

## 保险 II



曾素芬  
021-38565598  
zengsf@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

张颖  
021-38565970  
S0190511030006

2011 年 1-4 月份保费点评:

## 产寿险业务增长出现分化

2011 年 5 月 13 日

### 投资要点

#### 事件:

国寿、平安、太保和人保财险公布 2011 年 1-4 月保费收入数据, 中国人寿今年前 4 个月保费收入 1454 亿元; 中国平安寿险保费收入 557.54 亿元, 产险保费 272.67 亿元, 健康险 0.4374 亿元, 养老险 19.34 亿元; 中国太保寿险保费收入 390 亿元, 产险保费收入 217 亿元; 人保财险保费收入为 596.1 亿元。

#### 点评:

- **受销售渠道制约, 寿险保费收入增速普遍下降。**国寿和太保人寿 2011 年 1-4 月保费收入同比增速分别为 9.4% 和 10.8%, 较上月增速略为下降, 平安人寿 1-4 月保费收入为 557.5 亿元, 公司未公布规模保费数据, 3 月份公司推出一款趸缴型分红产品, 不仅提升了保费增速也提升了保费确认率, 4 月尽管在加息周期下万能险销售遭遇难题, 但在公司宣布几款万能险产品即将停售后, 4 月份万能险销售情况预计良好, 假设 1-4 月保费确认率为 70%, 由此推算 1-4 累计规模保费约为 796.5 亿元, 同比增长 25.4%, 基本与上月持平。从单月数据来看, 国寿、平安、太保 4 月保费收入分别为 224 亿元、156.5 亿元和 67 亿元, 环比下降, 同比增速下降, 国寿、太保甚至出现负增长, 寿险保费增长乏力的主要原因在于销售渠道的制约: 一方面, 银保渠道规范的影响尚未彻底消除; 另一方面, 个人代理渠道遭遇增员难题, 人均产能的提升是一个缓慢的过程。
- **产险增速继续改善, 但汽车销量增速回落仍将制约全年业务增长。**人保、平安和太保 2011 年 1-4 月累计产险保费同比增速分别为 10%、34.8% 和 16.7%, 较上月继续提升。由于产险业务中超过 70% 来源于车险, 而 2011 年以来汽车销量增速大幅下降, 1-4 月累计汽车销量为 655 万辆, 其中 4 月单月销量为 155.2 万辆, 同比下降 0.25%, 在全国新增汽车销量下降的背景下, 上市公司产险增速上升的主要原因在于这些龙头公司具有良好的品牌知名度, 在车险市场具有更强的话语权, 从而我们判断 2011 年以来人保、平安和太保产险市场份额呈现进一步提升。
- **寿险业绩改善因素尚未出现, 产险发力。**从盈利能力来看, 受几方面因素影响上市公司寿险业务表现欠佳: 第一, 今年以来寿险业务增速明显放缓; 第二, 投资收益尚未出现改善; 第三, 寿险评估利率曲线仍处于下行区间, 预计于 4 季度出现环比走高, 因此短期来看, 寿险业绩表现难超预期。从产险来看, 继 2010 年行业全面扭亏为盈以来, 我们认为产险行业已逐步进入承保盈利周期, 综合成本率仍将保持在较低水平,

2011 年将是产险业绩持续发力的一年。

- **投资建议：**经历本月一轮调整之后，目前国寿、平安、太保股价隐含新业务价值倍数分别为 9.2、8.8、9.5 倍，A-H 股折价率分别为 10.8%、18.4%和 27.3%，维持行业推荐评级。从个股来看，中长期内继续看好业务结构多元化的公司，首推中国平安，其次推荐产险盈利稳定向上的中国太保。

表 1 平安、国寿、太保寿险保费收入增长情况

|    | 月份 | 累计保费       | 同比增速 | 去年同期 | 单月保费  | 环比    | 同比增速  | 去年同期 |
|----|----|------------|------|------|-------|-------|-------|------|
| 平安 | 1  | 254        | 20.1 | 58.9 | 254   |       | 20.11 | 58.9 |
|    | 2  | 438        | 18.6 | 35.2 | 184   | -27.6 | 16.5  | 12.8 |
|    | 3  | 640        | 25.6 | 28.5 | 202   | 9.8   | 44.0  | 13.6 |
|    | 4  | 796.5 (估算) | 25.4 | 26.7 | 156.5 | -22.5 | 24.7  | 19.8 |
| 国寿 | 1  | 439        | 7.7  | 14.2 | 439   |       | 7.7   | 14.2 |
|    | 2  | 846        | 9.3  | 15.2 | 407   | -12   | 11.2  | 16.3 |
|    | 3  | 1230       | 11.5 | 12.4 | 384   | -5.7  | -     | 7.3  |
|    | 4  | 1454       | 9.4  | 11.7 | 224   | -41.7 | -0.9  | 8.2  |
| 太保 | 1  | 117        | 20.4 | 43.1 | 117   |       | 20.4  | 43.1 |
|    | 2  | 219        | 17.1 | 56.5 | 102   | -12.8 | 4.1   | 72.9 |
|    | 3  | 323        | 13.7 | 55.8 | 104   | 2.0   | 7.2   | 54.4 |
|    | 4  | 390        | 10.8 | 53.2 | 67    | -35.6 | -1.5  | 42.9 |

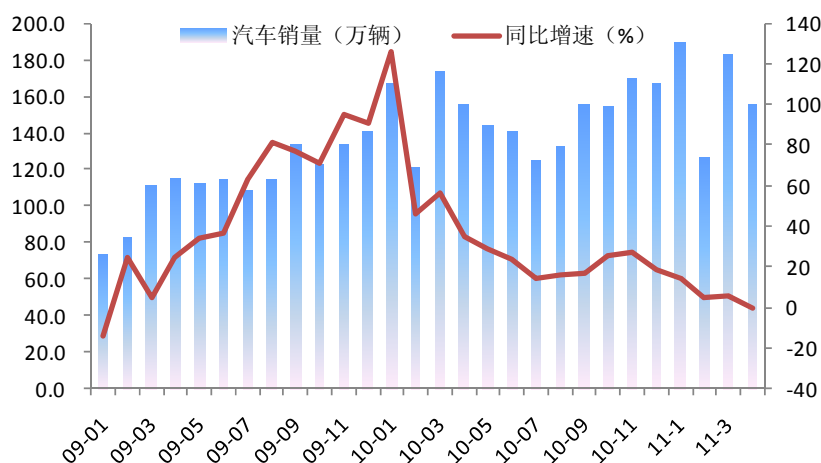
资料来源：公司公告、兴业证券研究所

表 2 平安、人保、太保产险保费收入增长情况

|    | 月份 | 累计保费   | 同比增速 | 去年同期 | 单月保费   | 环比    | 同比增速  | 去年同期  |
|----|----|--------|------|------|--------|-------|-------|-------|
| 平安 | 1  | 88.6   | 33.4 | 85.4 | 88.6   | -     | 33.42 | 85.41 |
|    | 2  | 130.95 | 29.5 | 76.0 | 42.4   | -52.2 | 22    | 60.42 |
|    | 3  | 203.05 | 33.8 | 71.0 | 72.1   | 9.8   | 42.3  | 61.9  |
|    | 4  | 272.67 | 34.8 | 69.2 | 69.62  | -3.4  | 37.9  | 64.1  |
| 人保 | 1  | 183.31 | -1.0 | 37.3 | 183.31 | -     | -1.0  | 37.3  |
|    | 2  | 272.39 | 2.8  | 27.9 | 89.08  | -51.4 | 11.7  | 10.4  |
|    | 3  | 441.08 | 9.0  | 24.9 | 169.49 | 89.4  | 20.6  | 19.6  |
|    | 4  | 596.1  | 10.0 | 23.9 | 155.02 | -8.5  | 13.0  | 21.0  |
| 太保 | 1  | 67     | 1.52 | 57   | 67     | -     | 1.52  | 57    |
|    | 2  | 99     | 5.32 | 49.2 | 32     | -52   | 14.3  | 33.3  |
|    | 3  | 158    | 13.7 | 49.5 | 59     | 84.4  | 31.1  | 50.0  |
|    | 4  | 217    | 16.7 | 48.8 | 59     | 0     | 25.5  | 46.9  |

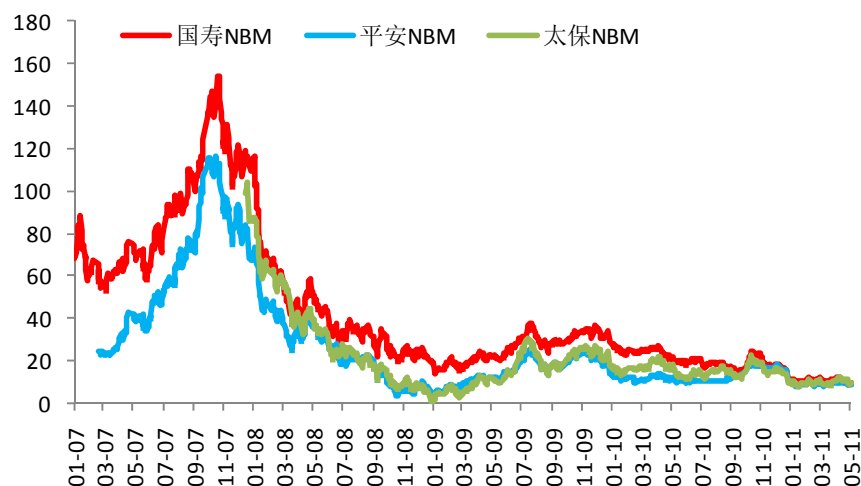
资料来源：公司公告、兴业证券研究所

图1 中国汽车销量（万辆）及同比增速（%）



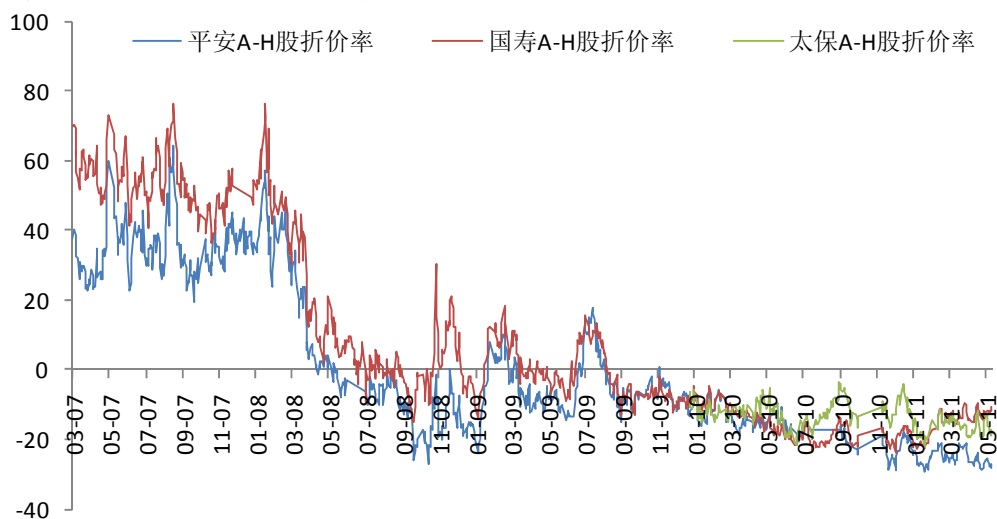
资料来源：中国汽车工业协会、兴业证券研究所

图2 国寿、平安、太保股价隐含一年新业务价值乘数



资料来源：兴业证券研究所

图3 国寿、平安、太保A-H股折价率



资料来源：兴业证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%  
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间  
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com](http://www.xyzq.com) 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。