

2010-11-07

保险

维持

买入

短期略偏防御，中长期向上趋势不改

◆市场表现：

保险股上周同步大盘继续上涨。其中，保险行业指数上涨 5.1%，与上证综合指数持平。中国人寿上涨 5.9%，领涨行业。中国平安上涨 4.3%，中国太保上涨 2.9%。

◆市场焦点：

银监会叫停银保驻点销售：从行业短期发展来看，我们认为，叫停银保驻点销售，将对保费增长驱动依赖银保渠道且银保业务占比较大的公司造成一定的业务压力。同时，限制与银行合作的保险公司数量，表面上看起来似乎能够增加垄断，减少竞争，但实际上这将更加凸现银行网点的稀缺性，从而加剧对银行网点的竞争，推高手续费，进一步压低银保渠道的利润率。此次文件如果即时执行到位，将在量和价两个方面对保险公司造成短期冲击。

通过分析主要寿险公司的渠道结构，我们认为，此项政策对中国太保和中国人寿的保费增速会造成一定的压力，但对中国平安的影响较小。同时，我们认为这正好为中国平安实行 IC 保险顾问银保销售模式提供了良好的市场机会，有利于公司大力推进通过银行渠道销售高价值个险产品的计划。

四季度业绩以及准备金评估利率下降的影响：受益于股市回暖以及加息周期启动，寿险公司利差空间加大。同时，产险处于承保周期上升通道，综合成本率将继续下降。我们预计，考虑准备金评估利率下降的影响之后，保险公司四季度业绩仍会有不错表现。我们预计中国人寿、中国太保和中国平安四季度资本变动前净资产增速分别为 8.0%，6.0%和 7.5%，处于快速上升通道。

◆投资建议：短期略偏防御，中长期向上趋势不改

由于中国平安在二级市场减持形成的短期投资心理压力以及银监会叫停银保驻点销售对保费增速的压力，我们认为保险股短期将同步大盘。另外，前者对短期股价影响更大，而后者对中长期股价影响更大。所以我们短期的推荐顺序是：中国人寿>中国太保>中国平安。中长期排序：中国平安>中国太保>中国人寿

同时，我们认为保险股大的行情还没有走完，我们中长期仍然坚定看好。理由是，

- 1、在流动性宽裕和宏观经济向好的支撑下，大势行情继续乐观向上
- 2、风格转换才刚启动，这波行情一路上来，很多基金根本没有介入的机会。保险股仍然低于标配，配置上仍有较大提升空间
- 3、基本面强劲支撑。寿险在温和加息初期，利差益空间加大。产险处于承保上升周期，综合成本率仍然继续改善，业绩最高点在明年或者更晚。保费在财富效应、收入分配制度改革、中产阶级队伍壮大以及人口老年化等宏观经济环境下，将继续稳步快速增长。延税年金等潜在利好终将释放。

分析师：肖超虎

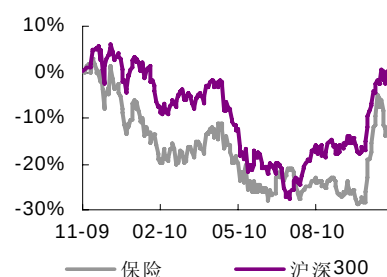
(执业证书编号：S0930210010237)

联系人：唐圣波，北美精算师

021-22169078

tangsb@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

短暂调整不改向上趋势

..... 2010-10-25

流动性宽裕+季报业绩亮丽，把握保险股弹性大的投资机会

..... 2010-10-11

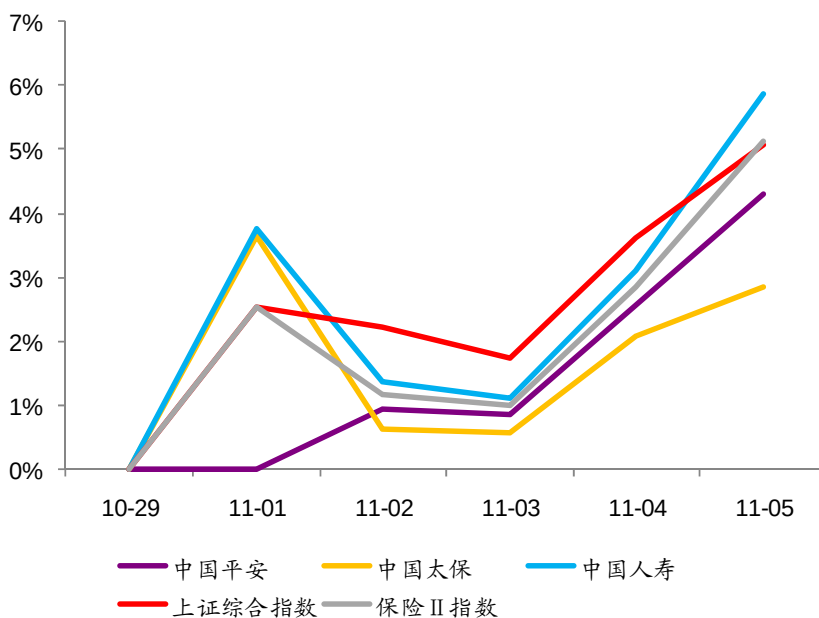
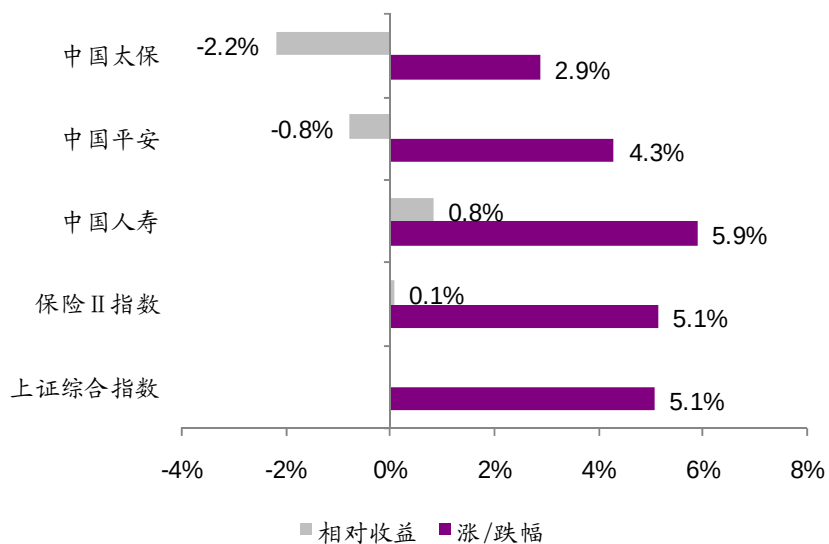
产险业务价值亟待重估，保险股投资机会来临

..... 2010-08-19

市场表现

保险股上周同步大盘继续上涨。其中，保险行业指数上涨 5.1%，与上证综合指数持平。中国人寿上涨 5.9%，领涨行业。中国平安上涨 4.3%，中国太保上涨 2.9%。

图表 1：保险股一周表现



资料来源：Wind, 光大证券研究所

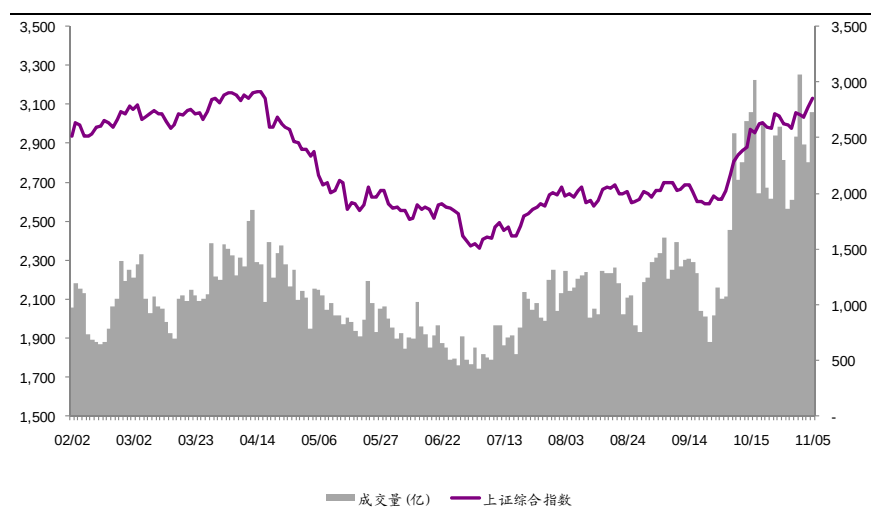
图表 2：近期市场表现（截止 2010 年 11 月 05 日）

价	收盘价（元）	涨跌幅（%）				
	最近交易日	周	月	季	半年	年
中国人寿	26.8	5.9	24.7	11.8	11.3	-11.5
中国平安	62.5	4.3	18.2	34.8	36.2	5.2
中国太保	26.6	2.9	22.0	12.7	14.1	1.3
保险 II 指数	923	5.1	22.3	18.4	18.5	-9.5
上证综合指数	3,129	5.1	17.8	17.7	16.4	-0.8

量	日均成交额（亿）					
	最近交易日	周	月	季	半年	年
中国人寿	9.4	7.2	9.8	6.4	5.4	5.0
中国平安	19.9	19.5	28.6	15.1	10.8	14.4
中国太保	10.3	10.4	12.0	8.0	7.9	7.7
保险 II 指数	39.6	37.1	50.4	29.5	24.0	27.0
上证综合指数	2,732	2,606	2,375	1,617	1,202	1,278

资料来源：Wind, 光大证券研究所

图表 3：上证综合指数放量上涨



资料来源：Wind, 光大证券研究所

市场焦点

银监会叫停银保驻点销售

银监会近日下发了《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》，主要内容有两点：

- 1、商业银行不得允许保险公司人员派驻银行网点，通过商业银行网点直接向客户销售保险产品的人员，应当是持有保险代理从业人员资格证书的银行销售人员。
- 2、商业银行每个网点原则上只能与不超过 3 家保险公司合作，销售合作

保险公司的产品。如超过 3 家，应减持审慎经营，并向当地银监会派出机构报告。

此次银监会发文的政策背景是，银监会和保监会联手治理银保业务多年来销售误导以及账外支付手续费等痼疾，避免造成严重的社会投诉问题。

我们了解到，此次文件叫停的银保驻点人员主要是指在银行网点蹲点销售的保险公司代理人，并不包括 IC 保险顾问。所谓蹲点销售就是在银行网点大厅劝导和督促银行销售人员销售本公司的银保产品，或者是直接向银行客户推销银保产品，属于传统的银保销售模式，主要销售简易趸缴储蓄性产品。而 IC 保险顾问模式则是通过向银行派驻高素质的理财顾问，在专设的理财中心向中高端客户销售复杂的产品或者产品组合，以满足客户的保险需求，主要以长期期缴产品为主。

从行业短期发展来看，我们认为，叫停银保驻点销售，将对保费增长驱动依赖银保渠道且银保业务占比较大的公司造成一定的业务压力。同时，限制与银行合作的保险公司数量，表面上看起来似乎能够增加垄断，减少竞争，但实际上这将更加凸现银行网点的稀缺性，从而加剧对银行网点的竞争，推高手续费，进一步压低银保渠道的利润率。此次文件如果即时执行到位，将在量和价两个方面对保险公司造成短期冲击。

通过分析主要寿险公司的渠道结构，我们认为，此项政策对中国太保和中国人寿的保费增速会造成一定的压力，但对中国平安的影响较小。同时，我们认为这正好为中国平安实行 IC 保险顾问银保销售模式提供了良好的市场机会，有利于公司大力推进通过银行渠道销售高价值个险产品的计划。

图表 4：七大寿险公司分渠道保费结构

2010H1	中国人寿	平安人寿	太保人寿	新华人寿	泰康人寿	太平人寿	人保寿险
总保费							
个险	44.6%	80.7%	36.1%	26.9%	23.0%	24.9%	11.3%
银保	49.3%	17.9%	54.3%	69.8%	68.1%	70.8%	76.7%
团体	6.1%	0.9%	9.4%	2.6%	7.9%	3.6%	4.8%
新单保费							
个险	17.6%	59.2%	14.0%	15.8%	9.1%	15.3%	10.5%
银保	72.8%	38.9%	72.0%	80.3%	81.3%	79.7%	84.2%
团体	9.7%	1.9%	14.0%	3.9%	9.6%	5.0%	5.3%

资料来源：公司资料，光大证券研究所

从行业长期发展来看，我们认为，道规范银保业务经营行为，维护保险消费者合法权益，对保险行业的长期健康可持续发展是非常有利的。同时，这也进一步强化了监管机构“转方式、调结构、防风险、促发展”的指导思想，督促各家公司着力于调整银保业务结构，创新银保渠道发展方式。

四季度业绩以及准备金评估利率下降的影响

受益于股市回暖以及加息周期启动，寿险公司利差空间加大。同时，产险处于承保周期上升通道，综合成本率将继续下降。我们预计，考虑准备金评估利率下降的影响（图表 8 和 9）之后，保险公司四季度业绩仍会有不错表现。我们预计中国人寿、中国太保和中国平安四季度资本变动前净资产增速分别为 8.0%，6.0%和 7.5%，处于快速上升通道。

图表 5：中国人寿业绩预测

中国人寿	1Q10A	2Q10A	3Q10A	4Q10E	1H10A	2H10E	2010E
期初净资产	212,776	219,166	193,399	208,324	212,776	193,399	212,776
净利润	10,252	7,863	6,971	10,416	18,115	17,387	35,502
净利润同比增速	66.6%	-26.5%	3.4%	10.4%	7.5%	7.5%	7.5%
综合收益	6,390	(5,871)	14,925	16,666	519	31,591	32,110
资本变动前净资产	219,166	213,295	208,324	224,990	213,295	224,990	244,886
资本变动前环比增速	3.0%	-2.7%	7.7%	8.0%	0.2%	16.3%	15.1%
其中：净利润贡献的增速	4.8%	3.6%	3.6%	5.0%	8.5%	9.0%	16.7%
其他综合收益贡献的增速	-1.8%	-6.3%	4.1%	3.0%	-8.3%	7.3%	-1.6%
利润分配		(19,896)		-	(19,896)	-	(19,896)
资本注入		-		-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-	-	-
期末净资产	219,166	193,399	208,324	224,990	193,399	224,990	224,990
归属母公司股东每股净利润	0.36	0.28	0.24	0.37	0.64	0.61	1.25
归属母公司股东每股综合收益	0.22	-0.21	0.53	0.59	0.02	1.11	1.13
归属母公司股东每股净资产	7.69	6.78	7.31	7.89	6.78	7.89	7.89

资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 6：中国太保业绩预测

中国太保	1Q10A	2Q10A	3Q10A	4Q10E	1H10A	2H10E	2010E
期初净资产	75,673	80,056	75,374	79,839	75,673	75,374	75,673
净利润	2,855	1,215	888	2,794	4,070	3,682	7,752
净利润同比增速	191.9%	-17.3%	-64.9%	12.0%	66.3%	-26.7%	3.7%
综合收益	1,558	(2,263)	4,464	4,790	(705)	9,254	8,549
资本变动前净资产	77,231	77,793	79,838	84,629	74,968	84,628	84,222
资本变动前环比增速	2.1%	-2.8%	5.9%	6.0%	-0.9%	12.3%	11.3%
其中：净利润贡献的增速	3.8%	1.5%	1.2%	3.5%	5.4%	4.9%	10.2%
其他综合收益贡献的增速	-1.7%	-4.3%	4.7%	2.5%	-6.3%	7.4%	1.1%
利润分配		(2,624)		-	(2,624)	-	(2,624)
资本注入	2,805	-			2,805	-	2,805
其他	20	205	1		225	1	226
期末净资产	80,056	75,374	79,839	84,629	75,374	84,629	84,629
归属母公司股东每股净利润	0.33	0.14	0.10	0.32	0.47	0.43	0.89
归属母公司股东每股综合收益	0.18	-0.26	0.51	0.55	-0.08	1.06	0.98
归属母公司股东每股净资产	9.19	8.63	9.14	9.69	8.63	9.69	9.69

资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 7：中国平安业绩预测

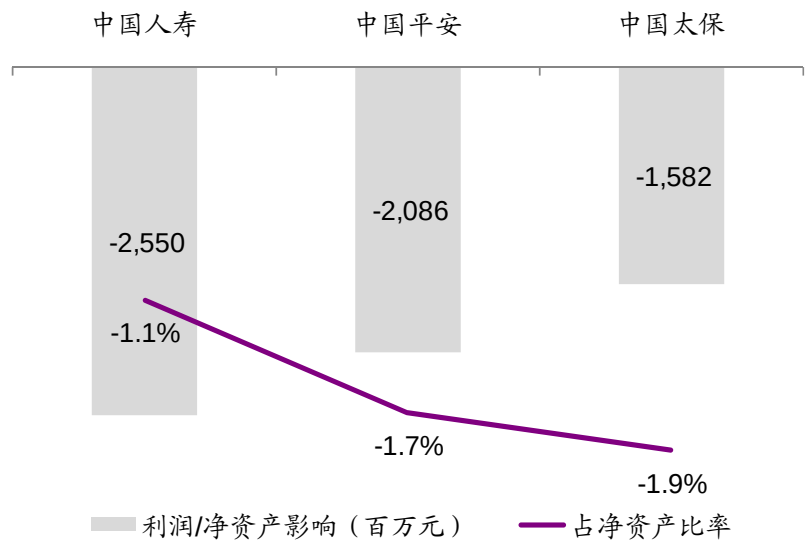
中国平安	1Q10A	2Q10A	3Q10A	4Q10E	1H10A	2H10E	2010E
期初净资产	91,743	96,545	109,895	116,140	91,743	109,895	91,743
净利润	4,617	5,249	3,331	5,807	9,866	9,138	19,004
净利润同比增速	89.6%	-0.5%	-25.4%	151.7%	27.9%	35.0%	31.2%
综合收益	4,794	1,833	7,301	8,711	6,627	16,012	22,639
资本变动前净资产	96,537	98,378	117,196	124,851	98,370	125,907	114,382
资本变动前环比增速	5.2%	1.9%	6.6%	7.5%	7.2%	14.6%	24.7%
其中：净利润贡献的增速	5.0%	5.4%	3.0%	5.0%	10.8%	8.3%	20.7%
其他综合收益贡献的增速	0.2%	-3.5%	3.6%	2.5%	-3.5%	6.3%	4.0%
利润分配		(2,294)	(1,147)	(1,147)	(2,294)	(2,293)	(4,587)
资本注入		16,036			16,036	-	16,036
其他	8	(2,225)	91		(2,217)	91	(2,126)
期末净资产	96,545	109,895	116,140	123,704	109,895	123,704	123,704
归属母公司股东每股净利润	0.62	0.66	0.41	0.72	1.28	1.13	2.41
归属母公司股东每股综合收益	0.64	0.22	0.92	1.10	0.86	2.02	2.89
归属母公司股东每股净资产	12.21	13.75	14.52	15.47	13.75	15.47	15.47

资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 8：准备金评估利率及下降幅度预测

评估日	评估利率 (%)			下降幅度 (bp)			平均值
	10年	15年	20年	10年	15年	20年	
2009-12-31	3.856	4.209	4.346				
2010-03-31	3.887	4.258	4.396	3.10	4.98	5.00	4.36
2010-06-30	3.840	4.244	4.391	-4.73	-1.44	-0.53	-2.23
2010-09-30	3.739	4.166	4.331	-10.07	-7.83	-5.94	-7.95
2010-12-31	3.669	4.108	4.271	-7.01	-5.74	-6.02	-6.26
2011-03-31	3.627	4.081	4.237	-4.21	-2.70	-3.39	-3.43
2011-06-30	3.582	4.044	4.201	-4.52	-3.68	-3.63	-3.94
2011-09-30	3.545	4.000	4.156	-3.70	-4.48	-4.43	-4.20
2011-12-31	3.611	4.045	4.189	6.62	4.53	3.27	4.81

资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 9: 2010Q4 准备金评估利率下降 6.26bp 对业绩的影响

资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

投资评价和建议

短期略偏防御，中长期向上趋势不改

由于中国平安在二级市场减持形成的短期投资心理压力以及银监会叫停银保驻点销售对保费增速的压力，我们认为保险股短期将同步大盘。另外，前者对短期股价影响更大，而后者对中长期股价影响更大。所以我们短期的推荐顺序是：中国人寿〉中国太保〉中国平安。中长期排序：中国平安〉中国太保〉中国人寿

同时，我们认为保险股大的行情还没有走完，我们中长期仍然坚定看好。理由是，

- 1、在流动性宽裕和宏观经济向好的支撑下，大势行情继续乐观向上
- 2、风格转换才刚启动，这波行情一路上来，很多基金根本没有介入的机会。保险股仍然低于标配，配置上仍有较大提升空间
- 3、基本面强劲支撑。寿险在温和加息初期，利差益空间加大。产险处于承保上升周期，综合成本率仍然继续改善，业绩最高点在明年或者更晚。保费在财富效应、收入分配制度改革、中产阶级队伍壮大以及人口老龄化等宏观经济环境下，将继续稳步快速增长。延税年金等潜在利好终将释放。

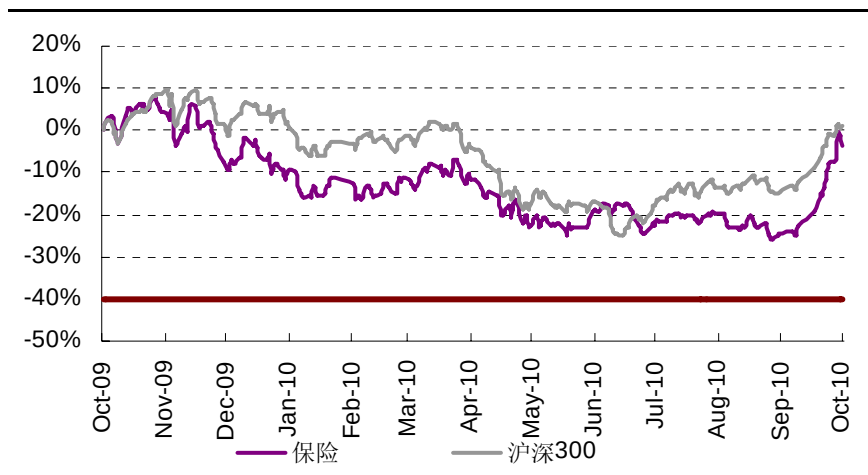
分析师介绍

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

保险



日期	行业评级
2010-04-30	买入
2010-07-08	增持
2010-07-09	增持
2010-07-31	增持
2010-08-06	增持
2010-08-19	买入
2010-10-11	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。