

保险行业：寿险承保压力显现 增持（维持）

投资要点：

- 资金面充裕及市场一致预期导致债券收益率未能上行
- 权益低仓位，银行存款占比创新高
- 银保新规对各家公司的不同影响开始显现

报告摘要：

- **紧缩货币政策下债券收益率未能上行。**尽管4月份央行同时提准和加息，但是紧缩的货币政策并未拉升债券收益率曲线，中长期各券种的到期收益率甚至有所下降。一方面由于资金面充裕，另一方面由于市场充分预期通胀和经济增速下滑导致未来收益率下调。
- **权益低仓位，银行存款占比创新高。**由于资本市场上涨乏力，保险公司主动或被动的降低仓位，1季度股票和基金占比合计仅为13.8%，已处于历史低位；基准利率的上调使得协议存款吸引力大增，银行存款占比已达32.41%，达08年以来的新高。
- **银行保险规模的不同导致各家公司保费增速差异。**仅看4月单月，中国人寿实现保费收入224亿，同比下降1%，太保人寿实现保费55亿，同比下降19%，而中国平安数据不可比，但根据我们取得的信息，中国平安寿险保费在四月仍实现正增长。这主要是由于各家公司银保规模的不同导致其在监管新规下增速不同。
- **财险保费继续保持快速增长。**1-4月份，中国平安财险保费收入同比增长35%，中国太保同比增长17%。财险保费的快速增长以及较好的综合赔付率使得财险行业盈利能力大幅提高，中国太保和中国平安两家上市公司在较大程度上受益于财险业绩的支持。
- **目前保险股的估值处于历史底部，低估值为其提供了较好的安全边际，未来下跌空间不大，从长期看具备配置价值。中短期内，上涨动力不足。个股选择上，短期内我们建议选择成长性较好、弹性较大的中国太保，中长期我们依然看好中国平安的长期投资价值。**

重点公司	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	评级
中国人寿	1.16	1.20	1.15	1.61	增持
中国平安	1.89	2.26	2.77	3.47	增持
中国太保	0.95	1.00	1.13	1.95	增持

非银行金融研究组

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

联系人：

邢波

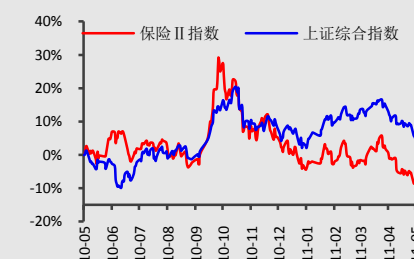
电话：010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

孙羽薇

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



相关研究

中国人寿：低估值的行业龙头 5.5

中国太保：一季度业绩符合预期 4.29

中国平安：综合经营优势显现 4.28

保险走势点评：刀刃上的舞蹈 4.18

保险二季度策略：具备配置价值 4.7

中国平安：新业务价值快速增长 3.30

中国太保：评估利率有所上移 3.28

目录

一、投资环境未见改善	4
(一) 债券收益率上行动力不足	4
(二) 权益低仓位，银行存款占比达新高	5
(三) 万能险结算利率与存款利率差距进一步拉大	7
二、寿险承保不容乐观	7
(一) 银保监管新规影响开始体现	7
(二) 财险保费继续保持快速增长	8
三、公司股价走势及估值	9
(一) 非寿险导致保险股走势分化	9
(二) 三家公司估值水平	9
1、中国人寿.....	9
2、中国平安.....	10
3、中国太保.....	10

插图

图 1: 2010 年 10 月来历次加息的期限幅度 (%)	4
图 2: 2009 年 6 月以来存款准备金上调情况 (%)	4
图 3: 各券种到期收益率变动情况 (%)	5
图 3: 隔夜 shibor 利率走势 (%)	5
图 5: 银行存款占投资资产的比例已达历史新高	6
图 6: 保险公司债券托管量环比有所减少 (亿)	6
图 7: 万能险结算利率与 3 年期银行存款差距扩大	7
图 8: 寿险行业保费同比增速 (2011 年数据不可比)	8
图 9: 国寿保费增长同比增速	8
图 10: 平安寿险保费同比增速	8
图 11: 太保寿险保费同比增速	8
图 12: 平安财险保费同比增速	9
图 13: 太保财险保费同比增速	9
图 14: 保险股指数相对走势	9
图 15: 三家上市公司相对走势	9
图 16: 中国人寿估值水平	10
图 17: 中国平安估值走势	10
图 18: 中国太保估值走势	11

表格

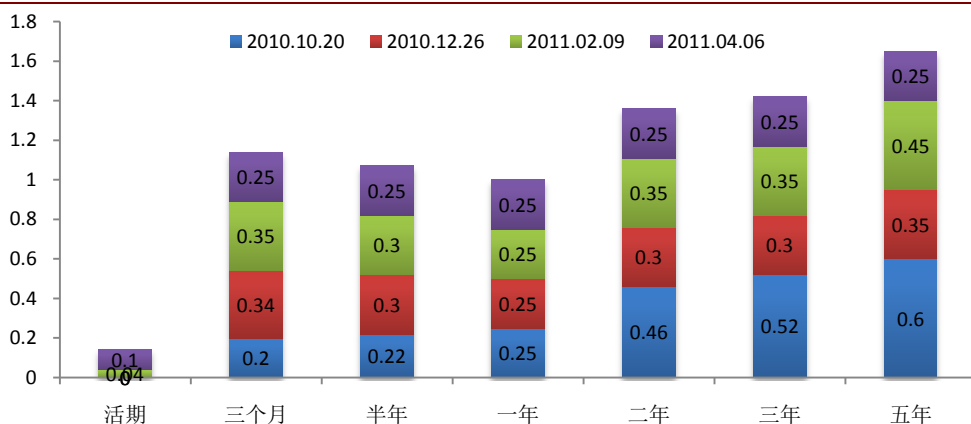
表 1: 2011 年 1 季度保险资产分布 (万亿, %)	6
--------------------------------	---

一、投资环境未见改善

(一) 债券收益率上行动力不足

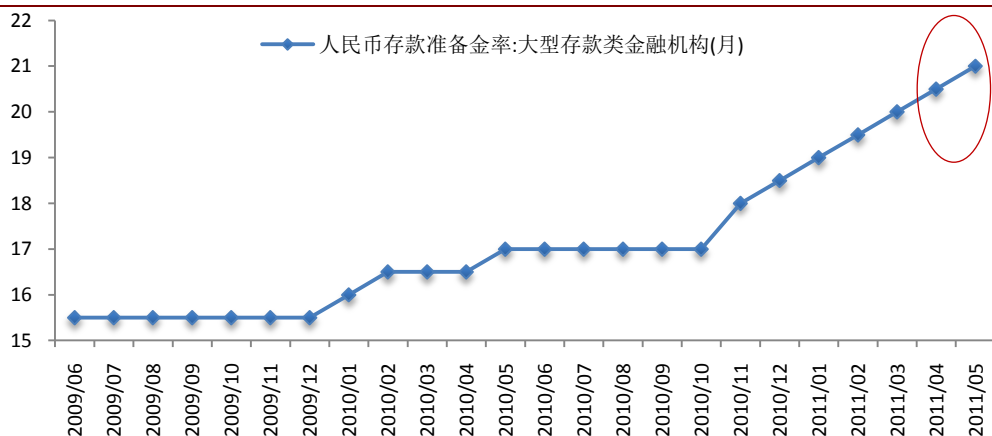
2011 年 4 月份，货币政策继续收紧。4 月 6 日，央行宣布再次加息 25 个 BP，一年、三年存款利率分别上调为 3.25%、4.75%，这是 2010 年 10 月以来的第四次加息，也是 2011 年以来第二次加息。在法定存款准备金方面，4 月份和 5 月份，央行均上调法定存款准备金比率，大型存款类金融机构的法定存款准备金比率为 21%，中小型金融机构为 19%。整体来看，货币政策保持了两月一次加息、每月一次上调存款准备金比率的频率。

图 1：2010 年 10 月来历次加息的期限幅度 (%)



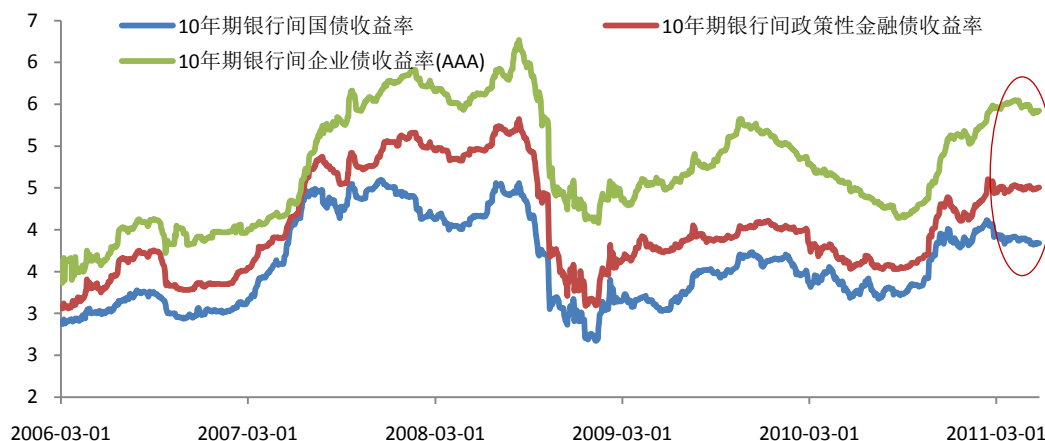
资料来源：PBOC，宏源证券

图 2：2009 年 6 月以来存款准备金上调情况 (%)



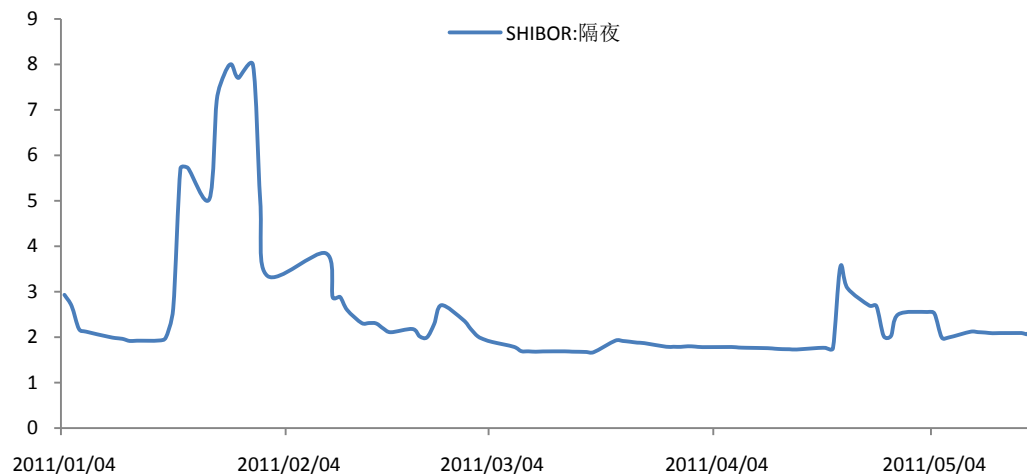
资料来源：PBOC，宏源证券

尽管 4 月份央行同时上调存款准备金利率和加息，但是紧缩的货币政策并未拉升债券收益率曲线，中长期各券种的到期收益率甚至有所下降。截止 5 月 23 日，10 年期银行间固定利率的国债到期收益率为 3.84%，与 3 月末相比下降了 7.26 个 Bp，10 年银期行间固定利率的金融债到期收益率为 4.5%，与 3 月末下降了 1.58 个 BP，10 年期银行间固定利率企业债收益率为 5.42%，与 3 月份下降了 11.2 个 BP。我们期望的 4 月 6 日加息后，央行使用数量工具收紧流动性使得债券收益率上调的理想情景并没有出现。

图 3：各券种到期收益率变动情况 (%)


资料来源：PBOC，宏源证券

究其原因，我们认为主要有以下两点。首先，总体来看，4 月份流动性较为充裕。4 月份隔夜 shibor 利率保持在 2% 上下，只有在 4 月 21 日法定存款准备金比率上调当天（4 月 17 日宣布上调），隔夜 shibor 出现明显跳升，不过随着公开市场净投放，利率逐步回落。其次，市场已经充分预期 6 月份之后通胀情况逐步缓解，并且经济增速开始回落，紧缩性的货币政策难以为继，下半年债券收益率在经济下滑和通胀缓解双重影响下逐步回落。市场对未来的一致预期影响目前市场的走势。

图 4：隔夜 shibor 利率走势 (%)


资料来源：wind，宏源证券

（二）权益低仓位，银行存款占比达新高

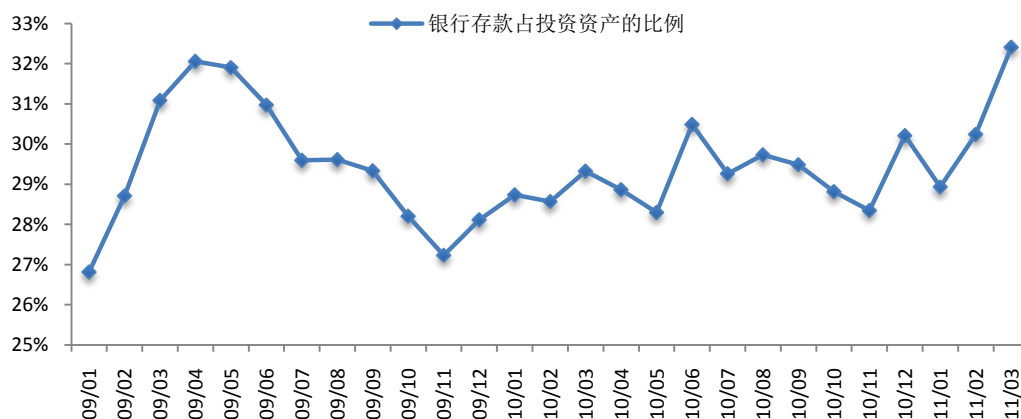
2011 年 3 月，保险行业总资产达 5.4 万亿，较 2010 年末增加 7.1%。其中，银行存款 16257 亿元，占比 32.4%；债券 23400 亿元，占比 46.7%；证券投资基金 2827 亿元，占比 5.6%；股票 4097 亿元，占比 8.2%，比年初增长 0.35 个百分点；长期股权投资 1783 亿元，占比 3.6%；投资性房地产 215 亿元，占比 0.4%。

表 1：2011 年 1 季度保险资产分布（万亿，%）

	数额	占比
债券	2.34	46.7%
存款	1.63	32.4%
股票	0.41	8.2%
基金	0.28	5.6%
长期股权投资	0.18	3.6%
投资性房地产	0.02	0.4%

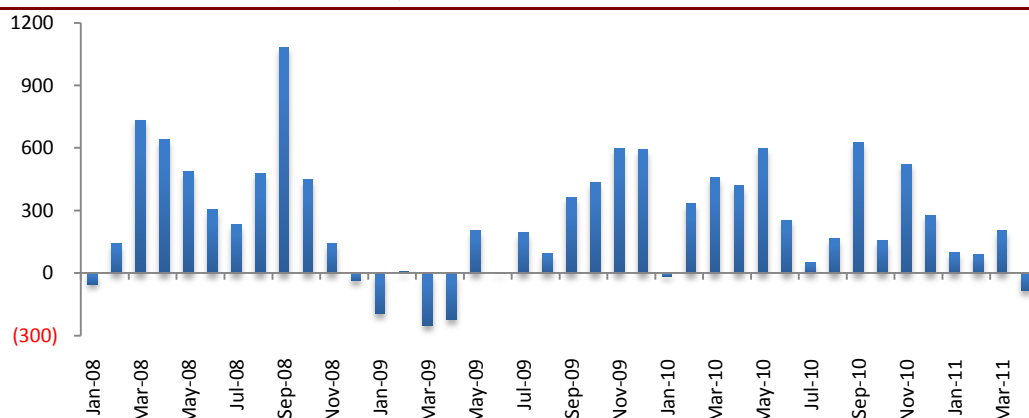
资料来源：公开资料，宏源证券

由于资本市场上涨乏力，保险公司主动或被动的降低仓位，股票和基金占比合计仅为 13.8%，已处于历史低位。另一方面，银行存款达 1.6 万亿，较 2010 年末增长 16.9%，占投资资产的比例为 32.41%，已达 2008 年以来的新高。如同我们在前期报告所述，银行存款占比的提高主要是由于协议存款增加导致的。

图 5：银行存款占投资资产的比例已达历史新高


资料来源：CIRC，宏源证券

在债券方面，由于债券收益率呈现震荡走势甚至略有下行，债券相对协议存款缺乏吸引力，保险公司债券持有量并未明显增加。按照中国债券信息网的数据，4 月份保险公司债券托管量减少 82 亿，其中保险公司持有量较大的国债、金融债、企业债新增托管量分别为 18 亿、386 亿、-25 亿。

图 6：保险公司债券托管量环比有所减少（亿）


资料来源：CIRC，宏源证券

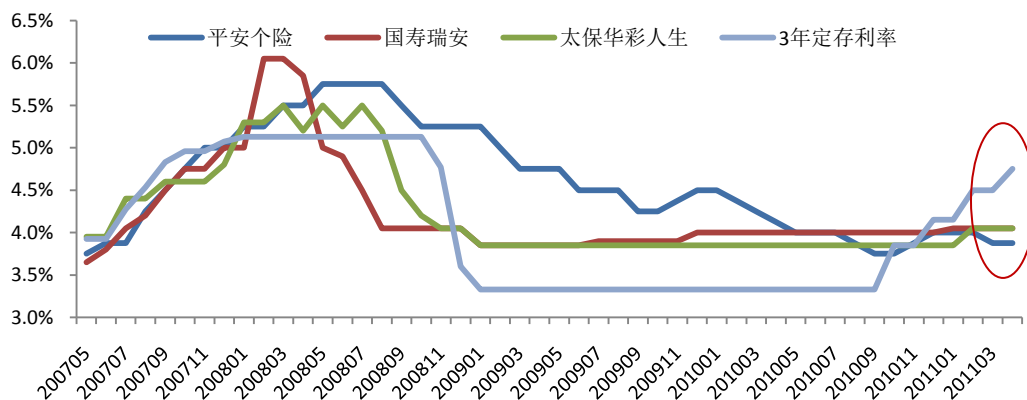
（三）万能险结算利率与存款利率差距进一步拉大

4 月份，主流寿险公司的万能险结算利率均未变动。平安人寿、中国人寿、太保人寿、新华人寿和泰康人寿的万能险结算利率分别为 3.88%、4.05%、4.05%、4%、4.2%。

考虑到 4 月 6 日央行再次上调存款利率，保险公司万能险结算利率相对银行存款的差距有所扩大。一般来讲，万能险结算利率一般以 3 年或 5 年银行存款利率为参照，然而此次加息周期中万能险结算利率并未跟随银行存款利率上调显示了保险公司投资收益的困境：占保险公司投资资产达 50%左右的债券的收益率由于市场资金充裕并未随基准利率上升而上调，股票市场则缺乏上涨动力，4 月中旬以来持续回调。

此外，2011 年以来保险公司更偏重发展保障程度更高、保费确认比例更高的分红险，万能险地位相对下降也是原因之一。

图 7：万能险结算利率与 3 年期银行存款差距扩大



资料来源：CIRC，宏源证券

二、寿险承保不容乐观

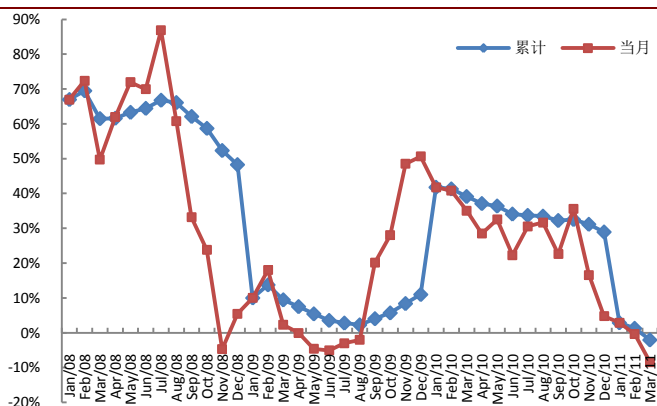
（一）银保监管新规影响开始体现

2011 年前 4 月，中国人寿实现新准则下保费收入 1454 亿，同比增长 9%；平安人寿实现保费收入 557.5 亿；太保人寿实现保费收入 390 亿，同比增长 11%。仅看 4 月单月，中国人寿实现保费收入 224 亿，同比下降 1%，太保人寿实现保费 55 亿，同比下降 19%，而中国平安数据不可比，但根据我们取得的信息，中国平安寿险保费在四月仍实现正增长。

我们认为，银保监管新规威力开始逐步体现。1 季度，各家公司为取得开门红或已采取部分措施获取保费规模。进入 4 月份，开门红效应逐步消失，银保监管的影响开始体现出来。三家上市公司中，中国平安银保规模占比只有 15%上下，银保监管新规对其影响较小。尽管银保监管新规对中小寿险公司的负面影响大于大型寿险公司，但是限制银保销售人员驻点将不可避免的影响整个行业的规模，对银保规模较大的中国人寿和中国太保的影

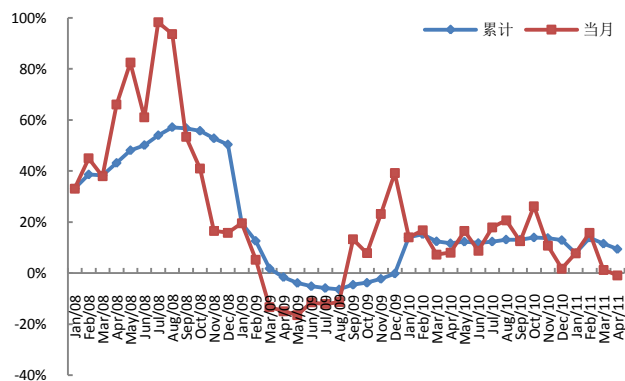
响不可避免。

图 8：寿险行业保费同比增速（2011 年数据不可比）



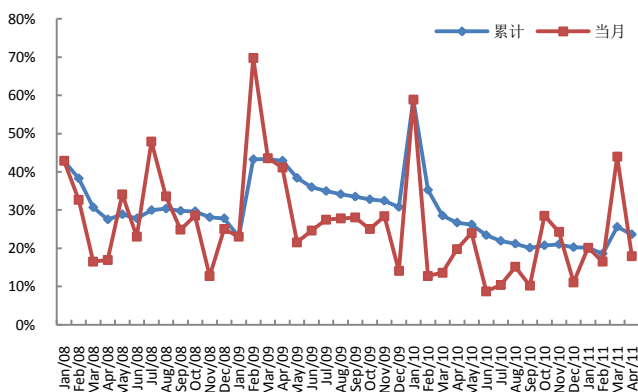
资料来源：CIRC，宏源证券

图 9：国寿保费增长同比增速



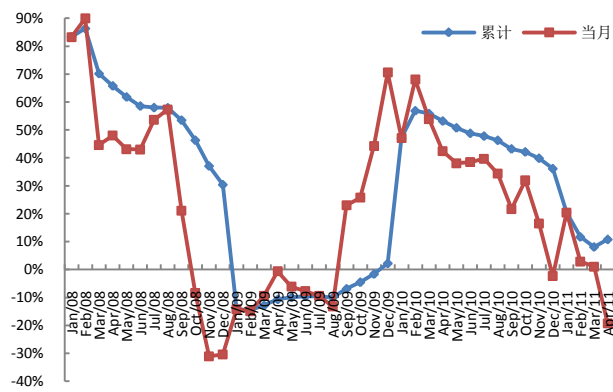
资料来源：CIRC，宏源证券

图 10：平安寿险保费同比增速



资料来源：CIRC，宏源证券

图 11：太保寿险保费同比增速

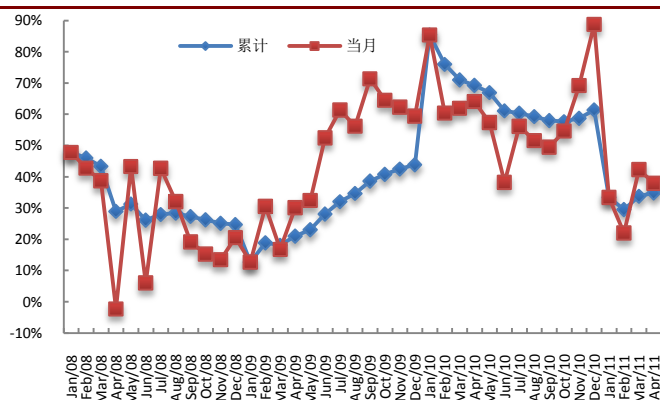


资料来源：CIRC，宏源证券

（二）财险保费继续保持快速增长

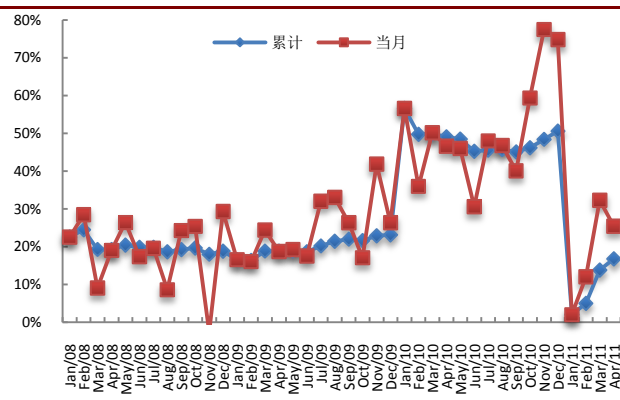
2011 年，财险保费继续保持快速增长。1-4 月份，中国平安财险实现保费收入 273 亿，同比增长 35%，中国太保财险实现保费收入 217 亿，同比增长 17%。其中，4 月单月，平安财险实现保费收入 69.6 亿，同比增长 38%；太保财险实现保费收入 58.9 亿，同比增长 25%。财险保费的快速增长以及较好的综合赔付率使得财险行业盈利能力大幅提高，中国太保和中国平安两家上市公司在较大程度上受益于财险业绩的支持。

图 12: 平安财险保费同比增速



资料来源: CIRC, 宏源证券

图 13: 太保财险保费同比增速



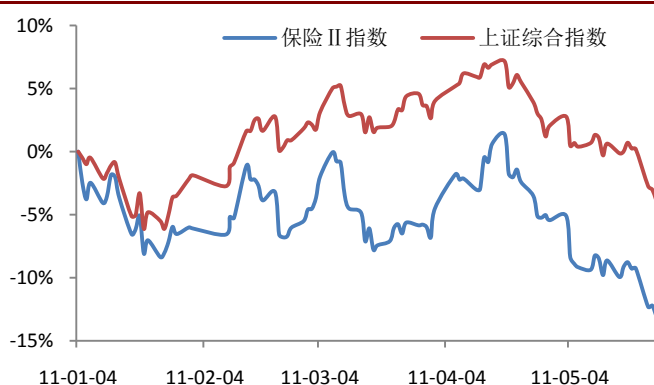
资料来源: CIRC, 宏源证券

三、公司股价走势及估值

(一) 非寿险导致保险股走势分化

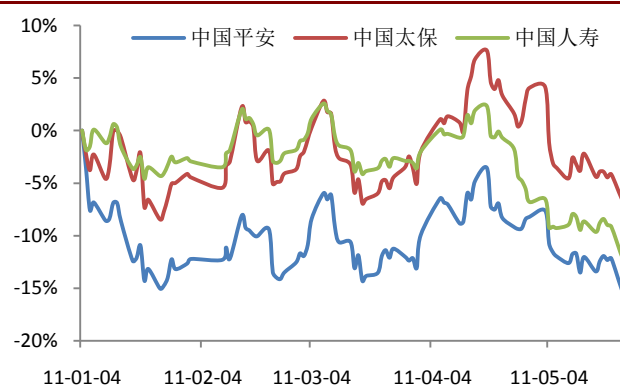
四月至今, 保险股指数下跌 8.54%, 同期上证综指下跌 7.9%, 保险股走势基本与大盘持平。从各家保险公司来看, 中国人寿下跌 11%、中国平安下跌 6%、中国太保下跌 5.28%。目前, 寿险行业资金成本上升幅度较快导致利差收窄, 寿险行业处于低景气区间。三家公司走势出现较大差距的原因在于非寿险的差别: 中国人寿是单纯的寿险公司, 而中国平安和中国太保均有非寿险等业务支持, 有效地分担了寿险业务的压力。

图 14: 保险股指数相对走势



资料来源: CIRC, 宏源证券

图 15: 三家上市公司相对走势



资料来源: CIRC, 宏源证券

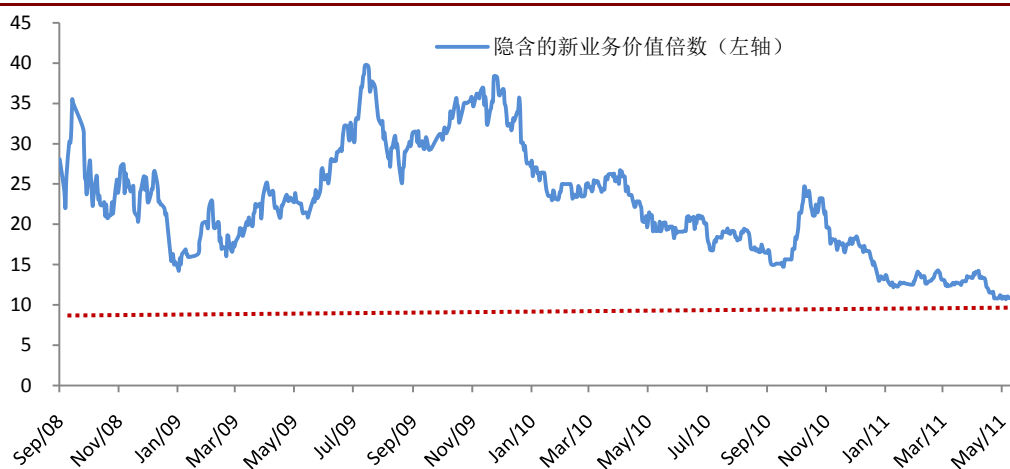
(二) 三家公司估值水平

1、中国人寿

对于 2011 年盈利预测, 我们预计 2011 年公司首年标准保费同比增长 10% (规模保费增长在 10% 上下, 即使低于 10%, 差距不会很大); 首年标准保费利润率为 24%, 可得中国人寿 2011 年每股新业务价值为 0.74 元, 同比增长 6%, 这一增速较为保守。

由：首年新业务价值倍数 = $\frac{\text{股价}-\text{每股内含价值}}{\text{每股新业务价值倍数}} = 9.7X$

图 16：中国人寿估值水平

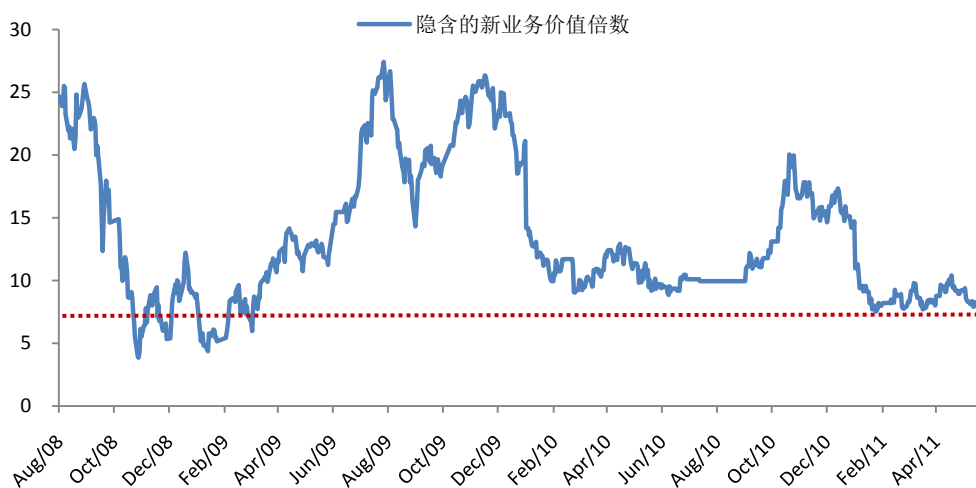


资料来源：CIRC，宏源证券

2、中国平安

中国平安 2010 年寿险承保业务方面一年期新业务价值增长达 31%，2011 年面临调结构压力，保守估计其新业务价值利润率维持在 31%，首年标准保费增速为 13%，增速落后于规模保费 20%的同比增长，得其一年期新业务价值增长 8.2%。在此盈利假设下，中国平安目前股价对应的 2011 年首年新业务价值倍数为 7.8 倍，同样处于历史低位。

图 17：中国平安估值走势

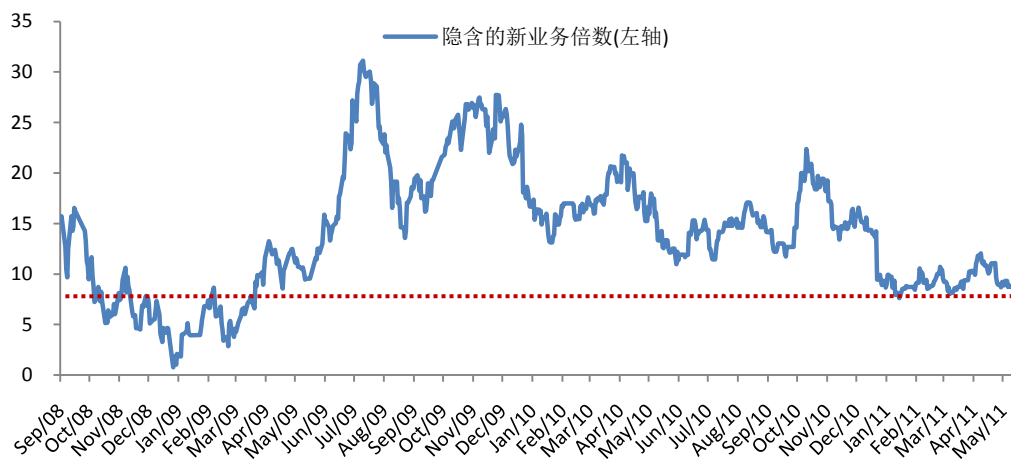


资料来源：公司网站，宏源证券

3. 中国太保

据我们的盈利预测，2011 年，中国太保每股内含价值为 12.8 元，维持其一年期新业务价值增长 20%的假设，每股一年期新业务价值为 0.71 元，目前股价隐含的一年期业务价值倍数为 7.9 倍。

图 18：中国太保估值走势



资料来源：公司网站，宏源证券

综上，目前保险股的估值处于历史底部，低估值为其提供了较好的安全边际，未来下跌空间不大，从长期看具备配置价值。中短期内，我们维持二季度策略的观点，相对收益率环比改善，但空间有限。个股选择上，短期内我们建议选择成长性较好、弹性较大的中国太保，中长期我们依然看好中国平安的长期投资价值。

分析师简介:

黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年今日投资非银行金融行业第一名。

主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张琚 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。