

投资环境向好

—— 2011 年保险行业投资策略报告

金融/保险

优于大势

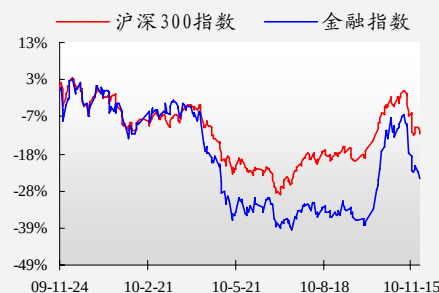
维持评级

2010 年 11 月 24 日

投资要点:

- 继 2009 年寿险公司进行业务调整后, 2010 年各保险公司采取措施, 在银保领域继续重点发展期缴业务, 在个险领域重点发展期限长、保障程度高的分红险业务。保费增速较快, 质量稳健提升。
- 从银保渠道来看, 各公司继续去年以来的业务转型, 银保期缴比例在去年的基础上继续保持高速增长。对太保来说, 银保期缴率保持去年的发展水平, 在银保总保费高速增长的推动下, 银保期缴保费收入规模同比增幅大。对中国平安来说, 公司压缩了银保总保费的增长速度, 由于银保期缴率有所提高, 因此期缴保费提高速度快。中国人寿的银保期缴比例在去年的基础上继续提高。因此, 银保期缴保费增速也保持了可观的增长。
- 从产品结构上来说, 由于对 2010 年的投资收益预期不高, 各家公司的产品主要以分红险为主, 压缩了万能险, 同时传统险种也有所萎缩。分红产品与万能险相比, 由于保障成分高, 产品透明程度低, 同业竞争程度低, 边际利润率高, 因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。
- 利息走势与债券价格走势具有明显的负相关性。随着利率提升, 债券将面临价格下跌的压力。随着加息周期的开始, 以及通胀预期的增强, 债市走势见顶回落, 债券收益率逐渐上升。尤其是长债收益率上升速度较快。
- 鉴于西方国家持续的宽松货币政策, 我国资本市场面临的流动性环境相对宽松, 股票市场依然有较好的投资机会, 因此给予保险行业优于大势的投资评级, 给予中国平安、中国太保“推荐”的投资评级。

走势图



重要公司

评级

中国平安	推荐
中国太保	推荐
中国人寿	谨慎推荐

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550209030096

TEL: (8621)6337 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20

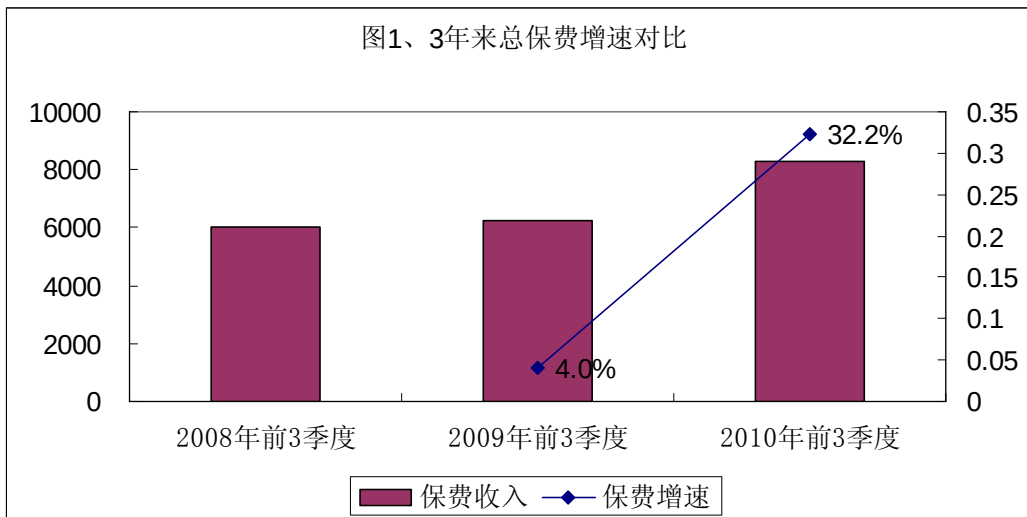
邮编: 200002

一、保费强劲增长，质量稳健提升

继 2009 年寿险公司进行业务调整之后，2010 年各保险公司采取措施，在银保领域继续重点发展期缴业务，在个险领域重点发展期限长、保障程度高的分红险业务。保费增速较快，质量稳健提升。

1、全行业总保费保持高速增长

2010 年前 9 个月，全国寿险总保费收入 8262.5 亿元，同比增长 32.2%，由于 2009 年业务结构进行调整，基数比较低，因此 2010 年保费增长速度较高。分渠道看，个险新单增长 21.3%，个险新单期缴增长 33.8%，代理人队伍的发展及人均产能的提高保证了个险业务的发展。银保新单增长 39.2%，由于去年银保新单期缴率已提高，在高基数上，2010 年前 9 月银保新单期缴保费仍保持较高增长速度。



资料来源：中国保监会

表 1、2010 年前 9 个月寿险行业分渠道保费收入同比

单位：万元

	个险		银保		团险
	个险新单	个险期缴	银邮总保费	银邮新单	团险总保费
2009 年 1-9 月	8214494	6415624	29782603	28267439	3721443
2010 年 1-9 月	9966644	8584267	41444646	37668982	4119311
同比	21.30%	33.80%	39.20%	33.30%	10.70%

资料来源：东北证券

从非传统的销售渠道看，经代业务和电话营销业务增速较快，并且期缴率较高。说明寿险行业在新渠道开拓方面进展较快。特别是电话销售业务，进展较快。为了掌握市场和客户信息，为了增强市场和客户控制力，为了提升服务能力，保险公司越来越重视发展自有直销渠道，电话销售业务是较好的直销手段，交易成本低，与客户接触方便。

表 2、2010 年前 9 个月寿险行业分渠道保费收入同比

单位：万元

	经代业务			电话营销业务		
	经代新单	经代期缴	期缴率	电话新单	电话期缴	期缴率
2009 年 1-9 月	95110	67149	70.6%	103697	99588	96%
2010 年 1-9 月	140427	105683	75.3%	179986	130773	73%
	47.60%	57.40%		73.60%	31.30%	

资料来源：东北证券

2、从渠道上看，银保期缴率继续提高

从银保渠道来看，各公司继续去年以来的业务转型，银保期缴比例在去年的基础上继续保持高速增长。对太保来说，银保期缴率保持去年的发展水平，在银保总保费高速增长的推动下，银保期缴保费收入规模同比增幅大。对中国平安来说，公司压缩了银保总保费的增长速度，由于银保期缴率有所提高，因此期缴保费提高速度快。中国人寿的银保期缴比例在去年的基础上继续提高，因此，银保期缴保费增速也保持了可观的增长。

表 2、各公司银保业务增长状况

	中国人寿	平安	太平洋
总保费	13.00%	20.20%	43.20%
银保总保费	13.20%	-6.8%	76.60%
银保新单	7.4%	-7.2%	60.40%
银保期缴	95.8%	600.1%	55.80%

资料来源：东北证券

表 3、银保期缴率比较

	2008 年	2009 年前	2010 年
中国人寿	2.70%	7.9%	14.4%
平安人寿	0.18%	0.5%	4.0%
太平洋人寿	2.30%	20.5%	19.9%

资料来源：东北证券

表 4、全行业个险及银保历年期缴率比较

	个险期缴率	银保期缴率
2005 年	70.60%	0.70%
2006 年	85.90%	5.30%
2007 年	84.80%	5.90%
2008 年	85.50%	5.04%
2009 年	86.90%	9.90%
2010 年	86.10%	13%

资料来源：东北证券

从个险渠道来看，中国平安继续坚持重点发展个险的策略，个险总保费保持高增长，个险期缴率比去年同期有所下降，但人均产能仍保持较高水平；中国太保个险期缴比例有所提高，但由于个险总保费增长幅度不大，因此，个险期缴保费增长速度较低；中国

人寿的个险新单和期缴业务增速较慢。由于各公司继续坚持业务转型，个险、银保期缴比例都有所提高，因此，三家公司首年年化保费依旧保持高增长，其中，中国平安增长速度最快。

与去年不同的是，今年首年年化保费的增长是在总保费高速增长的基础上的增长，这在中国太保身上体现得特别明显。说明，在去年业务转型的基础上，在发展个险业务的同时，各家公司仍旧坚持高比例的银保期缴业务，在去年低基数的基础上，实现了保费的高增长。由于投资环境的压力，中国平安降低了银保业务的发展速度，但银保期缴率进一步提高，因此对新业务价值的贡献显著。

表 5、各公司个险业务增长状况

	中国人寿	平安	太平洋
总保费	13.00%	20.20%	43.20%
个险总保费	13.10%	32.00%	18.10%
个险新单	4.8%	42.40%	10.6%
个险期缴	8.7%	36.1%	13.5%

资料来源：东北证券

表 6、各公司个险保期缴率比较

	2008 年	2009 年	2010 年
中国人寿	88.90%	83.4%	86.4%
平安人寿	93.78%	97.8%	93.5%
太平洋人寿	86.06%	89.0%	91.3%

资料来源：东北证券

3、从产品结构上看，分红险成为主要险种

从产品结构上来说，由于对 2010 年的投资收益预期不高，各家公司的产品主要以分红险为主，压缩了万能险，同时传统险种也有所萎缩。分红产品与万能险相比，由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。

表 8、2010 年各公司产品结构

	产品结构	国寿	平安	太保
个险首期	传统占比	8.7%	2.7%	9.2%
	分红占比	90.9%	44.9%	89.6%
	万能占比	0.3%	51.4%	1.3%
	投连占比	0.0%	1.0%	
银保首期	传统占比	0.1%	0.0%	0.0%
	分红占比	96.5%	30.6%	99.9%
	万能占比	3.4%	66.3%	0.1%
	投连占比	0.0%	3.1%	

资料来源：东北证券

表 9、2009 年各公司产品结构

渠道	产品	中国人寿	中国太保	中国平安
个险首期	传统	25%	15%	3%
	分红	75%	82%	45%
	万能		3%	50%
	投连			2%
银行首期	传统			
	分红	95%	99%	13%
	万能	5%	1%	85%
	投连			2%

资料来源：东北证券

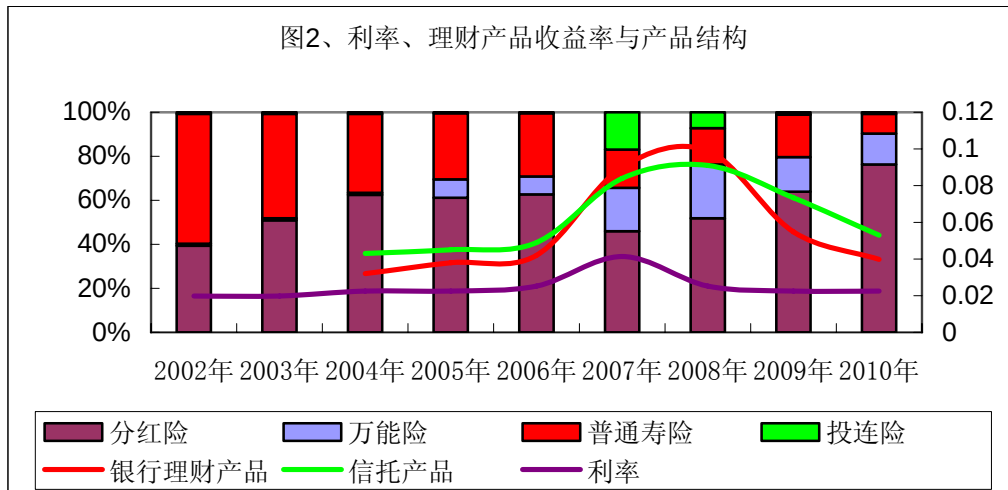
中国人寿的产品结构中提高了分红险的占比，万能险和投连险等投资型的险种占比较低，传统险占比下降。中国平安保费收入的增长主要来自于分红产品和万能产品，但在银保渠道，公司大力压缩了万能险规模，分红险保费增长速度提高；中国太保依旧沿用去年的策略，大力发展分红险，个险和银保渠道的分红险在去年高增长的基础上继续增长。在投资收益降低，投资型险种难以销售的情况下，分红险的保费收入仍然保持稳定增长，分红险成为各公司退守的主体险种。

4、加息将改变保险产品的结构

从不同的产品来看，受预定利率调整影响最大的是传统险，其次是分红险，最后是万能险和投连险。由于投连险和万能险的保单收益率随行就市，投保人很快就能分享到利率上升带来的收益，而分红险则要在一年之后时间才知道具体收益率情况，这使得投保人在购买分红险时更会与同期存款利率相比较。由此可见，加息使得保险理财产品面临同其他金融理财产品更激烈的竞争，保险产品结构将由传统险、分红险为主向万能险投连险为主转变。分红险、传统险占比下降，而投连险、万能险占比上升，将影响保险产品的边际利润率的提高，从而影响保险公司的内含价值。

2006—2007 年股市的火爆，使保险公司的权益类资产投资收益大幅度提高，为了与其它渠道的投资产品保持竞争优势，万能险的结算利率大幅提高，投连险的净值也大幅度高涨，促使万能险和投连险保费收入上升，当时的情况是不但使产品结构发生改变，产品边际收益率降低，并且给投资部门也产生了很大的压力。投连及万能产品的热销，使得大众对保险产品的需求只注重投资收益忽略保障功能，给保险产品的开发带来难度。保监会虽多次出台政策干预投资型保险产品的扩张，但效果有限。

图2、利率、理财产品收益率与产品结构



资料来源：东北证券

5、一年新业务价值增长幅度较大

各家寿险公司都继续坚持去年的业务转型，对产品结构进行了调整，大力发展长期险种，大力发展分红产品，使产品的边际利润率提高；大力发展银保期缴业务，使首年年化保费提高，边际利润率和首年年化保费的提高使一年新业务价值大幅度增长。

表 10、2009 年与 2010 年总保费与首年年化保费增速比较

	中国平安		中国太保		中国人寿	
	总保费收入	首年年化保费	总保费收入	首年年化保费	总保费收入	首年年化保费
2009 年 1-9 月	34.1%	47.3%	-10.0%	36.2%	-5.1%	30%
2010 年 1-9 月	20.2%	35.1%	43.2%	35.8%	13.0%	23.1%

资料来源：东北证券

6、规范银保业务的影响

2010 年 11 月初，银监会发布《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》，规定保险公司不得在银行驻点销售，每个银行网点最多代理三家保险产品，银行销售人员必须拥有保险代理资格才能销售保险。

（1）保险人员不得驻点销售对大公司影响大

不得驻点销售会影响出单量，因为银行没有多余的人员向客户推销保单，尤其是会减少期交银行保险产品销售。从各家公司的银保专管员人数来看，中国人寿银保专管员人数最多，为 42000 人，占比为 55.1%。因此受影响最大。自 2009 年以来，太保银保业务转型最快，银保业务期缴率大幅度上升，撤销银保专管员，对太保的银保期缴业务影响较大。对中国平安来说，业务结构以个险为主，受影响较小。

表 11、各家公司银保专管员人数及银保代理有效网点

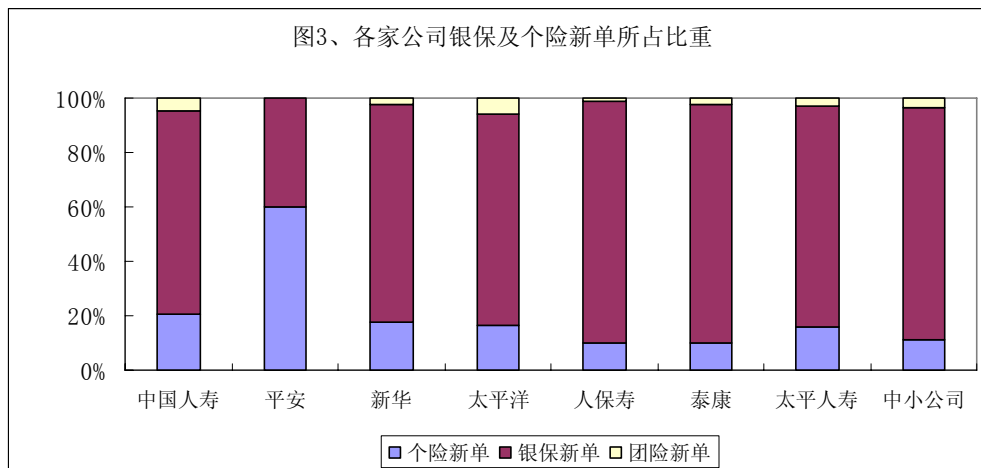
	国寿	太保	泰康	新华	平安
银保专管员人数	42000	--	11200	12000	4000
占比	55.1%		14.8%	16.5%	6.2%
银保代理有效网点	60000	20000	10000	10000	5000
占比	45.7%	15.3%	13.8%	13.6%	4.2%

资料来源：东北证券

（2）银行最多代理三家公司对中小保险公司影响大。

1 对 3 模式实际上加剧了保险公司对银行网点的争夺，势必会剥夺部分公司出售保单的阵地，尤其是一些中小公司。大保险公司与银行联系密切，保险资金的托管、结算都在银行完成，营业网点初期收取的保费也以活期存款的方式存于银行，因此，从这个角度上来说，保险公司特别是大的保险公司是银行的优质客户，尽管有一家银行网点最多代理三家保险公司业务的限制，但对大的保险公司来说，受影响不会太大，但中小保险公司的银保业务可能被压缩。中小保险公司的业务结构中，银保业务占比较高，“最多代理三家公司”的银保业务限制实施以后，银保业务手续费价格战会更加激烈，不利于整个行业的发展。

图3、各家公司银保及个险新单所占比重



资料来源：东北证券

二、加息环境下投资收益率上升

（一）债市资金将出现净流出，债券到期收益率上升

1、基金、非银行金融机构等在债市的增量资金减少

在加息周期内，债市的资金为了追逐更高的收益率，将从债市撤出。随着股市的回升和债市的高位回落，债市资金将向股市回流，股市和债市间的资金配置将出现一些新的变化。

对于基金公司以及以信托、证券为主的非银行金融机构来说，投资领域兼跨股市和债市，在股市低迷时，这些机构在债市的增量资金增加较快，在股市高涨时，基金等机构在债市投入资金减少，这些机构的资金开始向股市回流。

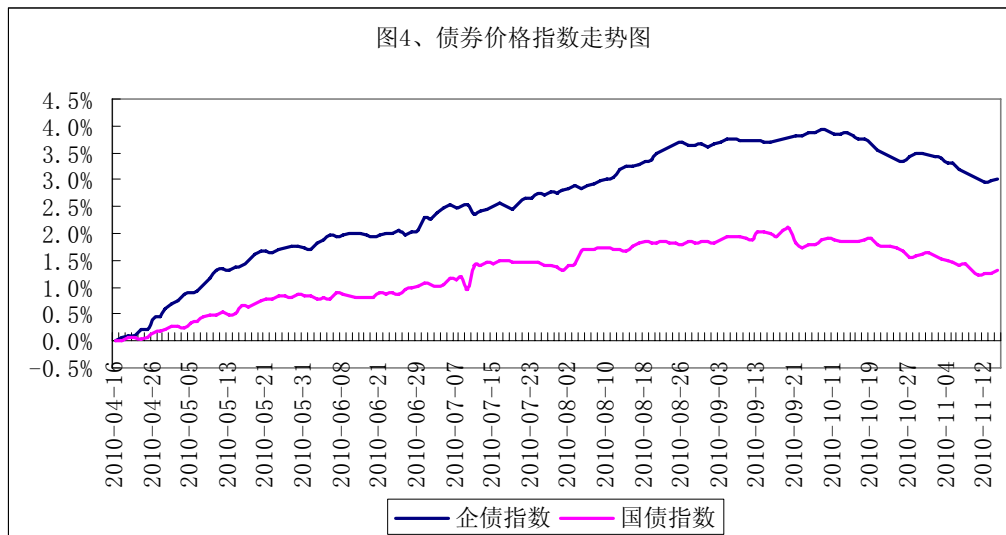
基金对债券市场的参与程度的变化造成收益率曲线陡峭程度变化。基金业作为整体，同时在债券和股票市场中寻找投资机会，影响债券的价格，进而影响债券的到期收益率。

另外，2010 年 9 月份以来，在紧缩政策的预期下，商业银行也调整了资产配置，减少了债券的购买量，将更多资金配置在信贷资产上。银行配置债券数量减少也造成债券价格下降。

表 12、不同金融机构债券配置状况

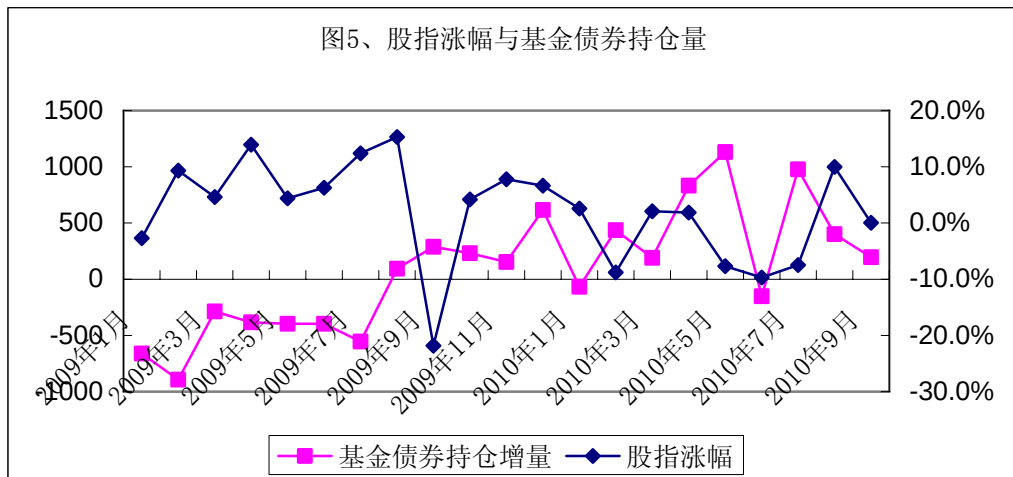
	商业银行	保险机构	基金
2009 年 12 月	578.8	592.1	615.7
2010 年 1-2 月	1,841.9	319.8	369.1
2010 年 3 月	3,968.3	460.6	190.1
2010 年 4 月	2,765.7	421.3	832.5
2010 年 5 月	1,682.9	596.3	1,130.7
2010 年 6 月	4,468.3	254.9	-151.8
2010 年 7 月	321.0	50.2	977.2
2010 年 8 月	3,593.1	167.1	401.2
2010 年 9 月	-63.2	625.4	195.8
2010 年 10 月	-604.1	157.3	35.3

资料来源：东北证券



资料来源：东北证券

图5、股指涨幅与基金债券持仓量

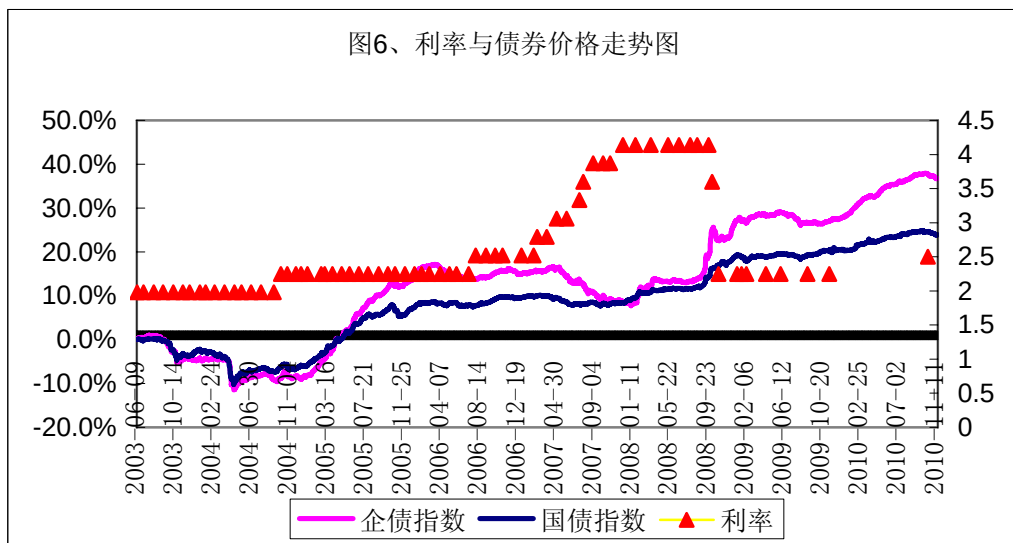


资料来源：东北证券

2、债市走势见顶

利息走势与债券价格走势具有明显的负相关性。随着利率提升，债券将面临价格下跌的压力。随着加息周期的开始，以及通胀预期的增强，债市走势见顶回落，债券收益率逐渐上升。尤其是长债收益率上升速度较快。

图6、利率与债券价格走势

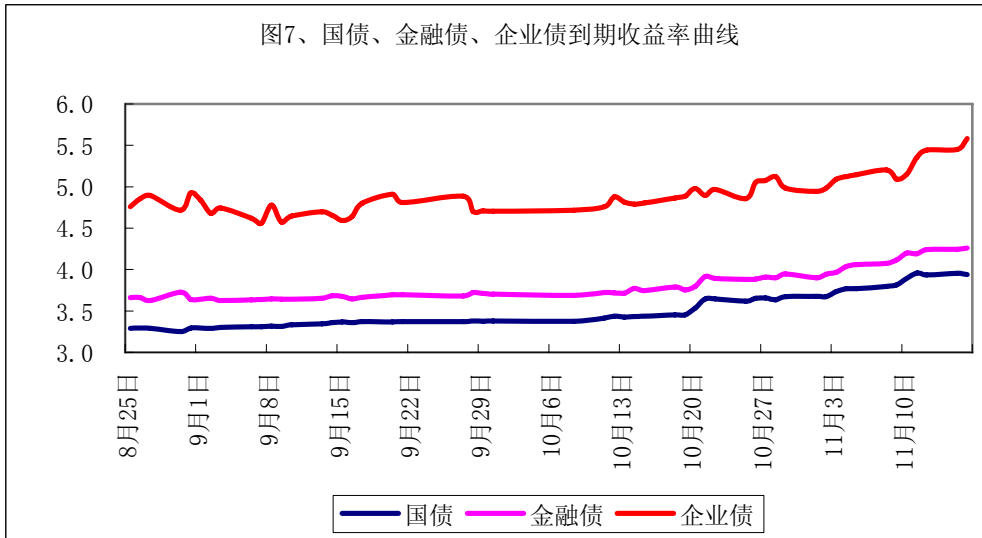


资料来源：东北证券

3、债券到期收益率上升

加息及股市向好将改变资金的流向，降低债券的价格，从而提高债券的收益率。

图7、国债、金融债、企业债到期收益率曲线



资料来源：东北证券

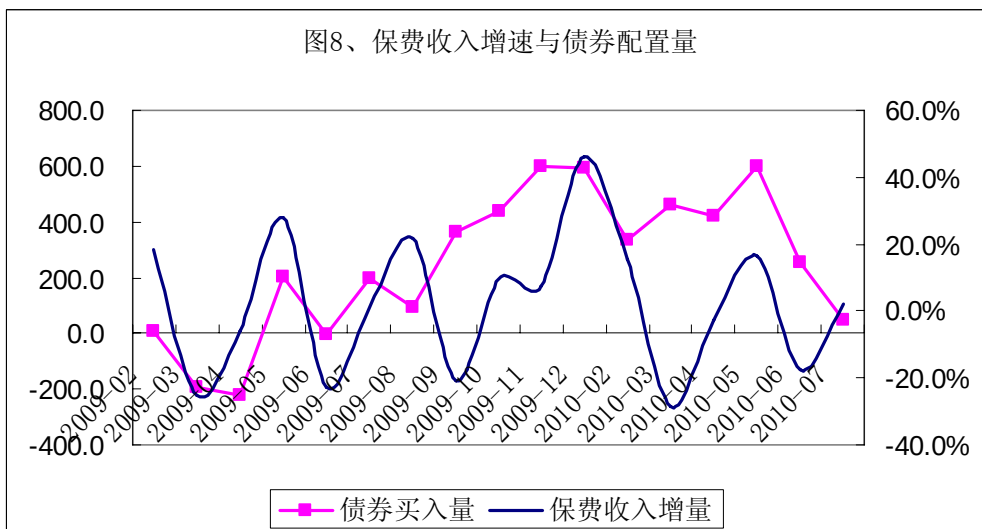
（二）投资环境的变化对保险资金带来投资机会

首先，长期债券的收益率上升，有利于保险资金的配置。在目前的市场格局下，对于保险资金来说，投资机会增加。

年初以来，随着保费收入的增加，为了缩短资产与负债的久期差距，保险机构加大了对债券的配置量，这些配置都是在债券收益率较低情况下的被动买入。随着加息周期的来临和债市资金流向股市，债券到期收益率上升，将更加有利于保险资金对债券的配置。

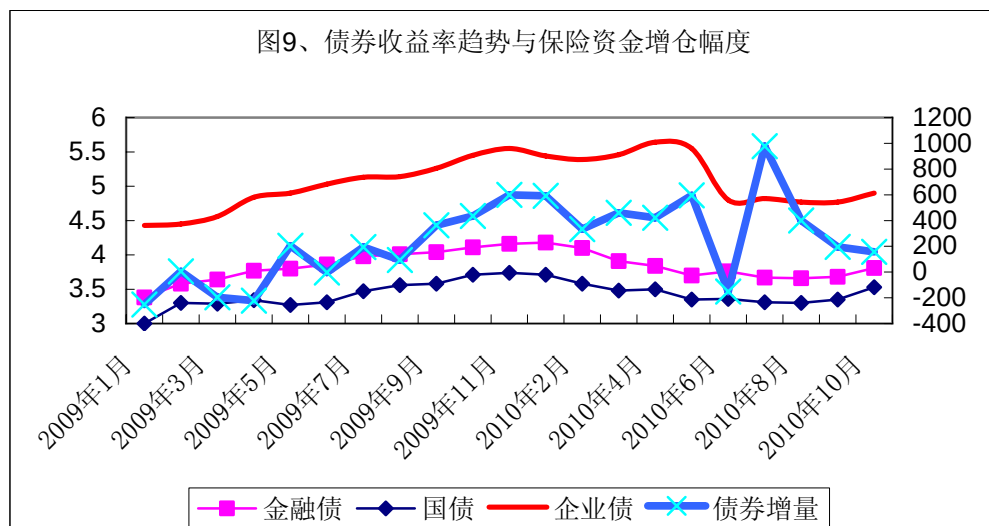
尽管目前债券的到期收益率处于下行趋势，但鉴于久期匹配的压力，保险机构加快了对债券的配置速度。另外，由于银行理财产品、信托产品等银行渠道发行的投资品收益率下降，投资型保险产品面临的竞争压力减小，对保险资金的投资收益率要求降低，因此，尽管收益率下降，保险机构的债券配置量依然在增加。

图8、保费收入增速与债券配置量



资料来源：东北证券

图9、债券收益率趋势与保险资金增仓幅度



资料来源：东北证券

三、保险行业投资策略

未来几个月，美国政府可能难以在财税政策上推出有力的举措，以支持对脆弱的经济复苏。在这样的情况下，货币政策进一步的宽松就成了美联储的必然选择。

美联储有就业和通胀两个政策目标，目前无论是失业率还是核心通胀水平都难以令人满意。根据联储内部的研究，由于结构性失业的存在，失业率的高企在短期内可能难以缓解，联储的许多官员有倾向在政策目标上更侧重于维持通胀的合理水平。联储内部无论对当前的核心通胀水平还是他们预期的核心通胀恢复到合理水平所需的时间长度都不满意。这可以解释为什么联储在近来经济数据改善的情况下还坚持开始新一轮的量化宽松政策。考虑到通胀和就业水平是相互影响的，未来几个月美国的通胀和就业数据的改善程度将非常关键。无论量化宽松的规模如何，有新的资金进场是确定的，而且因为美联储在明年6月份之前不会开始回收流动性是大概率事件，所以部分存量资金也可能在风险偏好提升的情况下进一步的外流。美元的套利交易会继续盛行，新兴市场国家将承受更多的资金流入压力。美元也很有可能进一步的走软。

鉴于西方国家持续的宽松货币政策，我国资本市场面临的流动性环境相对宽松，股票市场依然有较好的投资机会，因此给予保险行业优于大势的投资评级，给予中国平安、中国太保“推荐”的投资评级。

四、估值水平

1、新业务倍数测算：

假设保险公司的保费收入按3阶段增长，第一阶段为前5年，保费收入的增长速度大约在10%至20%之间，第二阶段为第6-15年，保费收入的增长速度在7%-13%之间，永续增长阶段保费收入的增长速度为3%，假设风险贴现率为11.5%，根据三阶段模型，新业务倍数大约在20-40倍之间。

表 13、新业务倍数测算（单位：倍）

新业务倍数		第二阶段增长率								
		5%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	15%
第一阶段增长率	8%	17.2	19.3	20.5	21.8	23.2	24.7	26.3	28.0	31.8
	10%	18.4	20.7	22.0	23.4	24.8	26.4	28.2	30.0	34.1
	11%	19.0	21.4	22.7	24.2	25.7	27.4	29.1	31.1	35.3
	13%	20.3	22.9	24.3	25.8	27.5	29.3	31.2	33.2	37.8
	15%	21.7	24.4	26.0	27.6	29.4	31.3	33.3	35.5	40.5
	18%	23.9	26.9	28.6	30.4	32.4	34.5	36.8	39.2	44.7
	19%	24.7	27.8	29.5	31.4	33.4	35.6	38.0	40.5	46.2
	20%	25.4	28.7	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	47.7
	22%	27.1	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	44.6	50.8

2、中国人寿估值水平

表 14、中国人寿估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.7--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	91,650	120,766	150,037	179,311	208,586
调整后净资产	182,002	182,003	182,073	182,073	182,093
内含价值	273,652	302,769	332,110	361,384	390,679
每股内含价值（元）	10	11	12	13	14
一年期新业务价值	13,650	17,001	20,370	23,768	26,969
每股新业务价值（元）	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
每股估值（元）	21.9	25.8	29.8	33.7	37.6

3、中国平安估值水平

表 15、中国平安估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.5%--5.5%	50bp	100bp
有效业务价值	44,230	59,830	75,621	90,260	104,830
调整后净资产	118,258	118,260	118,367	118,439	118,470

内含价值	162,488	178,090	193,988	208,699	223,300
每股内含价值	22.12	24.25	26.41	28.41	30.40
一年期新业务价值	12,760	13,728	14,756	15,813	16,739
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
每股新业务价值	43.43	46.73	50.22	53.82	56.97
其它业务（1.5 倍 P/B）	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
每股估值	69.64	75.06	80.72	86.32	91.46

4、中国太保估值水平

表 16、中国太保估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.75%--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	16,000	22,528	29,299	35,990	42,650
调整后净资产	84,260	84,260	84,260	84,260	84,260
内含价值	100,260	106,788	113,559	120,250	126,910
每股内含价值	11.7	12.4	13.2	14.0	14.8
一年期新业务价值	4,430	5,150	5,897	6,658	7,379
每股新业务价值	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
其它业务（1.5 倍 P/B）	29,565	29,565	29,565	29,565	29,565
每股估值	28.0	30.8	33.8	36.8	39.6

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。