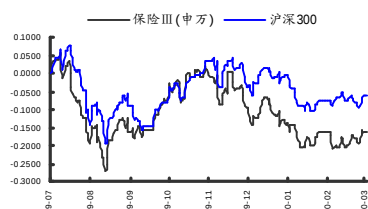


相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
保险	0.1	-7.0	33.3
沪深 300	1.3	-2.9	37.2

重点公司	6m%	YTD%	评级
中国人寿	-25.1	-10.6	中性
中国平安	6.0	-12.0	增持
中国太保	-46.1	-1.6	买入

相关报告

《保险 10 年策略：寻找最佳泡沫舞者》
 《保险行业四季度投资策略：投资机会逐渐来临》

联系人

黄秋茜、桑俊

电话：0755-83704681

邮件：huangqh@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

n 2 季度投资环境较 1 季度恶劣。 随着市场加息预期减弱，1 季度债券收益率走低，债券市场出现不利于保险资金运用的走势。股市上涨乏力，震荡行情不利于保险资金获取正收益。新型投资渠道占比低，无法改善总收益率，从银行存款的高增长可以看出保险资金运用遭遇了较大的难题。

n 寿险进入放缓周期 银保增长不利于转型 期交将是重要突破。 综合寿险业历史上高增长后伴随三年低增长的经验，以及调整后寿险深度接近世界水平的新视角，加上代理人增速明显放缓等三方面，今年寿险业务难以出现高增长。去年 4 季度银保渠道占比提升反映了部分公司对业务调整思路的转变，但这并不利于结构的持续优化。未来各家公司在银保发展上出现分化的可能性很大，银保期交业务将是部分公司率先突破的重要途径。

n 财险保费高增长 控制赔付率是关键。 进入 2010 年，汽车销售非但没有降温，反而出现了更加火爆的场面，全年车险增速或超 30%，依然是财险增长的主要动力。但是，新车的大量销售，意味着新驾驶员也将大大增加，这将提高单车出险率，赔付率可能与 09 年持平，在费用增速低于保费增速的预期下，车险承保盈利概率增大。

n 安全边际有支撑 价值增长是看点 给予“同步大市”评级。 从内含价值、盈利能力、AH 价差等三个方面比较，保险估值水平并不高，具有较高的安全边际。但在投资环境下滑的背景下，2 季度保险股超越大盘的难度加大，维持行业“同步大市”的评级。短期催化剂或许在于加息的提前以及延税型养老险的出台。在个股中，我们认为坚持价值增长的公司更具有投资价值，虽然短期利润会有波动，但重视业务结构调整，加快高价值保单拓展的行为会为公司带来更大、更长期的收益，以此为基准，我们重点推荐中国太保，给予“买入”的投资评级。

二季度保险投资逻辑：注意力从投资环境向好转移到保单价值增长

对于 2 季度保险股的走势，主要依据三个方面判断：投资环境是否继续趋于良好；保费结构是否继续改善；正面消息是否适时出台。

对于投资环境，股市震荡难以带来明显的正收益，债券收益率受加息预期减弱出现下滑，银行存款利率保持低位，新型投资渠道比重有限，保险公司 2 季度投资环境将比 1 季度有所下滑，寄望于投资收益改善的逻辑不能支撑保险股的上涨。

保费结构转型同样面临压力，一是经过 1 年半的初步转型，部分公司重新看重规模，将主动采取扩张措施；二是股市、楼市的投机资金回流银行系统，引发银保投资型险种需求增加。

消息刺激主要集中在新会计准则实施、延税型养老险试点、新型投资渠道拓宽等，不过以上消息都在市场预期范围内，难以产生显著的拉动作用。

以上三点共同表明保险股 2 季度挑战大于机遇：1) 外部投资环境是外生变量，保险公司无法改变；2) 消息刺激的短期影响难以带来股价的持续上涨；3) 新准则下保险公司追求保费规模的冲动更加明显，份额竞争的结果必然是保单价值的下降。

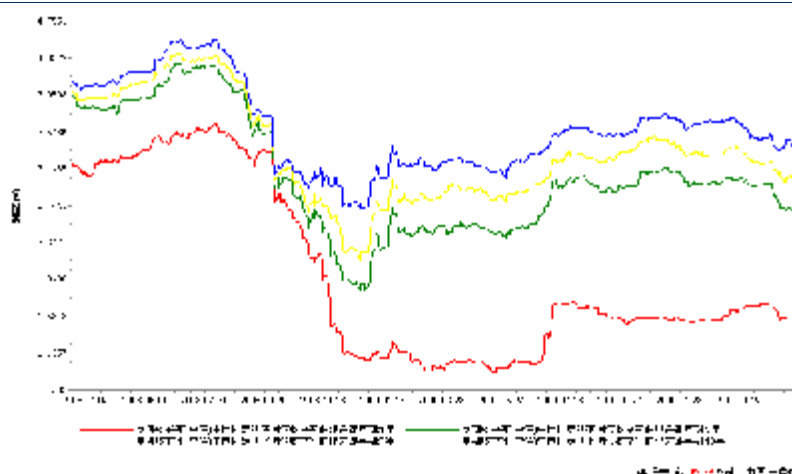
由于外部投资环境和政策出台时机是无法左右的两个方面，保险公司唯一能做的便是继续深入调整业务结构，隐忍以行，依靠保单价值的增长获取市场的认可，并以此带动股价的上升。否则，即使短期利润实现一定增长，也无法提高估值水平。

2 季度投资环境较 1 季度恶劣

加息预期减弱，1 季度债券利率走低

随着央行加大窗口指导、央票、正回购、存款准备金率等多种数量工具的运用，市场对加息的预期开始减弱，直接导致 1 季度债券收益率走低，10 年期国债收益率较 1 年内最高点下降 35 个 bp，债券市场出现不利于保险资金运用的走势。

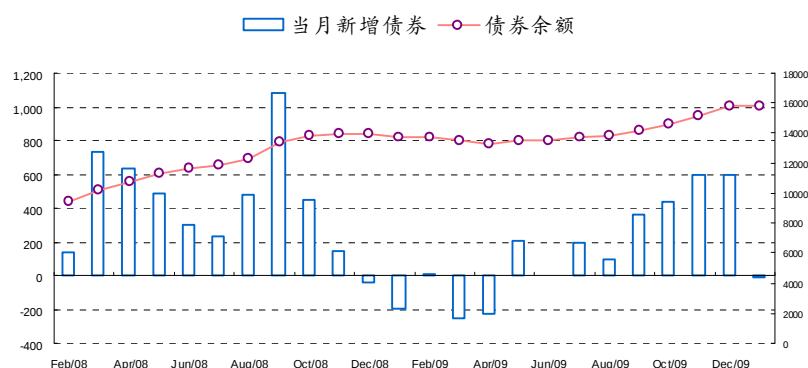
图 1、1 季度债券利率已经走低



资料来源：保监会 国海证券研究所

随着债券利率的下滑，保险公司 2 月份减持债券 14 亿元，相比过去 4 个月平均增持 500 亿元的资产配置，减持债券的行为表明保险机构对加息预期减弱的认可。

图 2、保险 2 月份明显减持债券

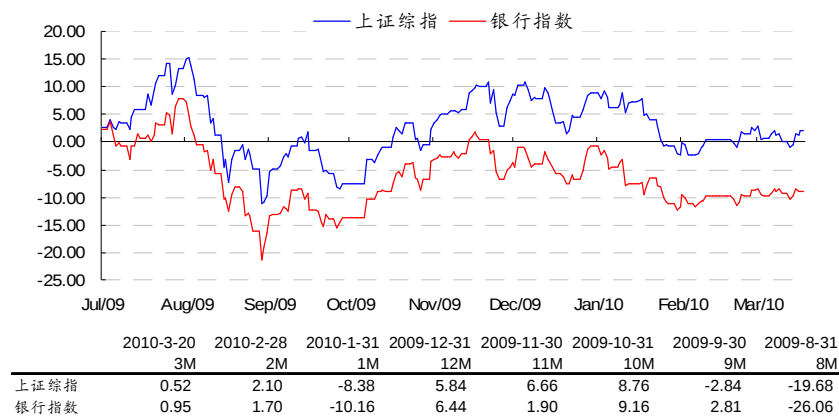


资料来源：保监会 国海证券研究所

股市持续震荡，资金运用遭遇难题

虽然加息预期减弱，但大盘指数和银行板块指数并没有得到上涨的动力，市场普遍预期 2010 年股市震荡前行概率最大，保险资金要想获取正收益难度加大。

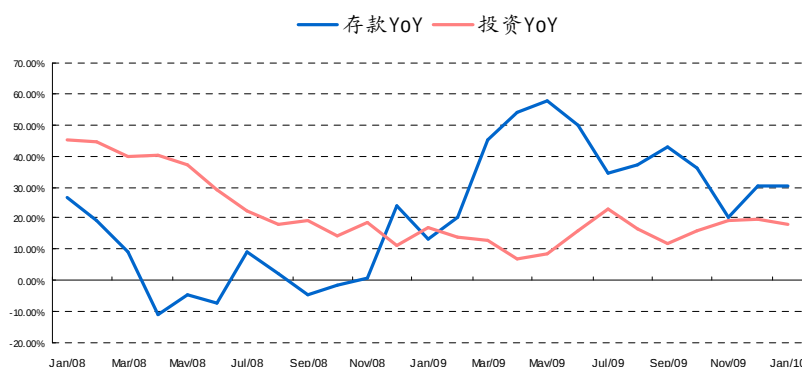
图 3、大盘指数及银行指数表现不佳



资料来源：Wind 国海证券研究所

除了股市和债市，其余资金只有存入银行，从 09 年至今，存款增速一直超越投资增速，考虑到银行利率维持相对较低水平，且期限结构较短，并不是理想的保险投资工具，银行存款的高增长从一个侧面也验证保险资金运用遭遇的难题。

图 4、存款增速超过投资增速表明保险资金遭遇难题



资料来源：Wind 国海证券研究所

加之新型投资渠道占比非常低，如基础设施建设债权计划，太保是所有保险公司中比重最高的，但也仅有 4.6%。商业地产、PE 等多元投资渠道并没有得到监管机构批准，短期内无法实现投资。综合保险的投资资产构成，我们认为，2 季度将是保险资金运用相对困难的时期。

寿险进入放缓周期 银保增长不利于转型 期交将是重要突破

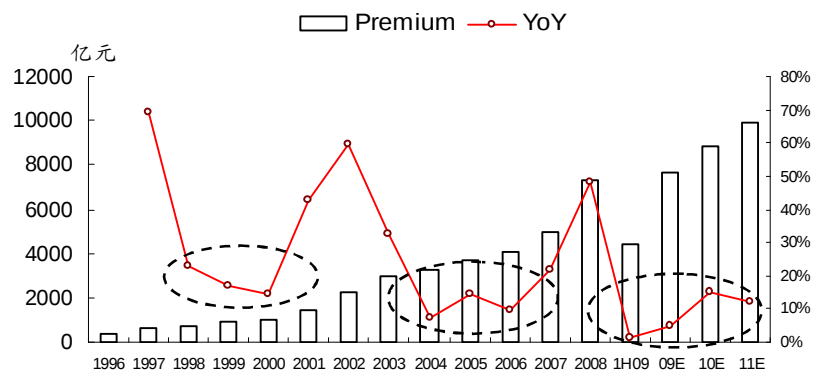
对寿险深度调整后得到，我国规模保费已经达到世界平均水平，真正决定寿险行业前景是养老、医疗等险种的增长，我们认为，寿险进入放缓周期是结构调整的前提，投资型险种被保障型险种替代是价值增长保证。在个险增长找不到爆发力的背景下，银保期交将是重要突破。

寿险将进入放缓周期

I “三起三落”的历史经验

在过去 10 多年时间内，寿险业已经出现三次增长高峰和低谷，周期性非常明显。其中，97 年增长高峰主要是 96 年央行降息，寿险定价利率调整滞后市场利率，消费者抢购高预定利率保单催生保费高涨，随后进入 3 年缓慢增长期；02 年高峰主要是以平安为首的公司热卖投连险所致，接下来也是 3 年调整期；07-08 年受股市火爆带动，保险公司通过银保大力推广万能、短期分红等投资型险种，再次造成寿险的非理性增长，而后行业开展业务结构调整，根据经验，本次调整周期很可能持续 3 年，然后再次进入增长高峰周期。

图 5、寿险增速将进入第三个放缓周期



资料来源：保监会 国海证券研究所

I 调整后寿险深度接近世界平均水平

对比寿险深度，我国与世界平均水平差距明显，这正是市场判断我国寿险行业空间巨大的重要依据。但经过调整后的寿险深度与世界水平差距却并不大，规模保费继续走高的动力并不足。

寿险深度计算公式（ $\text{Penetration} = \text{Life Premium} / \text{GDP}$ ）虽然直观，可比性强，但合理性有待商榷。例如我国 GDP 增长主要依靠投资拉动，并不能很好反映居民实际收入情况，城市与农村可支配收入占 GDP 的比重分别只有 68% 和 25%。

相比之下，其他国家和地区则好很多，美国为 77%，香港为 103%，欧元区为 99%。考虑到投保人用于保险支出的资金来源于可支配收入并非 GDP，因此，在可支配收入与 GDP 相差不大的国家，寿险深度的横向比较具有可比性，但对于相差较大的国家，必须要做相应的调整。

表 1、人均可支配收入在 GDP 中比重的对比

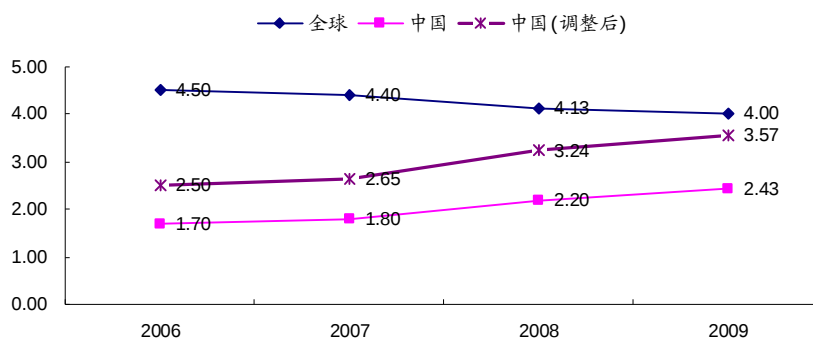
	2009年	中国城市	中国农村	美国	香港	欧元区
A	人均可支配收入	17174.70	6270.20	35543.00	236032.68	6777.39
B	人均GDP	25124.97	25124.97	46370.69	228588.61	6864.28
C=A/B	占比	68.36%	24.96%	76.65%	103.26%	98.73%
	以中国城市为基准	100.00%	36.51%	112.13%	151.05%	144.44%
	以中国农村为基准	273.91%	100.00%	307.14%	413.75%	395.63%

注：部分数据采用 07 年值

资料来源：Wind 国海证券研究所

由于我国最大的保险消费群体依然在城市，按照城市可支配收入占 GDP 比重（68%）进行调整，可以发现调整后的寿险深度与世界平均水平相差并不明显。当然，如果按照农村收入进行调整，寿险深度值将明显超过世界水平。

图 6、调整后中国寿险深度与世界水平相仿



资料来源：sigma 国海证券研究所

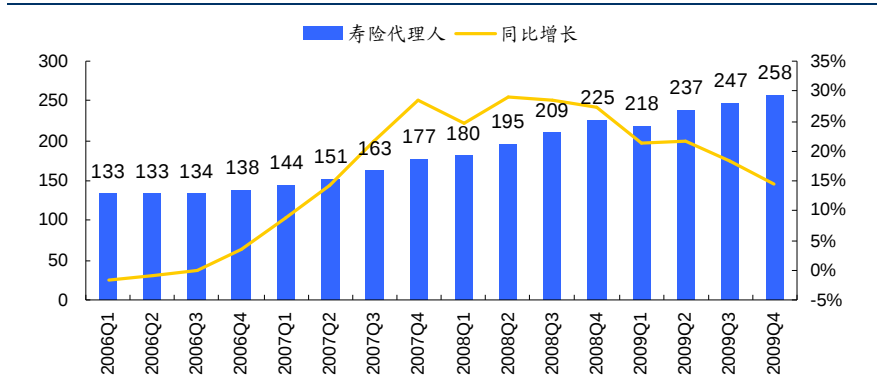
I 代理人增速放缓影响保费增长

随着金融危机影响的减弱，经济复苏加大了保险代理人招募难度，08 年底至今代理人增长明显放缓，09 年底仅增长 14%。

以 04-09 年数据来看，代理人数量与寿险保费高度相关，因此，如

果 10 年代理人增长继续下滑，可以预计保费收入下降将是大概率事件，这正好符合寿险放缓的大趋势。

图 7、个人代理人增速放缓



资料来源：保监会 国海证券研究所

表 2、代理人与寿险保费的正相关性明显

A	B	C	D	E
date	寿险代理人	同比增长	寿险保费	同比增长
2004	135.00		3228.25	
2005	132.86	-1.59%	3697.48	14.54%
2006	137.60	3.57%	4132.01	11.75%
2007	176.70	28.42%	5038.02	21.93%
2008	225.17	27.43%	7337.57	45.64%
2009	257.67	14.43%	8144.18	10.99%

相关性

B vs D	98.84%
C vs E	68.36%

资料来源：保监会 国海证券研究所

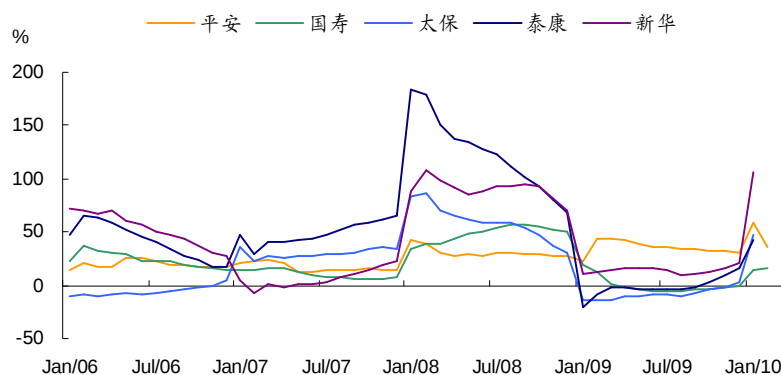
银保拉升保费 不利于转型

寿险业务结构调整由 08 年 3/4 季度开始，至今 1 年半的时间，行业保费结构出现改观：银保比重下降、投资险种收缩、趸交产品减少。多数保险公司基本完成既定目标。

随着保费结构的好转，部分公司对业务调整的态度开始转变，重新将注意力转移到规模增长。今年 1-2 月各家保费增长普遍加快，部分公司增速超过 100%，表明各公司对规模的再次关注。

我们认为，当前寿险行业最为合理的发展思路依旧是放缓规模，强调结构，短期的保费增长不利于业务转型，更不利于长期价值保单的积累。

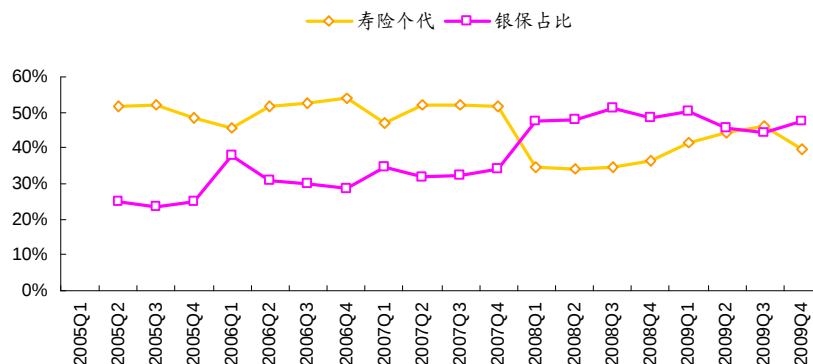
图 8、保费增速开始快速抬头



资料来源：保监会 国海证券研究所

4 季度银保占比的提升说明规模的增长主要来自银行渠道的拉动，预计 1-2 月仍会延续这种局面。我们认为，10 年的外部环境 with 08 年有类似之处，都处于股市、楼市火爆之后的资金回流阶段，银保产品与银行理财产品一样，受到短期投机资金青睐，市场需求旺盛。

图 8、4 季度银保比重再次回升



资料来源：保监会 国海证券研究所

银保期交决定未来分化

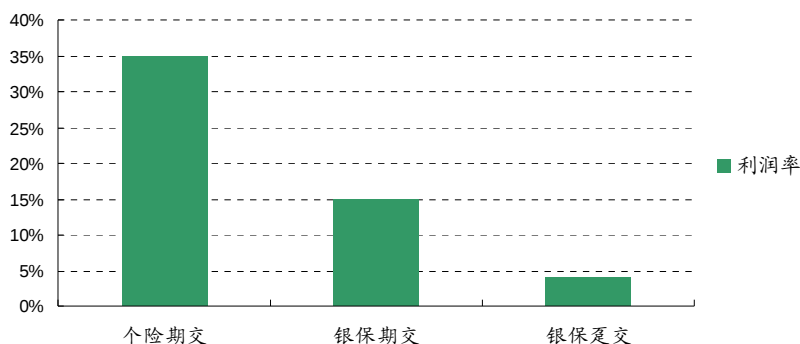
银保渠道将是 10 年保费增长的主要驱动因素，各家公司对银保产品的态度直接决定了未来的保费增速。由于 3-5 年期的趸交产品利润率很低，且在新准则下难以确认为保费收入，因而，下一个竞争点将集中在银保期交产品的比拼。

银保期交险种兼顾了个险产品保障较多，利润率较高的特点，同时有符合银行渠道简便直观的销售优势。但期交产品设计往往比趸交产品复杂，开展银保期交业务既需要保险公司派出精通银保业务的银管员，同时需要银行的大力支持。

目前的情况是，由于银保期交佣金率更高，银行网点的销售积极性

依然很高；部分公司加强银管员的培训和管理，同时推出适宜的产品，银保期交的发展比较顺畅。部分公司对银保期交的重视程度不够，依然采用简单的趸交方式冲击规模。随着新准则对保费确认的进行，率先发展银保期交的公司将获得更大的优势，各家公司出现分化的可能性加大。

图 9、银保期交可以兼顾银保和个险优点



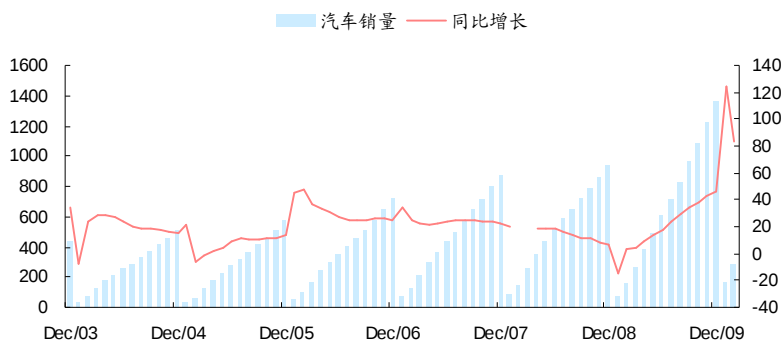
资料来源：保监会 国海证券研究所

财险保费高增长 控制赔付率是关键

车险是财险增长的主要动力

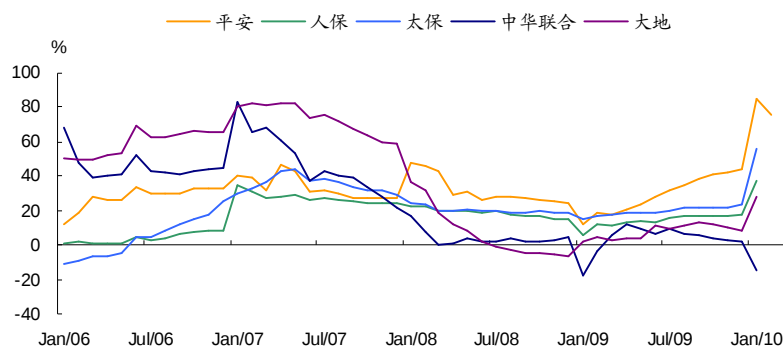
进入 2010 年，汽车销售非但没有降温，反而出现了更加火爆的场面，新车销售旺盛极大支持了车险的热卖。今年 1 月，财险行业总保费增长 47%，1-2 月平安财险增长 76%，远远好于过去两年，预计全年车险增速在 30%以上，依然是财险增长的主要动力。

图 10、新车销量远超历史水平



资料来源：Wind 国海证券研究所

图 11、车险增长好于过去两年



资料来源：Wind 国海证券研究所

控制赔付率是行业盈利关键

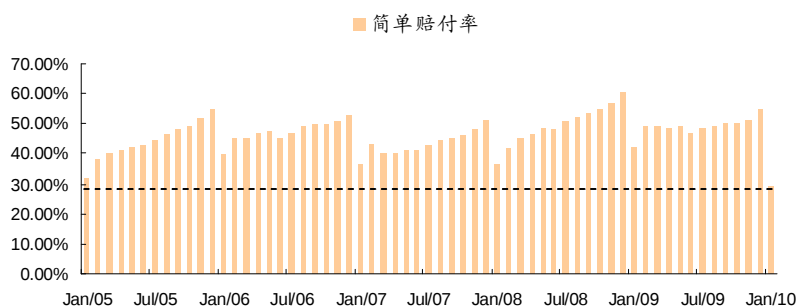
考虑到新车保险从投保到出险需要时间，且保险公司加大了“两核”力度，因此，在 09 年财险保费快速增长的背景下，1 月份赔付率降至历史最低点。

但是，新车的大量销售，新驾驶员也将大大增加，这将提高单车出险率，现阶段的低赔付率并不可持续。

综合赔付周期和保费增长，预计全年简单赔付率与 09 年持平，达到 55%。在费用增速低于保费增速的判断下，财险行业 10 年实现承保盈利的可能性是比较大的。

长期不确定性在于财险公司是否提取充足的未决准备金，以及大规模车险理赔高峰来临的时点。

图 12、赔付率暂时处于历史低点



资料来源：Wind 国海证券研究所

安全边际有支撑 价值增长是看点 给予“同步大市”评级

安全边际足够 下行空间有限

I PEV、NBM 处于低位

比较 PEV 指标，行业平均 2.14 倍，其中，国寿 2.44 倍，平安 2.04 倍，太保 1.93 倍。

比较 NBM 指标，行业平均 17.15 倍，其中，国寿 20.12 倍，平安 13.47 倍，太保 17.87 倍。

表 3、保险公司 EV 估值对比

名称	本次评级	股价(元)	EV		PEV		VFNB		NBM	
		10-3-19	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
中国人寿	中性	28.34	9.97	11.61	2.84	2.44	0.67	0.83	27.62	20.12
中国平安	增持	48.46	20.30	23.71	2.39	2.04	1.50	1.84	18.80	13.47
中国太保	增持	25.22	11.33	13.08	2.23	1.93	0.54	0.68	25.81	17.87
平均		34.01	13.87	16.13	2.48	2.14	0.90	1.12	24.08	17.15

资料来源: Wind 国海证券研究所

I PE 估值高于一般性行业

由于新会计准则实施，保险 EPS 合理性得到一定程度提升，预计 09/10 行业 PE 维持在 30 倍上下，高于一般性行业。10 年利润没有增长的主要原因是我们认为投资环境不如 09 年。

表 4、保险公司盈利能力对比

名称	本次评级	股价(元)	每股收益(元)				市盈率(x)			
		10-3-19	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
中国人寿	中性	28.34	0.36	1.05	0.97	1.13	78.49	26.97	29.12	25.12
中国平安	增持	48.46	0.09	1.58	1.51	1.79	537.67	30.72	32.15	27.00
中国太保	买入	25.22	0.17	0.79	0.93	1.11	145.03	32.11	27.26	22.73
平均		34.01	0.21	1.14	1.14	1.34	253.73	29.93	29.51	24.95

资料来源: Wind 国海证券研究所

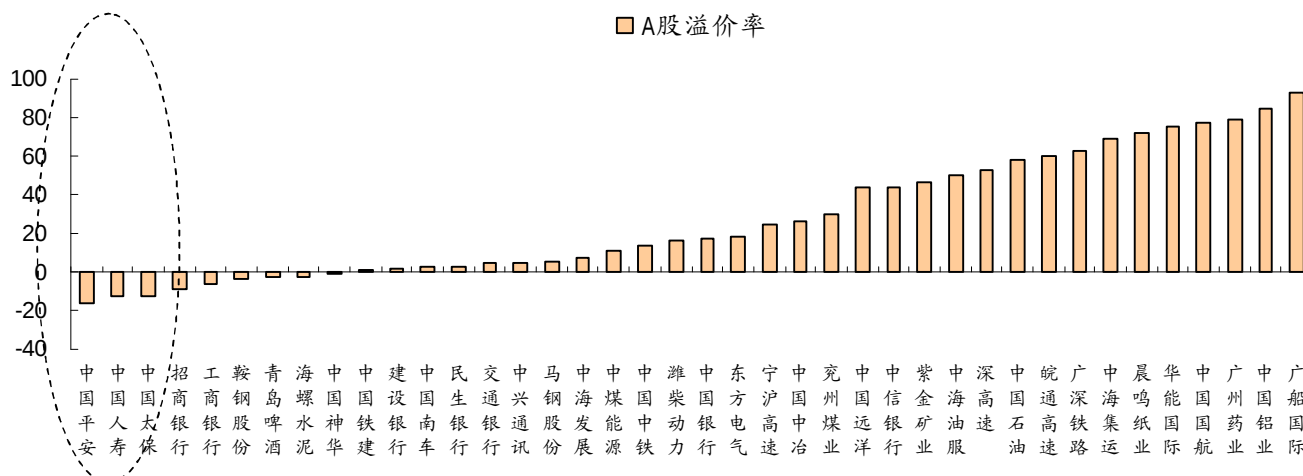
I A/H 折价率较大

从 A/H 估值对比来看，三只保险股折价最多，分别为 12-15%，于

此相对应的是多数 AH 上市股票都处于溢价状态。

我们认为，保险公司 A 股股价低于 H 股主要是两个市场投资者对保险价值认识的不一致，随着两地会计准则的趋同，两地股价有望趋于一致。在现阶段，A 股较低的股价为投资者带来更为充裕的安全边际。

图 13、保险公司 AH 折价率最低



资料来源：Wind 国海证券研究所

关注价值增长 给予“同步大市”评级

虽然估值水平并不高，但股价始终缺乏上涨动力，鉴于此，我们对 2 季度保险股走势持谨慎态度，给予行业“同步大市”的投资评级。短期催化剂或许在于加息的提前以及延税型养老险的出台。

在个股中，我们认为坚持价值增长的公司更具有投资价值，虽然短期利润会有波动，但重视业务结构调整，加快高价值保单拓展的行为会为公司带来更大、更长期的收益，以此为基准，我们重点推荐中国太保，给予“买入”的投资评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归国海证券所有。