

保险行业月度报告（2010-10）

中国平安领跑保险股

曹恒乾 研究员
电话：020-87555888-419
eMail: jwc2@gf.com.cn

缴文超 研究助理
电话：020-87555888-407
eMail: jwc2@gf.com.cn

1-8 月保险市场发展情况

2010 年 1-8 月全行业实现寿险原保费 7381 亿，同比增长 33.48%，其中中国人寿、中国平安和中国太保分别实现寿险保费收入 2384 亿、1127 亿和 650 亿。行业前 7 名占据 85% 的市场份额。2010 年 1-8 月全行业实现财险原保费 2718 亿，同比增长 31.64%，其中中国人保、中国平安和中国太保分别实现财险保费收入 1051 亿、397 亿和 348 亿。中国人寿、中国平安和中国太保同比增速分别为 22.58%、59.27% 和 45.69%。财险市场三足鼎立的局面并未打破，三家公司合计占据 2/3 市场份额。

不动产和股权投资细则出台

9 月份保监会颁布《保险资金投资不动产暂行办法》和《保险资金投资股权暂行办法》，为投资渠道放开进一步完善法律依据。两个暂行办法都明确规定偿付能力低于 150% 的企业将被禁止投资不动产和股权。

中国平安领跑保险行业

受中期报告影响，中国平安凭借出色的基本面展开一轮反弹，9 月份跑赢大盘。通过并购深发展和获得基金牌照，中国平安综合金融集团雏形已经具备。由于资本市场流动性限制，抑制了股价的大幅增加，但是反弹行情不可避免。

投资评级与盈利预测

现有 PE 和内含价值估值显示，目前保险股已经处于估值底部。预期随着下半年大盘反弹，保险公司权益类投资价值会得到提升，尤其是中国人寿这类仓位较重的公司，会得益于大盘的反弹，从而提高投资收益和净资产。因此我们继续维持行业“买入”评级。预计 2010 年中国人寿、中国平安和中国太保 EPS 分别为 1.28 元、2.59 元和 1.05 元。我们推荐顺序为中国平安、中国人寿、中国太保。

风险提示

资本市场波动和长期低利率环境、重大自然灾害

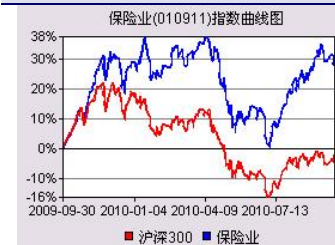
行业评级



前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	1.76%	25.65%	29.80%
沪深 300	1.12%	14.53%	-2.30%

目录索引

一、1-8月保险市场发展情况.....	3
(一) 寿险市场.....	3
(二) 财险市场.....	4
(三) 万能险结算利率变化.....	5
二、不动产和股权投资细则出台.....	5
(一) 不动产投资.....	5
(二) 股权投资.....	6
三、资本市场表现与估值比较.....	7
(一) 行业指数与沪深300比较.....	7
(二) 保险行业估值比较.....	9
四、投资建议.....	9
五、风险提示.....	9

图表索引

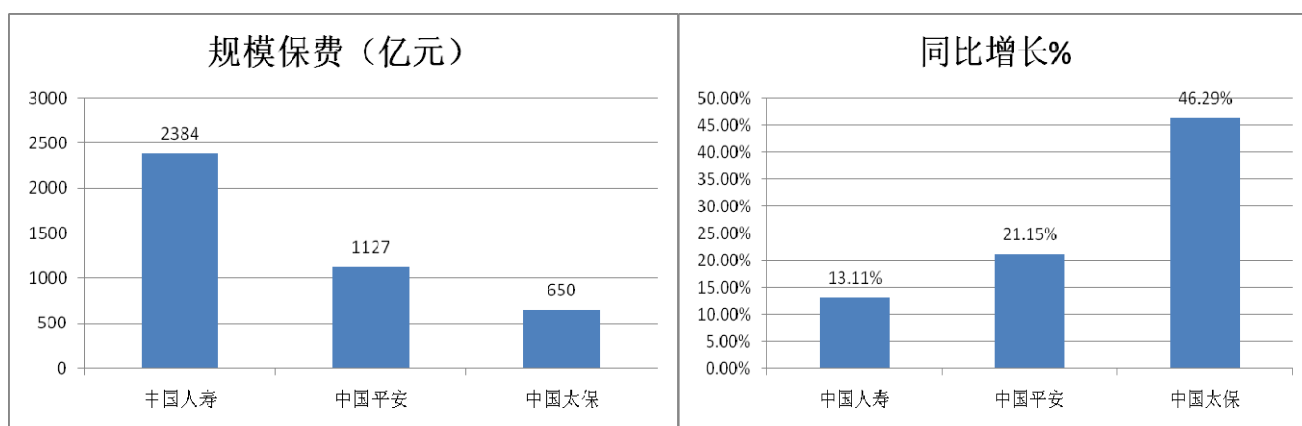
图1: 1-8月份三家寿险公司保费增长情况.....	3
图2: 1-8月份寿险行业市场份额分布图.....	3
图3: 1-8月份三家财险公司保费增长情况.....	4
图4: 1-8月份财险行业市场份额分布图.....	4
图5: 12个月内万能险结算利率变化.....	5
图6: 9月份保险行业日涨跌幅与沪深300比较.....	7
图7: 1-9月份保险行业月涨跌幅与沪深300比较.....	7
图8: 中国太保月涨跌幅与沪深300比较.....	8
图9: 中国平安月涨跌幅与沪深300比较.....	8
图10: 中国人寿月涨跌幅与沪深300比较.....	8
表1: 1-8月保费同比增速情况.....	4
表2: 不动产投资规定摘要.....	6
表3: 股权投资规定摘要.....	6
表4: 主要估值指标预测.....	9
表5: 主要估值指标月度数据对比.....	9

一、1-8月保险市场发展情况

（一）寿险市场

2010年1-8月，全国寿险市场共实现寿险保费收入7381亿，同比增长33.48%，其中中国人寿、中国平安和中国太保分别实现寿险保费收入2384亿、1127亿和650亿。从保费增速看，1-8月，中国太保同比增速高于行业，同比增长46.29%，比上月稍有下降，保费增速依然强劲。其次是中国平安，同比增长21.15%。中国人寿保费同比增速为13.11%，比上月略有上升。

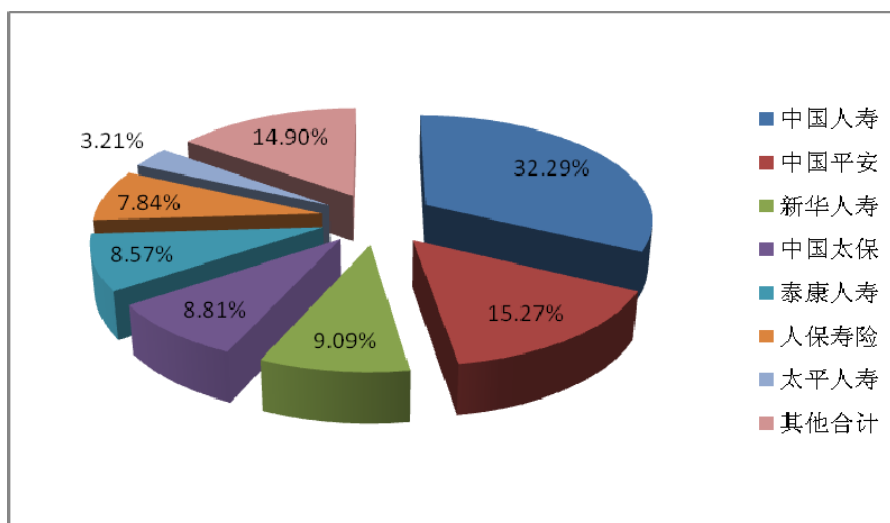
图1：1-8月份三家寿险公司保费增长情况



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

从市场份额情况看，前7名保险公司市场份额超过85%，保险行业仍然维持寡头垄断的特征。

图2：1-8月份寿险行业市场份额分布图



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

从三家公司单月保费增速情况看，中国人寿保费增速已连续两个月得到提升。中国太保同比增速高于市场，主要原因在于上年基数较低。中国平安保费增速平稳，但增速放缓。

表 1: 1-8 月保费同比增速情况

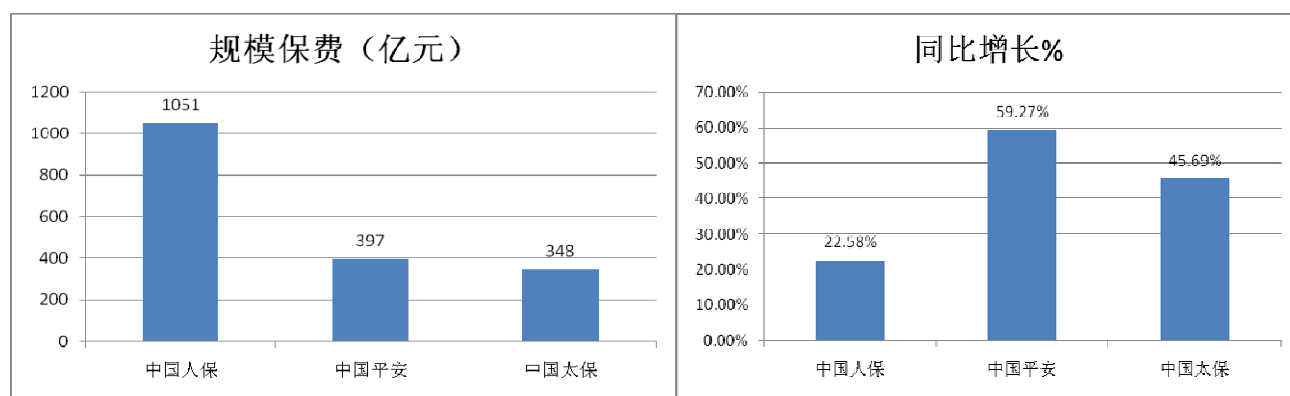
月份	201001	201002	201003	201004	201005	201006	201007	201008
中国人寿	14.00%	15.23%	12.42%	11.65%	12.30%	11.74%	12.34%	13.11%
中国平安	58.88%	35.24%	28.50%	26.68%	26.17%	23.38%	21.89%	21.15%
中国太保	47.10%	56.86%	56.05%	53.19%	50.74%	48.79%	47.79%	46.29%
寿险市场	41.76%	41.29%	39.11%	37.10%	36.38%	34.08%	33.69%	33.48%

数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

(二) 财险市场

2010年1-8月，财险市场保费增长迅速，整个行业实现原保费收入2718亿，同比增长31.64%。中国人保、中国平安和中国太保分别实现财险保费收入1051亿、397亿和348亿。从增速看，中国平安和中国太保同比增速分别为59.27%和45.69%，比上月略有下降。中国人保保费同比增长22.58%，低于行业平均水平。

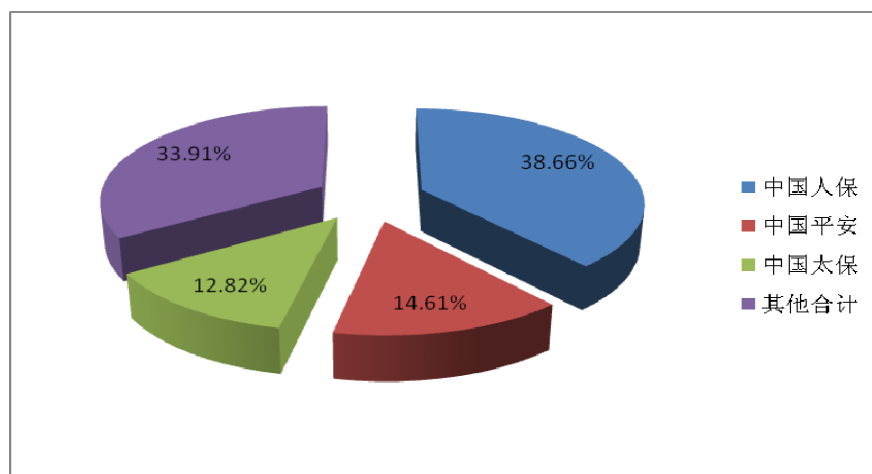
图3: 1-8月份三家财险公司保费增长情况



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

从市场份额上看，三家财险公司占据2/3的市场份额，从上半年财险行业保费增速和市场份额看，财险市场三足鼎立的局面依旧。而保费增加主要来自于2010年行业和市场经营主体的规范，一些偿付能力不足的公司被限定业务规模，从而三家大公司抓紧抢占市场份额。

图4: 1-8月份财险行业市场份额分布图

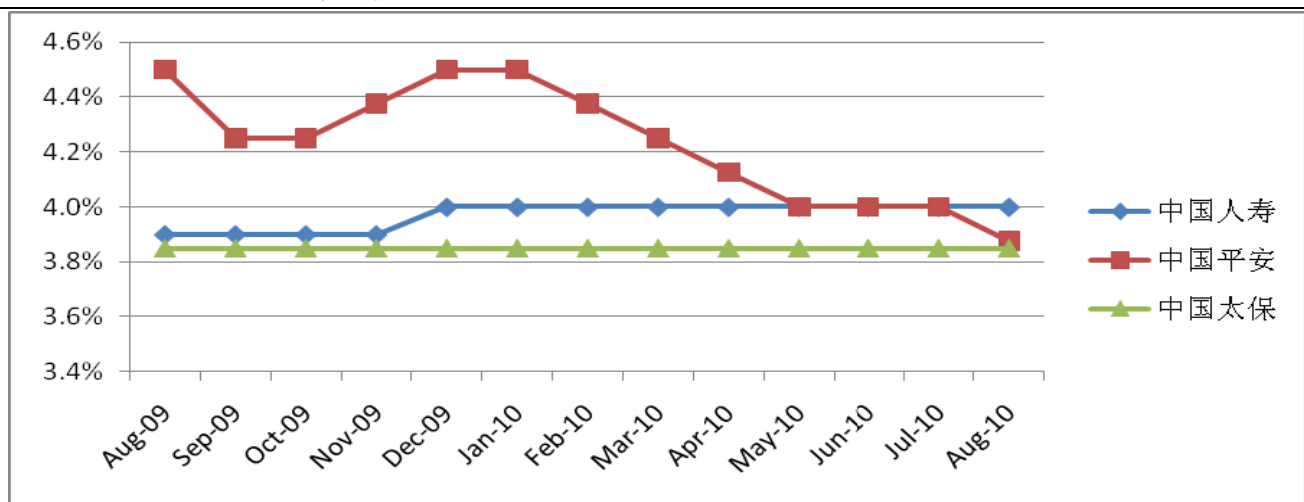


数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

（三）万能险结算利率变化

2010年上半年，三家公司都在压缩自身万能险业务，在万能险结算利率上，三家公司都倾向于给予客户稳定的结算利率，与上月相比，中国平安调低了8月份的万能险结算利率，从4%调整至3.875%，中国人寿则将结算利率稳定在4%，中国太保则稳定在3.85%。

图5：12个月内万能险结算利率变化



数据来源：上市公司网站、广发证券发展研究中心

二、不动产和股权投资细则出台

继上月保监会颁布保险资金运用政策之后，本月保监会相继出台《保险资金投资不动产暂行办法》和《保险资金投资股权暂行办法》。

两项细则的出台正式拉开了保险公司投资不动产和股权投资的序幕，对于扩大保险公司投资渠道，增加投资收益，拓展资产久期有着重要的作用，为资金运用的具体实施提供了法律依据。

（一）不动产投资

暂行办法将不动产投资范围限定在基础设施类不动产、非基础设施类不动产及不动产相关金融产品。保险资金投资基础设施类不动产，应当遵照《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》及有关规定。投资非基础设施类不动产及相关金融产品，应当遵循该暂行办法。

暂行办法将不动产投资与偿付能力挂钩，只有上季度末偿付能力在150%以上才允许进行不动产投资。

同时保监会对不动产投资比例和禁止情况都进行了明确的规定，参见下表。

除此之外保险公司投资购置办公用房、培训中心、后援中心、灾备中心等自用性不动产，应当运用资本金，保险公司投资购置自用性不动产的账面余额，不得高于该公司上年末净资产的50%。

表 2: 不动产投资规定摘要

比例限制	投资不动产的账面余额，不高于本公司上季度末总资产的 10 %
	投资不动产相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季度末总资产的 3 %
	投资不动产及不动产相关金融产品的账面余额，合计不高于本公司上季度末总资产的 10 %
	投资单一不动产投资计划的账面余额，不高于该计划发行规模的 50 %
	投资其他不动产相关金融产品的，不高于该产品发行规模的 20 %
禁止行为	提供无担保债权融资
	以所投资的不动产提供抵押担保
	投资开发或者销售商业住宅
	直接从事房地产开发建设（包括一级土地开发）
	投资设立房地产开发公司，或者投资未上市房地产企业股权（项目公司除外），或者以投资股票方式控股房地产企业。已投资设立或者已控股房地产企业的，应当限期撤销或者转让退出；
	运用借贷、发债、回购、拆借等方式筹措的资金投资不动产
	违反本办法规定的投资比例
	法律法规和中国保监会禁止的其他行为

数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

（二）股权投资

暂行办法中所称的股权，是指在境内依法设立和注册登记，且未在中国境内证券交易所公开上市的股份有限公司和有限责任公司的股权。

暂行办法将股权投资与偿付能力挂钩，凡是偿付能力不足150%，或者净资产低于10亿元的保险公司均不得进行股权投资。

保险资金投资境外未上市企业股权，按照《保险资金境外投资管理暂行办法》和中国保监会有关规定执行。保险资金投资境内和境外未上市企业股权及未上市企业股权相关金融产品，投资比例合并计算。

表 3: 股权投资规定摘要

资金来源	实现控股的股权投资，应当运用资本金
	其他直接投资股权，可以运用资本金或者与投资资产期限相匹配的责任准备金
	间接投资股权，可以运用资本金和保险产品的责任准备金。人寿保险公司运用万能、分红和投资连结保险产品的资金，财产保险公司运用非寿险非预定收益投资型保险产品的资金，应当满足产品特性和投资方案的要求
比例限制	不得运用借贷、发债、回购、拆借等方式筹措的资金投资企业股权
	投资未上市企业股权的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 5 %；投资股权投资基金等未上市企业股权相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 4 %，两项合计不高于本公司上季末总资产的 5 %
	直接投资股权的账面余额，不超过本公司净资产，除重大股权投资外，投资同一企业股权的账面余额，不超过本公司净资产的 30 %
	投资同一投资基金的账面余额，不超过该基金发行规模的 20 %

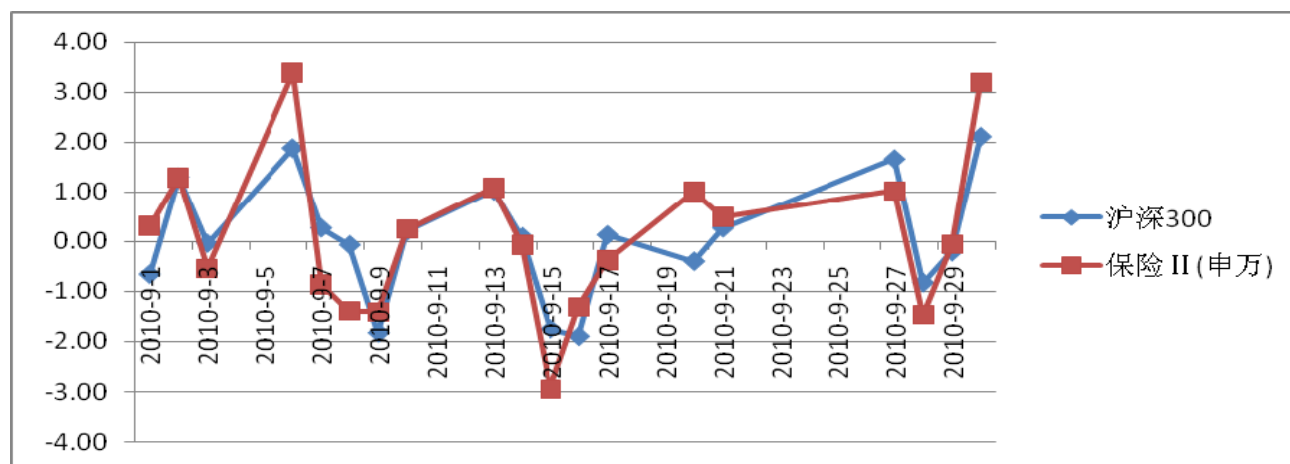
数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

三、资本市场表现与估值比较

(一) 行业指数与沪深300比较

1. 保险行业日涨跌幅与沪深300比较

图6: 9月份保险行业日涨跌幅与沪深300比较 (%)

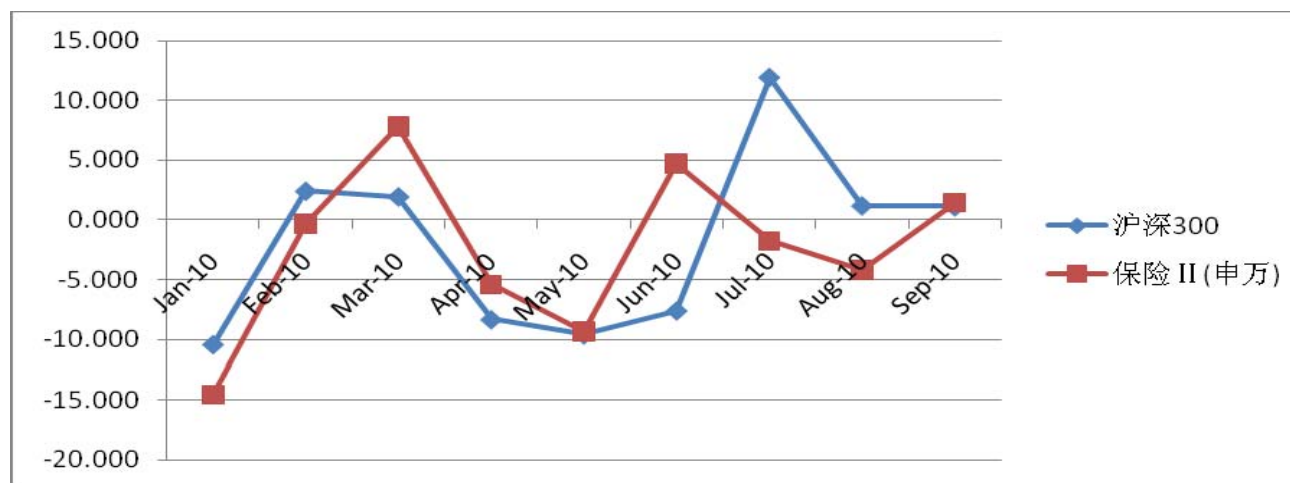


数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

9月份保险行业股价波动较大,但是保险行业股价波动与沪深300相关性更高。受中报及对年报预期影响,保险个股出现分化。中国平安得益于中报的亮点,复牌后出现一轮补涨行情。中国太保股价呈现单边下跌趋势,跌幅在15%以上。而中国人寿也呈现单边下跌趋势,股价连创今年新低。

2. 保险行业月涨跌幅与沪深300比较

图7: 1-9月份保险行业月涨跌幅与沪深300比较 (%)



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

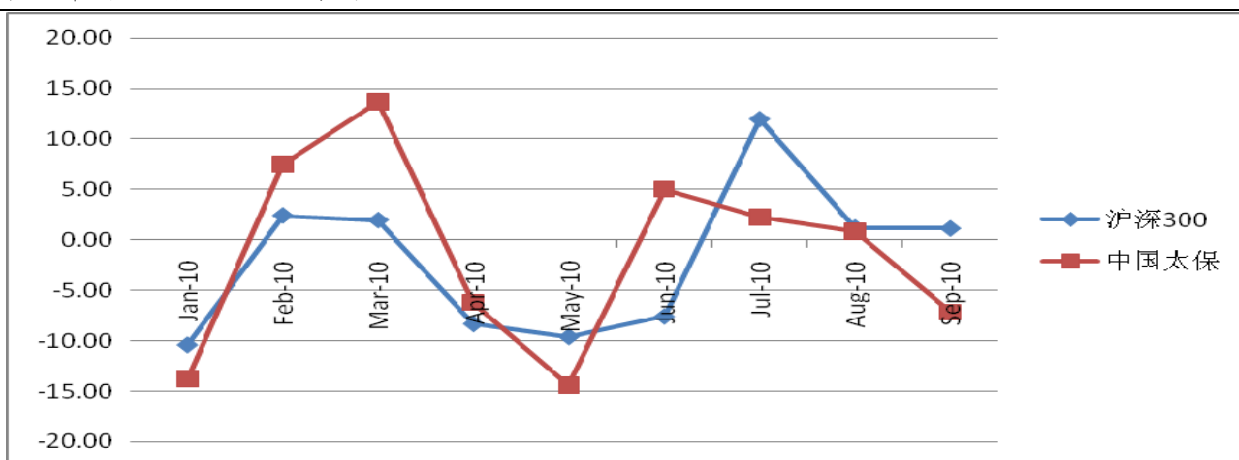
从上图可以看出,7月和8月保险股明显跑输大盘,进入9月份由于中国平安复牌后有一轮补涨行情,因此在9月,保险行业的表现与大盘持平。

3. 个股月涨跌幅与沪深300比较

从个股情况看,9月份表现最好的为中国平安,由于人们对中国太保年底盈利预期和保费结构的担心,加之8月份中国太保反弹较高,9月份中

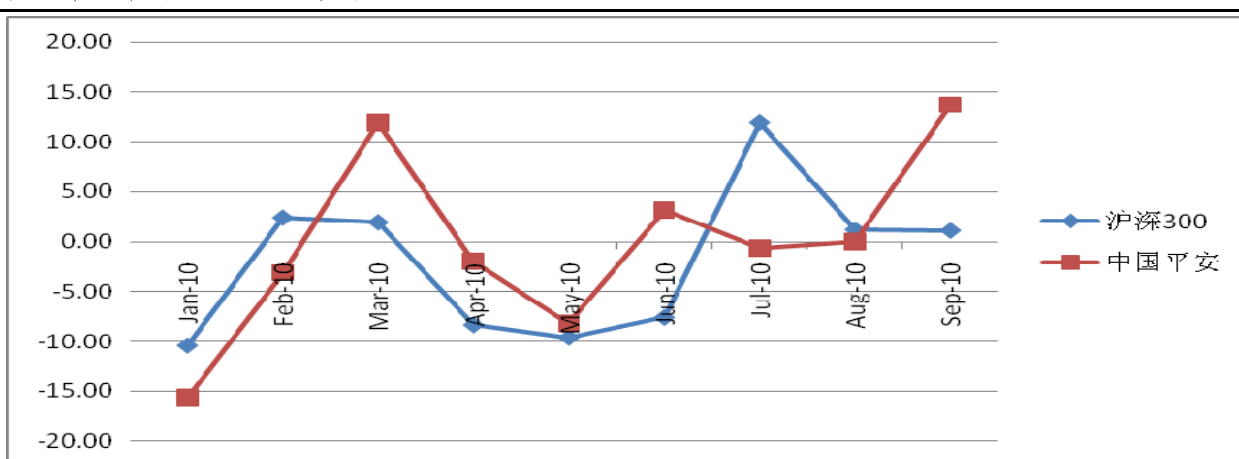
国太保呈现单边下跌的趋势。中国人寿受净资产下降影响，股价再创新低。

图8: 中国太保月涨跌幅与沪深300比较 (%)



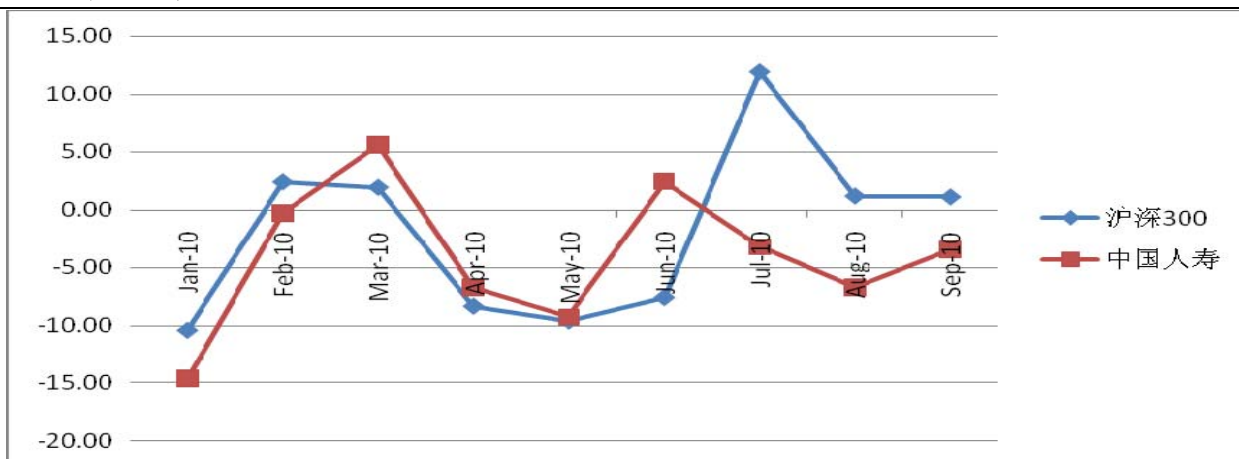
数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

图9: 中国平安月涨跌幅与沪深300比较 (%)



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

图10: 中国人寿月涨跌幅与沪深300比较 (%)



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

(二) 保险行业估值比较

1. 主要估值指标预测

表 4: 主要估值指标预测

	日期	EPS	BVPS	每股内含价值	每股新业务价值
中国人寿	2010E	1.28	7.78	10.77	0.72
中国平安	2010E	2.59	15.08	25.82	2.22
中国太保	2010E	1.05	9.45	12.79	0.67

数据来源: 广发证券发展研究中心

2. 主要估值指标月度数据对比

表 5: 主要估值指标月度数据对比 (9 月份)

	2010 年 PE	2010 年 PB	2010 年 P/EV	2010 年新业务价值倍数
中国人寿	16.8	2.8	2.00	14.9
中国平安	20.4	3.5	2.05	12.2
中国太保	20.8	2.3	1.71	13.4

数据来源: 广发证券发展研究中心

从上述估值指标可以看出, 中国平安和中国太保在新业务价值倍数方面具备优势, 也就是说隐含的新业务增长能力比较大。这主要得益于两家公司新业务价值增长方面较快。而从市盈率角度看, 中国人寿的市盈率最低。

四、投资建议

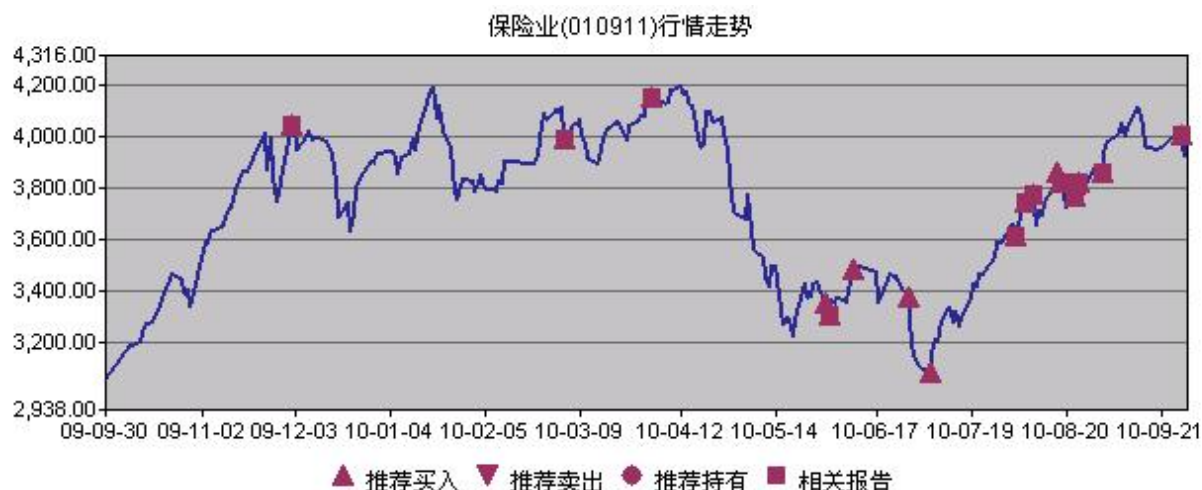
现有 PE 和内含价值估值显示, 目前保险股仍然处于低估状态。预期随着下半年大盘反弹, 保险公司权益类投资价值会得到提升, 尤其是中国人寿这类仓位较重的公司, 会得益于大盘的反弹, 从而提高投资收益和净资产。从基本面看, 现有保险股好于银行基本面, 主要原因在于保险公司偿付能力的监管实施比较早, 也比较严格。同时由于保险行业有保险保障基金的优势 (我国尚未建立银行存款保险制度), 加之法定准备金监管较为严格, 因此保险行业将会在监管中健康发展。我们继续维持保险行业买入评级, 推荐顺序为中国平安、中国人寿和中国太保。

五、风险提示

资本市场波动和长期低利率环境会增加保险公司投资业绩的波动性, 重大自然灾害会造成风险累积, 从而造成赔付率增加。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

保险行业月度报告（2010-9）_行业跟踪分析报告

缴文超

2010-09-01

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。