

保险行业 2011 年二季度投资策略

统计口径变化使保费增速失真，加息提升投资收益

曹恒乾 分析师

电话：020-87555888-419

eMail: chq@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260511010006

寿险统计口径发生变化，万能投连产品占比大幅下降

2011 年 1 月，寿险市场全行业共实现被认可的保费收入 1224 亿元（万能险和投连险基本不再计入保费），1 月保费收入无对应数据可比较，我们估计如果还原为旧口径下，1 月份原保费收入 1440 亿元，同比增长 18%。

预计加息促进保费增长，三方均受益

在加息的过程中，保费收入增速没有下降，例如在上一个加息周期中（2004 年-2008 年），在五年期存款利率在利率超过 5.5% 后，保费增速超过 50%。容易配置高息资产，保险公司更有积极性在加息过程中销售产品；银行以销售产品换存款和佣金，在加息过程中销售保险产品实现双赢。从 2008 年开始，保费增速出现显著的大小年特征，2010 年的高速增长后基数较高，我们预计 2011 年保费增速在 15%-20%。

此次加息周期对保险公司收益率以及业绩的提升测算

加息后固定收益资产收益率显著提升，股市预期好于 2010 年，2011 年投资收益率会有显著提高。预计加息提升中国人寿业绩 8%-15%，提升中国平安业绩 10%-19%，提升中国太保业绩 7%-12%。

重点公司与投资建议

保险行业指数贝塔值为 1.07，在金融板块中，这个值位于银行和证券之间，根据历史走势，股价与市场的“一致预期”正相关，因此我们建议当预期上涨的阶段对行业超配。我们预测中国太保 2011-2013 年 EPS 分别为 1.39、1.6 和 1.84 元，目标价 30.58 元，给予买入评级。预测 2011-2013 年中国人寿 EPS 分别为 1.48、1.7 和 1.96 元，目标价 29.6 元，给予买入评级。预测 2010-2012 年中国平安 EPS 分别为 2.59、2.90 和 3.28 元，目标价 66.70 元，给予买入评级。

风险提示

重大灾害风险、资本市场波动风险会对行业及公司经营产生重大影响。

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	10	11E	12E			
中国平安	50.51	2.59	2.90	3.28	20	17	15	1.5	66.7	买入
中国人寿	21.20	1.19	1.46	1.7	18	15	12	0.6	29.6	买入
中国太保	22.26	1	1.39	1.6	22	16	14	0.4	30.56	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业评级

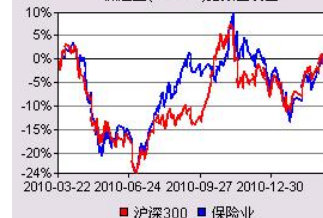
买入

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	2.74%	-1.15%	-1.40%
沪深 300	0.12%	1.16%	-2.37%

目录索引

一、寿险统计口径发生变化, 万能投连产品占比大幅下降.....	4
(一) 寿险保费统计口径发生变化, 无对应数据比较.....	4
(二) 预计寿险行业同一口径下保费收入增速为18%.....	5
二、三家上市保险公司新旧口径下保费增速对比.....	6
(一) 中国人寿, 受益于行业产品结构变动.....	6
(二) 中国平安产品转型, 万能险占比大幅下降.....	7
(三) 中国太保, 保费增速有望提升.....	9
三、预计加息促进保费增长, 三方均受益.....	10
(一) 保险公司更有积极性在加息过程中销售产品.....	10
(二) 银行在加息过程中销售保险产品实现双赢.....	11
(三) 投保人加息过程中购买保险产品相对合算.....	11
(四) 三方都受益, 利益从哪里来.....	11
(五) 由于保费增速呈现大小年特征, 预计2011年保费增速15-20%.....	12
四、此次加息周期对保险公司收益率以及业绩的提升测算.....	12
(一) 2011年投资收益率会有显著提高.....	12
(二) 预计加息提升中国人寿业绩8%-15%.....	13
(三) 预计加息提升中国平安业绩10%-19%.....	13
(四) 预计加息提升中国太保业绩7%-12%.....	14
五、重点公司与投资建议.....	14
(一) 行业指数与沪深300比较.....	14
(二) 中国人寿, 预计2011年业绩增长24%.....	15
(三) 中国平安, 交叉销售提升综合金融实力.....	18
(四) 中国太保, 产险业绩取得重大突破.....	18
六、风险提示.....	19
(一) 重大灾害风险.....	19
(二) 资本市场波动风险.....	19

图表索引

图1: 寿险全行业保费收入情况-仅2011年1月份数据采用新口径下保费收入(亿元).....	5
图2: 上市公司寿险市场份额变化-仅1月份是按新统计口径下的市占率.....	6
图3: 中国人寿处理前保费收入与增长(亿元).....	7
图4: 中国人寿处理后保费收入(不含万能险与投连险保费收入)与增长(亿元).....	7
图5: 中国平安处理前保费收入与增长(亿元).....	8
图6: 中国平安处理后保费收入(不含万能险与投连险保费收入)与增长(亿元).....	9
图7: 中国太保处理前保费收入与增长(亿元).....	9
图8: 中国太保处理后保费收入(不含万能险与投连险保费收入)与增长(亿元).....	10
图9: 上一个加息周期的五年期存款利率与保费增速.....	10
图10: 三家上市保险公司历年定期存款的变化图.....	11
图11: 预测的2010年底各帐户投资资产占比.....	12
图12: 中国人寿投资资产分类占比图.....	13

图13: 中国平安投资资产分类占比图.....	13
图14: 中国太保投资资产分类占比图.....	14
图15: 保险行业与金融行业、沪深300月涨跌幅比较(%).....	14
图16: 近几年中国平安交叉销售贡献情况.....	18
表1: 寿险统计口径发生变化(空白处为未有公布数据, 处理后的寿险保费中不包含万能险与投连险保费).....	4
表2: 寿险统计口径发生变化(红色为根据假设补全的数字, 处理后的寿险保费中不包含万能险与投连险保费).....	5
表3: 2008年1月-2011年2月保险行业资本市场表现与对比.....	15
表4: 中国人寿2010年业绩推演图(单位: 亿元).....	15
表5: 中国人寿2011年业绩预测图(单位: 亿元).....	16
表6: 中国人寿2011年内含价值与新业务价值预测(单位: 亿元).....	17
表7: 中国人寿2012年内含价值与新业务价值预测(单位: 亿元).....	17
表8: 中国太保各项业务利润收入及结构(亿元).....	18

一、寿险统计口径发生变化，万能投连产品占比大幅下降

（一）寿险保费统计口径发生变化，无对应数据比较

在2010年以前，寿险保费收入的统计口径以未经处理的保费收入为准，而从2010年开始，采用根据财政部颁布的《保险合同相关会计处理规定》（财会[2009]15号）要求，对保费收入进行拆分和重大风险测试，导致处理后的保费收入中不再包含万能险与投连险保费。保费确认率是指被认可的保费占处理前保费收入的比例。

2010年是保险公司实行双轨制，保险公司同时公布处理前与处理后的寿险保费收入，而从2011年2月开始，中国人寿与中国太保只公布处理后的保费收入（不包含万能险与投连险保费），而中国平安则继续公布处理前和处理后两个数字，处理前的保费收入被停止公布，而处理后的保费收入缺乏基准数据造成对保费增速理解的混乱。

表1：寿险统计口径发生变化(空白处为未有公布数据，处理后的寿险保费中不包含万能险与投连险保费)

单位：亿元	中国人寿			中国平安			中国太保		
	处理前	处理后	确认率	处理前	处理后	确认率	处理前	处理后	确认率
2010年1月	418	/	/	211	/	/	103	89	86.41%
2010年2月	774	/	/	369	/	/	205	187	91.22%
2010年3月	1169	1103	94.35%	510	/	/	310	284	91.61%
2010年4月	1407	1329	94.46%	635	/	/	380	352	92.63%
2010年5月	1635	1549	94.74%	777	/	/	446	416	93.27%
2010年6月	1930	1836	95.13%	905	/	/	523	490	93.69%
2010年7月	2147	2046	95.30%	1010	583	57.72%	584	548	93.84%
2010年8月	2384	2277	95.51%	1127	647	57.41%	650	612	94.15%
2010年9月	2682	2569	95.79%	1241	712	57.37%	728	689	94.64%
2010年10月	2903	2782	95.83%	1355	779	57.49%	799	759	94.99%
2010年11月	3120	2993	95.93%	1476	851	57.66%	862	822	95.36%
2010年12月	3330	3182	95.56%	1591	926	58.20%	920	879	95.54%
2011年1月	450	439	97.56%	254	181	71.26%	124	117	94.35%
2011年2月	/	846	/	438	321	73.29%	/	219	/

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

为了方便比较，更好的认识保费公司保费收入的增长情况，我们根据假设补全缺少的数据，补全的数字用红色表示。

从上图可以看到，中国人寿和太保保费确认率是比较稳定的。而中国平安则由于加息后，万能险结算利率与定期存款利率倒挂导致万能险销售困难；万能险、投连险不再确认为保费收入；投连险不能再通过银行渠道销售与等多重因素影响，在2011年开始力推分红险导致保费结构发生重大变化，万能险与投连险占保费收入的比例从2010年的42%快速下降到27%。

表2: 寿险统计口径发生变化(红色为根据假设补全的数字, 处理后的寿险保费中不包含万能险与投连险保费)

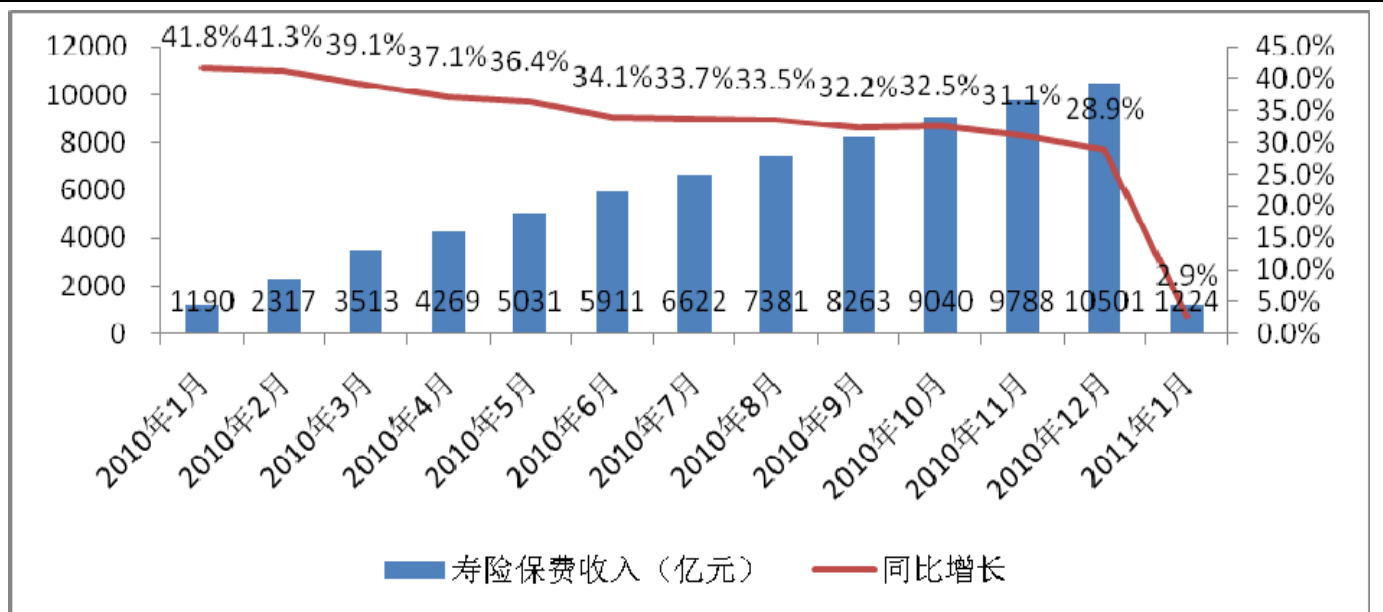
单位: 亿元	中国人寿			中国平安			中国太保		
	处理前	处理后	确认率	处理前	处理后	确认率	处理前	处理后	确认率
2010年1月	418	397	95.00%	211	121	57.50%	103	89	86.41%
2010年2月	774	735	95.00%	369	212	57.50%	205	187	91.22%
2010年3月	1169	1103	94.35%	510	293	57.50%	310	284	91.61%
2010年4月	1407	1329	94.46%	635	365	57.50%	380	352	92.63%
2010年5月	1635	1549	94.74%	777	447	57.50%	446	416	93.27%
2010年6月	1930	1836	95.13%	905	520	57.50%	523	490	93.69%
2010年7月	2147	2046	95.30%	1010	583	57.72%	584	548	93.84%
2010年8月	2384	2277	95.51%	1127	647	57.41%	650	612	94.15%
2010年9月	2682	2569	95.79%	1241	712	57.37%	728	689	94.64%
2010年10月	2903	2782	95.83%	1355	779	57.49%	799	759	94.99%
2010年11月	3120	2993	95.93%	1476	851	57.66%	862	822	95.36%
2010年12月	3330	3182	95.56%	1591	926	58.20%	920	879	95.54%
2011年1月	450	439	97.56%	254	181	71.26%	124	117	94.35%
2011年2月	868	846	97.50%	438	321	73.29%	232	219	94.50%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(二) 预计寿险行业同一口径下保费增速增速为18%

2011年1月, 寿险市场全行业共实现被认可的保费收入1224亿元(主要是传统险以及分红险, 万能险和投连险基本不再计入保费), 1月保费收入无对应数据可比较, 我们预计万能险与投连险占比从20%下降到15%, 我们估计如果还原为旧口径下, 1月份原保费收入1440亿元, 同比增长18%。

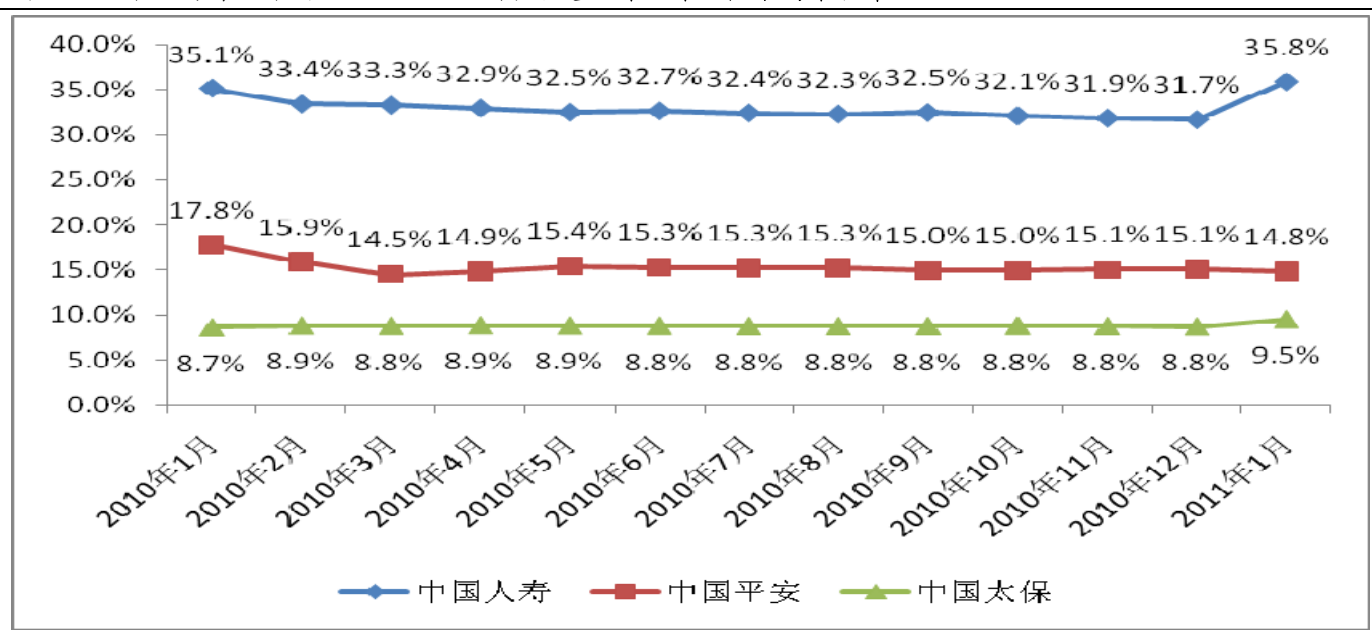
图 1: 寿险全行业保费收入情况-仅 2011 年 1 月份数据采用新口径下保费收入 (亿元)



数据来源: 保监会网站、广发证券发展研究中心

受益于保费统计口径变化（万能险、投连险基本不在计入保费收入），从市场份额情况看，中国人寿市场份额出现较大幅度提高，截至1月份的市场份额为35.8%，相较去年年底的31.7%，提高了4.1个百分点。中国平安市场份额较去年年底有所下滑，目前为14.8%。中国太保同比增速是三家上市公司里最高的，市场份额有明显上升，由年底的8.8上升到1月底的9.5%。三家上市保险公司在寿险市场的市场份额合计达到60.2%，比去年年底的56.2%提高了整整4个百分点。

图 2：上市公司寿险市场份额变化-仅1月份是按新统计口径下的市占率



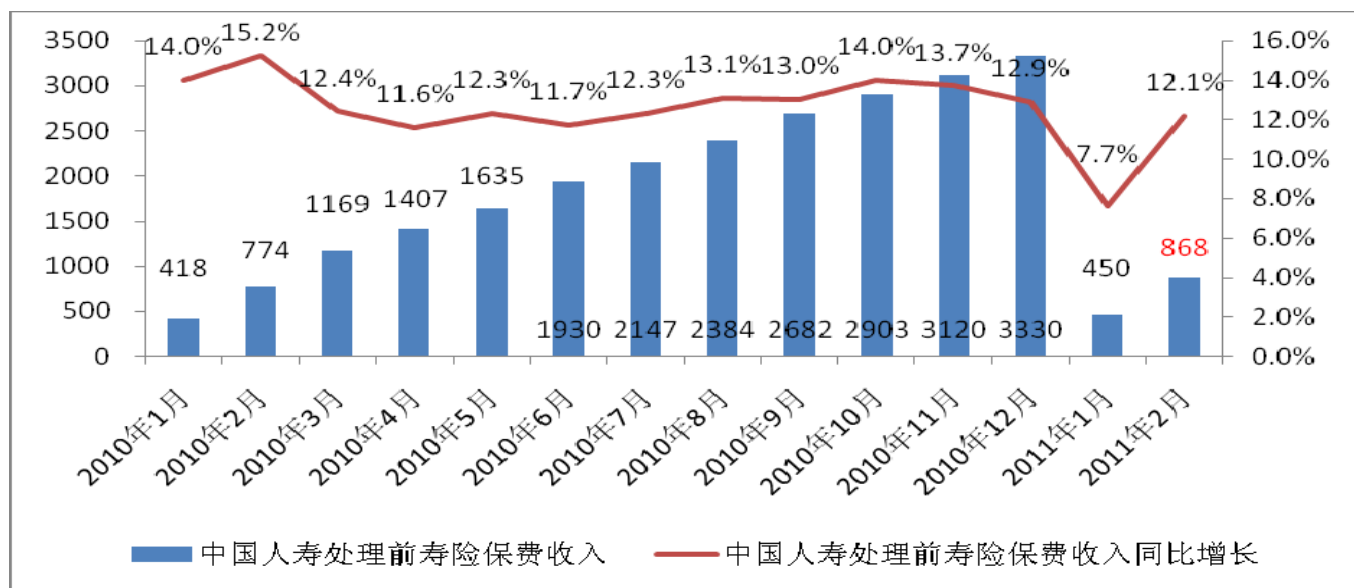
数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

二、三家上市保险公司新旧口径下保费增速对比

（一）中国人寿，受益于行业产品结构变动

2011年寿险行业产品结构发生重大变动，之前热销的万能险由于结算利率与定期存款利率倒挂，销售量急剧下降；投连险由于被禁止在银行渠道销售，导致产品销量减少，占比同样大幅下降。而中国人寿专一发展分红产品，不受这些政策的负面影响。

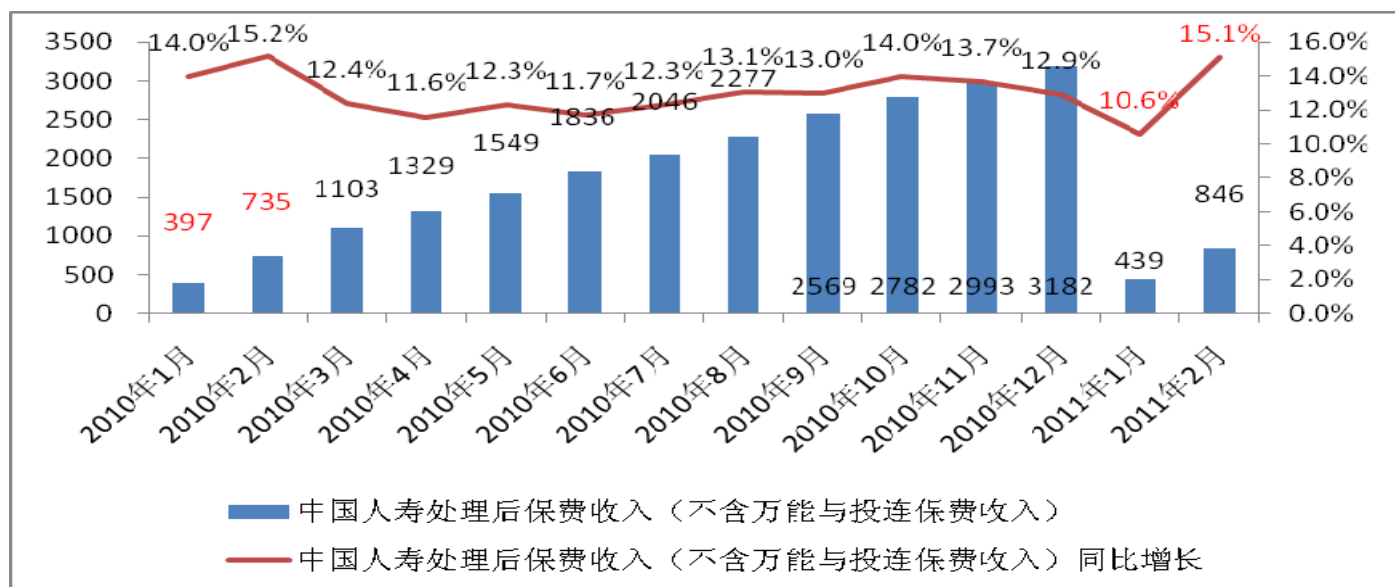
图 3: 中国人寿处理前保费收入与增长 (亿元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

中国人寿虽然2010年总保费增速仅13%，但其中首年期缴保费收入521亿，同比增长31%，公司通过银保渠道销售分红期缴产品，取得了较好的效果，同比增长超过80%。

图 4: 中国人寿处理后保费收入 (不含万能险与投连险保费收入) 与增长 (亿元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(二) 中国平安产品转型, 万能险占比大幅下降

由于平安保费结构发生重大变化 (在2011年开始力推分红险, 万能险与投连险占保费收入的比例从2010年的42%快速下降到27%)。

万能险之所以占比大幅下降, 是由于加息后, 定期存款利率增加, 而万能险帐户投资组合的收益率短期内无法快速提升, 导致结算利率与定期存款倒挂, 使得销售困难。

归根结底，万能险是一种牛市里保险公司才能赚钱的产品，必须要靠投资股市取得超额收益保持较高的结算利率，规模才能快速增长。而当股票市场低迷，保险公司就必须在规模与利润之间取舍。

07年与09年的牛市与09年以来的低利率环境，掩盖了万能险的缺陷，使得结算利率一直维持在较有吸引力的程度。

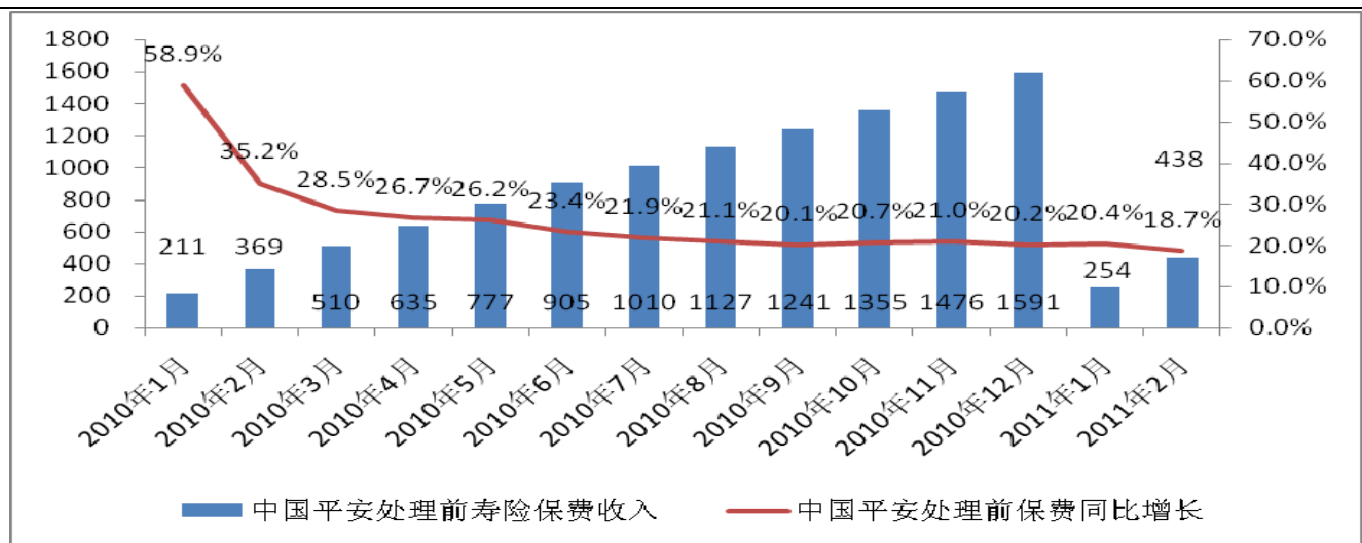
中国人寿和中国太保，由于主要是通过银保渠道销售万能险，销售的万能险续期率低、成本高，09年就基本放弃万能险的销售，万能险几乎成为中国平安的独家产品，单一险种市场份额占有率接近40%。

中国平安由于通过个险渠道销售万能险，续期率高，加上投资收益率较高，因此保持了较高的盈利性。但2011年以来，股市持续低迷，而定期存款利率快速增加结算利率与定期存款倒挂成了压倒骆驼的最后一根稻草。

我们认为目前风险点是公司个险渠道由销售万能险转向销售分红险的过程中，由于产品变化导致对目标客户需要重新定位，短期内可能导致保费增速低于预期，保单期限缩短，新业务价值增速低于预期。

我们同时列出了中国平安处理前与处理后保费增速的情况，由于确认率上升是由产品结构变化导致的，我们认为处理前保费更能说明公司的经营情况。我们可以看到公司保费收入情况依然保持着18.7%的增长。

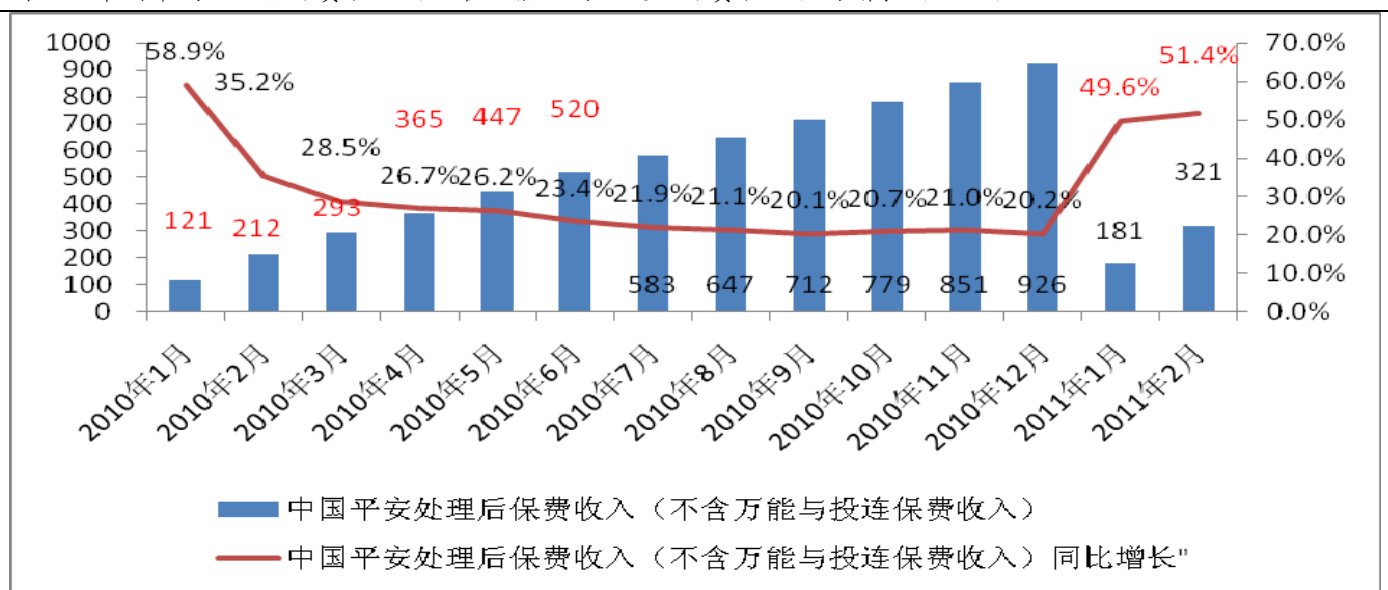
图 5：中国平安处理前保费收入与增长（亿元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

虽然中国平安处理后保费收入的增长大幅增加，但这仅是由于产品结构转型，保费确认率提升导致的，因此并不能反映公司经营的整体情况。

图 6: 中国平安处理后保费收入（不含万能险与投连险保费收入）与增长（亿元）

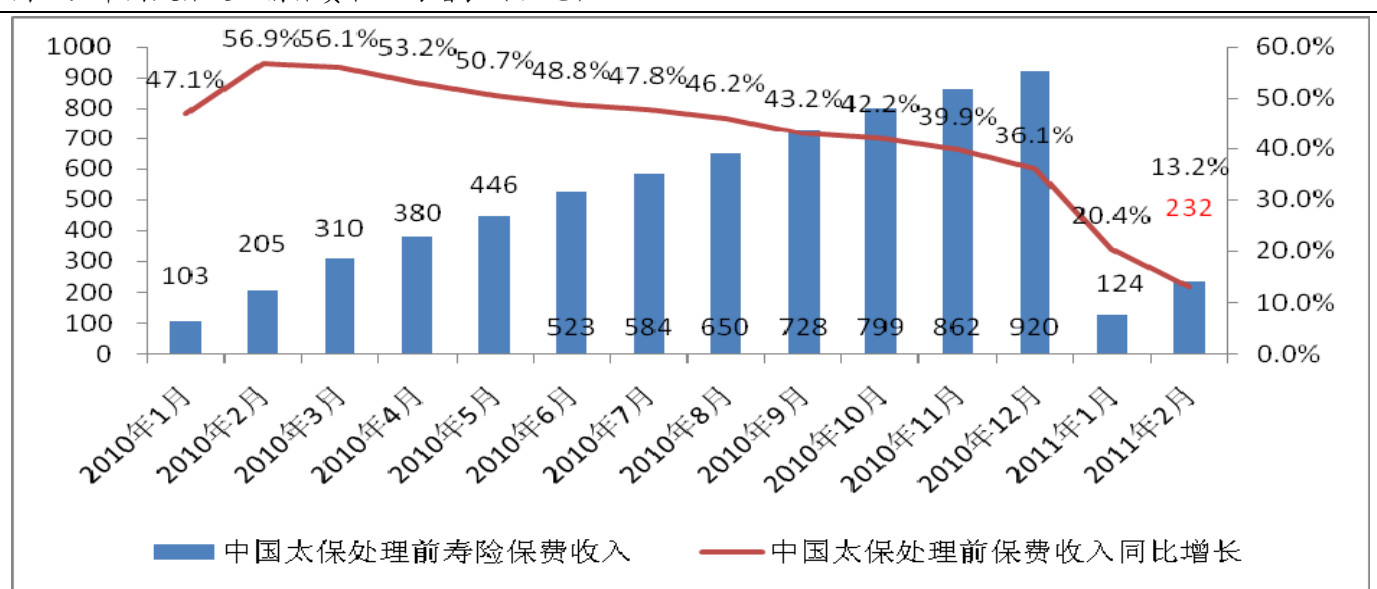


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（三）中国太保，保费增速有望提升

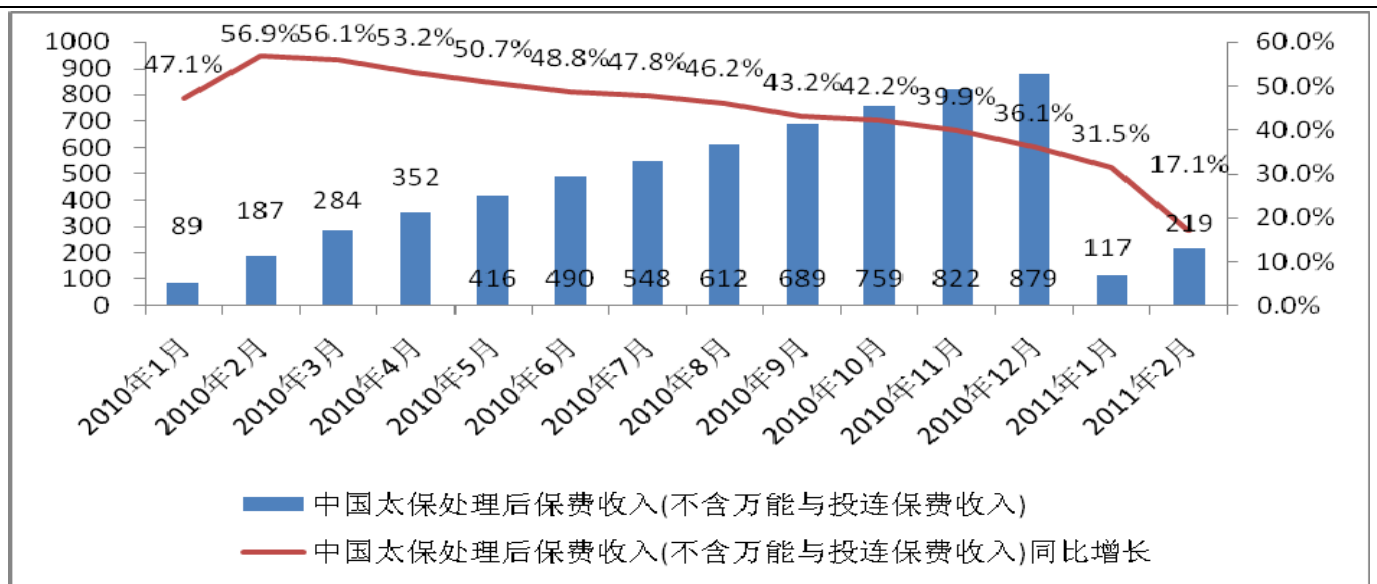
中国太保产品结构以分红险为主，公司较早公布了分拆后保费的数据，2011年1-2月份分拆后保费增速达到17.1%。

图 7: 中国太保处理前保费收入与增长（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：中国太保处理后保费收入（不含万能险与投连险保费收入）与增长（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

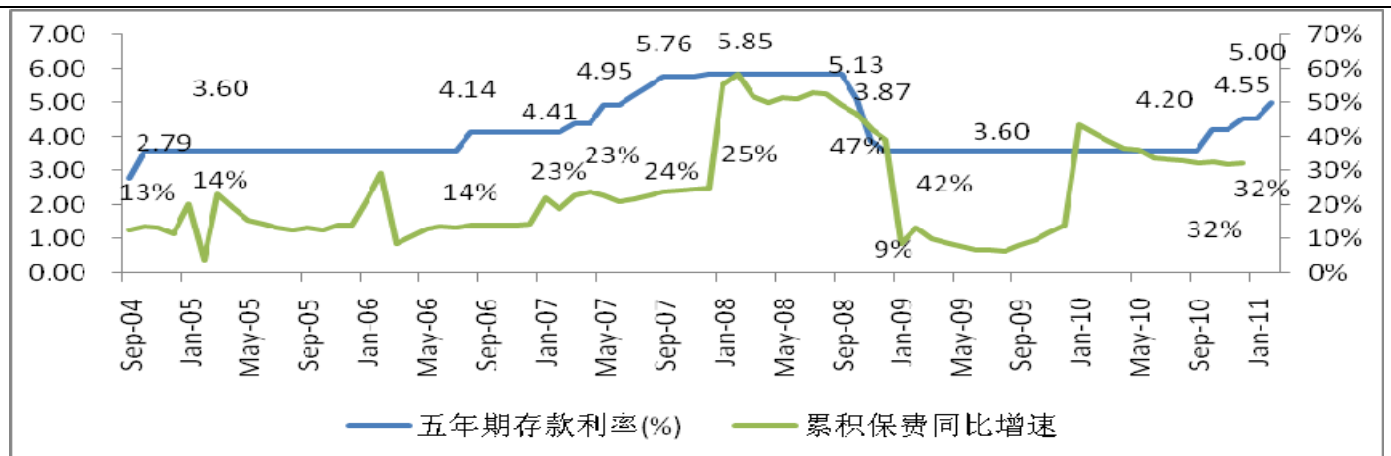
三、预计加息促进保费增长，三方均受益

在加息的过程中，保费收入增速没有下降，例如在上一个加息周期中（2004年-2008年），在五年期存款利率在利率超过5.5%后（保险公司长期收益率假设），保费增速超过50%。反而上升，我们分析有下面几方面的原因。

（一）保险公司更有积极性在加息过程中销售产品

增强产品销售力度的理由：存款利率高于保险公司自身的长期投资收益率假设（年化5.5%）时，保险公司仅需要配置无风险的协议存款，就可以完成长期投资收益率的目标，因此更有积极性在这个时候销售产品，给出的佣金水平更有吸引力，促进了保费收入的增长。而在降息周期，保险公司的资产很难配置到高收益的产品，因此吸收保费的动力不足。

图 9：上一个加息周期的五年期存款利率与保费增速



数据来源：保监会、wind资讯、广发证券发展研究中心