

保险 II

2010 年 3 月 28 日

保费快速增长，价值略有低估

保险业 3 月动态跟踪报告

投资要点：

- ✓ 3 月全球保险股表现各异，其中美国寿险股表现较为突出。截至 3 月 26 日，标普寿险股指数比上月末涨 14%，领先标普 500 指数 8 个百分点。内资保险股优于大盘，H 股表现优于 A 股，内资保险股 A/H 比价继续下降。
- ✓ 1-2 月保费收入快速增长。截至 1 月末的数据显示，中资寿险公司保费同比增长了 40%。上市公司中，中国人寿增长了 14%，平安人寿增长 58%，中国太保增长了 47%。分渠道看，平安个险渠道增速较快，1-2 月个险保费同比激增 75%。国寿和太保在银保渠道获得较大增长。我们认为，经过 2009 年的结构调整，2010 年主要保险公司保费增长将恢复到正常水平，我们预计行业全年保费增速将超过 20%。
- ✓ 投资方面，截至 3 月 26 日，上证指数比上月末上涨了 0.3%，深圳成指下跌了 1.6%。债市方面，市场利率继续回落，关键期限为 10 年的国债、金融债、企业债到期收益率分别为 3.46%，3.86%，5.52%，分别比上月末下降 7、16 和上升 22 个 BP。
- ✓ 我们可以从量、价两方面来分析保险公司业绩。从量来看，我国保险业仍处于快速增长期。从价来看，短期内股指徘徊不前，利率略有走低，保单成本稳中有升，利差有所收窄。长期来看，经济处于复苏期，风险资产（主要有股权，信用债等）仍将获得较高收益率，保险公司利差益有望进一步提升。从估值来看，三保险股估值略有偏低，A/H 折价明显。综合考虑，长期内我们仍给予行业“增持”评级。我们的推荐顺序依次是太保，平安，国寿。

研究员：刘鹏

执业证书编号：S0570210030021

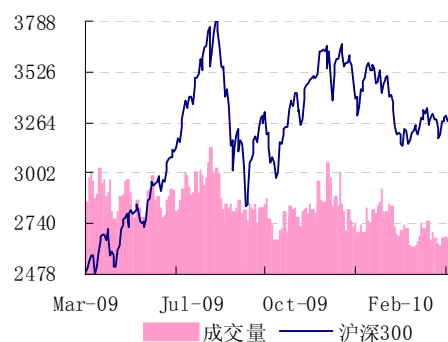
电话：025-83290919

E-mail：tpeng.liu@hotmail.com

地址：南京市，中山东路 90 号

行业评级：增持（维持）

市场走势



相关研究

股指、利率、险种结构与保险公司业绩
(2009 年 12 月 22 日)

低利率环境下的“危”与“机”(2009
年 4 月 2 日)

重股指，轻利率——保险行业 2009 年
投资策略报告(2008 年 12 月 29 日)

重点公司

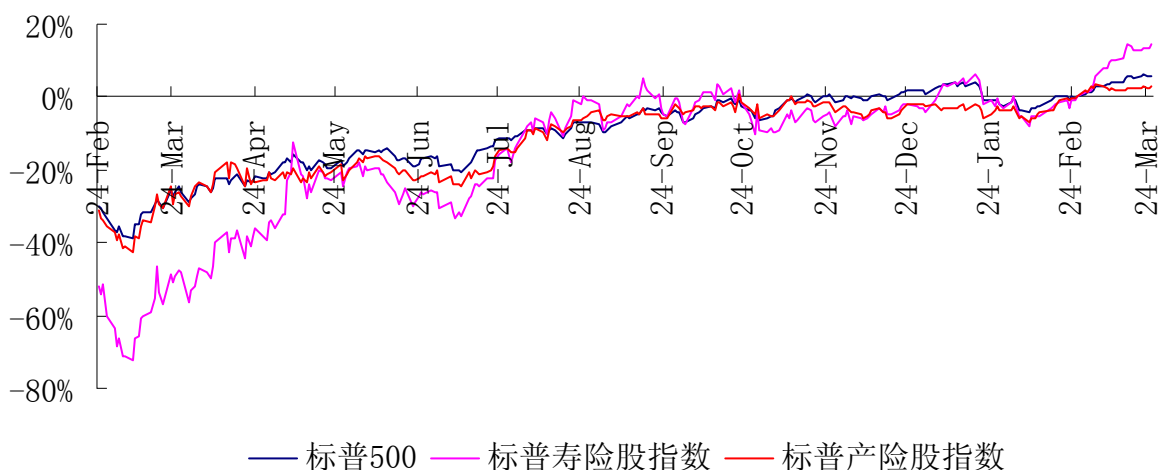
股票名称	3/26 收盘价	EPS(元)				P/E				投资评级
		08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
中国平安	48.24	0.09	1.45	1.55	1.89	536	33	31	26	推荐
中国人寿	27.6	0.36	1.11	1.23	1.36	77	25	22	20	推荐
中国太保	25.47	0.17	0.79	0.89	1.13	150	32	29	23	推荐

一、3月全球保险股表现各异，A/H比价继续下降

3月全球保险股表现各异，其中，美国寿险股表现突出。截至3月26日，标普寿险股指数比上月末涨14%，产险股指数上涨3%，同期标普500指数上涨6%。英国寿险股表现不如大盘。富时寿险股指数比上月末涨1%，产险股指数跌1%，同期富时100指数涨7%。日本保险股指数涨8%，落后日经指数1个百分点。台湾人寿涨4%，新光产险涨29%，同期台湾证交所加权平均指数涨6%。

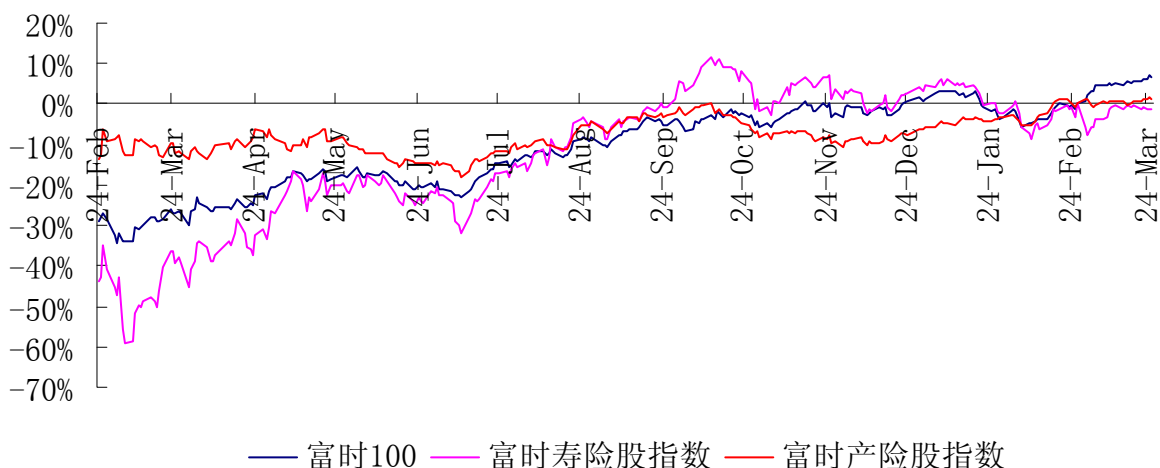
内资保险股优于大盘。截至3月26日，中国平安和中国太保均比上月末上涨7%，中国人寿涨2%，同期上证指数仅上涨0.3%。总体来看，H股表现好于A股，A/H比价继续下降：其中，考虑汇率后中国平安A/H比价为0.85，比上月末下降2个百分点；中国人寿A/H比价为0.88，亦低于上月末2个百分点；中国太保A股表现优于H股，A/H比价0.88，比上月末上升2个百分点。

图表 1 美国寿险股大幅上涨



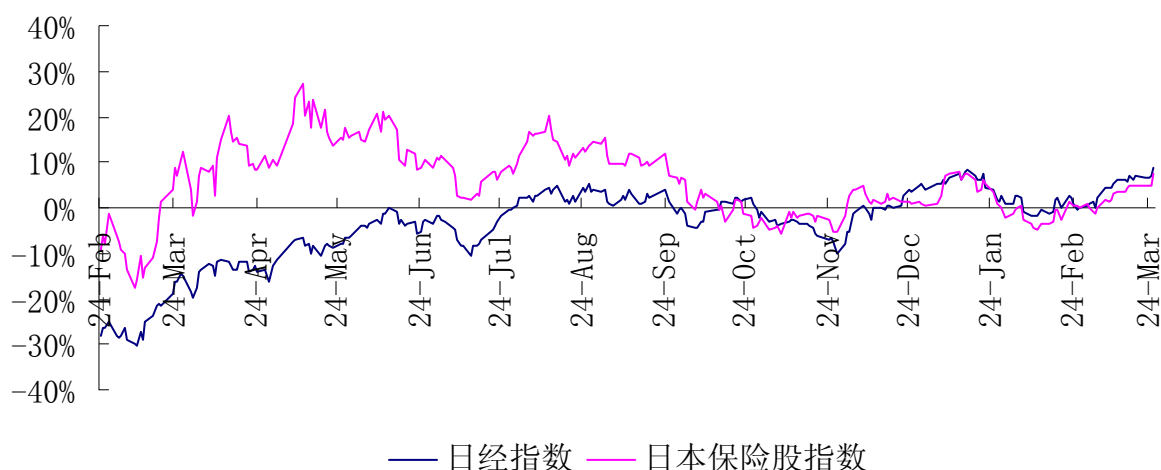
数据来源：彭博资讯，华泰证券研究所

图表 2 英国保险股表现不佳



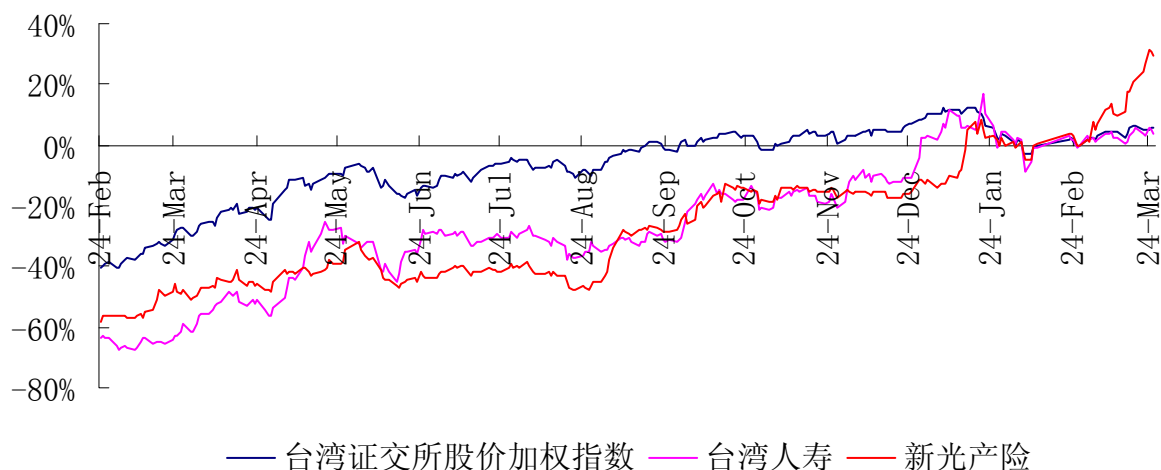
数据来源：彭博资讯，华泰证券研究所

图表 3 日本保险股平台整理，略弱于大盘



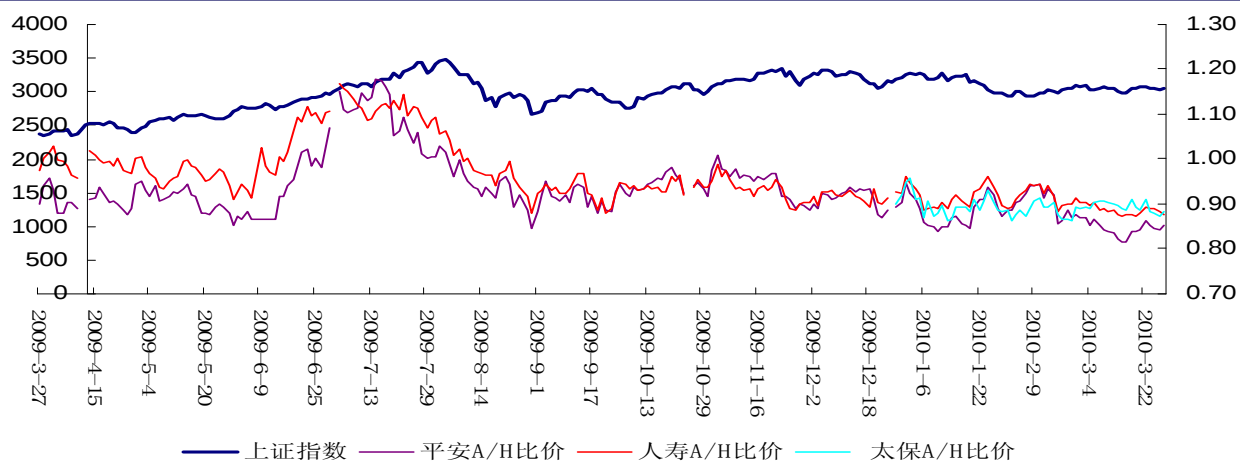
数据来源：彭博资讯，华泰证券研究所

图表 4 台湾人寿与大盘持平，新光产险大幅跑赢



数据来源：彭博资讯，华泰证券研究所

图表 5 保险股 A/H 比价持续下降



数据来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

二、保费收入加快增长

1-2月保费收入快速增长。截至1月末的数据显示，中资寿险公司保费同比增长了40%。上市公司中，中国人寿增长了14%，平安人寿增长58%，中国太保增长了47%。截至2月的行业数据截至报告仍未公布，但根据上市公司公告，中国人寿1-2月保费收入累计同比增15%，中国平安增35%，中国太保增43%。

分渠道来看，平安的个险增长迅猛，太保银保保费猛增。相关数据显示，1-2月平安人寿个险新单保费增长了75%。公司银保保费增速明显放缓，增速下滑到了个位数，但银保期缴保费大幅提高。尽管太保增长主要归功于银保，但银保业务中期缴保费仍占据了很大比重，期缴新单约占新单保费的16%。中国人寿个险新单保费与上年基本持平，银保新单增长17%，其中期缴保费约占9%。

1-2月财产险增长迅猛。截止1月末，中资产险公司保费收入同比增长47%。根据上市公司公告，平安产险1-2月累计保费收入101亿元，同比增长76%；太保产险保费收入94亿元，同比增长50%。

图表 6 寿险公司保费收入情况 单位：万元

2008 年				2009 年				
排名	公司名称	保费收入	市场份额	排名	公司名称	保费收入	市场份额	同比增长
1	中国人寿股份	29,559,123	40.28%	1	中国人寿股份	29,504,071	36.35%	-0.19%
2	中国平安人寿	10,117,762	13.79%	2	中国平安人寿	13,229,798	16.30%	30.76%
3	太平洋人寿	6,609,203	9.01%	3	太平洋人寿	6,757,556	8.33%	2.24%
4	泰康人寿	5,774,547	7.87%	4	泰康人寿	6,701,080	8.26%	16.05%
5	新华人寿	5,568,280	7.59%	5	新华人寿	6,678,102	8.23%	19.93%
6	中国人保寿险	2,881,201	3.93%	6	中国人保寿险	5,243,541	6.46%	81.99%
7	太平人寿	1,891,003	2.58%	7	太平人寿	2,258,772	2.78%	19.45%
8	中国人寿集团	1,750,621	2.39%	8	中国人寿集团	1,512,473	1.86%	-13.60%
9	中国人民健康险	1,377,691	1.88%	9	生命人寿	700,341	0.86%	-12.78%
10	生命人寿	802,923	1.09%	10	中国人民健康险	620,093	0.76%	-54.99%
11	民生人寿	627,784	0.86%	11	合众人寿	579,779	0.71%	6.37%
12	合众人寿	545,051	0.74%	12	民生人寿	485,747	0.60%	-22.63%
13	嘉禾人寿	475,616	0.65%	13	华泰人寿	433,279	0.53%	61.05%
14	信诚人寿	371,416	0.51%	14	信诚人寿	402,002	0.50%	8.23%
15	华泰人寿	269,029	0.37%	15	正德人寿	297,174	0.37%	60.14%
16	英大泰和人寿	216,754	0.30%	16	英大泰和人寿	285,566	0.35%	31.75%
17	华夏人寿	195,995	0.27%	17	嘉禾人寿	285,323	0.35%	-40.01%
18	正德人寿	185,565	0.25%	18	华夏人寿	279,623	0.34%	42.67%
19	长城人寿	170,579	0.23%	19	中国平安养老保险	210,987	0.26%	82.17%
20	信泰人寿	129,824	0.18%	20	长城人寿	153,028	0.19%	-10.29%
21	中国平安养老保险	115,821	0.16%	21	信泰人寿	112,483	0.14%	-13.36%
22	金盛人寿	58,924	0.08%	22	金盛人寿	83,032	0.10%	40.91%
23	瑞泰人寿	36,342	0.05%	23	瑞泰人寿	70,801	0.09%	94.82%

24	瑞福德健康险	24,298	0.03%	24	平安健康险	9,526	0.01%	186.11%
25	平安健康险	3,330	0.00%	25	昆仑健康险	8,160	0.01%	315.37%
26	昆仑健康险	1,965	0.00%	26	瑞福德健康险	2,723	0.00%	-88.80%
	中资寿险公司	69,765,688	95%		中资寿险公司	76,905,058	95%	10.23%
	外资寿险公司	3,609,979	5%		外资寿险公司	4,262,651	5%	18.08%
	寿险公司合计	73,375,667	100%		寿险公司合计	81,167,709	100%	10.62%

资料来源：CIRC，华泰证券研究所

图表 7 财产险公司保费收入情况 单位：万元

2008 年				2009 年				
排名	名称	保费收入	市场份额	排名	名称	保费收入	市场份额	同比增速
1	中国人民财产保险	10,165,607	41.56%	1	中国人民财产保险	11,946,412	40.32%	17.52%
2	中国太平洋财产保险	2,781,678	11.37%	2	中国平安财产保险	3,848,338	12.99%	43.86%
3	中国平安财产保险	2,675,134	10.94%	3	中国太平洋财产保险	3,422,795	11.55%	23.05%
4	中华联合财产保险	1,912,481	7.82%	4	中华联合财产保险	1,943,963	6.56%	1.65%
5	中国大地财产保险	942,449	3.85%	5	中国大地财产保险	1,025,303	3.46%	8.79%
6	天安保险	669,775	2.74%	6	中国人寿财产保险	790,605	2.67%	47.97%
7	永安财产保险	560,640	2.29%	7	天安保险	700,003	2.36%	4.51%
8	中国人寿财产保险	534,295	2.18%	8	中国出口信用保险	684,436	2.31%	95.49%
9	阳光财产保险	528,894	2.16%	9	阳光财产保险	659,729	2.23%	24.74%
10	安邦财产保险	481,839	1.97%	10	永安财产保险	533,887	1.80%	-4.77%
11	太平保险	426,081	1.74%	11	安邦财产保险	531,152	1.79%	10.23%
12	都邦财产保险	389,808	1.59%	12	太平保险	450,034	1.52%	5.62%
13	中国出口信用保险	350,110	1.43%	13	永诚财产保险	412,335	1.39%	57.75%
14	永诚财产保险	261,392	1.07%	14	都邦财产保险	397,704	1.34%	2.03%
15	华泰财产保险	248,829	1.02%	15	华泰财产保险	289,960	0.98%	16.53%
16	安华农业保险	172,528	0.71%	16	华安财产保险	280,873	0.95%	274.75%
17	阳光农业相互保险	161,241	0.66%	17	安华农业保险	222,683	0.75%	29.07%
18	中银集团保险	159,671	0.65%	18	中银集团保险	199,263	0.67%	24.80%
19	渤海财产保险	146,628	0.60%	19	天平汽车保险	190,577	0.64%	64.28%
20	大众保险	120,479	0.49%	20	阳光农业相互保险	164,920	0.56%	2.28%
21	天平汽车保险	116,006	0.47%	21	大众保险	144,147	0.49%	19.64%
22	华安财产保险	74,949	0.31%	22	安诚财产保险	137,073	0.46%	91.64%
23	安诚财产保险	71,527	0.29%	23	长安责任保险	112,169	0.38%	209.61%
24	上海安信农业保险	41,951	0.17%	24	渤海财产保险	103,824	0.35%	-29.19%
25	长安责任保险	36,229	0.15%	25	上海安信农业保险	63,837	0.22%	52.17%
26	安联保险	21,644	0.09%	26	安联保险	25,843	0.09%	19.40%
27	华农财产保险	14,446	0.06%	27	华农财产保险	14,715	0.05%	1.87%
28	中意财产保险	2,546	0.01%	28	中意财产保险	11,444	0.04%	349.52%
	中资财产险公司	24,174,102	98.82%		中资财产险公司	29,308,021	98.93%	21.24%

	外资财产险公司	288,389	1.18%		外资财产险公司	317,549	1.07%	10.11%
	财产险公司合计	21,003,414	100.0%		财产险公司合计	25,384,938	100.0%	20.9%

资料来源：CIRC，华泰证券研究所

三、股指平台整理，利率略有回落

股指方面，截至3月26日，上证指数比上月末上涨了0.3%，深圳成指下跌了1.6%。债市方面，市场利率继续回落，关键期限为10年的国债、金融债、企业债到期收益率分别为3.46%，3.86%，5.52%，分别比上月末下降了7、16和上升22个BP。关键期限为10年的企业债与国债利差为206个BP，比上月末上升29个BP。

2010年保险业总资产减少136亿元，其中银行存款增加138亿元，投资减少469亿元。1月保费收入共1643亿元，赔付245亿元，营业费用95亿元。

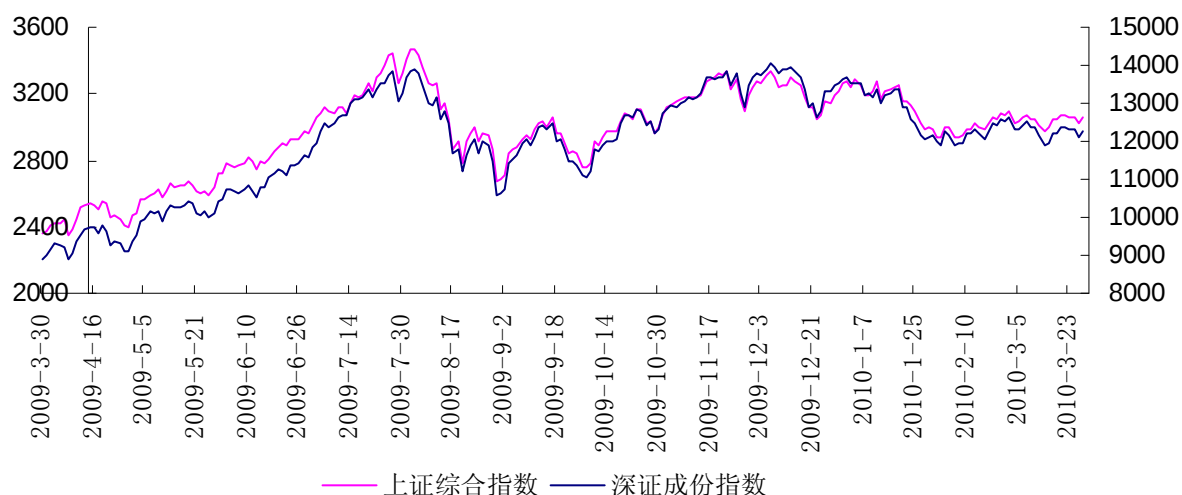
从银保万能险结算利率看，中国人寿和中国平安仍维持上月的4%，中国太保维持上月的3.85%。

图表 8 保险业经营情况 单位：亿元

	保费收入	赔付	营业费用	银行存款增量	投资增量	资产总额增量
2008年3月	1,104	316	80	-499	313	-154
2008年4月	818	232	93	-164	914	852
2008年5月	802	216	79	-66	112	119
2008年6月	1,019	252	85	301	-636	-173
2008年7月	746	220	89	671	-154	578
2008年8月	770	220	86	-471	164	-388
2008年9月	806	243	85	-137	1,626	1,429
2008年10月	615	211	80	187	-91	85
2008年11月	596	237	93	812	103	982
2008年12月	634	296	155	48	732	497
2009年1月	1,148	284	84	107	-102	397
2009年2月	976	245	84	690	-301	394
2009年3月	1,154	295	94	1,120	116	1,226
2009年4月	864	254	91	390	-153	111
2009年5月	810	231	88	135	448	650
2009年6月	1,036	300	102	-84	806	876
2009年7月	800	255	106	-152	1,204	1,320
2009年8月	808	226	87	-441	-1,064	-1,585
2009年9月	986	254	113	206	812	1,073
2009年10月	781	200	96	-205	848	389
2009年11月	856	262	110	-167	799	794
2009年12月	921	321	179	834	1,018	1,572
2010年1月	1,643	245	95	138	-469	-136

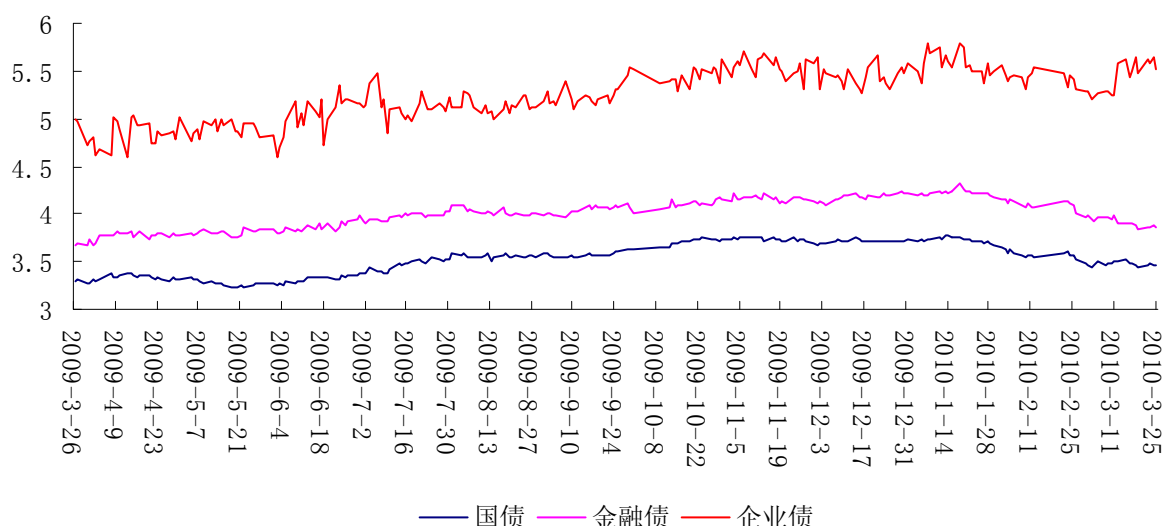
数据来源：CIRC 华泰证券研究所

图表 9 股指平台整理



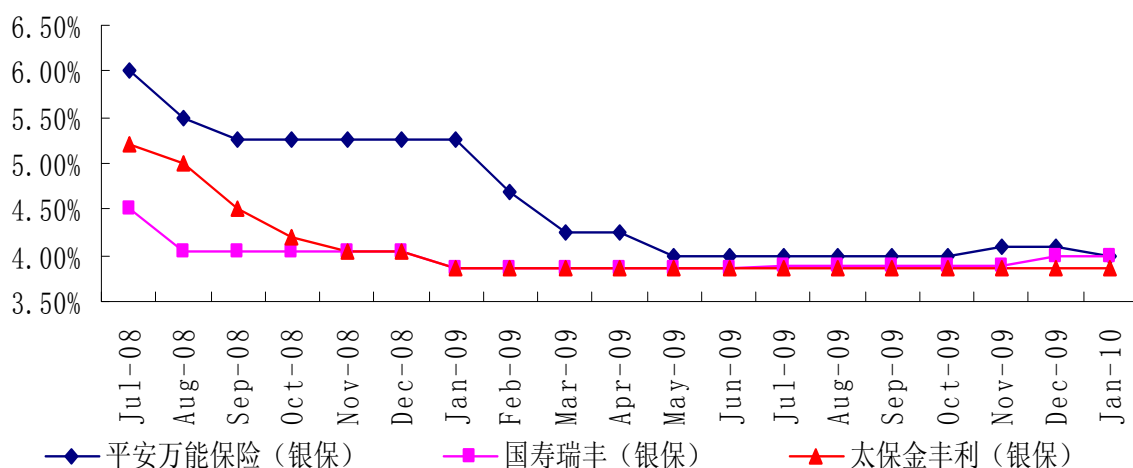
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 10 利率继续回落 %



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 11 上市公司万能险结算利率走势



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

四、其他重要事项

（一）交银康联保费飙升，银行参股威力初显

去年底，经相关部门批准，交通银行正式收购中国人寿保险（集团）所持中保康联股份，并将公司更名为“交银康联”。尽管交银康联仅在上海展业，其1-2月银保新单仍同比增长14329%，达1.28亿元。银行系保险公司在银保渠道的竞争优势显露无遗。我们认为，随着银行参股保险试点的铺开，银保市场将重新洗牌。

（二）保监会发布《保险集团公司管理办法（试行）》

3月下旬，保监会发布了《保险集团公司管理办法（试行）》（以下简称《办法》），对保险集团公司的准入条件、公司治理、资本管理、信息披露以及监督管理做出规定。办法规定，保险集团公司的业务以股权投资及管理为主。保险集团公司及其子公司对非保险类金融企业的投资总额，不得超过集团合并净资产的30%，投资同一金融行业中主营业务相同的企业，控股的数量原则上不得超过一家。保险集团公司可投资与保险业务相关的非金融类企业，除与保险业务相关的非金融类企业外，保险集团公司对其他非金融类企业的投资金额，不得超过该企业实收资本的25%，且不得参与该企业的经营。保险集团公司及其子公司对非金融类企业的投资总额，不得超过集团合并净资产的10%。保险集团公司及其子公司对境外主体投资的总额，不得超过集团合并净资产的10%，其中对单一境外主体的投资总额不得超过集团合并净资产的5%。

该办法的出台，表明监管层欲对保险集团公司过快多元化发展施加一定限制，对保险集团公司投资非保险主业，境外投资进行一定约束，有利于降低行业风险，保护投资者及保单受益人利益。

五、投资策略

我们同样可以从量、价两方面来分析保险股业绩。从量来看，经过2009年的结构调整，我们认为2010年主要上市保险公司保费收入增速将恢复到正常水平，我们预计全年增速在20%以上。从价来分析，短期内股指徘徊不前，利率略有走低，保单成本稳中有升，利差有所收窄。长期来看，经济处于复苏期，风险资产（主要有股权，信用债等）仍将获得较高收益率，保险公司利差益有望进一步提升。从估值来看，三保险股估值略有偏低，A/H折价明显。综合考虑，长期内我们仍给予行业“增持”评级。我们的推荐顺序依次是太保，平安，国寿。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。