

保险行业 2011 年中期投资策略

——期待反弹

金融/保险

优于大势

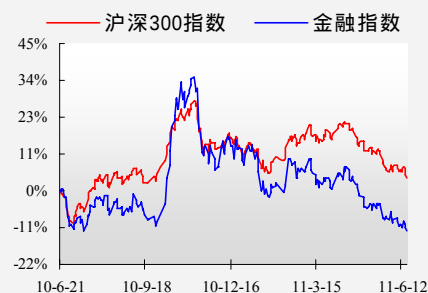
维持评级

发布时间：2011 年 6 月 22 日

投资要点：

- 银保保费下降是造成总保费下滑的主要原因。从结构上来看，中小保险公司的银保新单上升较快，而大保险公司的银保新单出现下降，大保险公司的银保保费收入下降对总保费收入影响较大。
- 在银行渠道，居民对寿险保单的认识更多的是储蓄理财的替代品。银保渠道的保费收入与利率具有较强的负相关性。加息环境下，银行理财产品、信托产品等在银行渠道销售的产品收益率也不断上升，银行渠道的保单不但面临着销售压力。
- 产品结构上来说，由于自 2010 年以来投资收益预期不高，各家公司的产品主要以分红险为主，压缩了万能险，同时传统险种也有所萎缩。分红产品与万能险相比，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。
- 在保险资金仅能投资于债券、银行存款等固定收益资产的情况下，其投资收益受益于加息。但是，随着权益投资比例的增加并占有较大份额，保险公司的总投资收益率受固定收益类资产的影响越来越小，而与权益类资产的投资收益率相关度提高。
- 今年年初以来，面对着通货膨胀不断加剧与经济增速放缓之间的矛盾，股指调整幅度较大，沪深 300 指数从年初以来到现在已经下跌了 8.9%，保险公司的投资收益也出现一定的下滑，市场下跌给保险股带来的压力较大。
- 但随着国家治理通货膨胀措施的进一步实施，我们认为通胀的高点或许在六七月份之间出现。通胀的逐步回落可以改善投资者的预期，从而给股市反弹带来支持。保险股股价的拐点或许就在宏观经济数据趋好之时
- 在新业务价值增长和股票市场反弹的预期下，我们对保险行业依然给予优于大市的投资评级。给予中国太保、中国平安推荐评级。

走势图



重要公司

评级

中国太保	推荐
中国平安	推荐

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550511020009

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.com

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、银保保费增速回落，个险保费质量上升

1、银保保费增速下滑

银保保费下降是造成总保费下滑的主要原因，但从结构上来看，中小保险公司的银保新单上升较快，而大保险公司的银保新单出现下降，由于大保险公司在保费收入占比较大，因此大保险公司的银保保费收入下降对总保费收入影响较大。

表 1、2011 年前 4 个月寿险行业分渠道保费收入同比

单位：万元

公司名称	个险			银保			团险		银保期
	新单	期缴	续期	总保费	新单	期缴	总保费	新单短险	缴率
中小保险公司	27.4%	37.7%	17.1%	35.8%	27.7%	45.7%	-15.1%	48.3%	9.5%
大保险公司	13.6%	-0.9%	40.3%	-11.0%	-20.4%	15.6%	3.3%	28.9%	11.76%

资料来源：东北证券

(1) 银保渠道改革影响银保保费收入

2010 年 11 月初，银监会发布《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》，规定保险公司不得在银行驻点销售，每个银行网点最多代理三家保险产品，银行销售人员必须拥有保险代理资格才能销售保险。

保险人员不得驻点销售对大保险公司影响大。不得驻点销售会影响出单量，因为银行没有多余的人员向客户推销保单，尤其是会减少期交银行保险产品销售。从各家公司的银保专管员人数来看，中国人寿银保专管员人数最多，为 42000 人，因此受影响最大。自 2009 年以来，太保银保业务转型最快，银保业务期缴率大幅度上升，撤销银保专管员，对太保的银保期缴业务影响较大。对中国平安来说，业务结构以个险为主，主动压缩了利润率较低的银保业务，因此，银保保费收入也出现较大幅度的下降。

表 2、各家公司银保专管员人数及银保代理有效网点

	国寿	太保	泰康	新华	平安
银保专管员人数	40000	--	10000	12000	4000
银保代理有效网点	60000	20000	10000	10000	5000

资料来源：东北证券

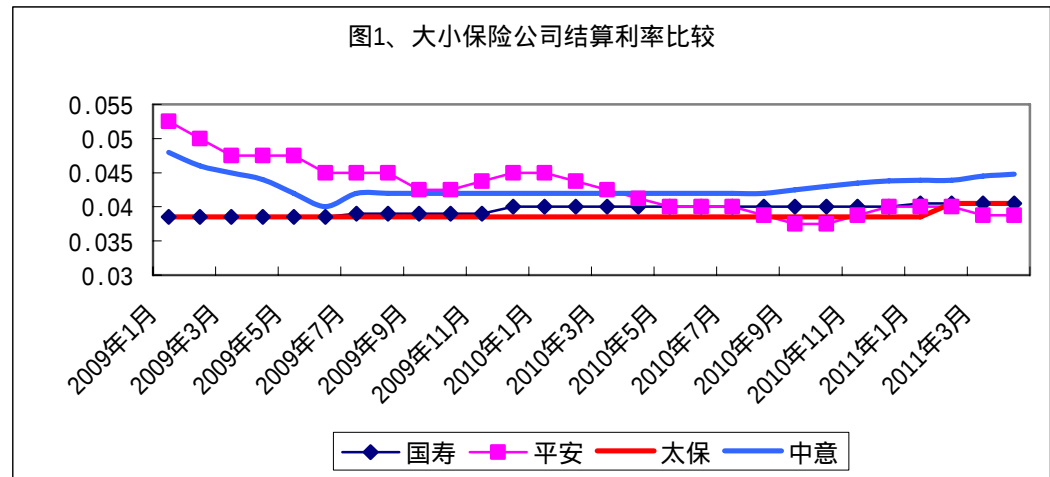
保险产品属被动消费型的金融产品，销售费用在各项费用中占比较高，是主要的费用。近年来由于银保渠道竞争激烈，银保保单的手续费率特别高，以上海地区的趸交保单为例，保单手续费率远远高于固定收益产品的投资收益率，这还不包括以各种培训费、会务费所返还的暗佣。因此，相同期限、相同品种的保险产品，银保渠道的利润率要比个险渠道的利润率要低很多。在银监会整顿银保业务的形势下，很多大的保险公司，放弃了银保业务这块“鸡肋”，专攻个险，因此，对大保险公司来说，2011 年银保渠道的保费收入是下降的。

对于中小保险公司来说，个险渠道营销代理人发展速度较慢，营销代理人总量规模较小，产能也不大，因此，个险业务发展困难。而为提高业务规模，中小保险公司集中力量发展银保业务。中小保险公司的业务结构中，银保业务占比较高，“最多代理三家公司”的银保业务限制实施以后，银保业务手续费价格战会更加激烈，因此尽管在银保产品利润率比较低的情况下，中小保险公司的银保保费收入增速依然很快，另外，大保险公司在银保领域的退出也为中小保险公司提供了填补空缺的机会，因此2011年1-4月份，中小保险公司的银保业务收入是快速增长的。另外，中小保险公司维持银保渠道较高的万能险结算利率，也是银保渠道保费收入较高的原因。以中意人寿为例，其万能险结算利率要高于中国人寿、平安和太保。

表 3、大公司与中小公司营销代理人对比

	营销代理人	占比
中小保险公司	282747	11.8%
大保险公司	2122777	88.2%

资料来源：东北证券



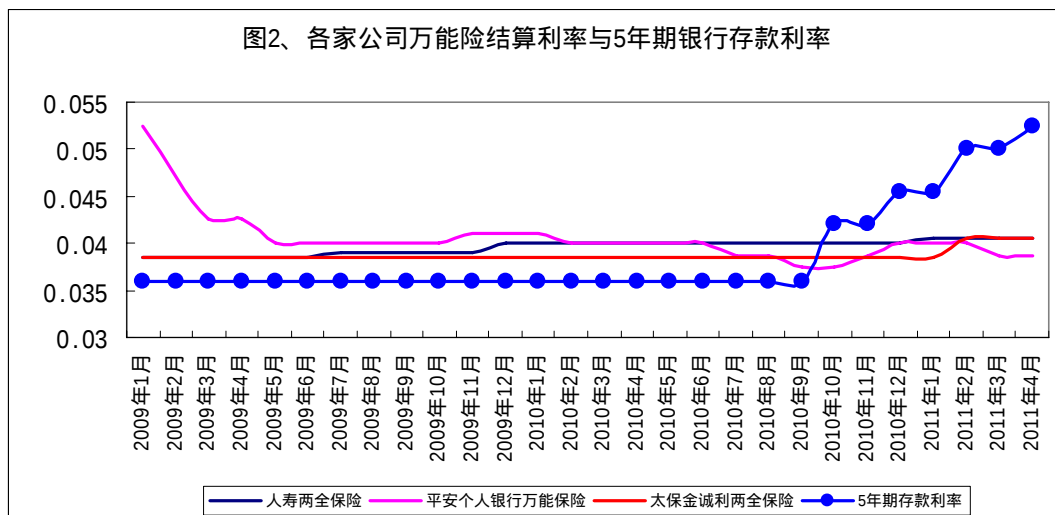
资料来源：东北证券

表 4、上海地区银保手续费自律标准

缴费方式	产品	期限	费率
趸缴	投连险、万能险		5.5%
	分红险、普通寿险、健康险	5 年期以下（含）	5%
		5 年期以上	5.5%
期缴	健康险	5 年期以下（含）	12%
		5 年期以上	14%
	分红险、普通寿险根据年期分为 5 档	10 年期以上	15%。

资料来源：上海保险同业协会

图2、各家公司万能险结算利率与5年期银行存款利率

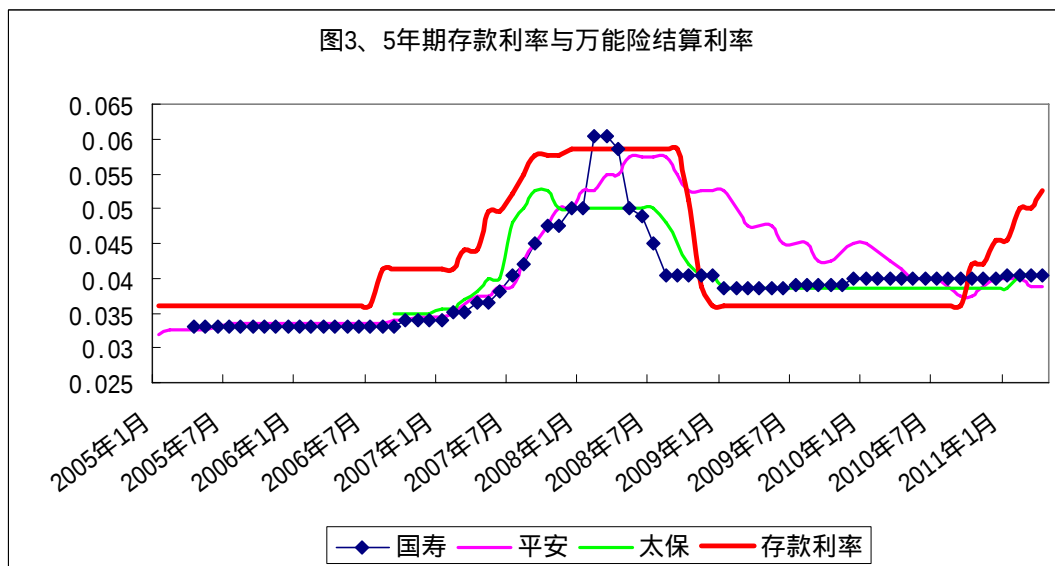


资料来源：东北证券

(2) 利率高企影响银保渠道的保费收入

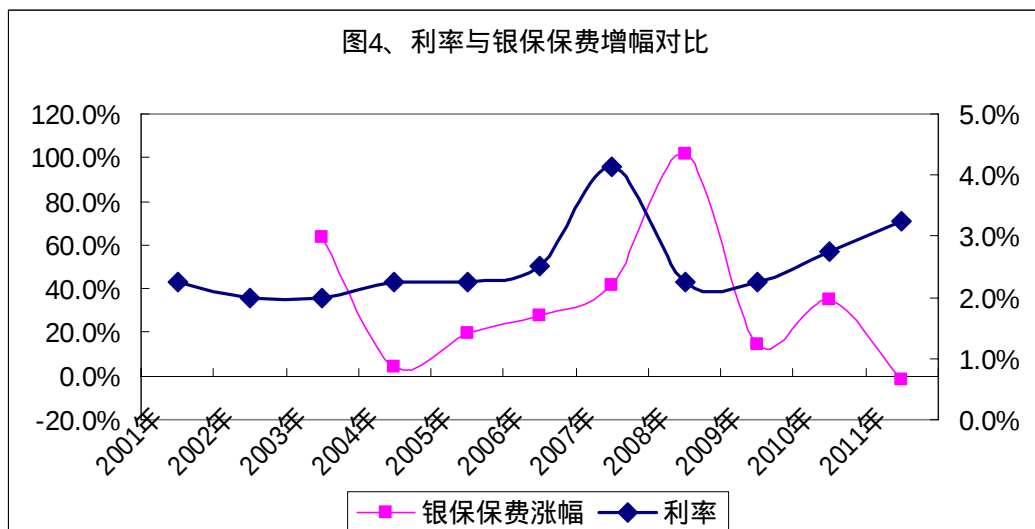
在银行渠道，居民对寿险保单的认识更多的是储蓄理财的替代品，在利率较低和银行渠道销售的其他金融产品收益率较低时，银行渠道的保单销售良好，银保保费收入增长幅度较快，但随着利息升高及金融市场的火爆，保户的逆向选择将必然造成银行渠道保单的退保和保费收入的下降。银保渠道的保费收入与利率具有较强的负相关性。加息环境下，银行存款利息不断上升，另外银行理财产品、信托产品等在银行渠道销售的产品收益率也不断上升，银行渠道的保单不但面临着销售压力，而且已销售的保单还面临着退保的可能。

图3、5年期存款利率与万能险结算利率



资料来源：WIND

图4、利率与银保保费增幅对比



资料来源：WIND

从银保渠道来看，各公司银保总保费及新单保费收入都出现下降，银保期缴比例在去年的基础上保持相对稳定。对中国平安来说，在去年的基础上，继续压缩银保保费的规模。中国人寿和太保的银保增速也有所下降。

表 5、各公司银保业务增长状况

		平安	太保
2011 年前 4 个月	银保总保费	-17%	1%
	银保新单	-20%	-15%
	银保期缴	30%	-13%
2010 年	银保总保费	-6%	76%
	银保新单	-7%	60%
	银保期缴	600%	55%

资料来源：东北证券

2、个险渠道保费保持良好增长

从个险渠道来看，中国人寿和太保在放弃银保渠道的同时，大力发展个险，个险新单和个险期缴保费的增长速度都远远高于去年。但中国平安的个险新单和个险期缴保费的增长速度却出现了大幅度的下滑，这固然有去年保费高速增长，基数比较高的原因，但对于以个险为强项的平安寿险来说，个险新单出现下降，对新业务价值的影响较大，这是不正常的现象，需要密切关注。

表 6、各公司个险业务增长状况

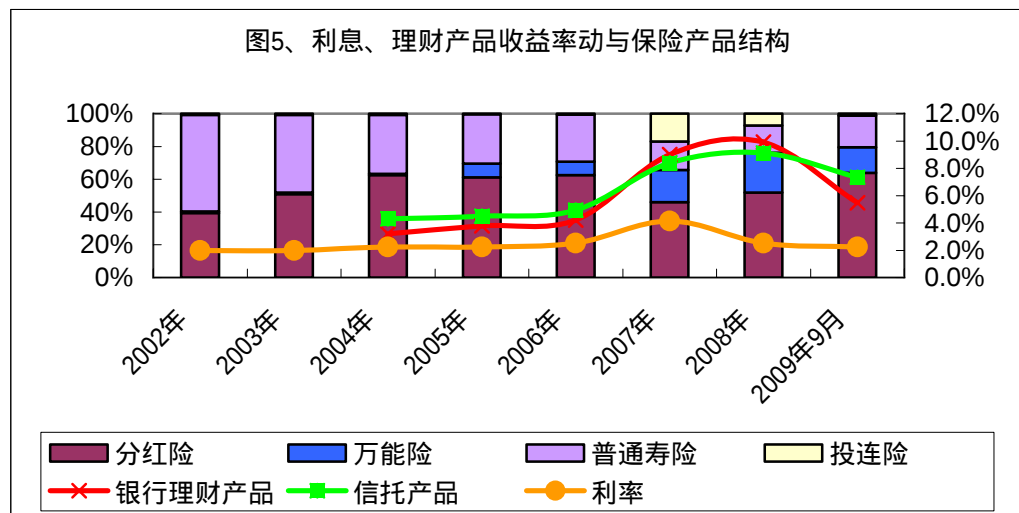
		平安	太平洋
2011 年前 4 个月	个险总保费	35%	20%
	个险新单	15%	30%
	个险期缴	-14%	30%
2010 年	个险总保费	32%	18%
	个险新单	43%	10%
	个险期缴	36%	14%

资料来源：东北证券

3、从产品结构上看，分红险成为主要险种

升息改变产品结构。随着定价利率与银行利率的倒挂，传统险作为利率敏感性产品将变得难以销售，传统险保费占比下降；在大势低迷的情况下，保险公司的权益投资收益较差，因此万能险难以及时调高投资回报水平，万能险的结算利率较低，目前几家大保险公司的万能险结算利率都在 3.8%—4.0%左右，低于 5 年期定期存款 5.25% 的利率水平，万能险保费收入萎缩；相对来说，分红险对利息波动的敏感性较低，保费增长较快，分红险在产品结构中的占比上升。因此，加息及资产价格膨胀环境下，保险公司的产品结构将会发生变化，从万能险、传统险向分红险转换。

从最近几年的情况看，随着利息的提高以及理财产品收益率的提高，寿险行业的产品结构发生了较大的波动。在利息上升时期，为了降低对利息的敏感性，寿险行业的险种结构从最初的以传统险等保障型险种为主，向以分红险及万能险等投资型险种转换，在理财产品收益率大幅提高的 2006 至 2007 年，为加强与其它金融产品的竞争性，投连产品的占比也大幅度增加。



资料来源：东北证券

表 7、最近 3 年各公司产品结构变化趋势

渠道	品种	年份	中国人寿	平安	太保
个险首期	分红	2011 年	96.3%	65.7%	90.9%
		2010 年	90.9%	44.9%	89.6%
		2009 年	75.0%	45.0%	82.0%
	万能	2011 年	0.0%	30.4%	0.6%
		2010 年	0.3%	51.4%	1.3%
		2009 年	/	50.0%	3.0%
	传统	2011 年	3.6%	2.4%	8.5%
		2010 年	8.7%	2.7%	9.2%
		2009 年	25.0%	3.0%	15.0%
银保首期	分红	2011 年	99.9%	69.2%	100.0%
		2010 年	96.5%	30.6%	99.9%
		2009 年	95.0%	13.0%	99.0%
	万能	2011 年	0.1%	28.1%	0.0%

	传统	2010 年	3.4%	66.3%	0.1%
		2009 年	5.0%	85.0%	1.0%
		2011 年	0.1%	0.1%	0.0%
		2010 年	0.1%	0.0%	0.0%
		2009 年			

资料来源：东北证券

产品结构上来说，由于自 2010 年以来投资收益预期不高，各家公司的产品主要以分红险为主，压缩了万能险，同时传统险种也有所萎缩。分红产品与万能险相比,由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。

表 8、各公司总投资收益率(%)

	2010 年	2009 年
平安	4.9	6.4
太保	5.3	6.3
中国人寿	5.11	5.78

资料来源：公司公告

中国人寿的产品结构中提高了分红险的占比，万能险和投连险等投资型的险种占比相对较低，传统险占比下降。中国平安保费收入的增长主要来自于分红产品和万能产品,但在银保渠道,公司大力压缩了万能险规模，分红险保费增长速度提高；中国太保依旧沿用去年的策略,大力发展分红险，个险和银保渠道的分红险在去年高增长的基础上继续增长。在投资收益降低，投资型险种难以销售的情况下，分红险的保费收入仍然保持稳定增长，分红险成为各公司退守的主体险种。

一般来说，在不考虑渠道和产品期限的情况下，传统产品、分红产品、万能产品和投连产品的边际利润率是依次递减的，随着产品结构的转换，投资型产品占比较高，保险公司的边际利润率将会依次降低。加息及银行理财产品收益率的提高将影响保险公司的产品结构，从而对整个行业的边际利润率造成冲击。

二、债券投资收益率上升，资产配置增加

1、债市资金将出现净流出

随着法定存款准备金率的逐渐上扬，作为债券市场最大交易主体的商业银行资金流动性压力越来越紧张。由于银行的超额存款准备金率也在不断下降，银行使用超额存款准备金替代法定存款准备金的余地越来越小，因此，商业银行为了增加流动性，保持对收益率较高的资产的配置，只有卖出收益率较低的资产。目前国债最高的收益率都不超过 5%，而贷款的利率为 7.83%。商业银行为把有限的资金更大比例的运用到贷款中去，只有卖出债券资产以保证其流动性。因此商业银行对债券的实际购买力在下降。银行体

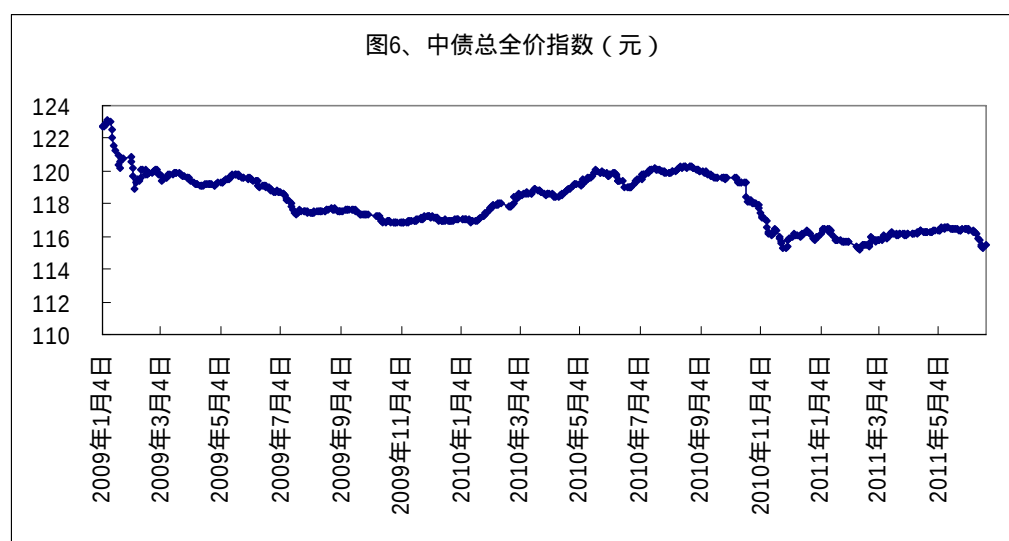
系内流动性的紧张导致债券需求下降，商业银行到了不买甚至卖出债券的时候，这种局面，将是下半年债券收益率上升的主要动力。

在加息周期内，债市的资金为了追逐更高的收益率，将从债市撤出，债券价格下跌。

表 9、不同金融机构债券配置状况

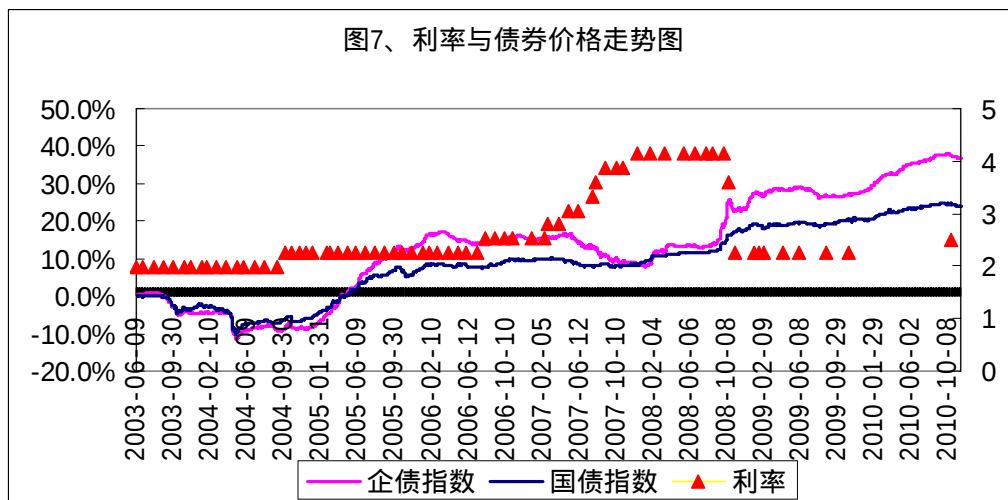
	商业银行	保险机构	基金
2009 年 12 月	578.8	592.1	615.7
2010 年 1-2 月	1,841.90	319.8	369.1
2010 年 3 月	3,968.30	460.6	190.1
2010 年 4 月	2,765.70	421.3	832.5
2010 年 5 月	1,682.90	596.3	1,130.70
2010 年 6 月	4,468.30	254.9	-151.8
2010 年 7 月	321	50.2	977.2
2010 年 8 月	3,593.10	167.1	401.2
2010 年 9 月	-63.2	625.4	195.8
2010 年 10 月	-604.1	157.3	35.3
2010 年 11 月	1960.4	523.33	169
2010 年 12 月	-560.77	278.71	-161.7
2011 年 1-2 月	-2382.11	187.74	58.87
2011 年 3 月	-978.53	204.05	242.37
2011 年 4 月	-263.07	-81.63	1,275.50
2011 年 5 月	884.16	182.69	291.13
本年合计	-3,300.32	771.56	1,706.17

资料来源：东北证券



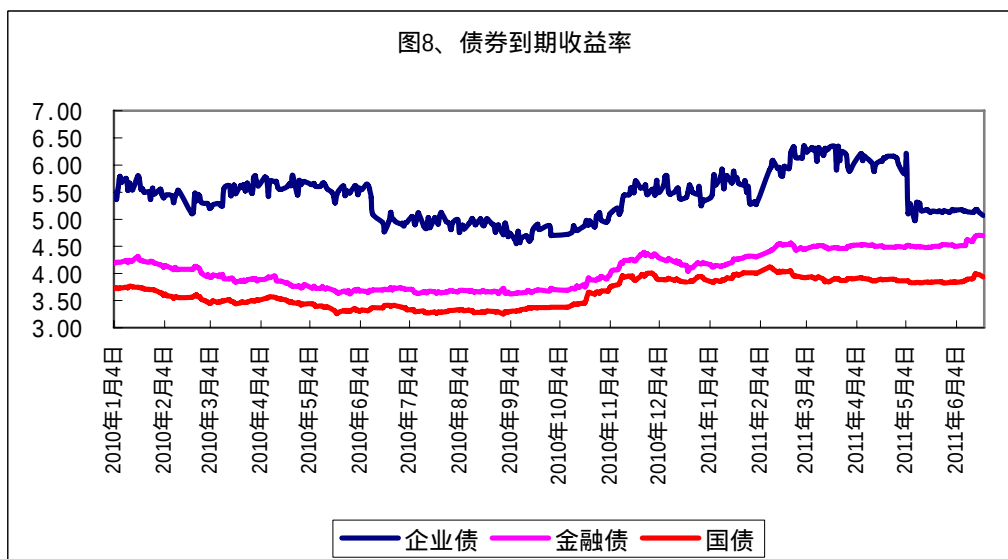
资料来源：东北证券

利息走势与债券价格走势具有明显的负相关性。随着利率提升，债券将面临价格下跌的压力。随着加息周期的开始，以及通胀预期的增强，债市走势见顶回落，债券收益率逐渐上升。尤其是长债收益率上升速度较快。



2、债券到期收益率上升

加息及股市向好将改变资金的流向，降低债券的价格，从而提高债券的到期收益率。自2010年9月份以来，国债、金融债和企业债的到期收益率分别提高21.1%、30.8%和33.0%。

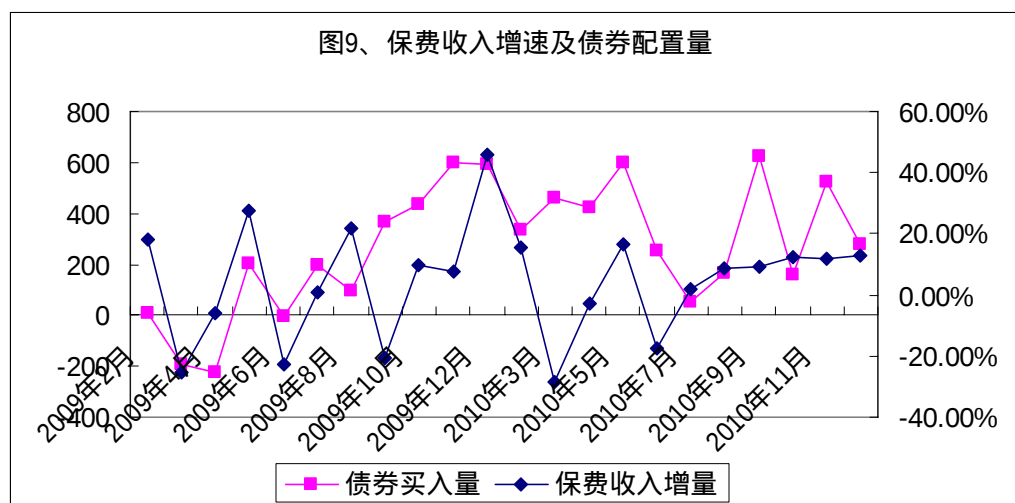


3、债券配置规模增加

首先，长期债券的收益率上升，有利于保险资金的配置。在目前的市场格局下，对于保险资金来说，投资机会增加。

2010 年下半年以来，随着保费收入的增加，为了缩短资产与负债的久期差距，保险机构加大了对债券的配置量，这些配置都是在债券收益率较低情况下的被动买入。随着加息周期的来临和债市资金流向股市，债券到期收益率上升，将更加有利于保险资金对债券的配置。

尽管目前债券的到期收益率处于下行趋势，但鉴于久期匹配的压力，保险机构加快了对债券的配置速度。另外，由于银行理财产品、信托产品等银行渠道发行的投资品收益率下降，投资型保险产品面临的竞争压力减小，对保险资金的投资收益率要求降低，因此，尽管收益率下降，保险机构的债券配置量依然在增加。



资料来源：东北证券

三、另类投资收益率上升

1、协议存款及定期存款

由于利息的提升，保险公司的定期存款及协议存款收益也会上升。

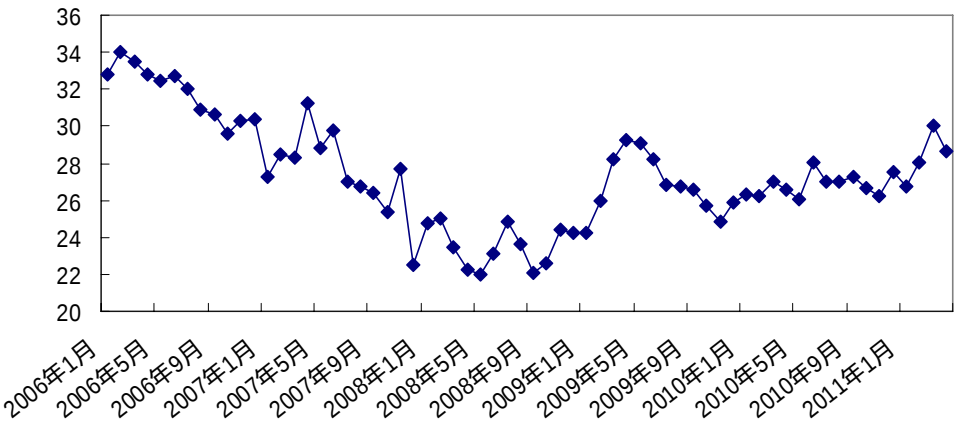
但目前协议存款比较难做。在货币紧缩环境下，每月提升的准备金率将大量资金锁在银行里贷不出去，银行的贷存比降低，银行资金比较富裕，在这种情况下，银行特别是大型银行就不愿意以较高的资金价格（协议存款的利息一般高于基准利率 50bp 左右）吸引协议存款。另外，银行为降低资金成本，通常的做法是短存长贷，大量吸引短期存款，因此对期限在 5 年以上的协议存款兴趣不大。

还有一个原因，对大银行来说，银行渠道是银保保费收入的主要来源，大银行贡献的银保保费收入占比尤其大，大银行与大保险公司之间有较牢固的战略合作关系，某家银行收取的保费一般是要作为银行存款在这家银行内流转，银行贡献的是渠道，保险公司贡献的是存款业务，因此大银行可以以较低的资金成本获取保险公司的定期存款等，因此，没有必要以较高的资金成本吸取保险公司的协议存款。

对于中小银行来说，为了降低贷款比，优化负债结构，可能会以高息吸引保险机构的协议存款，但相对于大银行来说，中小银行的信用等级比较低，并不一定能够满足保

险机构风控指标的要求。因此，保险机构的协议存款出现了“大银行不愿意要，小银行（保险机构）不愿意给”的局面。

图10、保险资产中存款占比



资料来源：东北证券

注：保险机构存款中包含有活期存款和定期存款。

2、保险债权计划

在加息时代，银行的长期贷款利率达到了新的高点；在紧缩的市场环境下，银行放贷大幅度减少，很多优质企业、优质项目也难以融到资金，即使能贷到款，但利率也要上浮。由于分类监管的原因，保险公司的债权计划资金运用模式虽然等同于银行贷款，但规模不受紧缩政策限制，因此，保险债权计划成了银行贷款的有效补充，在银行贷款受到限制的情况下，保险债权计划规模发展比较快。债权计划的发行规模与货币紧缩政策的发展趋势负相关

另外，保险资金的特征是长期限、大规模，期限一般在 7 到 10 年，规模动辄几十亿、上百亿元，资金成本一般是在同期贷款基准利率上打一个折扣，比银行贷款便宜，因此，很受大企业的欢迎。

由于基准贷款利率上浮，盯住基准利率的保险债权计划的收益率也在上升，并且债权计划的规模也在扩大，因此，目前是保险债权计划发展最好的时期。

表 10、近期保险债权计划统计

产品名称	发行机构	项目方	期限	日期	额度	利率类别
“蓝德计划”	太平洋资产牵头，参与者包括国寿资产、平安资产、人保资产、太平资产、华泰资产、泰康资产	北京市土地储备整理中心	7 年	2011.5	700 亿~800 亿元	参照贷款基准利率下浮一定比例
平安—城投控股保障房项目债权投资计划 AAA	平安资产	城投控股	7 年	2011.5	30 亿	50% 按照固定利率 6.45% 计息；另外 50% 按同期贷款基准利率下浮 5.1%

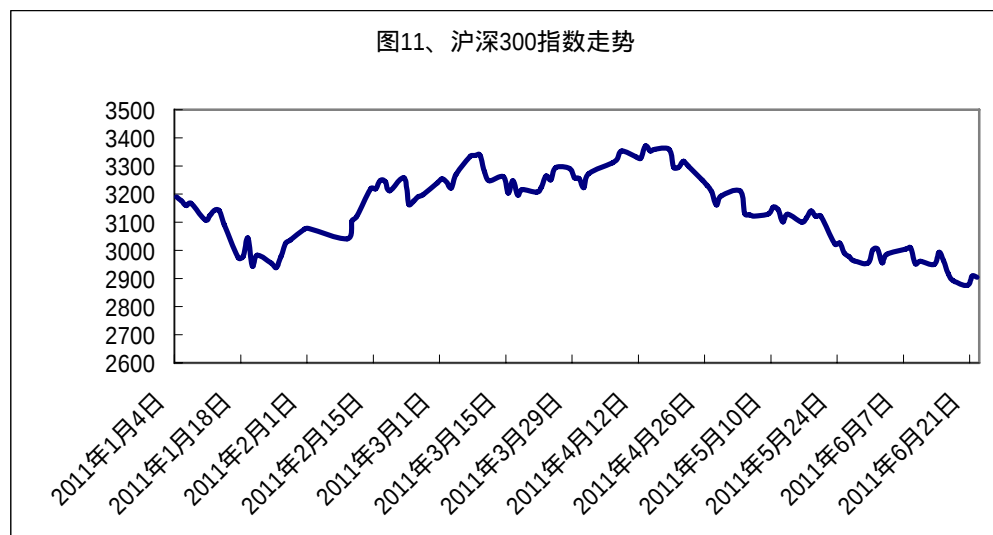
太平洋-上海公共租赁住房项目债权投资计划 AAA	太平洋资产	上海地产(集团)有限公司	10 年	2011.3	40 亿	浮动利率, 保底 5%
华泰-保利能源项目债权投资计划 AAA	华泰资产	保利能源控股有限公司	7 年	2011.2	30 亿	浮动利率为基准 85%
太平洋-泰州长江大桥债权投资计划 AAA	太平洋资产	江苏泰州大桥有限公司	5 年	2010.9	30 亿	浮动利率(保底 4.61%, 封顶 6.91%)
中国人寿-陕西煤业债权投资计划	国寿资产	陕西煤业股份有限公司	7 年		30 亿	年预期收益率约为 4.9% 下限 4.67%, 上限 6.67%
平安-江阴大桥债权投资计划	平安资产	江苏交通控股有限公司	5 年	2010.9	20 亿元	
太平洋-武汉天兴洲大桥债权投资计划	太平洋资产	武汉天兴洲道桥投资开发有限公司	10 年	2010.9	20 亿元	固定利率为基准 93.6% 浮动利率为基准 87.5%

资料来源：东北证券

四、权益投资拖累总收益率

在保险资金仅能投资于债券、银行存款等固定收益资产的情况下，其投资收益受益于加息。如果仅仅在固定收益投资的封闭环境下运行，紧缩的货币环境有利于保险公司收益率的提升，对保险股来说是利好。

但是，随着权益投资比例的增加并占有较大份额，保险公司的总投资收益率受固定收益类资产的影响越来越小，而与权益类资产的投资收益率相关度提高。保险公司的投资收益大部分来自于权益类投资，当然风险也来自于权益类投资。



资料来源：WIND

今年年初以来，面对着通货膨胀不断加剧与经济增速放缓之间的矛盾，股指调整幅度较大，沪深 300 指数从年初以来到现在已经下跌了 8.9%，保险公司的投资收益也出现

一定的下滑，从 2010 年底保险公司权益资产的持仓比例来看，中国人寿的权益类资产配置最高，中国平安的权益类资产配置最低，因此，市场下跌给中国人寿带来的压力最大。

表 11、各公司资产配置状况

	2010 年			2009 年		
	平安	太保	中国人寿	平安	太保	中国人寿
固定收益投资	77%	78.30%	78.60%	75.10%	74.40%	79.10%
定期存款	17.50%	24.60%	33.05%	15.50%	23.60%	29.40%
债券投资	59.20%	53.70%	45.51%	59.60%	50.80%	49.70%
权益投资	10%	11.90%	14.70%	10.80%	12.30%	15.30%
现金	11.20%	4.10%	3.58%	11.70%	8.30%	3.10%

资料来源：公司公告

中国平安的权益类资产配置最低，并且，从 2010 年底中国平安的持仓品种来看，公司股票品种以银行为主。根据 WIND 统计，中国平安下属各个账户共投资股票 80 多个，股票总市值 262 亿元，其中持有银行股总市值 207 亿元，银行占比为 79%。在 2011 年上半年，估值低，业绩成长性比较好的银行股，股价走势较好，给公司带来较好的收益。

表 12、持有股票品种及市值

单位：万元

股票品种	账户	持有市值
深发展 A	中国平安保险(集团)股份有限公司	823402.5
农业银行	中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	386395.4
工商银行	中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	370261.9
深发展 A	中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	222581.4
建设银行	中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	174067.7
农业银行	中国平安人寿保险股份有限公司	89655.0
其它品种		550406.86
合计		2616770.728

资料来源：WIND

面对严峻的通胀压力，一方面，国家的货币紧缩措施短时间内难以退出，进一步影响目前市场并不宽松的资金面。另一方面，高度收紧的货币政策水平也使得目前企业的资金成本增加，在加上“电荒”造成的用电成本的增加，使得企业的利润水平被明显的压缩，通胀压力与经济增速放缓之间的矛盾依然加剧。

而从国际方面来看，欧债危机经过一段时间的平息之后，最近一段时间再次抬头，使人们更加担忧世界经济的复苏步伐。外围市场的疲软也在一定程度上影响了国内 A 股市场的走势。因此，无论是从国内方面还是从国际方面，目前影响市场走势的不利因素依然存在，市场在这些因素没有出现明显的好转之前，很难走出反转行情。在目前的形势下，保险公司的权益资产投资短期内难以取得较好的投资收益。

从目前保险公司的资产组合上来看，三家公司的权益类资产配置在 10%--90%之间。假设 2011 年权益类资产投资收益率为 - 3%，全行业相对保守的投资收益率为 3.73%，低于目前内含价值假设的投资收益率。给保险股的估值带来一定的压力。

表 13、保险资金总收益率敏感性分析

综合收益率		权益类资产配置比例						
		8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
权益资产 投资收益率	-10%	3.52%	3.23%	2.94%	2.64%	2.35%	2.05%	1.76%
	-5%	3.92%	3.73%	3.54%	3.34%	3.15%	2.95%	2.76%
	-3%	4.08%	3.93%	3.78%	3.62%	3.47%	3.31%	3.16%
	-1%	4.24%	4.13%	4.02%	3.90%	3.79%	3.67%	3.56%
	0	4.32%	4.23%	4.14%	4.04%	3.95%	3.85%	3.76%
	1%	4.40%	4.33%	4.26%	4.18%	4.11%	4.03%	3.96%
	2%	4.48%	4.43%	4.38%	4.32%	4.27%	4.21%	4.16%
	3%	4.56%	4.53%	4.50%	4.46%	4.43%	4.39%	4.36%
	4%	4.64%	4.63%	4.62%	4.60%	4.59%	4.57%	4.56%
	5%	4.72%	4.73%	4.74%	4.74%	4.75%	4.75%	4.76%
	6%	4.80%	4.83%	4.86%	4.88%	4.91%	4.93%	4.96%
	7%	4.88%	4.93%	4.98%	5.02%	5.07%	5.11%	5.16%
	8%	4.96%	5.03%	5.10%	5.16%	5.23%	5.29%	5.36%
	9%	5.04%	5.13%	5.22%	5.30%	5.39%	5.47%	5.56%
	10%	5.12%	5.23%	5.34%	5.44%	5.55%	5.65%	5.76%
		92%	90%	88%	86%	84%	82%	80%
		固定收益类资产配置比例						

资料来源：东北证券

五、保险行业投资策略

在加息的预期下，债券的到期收益率上升，债券的投资机会增加，升息环境下，保险公司定期存款的占比增加，这些都有利于固定收益资产投资收益率的上升。但由于股票市场下跌幅度较大，拉低了保险公司的总投资收益率。给保险公司的估值带来较大的压力。

但随着国家治理通货膨胀措施的进一步实施，我们认为通胀的高点或许在六七月份之间出现，随后物价将逐步回落，这一转折对于下半年来说应该是趋势性的。通胀的逐步回落可以改善投资者的预期，从而给股市反弹带来支持。保险股股价的拐点或许就在宏观经济数据趋好之时。

从保费质量上来看，2011 年，大保险公司压缩了毛利率较低的银保保费的规模，重点发展个险渠道保费收入，从产品上来说，重点发展毛利率比较高的分红险，新业务价值依然会有较好的增长空间。

在新业务价值增长和股票市场反弹的预期下，我们对保险行业依然给予优于大市的投资评级。给予中国太保、中国平安推荐评级。

六、估值水平

1、新业务倍数测算：

假设保险公司的保费收入按 3 阶段增长，第一阶段为前 5 年，保费收入的增长速度大约在 10%至 20%之间，第二阶段为第 6 - 15 年，保费收入的增长速度在 7% - 13%之间，永续增长阶段保费收入的增长速度为 3%，假设风险贴现率为 11.5%，根据三阶段模型，新业务倍数大约在 20 - 40 倍之间。

表 14、新业务倍数测算（单位：倍）

新业务倍数		第二阶段增长率								
		5%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	15%
第一阶段增长率	8%	17.2	19.3	20.5	21.8	23.2	24.7	26.3	28.0	31.8
	10%	18.4	20.7	22.0	23.4	24.8	26.4	28.2	30.0	34.1
	11%	19.0	21.4	22.7	24.2	25.7	27.4	29.1	31.1	35.3
	13%	20.3	22.9	24.3	25.8	27.5	29.3	31.2	33.2	37.8
	15%	21.7	24.4	26.0	27.6	29.4	31.3	33.3	35.5	40.5
	18%	23.9	26.9	28.6	30.4	32.4	34.5	36.8	39.2	44.7
	19%	24.7	27.8	29.5	31.4	33.4	35.6	38.0	40.5	46.2
	20%	25.4	28.7	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	47.7
	22%	27.1	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	44.6	50.8

2、中国人寿估值水平

表 15、中国人寿估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.7--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	96,600	125,022	153,444	182,023	210,602
调整后净资产	144,655	144,655	144,655	144,655	144,655
内含价值	241,255	269,677	298,099	326,678	355,257
每股内含价值（元）	9.01	10.08	11.14	12.21	13.27
一年期新业务价值	14,241	17,040	19,839	22,667	25,495
每股新业务价值（元）	0.53	0.64	0.74	0.85	0.95
新业务价值乘数	20	20	20	20	20
每股估值（元）	19.61	22.88	25.94	29.21	32.27

3、中国平安估值水平

表 16、中国平安估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.5%--5.5%	50bp	100bp
有效业务价值	50,065	63,739	77,413	89,873	102,333
调整后净资产	123,573	123,573	123,573	123,573	123,573
内含价值	173,638	187,312	200,986	213,446	225,906
每股内含价值	22.72	24.50	26.29	27.92	29.55
一年期新业务价值	13,651	14,579	15,507	16,448	17,389
新业务价值乘数	20	20	20	20	20
每股新业务价值	35.72	38.14	40.57	43.04	45.50
财险业务每股价值	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44
其它业务	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
每股估值	64.1	68.5	72.8	77.0	81.3

4、中国太保估值水平

表 17、中国太保估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.75%--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	20,566	27,672	34,778	41,900	49,022
调整后净资产	75,905	75,905	75,905	75,905	75,905
内含价值	96,471	103,577	110,683	117,805	124,927
每股内含价值	11.37	12.21	13.05	13.89	14.73
一年期新业务价值	4,608	5354	6,100	6,852	7,604
每股新业务价值	0.54	0.63	0.72	0.81	0.9
新业务价值乘数	20	20	20	20	20
财险业务（15PE）	45,630	45,630	45,630	45,630	45,630
财险业务每股价值	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
每股估值	27.48	30.12	32.76	35.4	38.04

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。