

保险行业 10 月份月报

——保费收入健康发展，投资环境相对宽松

金融/保险

投资要点:

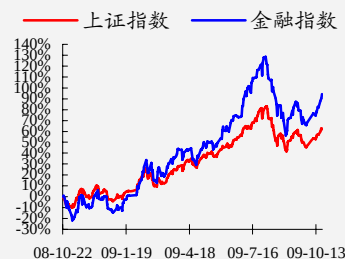
- 2009 年前 8 个月，全国寿险总保费收入 5529.3 亿元，同比增长 2.3%，其中，个险新单同比增长 21.4%，银保新单同比增长 3.23%，个险新单期缴同比增长 7.9%，银保期缴同比增长 179.5%。银保期缴保费收入同比大幅度增长，保费质量同比提高。
- 分渠道来看，中国平安在保持个险强势的同时，大力发展银保趸缴业务，银保保费收入同比大幅度增长。对中国太保和中国人寿来说，个险增幅较平稳，但银保期缴保费同比大幅度提高，主要是银保保费由趸缴向期缴转型的原因，造成银保总保费下降，其中，太保转型幅度尤其大，总保费下降幅度也最大。
- 分产品看，中国人寿的产品结构主要以分红险为主，万能险和投连险等投资型的险种占比比较低。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。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。
- 从投资环境上来说，目前流动性依旧宽松，对证券市场的估值中枢起到较强的支持作用。债券到期收益率不断提高，给予保险行业优于大市的评级，给予中国人寿、中国平安和中国太保谨慎推荐的投资评级。

优于大势

维持评级

2009 年 10 月 21 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、保费收入分析

1、保费收入总体状况

2009 年前 8 个月，全国寿险总保费收入 5529.3 亿元，同比增长 2.3%，其中，个险新单同比增长 21.4%，银保新单同比增长 3.23%，个险新单期缴同比增长 7.9%，银保期缴同比增长 179.5%。银保期缴保费收入同比大幅度增长，保费质量同比提高。但是从 2008 年上半年以来，全国寿险保费收入同比持续降低，主要是受投资环境恶劣的影响，投资型保单保费收入大幅度降低，并且银保保费从趸缴转为期缴，银保总保费收入减少。从三家上市保险公司来看，中国人寿和太平洋寿险从 2008 年上半年以来，保费收入无论是同比都是下降的，但中国平安保费收入却保持了稳定的增长。

表 1、全国寿险保费收入同比

单位：万元

	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
2009 年	16395542	25254768	31141340	36887960	44085387	49532277	55293143
2008 年	14412524	23073763	28964568	34988514	42572345	48189232	54071267
同比	13.80%	9.50%	7.50%	5.43%	3.60%	2.80%	2.30%

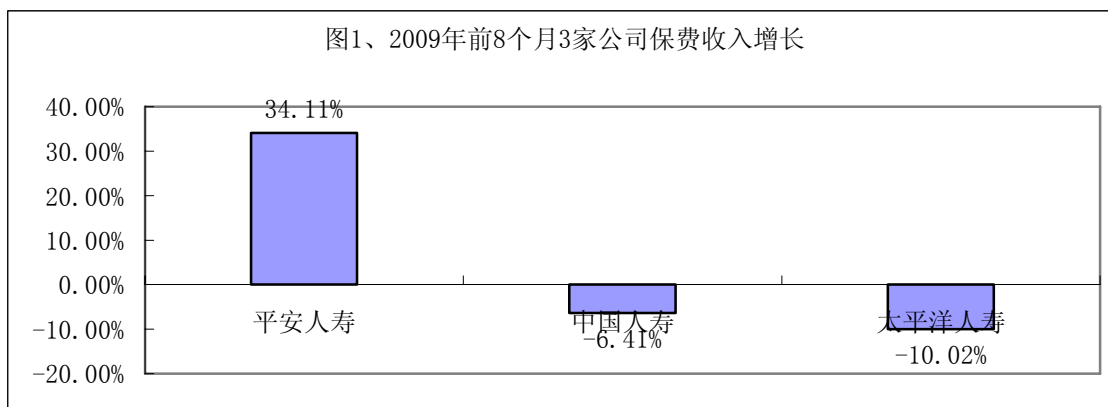
资料来源：东北证券研究所

表 2、2009 年前 8 个月寿险行业分渠道保费收入同比

单位：万元

	个险新单	个险期缴	银邮总保费	银保新单保费	银保期缴	团险保费
2009.8	4549000	3442665	16593483	15684405	1951501	1930697
2008.8	3747046	3214780	15426923	15193282	698251.96	2493488
	21.40%	7.09%	7.56%	3.23%	179.48%	-22.57%

资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所

2、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 3、3 家公司个险及银保新单变化

	个险新单	个险期缴	银保新单	银保期缴
中国平安	37.1%	42.9%	112.0%	389.5%
中国太保	8.1%	12.6%	-31.6%	729.6%
中国人寿	10.10%	12.90%	-9.60%	196.9%

资料来源：东北证券研究所

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，太保银保保费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。

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
34.11%	47.26%	-10.02%	36.23%	-5.10%	30%

资料来源：公示公告

3、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

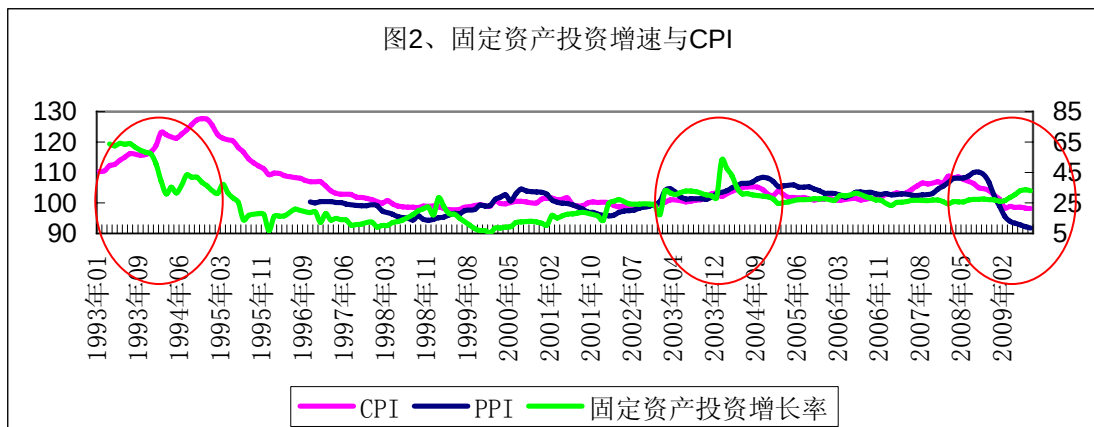
	太保	平安
传统险	21.6%	3.7%
分红险	71.5%	38.4%
万能险	2.0%	42.3%
意外险	4.9%	4.4%

资料来源：公示公告

二、投资环境分析

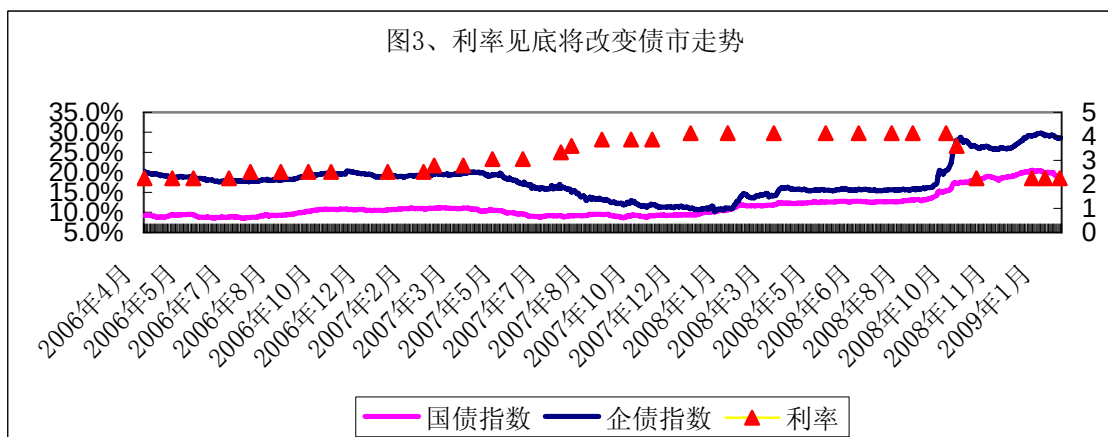
（一）债券到期收益率持续上升

1、通胀预期增强



资料来源：WIND

从历史经验上看,每次大规模的固定资产投资以后都会带来CPI的上升。目前,随着流动性的过度释放,宏观经济面临着强烈的通胀预期,利率可能提前回升,债券将面临价格下跌的压力。随着通胀预期的增强以及利率的回升,债市走势见顶回落,债券收益率逐渐上升,尤其是长债收益率上升速度较快。

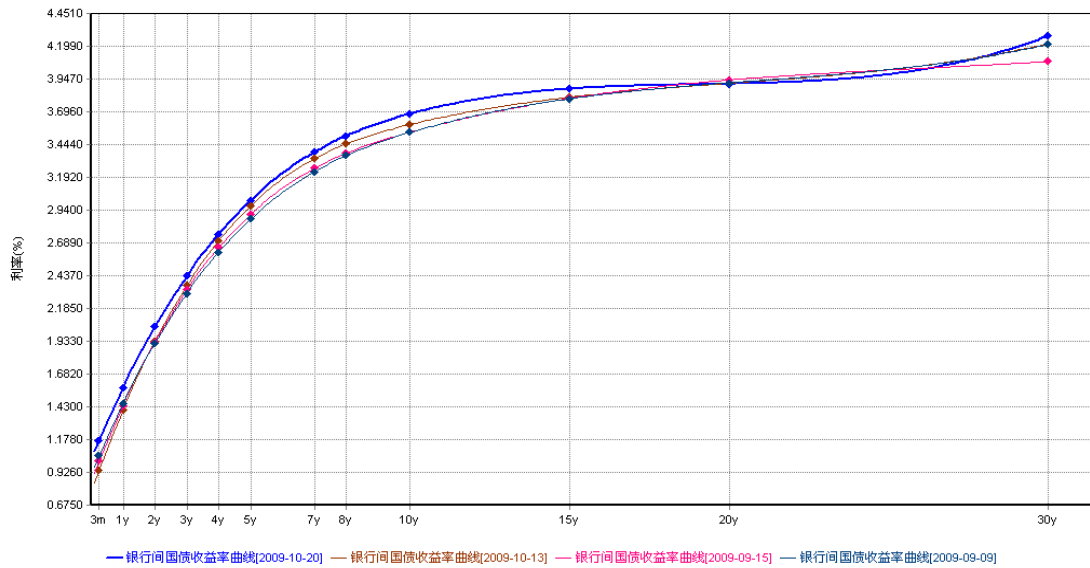


资料来源：东北证券研究所

2、债券到期收益率上升

与年初相比,长债的收益率曲线开始上升,10年期国债的收益率提高了51个基点。收益率的提高,吸引了保险资金的进入,2008年8月份以后保险资金在债市的资金量是净流入的,8月份保险资金买入债券363亿元。

图4、收益率曲线变动趋势



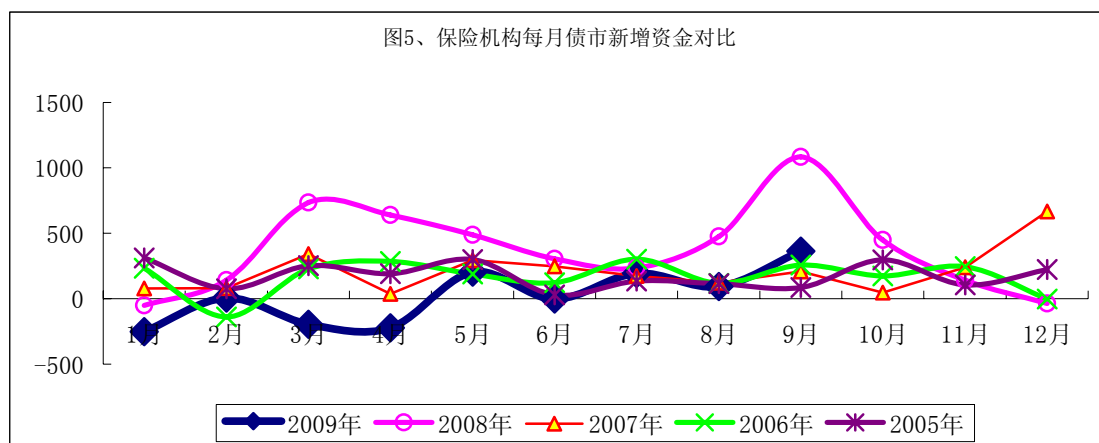
数据来源：Wind资讯

资料来源：WIND

（二）投资环境的变化对保险资金带来投资机会

长期债券的收益率上升，有利于保险资金的配置。在目前的市场格局下，对于保险资金来说，投资机会增加。

在通胀的预期下，中长期债券的收益率在未来依然有较大的上升空间。从数据统计上来看，自5月份以来，保险资金的在债市的资金量已经出现了净流入。从投资品种上来看，保险公司在债市的新增资金主要是投向了收益率可观的企业债和金融债。与年初相比，企业债和金融债与国债的利差分别扩大了44和45个基点，因此，保险资金对企业债和金融债的配置比例增加。



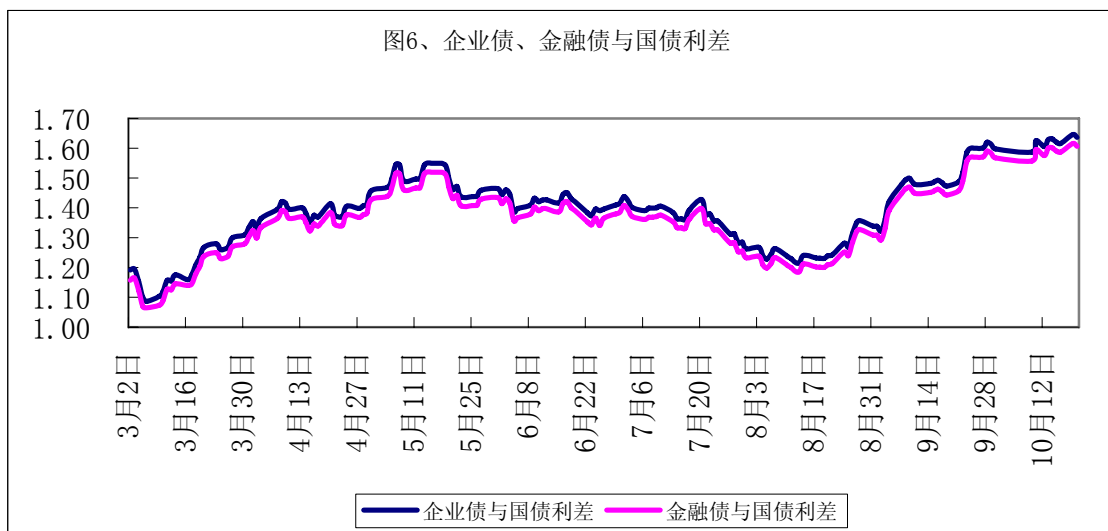
资料来源：东北证券研究所

表 7、 保险机构各月所持券种变化

单位：亿元

	国债	金融债	企业债	短融
2008 年 10 月	2,528.1	4,657.12	3,037.59	179.39
2008 年 11 月	2,538.3	4,813.27	3,149.54	161.79
2008 年 12 月	2,603.9	4,965.32	3,106.41	166.39
2009 年 1 月	2,632.6	4,569.93	3,202.91	167.65
2009 年 2 月	2,641.7	4,617.03	3,272.89	174.30
2009 年 3 月	2,609.8	4,718.03	3,247.48	203.76
2009 年 4 月	2,484.5	4,788.55	3,328.08	229.01
2009 年 5 月	2,481.3	4,915.56	3,450.89	230.31
2009 年 6 月	2,500.2	4,487.9	3,591.6	207.4
2009 年 7 月	2,514.2	4,591.9	3,603.1	188.8
2009 年 8 月	2,541.1	4,611.2	3,613.1	183.5
2009 年 9 月	2,636.94	4,647.41	3,762.49	201.01

资料来源：东北证券研究所



从权益投资上来看，目前随着股市的震荡，权益投资难度加大，但长期来看，流动性总体仍处于一个相对宽松的阶段，随着企业赢利能力预期的上升，相关行业仍有较多的投资机会。另外，目前三家保险股仓位相对较轻，市场的波动，也为保险公司调整结构、改变组合创造的条件。

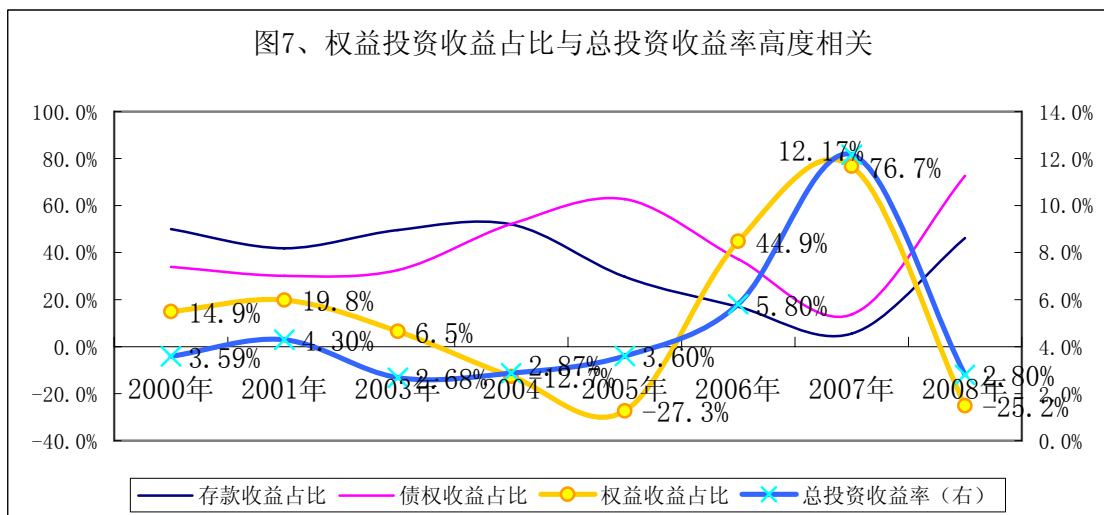
表 8、各家公司资产组合

	2009 年 6 月		
	人寿	平安	太保
现金	5.87	14.3	5.7
定存	26.5	17.8	27.5
债券	51.51	56	52.6
基金	5.52	4.7	3.4

股票	7.88	4.9	5.3
基础设施	2.71	1.4	4.6

资料来源：公示公告

随着权益投资比例的增加并占有较大份额，保险公司的总投资收益率受固定收益类资产的影响越来越小，而与权益类投资的投资收益率高度相关。因此，权益性投资收益的增加对保险公司投资收益的提高，影响立竿见影。



资料来源：公司公告

另外，保监会正在酝酿《保险资金投资股权试点管理办法》，如果该办法出台，对保险公司来说又开辟了一个新的投资渠道，构成一大利好。

三、保险行业投资建议

目前在经济形势恶劣的形势下，保险公司纷纷调整了经营策略，保费销售开始从投资型产品向保障型产品转换，收费方式开始从趸缴向期缴转型，尽管总保费收入增长速度不高，但保单的质量开始上升，有利于保险公司内含价值的增长。在保险公司转型中，以中国太保最为突出。

从投资环境上来说，目前流动性依旧宽松，充足的流动性对证券市场的估值中枢起到较强的支持作用。在流动性释放的推动下，2009年的股市可能会有较好的表现，资金开始由债市向股市流入，由于资金的跷跷板效应，债券价格开始下跌，给保险资金的债券配置也带来更多机会。在股市和债市投资机会增多的形势下，保险公司的投资收益将会提高。因此对保险行业给予优于大市的投资评级。给予中国太保、中国平安和中国人寿谨慎推荐的投资评级。

四、估值水平

1、新业务倍数测算：

假设保险公司的保费收入按 3 阶段增长，第一阶段为前 5 年，保费收入的增长速度大约在 10%至 20%之间，第二阶段为第 6—15 年，保费收入的增长速度在 7%—13%之间，永续增长阶段保费收入的增长速度为 3%，假设风险贴现率为 11.5%，根据三阶段模型，新业务倍数大约在 20—41 倍之间。

表 9、新业务倍数测算（单位：倍）

新业务倍数		第二阶段增长率								
		5%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	15%
第一阶段增长率	8%	17.2	19.3	20.5	21.8	23.2	24.7	26.3	28.0	31.8
	10%	18.4	20.7	22.0	23.4	24.8	26.4	28.2	30.0	34.1
	11%	19.0	21.4	22.7	24.2	25.7	27.4	29.1	31.1	35.3
	13%	20.3	22.9	24.3	25.8	27.5	29.3	31.2	33.2	37.8
	15%	21.7	24.4	26.0	27.6	29.4	31.3	33.3	35.5	40.5
	18%	23.9	26.9	28.6	30.4	32.4	34.5	36.8	39.2	44.7
	19%	24.7	27.8	29.5	31.4	33.4	35.6	38.0	40.5	46.2
	20%	25.4	28.7	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	47.7
	22%	27.1	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	44.6	50.8

2、中国人寿

在正常和乐观两种情形下，我们分别取新业务倍数 30 倍和 35 倍，公司估值分别为 28.3 元和 34.1 元。维持“谨慎推荐”评级。

表 10、中国人寿估值水平

单位：百万元

	正常估计	乐观估计
	精算报告假设、基于 2009 年的估值	精算报告假设，提高新业务倍数，基于 2009 年的估值
调整净资产价值	172270	172270
有效业务价值	118634	118634
内含价值	290904	290904
股数	28264.7	28264.7
每股内含价值（元）	10.29	10.29
每股新业务价值（元）	0.6	0.68
新业务价值（元）	18	23.8
新业务倍数	30	35
评估价值（元）	28.3	34.1

3、中国平安

在正常和乐观两种情形下，我们分别取新业务倍数 25 倍和 30 倍，公司估值分别为 55.3 元和 68.3 元。维持“谨慎推荐”评级。

表 16、中国平安估值水平

百万元	正常(不调整参数)	乐观(调高投资收益率到 5.5%)
-----	-----------	-------------------

调整净资产价值	102826.9	102826.9
有效业务价值	44444.6	57741
内含价值	147271.5	160567.9
每股内含价值（元）	20.1	21.9
股份数（百万股）	7345.1	7345.1
新业务价值（元）	29.2	39
每股新业务价值（元）	1.2	1.3
新业务倍数	25	30
评估价值（元）	49.2	60.9
银行（元）	1	1.5
证券（元）	3	3.5
财险（元）	1.2	1.2
其他（元）	0.8	1.2
估值（元）	55.3	68.3

4、中国太保

在保守和正常两种情形下，我们分别取新业务倍数 25 倍和 30 倍，公司估值分别为 25.01 元和 31.8 元。给予“谨慎推荐”评级。

表 17、中国太保估值水平

不同情景下估值 （百万元）	正常情形	乐观情形
	不改变假设	5.0%投资收益率、11.5%贴现率
调整净资产价值	45213.3	45213.3
有效业务价值	24161.8	31712
内含价值	69375.1	76926
股份（百万股）	7700	7700
每股内含价值（元）	9.01	10
每股新业务价值（元）	0.6	0.66
新业务倍数	25	30
评估价值（元）	24.01	29.8
财险（3 倍 P/B）	1	2
估值（元）	25.01	31.8

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