

保险行业月度报告（2010-11）

流动性和加息催生红色十月

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

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

1-9 月保险市场发展情况

2010 年 1-9 月全行业实现寿险原保费 8263 亿元，同比增长 32.23%，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 2682 亿元、1241 亿元和 728 亿元。1-9 月全行业实现财险原保费 3062 亿元，同比增长 31.33%，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 1184 亿元、455 亿元和 391 亿元。

加息对保险业的影响

10 月份央行上调人民币存贷款基准利率，加息会直接利于保险公司大额存款。同时加息预期会增加新发债券的息票率或降低二级市场债券价格，因此有利于保险资产配置。加息会增加外汇流入情况，加之人民币升值预期，热钱流入速度会增加。

保监会营销员体制改革

21 日保监会网站公布了营销员体制改革通知，保险行业现有营销员 302 万人，营销员渠道保费在新单保费中占比达到 30% 以上，改革涉及面较广，成本很大，预期改革难度很大，具体参见我们 10 月 26 日发布的行业跟踪报告《现有保险行业个险营销成本分析》。

投资评级与盈利预测

从三季度报告情况看，三家公司均大幅实现浮盈，但是单季收益并不高，因此我们可以推断这部分浮盈会在年报中释放。10 月份以来，资本市场一举突破 2700 点，上涨趋势明显。受加息和流动性充足影响，市场资金充裕。加之美元贬值，人民币升值预期明确，部分热钱流入 A 股，因此预计未来上涨趋势不会改变。从金融板块看，证券行业反弹幅度过大，投资者对明年银行业的预期不甚明朗，只有保险板块业绩稳定，而且收益于资本市场。因此我们认为一旦行情启动，保险股将受益于高贝塔属性。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人寿、中国平安、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

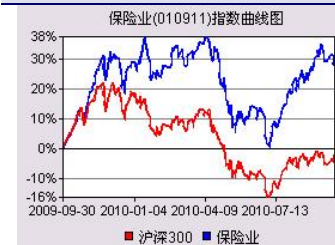
行业评级

买入

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、1-9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、加息对保险业的影响.....	6
(一) 加息对保险公司的影响.....	6
(二) 加息对资本市场的影响.....	7
三、保监会关于营销员体制的改革.....	7
(一) 解决粗放型增长的问题.....	8
(二) 解决营销员社会保障的问题.....	8
(三) 改革存在的困难.....	9
(四) 预计改革的方向.....	9
四、资本市场表现与估值比较.....	9
(一) 行业指数与沪深300比较.....	9
(二) 保险行业估值比较.....	12
五、投资建议.....	12
六、风险提示.....	12

图表索引

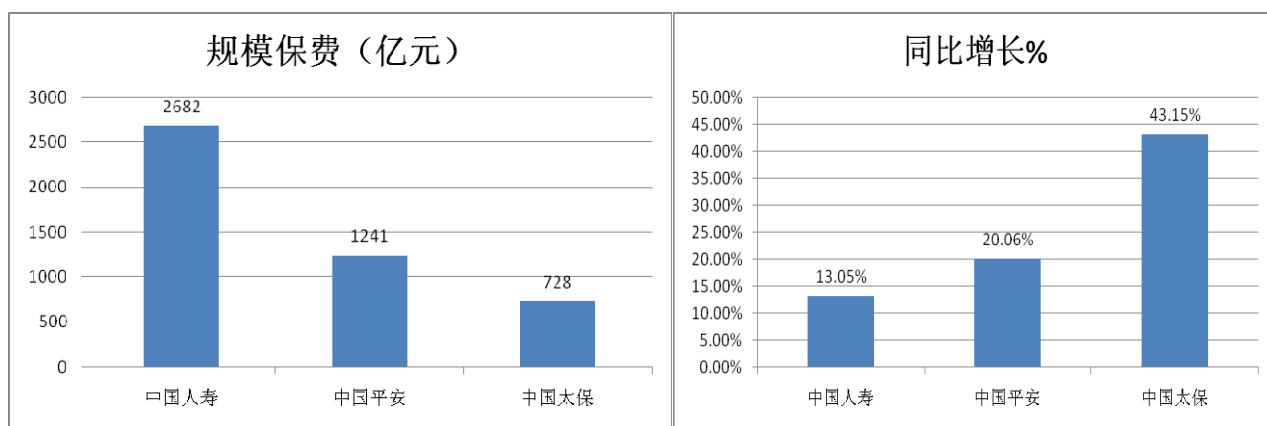
图1: 1-9月份三家寿险公司保费增长情况.....	3
图2: 1-9月份寿险行业市场份额分布图.....	3
图3: 1-9月份三家财险公司保费增长情况.....	4
图4: 1-9月份财险行业市场份额分布图.....	5
图5: 12个月内万能险结算利率变化.....	5
图6: 10月份保险行业日涨跌幅与沪深300比较.....	9
图7: 1-10月份保险行业月涨跌幅与沪深300比较.....	10
图8: 中国太保月涨跌幅与沪深300比较.....	11
图9: 中国平安月涨跌幅与沪深300比较.....	11
图10: 中国人寿月涨跌幅与沪深300比较.....	11
表1: 1-9月保费同比增速情况.....	4
表2: 金融机构人民币存贷款基准利率调整表.....	6
表3: 2006-2010年营销员渠道保费和佣金情况.....	7
表4: 主要估值指标预测.....	12
表5: 主要估值指标月度数据对比.....	12

一、1-9月保险市场发展情况

（一）寿险市场

2010年1-9月，全国寿险市场共实现寿险保费收入8263亿，同比增长32.23%，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2682亿元、1241亿元和728亿元。从保费增速看，1-9月，中国太保同比增速高于行业，同比增长43.15%，比上月下降3%，但保费增速依然强劲。其次是中国平安，同比增长20.06%。中国人寿保费同比增速为13.05%，比上月略有下降。

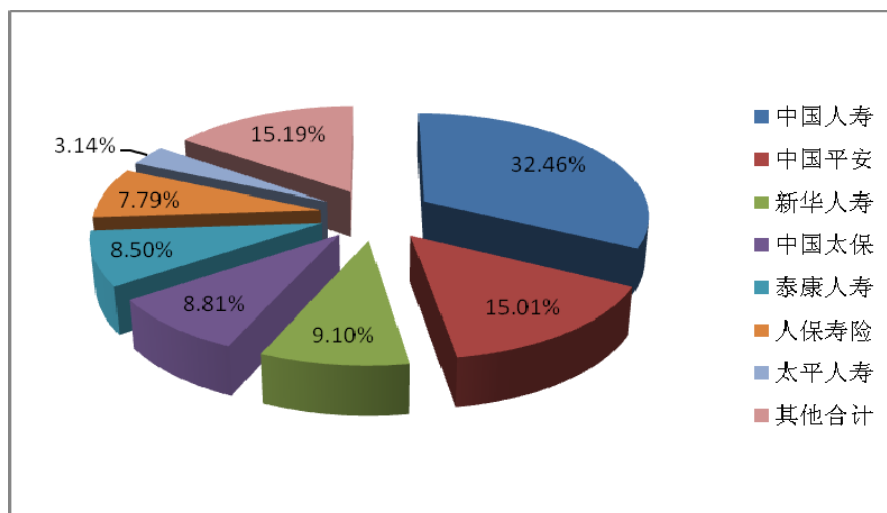
图1：1-9月份三家寿险公司保费增长情况



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2010年市场份额首次跌落85%，保险市场寡头垄断特征并未改变。从三家公司单月保费增速情况看，中国人寿保费增速较8月份略有下降，但市场份额有所提升。中国太保同比增速高于市场，市场份额变化不大，主要原因在于银行保险的发展。中国平安保费增速平稳，市场份额较8月份有所下降。

图2：1-9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

表 1: 1-9 月保费同比增速情况

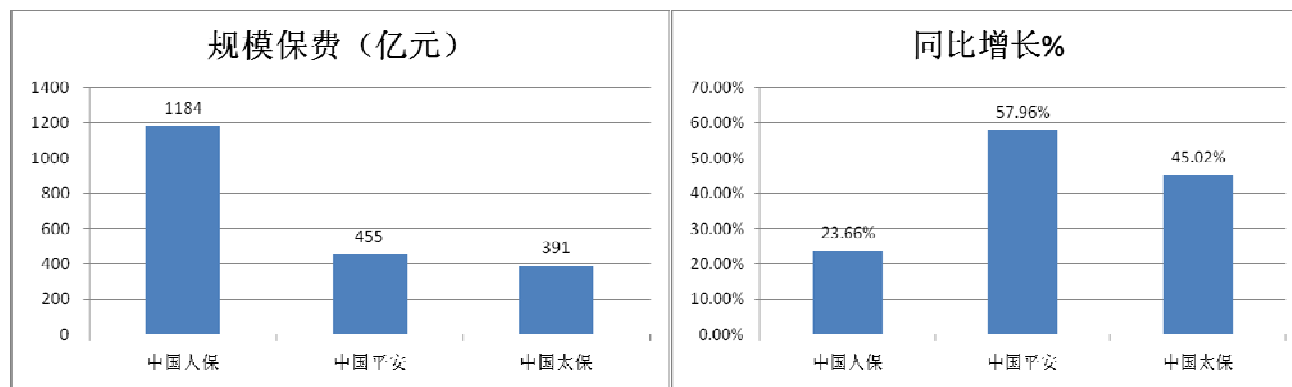
月份	201001	201002	201003	201004	201005	201006	201007	201008	201009
中国人寿	14.00%	15.23%	12.42%	11.65%	12.30%	11.74%	12.34%	13.11%	13.05%
中国平安	58.88%	35.24%	28.50%	26.68%	26.17%	23.38%	21.89%	21.15%	20.06%
中国太保	47.10%	56.86%	56.05%	53.19%	50.74%	48.79%	47.79%	46.29%	43.15%
寿险市场	41.76%	41.29%	39.11%	37.10%	36.38%	34.08%	33.69%	33.48%	32.23%

数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

(二) 财险市场

2010年1-9月，财险市场保费增长迅速，整个行业实现原保费收入3062亿，同比增长31.33%。中国人保、中国平安和中国太保分别实现财险保费收入1184亿、455亿和391亿。从增速看，中国平安和中国太保同比增速分别为57.96%和45.02%，比上月略有下降。中国人保保费同比增长23.66%，较8月份有所提升。

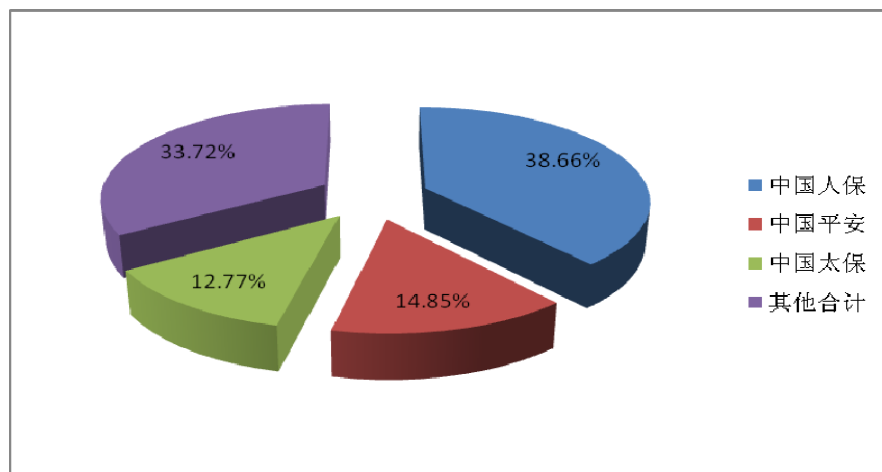
图3: 1-9月份三家财险公司保费增长情况



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。相对于上月份，中国平安市场份额有所提升，中国太保市场份额则有所下降，中国人寿保份额保持稳定。

图4：1-9月份财险行业市场份额分布图

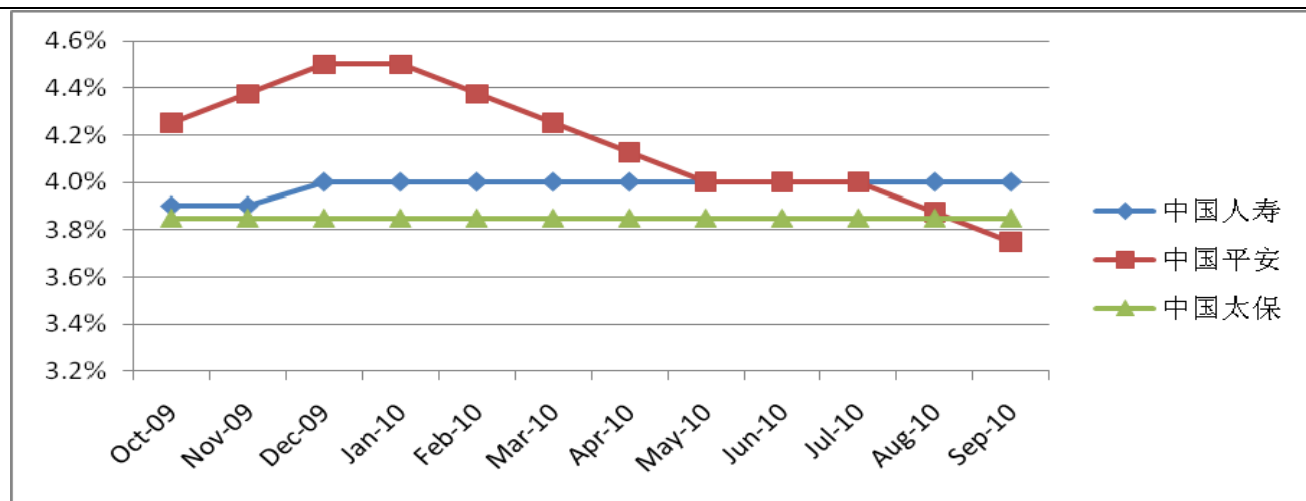


数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

（三）万能险结算利率变化

进入第三季度，三家公司万能销售几乎陷于停滞，而万能险结算利率也出现了变化。中国平安连续两个月下调万能险结算利率，从7月的4%，下调到8月份的3.875%，9月份下调至3.75%，已经低于中国人寿的4%和中国太保的3.85%。10月20日银行加息之后，对保险公司万能险结算利率又提出了更高的要求，如果加息得以持续，势必会对结算利率构成压力，那么保险公司不得不压缩万能险规模，转而向更加具备弹性的分红险转移。

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、加息对保险业的影响

10月19日中国人民银行决定，自10月20日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调0.25个百分点，由现行的2.25% 提高到2.50%；一年期贷款基准利率上调0.25个百分点，由现行的5.31%提高到5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整（见附表）。这是中国央行时隔3年后的首度加息。

表 2：金融机构人民币存贷款基准利率调整表

单位：%	调整前利率	调整后利率
一、城乡居民和单位存款		
(一)活期存款	0.36	0.36
(二)整存整取定期存款		
三个月	1.71	1.91
半年	1.98	2.2
一年	2.25	2.5
二年	2.79	3.25
三年	3.33	3.85
五年	3.6	4.2
二、各项贷款		
六个月	4.86	5.1
一年	5.31	5.56
一至三年	5.4	5.6
三至五年	5.76	5.96
五年以上	5.94	6.14

数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

此次加息是在通货膨胀持续走高，国内流动性过大的基础上做出的，因此此次加息应该看作对当前经济政策调整的试探性动作，先适当加息，然后在一定时期内评估加息政策的影响，如果通货膨胀持续走高，则很可能进入一轮加息周期。

（一）加息对保险公司的影响

从短期看加息对保险公司业绩影响有限，长期看则有利于提高保险公司的投资收益。

从短期看，如果保险公司的大额存款协议是浮动汇率的，则会提高这部分存款的收益率。但是加息并不会提高现有债券配置的投资收益率，因为现有债券的息票率在发行时就已经确定，加息不仅不能提高这些债券的收益率，反而会降低这些存量债券的公允价值。但是由于绝大部分债券在金融资产分类中属于可供出售类和持有到期类，因此即使公允价值减少，也不会反映在当期的损益中。而对于持有到期类资产而言，即使由于加息引起的公允价值变动也不会体现在净资产中体现。

从长期看，加息会促使新债券息票率提高，或者新发债券价格的下降，

因此加息能够提高新单保费的资产投资效率。如果预期加息是一个周期，那么无疑对保险公司是有利的。

加息对保险公司销售的影响在于，如果保险公司的分红险和万能险结算利率过低，那么势必造成保单销售量的下降或者退保率提高，短期看这种情况很难出现，但是由于银行存款与保单收益率具有竞争性，因此后续保险公司保单收益率的状况还有待观察。

（二）加息对资本市场的影响

目前世界经济形势主要有两大表现，一是欧美日主流国家的低利率环境，这些国家暂时没有通过提高利率来退出经济刺激政策的打算；二是美元持续贬值，以及国际对人民币升值的预期在增加。

虽然我国没有完全放开外汇市场资本项目的流动，但是这并不能完全阻止热钱向中国的流动。如果预期加息能够持续，人民币继续升值，那么豪赌人民币升值的情况就会持续下去，而同期A股仅维持在3000点附近，这无疑给热钱提供了投资机会。

国内政策对房地产市场的打压，也会促使部分热钱从房市流向股市，进而推高资本市场。而如果CPI居高不下，居民持有的货币资产也会在加息的预期下，由货币持有转向资产持有，从而达到避险的目的。虽然从经济学角度看加息对股市不算利好，但是如果消费者预期加息仅仅是调控通货膨胀的手段，而通胀并不会因为一两次加息而结束的话，反而推升了人们对通胀的预期，而股市泡沫则不会避免。

因此我们预期未来会有更多的热钱流入资本市场，而企业的基本面可能并未发生太大变化，这种市场流动性增加会促使股市持续向上。由于保险公司可以将20%的总资产配置于权益投资，资本市场的上升势必提高保险公司权益投资的增加，因此现有资本市场能够推动保险公司业绩的提升和权益的增加，从而促使保险公司股价的提升。

三、保监会关于营销员体制的改革

10月21日保监会网站公布了《关于改革完善保险营销员管理体制意见》的通知，实际上此次改革从2009年就已经提出，目的在于解决现有保险公司营销员体制中存在的问题，如管理粗放、大进大出、素质不高、关系不顺等突出问题。下表是2006年以来我国营销员体制下保费收入和营销员收入情况。

表 3: 2006~2010 年营销员渠道保费和佣金情况

整体情况	2006	2007	2008	2009	2010H	2006~2009 年均复合增长率
寿险营销员	1375956	1767024	2251664	2576680	2632526	23.3%
产险营销员	182133	247876	308868	329124	391086	21.8%
寿险营销员保费收入（亿）	2226.5	2596.19	2681.11	3250.59	1832.72	13.4%
产险营销员保费收入（亿）	424.38	597.71	698.89	876.32	473.21	27.3%
在寿险总保费中占比	54.83%	51.53%	36%	39.35%	30.64%	-10.5%

在产险总保费中占比	26.85%	29.92%	29.91%	30.47%	23.45%	4.3%
寿险营销员佣金收入（亿）	247.03	395.16	405.72	484.2	221.26	25.1%
产险营销员佣金收入（亿）	55.29	48.99	64.6	86.39	40.95	16.0%
人均保费和佣金情况						
寿险营销员人均保费	161815	146924	119072	126154	69618	-8.0%
产险营销员人均保费	233006	241133	226275	266258	120999	4.5%
寿险营销员人均佣金	17953	22363	18019	18792	8405	1.5%
产险营销员人均佣金	30357	19764	20915	26248	10471	-4.7%

数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

（一）解决粗放型增长的问题

从2006年到2009年，寿险营销员人数几乎翻了一番，但是同期营销员渠道保费在寿险总保费中的占比却下降了24%。这主要由于近年来银行保险的高速发展，使得营销员渠道的保费占比逐年下降。但是在营销员队伍高速增长的情况下，我们也能从上述数据中看到存在的问题。

2006~2009年，寿险营销员年均增长23.3%，寿险保费年均增长13.4%，营销员佣金收入年均增长25.1%，但是从人均情况看，人均保费增速每年下降8%，人均佣金收入增速仅为1.5%。

产险也存在同样问题，2006~2009年，产险营销员年均增长21.8%，产险保费收入年均增长27.3%，产险佣金收入年均增长16%，但是产险营销员人均保费增速仅为4.5%，人均佣金收入年均下降4.7%。

因此在营销员队伍高速膨胀和保费高速增长的情况下，我们看到的却是人均产能的下降和人均收入的滞后。仅以2009年为例，寿险营销员月均佣金收入不足1600元，产险营销员月均佣金收入仅在2100左右，这与同期我国居民平均收入相差甚远，甚至低于民工的月均收入。而如果我们按照“二八”理论来看待这一现象，即佣金收入中80%归属于20%的营销员，可知大部分营销员的收入更低。

（二）解决营销员社会保障的问题

现有营销员体制另一个突出问题就是营销员与保险公司之间的法律关系和社会保障问题。这个问题直接关系到300万营销员的权益和社会保障。

现有《劳动合同法》要求雇主按照法规为雇员提供相应的社会保障，如养老、医疗、工伤等方面的社会福利。但是由于现有体制下，营销员与保险公司之间是代理制关系，因此虽然表面上看营销员代表保险公司去开展业务，但营销员不属于保险公司在编员工，营销员实际上不属于保险公司雇员，因此不会享受劳动法规中的社会保障。

以现有保险公司代理人基本法为例，中国人寿、中国平安、中国太保等大部分公司，虽然对优秀的营销员提供了相应的福利保障，但是这些福利都属于商业保险的范畴，实际上这些福利并没有纳入社会保障统筹的范围之内。即一旦营销员离职，那么保障就不会持续。

如果将这300万营销员纳入员工范围，那么势必会增加保险公司的费

用支出。这主要来自于两个方面，一是正式职工需要按照最低工资制度执行工资标准，这无疑增加了固定工资的支出，另一方面与此相关的社保支出也需要保险公司负担。如果按三家公司每月为每个营销员多支出1000元计算，中国人寿、中国平安和中国太保每年要分别多支出88亿元、49亿元和30亿元。因此这部分成本实际上对保险公司影响很大。

（三）改革存在的困难

实际上保监会自己也承认该项改革在实施过程中存在的难度。我们认为主要难度如下：

1. 营销员渠道保费收入在保险公司保费收入中占比非常重要，中国人寿和中国太保20%左右的新单保费都由营销员渠道产生，平安该渠道的占比在50%以上。因此在没有找到创新体制的情况下进行改革，不仅会影响营销员队伍稳定，而且会影响保险行业增长的稳定性。而且冒然改革势必会引起保险公司的反对。

2. 即使改革，也很难在短期内找到一条合适的道路去执行，因为现有法律体系还不支持现有改革一步到位。而且改革涉及的群体数目太大，300万的人力改革风险也很大。

3. 改革的成本很大，需要考虑周全方能进行。

（四）预计改革的方向

此前的《征求意见稿》给出了四条“出路”，即用5年左右的时间，通过区域试点和逐步推进的方式，实现保险营销员队伍多元化，如保险营销员可以成为保险公司的销售员工、保险中介公司的销售员工、劳务派遣公司员工（以保险公司为用人单位），以及符合保险法规定的个人保险代理人等。

从现有情况看，预计改革持续的时间会很长。目前实行员工制的公司只有恒安标准人寿，但是从业务情况看并不理想。因此初期的改革应该是以稳定营销员队伍，提高营销员素质和个人产能，以及增加营销员福利保障为主。预计改革的方向将是减少营销中的人海战术，提高产能效率，而保险公司也需要在营销员方面增加投入或者淘汰落后产能。

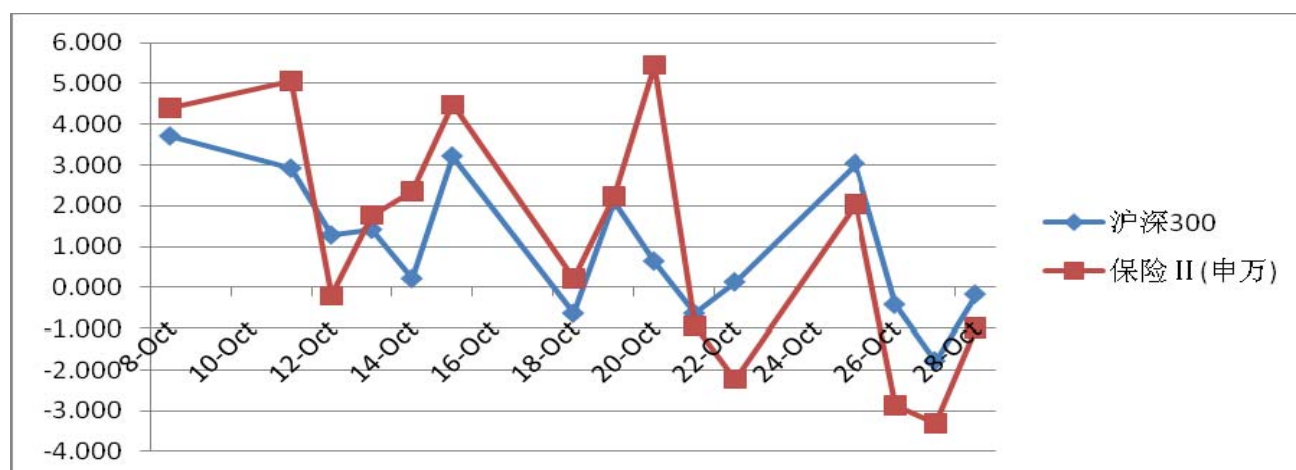
总体来看，如果全行业的改革奔着高效化进行，那么改革的结果将对保险行业的长远发展有利，对于营销员个人福利也是一次提升。对于改革的进度，我们也会持续跟踪。

四、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: 10月份保险行业日涨跌幅与沪深300比较 (%)

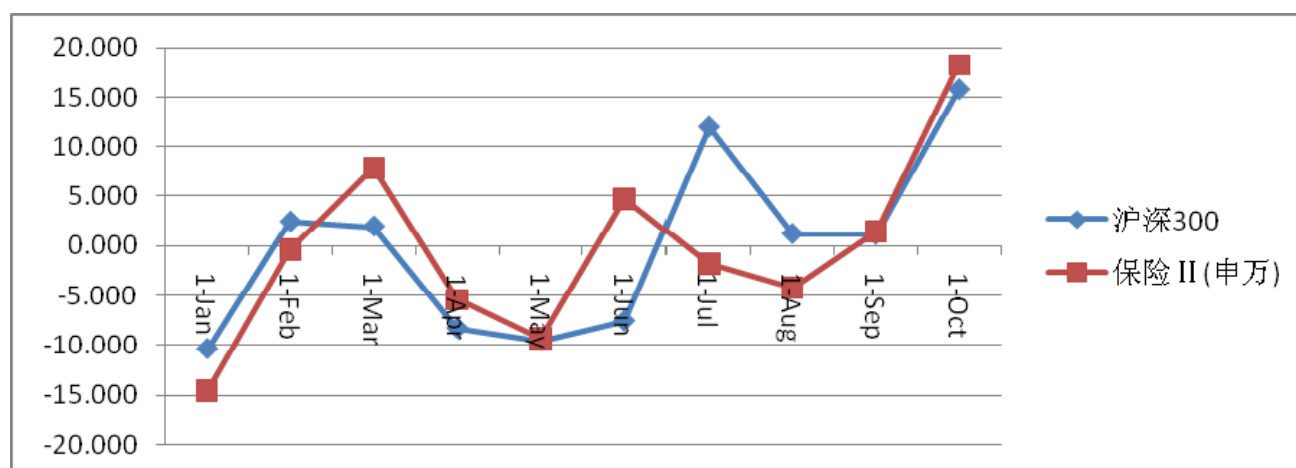


数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

受流动性充足、美元贬值和热钱涌入的影响,国庆节后大批资金涌入A股,行情突然启动,并在短期一度出现风格转换局面。从10月8日起,保险股出现一轮行业性机会,三支股票出现普涨,涨幅达15%以上,中国平安创出新高。10月20日,受央行加息利好影响,保险行业指数出现5%涨幅,之后行情出现震荡局面,保险股有所回调,走势弱于大盘。我们认为大盘适当调整不会改变向上趋势,我们仍然看好后期保险走势。

2. 保险行业月涨跌幅与沪深300比较

图7: 1-10月份保险行业月涨跌幅与沪深300比较 (%)



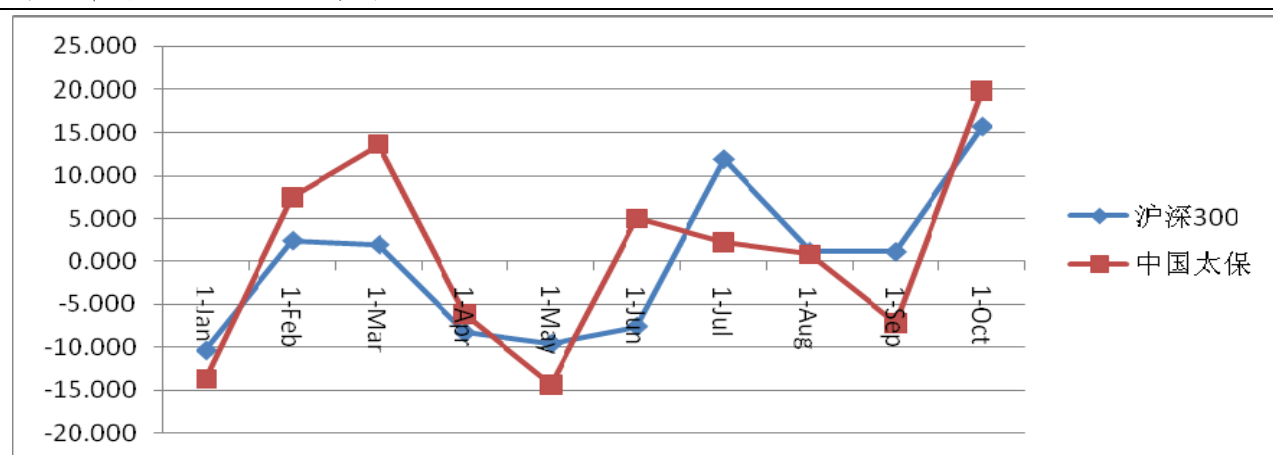
数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

除1月、7月和8月保险股跑输大盘外,其余月份保险股均跑赢大盘,10月份大盘和保险指数均出现抬头向上的趋势,我们认为向上趋势能够延续,预期保险股会继续跑赢大盘。

3. 个股月涨跌幅与沪深300比较

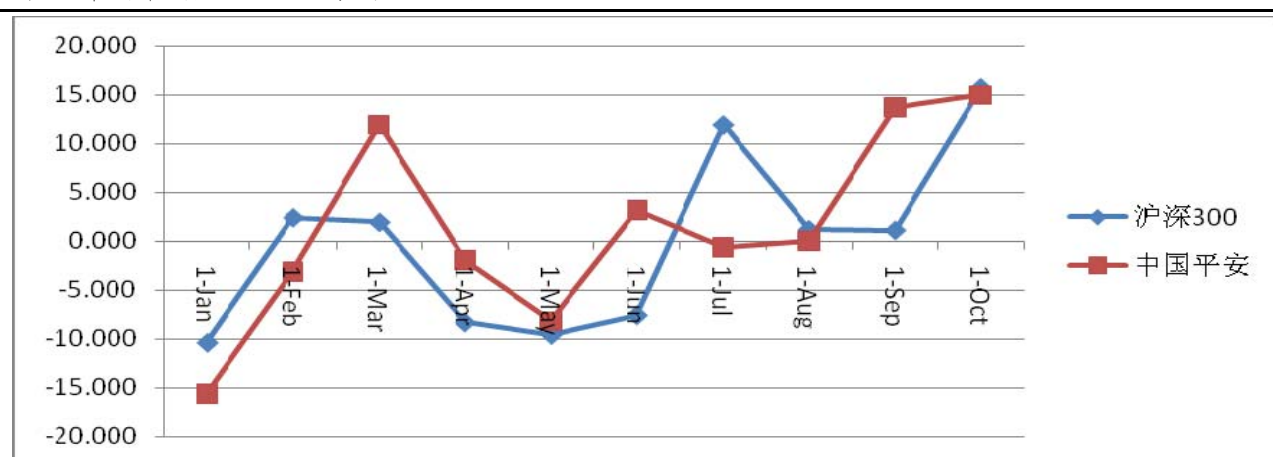
从个股情况看,10月份三支个股都出现普涨局面,下图是三家公司2010年月涨跌幅情况。

图8: 中国太保月涨跌幅与沪深300比较 (%)



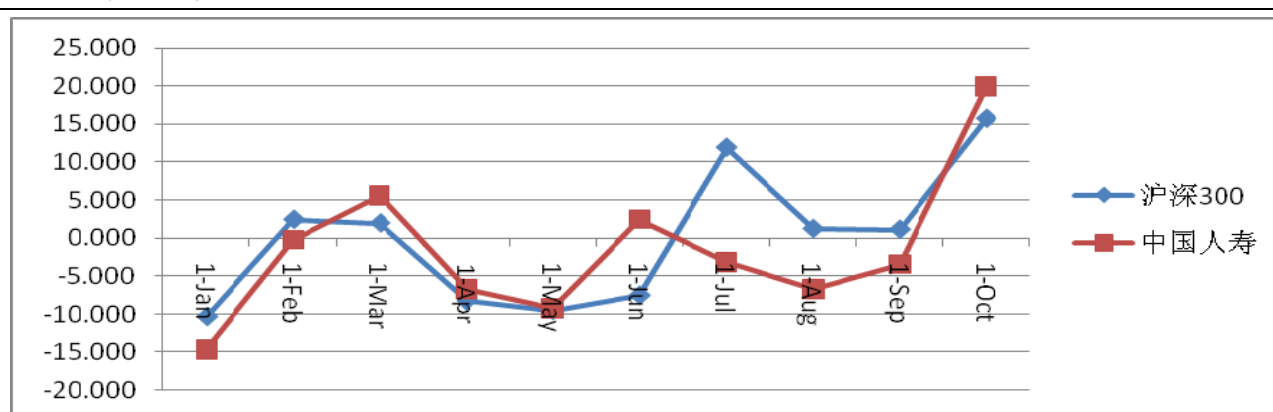
数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

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（10 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	20.2	3.3	2.4	20.9
中国平安	23.5	4.0	2.4	15.7
中国太保	24.9	2.8	2.0	19.8

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较快。而从市盈率角度看，中国人寿的市盈率最低。中国太保受补充资本的影响，PB估值较低。

五、投资建议

从三家公司三季度报告情况看，三家公司均大幅实现浮盈，但是单季收益并不高，因此我们可以推断这部分浮盈会在年报中进行释放。

10月份以来，资本市场一举突破2700点，上涨趋势明显。受加息和流动性充足影响，市场资金充裕。加之美元贬值，人民币升值预期明确，部分热钱流入A股，因此预计未来上涨趋势不会改变。

从金融板块看，证券行业反弹幅度过大，投资者对明年银行业的预期不甚明朗，只有保险板块业绩稳定，而且收益于资本市场。因此我们认为一旦行情启动，保险股将受益于高贝塔属性。

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。

六、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。