	平安	太保	人寿
一、营业收入	55.1%	-14.5%	0.2%
保费收入	33.9%	-1.5%	-5.1%
投资收益	337.5%	-42.8%	33.2%
二、营业支出	61.0%	-12.1%	-3.6%
提取保险责任准备金	165.4%	-23.6%	1.6%
其它业务支出	3.7%	2.8%	-5.1%
三、营业利润	2.2%	-41.9%	74.4%
归属母公司所有者净利润	-38.8%	-57.1%	29.2%

资料来源：公示公告

二、保费收入

1、分渠道保费收入

分渠道来看，中国平安在保持个险强势的同时，大力发展银保趸缴业务，银保保费收入同比大幅度增长。对中国太保和中国人寿来说，个险增幅较平稳，但银保期缴保费同比大幅度提高，主要是银保保费由趸缴向期缴转型的原因，造成银保总保费下降，其中，太保转型幅度尤其大，总保费下降幅度也最大。

表 2、分渠道保费收入同比

	个险新单	个险新单 期缴	银保 总保费	银保新单	银保期缴	团险 总保费
中国太保	6.3%	12.2%	-29.3%	-30.2%	1472.3%	8.0%
中国人寿	10.1%	12.9%	-10%	-9.6%	196.9%	-43.3%
中国平安	38.5%	45.0%	135.9%	139.8%	292.7%	-36.6%

资料来源：公示公告

从期缴比率上看，三家公司个险期缴率都出现了一定幅度的增长，说明个险保费质量进一步提高。但三家公司银保期缴率变动幅度差别较大，其中，太保银保期缴率提高幅度较大，中国人寿银保期缴率变动幅度较小，平安银保期缴率基本没有变动，说明太保银保业务转型幅度较大，中国人寿转型幅度较小，平安银保以趸缴为主，没有转型。

表 3、三家公司分渠道保费期缴率对比

	中国平安		中国太保		中国人寿	
	个险期缴 率	银保期缴 率	个险期缴	银保期缴	个险期缴	银保期缴
2009 年 6 月	98.2%	0.3%	89.0%	20.0%	95.9%	6.8%
2008 年 6 月	93.8%	0.2%	84.3%	0.9%	94.9%	2.1%

资料来源：公示公告

由于太保和中国人寿业务转型幅度较大，银保期缴率提高，因此尽管总保费收入同比下降，但首年年化保费同比增长幅度较大。从三家公司的对比上看，中国太保总保费下降幅度最大，但首年年化保费依然保持高增长，说明保费质量改善最明显。

表 4、三家公司首年年化保费及总保费对比

中国平安		中国太保		中国人寿	
总保费收入	首年年化保 费	总保费收 入	首年年化保 费	总保费收入	首年年化保 费
35.96%	50.20%	-9.53%	39.10%	-5.10%	30%

资料来源：公示公告

2、分产品保费收入

中国人寿的产品结构主要以分红险为主，万能险和投连险等投资型的险种占比比较低。在投资收益降低，投资型险种难以销售的情况下，分红险的保费收入仍然保持稳定增长。但公司险种本来就以分红险为主，基数较高，因此保费增长速度不显著，但随着万能险和投连险等投资型险种的销售困难，反而拉低了总保费的增长速度。

从产品结构上来说，中国平安保费收入的增长主要来自于分红产品和万能产品。分红和万能产品同比都出现了较大幅度的增长。而普通寿险和投连产品保费收入则出现了下降。分红产品由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。中国平安万能产品保费收入增速高，主要是采取了高于同业的结算利率的缘故。中国平安的万能产品一直采取高于同业其它公司一个百分点的结算利率，这样的利率也高于同期市场上银行理财产品的收益率以及其它投资品种的收益率。

过去中国太保的保费结构中万能险占比较高，在投资收益率下降的情况下，随着结算利率降低，万能险销售困难，为了改善保费收入下滑的局面，公司重点发展分红险，分红险保费收入大幅度增长，而万能险被大大压缩。万能险向分红险的转换，提高了产品的边际利润率。分红险以保障为主，在保险公司投资收益下降，万能险结算利率大幅度下降的情况下，保障型的产品销售旺盛，有利于公司保费收入的稳定增长。

表 5、中国人寿产品结构

渠道	产品结构	占比
个险渠道	传统	19%
	分红	81%
银保渠道	分红	94%
	万能	6%

资料来源：东北证券研究所

表 6、中国平安及中国太保产品结构

	太保	平安
传统险	21.6%	3.7%
分红险	71.5%	38.4%
万能险	2.0%	42.3%
意外险	4.9%	4.4%

资料来源：公示公告

表 7、中国平安及中国太保产品增长幅度

	中国平安			中国太保		
	2009 年 6 月	2008 年 6 月	同比	2008 年 6 月	2009 年 6 月	同比
万能险	31,293	14,400	117.30%	13,774	689	-95.00%
分红险	28,358	21,597	31.30%	15,914	25,149	58.00%
传统险	2,755	2,818	-2.20%	7,700	7,610	-1.20%
意外及健康险	3,230	2,982	8.30%	1,467	1,706	16.30%
投连险	2,570	5,298	-51.50%			

资料来源：公示公告

三、投资状况

从权益类投资组合上看，中国人寿的权益类资产持仓比重最高，为 13.4%，太保的权益类资产持仓比重最低，为 8.7%。太保的仓位增加幅度最快，从年初的 4.6% 提高到 8.7%，但由于太保年初持股比重较低，因此在股指快速上扬的情况下，尽管加仓速度较快，但浮盈及投资收益增长率小于平安和人寿。从权益类投资收益在整个投资收益中的占比来看，中国人寿最高，主要是年初仓位较高并不断增加投资额度的缘故。

表 8、三家公司投资收益增长幅度

单位：元

		2008-6-30	2009-6-30	同比
平安	投资净收益	23,445,000,000	13,887,000,000	-40.8%
	公允价值变动净收益	-18,759,000,000	6,615,000,000	135.3%
	合计	4,686,000,000	20,502,000,000	337.5%
人寿	投资净收益	34,195,000,000	33,693,000,000	-1.5%
	公允价值变动净收益	-7,766,000,000	1,523,000,000	119.6%
	合计	26,429,000,000	35,216,000,000	33.2%
太保	投资净收益	16,325,000,000	8,882,000,000	-45.6%
	公允价值变动净收益	-575,000,000	127,000,000	122.1%
	合计	15,750,000,000	9,009,000,000	-42.8%

资料来源：公示公告

表 9、三家公司权益投资收益占比

	中国人寿	中国平安	中国太保
投资收益总额	321.9	139.2	89.6
权益投资收益占比	51.0%	47.7%	43.1%
固定收益占比	49.0%	52.3%	56.9%

资料来源：公示公告

表 10、2009 年中期各家公司资产组合比年初变动幅度

	人寿	平安	太保
现金	61.3%	38.8%	-6.6%
定存	8.8%	-2.2%	-4.2%

债券	-16.2%	-9.2%	-8.2%
基金	52.5%	62.1%	21.4%
股票	80.7%	0.0%	194.4%
基础设施	5.4%	16.7%	100.0%

资料来源：公示公告

表 11、各家公司资产组合

	2009 年 6 月			2008 年 12 月		
	人寿	平安	太保	中国人寿	平安	太保
现金	5.87	14.3	5.7	3.64	10.3	6.1
定存	26.5	17.8	27.5	24.36	18.2	28.7
债券	51.51	56	52.6	61.45	61.7	57.3
基金	5.52	4.7	3.4	3.62	2.9	2.8
股票	7.88	4.9	5.3	4.36	4.9	1.8
基础设施	2.71	1.4	4.6	2.57	1.2	2.3

资料来源：公示公告

从固定收益类资产的投资组合上来看，平安的债券和现金比例较高，定存占比较低，而中国人寿和太保定存占比较高，现金和债券占比较低。

现金及现金等价物资产占比较高，主要是中国平安合并了银行和证券公司的报表，银行的现金主要包括可用于支付的银行存款、可用于支付的其它货币资金、存放于中央银行的款项、存放同业款项等。证券公司的现金主要是结算备付金。现金等价物主要有货币市场基金、3 个月内到期的债券等，流动性比较好，可以满足兑付压力，作为备用现金，也有配置。

中国平安银行定存配置比重较低。定存主要是协议存款，期限和利息靠双方协商。保险公司的协议存款一般最低起存金额为 3000 万元，期限为 5 年期以上。从银行来说，由于银行的赢利模式是短存长贷，因此，对长期存款并不欢迎。协议存款的利息一般低于居民存款，由于要加征利息税，收益率一般低于债券。当然具体收益如何要靠双方协商，对中小银行来说，由于资产规模比较小，对长期存款有一定需求，利息也较高，但中小银行信用等级较低，对保险公司来说不安全。另外，平安现金及现金等价物和债券占比较高也挤占了定期存款的比重，也是存款比例较低的一个原因。

平安的债券投资比例高于太保和人寿，主要是对金融债和企业债投资比例较高，金融债和企业债的收益率高于国债，但信用质量低于国债。

三、内含价值对比

由于年初持股比例较重，中国人寿和中国平安经调整净资产经调整净资产涨幅较大；由于太保业务转型较快，银保期缴保费增长幅度较大，产品以分红险为主，因此，内含价值和一年新业务价值增长幅度较大，估值提升空间也较大。

表 12、截至 2009 年 6 月的内含价值和一年新业务价值与截至 2008 年 12 月的对比

	中国人寿	中国平安	中国太保
经调整净资产	11.6%	14.63%	10.9%
内含价值	11.3%	16.09%	28%
一年新业务价值	20.4%	19.79%	35%

资料来源：公示公告。

注：太保内含价值和一年新业务价值根据其首年年化保费估算

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209