

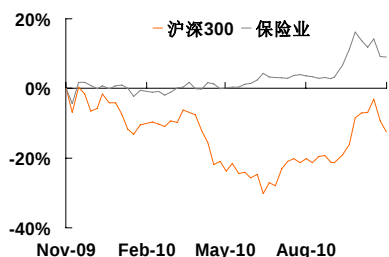
保险行业2011年度投资策略

加息周期的受益者

强烈推荐（维持）

投资要点

行情走势图



联系人

罗琦 S1060110110062
0755-22623951
luoqi@pingan.com.cn

赵湘怀 S1060110060037
021-33830525
zhaoxianghuai424@pingan.com.cn

研究员

窦泽云 S1060210090001
0755-22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

■ 未来十年保费复合增长率 20%，资产规模每三年翻一番

过去十年，中国名义 GDP 增速约 14%，而保险保费收入年均增速高达 24%。2009 年我们城镇居民人均收入达到 2514 美元。S 曲线理论表明，当人均收入在 1000 美元-10000 美元之间时，保险的收入需求弹性最大。我们预计，未来十年保费复合增速仍将保持在 20% 左右，保险资产规模有望每三年翻一番。

■ 加息提升保险公司的盈利能力和估值水平

保险公司投资资产中约 80% 为固定收益类资产，明显受益于加息。存款利率和债券利率上升，保险公司的利差收入增加，资产配置压力逐步减轻。此次加息提高长期投资收益率 40-50bp，伴随加息周期，投资收益率可不断上升。同时，加息将有助于提高内含价值的投资收益率假设，带来有效业务价值和新业务价值的提高，估值水平随之上升。长期收益率增加 50bp 将提升估值水平 7%-12%。

■ 寿险：收入增速放缓，新业务价值增速可维持 10%~20%

营销员渠道仍是主渠道，销售驱动特性不变。受近期业务员增员困难和银监会禁止驻点销售新规影响，保费收入增速放缓。我们认为公司会继续保持业务结构改善，并通过提高产能和待遇的方式使业务员人力恢复稳定增长，预计 2011 年的新业务价值增长率为 10%-20%。

■ 产险：维持高速增长，盈利能力明显改善

三大产险公司维持垄断地位，拥有一定的行业定价权。受益于汽车销量大增，车险保持高速增长。行业监管加强，公司盈利水平得到持续改善，预计产险行业的综合成本率可下降至 92%-94%。行业的长期盈利能力有待观察，关注车险费率浮动方案的试点情况。

■ 给予保险业“强烈推荐”评级

保险股在金融股中的估值优势明显。当前股价隐含的新业务价值倍数均在 15 倍以下，极具吸引力。进入加息周期，盈利能力与估值水平上升空间大。新会计准则下内含价值法有很高的安全边际，**给予保险行业“强烈推荐”评级。推荐中国人寿、中国太保。**2011 年人寿、太保目标价分别为 32.9 元、32.2 元。

股票名称	股票代码	股票价格	EPS（元/股）					PE（倍）				评级
		2011-11-18	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E		
中国太保	601601	23.26	0.95	0.92	1.18	1.36	25	25	20	17	推荐	
中国人寿	601628	23.29	1.16	1.22	1.40	1.56	20	19	17	15	推荐	

正文目录

一、 中国保险业将迎来“黄金十年”	5
1.1 中国保险行业增长势头良好，预计未来 10 年复合增长率可达 20%	5
1.2 中国保险行业仍处于初级阶段，发展空间巨大	5
2.3 随着人均收入提高与保险意识提升，中国保险业进入黄金发展期	8
二、 加息通道显著提升保险公司盈利能力和估值水平	10
2.1 加息提升长期投资收益，绝对利好保险行业	10
2.2 加息提升会计利润，净资产基本不受影响	12
2.3 加息提升内含价值与新业务价值，有助估值水平上升	13
三、 寿险：收入增速放缓，新业务价值增速维持 10%~20%	14
3.1 业务发展：销售驱动特征不变、关注业务员增员与银保驻点销售问题	14
3.2 盈利能力：利差上升、费差微降、整体向好	17
3.3 价值增长：新业务价值增速可保持 10%-20%	17
四、 产险：保持快速增长，盈利能力明显改善	18
4.1 业务发展：车险仍是主力军，继续保持快速增长	18
4.2 盈利能力：明显改善，中短期可继续保持，长期盈利情况待观察	19
五、 估值与公司点评	21
5.1 进入加息通道利好保险行业，给予“强烈推荐”评级	21
5.2 中国人寿：优良的保单质量，强大的央企品牌，“推荐”	21
5.3 中国太保：产寿险均衡发展的上海保险股，“推荐”	22

图表目录

图表 1	过去十年中国保险行业保费收入保持高速增长，2009 年突破 1 万亿	5
图表 2	过去十年保险行业总资产复合增长率达 32%，目前已超 4.5 万亿	5
图表 3	中国保险深度、保险密度保持迅速上升势头	6
图表 4	保险深度密度与国际水平差距较大(2009 年)	6
图表 5	中国的消费情况远低于国外水平，增长潜力巨大	6
图表 6	中国的城市化进程势必大幅促进保险业的发展	7
图表 7	城市化率不断增长提升保险需求	7
图表 8	人均 GDP 与人均保费增长率	8
图表 9	S 曲线理论与现象解释	8
图表 10	全球寿险市场 S 曲线（2003 年）	9
图表 11	未来十年是保险业发展的黄金时期，复合增长率可达 20%	9
图表 12	保险资金投资结构	10
图表 13	银行存款与债券投资占据绝对比重	10
图表 14	低息环境对保险公司资产配置形成巨大压力	11
图表 15	国债到期收益率曲线	11
图表 16	金融债到期收益率曲线	11
图表 17	企业债到期收益率曲线	12
图表 18	加息 60bp 提升长期投资收益率 40-50bp	12
图表 19	三大保险公司总投资收益率	13
图表 20	三大保险公司净投资收益率	13
图表 21	长期投资收益率假设+50bp 可使估值上升 7%-12%	13
图表 22	寿险行业保费维持高速增长	14
图表 23	行业集中度下降	14
图表 24	营销员渠道为寿险主要盈利渠道	15
图表 25	寿险保费结构中个险占比至关重要	15
图表 26	个险首年保费代表了公司的营销能力	15
图表 27	首年期交占比决定盈利能力	15
图表 28	业务员增员情况遇到瓶颈	16
图表 29	业务员产能增长情况	16
图表 30	银保渠道较易形成规模，但利润率很低	16
图表 31	提升期交占比是银保渠道的发展重点	16
图表 32	内含价值对费用的敏感度较低，显示对于利润的影响也较小	17
图表 33	新业务价值增速将略有下降，预计 2011 年增速可保持 10%-20%	18

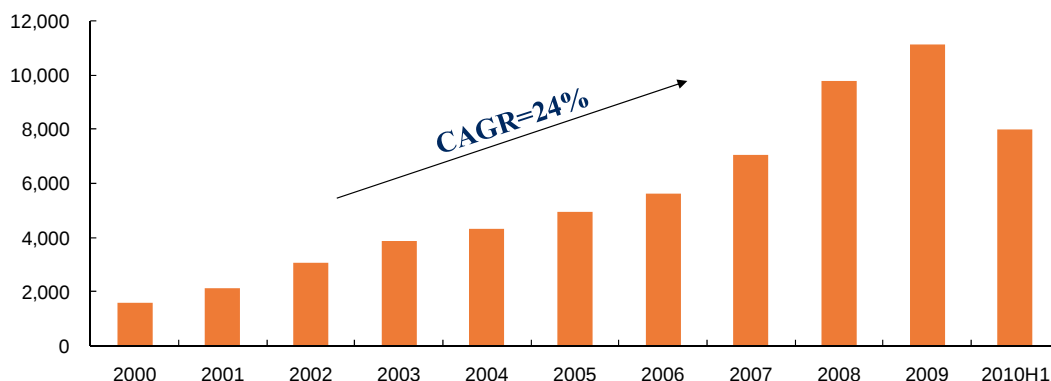
图表 34	三大产险公司维持垄断地位	18
图表 35	上市险企产险业务增速高于行业平均.....	18
图表 36	车险是产险的主营业务	19
图表 37	车险保费保持着高于汽车产销的增速.....	19
图表 38	2008 年之前产险行业处于承保亏损状态，自 2009 年开始明显改善.....	19
图表 39	市场环境转好，赔付率逐渐下降.....	20
图表 40	业务高速增长，费用率维持较高水平.....	20
图表 41	就国外经验来看，产险承保很难盈利，主要靠投资收益弥补	20
图表 42	保费假设与估值（亿元）	23

一、中国保险业将迎来“黄金十年”

1.1 中国保险行业增长势头良好，预计未来 10 年复合增长率可达 20%

过去十年间名义GDP增速14%左右，保险保费收入年均增长率高达24%，其中寿险保费收入年均增长率更高达26.5%，保费收入增速显著高于国民经济增长。我们预计未来10年保险保费收入年均增速可达20%。

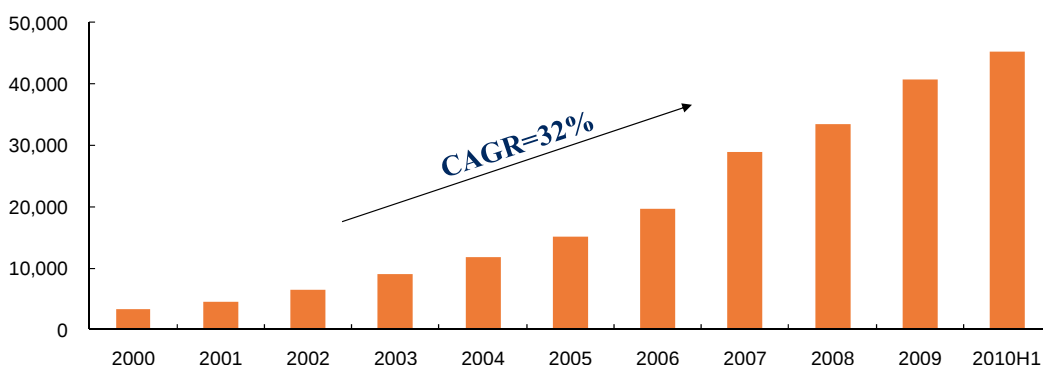
图表1 过去十年中国保险行业保费收入保持高速增长，2009年突破1万亿



资料来源：CIRC，平安证券研究所

受益于保费稳定持续增长和资产投资滚动累积，保险业总资产在过去十年实现了32%的高增长，我们预计未来10年保险行业总资产规模可实现每三年翻一番。

图表2 过去十年保险行业总资产复合增长率达32%，目前已超4.5万亿

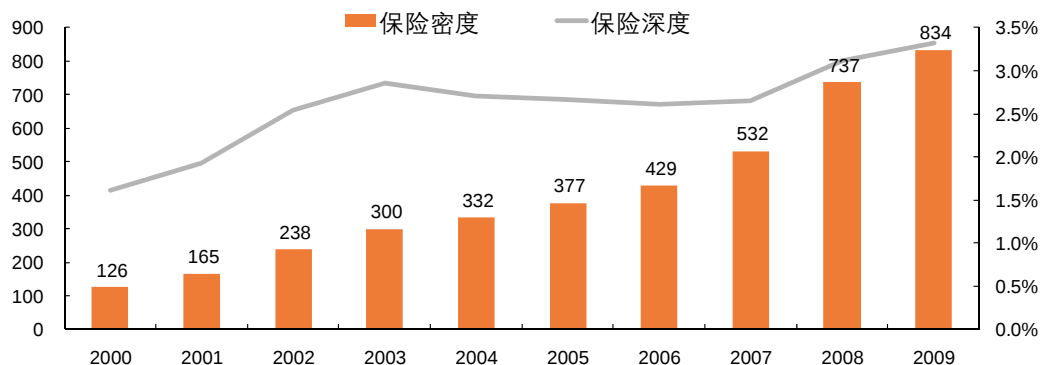


资料来源：CIRC，平安证券研究所

1.2 中国保险行业仍处于初级阶段，发展空间巨大

2009 年全国保险密度约人民币 828 元，保险深度 3.4%。目前已有六省市保险深度达 4%以上，但仍与全球 7.0%的保险深度、595 美元保险密度的平均水平相差甚远，虽然部分发达地区如北京、上海保险密度突破 700 美元，却不及日本的 20%。

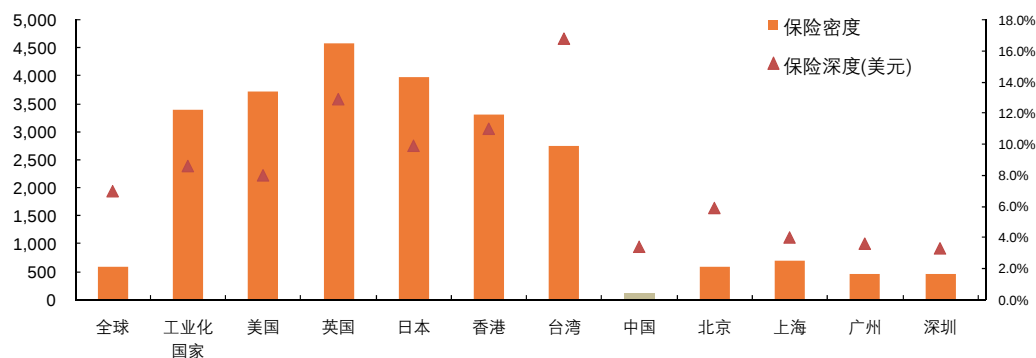
图表3 中国保险深度、保险密度保持迅速上升势头



资料来源: CIRC, 平安证券研究所

注: 保险深度=保险保费/GDP, 保险密度=人均保费

图表4 保险深度密度与国际水平差距较大(2009年)



资料来源: Sigma, 平安证券研究所

保险业将从中国经济和家庭收入的快速增长中获益。现阶段,我国居民储蓄居高不下。金融行业中,非储蓄类金融机构占比明显偏低。虽然中国保费近年来逐步提高,但到目前国内居民保险资产占金融资产比例不足8%,美国该比例达到30%以上,韩国也有22%。随着居民保障需求和消费能力的提高,保险行业保费增速有望继续保持平稳快速增长。

图表5 中国的消费情况远低于国外水平,增长潜力巨大

	人均GDP (2008)	汽车数量 (每100人)	人均健康支出 (美元\$)	人均信用卡数量	人均保险费 (美元\$)
美国	45,931	47.8	6,700	2.35	4,086
英国	44,115	37.3	2,800	1.1	7,113
日本	33,710	39.5	2,500	1.18	3,319
香港	32,000	9.2	1,300	1.5	3,373
台湾	30,345	24.1	1,450	1	2,628
新加坡	28,313	11.7	1,250	1.38	2,776
韩国	21,200	25.4	1,500	2.1	2,384
巴西	10,643	3.9	800	0.8	202
平均		24.9	2,288	1.4	3,235
中国 (大中城市)	6,000	2.2	120	0.2	70
差距水平		91%	95%	86%	98%

资料来源: CEIC、平安证券研究所

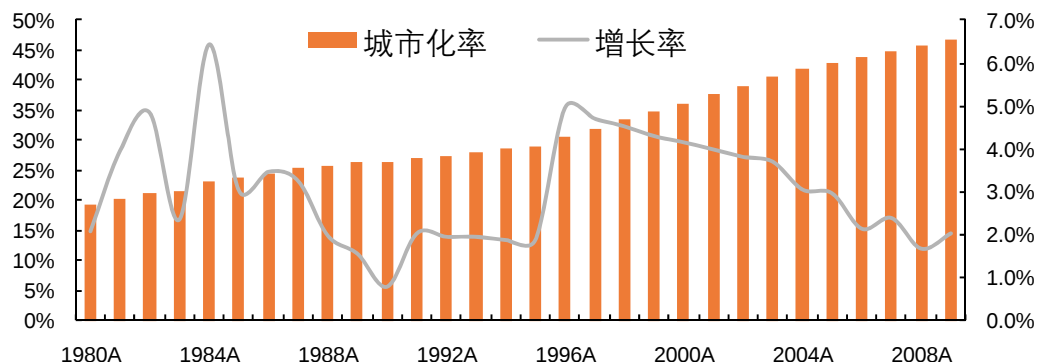
经济中心地区保险发展空间广阔，保险需求存在提升空间。“工业化创造供给，城市化创造需求”，城市化水平是影响保险需求的主要因素，城市化率是我国保险业发展的主要动力。随着我国城市化进程加快，城镇人口占总人口比例的增加，人们的风险意识的增强，将大大促进保险业的发展，这与中国保险市场主要分布在大中城市的现状也是相符合的。

图表6 中国的城市化进程势必大幅促进保险业的发展

2004年城市人口分布		2008年城市人口分布	
人口分类(居住)	城市数量	人口分类(常住)	城市数量
1000万以上	上海、北京	1000万以上	重庆、上海、北京、成都、天津、广州
800-1000万以下	重庆	800-1000万以下	10个
600-800万以下	武汉、天津	600-800万以下	28个
400-600万以下	5个	400-600万以下	46个
200-400万以下	21个		
100-200万以下	71个		
50-100万以下	109个		

资料来源：平安证券研究所

图表7 城市化率不断增长提升保险需求



资料来源：Gildata，平安证券研究所

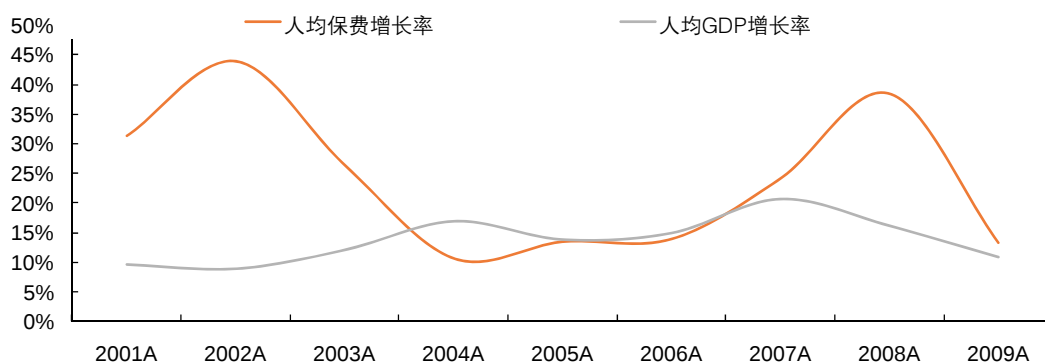
中国的社保制度为商业保险提供了广阔的发展空间，养老保险和健康保险是未来发展的重点。

- 在中国开始经济转型前，国家承担了养老、医疗和住房等各方面保障的责任，商业保险没有发展的空间。经济转型后，我国进行的就业、医疗、教育等一系列社会经济体制改革，打破了原有的福利保障制度。
- 社会保障制度与寿险之间存在一定的替代关系，新的社会保障体系还远远不够完善，商业保险市场作用日益显现。中国“保基本、广覆盖”的社会保障制度为商业保险的发展提供了广大的制度空间。
- 随着人口老龄化和生活水平的提高，养老保险和健康保险拥有巨大的市场空间，是中国保险业未来发展的重点。截止2007年，养老保险和健康保险占据了美国保险市场的52%和23%。

2.3 随着人均收入提高与保险意识提升，中国保险业进入黄金发展期

所有有关寿险需求的实证研究成果都表明：收入与寿险需求正相关，即随着收入的增加，对人寿保险的需求也会增加。但是，随着收入的增加，寿险需求增加的程度却不相同，低收入国家的保险需求收入弹性普遍高于高收入国家。人均收入高一些时，人们倾向于将收入的更大部分投入保险，所以当人均收入提升时，保险深度也会随之提高，这就使得保费的增长速度要快于经济的增长速度，对低人均收入高增长的中国尤其如此。

图表8 人均GDP与人均保费增长率



资料来源: Gldata, 平安证券研究所

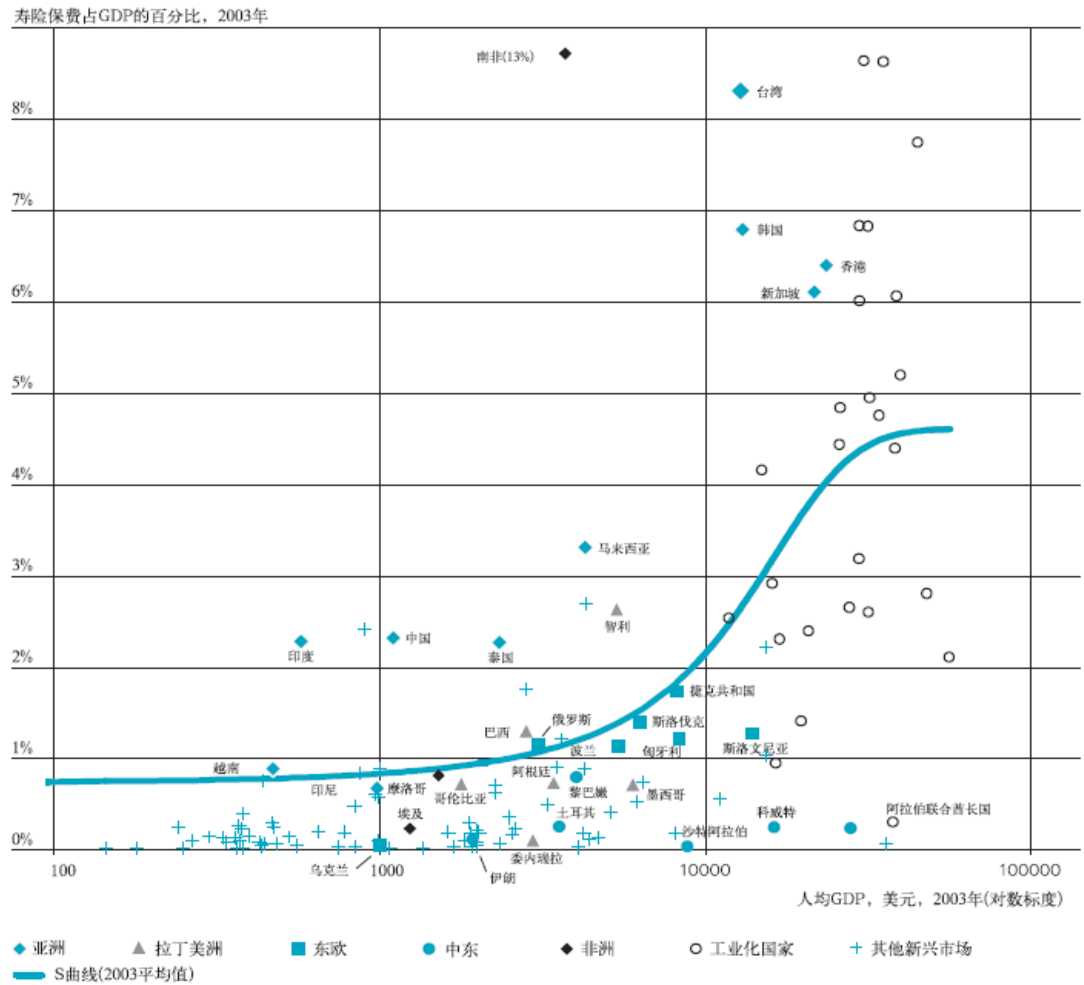
S曲线理论是支撑中国保费收入保持高增长的重要理论依据。S曲线理论在1999年由瑞士再保险公司首次提出，瑞士再保险公司经济研究与咨询部采用从60多个国家八年的数据通过回归分析作出了一个S曲线。根据S曲线理论，保险深度（保费/GDP）随人均GDP的增加而增加，但对应不同的人均GDP水平，保险深度的增速不同。当人均GDP在1000-10000美元之间时，保险的收入需求弹性最大。

图表9 S曲线理论与现象解释

人均国内生产总值	现象	解释
1000美元至10000美元	保费增长 明显快于经济增长	人均财富上升，保险密度上升； 保险意识提高，收入中更大的部分投入保险，保险深度提升； 保险深度和保险密度增长的乘数效应使得保费增长明显快于经济的增长。
小于1000美元	保费增长 等于或略低于经济增长	财富短缺，保险意识低下； 保险需求增长率低。
大于10000美元	保费增长 等于或略高于经济增长	社保制度健全，对商业保险发展产生明显抑制作用； 较为富裕，承担风险能力高，不用高额保险保障。

资料来源: 平安证券研究所

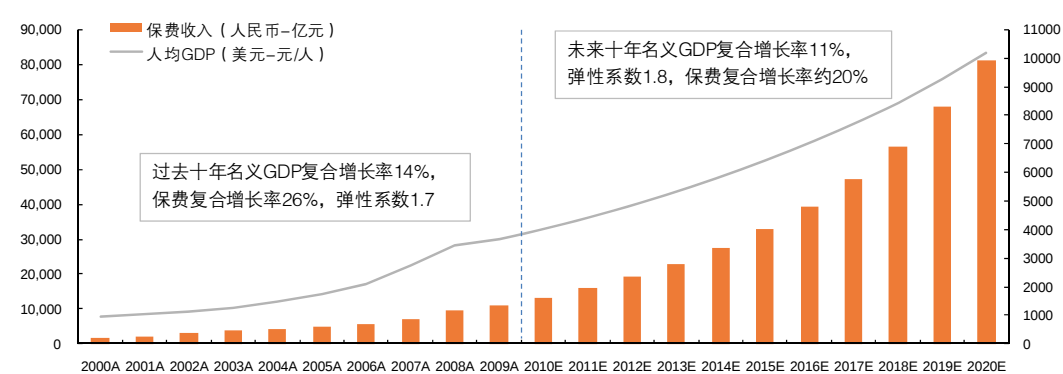
图表10 全球寿险市场S曲线（2003年）



资料来源：Sigma、平安证券研究所

摩根士丹利日前发布的《亚洲蓝皮书》预测，到2020年中国的名义GDP将会是现在的三倍，即未来十年中国的名义GDP的复合增长率约为11%，这与市场对于中国长期GDP增长率7%和通货膨胀3%的预计基本相符。按照国务院规划2020年中国人口将控制在14.5亿，不考虑汇率变动，据此计算至2020年中国的人均GDP将超过1万美元。按照S曲线理论，未来十年间中国市场的保险深度、密度会保持快速增长的趋势，是中国保险业的黄金发展期，其复合增长率可达20%。

图表11 未来十年是保险业发展的黄金时期，复合增长率可达20%



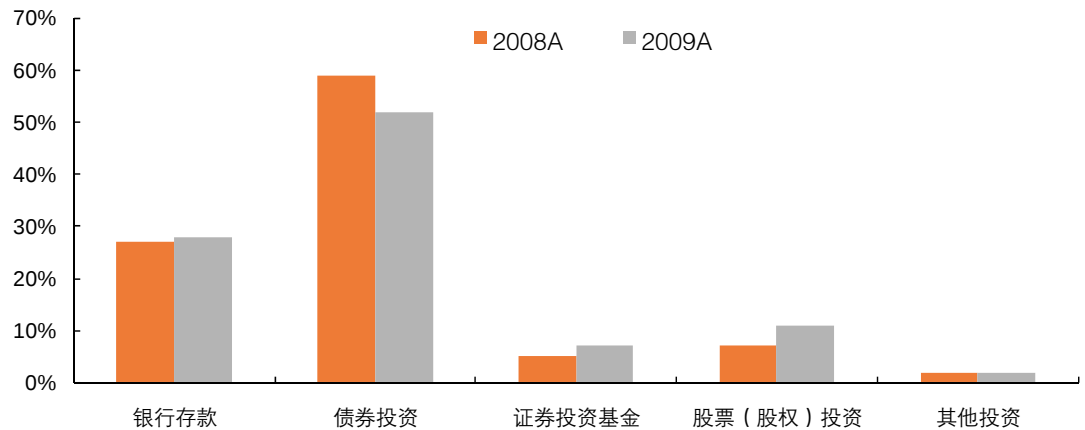
资料来源：CIRC、Wind、平安证券研究所

二、加息通道显著提升保险公司盈利能力和估值水平

2.1 加息提升长期投资收益，绝对利好保险行业

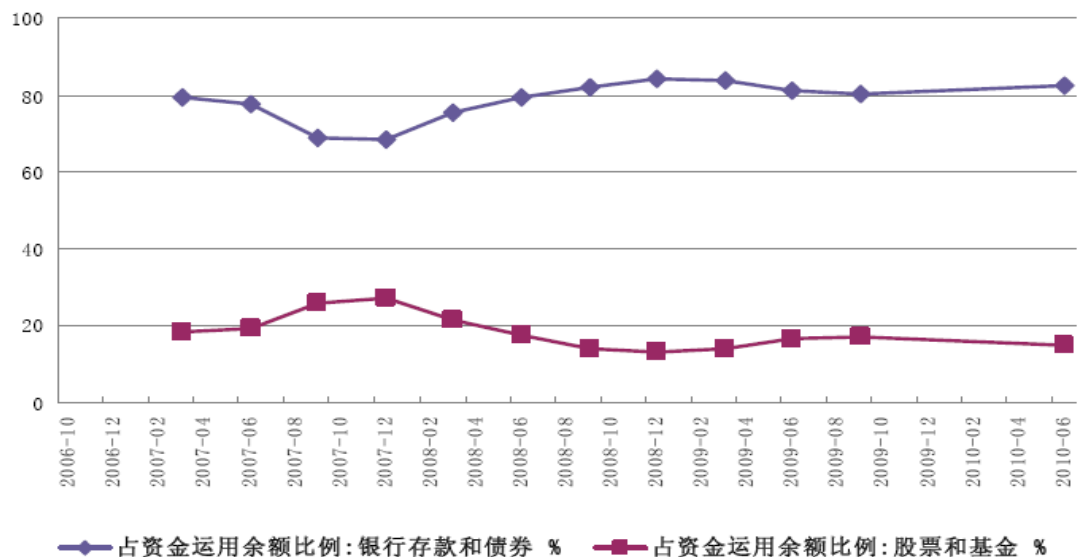
加息直接提高保险公司投资业绩，利息收入随着加息水涨船高，提升保险公司盈利能力。保险公司的投资资产中近80%投资于固定收益类资产，存款利率的上调将会使各类存款和债券的利息收入上升，保险公司受益明显。

图表12 保险资金投资结构



资料来源：CIRC、平安证券研究所

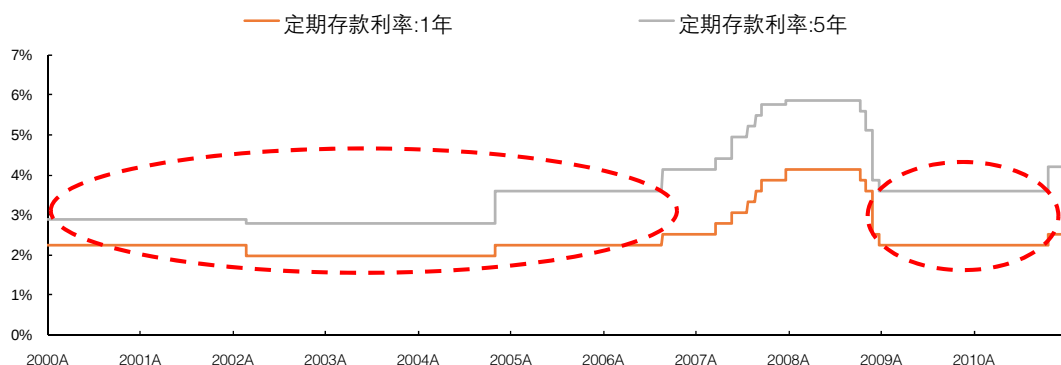
图表13 银行存款与债券投资占据绝对比重



资料来源：CIRC、平安证券研究所

加息前存款利率长期处于低位，固定收益类资产收益较低，对于保险股估值压制明显。之前银行存款利率一直处于历史低位，债券收益率低迷且持续较长时间，对保险公司的资产配置带来较大压力，一直是压制保险股估值的一个重要因素。

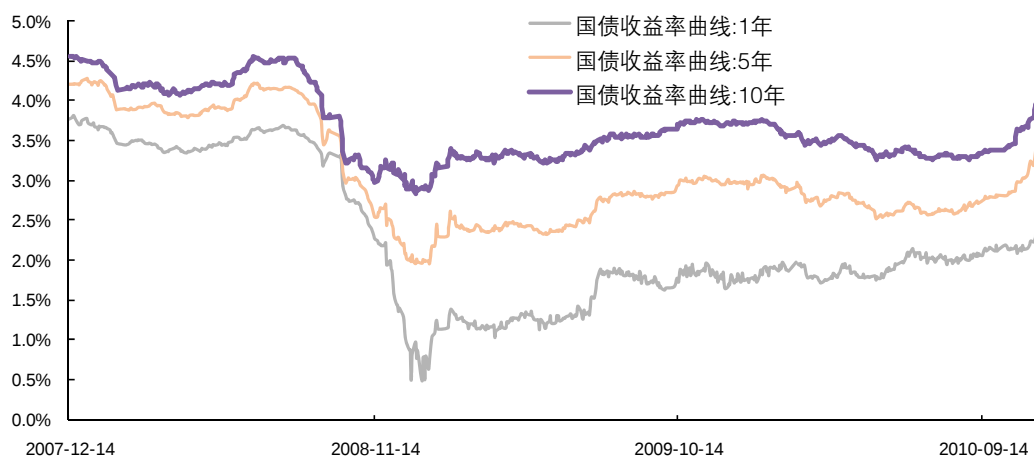
图表14 低息环境对保险公司资产配置形成巨大压力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

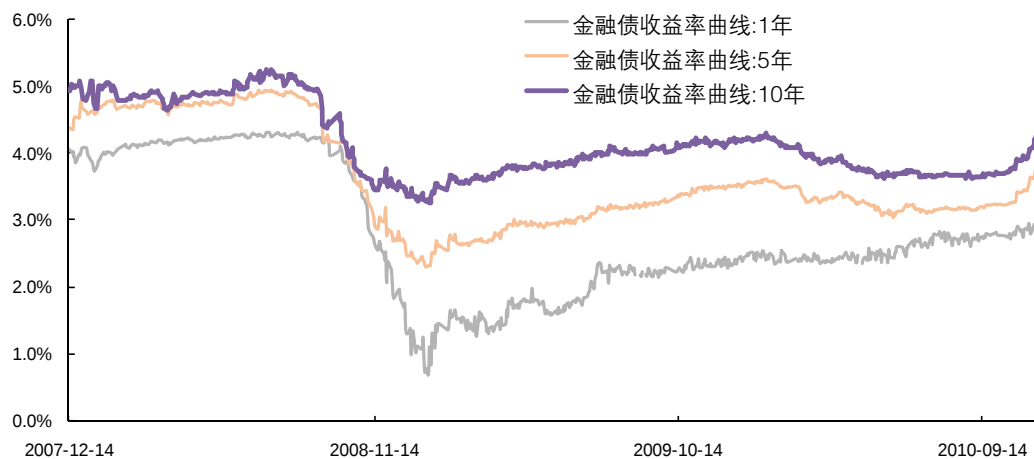
进入加息通道, 存款利率与债券到期收益率上行。10月19日央行宣布34个月以来的首次加息, 1年期存款利率增加25bp, 5年期存款利率增加60bp。自加息后债券到期收益率已上升超过50bp, 随着市场对下次加息预期的增强, 债券收益率有望不断升高。

图表15 国债到期收益率曲线



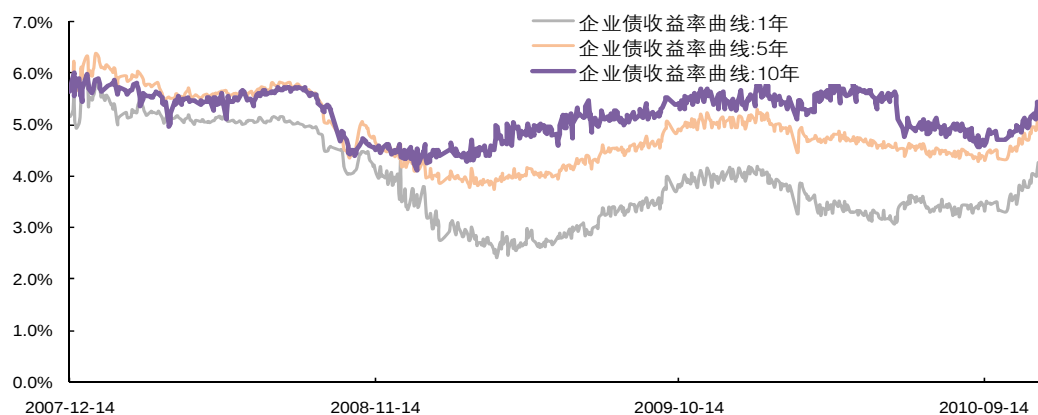
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 金融债到期收益率曲线



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 企业债到期收益率曲线



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 加息提升会计利润，净资产基本不受影响

加息会通过两方面提升会计利润。

- **投资收益上升。**留存资产中浮息存款与债券收益直接提升，新增资金和到期资金的投资收益也会随加息而上升。由于浮息存款与债券的占比并不高，利息收入提高主要是通过新增资产和到期资产实现，所以收益提升是长期渐进的过程，此次加息可提升长期投资收益率40-50bp。
- **准备金负债减少。**新会计准则下，准备金贴现率基准采用750天移动平均国债到期收益率。加息后，准备金贴现率上升，负债现金流贴现值下降，准备金计提减少，会计利润增加。

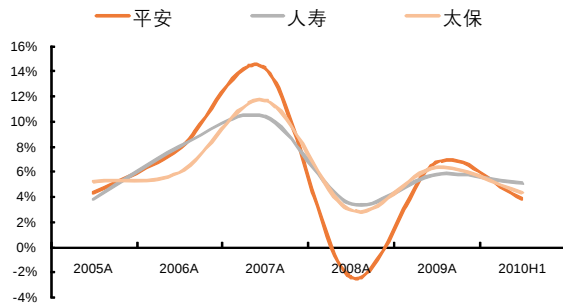
图表18 加息60bp提升长期投资收益率40-50bp

资产类别	资产配置				
	情景1	情景2	情景3	情景4	情景5
现金	5%	6%	8%	8%	10%
定期存款					
国债	80%	75%	70%	70%	65%
金融债					
企业债					
股票基金	15%	15%	15%	15%	15%
不动产	0%	2%	3%	3%	5%
基建投资	0%	2%	4%	4%	5%
合计	100%	100%	100%	100%	100%

资产类别	投资收益率 增加额	长期投资收益率变化				
		情景1	情景2	情景3	情景4	情景5
现金	+20bp	0.01%	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%
定期存款						
国债	+60bp	0.48%	0.45%	0.42%	0.42%	0.39%
金融债						
企业债						
股票基金	+0bp	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
不动产	+0bp	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
基建投资	+0bp	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计		0.49%	0.46%	0.44%	0.44%	0.41%

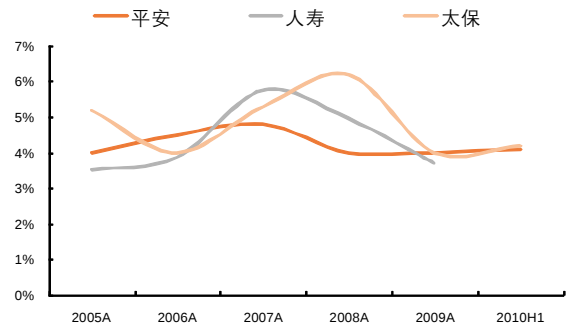
资料来源: 平安证券研究所

图表19 三大保险公司总投资收益率



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表20 三大保险公司净投资收益率



资料来源：公司数据，平安证券研究所

加息后净资产短期略有下降，随后逐渐回升。

- 加息会导致债券市场下跌，浮亏增加，净资产下降。
- 由于准备金基准采用750天移动平均国债到期收益率，加息后准备金负债也将逐渐下降，净资产上升，可以部分抵消由于债市下跌造成的净资产下降。
- 大部分债券属于可供出售金融资产，浮盈浮亏不反应在损益表中，对会计利润无影响。

2.3 加息提升内含价值与新业务价值，有助估值水平上升

加息将有助于保险公司提高内含价值的投资收益率假设，从而带来有效业务价值及一年期新业务价值的提高，保险公司的估值水平将会随之上升。投资收益率假设上升50bp，公司评估价值上升7%—12%。

图表21 长期投资收益率假设+50bp可使估值上升7%-12%

中国 平安						
		2010E			2011E	
投资回报率增加值	10bp	50bp	100bp	10bp	50bp	100bp
有效业务价值	4.4%	21.5%	39.5%	4.4%	21.5%	39.5%
新业务价值	1.6%	7.9%	14.5%	1.6%	7.9%	14.5%
寿险评估价值	1.9%	9.3%	17.1%	2.0%	9.6%	17.6%
总估值	1.6%	7.6%	13.9%	1.6%	7.8%	14.4%

中国 人寿						
		2010E			2011E	
投资回报率增加值	10bp	50bp	100bp	10bp	50bp	100bp
有效业务价值	4.0%	18.5%	33.7%	4.0%	18.5%	33.7%
新业务价值	3.2%	14.8%	27.0%	3.2%	14.8%	27.0%
寿险评估价值	2.6%	11.9%	21.7%	2.6%	11.8%	21.5%
总估值	2.6%	11.9%	21.7%	2.6%	11.8%	21.5%

中国 太保						
		2010E			2011E	
投资回报率增加值	10bp	50bp	100bp	10bp	50bp	100bp
有效业务价值	4.5%	21.2%	39.6%	4.5%	21.2%	39.6%
新业务价值	2.6%	12.4%	23.1%	2.6%	12.4%	23.1%
寿险评估价值	2.3%	10.9%	20.4%	2.6%	12.1%	22.5%
总估值	1.5%	7.2%	13.5%	1.7%	8.1%	15.1%

资料来源：平安证券研究所

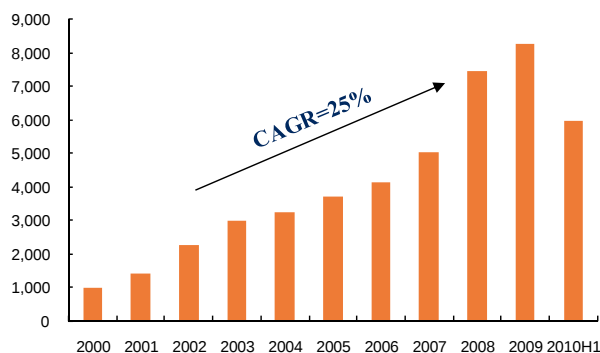
三、寿险：收入增速放缓，新业务价值增速维持 10%~20%

3.1 业务发展：销售驱动特征不变、关注业务员增员与银保驻点销售问题

中国寿险业一直保持快速发展势头，预计2011年保费增幅放缓，看好行业长期发展。

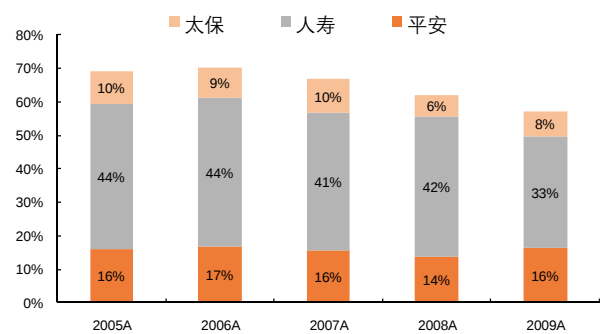
- 营销员渠道人力增员短期遇到困难，受销售驱动特性影响，业务增速也会受影响。
- 银保是过去几年寿险行业高增长的主要动力之一，受银监会取消驻点销售新规影响，预计银保渠道业务增速放缓，行业增速也会下降。
- 未来发展空间巨大，养老险与健康险市场基本仍是空白，整个寿险行业高增长趋势不改。
- 虽然市场集中度有所下降，但从保费收入和资产规模上，三大上市公司仍具有较高垄断地位。

图表22 寿险行业保费维持高速增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 行业集中度下降

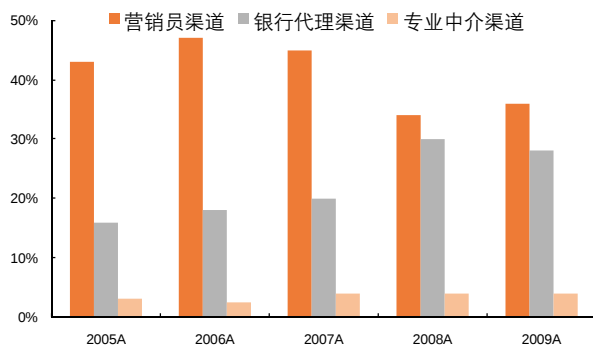


资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

营销员渠道仍是中国寿险业的主力军，渠道销售驱动特征不变。

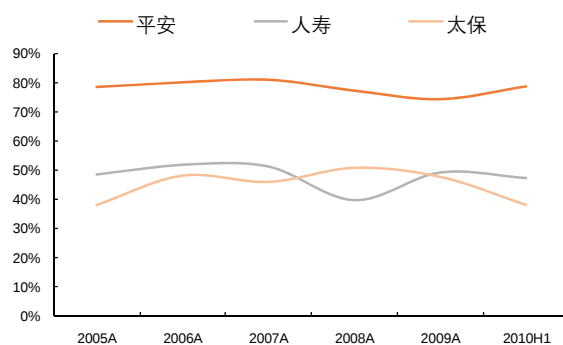
- 营销员渠道销售驱动特征不变，业务收入=业务员人力×人均产能，业务增长主要来自业务员人力增长和人均产能提升。
- 营销渠道的业务品质最高，占据寿险公司盈利的90%以上，也是新业务价值增长的主要来源，一直是各大公司发展的重点。
- 2011年银保业务发展遇到困境，公司为了保增长，个险的争夺将更为激烈。
- 预计各公司在2011年会继续加强业务结构调整，提升单位保费利润率，并继续扩充人力。

图表24 营销员渠道为寿险主要盈利渠道



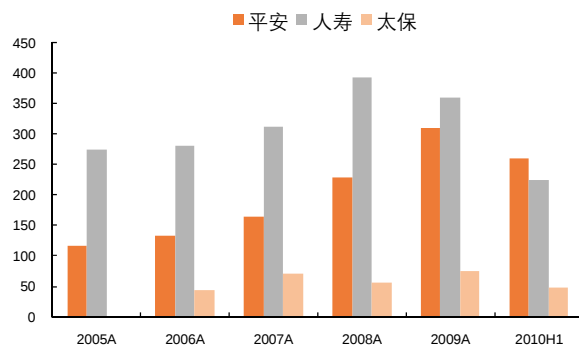
资料来源: CIRC, 平安证券研究所

图表25 寿险保费结构中个险占比至关重要



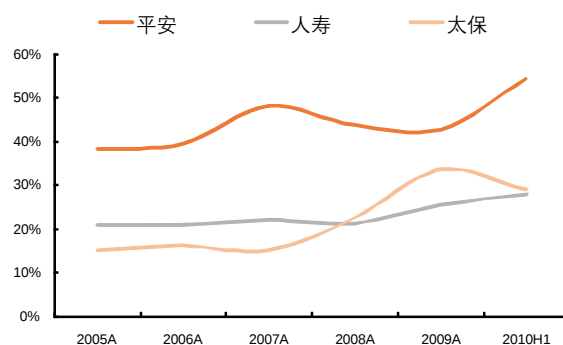
资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

图表26 个险首年保费代表了公司的营销能力



资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

图表27 首年期交占比决定盈利能力

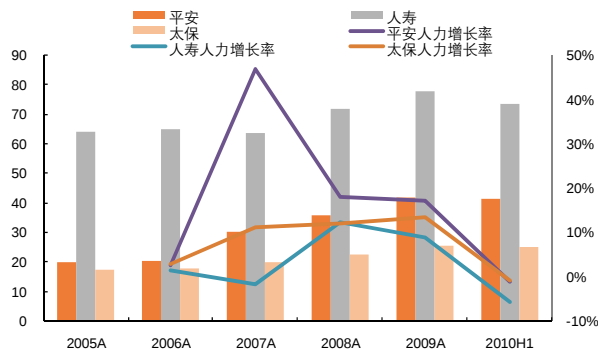


资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

营销员渠道人力增员短期遇到困难, 长期可望稳步增长, 提升人均产能是关键。

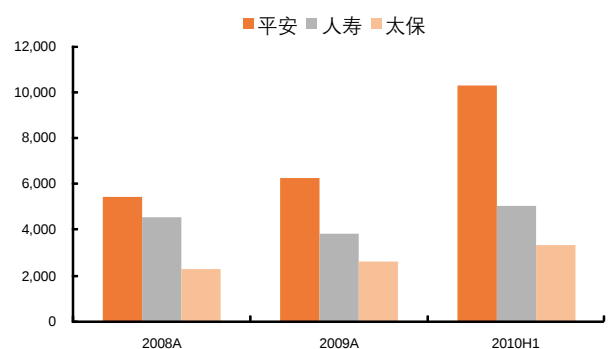
- 受业务节奏和收入较低等因素影响, 全行业均遇到增员难的问题, 业务员增长率出现零增长甚至负增长。
- 各公司对于业务员的投入不断加大, 提供社保福利、持续提升的营销激励方案等等, 使得营销渠道成本不断攀升, 各公司必须通过产能的提升来消除费用上升的不利影响。
- 随着业务员收入和福利的提升, 我们认为整个保险行业的业务员规模在未来将保持较为平稳的水平。

图表28 业务员增员情况遇到瓶颈



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表29 业务员产能增长情况

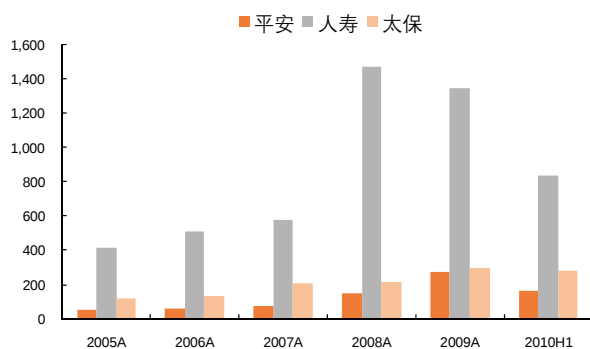


资料来源：公司数据，平安证券研究所

银行保险渠道议价能力进一步下降，利润率触及地板。

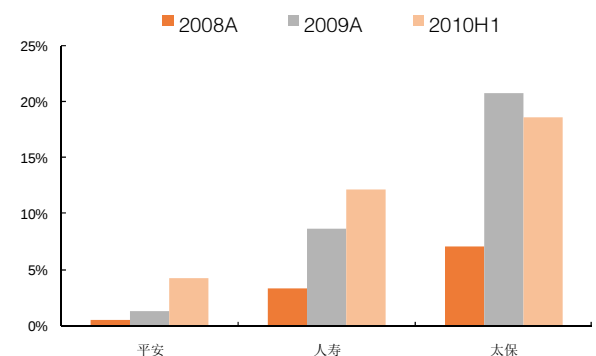
- 银保渠道由于较易形成规模，在近年实现了高速发展，但盈利能力一直较低，努力提升期交比例是各公司的发展重点。
- 目前银保渠道的合作模式仅有销售协议，公司根据产品发行情况与银行签订协议，确定手续费率。各公司为了提升市场份额和资产规模，均采用“以利差益补费差损”的市场策略，导致银保渠道的手续费节节攀升，公司无法控制渠道费用。
- 受专业局限和利益影响，银保渠道销售的大部分为趸交或短交的简单保险产品，且保险期限较短，所以银保渠道利润率非常低，已触及地板。
- 低利润率对公司的管理和投资都提出了很高的要求，同时银保对于偿付能力的侵占很快，对于公司的资本金压力也较大。

图表30 银保渠道较易形成规模，但利润率很低



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表31 提升期交占比是银保渠道的发展重点



资料来源：公司数据，平安证券研究所

11月银监会发布新规取消驻点销售，对现有银保渠道销售模式影响巨大，2011年保费增长堪忧。

- 驻点销售是目前银保渠道的主要销售模式。如果银监会严格执行新规，势必对现有的银保销售模式造成很大的冲击，短期内会直接影响各公司的银保渠道保费收入。
- 银保期交业务受新规冲击最大，降低银保渠道利润率。期交业务相对较为复杂，需要通过保险

公司驻点销售人员进行推销与说明。如果不允许驻点销售，银保期交发展进程势必受挫。银保渠道的利润率一直不高，近年来各公司大力发展银保期交业务使得银保的新业务价值不断改善，新规定的执行会使得银保期交占比下降、公司新业务价值增速放缓。

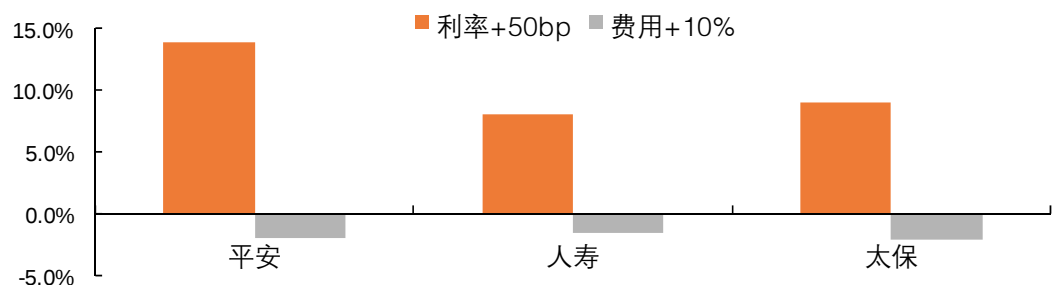
- **2011年重点关注新规的执行力度以及各公司的应对措施。**银保业务对于银行是极其优质的业务，不用承担风险且收益丰厚。如果禁止保险公司驻点销售，保险公司需要加大对于银行人员的培训，银保渠道运作模式会发生较大改变，渠道议价能力进一步下降，费用支出会上升，新业务价值贡献会下降。

3.2 盈利能力：利差上升、费差微降、整体向好

虽然受新会计准则影响，无法对当年利润进行利源分解，但从保险产品的现金流来看，保险公司的长期盈利能力依然来自于三差。通过对三差的分析，可以清晰形成对于盈利能力的判断。

- **利差：**受益于加息，公司利差会增长，但是一个长期渐进的过程。根据前面的测算，此次加息会提升长期投资收益率40-50bp。
- **费差：**受业务员渠道费用投入加大以及银保渠道议价能力下降影响，费差会略有下降。根据内含价值敏感性测试的结果来看，费用增加10%对于公司长期盈利的影响小于3%。
- **死差：**由于目前定价发生率与经验发生率均未发生重大变化，所以死差保持不变。
- **整体：**加息对利差的提升力度明显，保险行业整体盈利能力上升。

图表32 内含价值对费用的敏感度较低，显示对于利润的影响也较小



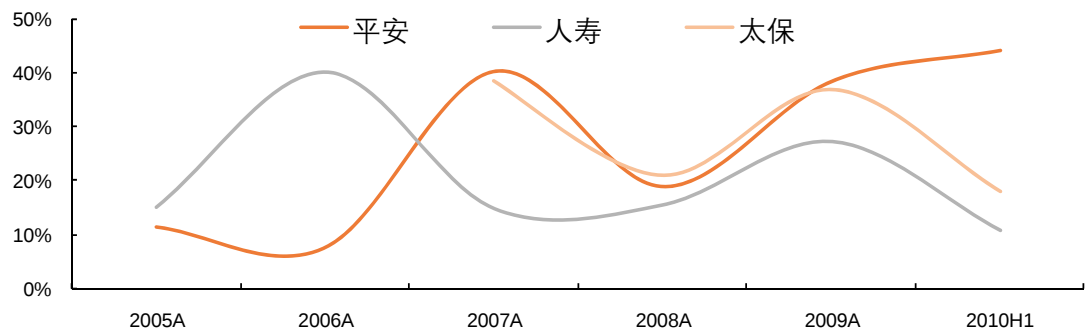
资料来源：公司数据、平安证券研究所

3.3 价值增长：新业务价值增速可保持 10%-20%

受业务员增员与银保新规影响，新业务价值增速略有放缓，但长期稳定增长趋势不变。

- 个险业务保费增速会放缓，但各公司会继续通过业务结构调整有效提升利润率，保持新业务价值的快速稳定增长。
- 虽然受到银监会新规影响，银保新业务价值增速会下降，但由于银保一直都不是新业务价值的主要组成部分，所以对整体影响不大。
- 根据各公司的业务节奏来看，业务员人力发展问题可望在2011年上半年解决。
- 基于对持续的业务结构改善和业务员人力恢复稳定增长的判断，我们预计2011年新业务价值增长率为10%-20%。

图表33 新业务价值增速将略有下降，预计2011年增速可保持10%-20%



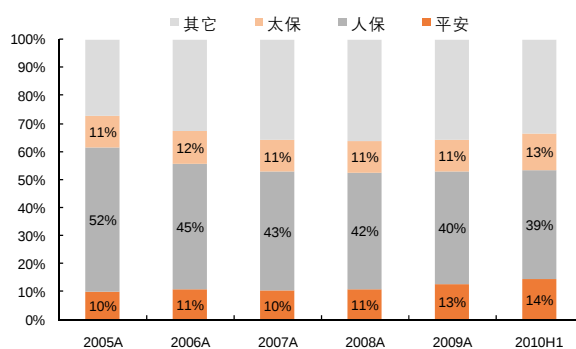
资料来源：公司数据、平安证券研究所

四、产险：保持快速增长，盈利能力明显改善

4.1 业务发展：车险仍是主力军，继续保持快速增长

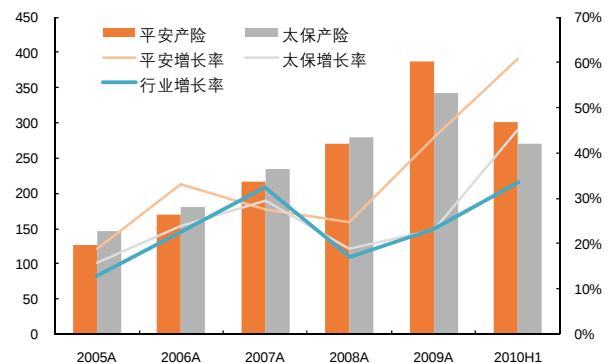
产业业务发展维持超过25%的增长率，车险的大幅增长是主要原因。人保、平安、太保形成的垄断格局短期内不会发生变化，拥有部分的定价权优势。

图表34 三大产险公司维持垄断地位



资料来源：公司数据，平安证券研究所

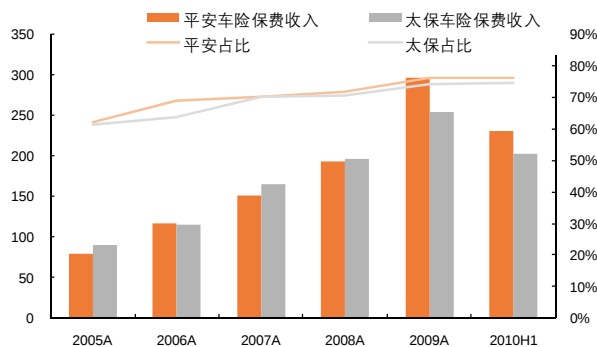
图表35 上市险企产险业务增速高于行业平均



资料来源：公司数据，平安证券研究所

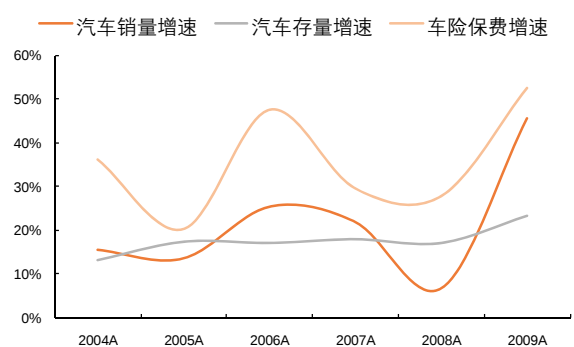
汽车销量大增刺激车险需求。车险是目前财产险市场的绝对主力，占保费收入的70%以上。企财险、责任险虽然增速也不低，但尚处于弱势。

图表36 车险是产险的主营业务



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表37 车险保费保持着高于汽车产销的增速



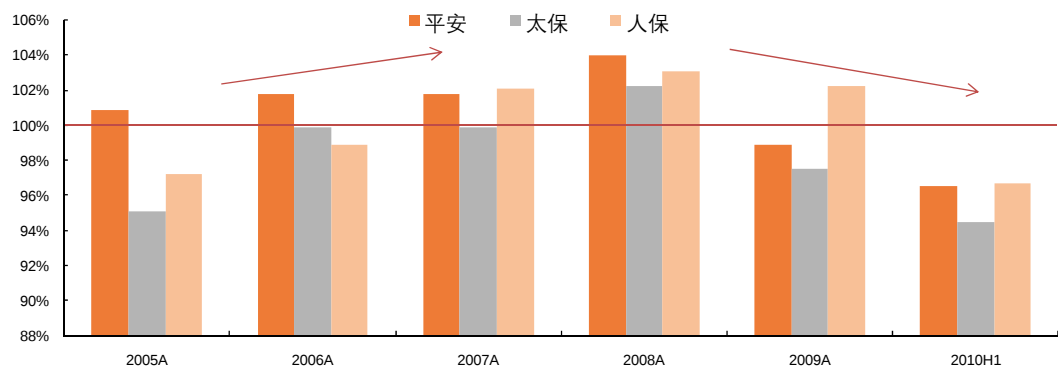
资料来源：公司数据，平安证券研究所

新渠道是未来发展的重点。自车险电销渠道开通，每月电销渠道保费增速超200%。电销渠道为客户提供更便宜、便捷的车险购买途径。目前各个公司均在快速的扩充新渠道的队伍建设，随着新渠道规模的扩大摊薄保单获得成本，会有力提升车险的盈利能力。

4.2 盈利能力：明显改善，中短期可继续保持，长期盈利情况待观察

2008年之前，产险业务的综合成本率节节攀升，各公司都处于承保亏损状态。

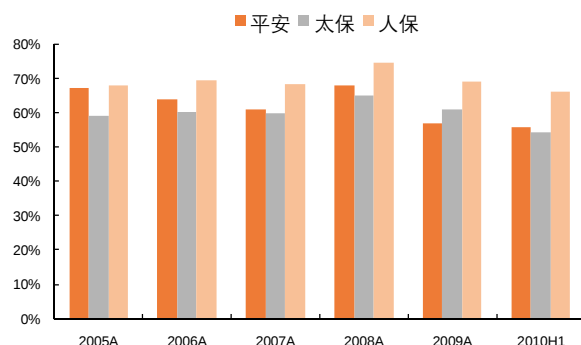
图表38 2008年之前产险行业处于承保亏损状态，自2009年开始明显改善



资料来源：Gildata，平安证券研究所

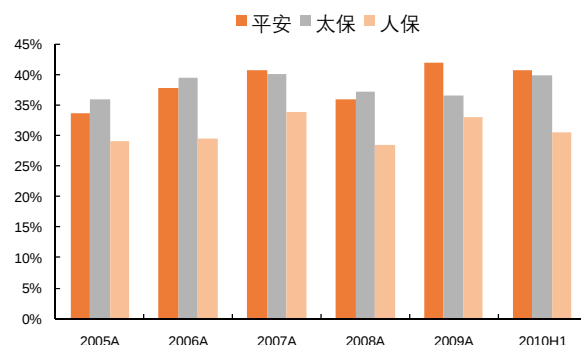
2009年后产险盈利能力持续改善，主要是依靠市场严格监管。2008年8月保监会发布财产险领域改革的纲领性文件《关于进一步规范财产保险市场秩序工作方案》，该文件的强力推行直接影响到2009年，使整个产险业扭亏为盈，并使得这一趋势延续到2010年。各产险公司的赔付率和综合成本率均迅速下降，有力提升了承保盈利能力。

图表39 市场环境转好，赔付率逐渐下降



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表40 业务高速增长，费用率维持较高水平



资料来源：公司数据，平安证券研究所

中短期中国产险市场的盈利情况能够继续维持。随着中国保险监管和法制建设的不断推进，以及信息共享平台在全国的推广，产险行业的综合成本率将会得到持续改善，行业发展前景看好。

- 偿付能力监管力度加强，不满足要求的公司限制业务发展，有助于行业的溯本清源，避免恶性竞争，使行业的经营理念转变，发展回到良性发展的道路；
- 车险信息共享平台的全国推广，车险是产险业务最大的部分以及赔付率最高的部分，信息共享平台的推广将有助于规范车险赔付，降低赔付率，提升盈利能力。

产险行业长期盈利情况有待观察。

- 目前产险行业的盈利改善的一个主要原因是监管部门强制的“7折令”，但市场自由化是发展的大趋势。取消限折令后，行业的盈利水平肯定会有所下降。
- 深圳已经于10月底公布车险费率浮动方案，车险定价机制即将进入新时代。
- 根据国外经验，产险承保很难盈利，主要靠投资收益弥补。

图表41 就国外经验来看，产险承保很难盈利，主要靠投资收益弥补

	美国	加拿大	英国	德国	法国	日本
用占净保费的百分比(%)来表示	1994-2004	1994-2004	1994-2004	1994-2004	1995-2004	1996-2004
损失率	78.7%	73.3%	73.0%	71.3%	80.8%	61.2%
费用率	26.4%	29.8%	31.2%	27.5%	23.3%	38.1%
保单持有人红利率	1.1%	n.m.	n.m.	1.0%	1.1%	0.1%
混合比率	106.2%	103.1%	104.2%	99.9%	105.2%	99.4%
标准化承保业绩1	-6.9%	-3.7%	-4.7%	-2.4%	-6.1%	0.4%
净投资业绩	16.2%	13.8%	16.8%	15.4%	13.4%	4.7%
其他费用/收入	0.0%	0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.8%
利润率(税前)	9.2%	10.4%	12.8%	12.7%	7.0%	4.4%

资料来源：Sigma，平安证券研究所

五、估值与公司点评

5.1 进入加息通道利好保险行业，给予“强烈推荐”评级

1. 行业长期发展形势良好，未来十年是黄金发展期，年均增长率可达20%。
 - 中国经济持续向好，随着人均收入和保险意识的提升，保险深度和保险密度不断提高。
 - 保险深度和保险密度的乘数效应使得保险行业增长速度要快于经济的增长速度。基于名义GDP增长率11%和弹性系数1.8的假设，未来十年年均增长率可达20%，资产规模可望三年翻一番。
2. 加息明显提升保险公司的长期收益与内含价值，使得公司的盈利能力和估值水平上升。
 - 加息直接提高保险公司投资业绩，债券与存款利息收入随着加息水涨船高，提升保险公司长期盈利能力。此次加息提高长期投资收益率40-50bp，伴随加息周期，投资收益率可不断上升。
 - 加息提高内含价值的投资收益率假设，带来有效业务价值及一年期新业务价值的提高，保险公司估值水平随之上升。根据敏感性测试的结果，长期收益率增加50bp将提升估值水平7%-12%。
3. 新会计准则下内含价值估值法具有很高的安全边际。
 - 目前的内含价值仍按照旧会计准则计算，新会计准则的影响没有反应到保险公司估值中。
 - 新会计准则下保险公司的利润前置，如果用新会计准则作为内含价值的计算基础，会大幅提升有效业务价值和新业务价值。
 - 新会计准则下准备金负债减少，净资产增加，内含价值中的调整净资产也会增加，估值上升。
4. 保险股在金融板块中具有独特的先天优势。
 - 保险VS银行：资金成本较低，无资产质量担忧；
 - 保险VS证券：主营业务周期性较弱，无证券的市场波动担忧；
 - 行业发展前景明确，享受中国经济高增长带来的益处。
5. 目前估值水平极低，行业发展前景明确，加息通道带来盈利能力和估值水平的上升，给予保险行业“强烈推荐”评级。

5.2 中国人寿：优良的保单质量，强大的央企品牌，“推荐”

推荐理由：

1. 行业龙头，业务员队伍数量庞大，强大的央企品牌效应。
2. 无高利率保单，留存业务品质最为优良，隐含利润庞大。
3. 业务结构调整作用显著，未来改善的空间大。
4. 2011年合理评估价值32.9元。

风险因素：

业务发展持续低迷，银保业务受新规影响出现下降。

5.3 中国太保：产寿险均衡发展的上海保险股，“推荐”

推荐理由：

1. 产险业务高速发展态势有望保持，综合成本率持续行业领先，对集团的利润贡献有望与寿险业务平分秋色。
2. 寿险业务在个险渠道方面的潜力巨大，预计人均产能将稳步提高；银保渠道的市场地位将进一步巩固。
3. 集团H股上市融资后偿付能力充裕，资本运作空间较大。
4. 2011年的合理评估价值为32.2元。

风险因素：

凯雷所持股份（占比15.60%）将于年底解禁流通。

图表42 保费假设与估值（亿元）

	人 寿			太 保		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
保费收入假设						
寿险规模保费收入	3,174	3,650	4,197	861	1,102	1,332
YoY	15.0%	15.0%	15.0%	38.8%	28.0%	20.9%
其中：首年期交保费收入	477	549	603	176	221	262
YoY	20.0%	15.0%	10.0%	38.2%	25.3%	18.6%
其中：首年趸交保费收入	1,248	1,322	1,448	388	514	630
YoY	6.9%	5.9%	9.5%	52.7%	32.5%	22.6%
其中：续期保费收入	1,294	1,609	1,959	296	367	440
YoY	22.8%	24.3%	21.7%	24.3%	23.7%	20.0%
产险保费收入	—	—	—	491	643	806
YoY	—	—	—	43.1%	31.0%	25.4%
估值						
寿险业务估值						
调整净资产	1,951	2,342	2,810	368	393	424
有效业务价值	1,507	1,803	2,145	270	487	730
内含价值	3,459	4,145	4,955	639	880	1,154
一年新业务价值	195	224	258	57	65	73
评估价值	8,135	9,298	10,624	1,487	1,855	2,256
寿险每股评估价值	28.8	32.9	37.6	17.3	21.6	26.2
每股调整净资产	6.9	8.3	9.9	4.3	4.6	4.9
每股内含价值	12.2	14.7	17.5	7.4	10.2	13.4
每股有效业务价值	5.3	6.4	7.6	3.1	5.7	8.5
每股一年新业务价值	0.7	0.8	0.9	0.7	0.8	0.9
非寿险业务价值合计	—	—	—	8.8	10.6	12.6
价值合计	28.8	32.9	37.6	26.1	32.2	38.8

资料来源：平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257