

保险行业 2011 年 2 季度投资策略

——保费增速虽下降，但质量在提高

优于大势

维持评级

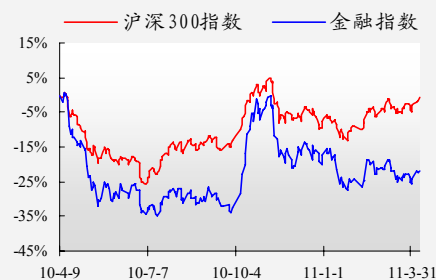
金融/保险

发布时间：2011 年 4 月 9 日

投资要点：

- 2011 年前 2 个月，全国寿险总保费收入 2346 亿元，同比增长 1.3%，比去年同期相比，增幅降低近 40 个百分点。分渠道看，个险新单增长 7.4%，个险新单期缴增长 9%，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。银保新单降低 0.4%，团险总保费降低 88.6%。银保及团险业务的下降，拉低了总保费的增速。
- 银保保费下降是造成总保费下滑的主要原因，但从结构上来看，中小保险公司的银保新单上升较快，而大保险公司的银保新单出现下降，由于大保险公司在保费收入占比较大，因此大保险公司的银保保费收入下降对总保费收入影响较大。
- 保险人员不得驻点销售对大保险公司影响大。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。
- 对于中小保险公司来说，个险渠道营销代理人发展速度较慢，中小保险公司集中力量发展银保业务。中小保险公司的业务结构中，银保业务占比较高，因此尽管在银保产品利润率比较低的情况下，中小保险公司的银保保费收入增速依然很快。
- 产品结构上来说，由于自 2010 年以来投资收益预期不高，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。
- 在新业务价值增长和投资环境相对宽松的环境下，我们对保险行业依然给予优于大市的投资评级。给予中国太保推荐评级，考虑到中国平安个险渠道保费收入的萎缩，下调为谨慎推荐评级。

走势图



重要公司

评级

中国太保	推荐
中国平安	谨慎推荐

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550511020009

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.com

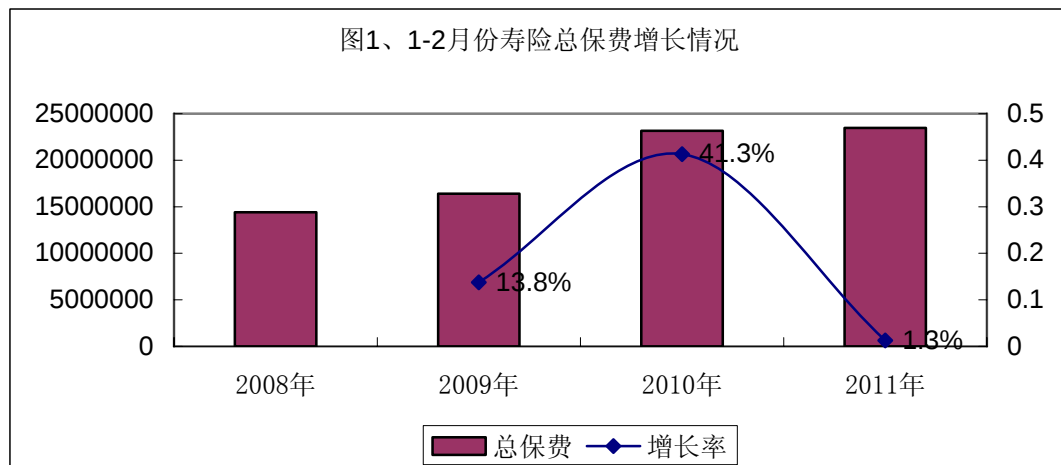
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

一、保费增速回落，质量有所提升

1、全行业总保费增速回落

2011 年前 2 个月，全国寿险总保费收入 2346 亿元，同比增长 1.3%，比去年同期相比，增幅降低近 40 个百分点。分渠道看，个险新单增长 7.4%，个险新单期缴增长 9%，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。银保新单降低 0.4%，团险总保费降低 88.6%。银保及团险业务的下降，拉低了总保费的增速。



资料来源：中国保监会

银保保费下降是造成总保费下滑的主要原因，但从结构上来看，中小保险公司的银保新单上升较快，而大保险公司的银保新单出现下降，由于大保险公司在保费收入占比较大，因此大保险公司的银保保费收入下降对总保费收入影响较大。

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

公司名称	个险			银保			团险		个险期缴率	银保期缴率
	新单	期缴	续期	总保费	新单	期缴	总保费	新单短险		
中小保险公司	-9.2%	3.6%	6.2%	48.1%	29.0%	42.0%	-17.5%	49.2%	85.5%	7.6%
大保险公司	8.4%	9.3%	34.1%	3.1%	-4.3%	23.6%	1.2%	28.2%	93.4%	9.4%

资料来源：东北证券

表 2、大公司与中小保险公司银保新单占总保费比重

		新单保费	总保费	占比
大保险公司	个险新单	3166176.1	23464238	13.5%
	银保新单	10013208.0	23464238	42.7%
中小保险公司	个险新单	155195.4	23464238	0.7%
	银保新单	1783422.9	23464238	7.6%

资料来源：东北证券

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。

保险人员不得驻点销售对大保险公司影响大。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，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，主动压缩了利润率较低的银保业务，因此，银保保费收入也出现较大幅度的下降。

表 3、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	40000	--	10000	12000	4000
银保代理有效网点	60000	20000	10000	10000	5000

资料来源：东北证券

保险产品属被动消费型的金融产品，销售费用在各项费用中占比较高，是主要的费用。近年来由于银保渠道竞争激烈，银保保单的手续费率特别高，以上海地区的趸交保单为例，保单手续费率远远高于固定收益产品的投资收益率，这还不包括以各种培训费、会务费所返还的暗佣。因此，相同期限、相同品种的保险产品，银保渠道的利润率要比个险渠道的利润率要低很多。在银监会整顿银保业务的形势下，很多大的保险公司，放弃了银保业务这块“鸡肋”，专攻个险，因此，对大保险公司来说，2011 年银保渠道的保费收入是下降的。

对于中小保险公司来说，个险渠道营销代理人发展速度较慢，营销代理人总量规模较小，产能也不大，因此，个险业务发展困难。而为提高业务规模，中小保险公司集中力量发展银保业务。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，因此尽管在银保产品利润率比较低的情况下，中小保险公司的银保保费收入增速依然很快，另外，大保险公司在银保领域的退出也为中小保险公司提供了填补空缺的机会，因此 2011 年 1-2 月份，中小保险公司的银保业务收入是快速增长的。

表 4、大公司与中小公司营销代理人对比

	营销代理人	占比
中小保险公司	282747	11.8%
大保险公司	2122777	88.2%

资料来源：东北证券

表 5、上海地区银保手续费自律标准

缴费方式	产品	期限	费率
趸缴	投连险、万能险		5.5%
	分红险、普通寿险、健康险	5 年期以下（含）	5%
		5 年期以上	5.5%
期缴	健康险	5 年期以下（含）	12%
		5 年期以上	14%
	分红险、普通寿险根据年期分为 5 档	10 年期以上	15%。

资料来源：上海保险同业协会

2、从渠道上看，银保保费增速下降

从银保渠道来看，各公司银保总保费及新单保费收入都出现下降，银保期缴比例在去年的基础上保持相对稳定。对中国平安来说，在去年的基础上，继续压缩银保保费的规模。中国人寿和太保的银保增速也有所下降。

表 6、各公司银保业务增长状况

		中国人寿	平安	太保
2011 年前 2 个月	银保总保费	12%	-22%	7%
	银保新单	5%	-24%	-6%
	银保期缴	8%	47%	-6%
2010 年	银保总保费	13%	-6%	76%
	银保新单	7%	-7%	60%
	银保期缴	95%	600%	55%

资料来源：东北证券

从个险渠道来看，中国人寿和太保在放弃银保渠道的同时，大力发展个险，个险新单和个险期缴保费的增长速度都远远高于去年。但中国平安的个险新单和个险期缴保费的增长速度却出现了大幅度的下滑，这固然有去年保费高速增长，基数比较高的原因，但对于以个险为强项的平安寿险来说，个险新单出现下降，对新业务价值的影响较大，这是不正常的现象，需要密切关注。

3、从产品结构上看，分红险成为主要险种

产品结构上来说，由于自 2010 年以来投资收益预期不高，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 7、各公司总投资收益率(%)

	2010 年	2009 年
平安	4.9	6.4
太保	5.3	6.3
中国人寿	5.11	5.78

资料来源：公司公告

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降低，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。

二、加息环境下投资收益率上升

1、债市资金将出现净流出，债券到期收益率上升

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。

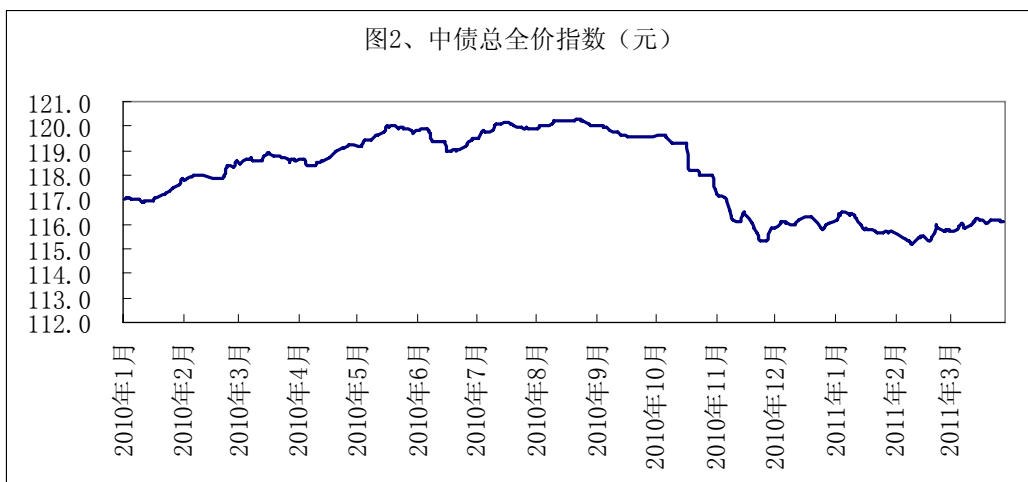
自 2010 年 9 月份以来，在紧缩政策的预期下，商业银行也调整了资产配置，减少了债券的购买量，将更多资金配置在信贷资产上。银行配置债券数量减少也造成债券价格下降。

表 8、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
2010 年 11 月	1960.40	523.33	169
2010 年 12 月	-560.77	278.71	-161.7
2011 年 1-2 月	-2382.11	187.74	58.87

资料来源：东北证券

图2、中债总全价指数（元）

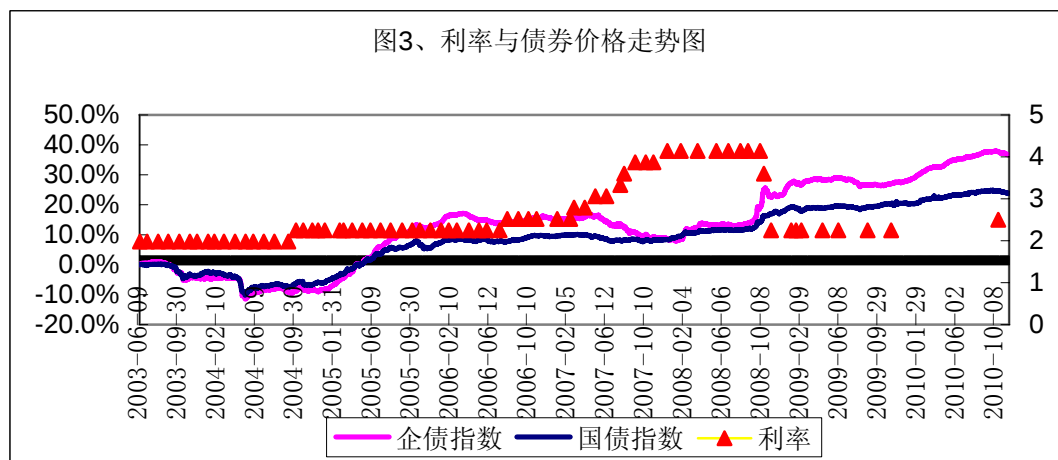


资料来源：东北证券

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。

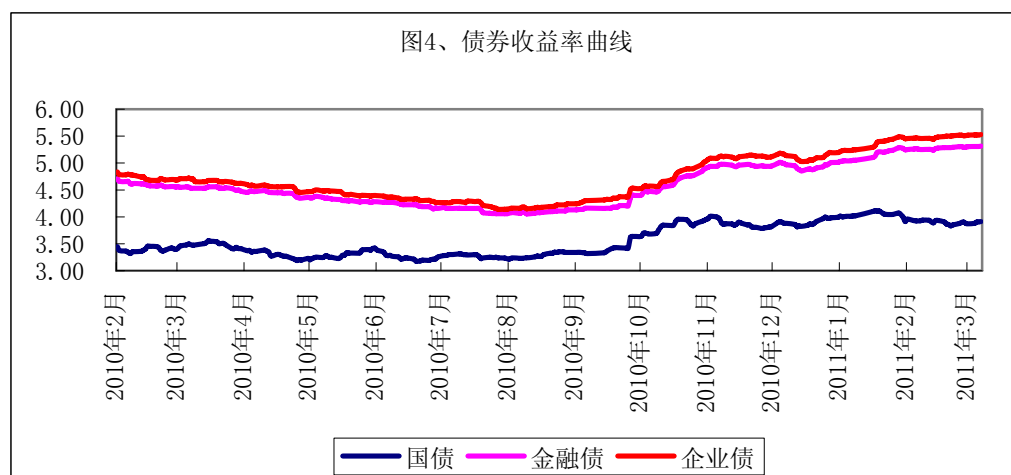
图3、利率与债券价格走势



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，从而提高债券的到期收益率。自2010年9月份以来，国债、金融债和企业债的到期收益率分别提高21.1%、30.8%和33.0%。



资料来源: 东北证券

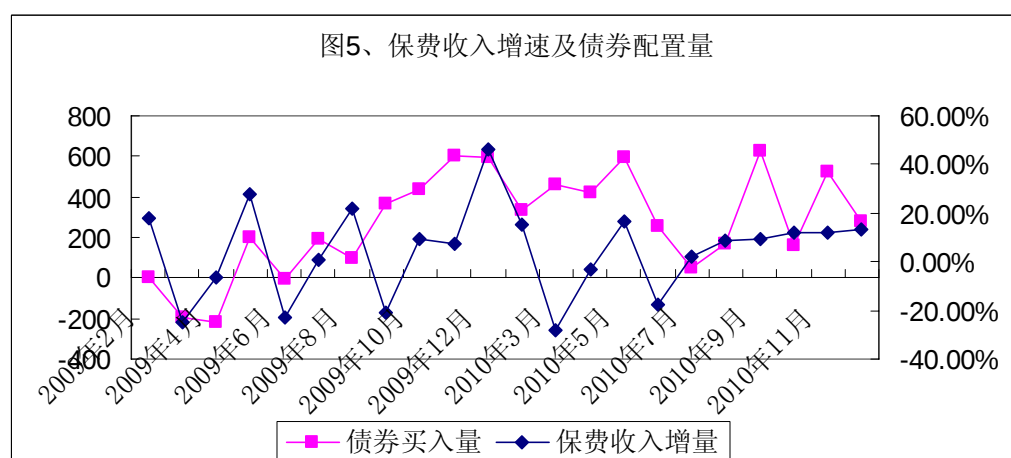
(二) 投资环境的变化对保险资金带来投资机会

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。

2010 年下半年以来, 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。

另外, 由于利息的提升, 保险公司也增加的对定期存款的配置比例。



资料来源: 东北证券

表 9、各公司资产配置状况

	2010 年			2009 年		
	平安	太保	中国人寿	平安	太保	中国人寿
固定收益投资	77%	78.30%	78.60%	75.10%	74.40%	79.10%
定期存款	17.50%	24.60%	33.05%	15.50%	23.60%	29.40%
债券投资	59.20%	53.70%	45.51%	59.60%	50.80%	49.70%
权益投资	10%	11.90%	14.70%	10.80%	12.30%	15.30%
现金	11.20%	4.10%	3.58%	11.70%	8.30%	3.10%

资料来源：公司公告

三、保险行业投资策略

在加息的预期下，债券的到期收益率上升，债券的投资机会增加，升息环境下，保险公司定期存款的占比增加，这些都有利于固定收益资产投资收益率的上升。从投资环境上来说，中国经济呈现复苏态势，企业业绩明显改善。流动性方面，人民币升值压力加大，人民币对美元连创新高，外汇占款增加，流动性依然充裕，股票市场存在阶段性投资机会。

2011 年，大保险公司压缩了毛利率较低的银保保费的规模，重点发展个险渠道保费收入，从产品上来说，重点发展毛利率比较高的分红险，新业务价值依然会有较好的增长空间。

在新业务价值增长和投资环境相对宽松的环境下，我们对保险行业依然给予优于大市的投资评级。给予中国太保推荐评级，考虑到中国平安个险渠道保费收入的萎缩，下调为谨慎推荐评级。

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 10、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 11、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	96,600	125,022	153,444	182,023	210,602
调整后净资产	144,655	144,655	144,655	144,655	144,655
内含价值	241,255	269,677	298,099	326,678	355,257
每股内含价值（元）	9.01	10.08	11.14	12.21	13.27
一年期新业务价值	14,241	17,040	19,839	22,667	25,495
每股新业务价值（元）	0.53	0.64	0.74	0.85	0.95
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
每股估值（元）	22.32	25.99	29.67	33.38	37.09

3、中国平安估值水平

表 12、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	50,065	63,739	77,413	89,873	102,333
调整后净资产	123,573	123,573	123,573	123,573	123,573
内含价值	173,638	187,312	200,986	213,446	225,906
每股内含价值	22.72	24.50	26.29	27.92	29.55
一年期新业务价值	13,651	14,579	15,507	16,448	17,389
新业务价值乘数	20	20	20	20	20
每股新业务价值	35.72	38.14	40.57	43.04	45.50
财险业务每股价值	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44
其它业务	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
每股估值	64.1	68.5	72.8	77.0	81.3

4、中国太保估值水平

表 13、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	20,566	27,672	34,778	41,900	49,022
调整后净资产	75,905	75,905	75,905	75,905	75,905
内含价值	96,471	103,577	110,683	117,805	124,927
每股内含价值	11.37	12.21	13.05	13.89	14.73
一年期新业务价值	4,608	5354	6,100	6,852	7,604
每股新业务价值	0.54	0.63	0.72	0.81	0.90
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
财险业务（15PE）	45,630	45,630	45,630	45,630	45,630
财险业务每股价值	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
每股估值	30.26	33.30	36.33	39.39	42.45

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。