

保险：万能险是片蓝海

2010 年 7 月份保险行业月报

报告关键点：

- 📖 2008年以来分红险占比逐步提高
- 📖 万能险结算利率最主要由同业竞争决定
- 📖 万能险是片蓝海

报告摘要：

- **2008年以来分红险占比逐步提高：**从产品结构上来看，我们观察到自从2008年以来分红险的占比明显提高。2008年，全行业分红险的占比为52%，和上年度相比提高了7个百分点。2009年，分红险的占比进一步提高了13个百分点至65%。而据我们估计今年截至到5月份的数据，分红险占比进一步提高至73%。
- **2009年以来分红险主要替代了万能险：**2008年，分红险占比的提高主要体现为对传统险的替代，分红险上升的占比主要是由于传统险占比的下降所贡献。而2009年以来，分红险占比的上升最主要的贡献来自于万能险占比的下降。
- **万能险逐渐失宠的原因及理性分析：**1、万能险的续期率理论上难以保证；2、新会计准则实施后万能险保费收入大幅缩水；3、新会计准则带来的税收方面的担心。关于保费收入的分拆使得万能险的保费收入缩水这一点是没有异议的。但会计准则的变化对最终的净利润和内涵价值是没有影响的。关于税收的问题，根据我们了解按照原有会计准则执行手续费支出税前列支政策的可能性非常大，因此很大程度上万能险不会额外增加公司的税收成本。另外关于续期率从平安的实际经营来看，情况还是很不错的。平安从2005年开始大规模销售万能险以来保单的13个月的续期率没有下降，反而还有所上升。与此同时公司保单利润率的衡量指标APE margin也未有明显下降。
- **万能险结算利率最主要由同业竞争决定：**影响万能险结算利率的因素理论上应该至少有3个：1、保险公司的投资收益率；2、保险替代产品的收益率（代表收益率为银行存款利率）；3、保险同业间的竞争激烈程度。过去5年内万能险的结算利率在2008年上半年到最高峰，达到6%左右，这可能是三个因素叠加的结果。彼时保险公司在2007年投资收益率获得了大丰收，同时存款利率在2007年底到4.14%的最高水平且降息过程还未开始，另外保险公司在万能险市场的竞争也较为激烈。但我们发现在这3个因素中起主导作用的可能是第三个，因为第一个和第二个因素无法解释2009年以来结算利率一路下行。而当我们把万能险结算利率和万能险的占比两条曲线叠加起来，可以清晰的看到结算利率的高低和万能险的占比是非常明显的正相关关系。
- **万能险是片蓝海：**分红险和万能险往往是此消彼长的关系，保险公司对万能险减弱的兴趣转移至了分红险。因此我们看到在万能险结算利率逐步下行的同时，分红险的分红率却有非常明显的上升，目前分红险的负债成本已经明显高出万能险的负债成本。我们认为万能险市场是片蓝海，因为虽然万能险不能计入保费，但会计准则对万能险贡献的净利润和内含价值没有影响，更重要的是万能险的负债成本已经低于分红险。
- **维持行业领先大市-A的投资评级：**长期来看行业的发展前景和盈利能力均不错，中期来看业务发展和估值水平平均支持行业的表现，只是短期表现可能会受制于中报。上市公司方面相对更看好在万能险这片蓝海市场有独特定位的平安，公司旗下平安银行和深发展整合方式我们更倾向于认为是深发展吸收合并平安银行。母子公司同时单独上市在A股有很多案例，例如中国石化和上海石化，中国中铁和中铁二局。按照相关规定，只要子公司在母公司合并报表中的利润贡献占比不超过30%即不会违反所谓“同一资产不能两次上市”的规定。同时拿到股权比例超过30%触发全面要约收购的豁免的先例也是有不少的。在平安停牌期间，我们认为太保是另一个可以选择的标的。

保险 III

领先大市-A

上次评级

领先大市-A

保险 III

报告日期

2010-07-06

首选股票

目标价

评级

601318	中国平安	60.0	增持-A
--------	------	------	------

12 个月行业表现

研究员

杨建海, CFA

首席行业分析师

021-68765375	yangjh@essence.com.cn
证书编号	S1450209100294

前期研究成果

保险：年报及季报综述	2008-05-05
保险：人口结构与保险业	2010-06-08
保险：保费的驱动因素	2010-03-16

1. 万能险是片蓝海

1.1. 分红险占比逐年提升

从产品结构上来看，我们观察到自从 2008 年以来分红险的占比明显提高。2008 年，全行业分红险的占比为 52%，和上年度相比提高了 7 个百分点。2009 年，分红险的占比进一步提高了 13 个百分点至 65%。而据我们估计今年截至到 5 月份的数据，分红险占比进一步提高至 73%。

2008 年，分红险占比的提高主要体现为对传统险的替代，分红险上升的占比主要是由于传统险占比的下降所贡献。而 2009 年以来，分红险占比的上升最主要的贡献来自于万能险占比的下降。

2008 年，传统险占比下降跟个险占比下降有重要关系，因为传统险主要由个险渠道销售，银保渠道主要销售分红险和万能险，因此当 2008 年个险渠道占比从 52% 下降至 42%，银保占比从 34% 提高至 49% 时传统险的占比会有明显下降的原因。2009 年，个险的占比维持稳定因而传统险的占比进一步下降，而当 2010 年银保占比又开始提升的时候，传统险的占比又开始了一轮明显的下降。

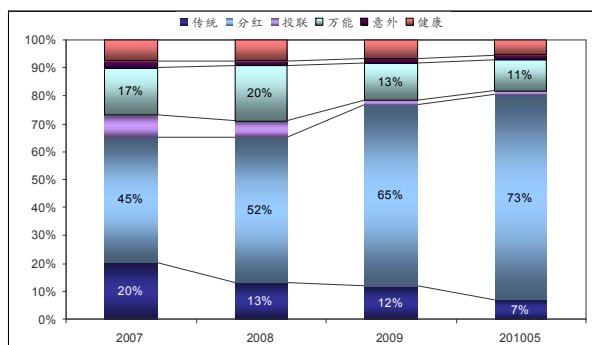
2009 年以来，万能险的占比下降的原因我们会在下一个部分做具体的解释，大体来讲原因可分为三个：1、万能险的续期率理论上难以保证；2、新会计准则实施后万能险保费收入大幅缩水；3、新会计准则带来的税收方面的担心。

中国人寿分红险占比明显提高的两个年份是 2008 年和 2010 年，主要的原因也是银保渠道对个险渠道的替代造成分红险占比的提高和传统险占比的下降。而由于其万能险和投联险等产品占比很低，因此 2009 年分红险没有替代万能险和投联险的空间。

平安的产品结构和市场有明显的差异，从 2005 年平安开始大规模销售万能险以来，万能险的占比就不断提高，到 2009 年万能险的占比已达 44%，但今年以来我们估计万能险的占比也与市场类似出现了 3 个百分点的下降，分红险的占比出现了 9 个百分点的上升，但总体来说平安万能险的占比仍然要远远高于市场平均水平。

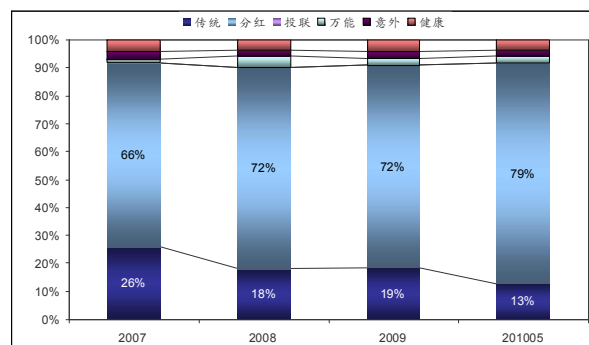
太保万能险的占比在 2007 年达到高峰，之后一直处于下降通道。从 2008 年开始，不论是银行渠道还是个险渠道太保对万能险均采取了限制的态度，分红险的占比随之飙升，到今年已经与中国人寿类似占比达到了 80% 左右。

图 1 寿险行业产品分布



数据来源：保监会，安信证券研究中心

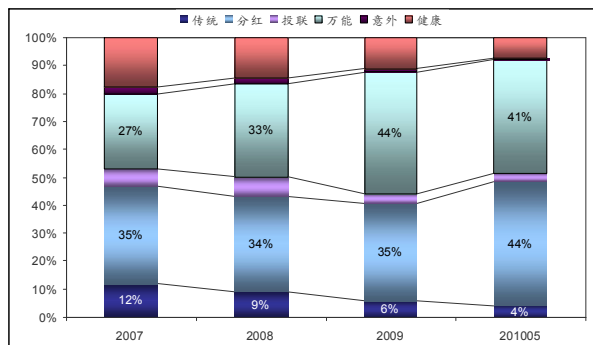
图 2 中国人寿产品分布



数据来源：保监会，安信证券研究中心

注：2007 - 2008 年数据取自保险年鉴，其他数据为安信证券估计数。

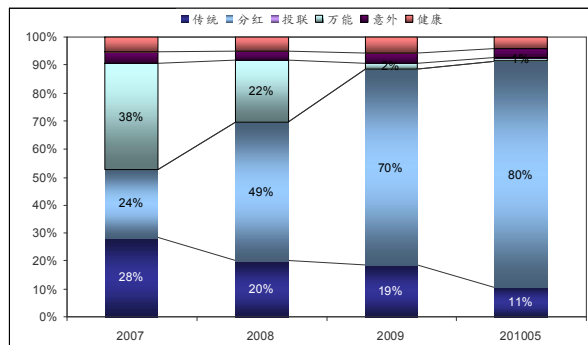
图 3 平安人寿产品分布



数据来源：保监会，安信证券研究中心

注：2007 - 2008 年数据取自保险年鉴，其他数据为安信证券估计数。

图 4 太保人寿产品分布



数据来源：保监会，安信证券研究中心

1.2. 产品转型的驱动力

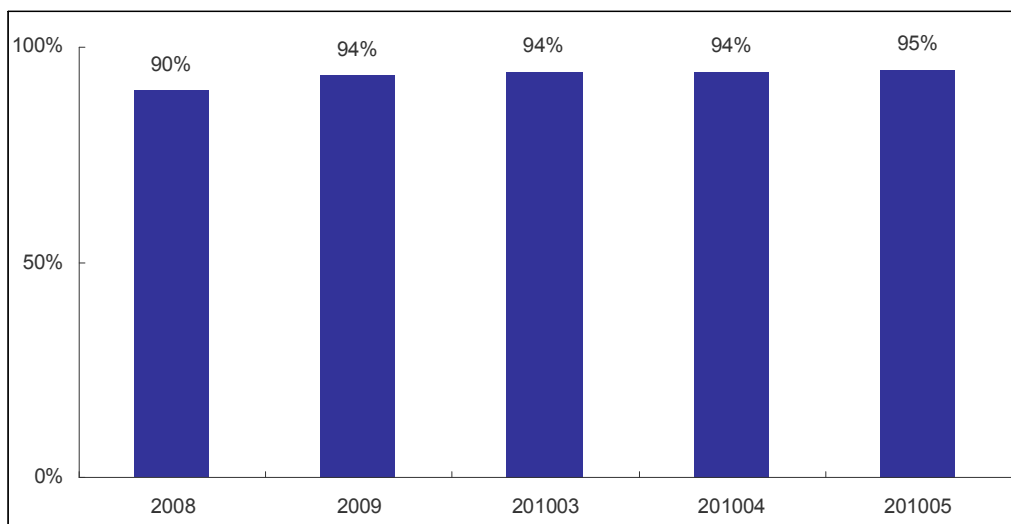
1.2.1. 会计准则使万能险保费收入缩水

根据财政部《企业会计准则解释第 2 号》及保监会的相关规定，万能险属于混合保险合同，其中既包括保险风险也包含非保险风险，只有承担保险风险的部分才有可能确认为保费收入（随后再进行重大风险测试，若通过才能确认为保费收入），非保险风险部分不能确认为保费收入，而分红险不属于混合保险合同，不需要进行分拆，因此分红险绝大部分都可以被新准则确认为保费收入，而万能险绝大部分都不能被新准则确认为保费收入。

由于中国人寿产品结构中分红险占比很高，因此中国人寿新准则口径的保费收入和旧准则口径的保费收入的比例很高，通常都在 90% 以上，2009 年和今年公布两个口径的保费收入的 3 月、4 月和 5 月这一比例都在 94% 左右。太保的新旧准则保费收入比例也很高，比中国人寿略低，今年以来在 93% 的水平。由于平安的万能险占比较高，因此新旧准则保费收入比例相对较低，2009 年只有 69% 的水平。具体来说，2009 年平安万能和投联保费收入一共 622 亿元，其中有 580 亿元不能确认为保费收入只能确认为保费存款，因此万能投联产品中能被确认为保费收入的比例只有 7%。而太保销售的万能险情况也是类似的，以 2008 年数据为例（太保 2008 年年报和 2009 年年报中分别公布了旧准则和新准则口径的万能险保费收入），旧准则万能险保费收入 146 亿元，而新准则万能险保费收入仅接近 1 亿元，确认保费收入的比例只有不到 1%。

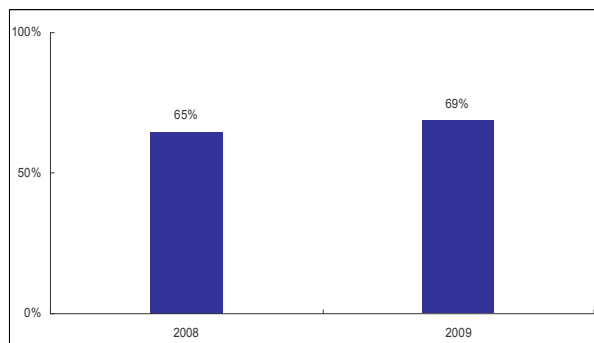
由于万能险不能算作保费收入，对一些保险公司的经营策略会产生一定的影响，会主动将产品结构向分红险迁徙。

图 5 中国人寿新/旧准则保费



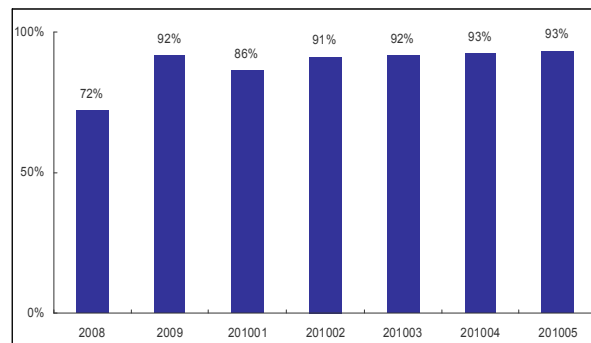
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 6 平安新/旧准则保费



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 7 太保新/旧准则保费



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

1.2.2. 存在佣金不能税前列支的风险

2009 年初，财政部和国家税务总局下发了《关于企业手续费及佣金支出税前扣除政策的通知》，其中提到“财产保险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 15%（含本数）计算限额；人身保险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 10% 计算限额。”

由于万能险在很大程度上不能确认为保费收入，因此随之而来的一个问题是其项下的手续费及佣金支出是否可以所得税税前列支，到目前为止税务部门未对此问题做出相应明确规定。

1.2.3. 理论上续期率难以保证

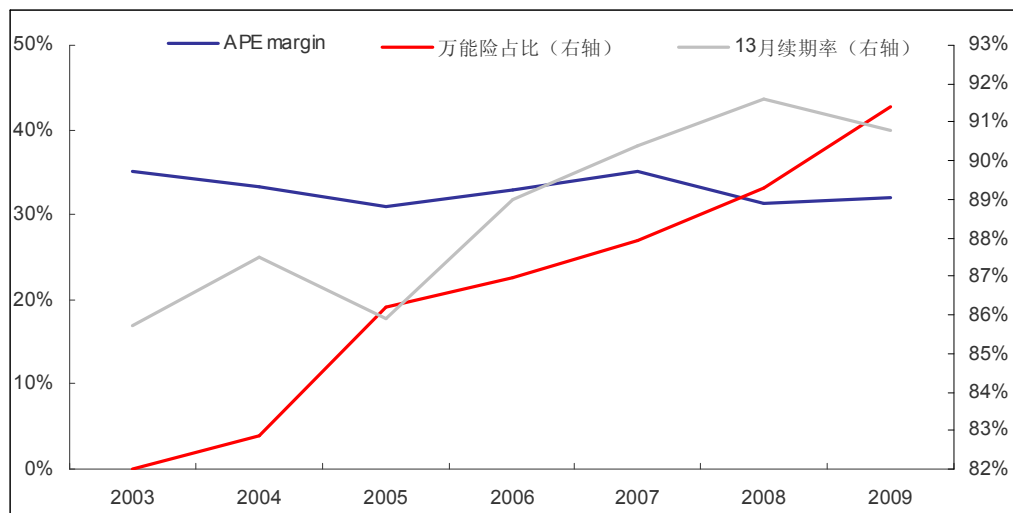
市场上此前一些其他的保险公司选择放弃万能险的一个担心是万能险的续期率难以得到保证。理论上对于万能险，只要保单价值足以支付保障成本，投保人可选择暂缓交下期交保险费，而分红险若到期未交纳保险费，保险公司会给予其 60 天的宽限期，宽限期满后仍未缴纳的，保险合同将失效。因此分红险在条款上是强制缴纳续期保费的，而万能险在条款上则相对灵活，从另一个角度来看万能险的续期率在理论上难以得到保证。

1.3. 万能险是片蓝海

由于上述的市场担心，因此出现了我们在第一部分所说的情况，寿险市场的产品结构开始由分红险向万能险迁徙。但我们需要考虑的是市场这些担心是否都是合理的？

关于保费收入的分拆使得万能险的保费收入缩水这一点是没有异议的。但会计准则的变化对最终的净利润和内涵价值是没有影响的。关于税收的问题，根据我们了解按照原有会计准则执行手续费支出税前列支政策的可能性非常大，因此很大程度上万能险不会额外增加公司的税收成本。另外关于续期率从平安的实际经营来看，情况还是很不错的。从下图的数据中我们可以看出，平安是从 2005 年开始大规模销售万能险的，在那一年万能险的占比一下子由此前的个位数上升至 20% 左右的水平。2005 年之后和 2005 年之前相比，平安保单的 13 个月的续期率没有下降，反而还有所上升。与此同时公司保单利润率的衡量指标 APE margin 也未有明显下降。平安的续期率比较高的原因在于：一方面对分支机构续期率方面的考核要求很高，另一方面对客户的持续缴费有额外的奖励。从上面的分析我们得到的结论是在新的会计准则下，万能险只是丢了“面子”而没有丢掉“里子”。

图 8 自从 2005 年大规模销售万能险以来续期率和 APE margin 均表现优异



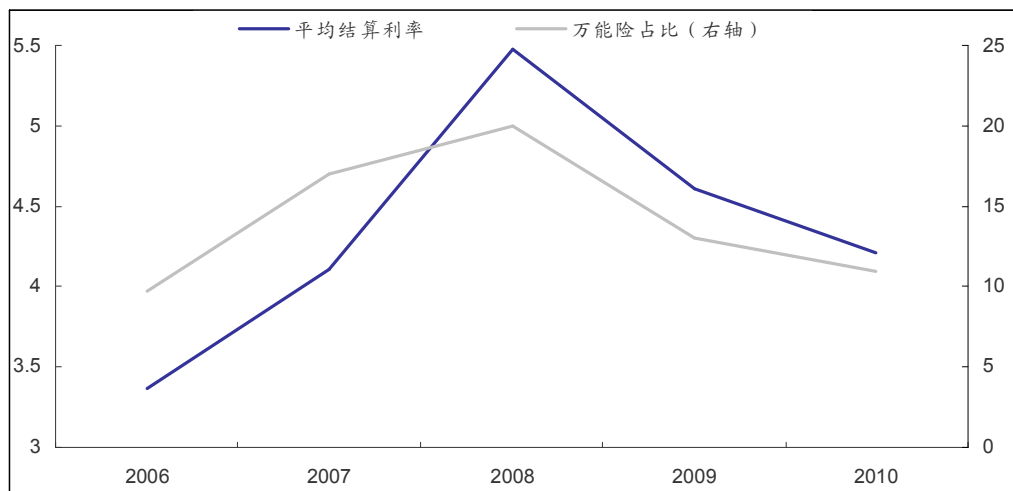
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

影响万能险结算利率的因素理论上应该至少有 3 个：1、保险公司的投资收益率；2、保险替代产品的收益率（代表收益率为银行存款利率）；3、保险同业间的竞争激烈程度。过去 5 年内万能险的结算利率在 2008 年上半年到最高峰，达到 6% 左右，这可能是三个因素叠加的结果。彼时保险公司在 2007 年投资收益率获得了大丰收，同时存款利率在 2007 年底到 4.14% 的最高水平且降息过程还未开始，另外保险公司在万能险市场的竞争也较为激烈。但我们发现在这 3 个因素中起主导作用的可能是第三个，因为第一个和第二个因素无法解释 2009 年以来结算利率一路下行。而当我们 将万能险结算利率和万能险的占比两条曲线叠加起来，可以清晰的看到结算利率的高低和万能险的占比是非常明显的正相关关系。万能险市场竞争激烈，结算利率提得高，最终结果体现为万能险在总保费的占比提高。由于上面讲到的一些原因，市场从 2009 年开始减弱了对万能险的兴趣，因此结算利率持续下行，万能险的占比也持续下行。

分红险和万能险往往是此消彼长的关系，保险公司对万能险减弱的兴趣转移至了分红险。因此我们看到在万能险结算利率逐步下行的同时，分红险的分红率却有非常明显的上升。目前分红险的负债成本已经明显高出万能险的负债成本。

我们认为万能险市场是片蓝海，因为虽然万能险不能计入保费，但会计准则对万能险贡献的净利润和内含价值没有影响，更重要的是万能险的负债成本已经低于分红险。

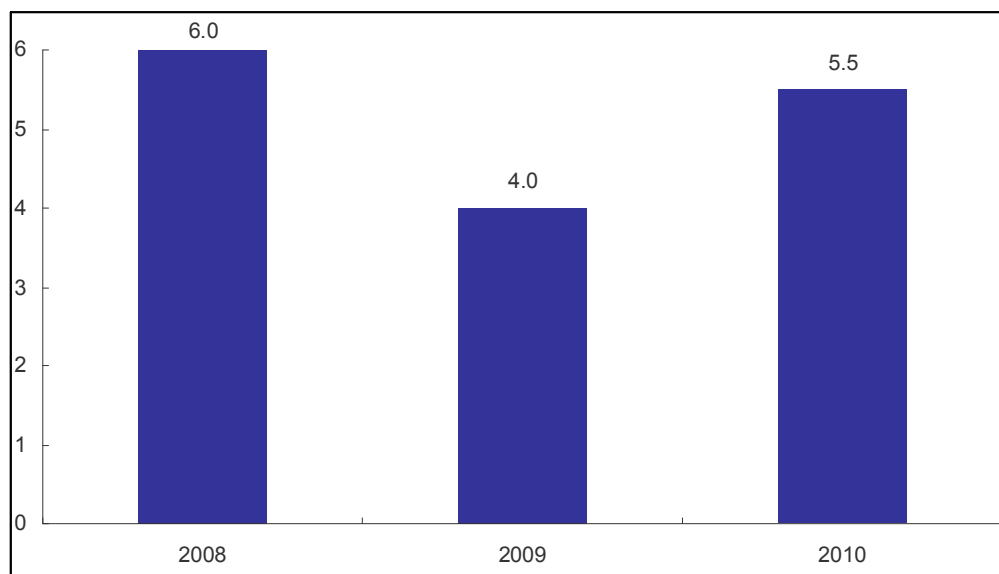
图 9 结算利率与市场竞争有密切联系



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：图中平均结算利率是取平安的月度结算利率的算数平均，万能险占比是行业数据。2010 年数据为截至 6 月份数据。

图 10 代表公司分红险负债成本（%）



数据来源：公司资料，安信证券研究中心估计

2. 业务回顾

2.1. 寿险业务

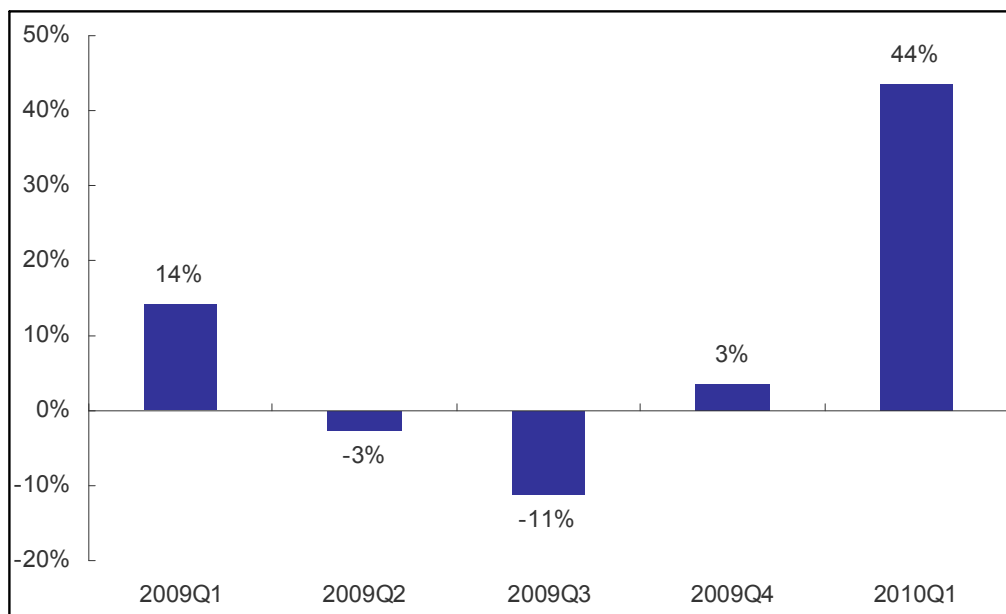
我们在 2010 年年度策略中提到，对 2010 年保险行业的投资业务持谨慎态度，对承保业务持乐观态度，行业的资产属性将会减弱，消费属性将会加强。看好保费收入快速增长，预计行业保费收入的增速将达到 25%。实际的情况比我们想象的要更好一些，超预期的主要因素是银保再一次快速增长。根据保险中介报告的数据，2010 年 1 季度，银邮代理的保费收入为 1825 亿元，同比增长达到了 44%，创下了 2009 年以来最快的增速。

截至今年 5 月份，行业保费收入 5031 亿元，同比增速达到 36%，5 月份当月保费收入同比增长 33%。截至今年 5 月份，中国人寿保费收入 1635 亿元，同比增速达到 12%，5 月份当月保费收入同比增长 16%。截至今年 5 月份，平安人寿保费收入 777 亿元，同比增速达到 26%，5 月份当月保费收入同比增长 24%。截至今年 5 月份，太保人寿保费收入 446 亿元，同比增速达到 51%，5 月份当月保费收入同比增长 37%。

虽然行业的保费收入增长很快，各家保险公司后续都还存在较为明显的业务压力。根据媒体报道，由于个险渠道被平安人寿超越，中国人寿近期推出了一个专向方案，该方案涉及“4+5”分公司（4 个直辖市和 5 个计划单列市）和 35 家省会城市分公司，专项活动从 4 月 1 日至 9 月 30 日，主推 5-9 年期（以 5 年期为主）的分红险，在个险渠道的总目标为 80 亿元保费。面对中国人寿的反攻，我们预计平安人寿一定也会采取应对的措施，我们预计近两年都将是两大保险巨头在个险渠道激烈交战的时候。

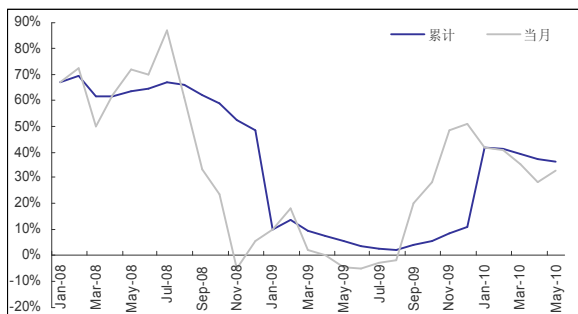
太保面临的业务压力也很大，今年已经被新华人寿和泰康人寿相继超越，同时与排名第 6 的人保寿险的保费差距也较小。同时公司募集的资金摊薄了短期的 ROE 水平。因此无论是业务压力还是财务压力都使得太保将加大业务拓展力度。

图 11 今年以来银保又开始明显提速



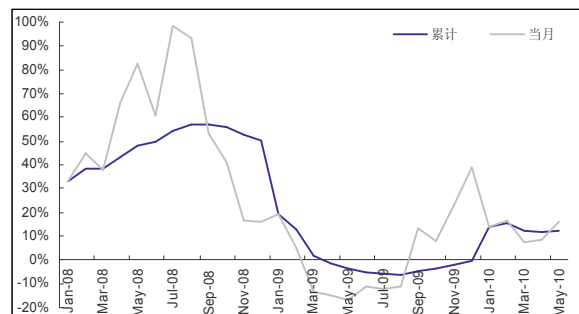
数据来源：保险中介报告，安信证券研究中心

图 12 寿险行业保费收入增速



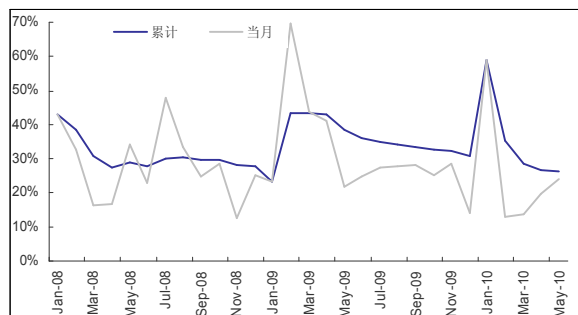
数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 13 中国人寿保费收入增速



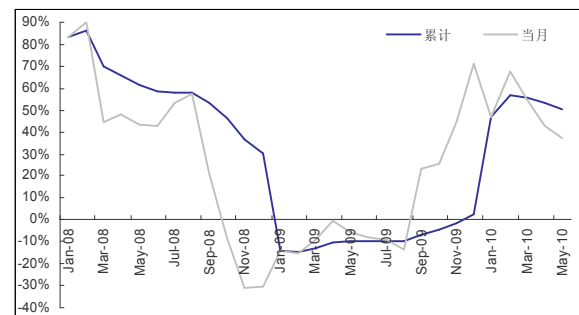
数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 14 平安人寿保费收入增速



数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 15 太保人寿保费收入增速



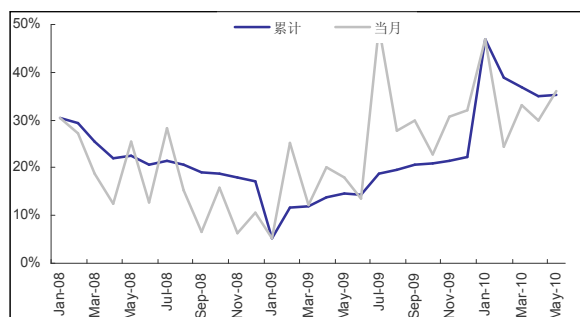
数据来源：保监会，安信证券研究中心

2.2. 财险业务

截至今年5月份，行业保费收入1706亿元，同比增速达到35%，5月份当月保费收入同比增长36%。截至今年5月份，人保财险保费收入664亿元，同比增速达到24%，5月份当月保费收入同比增长25%。截至今年5月份，平安财险保费收入247亿元，同比增速达到67%，5月份当月保费收入同比增长57%。截至今年5月份，太保财险保费收入226亿元，同比增速达到49%，5月份当月保费收入同比增长48%。

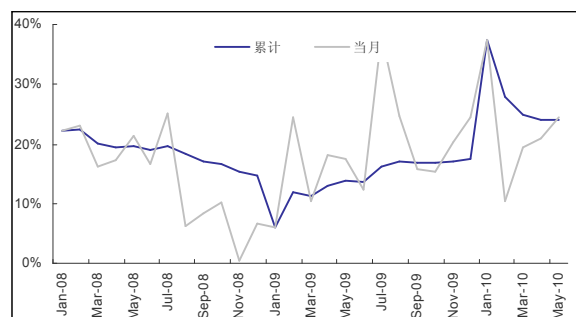
从 2009 年开始，财险行业的盈利能力有了明显改观。主要的原因在于两个方面：1、监管层加强了监管力度；2、电话车险正在改变行业的营销格局。保监会采取的措施主要有：1、进行偿付能力监管，不满足偿付能力要求的公司限制其业务发展；2、进行数据真实性管理，要求财险公司提足准备金；3、新车折扣大幅降低，目前最多能打 9.5 折；4、推行“见费出单”，限制某些公司通过应收保费支付回扣。

图 16 财险行业保费收入增速



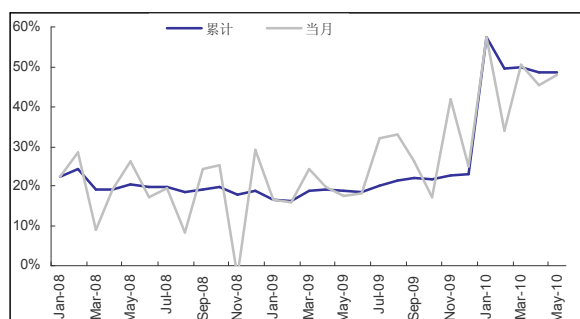
数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 17 人保财险保费收入增速



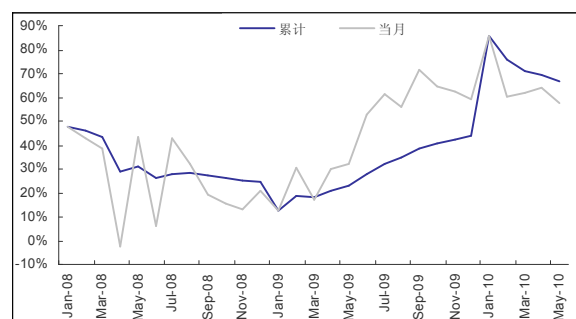
数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 18 太保财险保费收入增速



数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 19 平安财险保费收入增速



数据来源：保监会，安信证券研究中心

2.3. 投资方面

2010 年 6 月份，保险行业面临的投资环境依然较为严峻：一方面 6 月份新增债券收益率略有下行（虽然国债收益率在此区间上行，但长端企业债利率的下行影响了整体的收益率，按照我们的测算新增债券收益率仍小幅下行了 4bp；另一方面沪深 300 在 6 月份下跌了 7.58%。

从资产配置方面来看，5 月份保险行业增加了债券的配置比例，降低了存款的配置比例，略微降低了权益类资产的配置比例。根据中国债券网的数据，保险行业在 6 月末配置债券资产的规模为 1.78 万亿元，和 5 月末相比环比增加了 1.45%，今年以来累计增加债券配置的规模为 2000 亿元，其中企业债增加配置 547 亿元，金融债增加配置 431 亿元，国债增加配置 361 亿元。

图 20 5 月份债券资产占比继续上行

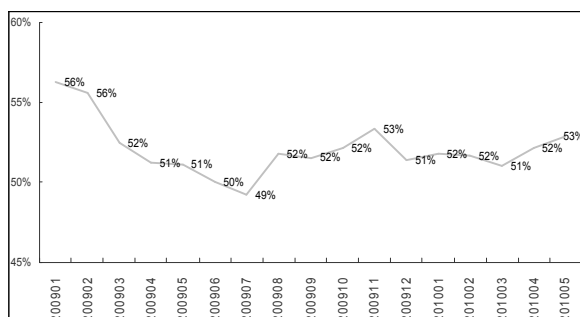
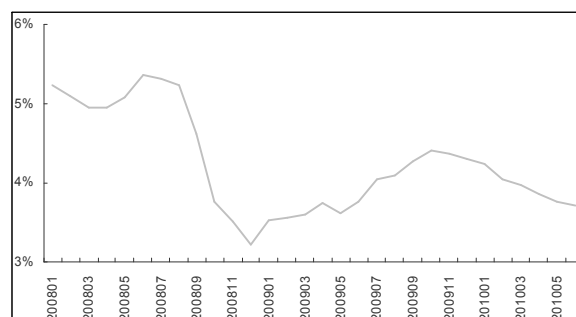


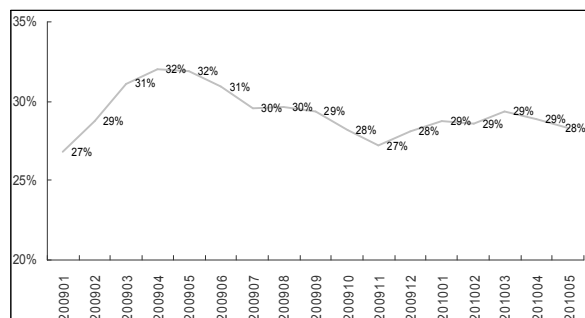
图 21 6 月份新增债券收益率略有下行



数据来源：中国债券信息网，安信证券研究中心估计

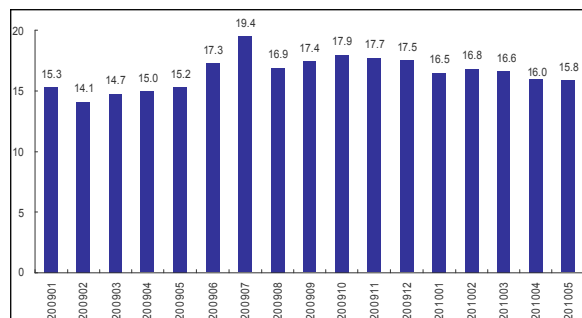
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 22 5 月份存款占比略有下降



数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 23 5 月份权益类资产占比略有下行



数据来源：保监会，债券信息网，安信证券研究中心估计

表一 债券中增持最多的是企业债

	国债	金融债	企业债	短融
2008	353	1,697	972	25
2009	202	458	1,190	48
2010	361	431	547	104
Jan	-12	25	59	2
Feb	-7	-22	295	17
Mar	105	171	55	-2
Apr	40	106	102	49
May	170	-113	26	38
Jun	65	265	8	-1

数据来源：中国债券信息网，安信证券研究中心

注：2010 年数据为截至 6 月末数据。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2010-07-06

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E				
保险III																
601628	中国人寿	增持-A	增持-A	1.16	1.22	1.34	21	20	18	16%	15%	15%	25.27	31.00	2007-05-30	-9%
601318	中国平安	增持-A	增持-A	1.89	1.97	2.25	24	23	20	16%	15%	15%	46.81	60.00	2007-05-30	-10 %
601601	中国太保	增持-A	增持-A	0.87	0.92	1.08	26	24	21	10%	9%	10%	23.39	31.00	2008-01-28	-52%

作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业首席分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -10% 至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅

021-68765913

梁涛

021-68766067

朱贤

021-68765293

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

南方

010-59113572

凌洁

021-68765237

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

刘欢

0755-82558069

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

深圳联系人

liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034