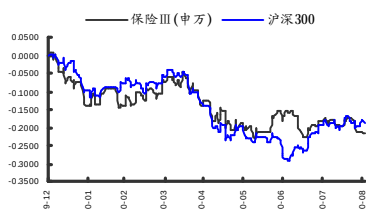


相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
保险	-4.2	-1.6	-11.3
沪深 300	0.5	4.6	-6.3

重点公司	6m%	YTD%	评级
中国人寿	-14.8	-27.3	中性
中国平安	3.9	-15.0	增持
中国太保	-0.9	-6.3	增持

相关报告

《保险 8 月报：等待投资面改善带来催化》

分析师

黄秋菡

执业证书：S0350210060001

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 7 月股市回暖减轻配置压力。 保险行业 7 月底总资产 4.57 万亿，其中，投资资产 4.22 万亿，较上月增加 505 亿，同比 21.23%。固定收益类投资余额 3.48 万亿，占总投资的 82.25%。随着 7 月股市回暖，保险资金减少了对固定收益资产的配置比重。在固定收益类投资中，存款余额 1.23 万亿，本月减少 362 亿，债券余额 2.23 万亿，本月新增 63 亿。在权益类投资中，股票、基金余额 7063 亿，本月新增 800 亿，股基在投资资产中比重为 16.75%，较上月增加 1.72 个百分点。

n 寿险惯性高增长，财险增速逐月下降。 1-7 月寿险总保费收入 6622 亿，同比增长 33.69%，主要是中型公司的高增长驱使，如太保、新华、泰康、太平、人保寿等均保持在 50% 左右甚至更高的增速，规模最大的国寿、平安维持相对较低的增速。1-7 月财险总保费收入 2417 亿，同比增长 31.86%，主要是平安、太保的高增长拉动。不过，今年以来汽车销售呈现前高后低的趋势，年初最高达到 124%，到了 7 月则降至 42.65%，受此影响，预计车险保费增速将出现明显的下行态势，全年增速有望回落至 25% 左右。

n 债券利率不利于保险资金配置，股市进入胶着状态。 中长期国债收益率小幅反弹，1 年期继续小幅走低，企业债收益率继续走低，政策性金融债收益率 8 月止跌企稳，央票收益率仍在走低。上证综指 8 月上涨 0.05%，与保险投资相关性更高的银行指数 8 月下跌 5.88%，股市进入胶着状态，险资观望气氛加剧。

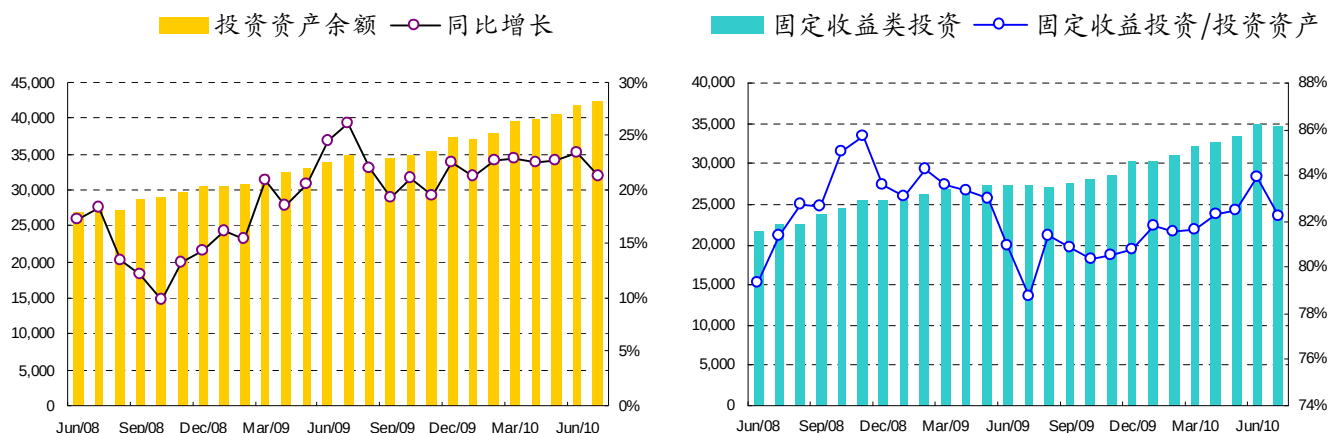
n 规模为王伤害行业长期发展，维持中性评级。 从半年报看，虽然损益表业绩均有不同程度增长，但真正反映公司经营的综合收益则是明显大幅下跌的。净资产缩减幅度好于预期，部分原因是准备金评估利率的有利变动所致。新准则下“保费越快，当期利润越多”的赚钱效应，促使保险公司重新回到规模为王的思维惯性中，开展业务的过程中降低了保单质量要求，短期趸交产品重新活跃，若不及时扭转这种趋势，将伤害行业的长期健康发展。车险增速放缓将使得下半年财险盈利明显下滑，上半年部分保险公司隐藏的浮亏可能会带来下半年的减值压力，这都会对全年业绩带来负面影响。鉴于此，暂维持行业中性的投资评级，一方面等待股市投资的回暖，另一方面关注业务结构有无改善趋势。适当关注个税递延型年金试点带来的正面利好。

7月股市回暖减轻配置压力，寿险惯性高增长，财险增速逐月下降

7月股市回暖暂时缓解配置压力

保险行业7月底总资产4.57万亿，其中，投资资产4.22万亿，较上月增加505亿，同比21.23%。固定收益类投资余额3.48万亿，占总投资的82.25%。随着7月股市回暖，保险资金减少了对固定收益资产的配置比重。

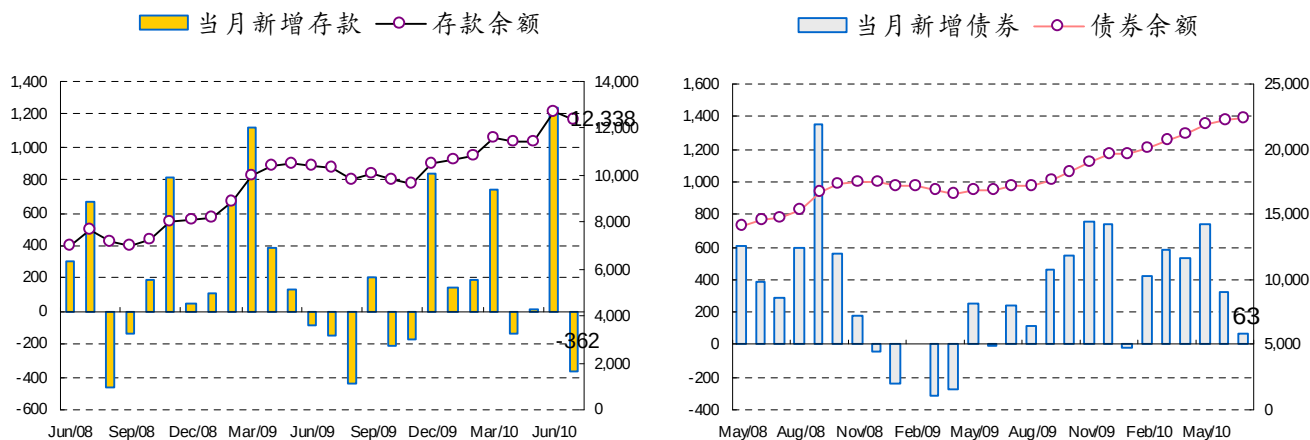
图1、投资资产4.22万亿，同比增长21.23%；固定收益投资3.48万亿，占总投资82.25%



资料来源：保监会、中债信息网、Wind、国海证券研究所
注：固定收益类投资包括银行存款和债券

在固定收益类投资中，存款余额1.23万亿，本月减少362亿，债券余额2.23万亿，本月新增63亿。

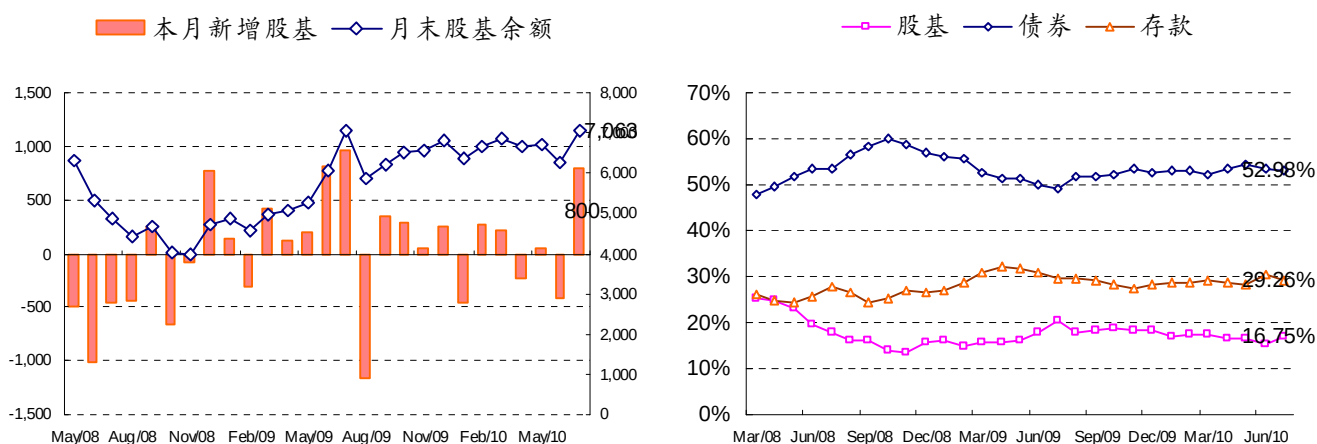
图2、存款余额1.23万亿，减少362亿；债券余额2.23万亿，新增63亿



资料来源：保监会、中债信息网、Wind、国海证券研究所

在权益类投资中，股票、基金余额 7063 亿，本月新增 800 亿，股票、基金占投资资产比重为 16.75%，较上月增加 1.72 个百分点。

图 3、股票、基金余额 7063 亿，新增 800 亿；股票、基金占投资资产比重约 16.75%



资料来源：保监会、中债信息网、Wind、国海证券研究所

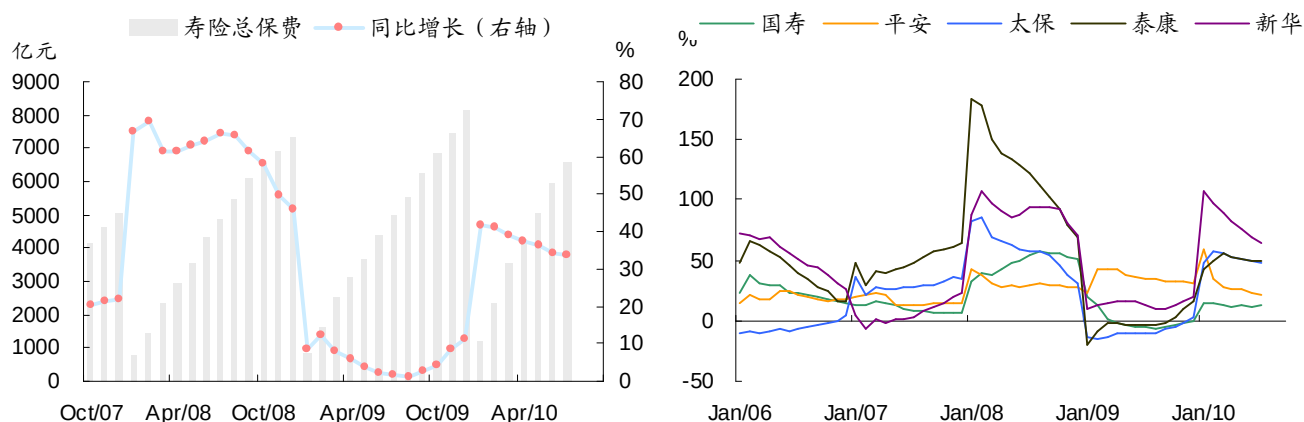
注：股票、基金中包括了其他股权投资

寿险保费增速略有下滑，太保高增长

1-7 月寿险总保费收入 6622 亿，同比增长 33.69%，主要是中型公司的高增长驱使，如太保、新华、泰康、太平、人保寿等均保持在 50% 左右甚至更高的增速，规模最大的国寿、平安维持相对较低的增速。

国寿保费 2147 亿，同比增长 12.34%，平安保费 1010 亿，同比增长 21.89%，太保保费 584 亿，同比增长 47.79%。

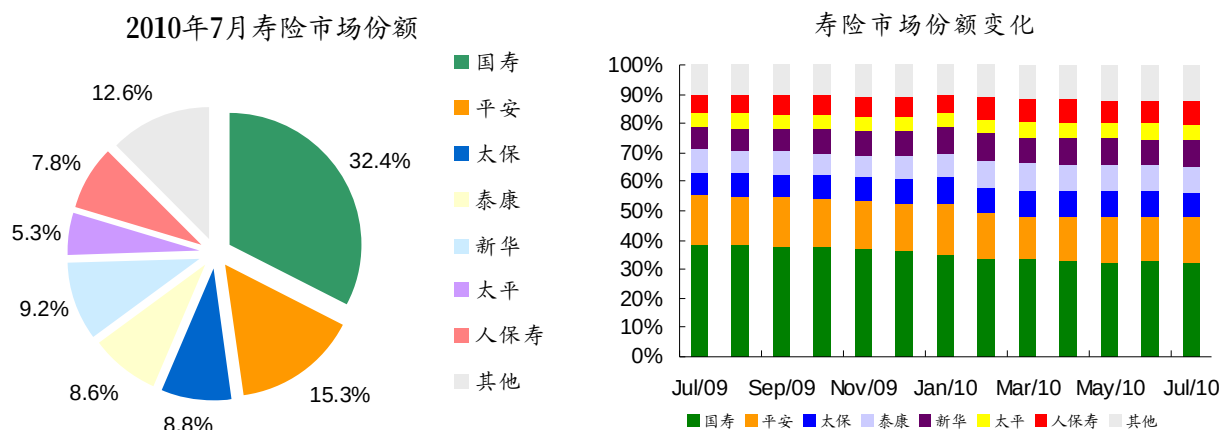
图 4、1-7 月寿险保费 6622 亿，增速 33.69%；国寿平安保持较低增速，其余中型公司增速较快



资料来源：保监会、Wind、国海证券研究所

1-7月，国寿市场份额32.4%，较上月下滑0.23%，平安市场份额15.3%，较上月下滑0.06%，太保市场份额8.81%，较上月下滑0.03%。新华、泰康亦有小幅下滑，人保寿、太平则有不同程度的提升。其他中小公司市场份额则出现了一定的回升。

图5、国寿市场份额降至32.4%，平安15.3%，太保8.81%，新华、泰康小幅下降，人保寿、太平等有所提升

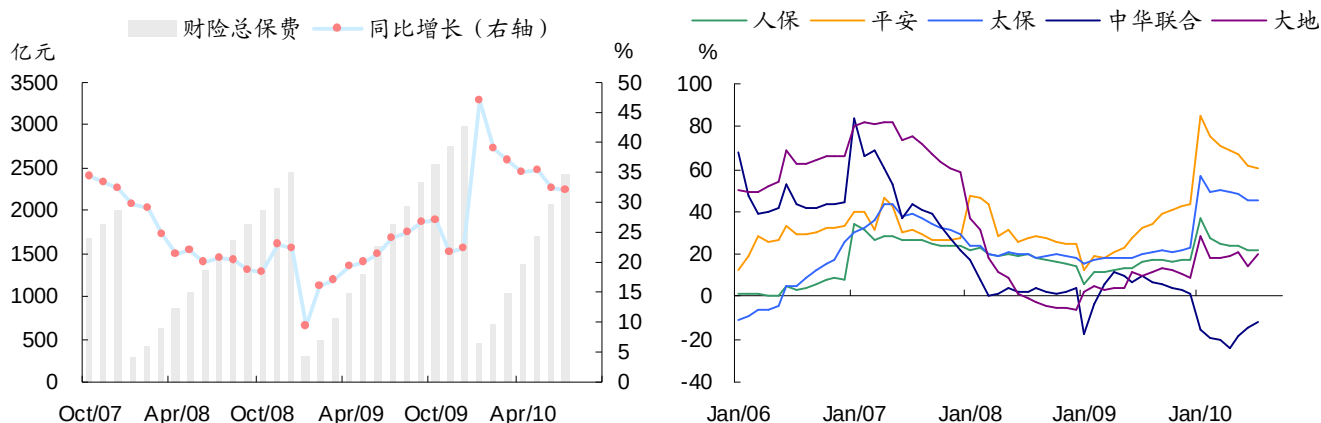


资料来源：保监会、Wind、国海证券研究所

财险保费亦保持高增速 平安高速领跑

1-7月财险总保费收入2417亿，同比增长31.86%，主要是平安、太保的高增长拉动。人保保费938亿，同比增长22.09%，平安保费349亿，同比增长60.38%，太保保费311亿，同比增长45.56%。

图6、1-7月财险保费2417亿，增速31.86%；平安一路领跑，太保亦保持高速

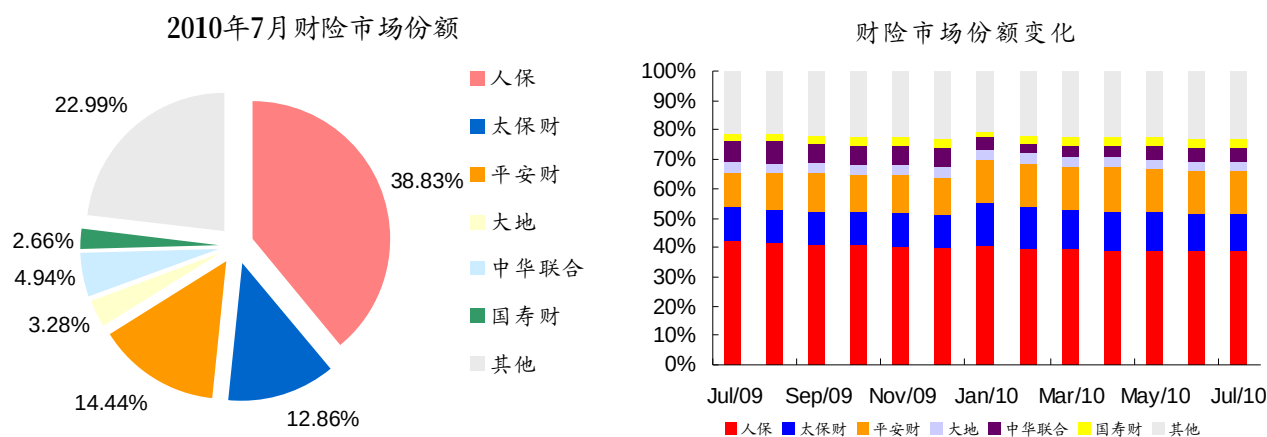


资料来源：保监会、Wind、国海证券研究所

1-7月，人保市场份额38.83%，较上月下滑1.09%，平安份额14.44%，较上月提高1.58%，太保份额12.86%，较上月提高1.42%。

考虑到新准则实施后，财险规模保费的快速增长能带来更多的当期利润，中华联合等经营困难的公司无法形成有效竞争，预计平安、太保在财险上的强势地位还将维持，份额仍有提高的空间。

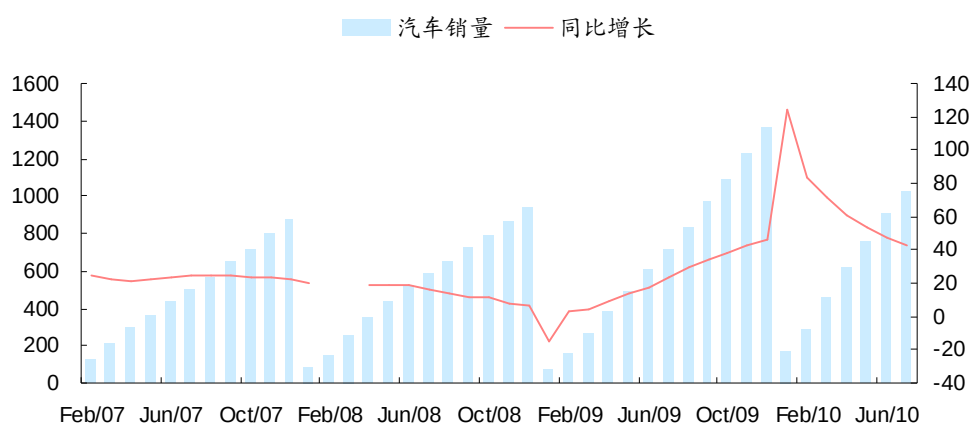
图 7、人保市场份额 38.83%，平安、太保份额继续提升



资料来源：保监会、Wind、国海证券研究所

不过，今年以来汽车销售呈现前高后低的趋势，年初最高达到124%，到了7月则降至42.65%，受此影响，预计车险保费增速将出现明显的下行态势，全年增速有望回落至25%左右。

图 8、汽车销售增速下滑明显，保费增速将持续下降



资料来源：保监会、Wind、国海证券研究所

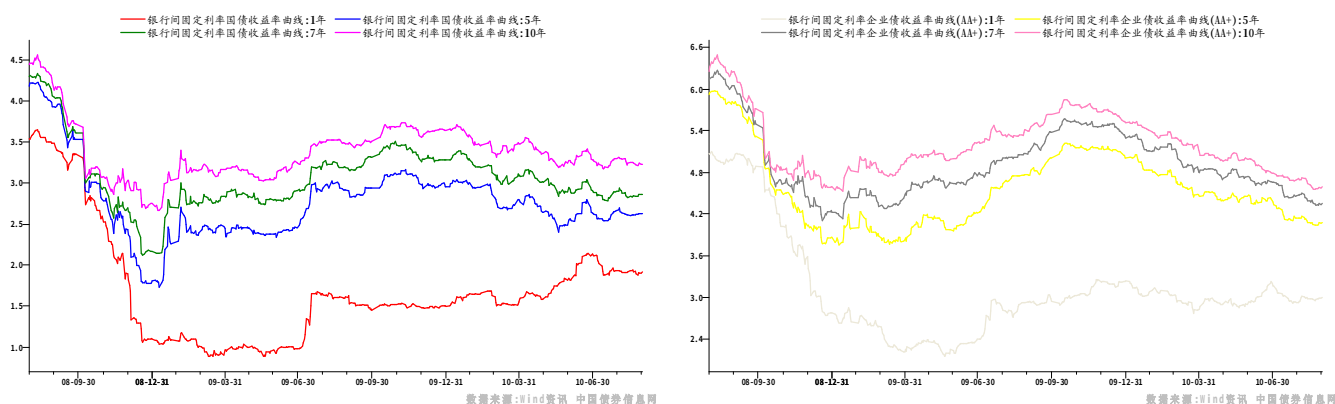
债券收益率持续走低，股市反弹提振信心

债券利率不利于保险资产配置

中长期国债收益率小幅反弹，1年期继续小幅走低。其中，10年期 3.2576%，7年期 2.8615%，5年期 2.6245%，1年期 1.9177%。

企业债收益率继续走低。其中，10年 4.6324%，7年期 4.3993%，5年期 4.0926%，1年期 2.9763%。

图 9、中长期国债利率略有反弹，企业债利率继续走低

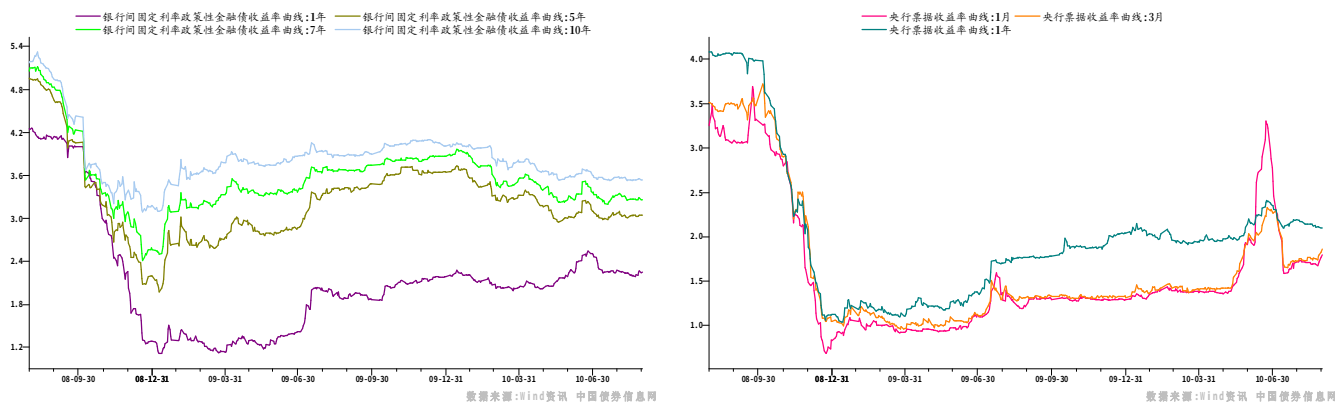


资料来源：中国债券信息网、Wind、国海证券研究所

政策性金融债收益率 8 月止跌企稳。其中，10 年期 3.5507%，7 年期 3.288%，5 年期 3.0416%，1 年期 2.2321%。

央票收益率仍在走低。其中，1 年期 2.1388%，3 个月 1.758%，1 个月 1.7139%。

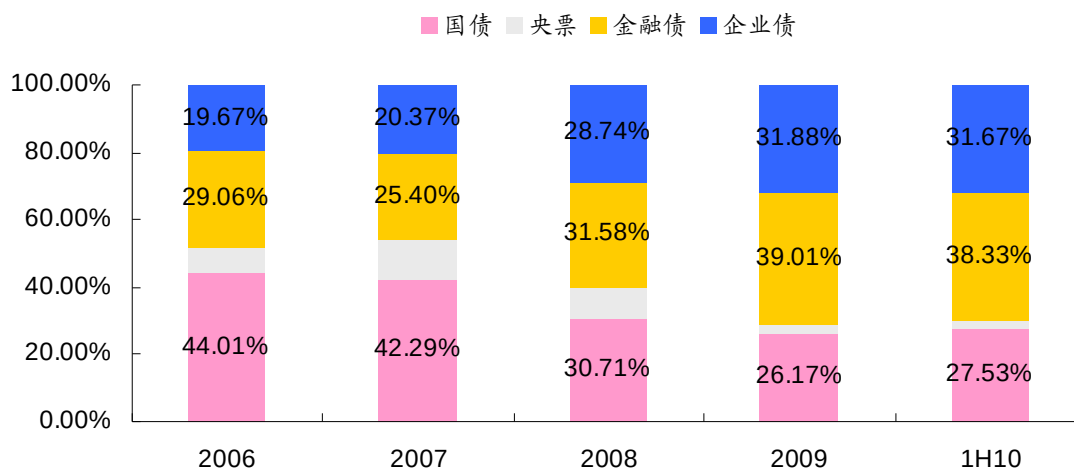
图 10、政策性金融债利率震荡向下，央票利率较前期大幅下挫



资料来源：中国债券信息网、Wind、国海证券研究所

对平安的债券组合而言，假设每类债券都是 10 年期的长期配置，8 月债券利率水平隐含 3.78% 的回报率，考虑久期折让 10%，平安的债券回报率预计在 3.40%。假设除国债外，其他券种税率为 20%，除税后净收益率为 2.91%。

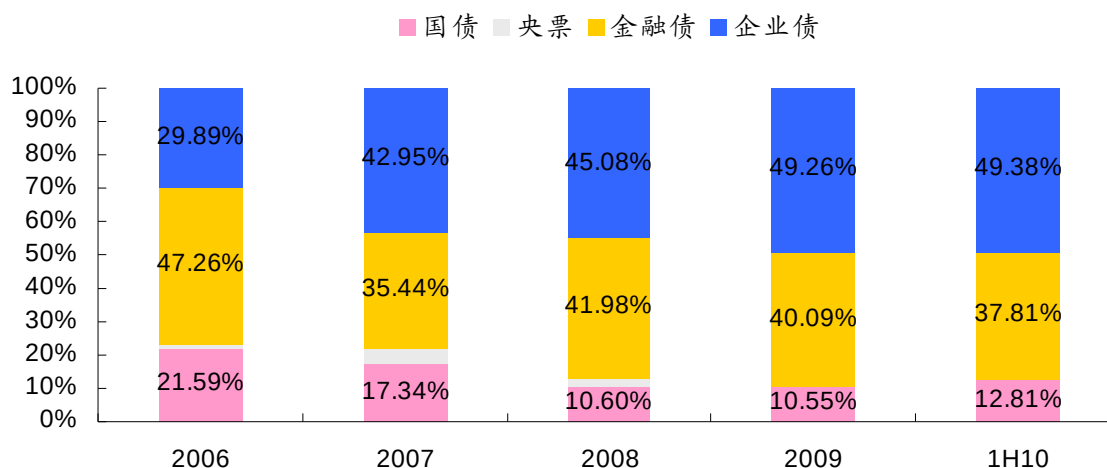
图 11、平安的债券配置较为均衡，金融债、企业债比重较高，在当前利率水平下预计能实现 3.40% 的债券回报



资料来源：公司数据、Wind、国海证券研究所

由于太保将更多的资金配置在高息的企业债和金融债上，假设每类债券都是 10 年期的长期配置，隐含 4.08% 的收益，考虑久期折让 10%，实际的收益率 3.64%。假设除国债外，其他券种税率为 20%，除税后净收益率为 3.01%。

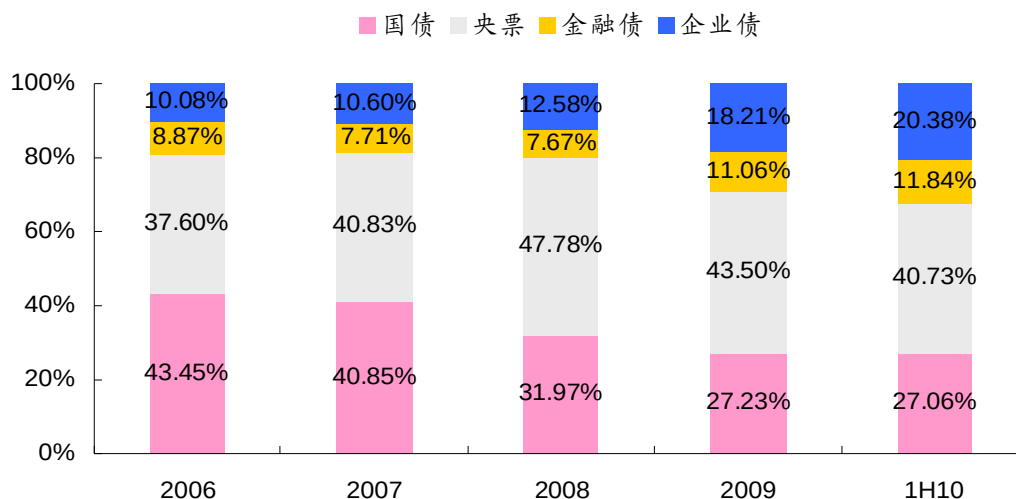
图 12、太保的债券配置中企业债和金融债占比接近 90%，在当前利率水平下预计能实现 3.64% 的债券回报



资料来源：公司数据、Wind、国海证券研究所

国寿将更多的资金配置到国债、央票等低息资产上，企业债、金融债比重仅 32%，假设每类债券都是 10 年期的长期配置，隐含 3.12% 的收益，考虑久期折让 10%，实际的收益率 2.81%。假设除国债外，其他券种税率为 20%，除税后净收益率为 2.40%。

图 12、国寿的债券配置中企业债和金融债占比不足 30%，在当前利率水平下预计能实现 2.6% 的债券回报



资料来源：公司数据、Wind、国海证券研究所

综合三家公司的数据，可以发现，太保和平安的债券投资更积极灵活，国寿则倾向于更低风险的国债。

表 1、三家保险公司在当前债券收益率下的实际收益率测算

	太保	平安	国寿	收益率
国债	12.81%	27.53%	27.06%	3.26%
央票	0.00%	2.47%	40.73%	2.14%
金融债	37.81%	38.33%	11.84%	3.55%
企业债	49.38%	31.67%	20.38%	4.63%
收益率	4.05%	3.78%	3.12%	
久期折让10%	3.64%	3.40%	2.81%	
考虑税收	3.01%	2.91%	2.40%	

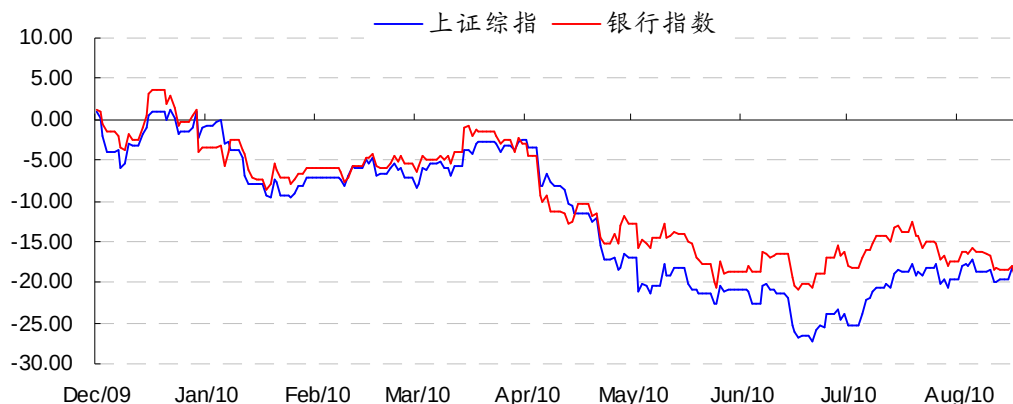
资料来源：公司数据、Wind、国海证券研究所

8 月股市进入胶着状态，险资开始观望

上证综指 8 月上涨 0.05%，与保险投资相关性更高的银行指数 8 月下跌 5.88%，股市进入胶着状态，险资观望气氛加剧。

根据半年报中披露数据，三大保险公司十大权益类投资中，金融股依然是绝对高比重。

图 13、上证综指 8 月涨幅 0.05%，银行板块涨幅-5.88%



	8M	7M	6M	5M	4M	3M	2M	1M
上证综指	0.05	8.67	-9.69	-9.63	-8.24	1.87	2.10	-8.38
银行指数	-5.88	7.03	-7.60	-3.49	-9.55	4.06	1.70	-10.16

资料来源：Wind、国海证券研究所

国寿十大可供出售金融资产中主要以金融股为主，账面价值 235.69 亿元，占比 78.43%。

表 2、国寿十大权益投资以金融股为主

证券简称	初始投资金额 (百万元)	期末账面值 (百万元)	报告期损益 (百万元)	权益变动 (百万元)	浮盈/浮亏 (百万元)	会计科目
中信证券	3027	6321	180	-5122	3294	可供出售
民生银行	5448	5616	46	-1726	168	可供出售
建设银行	2241	1875	100	-538	-366	可供出售
建设银行(H)	1894	2825	1048	-1244	931	可供出售
工商银行	2957	3037	148	-990	80	可供出售
工商银行(H)	3	3	-2	-1	0	可供出售
招商银行	2454	2229	7	-616	-225	可供出售
中国建筑	2249	1834	13	-521	-415	可供出售
贵州茅台	1839	1814	12	-421	-25	可供出售
深发展A	2105	1664	0	-652	-441	可供出售
大秦铁路	1609	1426	50	-365	-182	可供出售
中兴通讯	1405	1387	97	-783	-19	可供出售
中兴通讯(H)	25	22	0	-3	-3	可供出售
合计	27257	30051	1700	-12982	2795	

资料来源：公司数据 国海证券研究所

平安由于受让深发展 5.2 亿股权，十大可供出售金融资产中主要以银行股为主，账面价值 317.51 亿元（不包括富通），占比 87.36%。

表 3、平安十大权益投资以银行股为主

证券简称	初始投资金额 (百万元)	期末账面值 (百万元)	报告期损益 (百万元)	权益变动 (百万元)	浮盈/浮亏 (百万元)	会计科目
深发展A	25,610	25,814	204	-	204	可供出售
云南白药	1,407	2,313	-	366	906	可供出售
Ageas (Fortis)	23,874	1,852	78	-1,257	-22,022	可供出售
浦发银行	1,751	1,829	16	-85	78	可供出售
中国人寿	97	95	3	-21	-2	可供出售
	1,334	1,300	34	-128	-34	可供出售
建设银行	117	106	-	-34	-11	可供出售
	1,197	1,202	44	-74	5	可供出售
工商银行	63	55	3	-19	-8	可供出售
	1,170	1,138	36	-155	-32	可供出售
南玻A	478	884	16	-106	406	可供出售
中国银行	2	2	-	-	-	可供出售
	874	842	31	-57	-32	可供出售
汇丰控股	883	763	14	-185	-120	可供出售
合计	58,857	38,195	479	-1,755	-20,662	

资料来源：公司数据 国海证券研究所

太保的投资相对比较分散，持有银行股中比重最大的浦发银行主要来自于增发认购。

表 4、太保十大权益投资较为分散

证券简称	初始投资金额 (百万元)	期末账面值 (百万元)	报告期损益 (百万元)	本期权益变动 (百万股)	浮盈/浮亏 (百万元)	会计科目
浦发银行	2,059	2,117	18	-480	58	可供出售
中国建筑	1,310	1,036	7	-348	-274	可供出售
中国人寿	677	581	16	-171	-96	可供出售
	172	161	3	-13	-11	可供出售
建设银行	585	487	21	-126	-98	可供出售
	248	240	8	-6	-8	可供出售
工商银行	529	462	11	-96	-67	可供出售
	287	265	8	-21	-22	可供出售
中国重工	661	668	4	-27	7	可供出售
中国北车	488	429	2	-95	-59	可供出售
大商股份	370	424	30	-48	54	可供出售
长江电力	489	421	7	-40	-68	可供出售
招商银行	267	212	2	-55	-55	可供出售
	155	148	2	-3	-7	可供出售
合计	8,297	7,651	139	-1,529	-646	

资料来源：公司数据 国海证券研究所

投资建议： 规模为王伤害行业长期发展，维持中性评级

半年报差强人意 财险效应不应被夸大

我们在上一期的报告中指出，保险公司的半年报可能会低于预期，并提醒投资者关注风险。从实际披露的情况看，虽然损益表业绩均有不同程度增长，但真正反映公司经营的综合收益则是明显大幅下跌的。净资产缩减幅度好于预期，部分原因是准备金评估利率的有利变动所致。

会计准则促使各家公司更加注重规模保费的增速，反而使得业务质量出现了下滑。银保渠道的高增长带来新业务利润率的显著下降，长期来看将影响新业务价值的实现，因此，我们并不看好这种寅吃卯粮的做法。

此外，财险的高盈利引来价值重估的要求，但根据我们测算，综合成本率的下降一方面是由于新准则带来的已赚保费增长，另一方面是由于保费高增速带来的自然稀释。虽然财险经营环境有所好转，但行业竞争力依旧脆弱，由于不能实现寿险一样的资产累积增长模式，财险的盈利很难真正走出独立行情。

因此，我们对财险回暖表示高度审慎，并坚信这种高盈利是不可持续的，财险赚钱效应不应被夸大。

再次回到规模为王的时代 维持行业中性评级

从估值的角度看，保险估值水平并不算高，但由于近期投资环境并不是非常理想，债券收益率持续走低，股市震荡前行，保险公司难以获得稳定的高收益。

由于新准则带来“保费越快，当期利润越多”的赚钱效应，促使保险公司管理层重新回到规模为王的思维惯性中，开展业务的过程中降低了保单质量要求，短期趸交产品重新活跃，若不及时扭转这种趋势，将伤害行业的长期健康发展。

最后，车险增速放缓将使得下半年财险盈利明显下滑，而上半年部分保险公司隐藏的浮亏可能会带来下半年的减值压力，这都会对全年业绩带来负面影响。

鉴于此，暂维持行业中性的投资评级，一方面等待股市投资的回暖，另一方面关注业务结构有无改善趋势。适当关注个税递延型年金试点带来的正面利好。

表 5、三家保险公司 PE 平均 23.47 倍

名称	本次评级	股价(元)	每股收益（元）					市盈率(X)			
		10-8-31	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
中国人寿	中性	22.30	1.16	1.13	1.63	2.07	19.17	19.66	13.66	10.75	
中国平安	增持	46.51	1.89	1.91	2.52	3.09	24.61	24.29	18.47	15.07	
中国太保	增持	23.48	0.87	0.89	1.36	1.83	27.08	26.45	17.27	12.80	
平均		30.76	1.31	1.31	1.84	2.33	23.62	23.47	16.47	12.87	

资料来源：公司数据 国海证券研究所

表 6、三家保险公司 PB 平均 3.0 倍

名称	本次评级	股价(元)	每股净资产（元）					市净率(X)			
		10-8-31	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
中国人寿	中性	22.30	7.47	8.25	9.37	10.79	2.99	2.70	2.38	2.07	
中国平安	增持	46.51	11.57	12.59	14.45	16.74	4.02	3.69	3.22	2.78	
中国太保	增持	23.48	8.80	9.04	10.10	11.51	2.67	2.60	2.32	2.04	
平均		30.76	9.28	9.96	11.31	13.01	3.22	3.00	2.64	2.29	

资料来源：公司数据 国海证券研究所

表 7、三家保险公司 PEV 平均 2.43 倍

名称	本次评级	股价(元)	EV		PEV		VFNB		NBM	
		10-8-31	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
中国人寿	中性	22.30	10.09	10.84	2.21	2.06	0.63	0.74	19.48	15.50
中国平安	增持	46.51	18.70	21.93	2.49	2.12	1.61	2.01	17.30	12.23
中国太保	增持	23.48	9.09	11.60	2.58	2.02	0.47	0.59	30.35	20.16
平均		30.76	12.63	14.79	2.43	2.07	0.90	1.11	22.38	15.97

资料来源：公司数据 国海证券研究所

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。