

增持 首次

保险行业

2011 年 6 月 3 日

保险行业 5 月报——渠道调整深入,翘首静待转机

非银行金融行业高级分析师: 董 乐
SAC 执业证书编号: S0850510120002
DL5573@htsec.com
021-23219374

1. 我们的观点及投资建议

受代理人增长乏力及银保新规影响,寿险行业保费增长减缓,个险保费增速下降,银保保费缩水,4 月行业原保险保费收入 671 亿元,符合预期。公司方面,平安人寿 4 月原保险保费收入 81.24 亿元,公司因团队建设卓有成效,银保占比少,交叉销售持续贡献利润,基本面受影响最小。太保寿险 4 月原保险保费收入 67.3 亿元,从短期保费增长情况看,太保寿险个险新单增长迅速,银保受影响在可控范围内,各条线均可实现盈利。中国人寿 4 月原保险保费收入 224.23 亿元,袁力接替杨超出任中国人寿保险集团总裁,期待其带领下公司改变渠道管理松散现状,对保险销售起到积极作用。

产险方面,保监会公布的月度数据显示,4 月原保险保费收入 419.84 亿元,同比增 17%,较 3 月同比增速 23%有所下降,但仍实现了增长。平安财险、太保财险 4 月原保险保费收入分别增长 38%和 26%。行业综合成本率仍在低位,利润可期。

投资方面,债券收益率在高位震荡,并存在上行空间。但股市走低影响保险公司投资情况,万能平滑准备金、分红特储令人担忧。

目前保险股估值处历史低位,平均静态 P/EV 仅 1.76 倍,2011 年动态新业务价值倍数 7.48 倍,充分反映悲观预期。未来随着市场企稳、保单销售回归常态,行业估值将有较大修复空间。我们给予平安、太保“买入”评级,国寿“增持”评级。

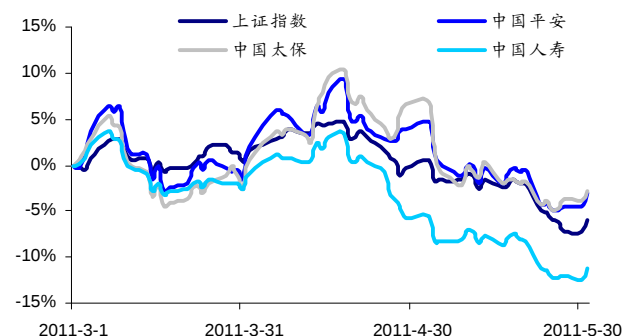
2. 风险提示

行业增速低于预期,市场下跌导致投资收益率下滑。

3. 保险行业市场表现

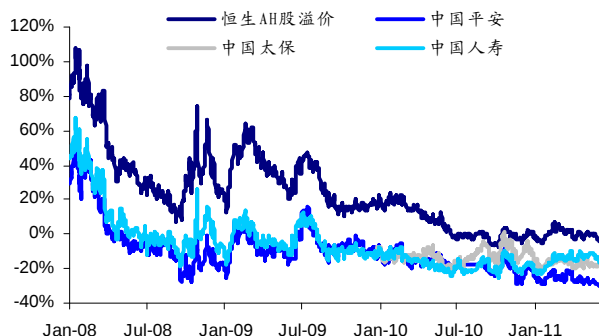
5 月 1 日—5 月 31 日,上证指数下跌 6.4%,中国平安、中国太保分别跌 7.3%和 8.9%,跑输大盘;中国人寿跌 6.0%,跑赢大盘。一年以来,保险 A 股上市公司中市场表现最好的是中国平安,涨幅为 6.1%。中国太保上涨 3.3%,中国人寿下跌 21.4%。目前平安 A 股较 H 股折价已达 30%,太保、国寿则分别为 19%和 17%。

图 1 保险 A 股表现



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 2 保险 A H 股折价幅度



资料来源: WIND, 海通证券研究所

4. 行业动态

市场需求有限 上市险企或缺席舶来品变额年金

保监会正式推动变额年金保险在北京、上海、广州、深圳、厦门试点，但因为没有税收优惠政策配合，当年市场需求不大，外资寿险积极性较高，上市保险公司短期内大力发展变额年金的可能性不大。（2011年05月13日 上海证券报）

点评：保险公司需承担投资风险，短期内大力发展可能性不大

<http://finance.sina.com.cn/money/insurance/bxdt/20110513/02209834846.shtml>

保险业启动次级债“补血” 泰康人寿 20 亿次级债已获准

泰康人寿将于 2011 年 20 亿元发行 10 年期次级债务，已获中国保监会批准。泰康人寿希望通过发行次级债，补充附属资本，以满足公司持续稳健发展的需要。2010 年泰康人寿的偿付能力充足率为 175%。（2011 年 05 月 17 日 国际金融报）

<http://biz.cn.yahoo.com/yphen/20110517/365400.html>

人保集团 AH 股整体上市启动

人保集团战略投资者已经锁定，首批引资 100 亿元，战略投资者包括社保基金。对于人保来说，由于 A 股上市需连续三年盈利，今年半年报是一个关键时点。（2011 年 05 月 18 日 第一财经日报）

<http://finance.sina.com.cn/stock/newstock/zxdt/20110518/08189858821.shtml>

疏通险企补血机制 保监会再调次级债募集门槛

保监会发布新版《保险公司次级定期债务管理办法(征求意见稿)》，将募集条件由上一年度末动态偿付能力预测未来 1 年内偿付能力充足率可能低于 100% 调整为偿付能力充足率低于 150% 或者预计未来两年内偿付能力充足率将低于 150%。（2011 年 05 月 19 日 上海证券报）

点评：相较去年末版本条件有所放宽

<http://insurance.eastmoney.com/news/6123,20110519136892999.html>

落户上海无悬念 保交所筹建进入国务院审批阶段

上海保险交易所已经进入国务院审批阶段。上海保险交易所成立初期将经营原保险和再保险的交易，交易主体将以直保公司、再保公司、保险经纪公司为主。（2011 年 05 月 20 日 华夏时报）

<http://insurance.hexun.com/2011-05-20/129821580.html>

险资投资保障房规范性文件年内出台

保监会将于年内出台保险资金投资保障房建设的相关规范性文件。今后在股权投资、不动产投资等方面将会逐步加大上海试点。（2011 年 05 月 23 日 上海证券报）

<http://finance.sina.com.cn/money/insurance/bxfg/20110523/02189880866.shtml>

5.A 股公司动态

国寿换帅，保监会主席助理袁力接棒

原中国保监会主席助理袁力，接替杨超出任国寿集团总裁。（2011-05-07 21 世纪经济报道）

点评：期待其带领下国寿改变渠道管理松散现状，对保险销售起到积极作用

<http://www.21cbh.com/HTML/2011-5-9/4MMDAwMDizNzA4Mg.html>

平安试水保障房 预定年化收益率约 6%

继中国太保之后，中国平安推出 7 年期“平安-城投控股保障房项目债权投资计划”，募资不超过 30 亿元参与上海保障房建设，预定年化收益率约为 6%。（2011 年 05 月 16 日 南方都市报）

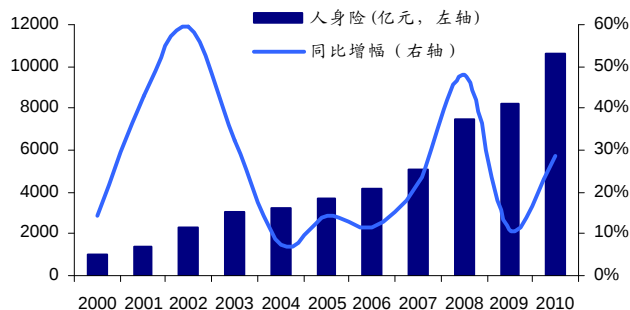
点评：初步尝试阶段，短期内影响有限

<http://finance.sina.com.cn/q/20110516/14469848240.shtml>

6. 寿险保费收入及增速

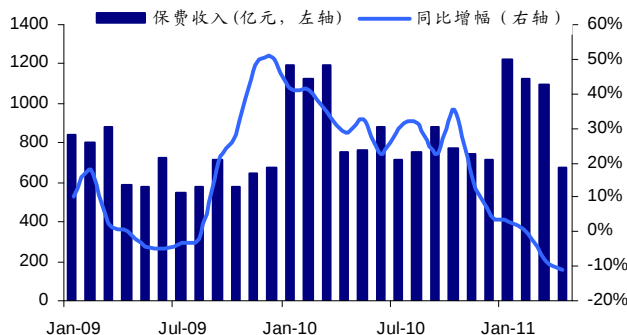
保监会公布的 2011 年保费数据根据新会计准则进行过拆分，与之前数据口径不同，不能直接比较增速。

图 3 年度寿险保费收入及增速



资料来源：中国保监会，海通证券研究所

图 4 月度寿险保费收入及增速

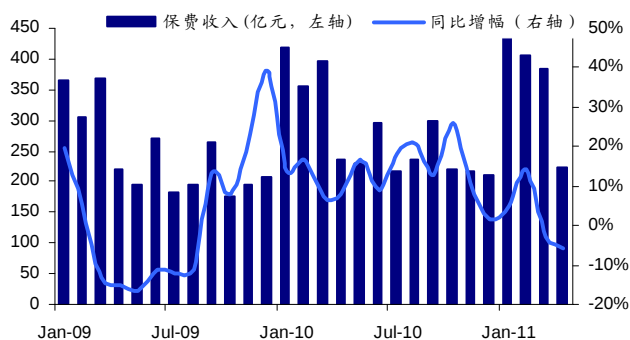


资料来源：中国保监会，海通证券研究所

7. 主要寿险公司保费收入及增速

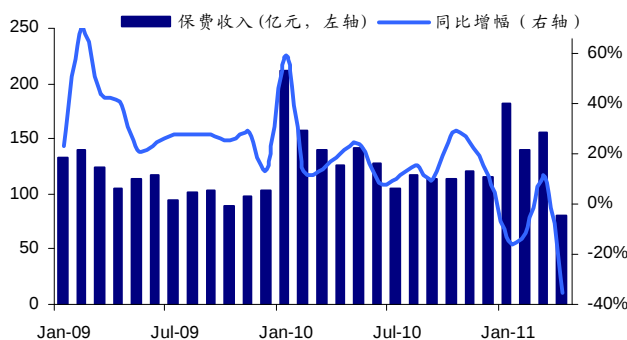
根据国寿和太保公司网站公布的数据，国寿和太保根据新会计准则拆分过的 4 月单月保费收入分别减少 1%。平安未公布 2010 年 4 月相应数据。

图 5 中国人寿



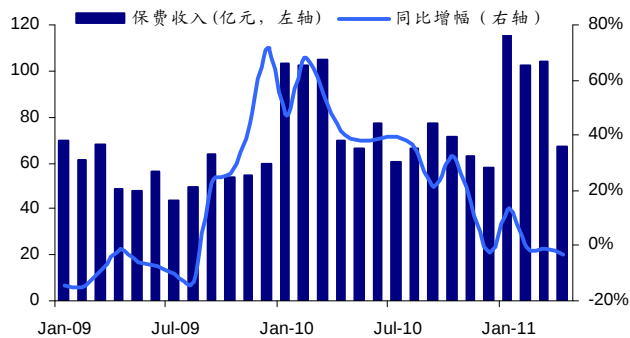
资料来源：中国保监会，海通证券研究所

图 6 中国平安



资料来源：中国保监会，海通证券研究所

图 7 中国太保

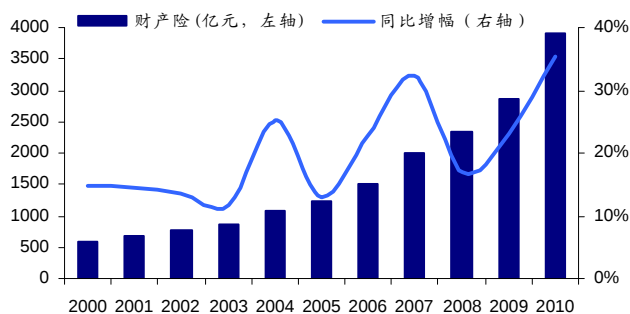


资料来源：中国保监会，海通证券研究所

8. 产险保费收入及增速

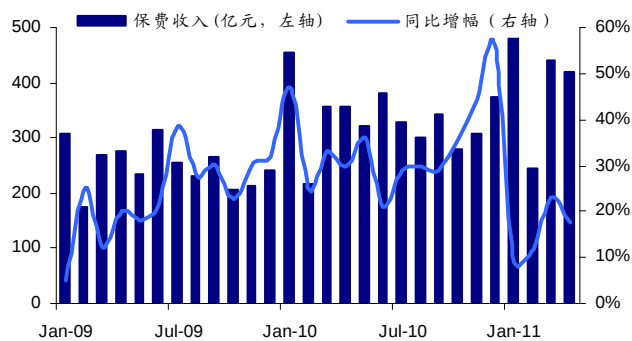
虽受汽车销量下降影响，产险仍然实现正增长 17%。行业综合成本率处于低位，但也需关注部分地区重新出现的恶性竞争的苗头。

图 8 年度产险保费收入及增速



资料来源：中国保监会，海通证券研究所

图 9 月度产险保费收入及增速

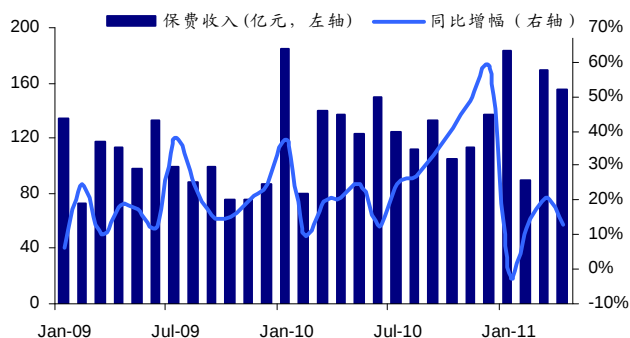


资料来源：中国保监会，海通证券研究所

9. 主要产险公司保费收入及增速

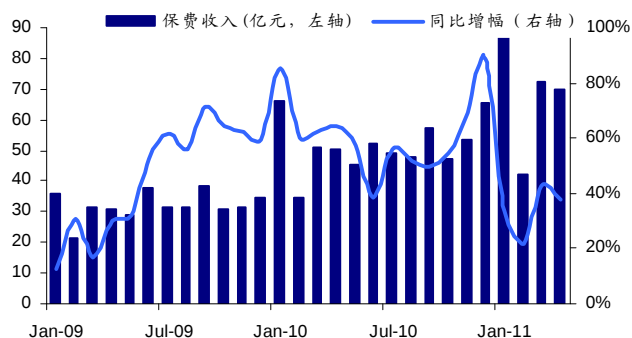
主要公司增速排名依次是平安 38%、太保 26%、人保 13%。

图 10 中国人保



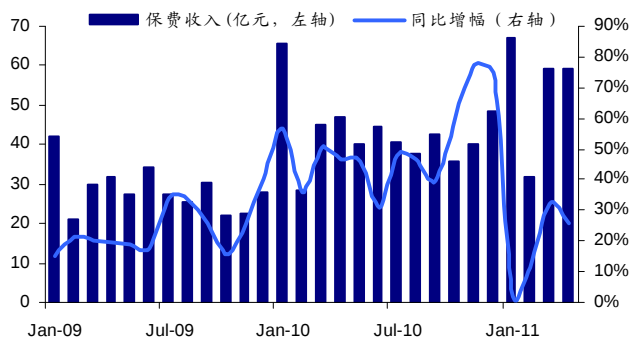
资料来源：中国保监会，海通证券研究所

图 11 中国平安



资料来源：中国保监会，海通证券研究所

图 12 中国太保

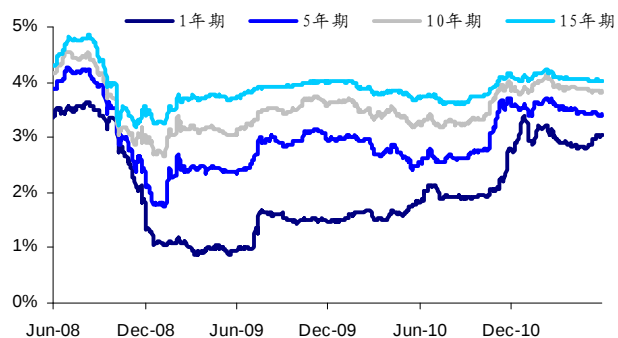


资料来源：中国保监会，海通证券研究所

10. 固定收益市场收益率跟踪

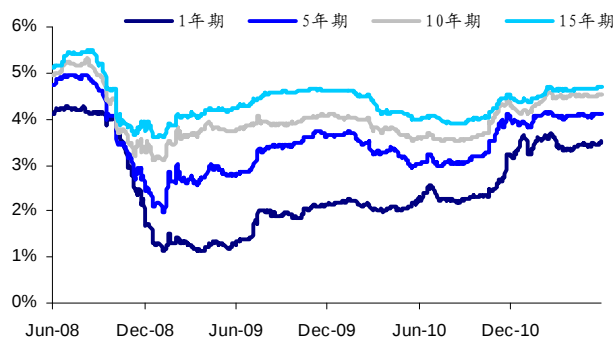
债券收益率在高位震荡，去年末今年初资金面偏紧兼强烈通胀预期促使收益率冲高，目前出现小量回调。但我们认为，类似于 2007 年末 2008 年初的情形，后期仍有冲高可能，或至少仍将在高位维持一段时间。这有助于提升保险公司新增投资的收益率。

图 13 银行间国债收益率走势



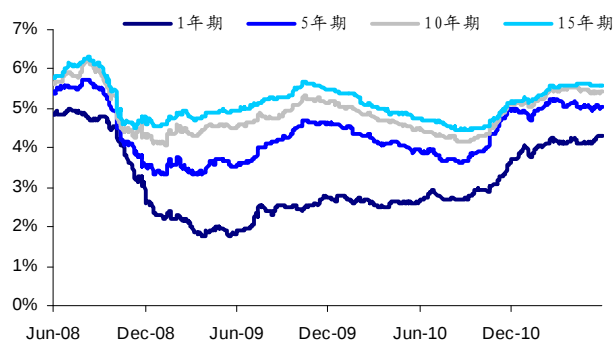
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 14 银行间金融债收益率走势



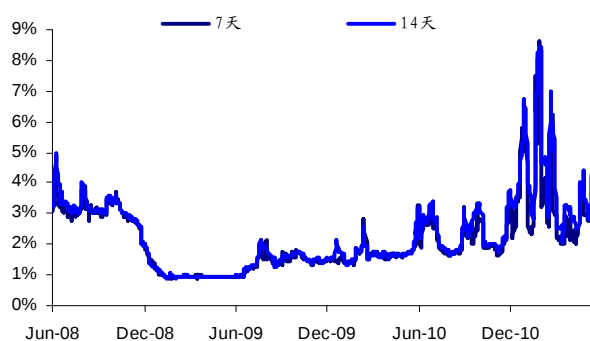
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 15 银行间企业债（AAA）收益率走势



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 16 银行间回购加权利率走势



资料来源：WIND，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

董 乐：非银行金融业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国平安（601318.SH）、中国太保（601601.SH）、中国人寿（601628.SH）

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。