

保险 II



曾素芬
021-38565598
zengsf@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

张颖
021-38565970
S0190511030006

2011 年 1-5 月份保费点评:

寿险转型成效初显，产险增势持续回暖

2011 年 6 月 17 日

投资要点

事件:

中国人寿、中国平安和中国太保公布 2011 年 1-5 月保费收入数据，中国人寿今年前 5 个月保费收入 1665 亿元；中国平安寿险保费收入 641.24 亿元，产险保费 336.89 亿元，健康险 0.5113 亿元，养老险 24.32 亿元；中国太保寿险保费收入 464 亿元，产险保费收入 268 亿元。

点评:

- **寿险保费增速在低位徘徊。**国寿和太保人寿 2011 年 1-5 月保费收入同比增速分别为 7.5%和 11.5%，仍在低位徘徊。平安人寿 1-5 月保费收入为 641.24 亿元，公司未公布规模保费及去年同期保费收入数据，无法展开同比对照，但由于平安银保占比较小（<15%），个险业务发展稳定，规模保费增速与前几月相比无明显变化，同比增速预计在 23%~25%之间。寿险保费增长乏力主要由银保保费收缩所致：一方面，保险公司投资表现不佳导致产品投资回报率低，而在紧缩政策下其他理财产品替代，导致保险产品缺乏吸引力；另一方面，政策规定银行不得允许保险公司人员驻点销售，银行工作人员在销售理财产品时有一定的倾向性，从而不利于加强对保险产品的营销。
- **寿险公司业务转型以突围。**在当前银保增长受限的背景下，寿险公司纷纷进行业务转型，强化个险渠道管理，致力于增员和提升产能，实施业绩考核与个险业务发展速度和质量挂钩，促进个险保费增长以抵消银行业务下滑的影响。太保人寿等公司对银保渠道依赖性较高（2010 年底银保保费占比为 55%），5 月银保业务持续缩水，但总保费增速较上月出现改善，可见公司将重心转向个险的努力取得了实质性成效。中国人寿个险业务因增员和提升产能难增长呈现疲态，5 月保费增速有所下滑。中国平安一直重视个险业务发展，银保占比低，因此银保业务收缩带来的压力最小，寿险业务的增长情况也最为乐观。
- **产险增速持续回暖，预计全年增速超过 20%。**平安和太保 2011 年 1-5 月累计产险保费同比增速分别为 36.2%和 18.6%，均较上月提升。由于受到汽车销量增速下滑的影响，今年产险行业保费难以实现上年 35%以上的增长，但由于汽车销售中高档化以及产险渗透率的持续提升，有利于缓冲汽车销量增速下滑的影响，因此根据今年以来的产险增长趋势，我们判断全年产险保费增速有望超 20%。
- **寿险业绩改善动因不现，产险盈利空间扩大。**从盈利能力来看，寿险公司业绩受以下几方面因素影响短期内仍然得不到改善：第一，今年以来寿险业务增速明显放缓；第二，受大盘调整影响，投资收益表现不佳；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。从产险来看，较快的保费增速和

较低的综合成本率仍将推动产险业务盈利空间扩大，成为鲜活保险市场的一抹亮色。

- **投资建议：**随着大盘此轮调整之后，目前国寿、平安、太保股价隐含新业务价值倍数分别为 7.5、7.4 和 7.3 倍，A-H 股折价率分别为 16.6%、27.9%和 21.1%，估值优势显现，长期来看估值修复空间大，但短期内在兴业策略认为大盘转好因素尚未出现的背景之下，我们对行业整体仍持相对谨慎的态度。就个股而言，我们偏好于经营产险业务的公司，主推产险业绩贡献占比不断提升的多元化金融集团中国平安以及将产险作为核心业务之一的中国太保。

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	181.4			181.4			
	2	321.1			139.8	-22.9		
	3	476.3			155.2	11.0		
	4	557.5			81.2	-47.7		
	5	641.2			83.7	3.1		
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
	5	1665	7.5	12.3	211	-5.8	-4.1	16.3
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
	5	464	11.5	50.7	74	10.4	15.6	37.5

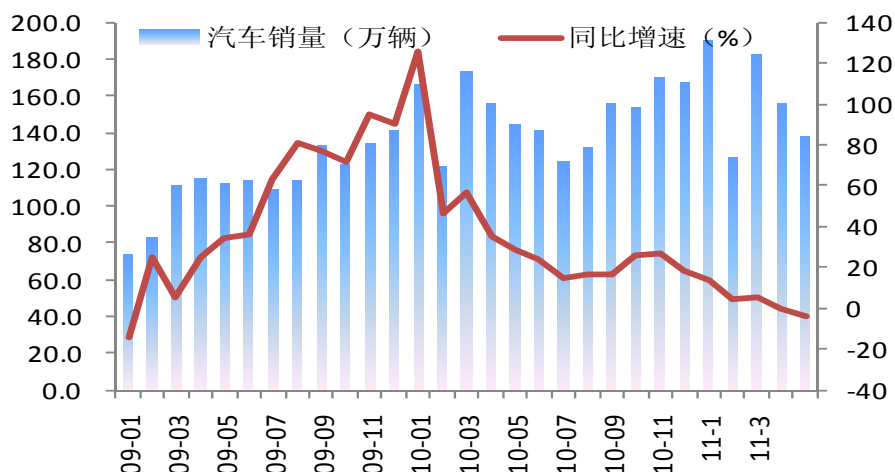
资料来源：公司公告、兴业证券研究所

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
	5	336.9	36.2	67.0	64.2	-7.8	42.4	57.4
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
	5	268	18.6	48.7	51	-13.6	27.5	48.2

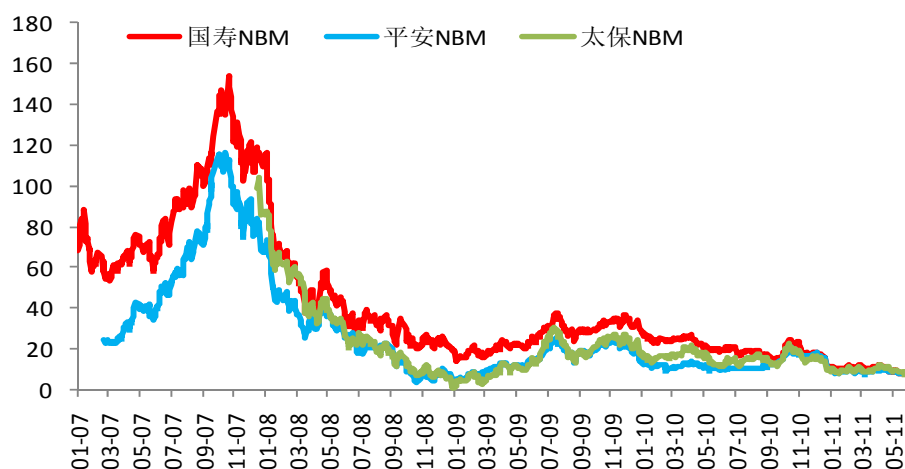
资料来源：公司公告、兴业证券研究所

图 1 中国汽车销量（万辆）及同比增速（%）



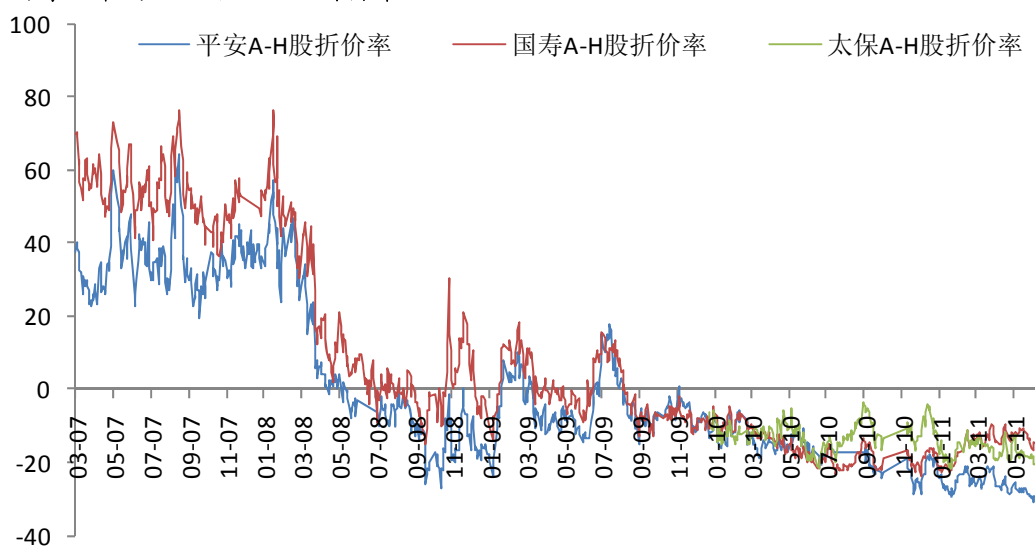
资料来源：中国汽车工业协会、兴业证券研究所

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: 021-38565952

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 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。