

保险行业 2010 年下半年投资策略

——业务结构仍延续调整趋势

金融/保险

投资要点:

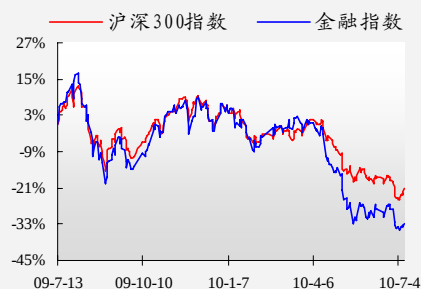
- 2010 年前 5 个月, 全国寿险总保费收入 5031.01 亿元, 同比增长 36.38%, 由于 2009 年业务结构进行调整, 基数比较低, 因此 2010 年保费增长速度较高。分渠道看, 个险新单增长 40.3%, 个险新单期缴增长 28.8%, 代理人队伍的发展及人均产能的提高保证了个险业务的发展。银保新单增长 57.9%, 由于去年银保新单期缴率已提高, 在高基数上, 2010 年前 5 月银保新单期缴保费增长率有所下降。
- 从银保渠道来看, 各公司继续去年以来的业务转型, 银保期缴比例在去年的基础上继续保持高速增长。对太保来说, 银保期缴率保持去年的发展水平, 在银保总保费高速增长的推动下, 银保期缴保费收入同比大幅度提高。对中国平安来说, 由于投资环境趋冷的影响, 公司压缩了银保总保费的增长速度, 由于银保期缴率有所提高, 因此期缴保费提高速度快。中国人寿的银保期缴比例在去年的基础上继续提高, 因此, 银保期缴保费增速也保持了可观的增长。
- 从产品结构上来说, 由于对 2010 年的投资收益预期不高, 各家公司的产品主要以分红险为主, 压缩了万能险, 同时传统险种也有所萎缩。分红产品与万能险相比, 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。
- 自 2010 年初以来, 国家实行了多项紧缩性政策, 这些政策的效应在今年下半年可能会进一步释放。考虑到宏观总量数据将进一步下行, 在此阶段实施加息和上调准备金率的可能性不大, 因此在这种预期下, 大量资金涌入债券市场, 导致债券的收益率大幅度下降, 尽管目前债券的到期收益率处于下行趋势, 但鉴于久期匹配的压力, 保险机构加快了对债券的配置速度。
- 但由于估值的惯性, 从最近几年保险股的股价走势来看, 股价还是完全参考了保险公司的业绩。尽管受股市不佳的影响, 保险资金在权益投资方面难以取得较好的投资收益。但新会计准则改变了新业务亏损的局面, 使新承保业务在前几个保单年度也能在财报中确认利润。保险股的业绩将会有较好的表现, 因此, 给予保险行业跑赢大市的投资评级, 首推中国平安, 其次中国太保。

优于大势

维持评级

发布时间: 2010 年 7 月 16 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

执业证书编号: S0550209030096

TEL: (8621)6337 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

一、结构仍延续调整趋势

继 2009 年寿险公司进行业务调整之后, 2010 年各保险公司采取措施, 在银保领域继续重点发展期缴业务, 在个险领域重点发展期限长、保障程度高的分红险业务。

1、全行业总保费保持高速增长

2010 年前 5 个月, 全国寿险总保费收入 5031.01 亿元, 同比增长 36.38%, 由于 2009 年业务结构进行调整, 基数比较低, 因此 2010 年保费增长速度较高。分渠道看, 个险新单增长 40.3%, 个险新单期缴增长 28.8%, 代理人队伍的发展及人均产能的提高保证了个险业务的发展。银保新单增长 57.9%, 由于去年银保新单期缴率已提高, 在高基数上, 2010 年前 5 月银保新单期缴保费增长率有所下降。

表 1、2010 年前 5 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	个险人力	银邮总保费	银邮新单	银邮期缴	团险总保费
2009. 1-5 月	3024870.1	2765555.2	1002523	10957011.6	10598335.8	1554671.2	1368114
2010. 1-5 月	4243529.1	3562052.8	1241122	18117198.9	16729991.8	1685467.4	1592340
同比	40.3%	28.8%	23.8%	65.3%	57.9%	8.4%	16.4%

资料来源: 东北证券研究所

2、从渠道上看, 银保期缴率继续提高

从银保渠道来看, 各公司继续去年以来的业务转型, 银保期缴比例在去年的基础上继续保持高速增长。对太保来说, 银保期缴率保持去年的发展水平, 在银保总保费高速增长的推动下, 银保期缴保费收入同比大幅度提高。对中国平安来说, 由于投资环境趋冷的影响, 公司压缩了银保总保费的增长速度, 由于银保期缴率有所提高, 因此期缴保费提高速度快。中国人寿的银保期缴比例在去年的基础上继续提高, 因此, 银保期缴保费增速也保持了可观的增长。

表 2、银保期缴率比较

	平安	太保	中国人寿
2009 年 1-5 月	0.2%	19%	6%
2010 年 1-5 月	2.80%	19.70%	11%

资料来源: 东北证券研究所

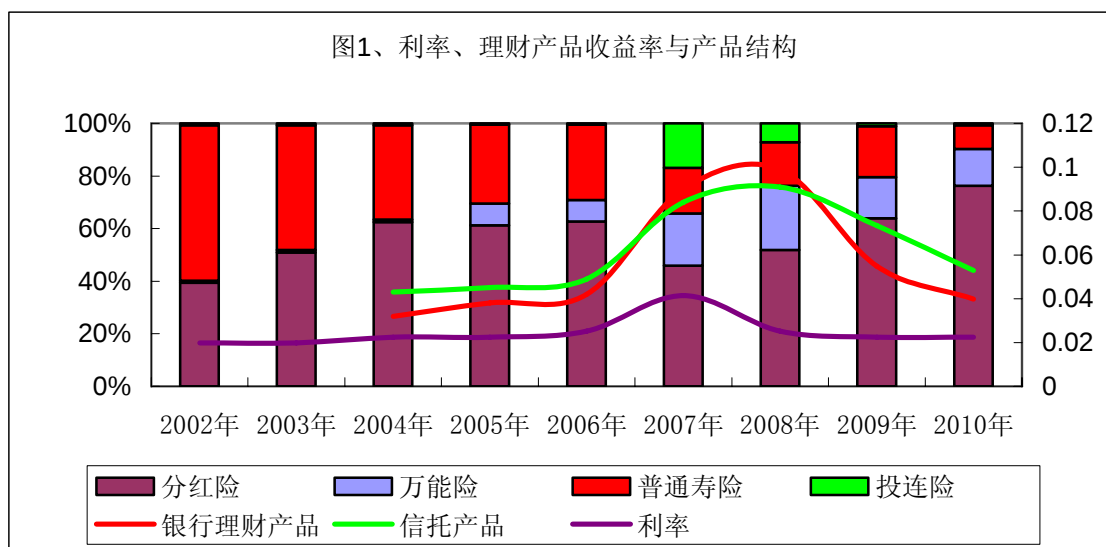
从个险渠道来看, 中国平安继续坚持重点发展个险的策略, 个险总保费保持高速增长, 个险期缴率在高比例基础上仍旧有所提高; 中国太保个险期缴比例也有所提高, 但由于个险总保费增长幅度不大, 因此, 个险期缴保费增长速度较低; 中国人寿的个险期缴比例有所下降, 但仍旧保持较高的比例。由于各公司继续坚持业务转

型，个险、银保期缴比例都有所提高，因此，三家公司首年年化保费依旧保持高速增长，其中，中国平安增长速度最快。

与去年不同的是，今年首年年化保费的增长是在总保费高速增长的基础上的增长，这在中国太保身上体现得特别明显。说明，在去年业务转型的基础上，在发展个险业务的同时，各家公司仍旧坚持高比例的银保期缴业务，在去年低基数的基础上，实现了保费的高增长。由于投资环境的压力，中国平安降低了银保业务的发展速度，但银保期缴率进一步提高，因此对新业务价值的贡献显著。

3、从产品结构上看，分红险成为主要险种

从产品结构上来说，由于对 2010 年的投资收益预期不高，各家公司的产品主要以分红险为主，压缩了万能险，同时传统险种也有所萎缩。分红产品与万能险相比，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。



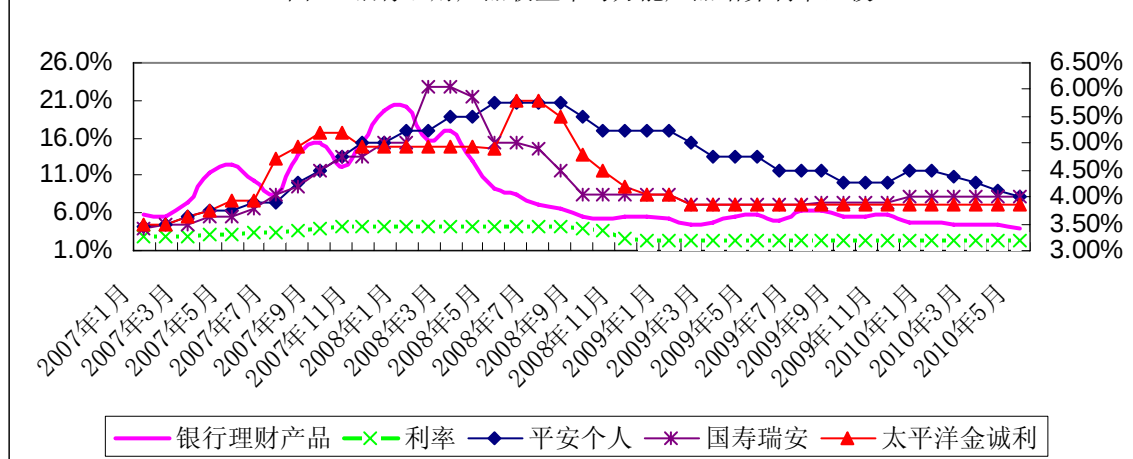
资料来源：东北证券研究所

中国人寿的产品结构中提高了分红险的占比，万能险和投连险等投资型的险种占比较低，传统险占比下降。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，但在银保渠道，公司大力压缩了万能险规模，分红险保费增长速度提高；中国太保依旧沿用去年的策略，大力发展分红险，个险和银保渠道的分红险在去年高速增长的基础上继续增长。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，分红险成为各公司退守的主体险种。

传统险的定价利率虽有望提高，但难以成为主要险种。对传统险来说，一张保单，定价利率一旦确定就不再改变，在相当长时间内将给客户执行统一的回报。如果定价利率较高，便缺少了定价保护。对存量保单来说，在投资渠道畅通，投资收益率高的情况下，尚能产生盈利，而一旦投资收益率降低，既定的预定利率又不能调整，便会产生亏损。相比之下，分红险和万能险要灵活得多，分红保险的预定利率、万能保险的最低保证利率不高于年复利 2.5%，具有相当好的定价保护。在投资收益率高的情况下，分红水平和结算利率将会提高；在投资收益率低的情况下，分红水平和结算利率将会降低，并且还有分红储备和平滑准备金，能够平滑投资回报在各年之间的波动，具有较强的灵活性，因此，能够保证保费的稳定增长。因此，即使传统险提高预定利率水平，但也很难成为保险产品的主流。

由于投资环境趋冷，银行理财产品收益率普遍降低，而利率又处于低水平，外部竞争压力减轻，因此，各公司的万能险结算利率保持较低的水平，这样做尽管会降低万能产品的保费增长规模，但有利于减轻投资部门的压力，使公司各项业务更加健康均衡发展。

图2、银行理财产品收益率与万能产品结算利率比较



资料来源：东北证券研究所

表 3、万能险结算利率与银行理财产品收益率对比

	银行理财产品	平安个人	国寿瑞安	太平洋金诚利	利率
2009 年 1 月	5.4%	5.25%	4.05%	4.05%	2.25%
2009 年 2 月	4.4%	5.00%	3.85%	3.85%	2.25%
2009 年 3 月	4.8%	4.75%	3.85%	3.85%	2.25%
2009 年 4 月	5.6%	4.75%	3.85%	3.85%	2.25%
2009 年 5 月	5.8%	4.75%	3.85%	3.85%	2.25%

2009年6月	5.0%	4.50%	3.85%	3.85%	2.25%
2009年7月	6.3%	4.50%	3.85%	3.85%	2.25%
2009年8月	6.3%	4.50%	3.90%	3.85%	2.25%
2009年9月	5.4%	4.25%	3.90%	3.85%	2.25%
2009年10月	5.6%	4.25%	3.90%	3.85%	2.25%
2009年11月	5.7%	4.25%	3.90%	3.85%	2.25%
2009年12月	4.8%	4.50%	4.0%	3.85%	2.25%
2010年1月	4.6%	4.50%	4.0%	3.85%	2.25%
2010年2月	4.5%	4.38%	4.0%	3.85%	2.25%
2010年3月	4.4%	4.25%	4.0%	3.85%	2.25%
2010年4月	4.4%	4.13%	4.0%	3.85%	2.25%
2010年5月	3.98%	4%	4.0%	3.85%	2.25%

资料来源：东北证券研究所

4、一年新业务价值增长幅度较大

各家寿险公司都继续坚持去年的业务转型，对产品结构进行了调整，大力发展长期险种，大力发展分红产品，使产品的边际利润率提高；大力发展银保期缴业务，使首年年化保费提高，边际利润率和首年年化保费的提高使一年新业务价值大幅度增长。

表4、总保费与首年年化保费比较

	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
2009年1-9月	34.1%	47.3%	-10.0%	36.2%	-5.1%	30%
2010年1-5月	39.0%	86.7%	50.7%	37.0%	12.4%	17.5%

资料来源：东北证券研究所

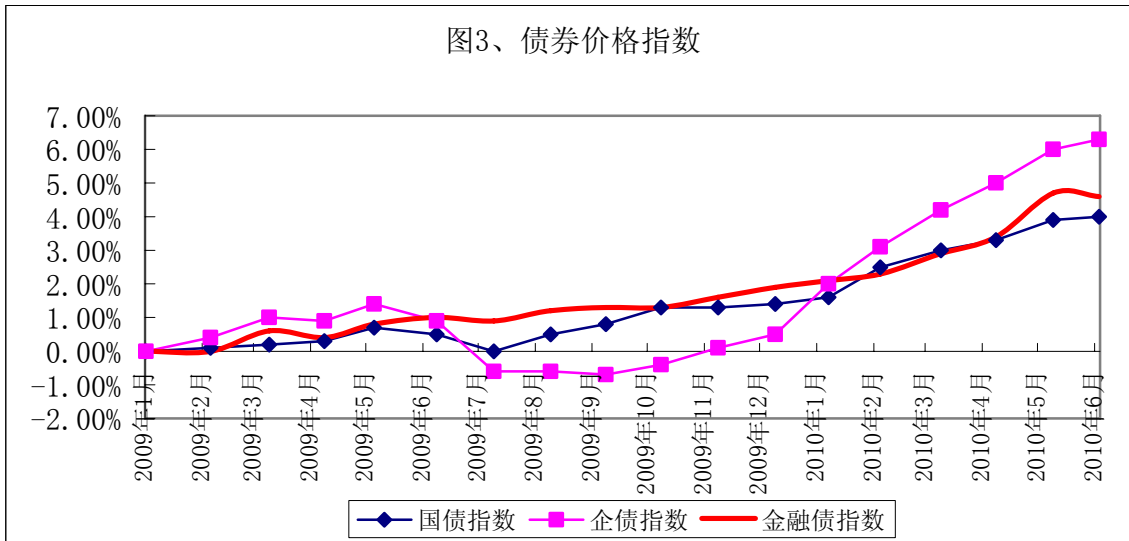
二、2010年下半年投资压力较大

（一）债券到期收益率下降

1、加息预期降低，债券价格上升

自2010年初以来，国家实行了多项紧缩性政策，包括准备金率上调、信贷调控、调控房地产等，这些政策的效应在今年下半年可能会进一步释放。考虑到宏观总量数据将进一步下行，在此阶段实施加息和上调准备金率的可能性不大，因此在这种预期下，大量资金涌入债券市场，导致债券的收益率大幅度下降。

图3、债券价格指数



资料来源：东北证券研究所

2、机构债券持有量增加

在货币政策紧缩的背景下，银行的贷款收缩，贷存比下降，银行的富裕资金为保证收益，配置债券的规模和速度增加；在宏观预期不明朗的情况下，股市向下调整，权益类资产投资机会减少，基金加大了对债券的配置速度。随着避险资金的增加，债券价格上升，债券到期收益率快速下降。

表 5、机构的债券配置速度

	商业银行	保险机构	基金
2009 年 12 月	578.8	592.1	615.7
2010 年 1-2 月	1,841.9	319.8	369.1
2010 年 3 月	3,968.3	460.6	190.1
2010 年 4 月	2,765.7	421.3	832.5
2010 年 5 月	1,682.9	596.3	1,130.7

资料来源：东北证券研究所

表 6、基金债券组合

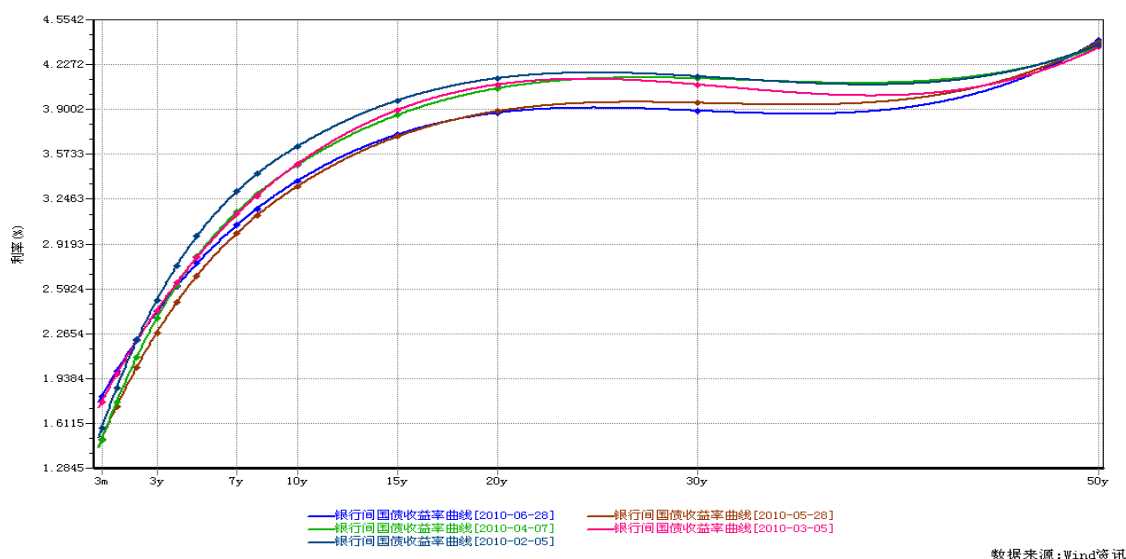
券种名称	2009 年 4 季度	2010 年 1 季度
国债	9.66	9.03
金融债	21.90	23.07
可转债	3.10	2.21
企债	26.99	27.27
央行票据	37.99	38.06
债券汇总	100.00	100.00

资料来源：东北证券研究所

3、债券到期收益率下降

2010 年年初以来，债券市场收益率曲线尤其是中长端呈震荡下行走势；短端由于受到资金面趋紧影响收益率曲线上行。年初到 3 月初期，由于新债供给不足和公开市场大量资金到期，即使央行两次上调存款准备金率，商业银行对债券配置需求仍然旺盛，从而带动收益率下行。4 月中旬国家出台房地产新政和欧债务危机升温，叠加效应放大了资本市场对全球经济复苏的悲观情绪。避险情绪带动中长期收益持续走低，10 年期国债收益率一度下探至 3.2%。5 月各期限收益率表现出短升长降的走势，收益率曲线明显扁平化。

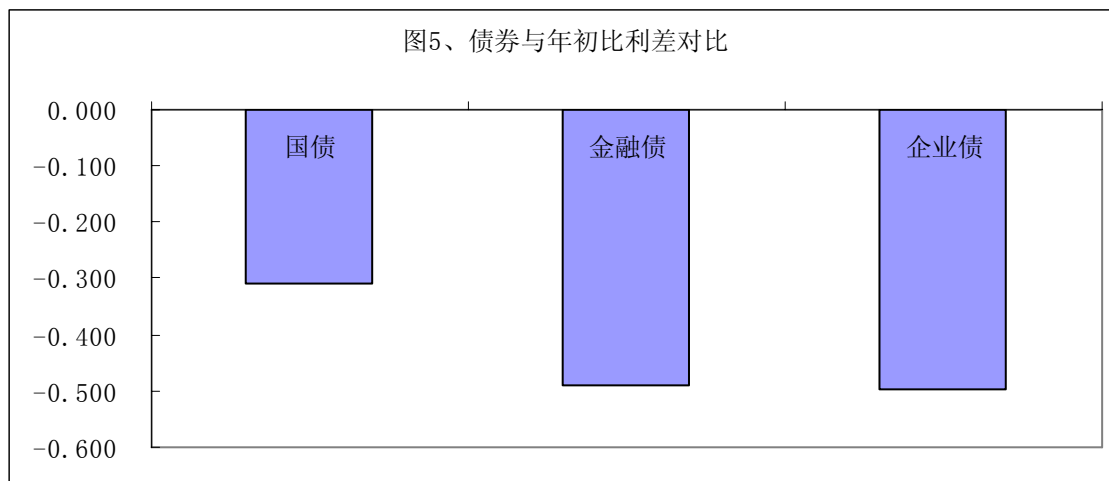
图 4、收益率曲线变动趋势



资料来源: WIND

与年初相比，长债的收益率曲线下降，10 年期国债的收益率下降了 30.8 个基点，10 年期企业债和金融债分别下降了 49 和 49.6 个基点。

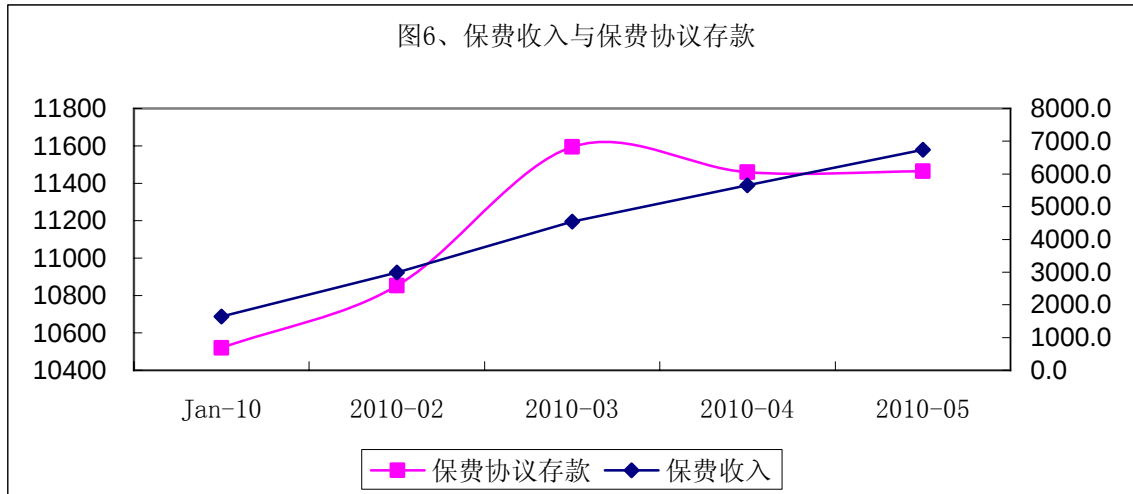
图5、债券与年初比利差对比



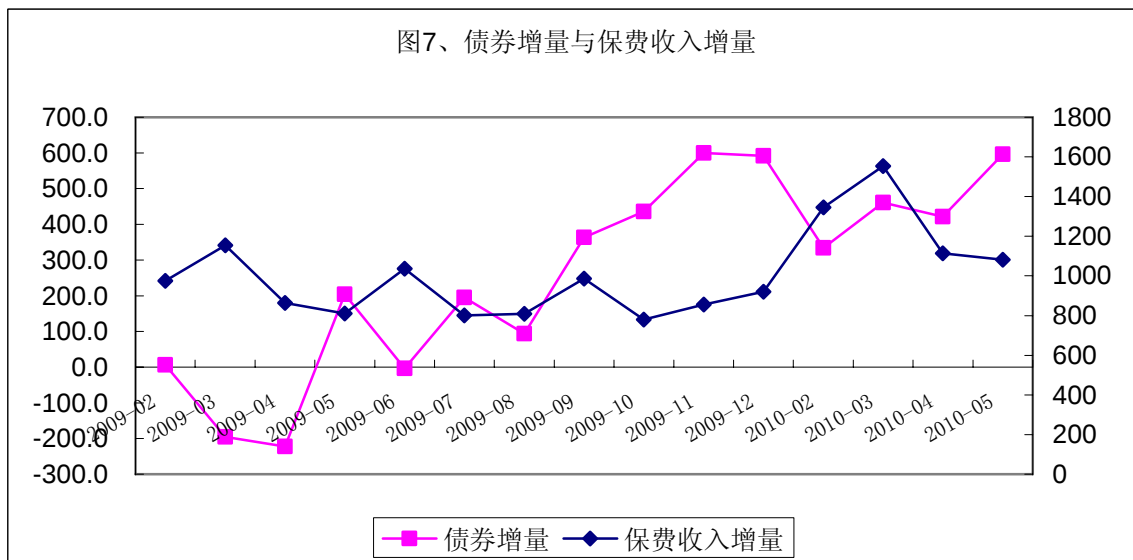
资料来源：东北证券研究所

（二）保险资金加快对债券的配置

2010年1-5月，全国规模保费收入同比增加36.1%，保费收入继续保持高增长。在目前情况下，由于股市下行，银行存款利息较低，为消化不断增加的保费收入，保险机构加大了对债券的配置，以弥补协议存款和权益类投资的不足。



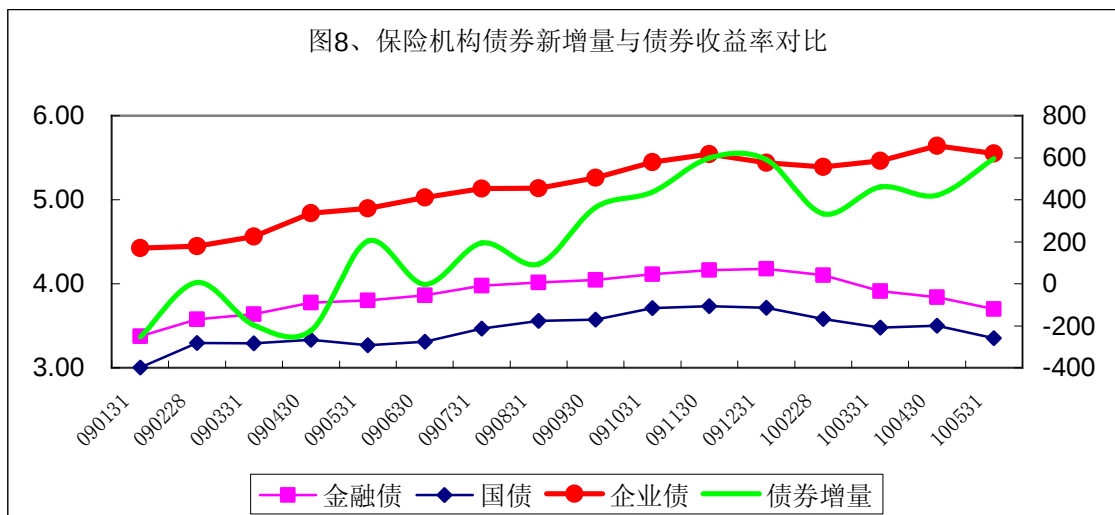
资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所

尽管目前债券的到期收益率处于下行趋势，但鉴于久期匹配的压力，保险机构加快了对债券的配置速度。另外，由于银行理财产品、信托产品等银行渠道发行的投资品收益率下降，投资型保险产品面临的竞争压力减小，对保险资金的投资收益率要求降低，因此，尽管收益率下降，保险机构的债券配置量依然在增加。

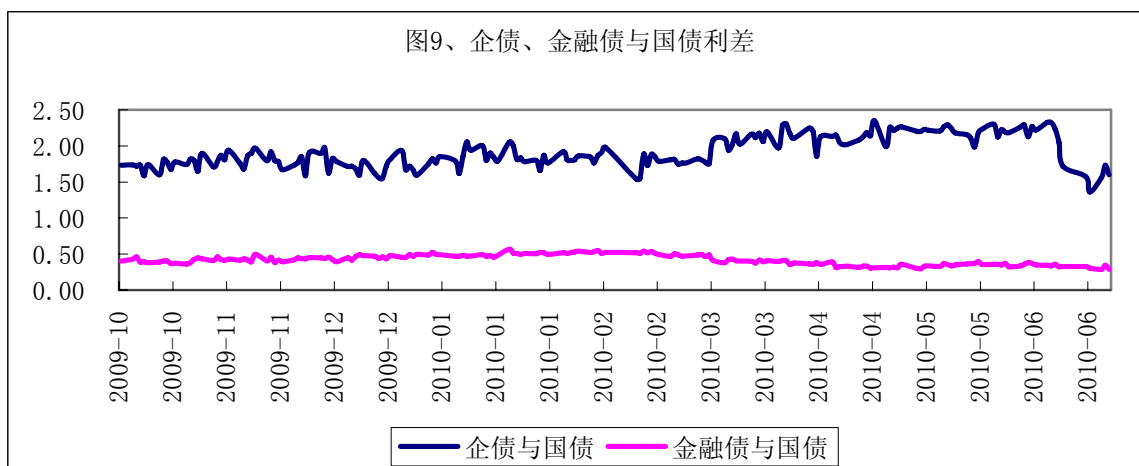
图8、保险机构债券新增量与债券收益率对比



资料来源：东北证券研究所

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。与年初相比，企业债与国债的利差增加了 80BP，因此，保险资金对债券的配置主要是对企业债的配置。

图9、企债、金融债与国债利差



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

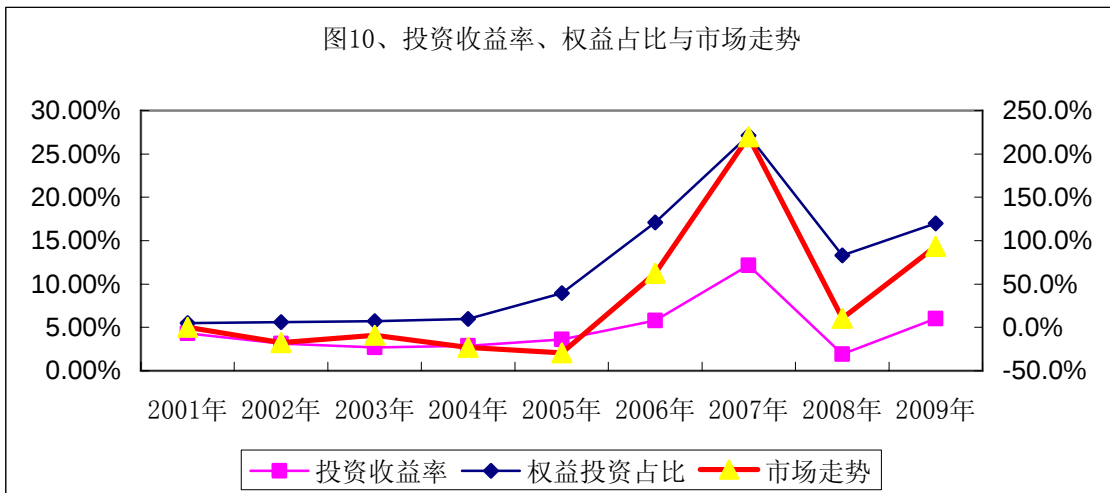
	国债	金融债	企业债	短融
2010 年 1 月	2,793.85	5,448.14	4,355.66	216.55
2010 年 2 月	2,786.5	5,425.7	4,651.1	233.4
2010 年 3 月	2,891.5	5,596.5	4,706.6	231.8
2010 年 4 月	2,932.4	5,701.8	4,809.1	281.4
2010 年 5 月	3,101.9	5,790.0	4,835.0	319.3

资料来源：东北证券研究所

(三) 权益资产投资难以有较好的表现

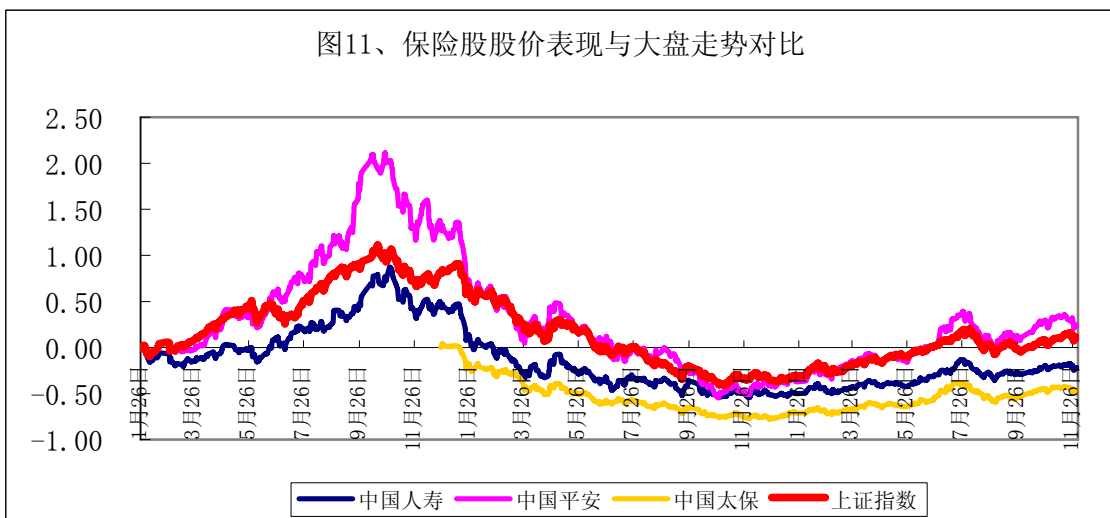
随着权益投资比例的增加并占有较大份额，保险公司的总投资收益率受固定收益类资产的影响越来越小，而与权益类资产的投资收益率相关度提高。从3家保险公司的股价表现来看，其走势与股指高度相关。保险公司的投资收益大部分来自于权益类投资，当然风险也来自于权益类投资。

图10、投资收益率、权益占比与市场走势



资料来源：东北证券研究所

图11、保险股股价表现与大盘走势对比



资料来源：东北证券研究所

当前A股市场主要受流动性持续收紧；经济减速与企业盈利下降和融资与再融资压力增加的影响。我们认为2010年下半年股市难以有较好的表现，保险资金在权益投资方面难以取得较好的投资收益。

从 2009 年的资产组合上来看，三家公司的权益类资产配置比例不同，那么受股市调整的影响也各有差异。相对来说，中国太保和中国人寿受股市调整影响较大，中国平安受股市调整影响较小。

表 8、各家公司资产组合

	2009 年 12 月		
	人 寿 (%)	平 安 (%)	太 保 (%)
现金	3.1	11.7	8.3
定存	29.4		23.6
债券	49.7	59.6	49.9
权益	15.3	10.8	12.3
其他	2.5	2.4	5.9

资料来源：公司公告

表 9、综合收益率预测

综合收益率		权益类资产配置比例					
		10%	12%	14%	16%	18%	20%
权益资产 投资收益 收益率	-15%	2.73%	2.34%	1.94%	1.55%	1.15%	0.76%
	-10%	3.23%	2.94%	2.64%	2.35%	2.05%	1.76%
	-5%	3.73%	3.54%	3.34%	3.15%	2.95%	2.76%
	0	4.23%	4.14%	4.04%	3.95%	3.85%	3.76%
	1%	4.33%	4.26%	4.18%	4.11%	4.03%	3.96%
	3%	4.53%	4.50%	4.46%	4.43%	4.39%	4.36%
	4%	4.63%	4.62%	4.60%	4.59%	4.57%	4.56%
	5%	4.73%	4.74%	4.74%	4.75%	4.75%	4.76%
	6%	4.83%	4.86%	4.88%	4.91%	4.93%	4.96%
	7%	4.93%	4.98%	5.02%	5.07%	5.11%	5.16%
	8%	5.03%	5.10%	5.16%	5.23%	5.29%	5.36%
	9%	5.13%	5.22%	5.30%	5.39%	5.47%	5.56%
	10%	5.23%	5.34%	5.44%	5.55%	5.65%	5.76%
		90%	88%	86%	84%	82%	80%
		固定收益类资产配置比例					

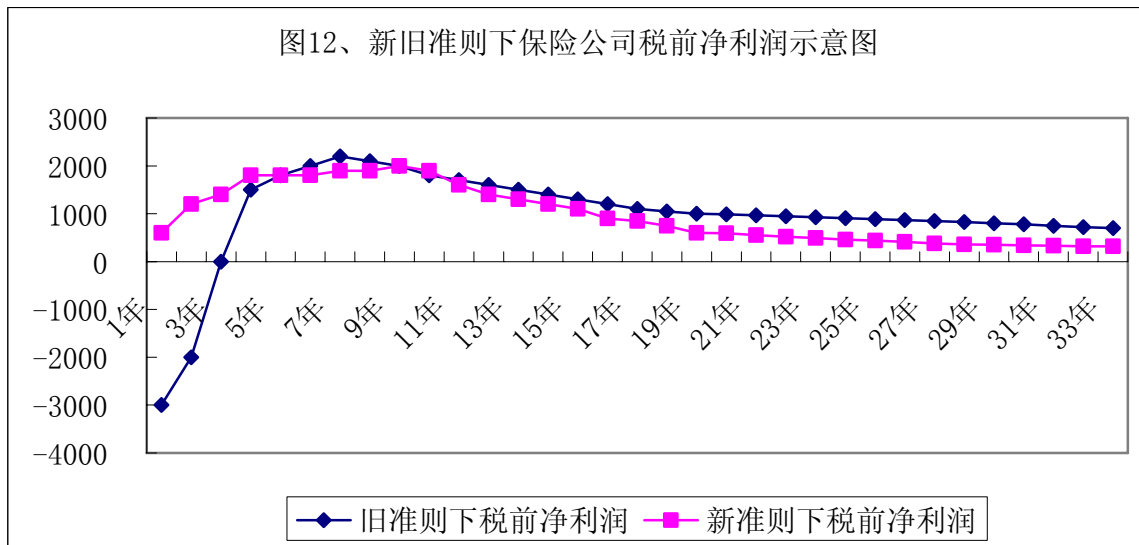
资料来源：东北证券研究所

三、保险行业投资策略

在 2009 年年底，由于新会计准则的实施，对整个保险行业的财务处理方法产生了重大变革。新会计准则改变了新业务亏损的局面，使新承保业务在前几个保单年度也能在财报中确认利润。

新会计准则改变了准备金计提的方式，其中重要改动之一是改变了评估利率，由原先的不高于定价利率 2.5% 改为符合最优估计，这样做，改变了原先新业务首年需计提大量准备金的局面，新会计规定下，准备金计提更加科学，产品利润释放提前且更加平滑。

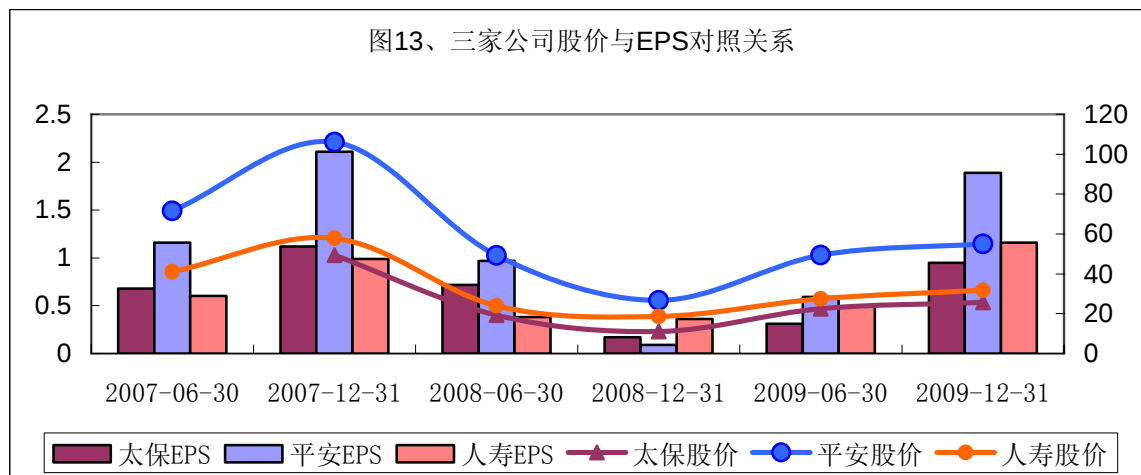
图12、新旧准则下保险公司税前净利润示意图



资料来源：东北证券研究所

尽管内含价值是对保险股最好的估值方法，但由于估值的惯性，所以从最近几年保险股的股价走势来看，股价还是完全参考了保险公司的业绩。尽管受股市不佳的影响，保险资金在权益投资方面难以取得较好的投资收益。但新会计准则改变了新业务亏损的局面，使新承保业务在前几个保单年度也能在财报中确认利润。保险股的业绩将会有较好的表现，因此，给予保险行业跑赢大市的投资评级，首推中国平安，其次中国太保。

图13、三家公司股价与EPS对照关系



资料来源：东北证券研究所

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20-40倍之间。

表10、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、中国人寿估值水平

表11、中国人寿估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.7--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	91,650	120,766	150,037	179,311	208,586

调整后净资产	182,002	182,003	182,073	182,073	182,093
内含价值	273,652	302,769	332,110	361,384	390,679
每股内含价值（元）	10	11	12	13	14
一年期新业务价值	13,650	17,001	20,370	23,768	26,969
每股新业务价值（元）	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
每股估值（元）	21.9	25.8	29.8	33.7	37.6

3、中国平安估值水平

表 12、中国平安估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.5%--5.5%	50bp	100bp
有效业务价值	44,230	59,830	75,621	90,260	104,830
调整后净资产	118,258	118,260	118,367	118,439	118,470
内含价值	162,488	178,090	193,988	208,699	223,300
每股内含价值	22.12	24.25	26.41	28.41	30.40
一年期新业务价值	12,760	13,728	14,756	15,813	16,739
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
每股新业务价值	43.43	46.73	50.22	53.82	56.97
其它业务（1.5 倍 P/B）	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
每股估值	69.64	75.06	80.72	86.32	91.46

4、中国太保估值水平

表 13、中国太保估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.75%--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	16,000	22,528	29,299	35,990	42,650
调整后净资产	84,260	84,260	84,260	84,260	84,260
内含价值	100,260	106,788	113,559	120,250	126,910
每股内含价值	11.7	12.4	13.2	14.0	14.8
一年期新业务价值	4,430	5,150	5,897	6,658	7,379
每股新业务价值	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
其它业务（1.5 倍 P/B）	29,565	29,565	29,565	29,565	29,565
每股估值	28.0	30.8	33.8	36.8	39.6

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。