

保险行业月度报告（2011-01）

央行再度加息，将进一步利好保险行业

曹恒乾 分析师

电话：020-87555888-419

eMail: chq@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260210020062

1-11 月保费收入情况

寿险市场：1-11 月寿险市场全行业共实现保费收入 9788 亿元，同比增长 31%，年末保费增速保持缓慢下滑，但不影响全年保费实现高增长。其中，中国平安、中国人寿和中国太保寿险保费收入 1524 亿元、3120 亿元和 862 亿元，分别增长 23%、14%和 40%。**产险市场：**1-11 月，产险市场保费增速依然保持了较高水平，整个行业实现原保费收入 3652 亿，同比增长 33%，与上月相比，增速继续上升。其中中国平安、中国人保和中国太保分别实现产险保费收入 556 亿元、1403 亿元和 467 亿元，分别增长 59%、27%和 48%。

再度加息将进一步利好保险行业

再度加息对保险行业构成进一步利好，在国内 CPI 持续上涨，国外美国实行量化宽松的货币政策的背景下，为了控制通胀，央行很可能会采取持续加息的手段。对于保险公司而言，加息导致目前持有的可供出售债券的净价下跌只是一次性的短期影响，对净资产影响有限，而从长期来看，加息可以提升新增保险投资资金的收益率，降低资产配置压力，对于保险公司是利好。

资本市场表现与估值比较

12 月份保险股的走势依旧跟随大盘呈现震荡态势，在加息利好的刺激下，保险股在金融板块中具有较强的抗跌性。从估值角度看，中国平安在新业务价值倍数方面具备优势，而从市盈率角度看，中国人寿的市盈率最低。

投资建议与风险提示

一旦确认进入加息周期，对于保险公司而言将是明显利好。保险公司业绩稳定，国内保险市场潜力巨大，目前在估值上也具备优势。而且从投资属性的角度来看，保险股具有较高的贝塔值，一旦行情启动，将成为保险股上涨的有力催化剂。预测 2010 年中国平安、中国人寿和中国太保 EPS 分别为 2.59、1.28 和 1.05 元，维持买入评级，推荐顺序为中国平安，中国人寿和中国太保。未来存在重大灾害风险以及资本市场大幅波动的风险。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10E	11E	12E	10E	11E	12E			
中国平安	56.2	2.59	2.90	3.28	22	19	17	1.6	87.00	买入
中国人寿	21.3	1.28	1.46	1.65	17	15	13	1.0	39.42	买入
中国太保	22.9	1.05	1.26	1.44	22	18	16	0.9	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

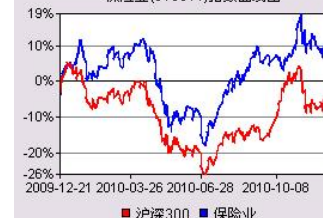
买入 

前次评级

买入

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	-1.68%	2.96%	8.77%
沪深 300	2.22%	13.72%	-4.33%

目录索引

一、1-11 月保费收入情况	3
(一) 寿险市场	3
(二) 产险市场	5
(三) 万能险结算利率变化	7
二、再度加息将进一步利好保险行业	8
三、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	10
四、投资建议	11
五、风险提示	11

图表索引

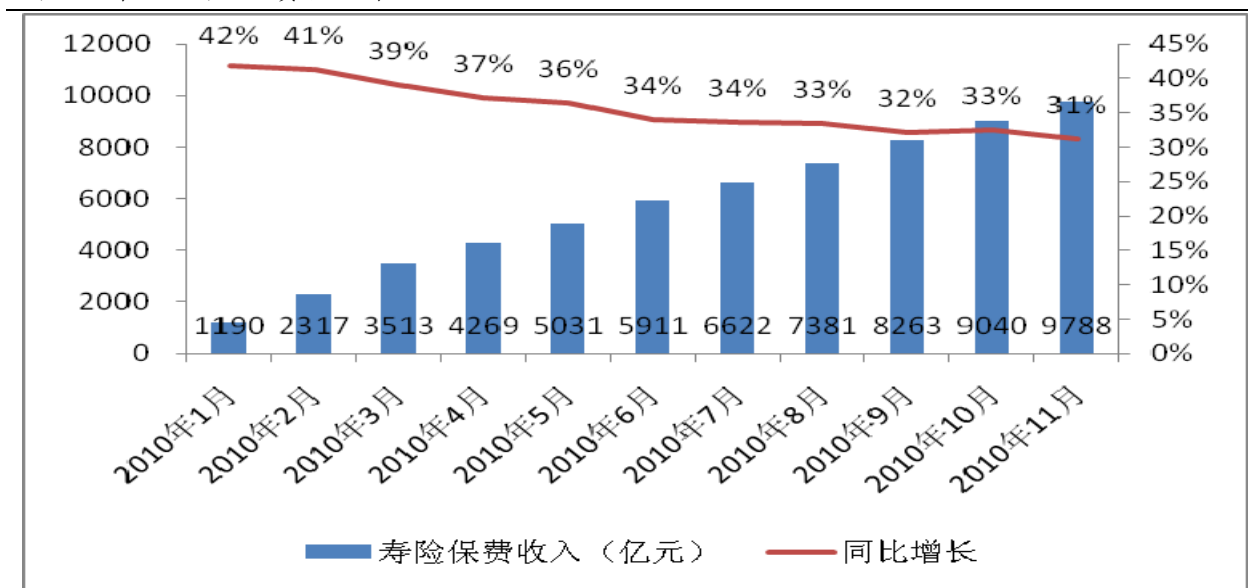
图 1: 寿险全行业保费收入情况 (亿元)	3
图 2: 中国平安寿险保费收入情况 (亿元)	3
图 3: 中国人寿保费收入情况 (亿元)	4
图 4: 中国太保寿险保费收入情况 (亿元)	4
图 5: 上市公司寿险市场份额变化	5
图 6: 产险全行业保费收入情况 (亿元)	5
图 7: 中国平安产险保费收入情况 (亿元)	6
图 8: 中国人保产险保费收入情况 (亿元)	6
图 9: 中国太保产险保费收入情况 (亿元)	7
图 10: 主要产险公司市场份额变化	7
图 11: 万能险结算利率变化	8
图 12: 12 月份保险行业与金融行业、沪深 300 日涨跌幅比较 (%)	9
图 13: 保险行业与金融行业、沪深 300 月涨跌幅比较 (%)	10
 表 1: 金融机构人民币存贷款基准利率调整表	8
表 2: 2008-2010 保险行业资本市场表现与对比	10
表 3: 主要估值指标预测	10
表 4: 主要估值指标月度数据对比 (12 月份)	11

一、1-11月保费收入情况

（一）寿险市场

2010年1-11月，寿险市场全行业共实现保费收入9788亿元，同比增长31%，保费收入在年末的增速继续着下降的趋势。

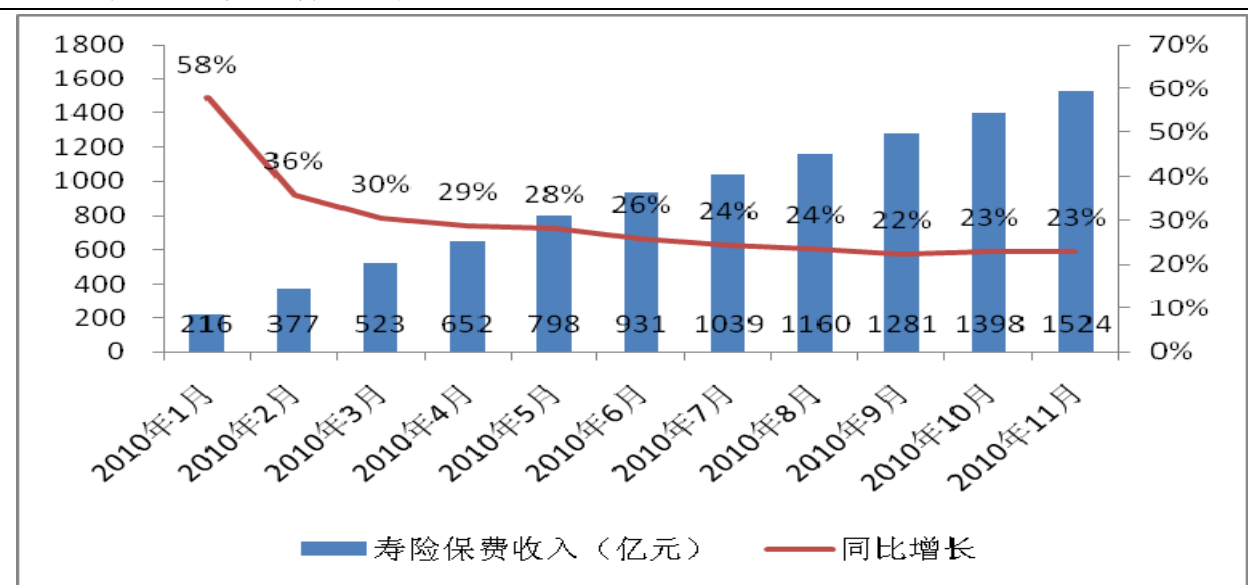
图 1：寿险全行业保费收入情况（亿元）



数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

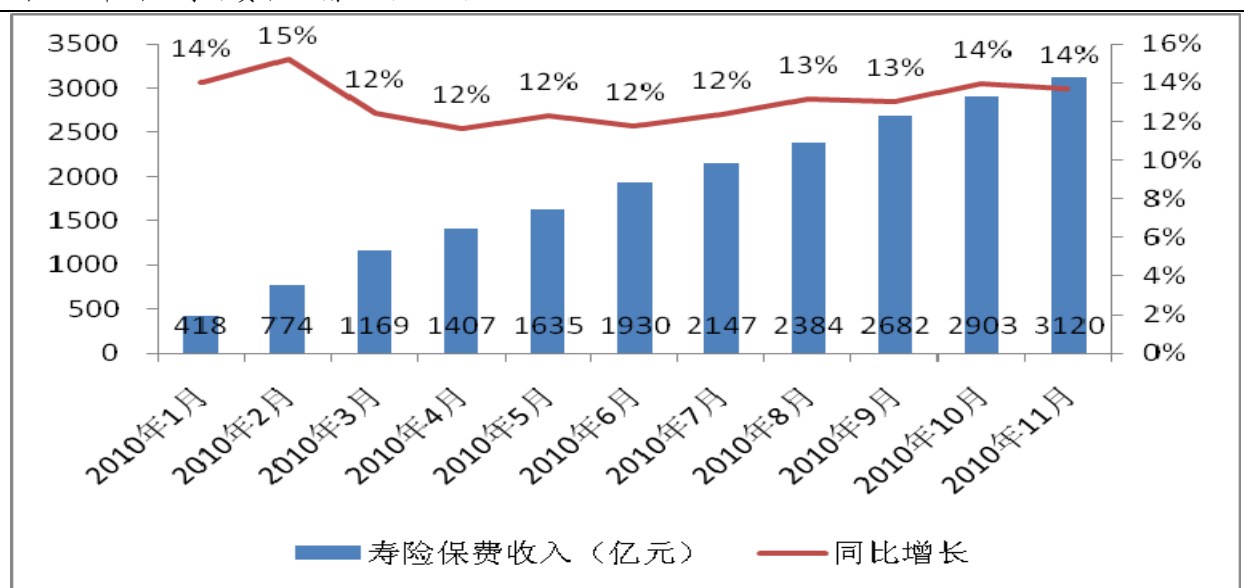
其中中国平安、中国人寿和中国太保分别实现寿险保费收入1524亿元、3120亿元和862亿元。从保费增速看，中国平安为23%，与上月基本持平，全年增速的趋势为先高后低，中国人寿保费同比增速为14%，比上月略有下降，但高于全年的平均增速，中国太保保费同比增长40%，环比上月增速明显下滑，但依然高于行业平均水平。

图 2：中国平安寿险保费收入情况（亿元）



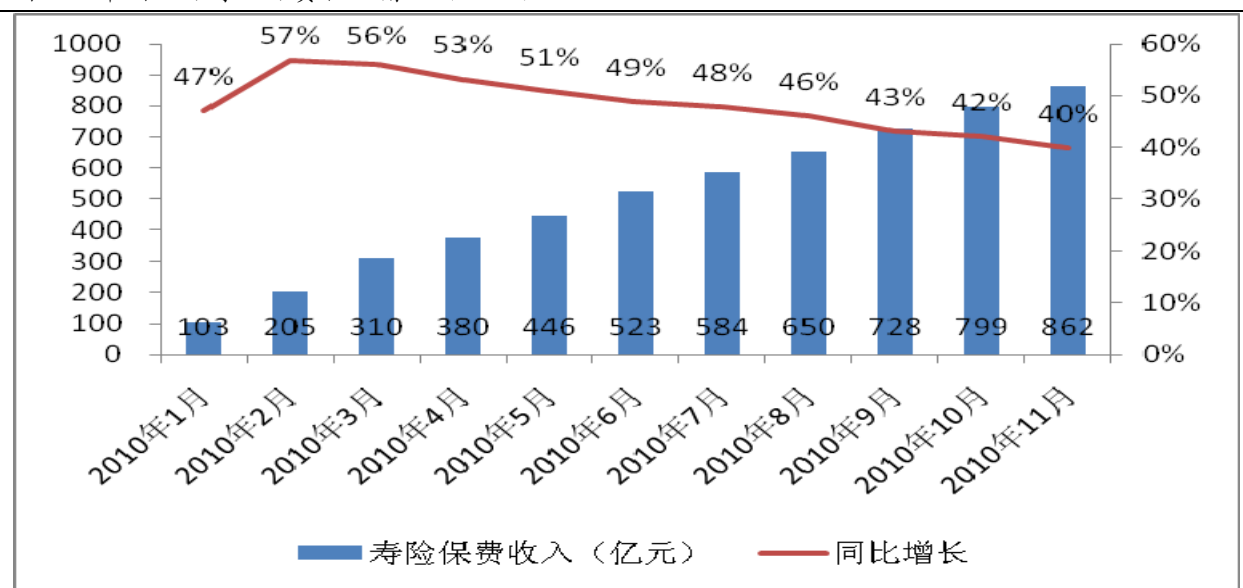
数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

图 3: 中国人寿保费收入情况 (亿元)



数据来源: 保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

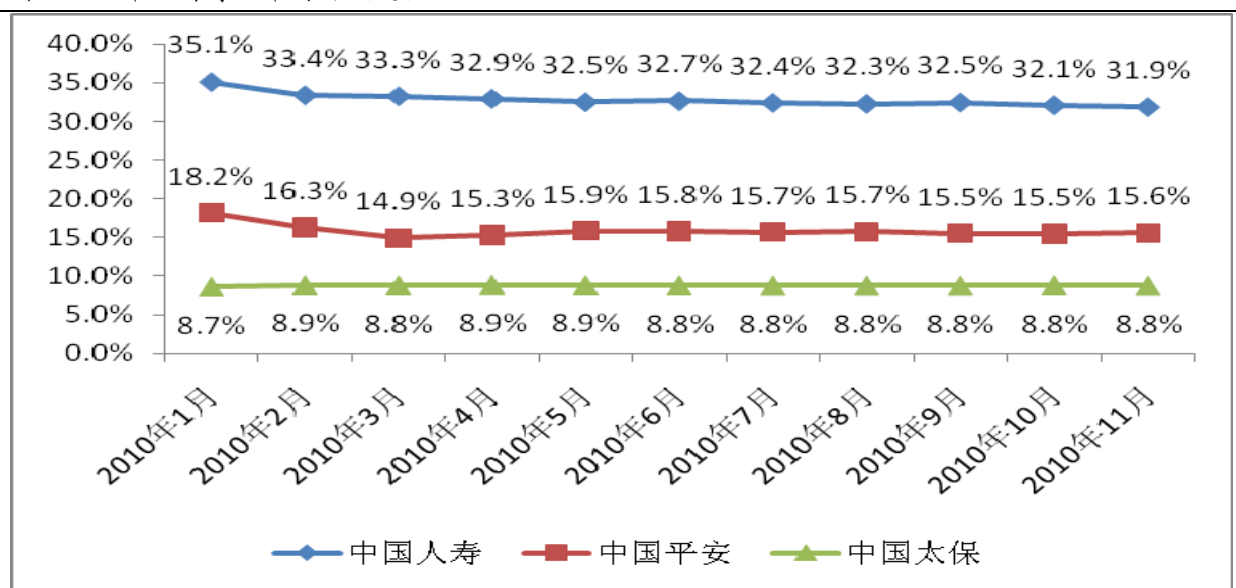
图 4: 中国太保寿险保费收入情况 (亿元)



数据来源: 保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

从市场份额情况看, 中国人寿市场份额继续小幅下滑, 截至11月份的市场份额为31.9%。中国平安保费增速平稳, 市场份额较前10月份略有上升, 目前为15.6%。中国太保同比增速高于市场平均水平, 市场份额变化不大, 主要原因在于银行保险的发展。三家上市保险公司在寿险市场的市场份额合计达到56.2%。

图 5：上市公司寿险市场份额变化

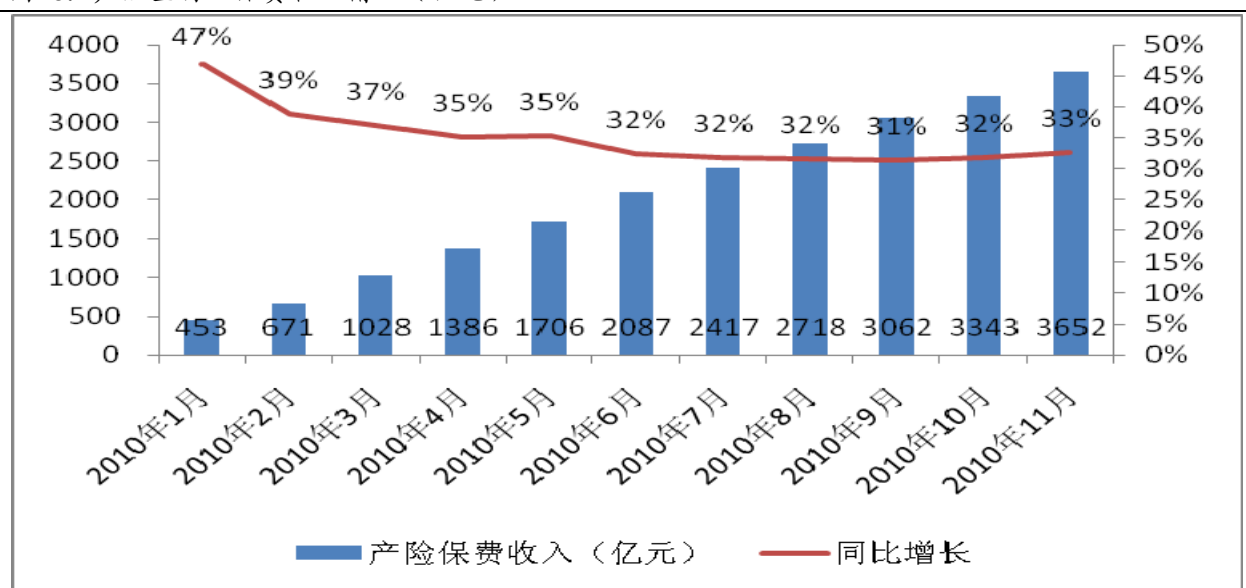


数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

(二) 产险市场

2010年1-11月，产险市场保费增速依然保持了较高水平，整个行业实现原保费收入3652亿，同比增长33%，与上月相比，增速继续上升。

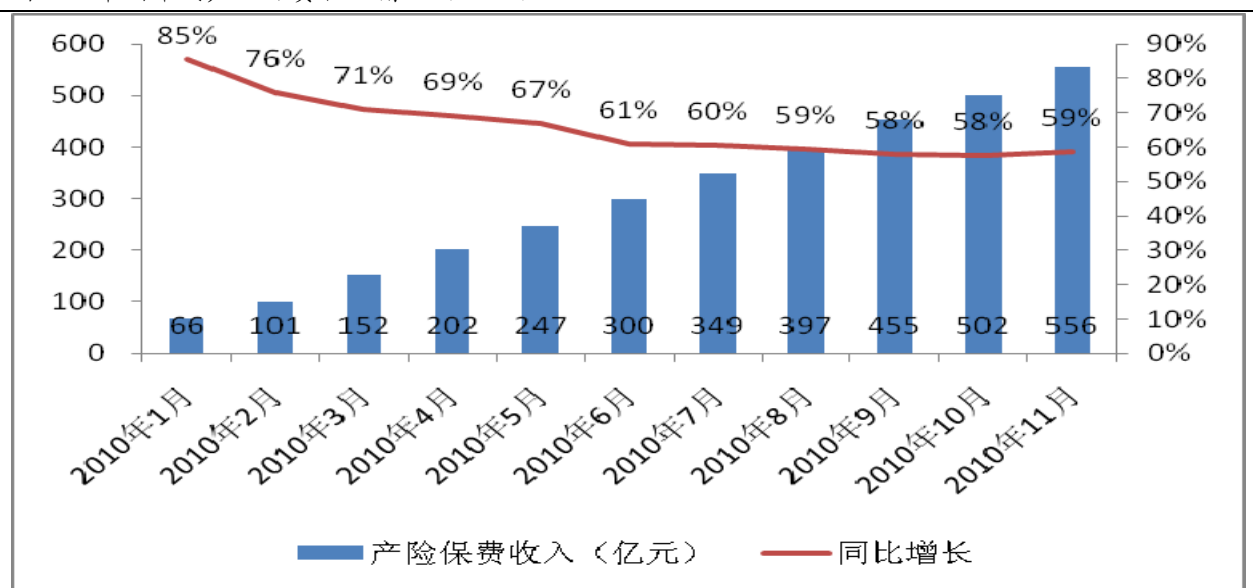
图 6：产险全行业保费收入情况（亿元）



数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

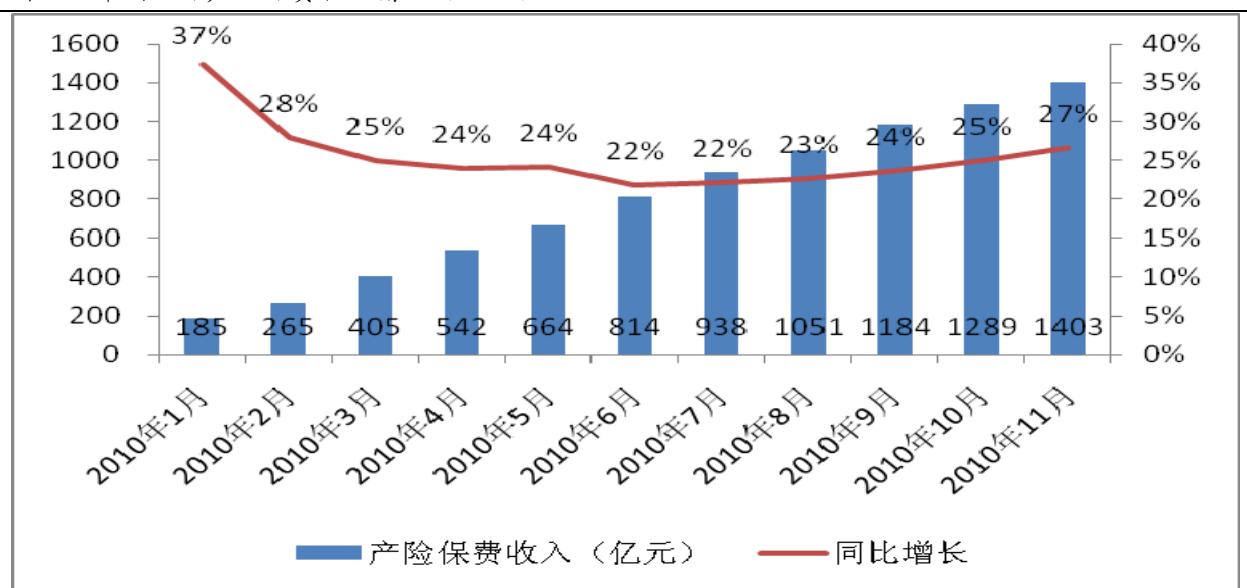
其中中国平安、中国人保和中国太保分别实现产险保费收入556亿元、1403亿元和467亿元。从保费增速看，中国平安增速高于上月，前11月保费收入增速达到59%，高于行业平均水平。中国人保保费同比增速为27%，比上月的25%明显提升。中国太保保费同比增长48%，环比上月也有明显提升，增速高于行业平均水平。

图 7: 中国平安产险保费收入情况 (亿元)



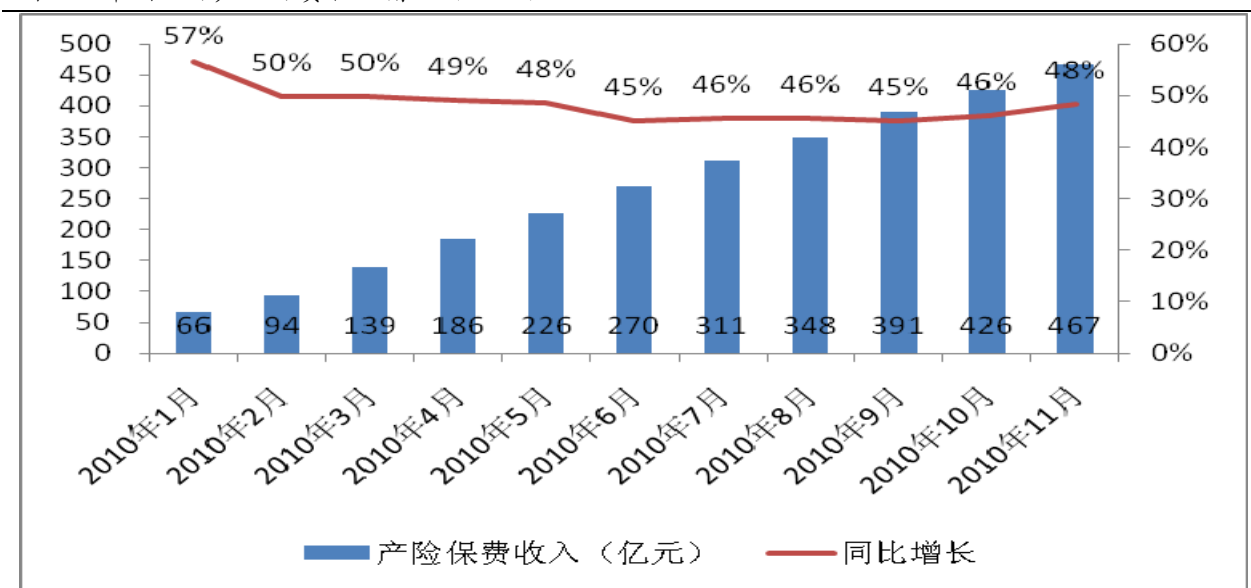
数据来源: 保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

图 8: 中国人保产险保费收入情况 (亿元)



数据来源: 保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

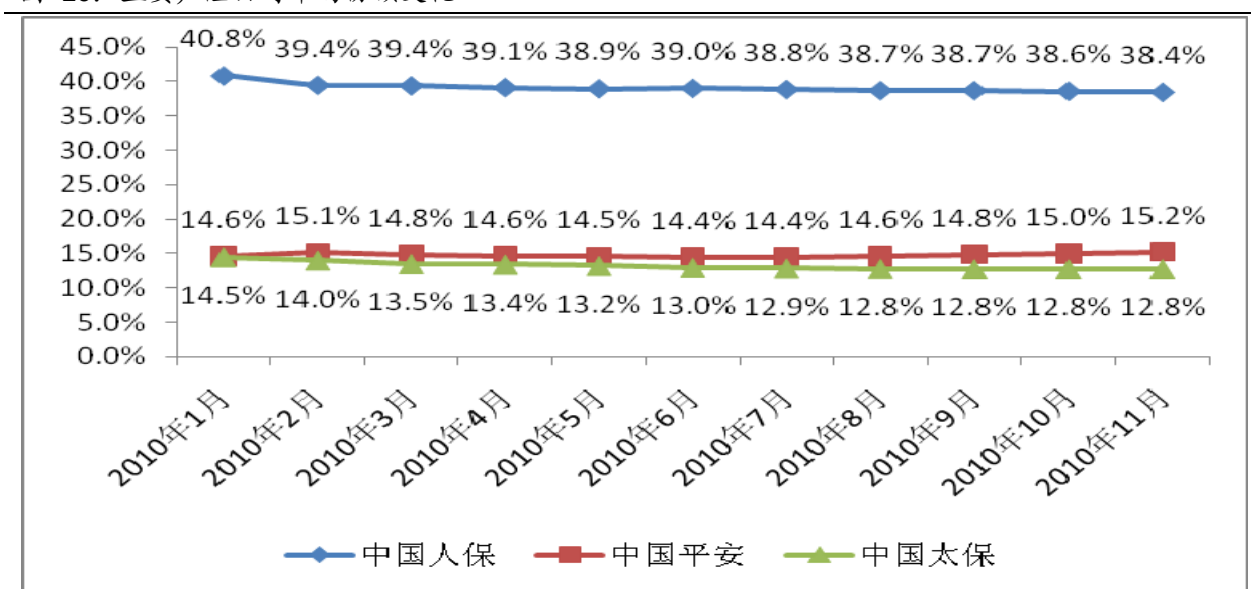
图 9：中国太保产险保费收入情况（亿元）



数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

从市场份额情况看，中国人保的市场份额继续下滑，截至11月份的市场份额为38.4%。中国平安产险保费增速要明显高于市场平均水平，市场份额在最近几个月保持稳步上升趋势，目前为15.2%。中国太保同比增速高于市场平均水平，市场份额在最近几个月变化不大，为12.8%。三家主要产险公司在产险市场的市场份额合计达到66.4%。

图 10：主要产险公司市场份额变化

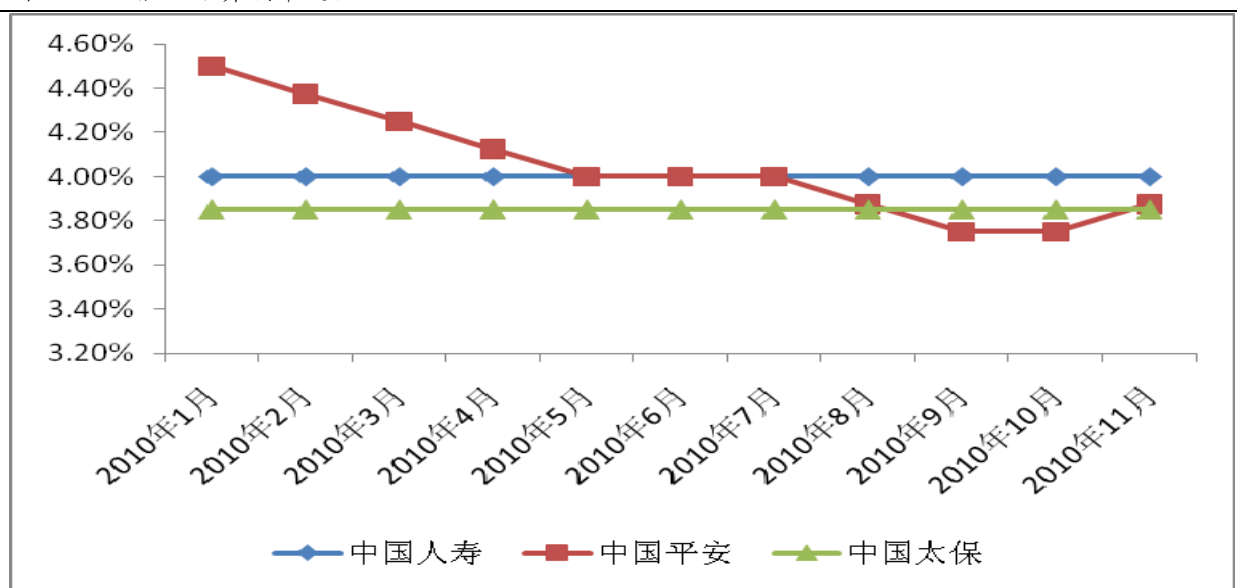


数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

（三）万能险结算利率变化

在10月份股市大幅上涨和加息的影响下，万能险结算利率也在11月份出现了变化。中国平安在连续下调万能险结算利率后，在10月份停止了下调，11月份由3.75%上调至3.875%，回到8月份的水平。12月26日起央行再度加息之后，预计对保险公司万能险结算利率又提出了更高的要求。

图 11: 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、再度加息将进一步利好保险行业

12月25日中国人民银行决定, 自12月26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2.50% 提高到2.75%; 一年期贷款基准利率上调0.25个百分点, 由现行的5.56%提高到5.81%; 其他各档次存贷款基准利率据此相应调整 (见表1)。这是继10月份加息之后, 年内的第二次加息。

表 1: 金融机构人民币存贷款基准利率调整表

单位: %	调整前	调整后	调整幅度
一、城乡居民和单位存款			
(一) 活期存款	0.36	0.36	0.00
(二) 整存整取定期存款			
三个月	1.91	2.25	0.34
半年	2.20	2.50	0.30
一年	2.50	2.75	0.25
二年	3.25	3.55	0.30
三年	3.85	4.15	0.30
五年	4.20	4.55	0.35
二、各项贷款			
六个月	5.10	5.35	0.25
一年	5.56	5.81	0.25
一至三年	5.60	5.85	0.25
三至五年	5.96	6.22	0.26
五年以上	6.14	6.40	0.26

数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

我们在2011年度策略报告《关注保险股“投资属性”》，长期将明显受益于加息周期》中就已经发表过观点：从短期看，加息对保险公司投资收益有一定影响，但影响十分有限；长期看，如果在通胀较高的情况下，预期未来是一个加息周期，将有利于提高保险公司在固定收益类资产上的收益率水平，降低保险公司资产配置的压力。

加息会导致债券贴现率的相应上浮，对于保险公司持有的债券类资产而言，净价会出现一定的下跌。不过我们可以看到，以中国人寿为例，上半年中国人寿持有的债券类资产中，其中占总投资资产20%的为持有至到期投资，这部分资产不会受净价的影响，真正对净资产有影响的是占总投资资产28.5%左右的归属于可供出售金融资产的债券类资产，因此，从整体上来看，对保险公司业绩影响有限，其余两家上市保险公司的情况也类似，其中中国平安可供出售债券类资产比例为23.4%，中国太保为18.7%。

实际上，对于保险公司来说，加息导致目前持有的可供出售债券的净价出现下跌只是一次性的短期影响，而从长期来看，加息会使得新增的投资资产享有更高的投资收益率。

我们预计由于新增保单的资金和原有存款债券到期，每年约有占总投资资产25%左右的资金需要重置，这部分资金会享受加息后高的利率，如五年期定期存款利率近两次加息增加了95个BP，随着新增保单资金与资产重置，会逐步体现在保险公司的投资收益中，如果维持目前的利率水平，大概3-4年后，整体的投资收益率能提升80BP（按固定收益类资产占总投资资产85%计算），对于保险公司5%左右的投资收益率而言，是非常显著的，我们估算能提升每股EPS12-14%，如果再次加息，这一比例还能提高。

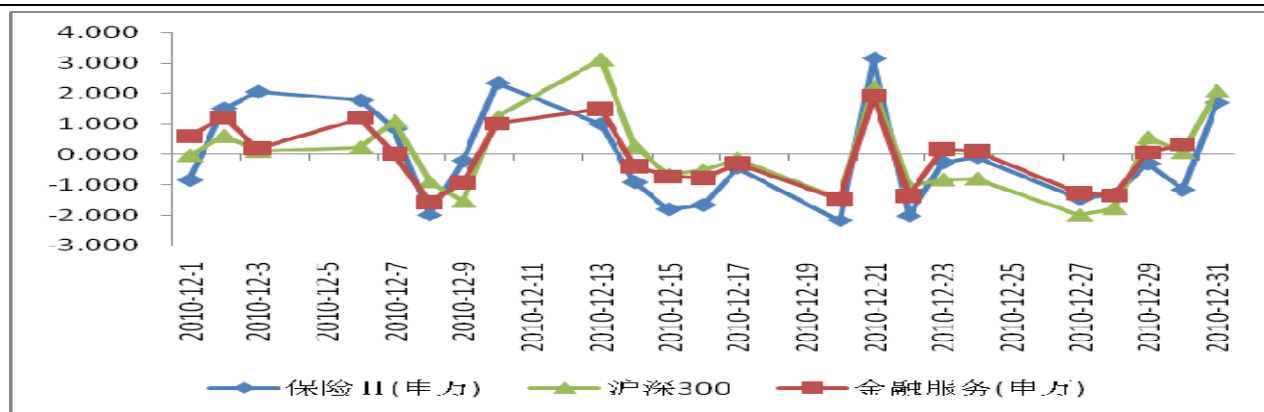
综合以上分析，加息对于保险公司的净资产短期影响有限，长期来看，加息可以提升新增保险投资资产的整体收益率，降低保险公司的资产配置压力，对于保险公司是利好。

三、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 12：12月份保险行业与金融行业、沪深300日涨跌幅比较（%）



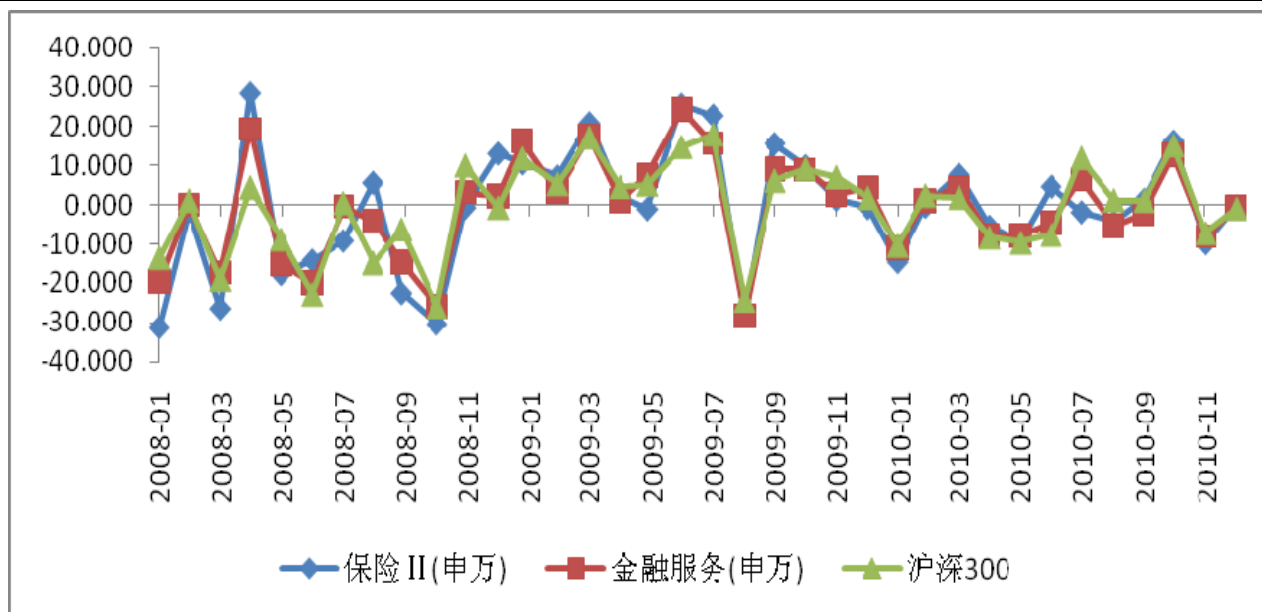
数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

12月份保险股的走势依旧跟随大盘呈现震荡态势。上半月在CPI高企，加息预期刺激下，保险股表现要好于市场指数。下半月随着资金面的逐步趋紧，交易额出现明显下降，市场表现不佳，保险股也跟随大盘向下调整。

总体上来看，保险股在12月份的单月跌幅为0.2%，沪深300指数跌幅为0.9%，整个金融行业板块的跌幅为0.5%，从这个月保险股的表现可以看出，在加息利好的刺激下，保险股在金融板块中具有较强的抗跌性。

2. 保险行业与金融行业、沪深300月涨跌幅比较

图 13: 保险行业与金融行业、沪深300月涨跌幅比较 (%)



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

从最近三年保险股与金融板块、市场指数的表现来看，保险行业指数与沪深300指数的走势高度一致，贝塔值为1.07，在金融板块中，这个值位于银行和证券之间，从历史波动率的角度来看，表现同样如此。在对2011年市场表现较为乐观的预期之下，从投资属性的角度来看，保险股存在上涨的理由。

表 2: 2008-2010 保险行业资本市场表现与对比

	沪深 300	金融行业	银行	证券	保险
贝塔- β		1.00	0.93	1.33	1.07
波动率- σ	11.5%	12.5%	11.8%	18.2%	15.3%

(二) 保险行业估值比较

1. 主要估值指标预测

表 3: 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
中国平安	2010E	2.59	15.08	25.82	2.22
中国人寿	2010E	1.28	7.78	10.77	0.72
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 4: 主要估值指标月度数据对比（12 月份）

	2010PE	2010PB	2010P/EV	2010 年新业务价值倍数
中国平安	21.7	3.7	2.2	13.7
中国人寿	16.6	2.7	2.0	14.6
中国太保	21.8	2.4	1.8	15.1

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。主要得益于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。

四、投资建议

在国家采取措施控制物价，调控通胀的决心下，加息的预期一直都会存在，如果通胀的回落在明年一季度仍然不能达到预想的结果，央行动用加息控制通胀的做法很可能会再次被使用，一旦确认进入加息周期，对于保险公司而言将是明显利好。

保险公司业绩稳定，国内保险市场潜力巨大，目前在估值上也具备优势。而且从投资属性的角度来看，保险股具有较高的贝塔值，一旦行情启动，将成为保险股上涨的有力催化剂。

维持保险行业的买入评级，推荐顺序为中国平安，中国人寿和中国太保。

五、风险提示

（一）重大灾害风险

在缴纳保费一定的情况下，如果疾病，死亡，灾害出现的较少，中国人寿当期的盈利就会增加。如果遇到重大灾害（包括台风、暴雨、洪水、地震、海啸等自然灾害以及恐怖主义活动、重大人为灾害、战争等对整个社会的经济活动和金融体系会造成重大危害的事件），中国人寿的各项金融业务特别是保险业务也会受到重大影响，带来的巨额赔偿会对公司的财务状况和经营成果带来不利影响。

（二）资本市场波动风险

股权型资产价格取决于市场，市场的大幅波动会对公司业绩有较大影响。

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。

相关研究报告

保险行业 2011 年投资策略_行业跟踪分析报告

曹恒乾

2010-11-26

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。