



保险

2011.05.16

评级:

增持

上次评级:

增持

保费增长继续徘徊，下半年有回升机会

——1-4月保费分析与全年保费增长预期



彭玉龙



021-38676683



pengyulong@gtjas.com

编号

S0880511010025

本报告导读:

4月寿险保费增速下降，主要是一季度“开门红”冲刺后动能减弱，银保新政影响也在加深，预期5-6月保费增长仍处于徘徊状态，下半年银保回升概率大。平安规模增速领先，太保个险增长突出，国寿不喜不悲；推荐顺序：太保、平安、国寿。

摘要:

- 由于口径及产品结构调整的原因，寿险保费增速的比较和分析比较困难，甚至有些混乱。我们认为，平安新老口径的差别很大，老口径的意义较大，可比性更高；国寿和太保新老口径差别不太大，用新口径数据基本可比。但从4月起，平安也不再公布老口径数据，其老口径的增速只能估计。
- 平安寿险老口径下1-4月保费约800亿左右，同比增长23%，4月增长13%。太保寿险1-4月保费390亿，增长10.80%，4月保费67亿，负增长1.47%。中国人寿1-4月保费1454亿，增长9.41%，4月保费224亿，负增长0.88%。
- 总体上，4月寿险保费增速下降，除了银保影响进一步加深外，个险增长也有所缓。原因主要是：一季度开门红冲刺后，4月动能减弱。预期5-6月保费增长仍处于徘徊状态。
- 全年寿险保费的增长，最大变数是下半年银保渠道能否崛起：银行方面，随着货币政策紧缩力度的减小，存款压力下降，中间业务收入需求上升；保险公司也会在规模 and 市场份额压力下采取措施；下半年银保回升的概率还是比较大的。
- 我们预计2011年：平安寿险规模保费增长20%左右，个险新单增长15%左右；太保寿险保费增速在15%左右，个险新单增长超过20%；中国人寿保费和个险新单增速预计均在10%-15%之间。
- 4月产险保费增速上升：平安产险1-4月保费273亿，增长34.80%，4月保费70亿，增长37.89%；太保产险1-4月保费217亿，增长16.73%，4月保费59亿，增长25.58%。预计2011年平安产险增长25%-30%，太保产险增长12%-15%。
- 产险综合成本率，2010年平安和太保均下降到93%-94%的历史低点，2011年一季度甚至还有所下降，但季节性因素影响较大，我们预计2011年全年综合成本率回升至95%-97%。
- 寿险保费增速近月将继续徘徊，但保险股估值安全，下半年保费和盈利上升概率大，行业增持，推荐顺序：中国太保、中国平安、中国人寿。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

保险	增持
中国太保	增持
中国平安	增持
中国人寿	增持

相关报告

保险：《变额年金当前需求不大》	2011.05.11
保险：《保险股与利率及股指走势背离，将修正》	2011.04.23
保险：《“券商代销保险及车险拟调整”政策简评》	2011.04.11
保险：《加息累积效应将显现，提升寿险盈利》	2011.04.05
保险：《保险股：从补涨到超越》	2011.03.07

1. 中国平安保费

1.1. 平安寿险

1.1.1. 保费增长 23%

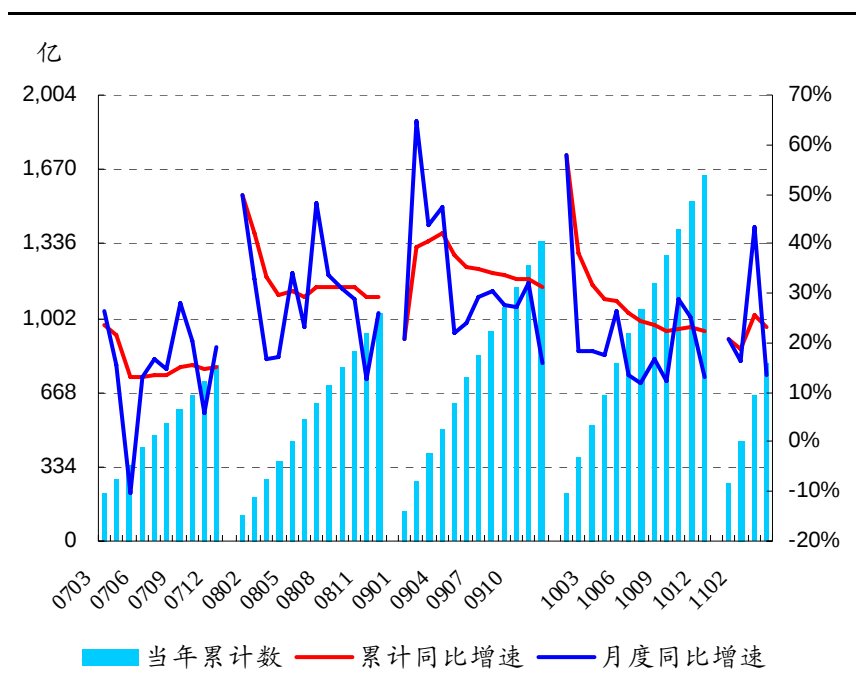
从 4 月起，平安不再公布老口径规模保费情况，但去年从 7 月才开始公布新口径数据，导致新老口径均无法计算保费增速，我们为此只好进行了相关估计。

估计基础：今年一季度，由于万能险比例下降，导致保费确认率从去年 59% 上升至 75%，4 月份因一款万能险产品停售带来的营销效应，保费确认率下降至 72% 左右，因此，我们以 72% 的保费确认率作为 1-4 月保费增速的估计基础。

估计增速：在老口径下，平安寿险 1-4 月保费约 800 亿左右，同比增长 23%，4 月增长 13%；新口径下，1-4 月保费为 577 亿，同比增长 45% 左右，4 月增长 24%。

新口径保费增速中包含了产品结构变化的影响，而这种结构变化对公司价值的影响不大，因此宜用老口径的保费增速来分析平安寿险的发展情况。

图 1：平安寿险保费（老口径）



数据来源：公司公告，国泰君安证券

1.1.2. 续期保规模，新单回归平稳

三大上市公司中，平安寿险规模保费增速最高，主要靠续期保费推动，但由于去年个险新单增长了 38%，首年期缴增长了 42%，今年新单增速的压力不小。在一季度开门红后，4 月份个险新单增速估计更低。

由于有续期保费支持保费规模增长，平安寿险并未给予银保过多的关注和压力，按公司目前的营销策略，则 2011 年平安寿险规模保费预计增长 20% 左右，个险新单增长 15% 左右。当然，若银保下半年因政策或行业竞争因素加速，规模保费增速将更高。

表一：寿险保费期限结构

	2007	2008	2009	2010
平安寿险				
首年保费	38.8%	44.4%	48.3%	46.2%
首年期缴保费	47.9%	43.6%	42.6%	53.0%
首年趸缴保费	52.1%	44.5%	48.3%	38.8%
短期意外及健康保险保费	0.0%	11.9%	9.1%	8.2%
续期保费	61.2%	55.6%	51.7%	53.8%
中国人寿				
首年保费	60.8%	70.7%	61.8%	59.8%
首年期缴保费	23.2%	16.9%	23.3%	27.4%
首年趸缴保费	66.9%	77.5%	68.5%	64.7%
短期意外及健康保险保费	9.9%	5.7%	8.2%	7.9%
续期保费	39.2%	29.3%	38.2%	40.2%
太保寿险				
首年保费	67.4%	70.6%	61.5%	61.7%
首年期缴保费	15.0%	14.7%	33.4%	31.1%
首年趸缴保费	85.0%	85.3%	66.6%	68.9%
续期保费	32.6%	29.4%	38.5%	38.3%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

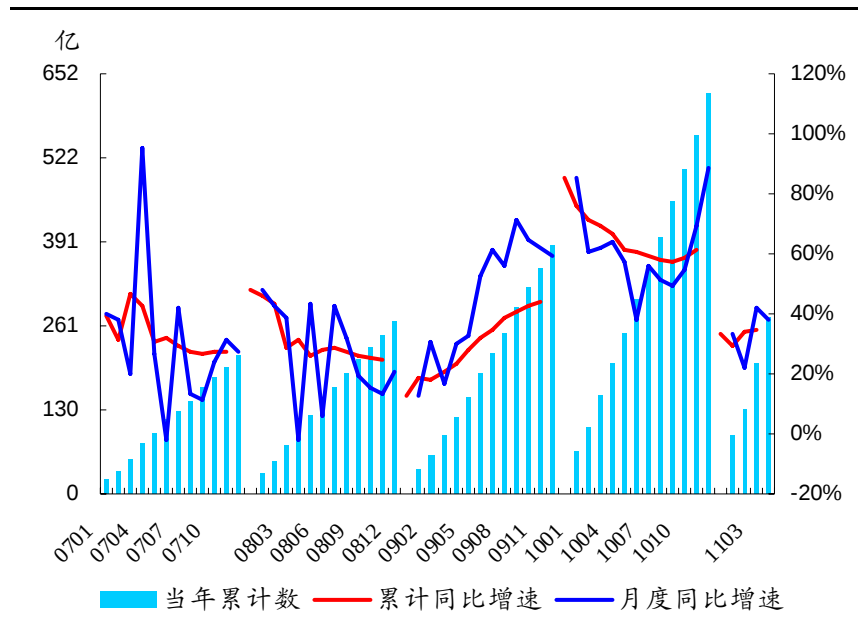
1.2. 平安产险

1.2.1. 保费增长 35%

平安产险 1-4 月保费 273 亿，增长 34.80%，4 月保费 70 亿，增长 37.89%，增速远高于行业水平：产险行业一季度增速只有 14%。平安产险的高速增长，受益于电销渠道的开拓，2010 年，电销保费超过 100 亿，占比超过 16%。今年电销继续迅猛发展，导致平安的市场份额继续提高。

但是，2010 年的产险已经达到 61% 的惊人速度，即使能抢占更多的市场份额，今年要达到这个速度基本是不可能的，我们预计 2011 年平安产险的增速能达到 25%-30%。

图 2：平安产险保费



数据来源：公司公告，国泰君安证券

1.2.2. 综合成本率下半年或有所上升

2010 年平安产险综合成本率达到 93.2% 的历史低点，一季度下降到一个更低的水平，但一季度的下降有季节性因素，我们预期全年的综合成本上升率比去年将有所上升，95%-97% 可能是一个合理的区间。

2. 中国太保保费

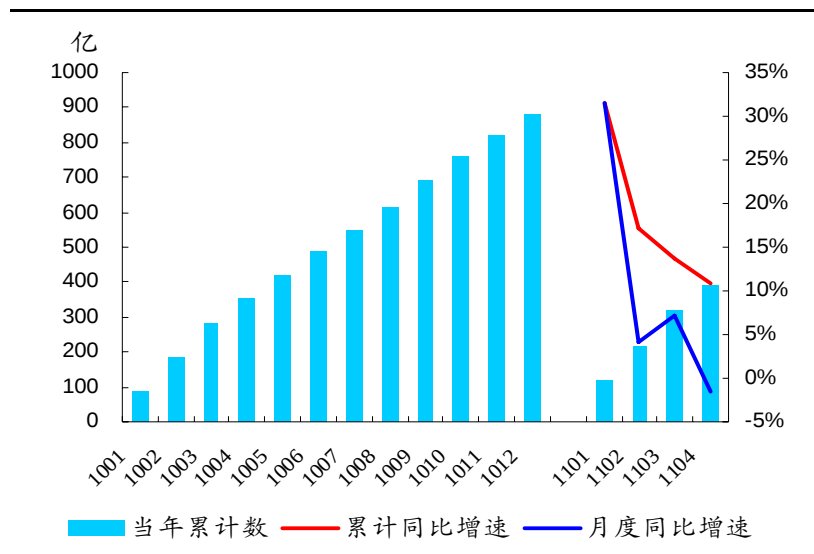
2.1. 太保寿险

2.1.1. 保费增长 11%

从 2 月起太保便不再公布老口径保费，因而只能计算新口径保费的增速。按新口径，太保寿险 1-4 月保费 390 亿，增长 10.80%，4 月保费 67 亿，负增长 1.47%。

太保新口径保费确认率超过 90%，因而新老口径增长率的差异没有平安那么大，但今年同期的确认率比去年更高，因而若按老口径，增速可能还是要略低，我们预计在 6%-8%。

图 3: 太保寿险保费（新口径）



数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.1.2. 银保下降多，个险发展快

太保寿险 2010 年增长 36%，银保占比高达 55%，但今年银保受新政影响，增速下降明显。好的一方面是，个险营销员数量和产能均实现较快增长，1-4 月个险新单增长超过 30%，4 月个险新单有所放缓，但增速仍超过 20%。

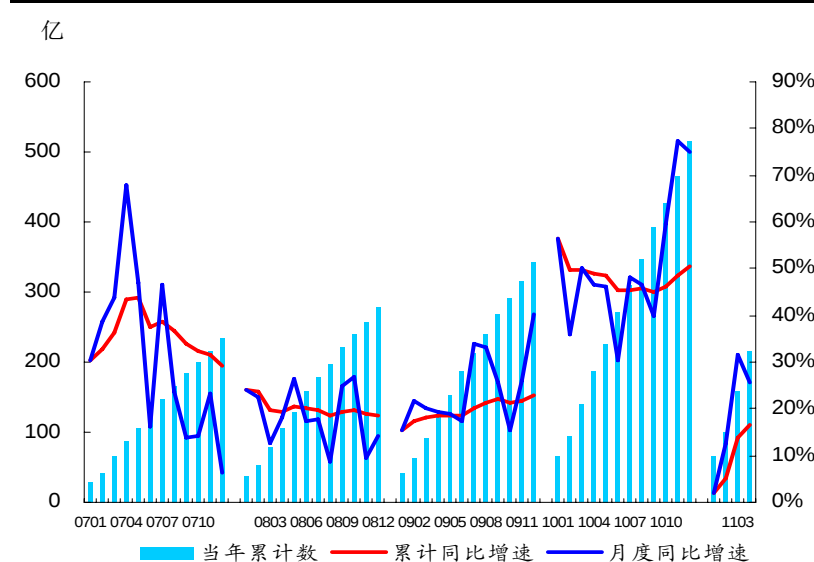
我们预计太保寿险下半年将加强银保渠道的推进力度，使全年规模保费增长保持在 15% 左右，个险新单增长超过 20%。

2.2. 太保产险

2.2.1. 保费增长 17%

太保产险 1-4 月保费 217 亿，增长 16.73%，4 月保费 59 亿，增长 25.58%。产险增速受行业影响比去年的 51% 下降明显，但仍能保持略好于行业的水平。预计今年全年增长 12%-15%。

图 4: 太保产险保费



数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.2.2. 综合成本率将略有上升

2010 年平安产险综合成本率达到 93.7%的历史低点，像平安产险一样，一季度受季度因素影响下降到一个更低的水平，但我们预期全年的综合成本上升率比去年将有所上升，可能回升至 95%-97%的水平。

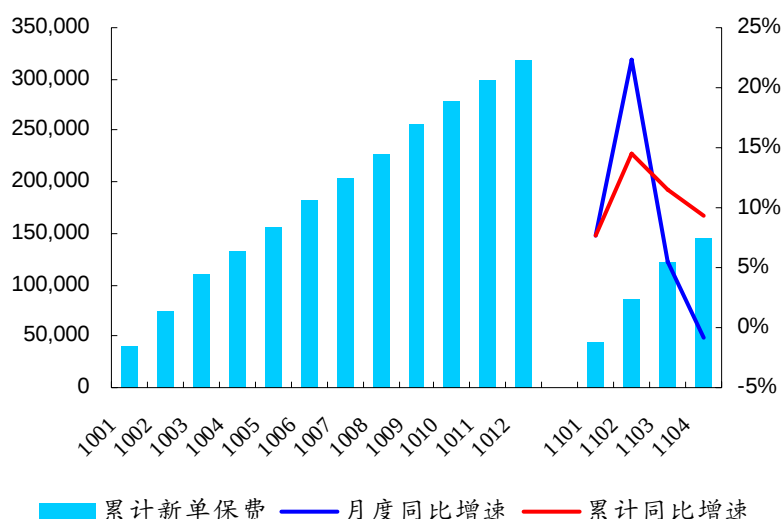
3. 中国人寿保费

与太保寿险一样，中国人寿从 2 月起也不再公布老口径保费。按新口径，中国人寿 1-4 月保费 1454 亿，增长 9.41%，4 月保费 224 亿，负增长 0.88%。

中国人寿新口径保费确认率超过 95%，由于同期保费确认率还有下降，估计老口径增速为 4%-6%。

中国人寿 2010 年保费增长 13%，基数虽然相对不高，但银保受政策影响也较大，预期下增年银保将回升，全年保费和个险新单增速预计均在 10%-15%之间。

图 5：中国人寿保费（新口径）



数据来源：公司公告，国泰君安证券

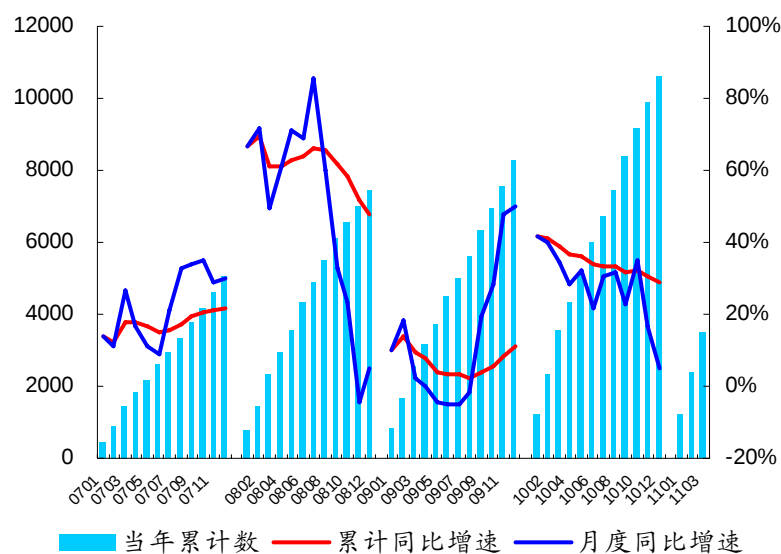
4. 行业保费

4.1.1. 寿险保费

按新口径，寿险业一季度累计保费 3484 亿元。由于 2011 年才公布新口径保费，但未公布上年同期相同口径数据，因而无法得知寿险行业全年的保费增长情况。但根据上市公司数据，增速应该也是明显下降的，寿险行业保费 2010 年增速达到 29%。

按新口径计算的市场份额，中国人寿为 35.3%，平安寿险 14.2%，太保寿险 9.3%，合计占比达 58.8%。

图 6：寿险行业保费（单位：亿元）



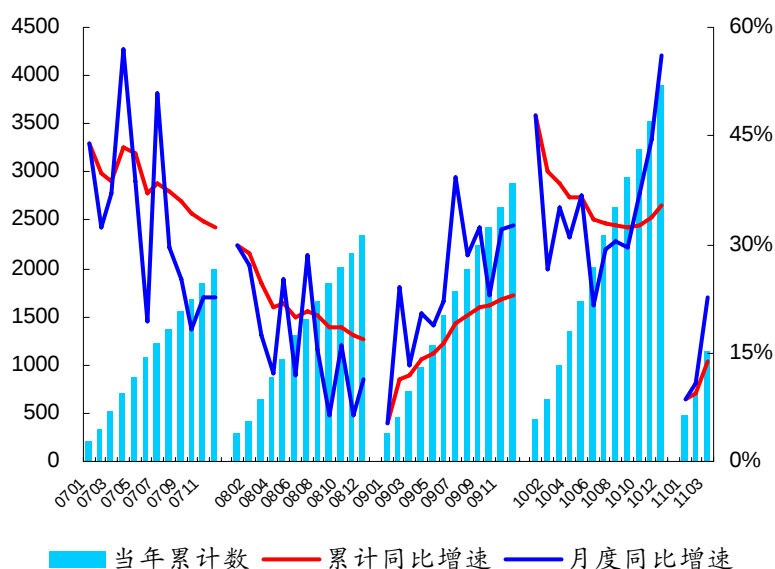
数据来源：公司公告，国泰君安证券。注：2011 年数据为新口径数据，之前为老口径数据。

4.1.2. 产险保费

产险业一季度累计保费 1133 亿，同比增长 14%。去年全年保费 3896 亿元，增长 36%。

增速下降主要是汽车销量下降，去年汽车销量增长 33%，今年 1-4 月汽车销量下降至 6%。

图 7：产险行业保费（单位：亿元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		