

保险行业月度报告（2010-12）

保险股在震荡中前行

曹恒乾 保险业 分析师

电话：020-87555888-419

eMail: chq@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260210020062

1-10月保险市场发展情况

2010年1-10月全行业实现寿险原保费9040亿元，同比增长32.51%，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2903亿元、1355亿元和799亿元。1-10月全行业实现财险原保费3343亿元，同比增长31.69%，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1289亿元、502亿元和426亿元。

1-10月保险行业投资情况

根据保监会最新公布的数据，10月份保险资金新增投资1011.46亿元。截至10月底，保险资金投资收益率达到3.97%，年化后4.75%。而在8月底，保险资金投资收益率仅为2.77%。6月底险资权益类仓位和余额为15.06%，6274.7亿元，7月底为16.72%，7047.6亿元，8月底为16.89%，7282.06亿元，9月底为16.97%，7520.27亿元。截至10月底加仓最为积极的中国人寿年化投资收益率达到5.3%。

市场行为监管成为11月监管重点

盈利预测与投资建议

我们继续维持保险行业买入评级，推荐中国人寿、中国平安和中国太保。

风险提示

资本市场波动和长期低利率环境、重大自然灾害

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
中国人寿	22.5	1.28	1.46	1.65	18	15	13	1.1	39.42	买入
中国平安	56	2.59	2.90	3.28	22	19	17	0.9	87.0	买入
中国太保	23	1.05	1.26	1.44	22	18	16	1	34.02	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业评级

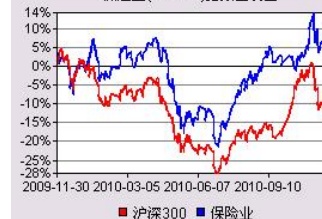
买入

前次评级

持有

行业走势

保险业(010911)指数走势图



市场表现	1个月	3个月	12个月
行业指数	3.03%	6.17%	5.79%
沪深300	-7.19%	8.05%	-10.67%

目录索引

一、1-10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、保险行业“整风运动”.....	5
(一) 个险营销体制改革.....	5
(二) 银行代理规定.....	6
(三) 焦点访谈节目.....	6
三、AIA在H股上市表现出色.....	6
(一) AIA亚太地区业务分布情况.....	6
(二) AIA在亚太和中国大陆地区经营情况.....	7
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.....	11
五、投资建议.....	11
六、风险提示.....	11

图表索引

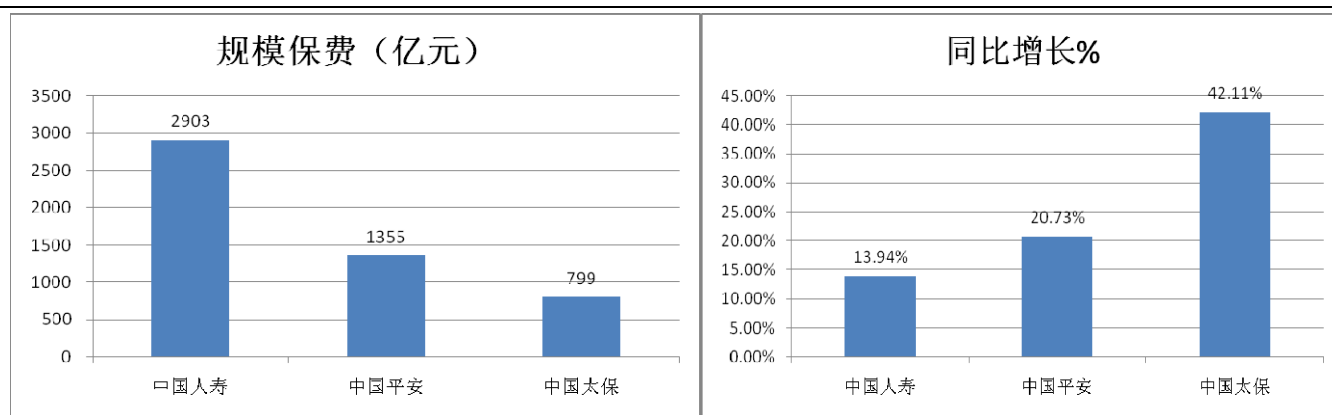
图1: 1-10月份三家寿险公司保费增长情况.....	3
图2: 1-10月份寿险行业市场份额分布图.....	3
图3: 1-10月份三家财险公司保费增长情况.....	4
图4: 1-10月份财险行业市场份额分布图.....	4
图5: 12个月内万能险结算利率变化.....	5
图6: 11月份保险行业日涨跌幅与沪深300比较.....	9
图7: 1-11月份保险行业月涨跌幅与沪深300比较.....	9
图8: 中国太保月涨跌幅与沪深300比较.....	10
图9: 中国平安月涨跌幅与沪深300比较.....	10
图10: 中国人寿月涨跌幅与沪深300比较.....	10
表1: 1-10月保费同比增速情况.....	4
表2: AIA年化保费情况.....	6
表3: 相关公司年化保费情况.....	7
表4: 2009年银行保险保费年化保费占比情况.....	7
表5: AIA近六个月新业务价值分类贡献度.....	8
表6: 新业务价值边际比较.....	8
表7: 上市公司新单保费占比情况.....	8
表8: 主要估值指标预测.....	11
表9: 主要估值指标月度数据对比.....	11

一、1-10月保险市场发展情况

（一）寿险市场

2010年1-10月，全国寿险市场共实现寿险保费收入9040亿，同比增长32.51%，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2903亿元、1355亿元和799亿元。从保费增速看，1-10月，中国太保同比增速高于行业，同比增长42.11%，比上月略有下降，但保费增速依然强劲。其次是中国平安，同比增长20.73%。中国人寿保费同比增速为13.94%，比上月略有下降。

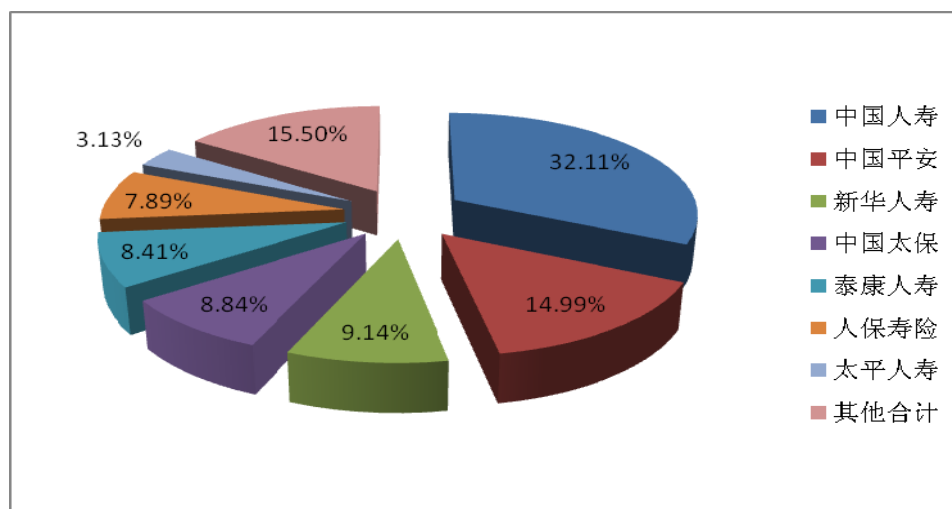
图1：1-10月份三家寿险公司保费增长情况



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年市场份额再次跌落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9月份大幅提升，但市场份额有所下降。中国太保同比增速高于市场，市场份额变化不大。中国平安保费增速平稳。新华人寿取代太保，做稳第三把交椅。

图2：1-10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: 1-10 月保费同比增速情况

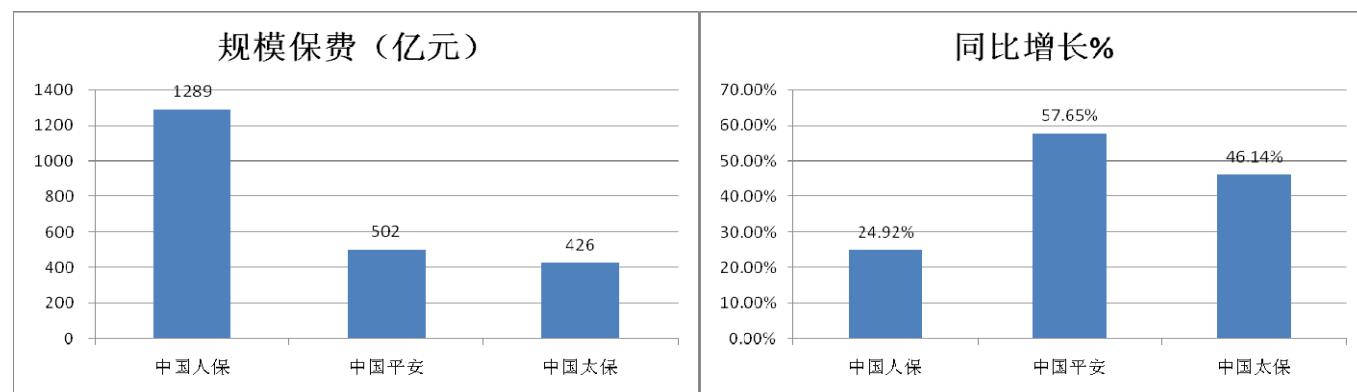
月份	201001	201002	201003	201004	201005	201006	201007	201008	201009	201010
中国人寿	14.00%	15.23%	12.42%	11.65%	12.30%	11.74%	12.34%	13.11%	13.05%	13.94%
中国平安	58.88%	35.24%	28.50%	26.68%	26.17%	23.38%	21.89%	21.15%	20.06%	20.73%
中国太保	47.10%	56.86%	56.05%	53.19%	50.74%	48.79%	47.79%	46.29%	43.15%	42.11%
寿险市场	41.76%	41.29%	39.11%	37.10%	36.38%	34.08%	33.69%	33.48%	32.23%	32.51%

数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

（二）财险市场

2010年1-10月，财险市场保费迅速增长，整个行业原保费收入3343亿，同比增长31.69%。中国人保、中国平安和中国太保分别实现财险保费收入1289亿、502亿和426亿。从增速看，中国平安和中国太保同比增速分别为57.65%和46.14%，中国人保保费同比增长24.92%，较9月份有所提升。

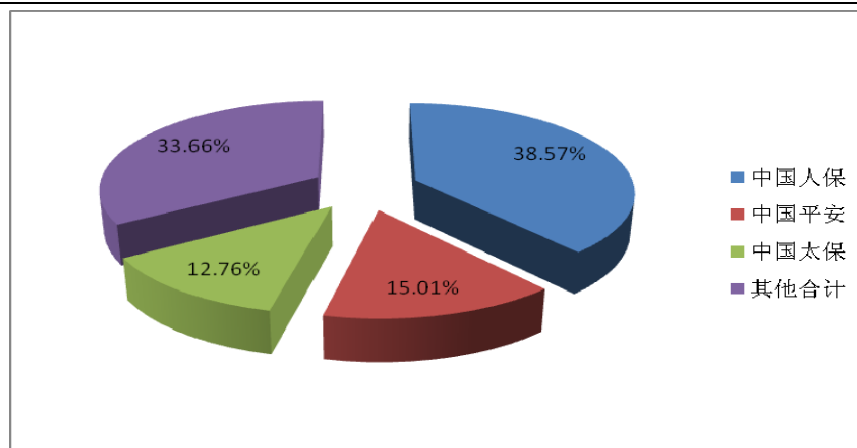
图3: 1-10月份三家财险公司保费增长情况



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

截至10月份，三家财险公司合计占据2/3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，中国人保市场份额则有所下降，中国太保份额保持稳定。

图4: 1-10月份财险行业市场份额分布图

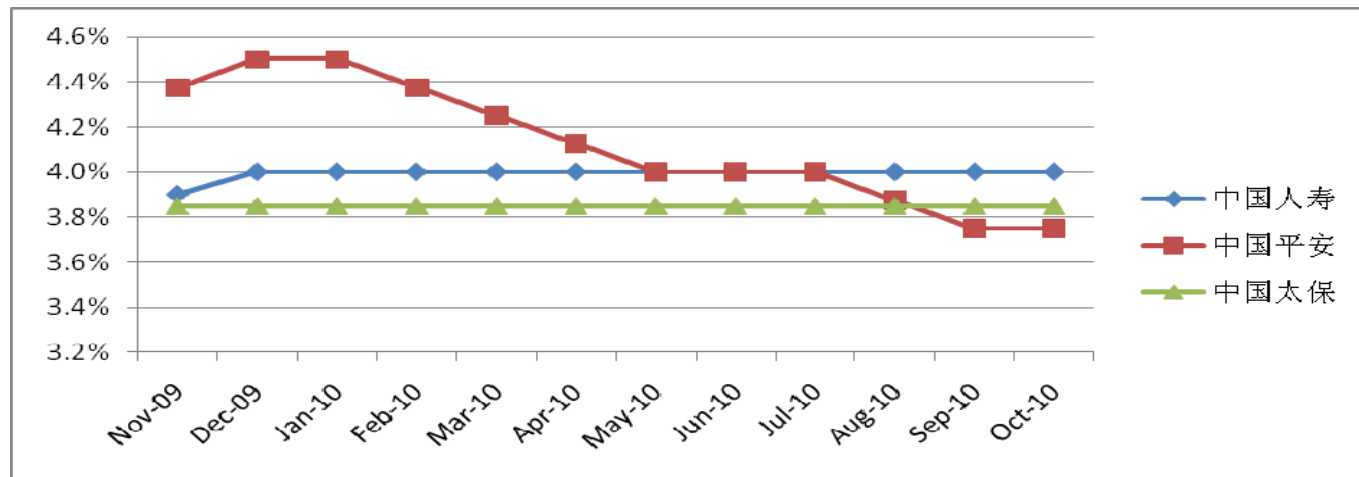


数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

（三）万能险结算利率变化

进入第四季度，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%，10月维持9月水平，但是已经低于中国人寿的4%和中国太保的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、保险行业“整风运动”

10月份至11月初，保监会、银监会、CCTV都将目标集中在保险营销上，掀起一场针对营销的整风运动：

1. 10月21日，保监会发布《关于改革完善保险公司营销员体制改革的通知》，拟通过营销员体制改革来规范个险营销的行为。
2. 10月22日，CCTV焦点访谈播出《平安保险电话推销频频扰民》节目，揭露电话营销中侵犯客户的情况。
3. 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公司产品，银行销售人员必须拥有保险代理资格才能销售保险。

两周之内，三个机构分别找了保险公司的三个销售渠道的麻烦，我们认为近期监管层整风运动主要目的是想通过规范保险公司销售行为，达到规范营销，保护客户利益的目的，因此行业经营秩序的规范有利于保险公司长远发展。

（一）个险营销体制改革

保监会的意思是将代理人员工化，但是由于该政策涉及302万人，如果保险公司为每人每月多支出1000元，整个行业年成本多支出362亿，中国人寿、中国平安和中国太保要多支出88亿，49亿和30亿。因此该项改革必然受到所有保险公司的一致反对和抵制。如果真的要推行改革措施，那么也会给保险公司一个过渡期，而保险公司会在过渡期内对营销员进行筛选，留下有业绩支撑的人员。

（二）银行代理规定

1. 保险人员不得驻点销售

保险公司普遍认为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。

2. 最多代理三家公司

这种1对3模式实际上加剧了保险公司对银行网点的争夺，如果实施对于手中握有银行股权的保险公司或者银行系保险公司最为有利。但是1对3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。中国平安由于银保占比较低（中期只有新单的35%），估计影响不会很大。中国人寿在省级区域国企背景和当地关系处理比较好，估计也不会损失太多阵地。我们认为对太保会产生一定影响，尤其是近年来太保对于银行渠道依赖程度越来越大，这种影响在长期会有所显现。

（三）焦点访谈节目

焦点访谈节目虽然只是针对电话营销，但对保险行业是负面影响，加之此前个人营销的口碑，因此影响负面。我们希望此次事件能够促使保险公司规范自身销售行为，如果能够引以为戒，长远看则有利于整个行业的发展。

三、AIA在H股上市表现出色

10月29日，AIA香港上市首日大涨17%，AIA未来发展潜力受到市场追捧。纵观AH股两个市场，投资者对H股下的保险热情远大于A股，AIA作为H股新军，自然引起关注，尤其是在中国大陆的业务潜力更是被人们看好。

（一）AIA亚太地区业务分布情况

AIA亚太地区业务涉及15个国家，其中香港、韩国、新加坡、台湾和澳大利亚市场已经接近饱和，未来业务增长潜力主要集中在中国和印度市场。下表是AIA在部分国家保费收入情况，保费为年化保费（年化保费=趸交保费*10%+新单期交保费）。

表 2: AIA 年化保费情况

地区	截至 8 月 31 日前 9 个月		截至 8 月 31 日前 3 个月	
单位: 百万美元	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
香港	261	265	131	100
泰国	257	288	101	107
新加坡	112	154	52	72
马来西亚	81	90	27	29
中国大陆	136	141	57	49
韩国	245	209	99	63
其他地区	233	243	85	83
合计	1325	1390	552	503

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

(二) AIA在亚太和中国大陆地区经营情况

1. 市场份额 (Market share)

从大陆经营情况看, 2009年AIA实现规模保费80.4亿元, 市场排名第8位, 前7家公司分别为中国人寿、中国平安、中国太保、泰康人寿、新华人寿、人保寿险、太平人寿, 可以看出前7家公司都是具有国有背景的企业, 而且经营范围都是全国性质, 分支机构已经遍布全国大部分地区。而AIA只在江苏和广东两省以及北京上海开展业务, 业务经营以分公司形式运作, 隶属于香港公司。但是市场份额已经远高于除上述7家外的全国性保险公司。

2. 业务结构 (Business lines)

从业务经营情况看, 前7名保险公司除中国平安营销员渠道保费占比在50%以上外, 其余6家公司70%以上新单保费都来自于盈利性较低的银保渠道。

而AIA在亚太地区的经营策略与上述公司明显不同, AIA在大陆和亚太其他地区的业务均以个险营销员销售为主, 截至2010年5月31日, 银保渠道产生的年化保费只占新单年化总保费的8%。中国人寿这一数字为31%, 中国平安为9.6%, 中国太保为52.5%。可知从年化保费情况看, 中国平安最接近AIA, 而中国太保对于银保渠道的依赖最重。

下表是相关公司的年化保费情况, 分类时将银行保险与营销员渠道划分为个人保险, AIA数据为整个亚太地区年化保费数据 (包含中国大陆地区), 汇率按6.7折算。

表 3: 相关公司年化保费情况 (亿元)

		2007	2008	2009
AIA	个人保险	157.9	145.8	106.5
	团体保险	6.7	11.5	19.4
	合计	164.6	157.2	125.8
中国平安	个人保险	160.8	215.3	307.2
	团体保险	7.3	8.2	6.9
	合计	168.0	223.5	314.1
中国太保	个人保险	73.8	101.8	148.6
	团体保险	6.4	6.6	3.4
	合计	80.2	108.4	152.0
中国人寿	个人保险	358.1	483.1	427.5
	团体保险	20.7	18.0	6.7
	合计	378.8	501.1	434.2

数据来源: AIA招股说明书、上市公司年报、广发证券发展研究中心

表 4: 2009 年银行保险保费年化保费占比情况

	AIA (2010 年前 5 月)	PA (2009 年)	CPIC (2009 年)	CL (2009 年)
银保年化	4.757	30.3	79.9	134.5
年化保费	59.4	314.1	152.0	434.2
银保年化占比	8.0%	9.6%	52.5%	31.0%

数据来源: AIA招股说明书、上市公司年报、广发证券发展研究中心

3. 新业务价值 (Value of New Business)

2009年AIA年化后新单保费125.8亿元，新业务价值36.5亿元。

从产品结构看，营销员渠道产生的保费对新业务价值的贡献最大，从上述四家公司年化保费的占比情况看，AIA和中国平安个险业务价值对当年新业务价值贡献程度最大。

表 5: AIA 近六个月新业务价值分类贡献度（截至 2010 年 5 月 31 日）

单位：亿元	营销员渠道	银保	直销	其他	合计
年化保费	41.1	4.8	5.8	7.7	59.4
占比	69.2%	8.0%	9.8%	13.0%	100%
新业务价值	16.5	1.1	2.4	2.8	22.8
占比	72.1%	5.0%	10.6%	12.3%	100%
新业务价值边际	40.1%	23.9%	41.4%	36.5%	38.4%

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

从公司业务价值角度看，个险业务价值贡献度最高。从业务结构看，其业务质量好于前7名的保险公司。实际上这与保险公司的营销策略相关，如果公司以追求价值为目标，则应该将精力和财力集中在价值贡献度较高的业务上。

表 6: 新业务价值边际比较

	AIA (2010 年前 5 月)	PA (2009 年)	CPIC (2009 年)	CL (2009 年)
新业务价值	22.85	118.05	50	177.13
年化保费	59.4	314.1	152.0	434.2
新业务价值边际	38.5%	37.6%	32.9%	40.8%

数据来源：AIA招股说明书、上市公司年报、广发证券发展研究中心

从新业务价值边际角度看，四家公司实际上差别不大。但是考虑到中国人寿和中国太保新业务价值贡献中80%需要由个险创造，以此计算，银保产品的新业务价值边际（保费年化后）应该不到5%，可见贡献度之低。

从AIA公布的数据看，个险营销渠道保费占新单比重不到70%，新业务价值贡献度在70%以上。虽然三家保险公司在年报中没有公布按渠道分布的情况，但是从经验判断，中国人寿和中国太保新业务价值构成为银保占比在20%，个险在80%，中国平安新业务价值占比大概为银保在15%，个险在80%以上。

表 7: 上市公司新单保费占比情况

公司	渠道	2007	2008	2009	2010H
中国平安	个险	53.60%	50.40%	47.70%	57.30%
	银行	22.70%	31.60%	41.80%	35.10%
	团险	23.60%	18.10%	10.50%	7.70%
中国太保	个险	20.80%	14.50%	19.80%	14.00%
	银行	60.10%	72.20%	72.90%	72.00%
	团险	19.10%	13.30%	7.30%	14.00%
中国人寿	个险	26.30%	17.70%	17.20%	17.00%
	银行	55.20%	73.00%	78.90%	71.20%
	团险	18.40%	9.30%	3.90%	11.80%

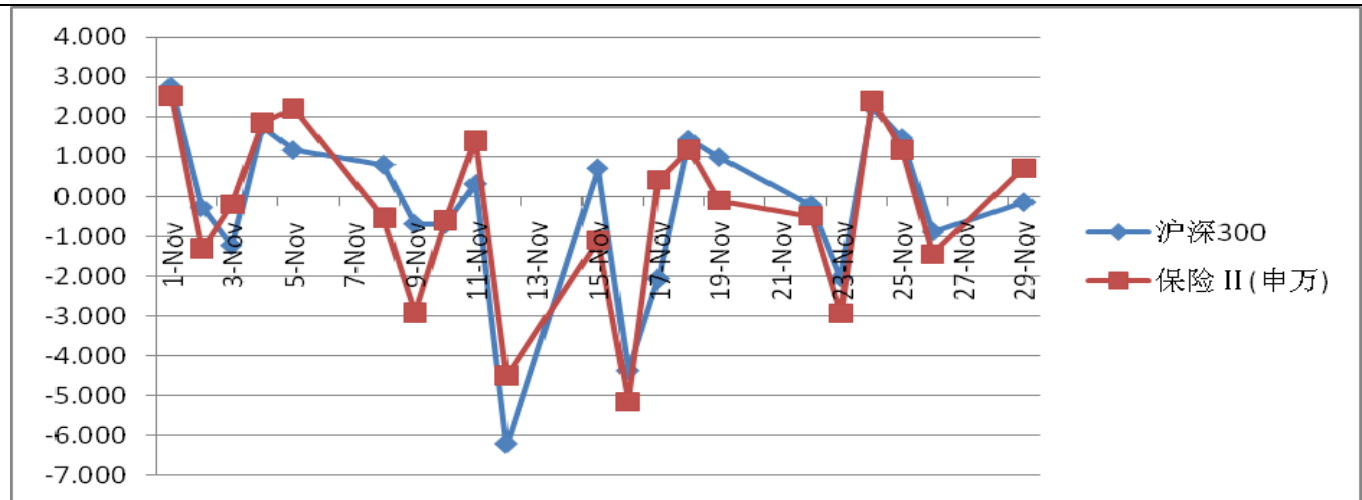
数据来源：上市公司年报、广发证券发展研究中心

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: 11月份保险行业日涨跌幅与沪深300比较 (%)



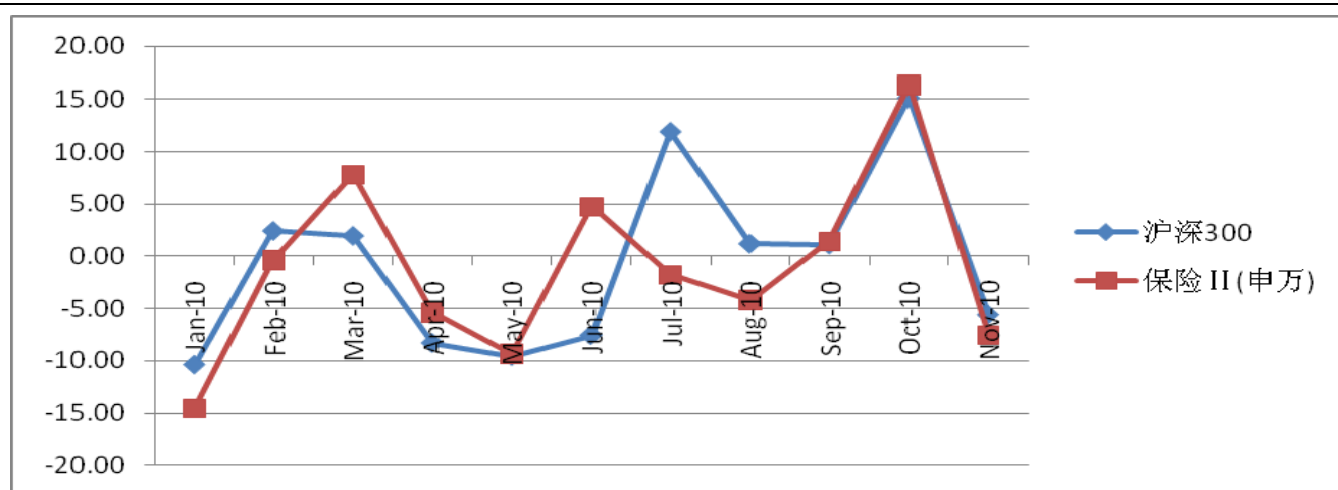
数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

11月央行两次上调存款准备金率,受连续加息和政策不确定影响,11月上证指数出现连续动荡,并在12日和16日出现百点调整。保险股指数也出现大幅调整,相对于10月份,三只保险股都不同程度出现下跌。

2. 保险行业月涨跌幅与沪深300比较

9月份以来,保险行业与沪深300的相关性越来越高,走势几乎相同。

图7: 1-11月份保险行业月涨跌幅与沪深300比较 (%)

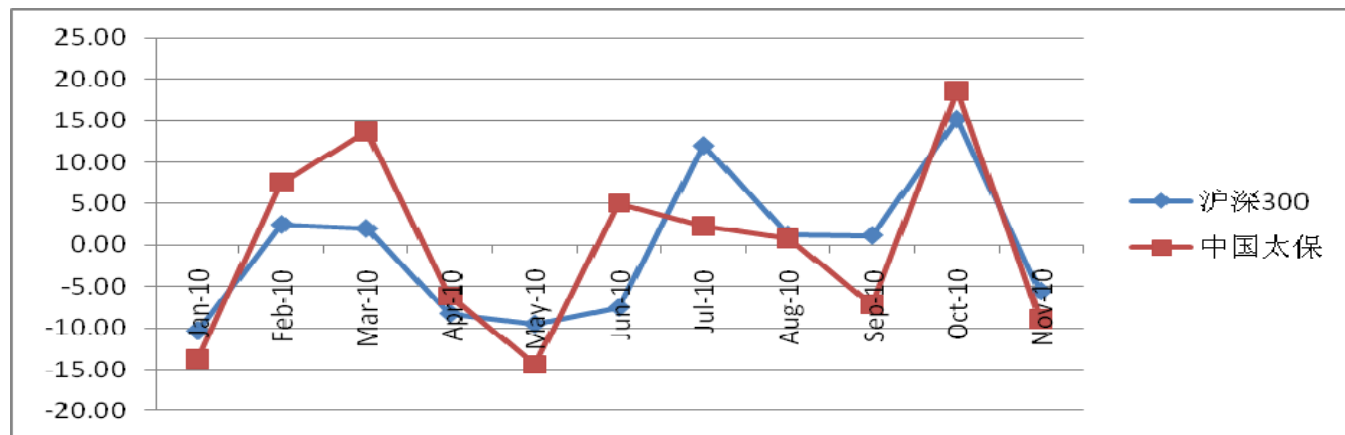


数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

3. 个股月涨跌幅与沪深300比较

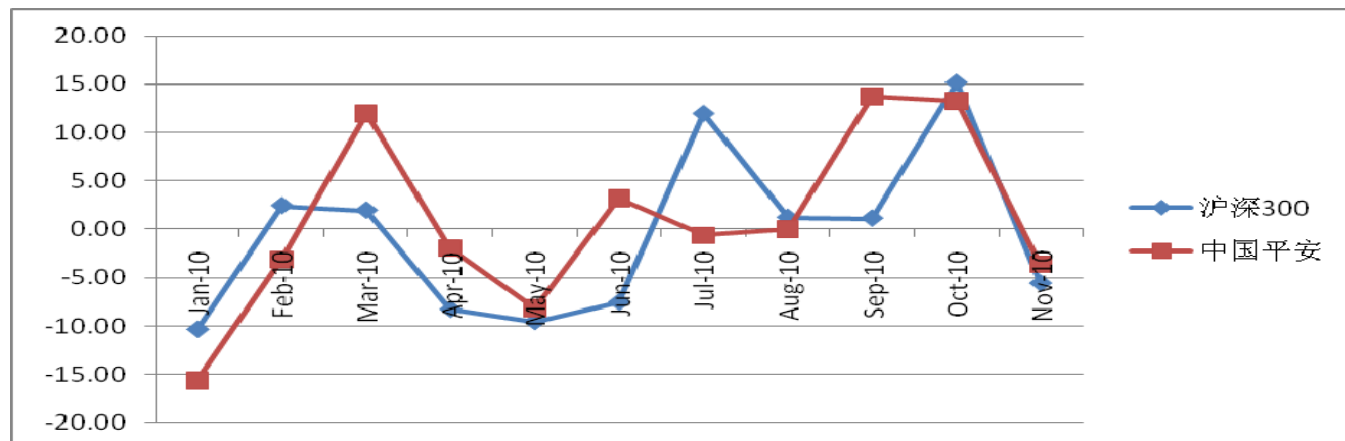
11月份三支个股都出现普跌局面，下图是三家公司2010年月涨跌幅情况。

图8: 中国太保月涨跌幅与沪深300比较 (%)



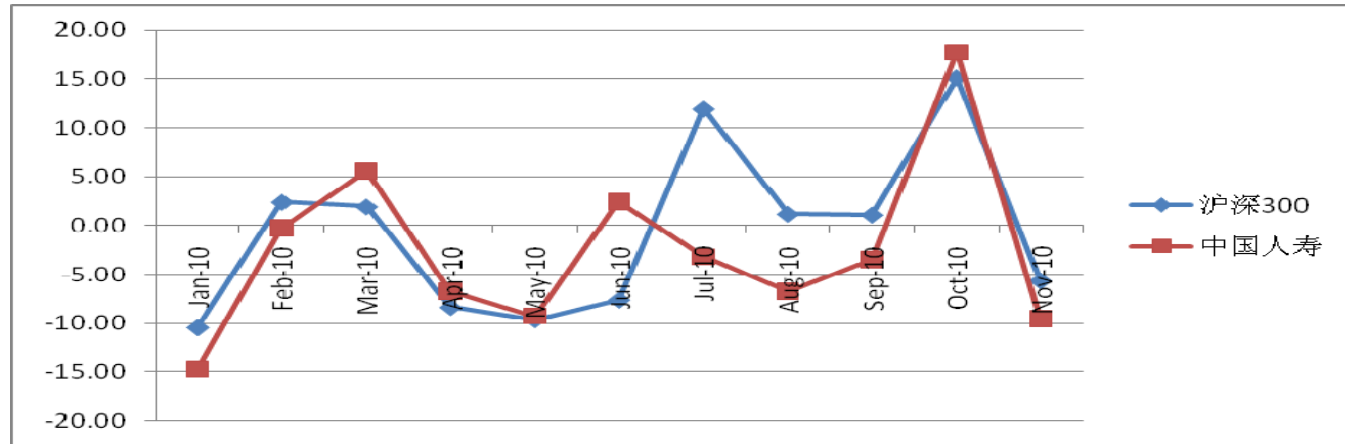
数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

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 8: 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 9: 主要估值指标月度数据对比（11 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	17.9	2.9	2.1	16.9
中国平安	22.3	3.8	2.2	14.4
中国太保	22.4	2.5	1.8	15.9

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，三家公司隐含的新业务价值倍数越来越接近，说明三家公司股价走势相关性越来越高。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

根据保监会最新公布的数据，10月份保险资金新增投资1011.46亿元，创下年内月度新高。截至10月底，保险资金投资收益率达到3.97%，年化后4.75%。而在8月底，保险资金投资收益率仅为2.77%。自从7月份险资持续做多A股，6月底权益类仓位和余额为15.06%，6274.7亿元，7月底权益类仓位和余额为16.72%，7047.6亿元，8月底权益类仓位和余额为16.89%，7282.06亿元，9月底权益类仓位和余额为16.97%，7520.27亿元。截至10月底加仓最为积极的中国人寿年化投资收益率达到5.3%。

10月份以来，资本市场上涨趋势明显。受加息和流动性充足影响，市场资金充裕。加之人民币升值预期，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。

广发非银行金融行业研究小组

曹恒乾，分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

缴文超，研究助理，南开大学精算专业硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：jwc2@gf.com.cn, 020-87555888-407。

相关研究报告

保险业(010911)_行业跟踪分析报告	缴文超	2010-11-08
保险业(010911)_行业跟踪分析报告	缴文超	2010-11-02

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。

	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：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。