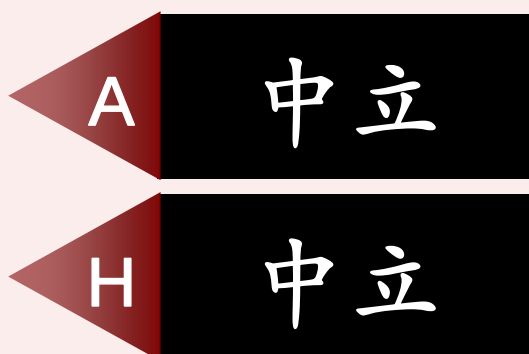


2011 年 6 月 27 日

聚焦中国保险业

保费收入增速仍在下降



尽管保险公司目前的估值较为便宜，但保险产品的投资收益率受股市的拖累而无法提高，进而导致保险产品吸引力较低，此外监管政策的要求也导致银保产品销售不佳，我们预计短期内该情况可能无法改善。短期内，我们对股市表现仍持比较谨慎的态度，尽管保险板块估值的安全边际已经显现，但仍可能无法有好的股价表现。我们维持对保险行业 **中立** 的评级。

袁琳, CFA
(8610) 6622 9070
lin.yuan@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

孙鹏
(8610) 6622 9072
peng.sun@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300210070008

尹劲桦
(8621) 2032 8590
jinhua.yin@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300210050006

近期影响行业的重要因素

正面因素	加息周期下存款和短期资金收益率上升 未来准备金评估利率会反转 估值水平处于历史低位
负面因素	负利率环境下，保单吸引力下降，保险产品销售面临困境 股票市场反弹无力，持续低迷 汽车销量继续下滑

资料来源：中银国际研究

*姚姚为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

- 在央行不断加息、市场利率不断上升的情况下，短期内保险产品的吸引力正在下降。根据保监会的数据，2011 年前 4 个月实现寿险保费收入 5,708 亿元，同比增长 0.94%。同时，由于汽车销量负增长，前 4 个月财险保费收入 1,539 亿元，同比增长 15%（去年同期 35%）。
- 在当前的负利率条件下，由于保单具有收益率平滑的特征，相对于存款和银行理财产品，保单的收益率偏低。同时，贷款额度的限制，又导致信托产品的收益率也在不断上升。寿险产品的销售正在面临困难。
- 在基准利率和市场利率上升的情况下，保险公司的万能险结算利率没有明显的变化。保险公司销售万能险的动力明显不足。
- 在央行持续上调存款准备金的情况下，短期内资金面难以出现明显的改善，加上未来的加息预期，收益率可能进一步上升，因此保险公司的债券投资收益率有一定的上升空间，但其内涵价值和净资本可能由于可供出售债券的估值而受到负面影响。此外，升息周期下，随着协议存款利率和短期利率的上升，保险公司的银行存款收益率会有所提高。
- 保险公司股价仍然受到股市的不利影响，我们认为股票市场对于负面消息的反应已经比较充分，短期内股市存在反弹的空间，但是下半年趋势性的机会很难出现。
- 三家保险公司的估值水平已经处于历史低位，具有一定的安全边际。我们的首选股票是中国平安，该公司的综合经营平台在传统保险业务受到挑战的情况下，对集团业绩形成了有力的支撑。

目录

保费收入.....	3
万能险结算利率.....	6
投资收益.....	7
估值和个股推荐.....	10
附录、保险主要月度数据.....	11
研究报告中所提及的有关上市公司	14

保费收入

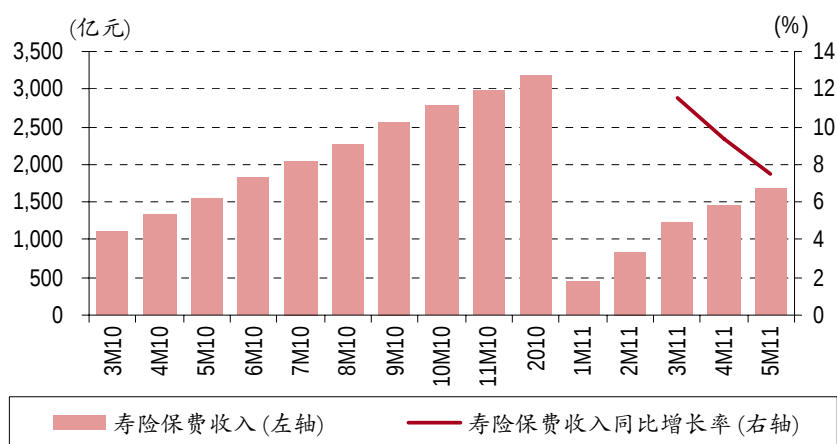
寿险保费收入增速持续放缓

在央行不断加息，市场利率不断上升的情况下，短期内保险产品的吸引力正在下降。根据保监会的数据，2011年前4个月实现寿险保费收入5,708亿元，同比增长0.94%。

历史上，在实际利率较低的情况下，由于保险产品的收益具有平滑性，相对于存款和理财产品更加受欢迎；但在负利率条件下，情况刚好相反，保单的吸引力正在下降。此外，不断飙升的理财产品使得保险产品的吸引力每况愈下。以最新一次准备金上调为例，市场利率上升较快，银行发行的理财产品年化收益率已经超过6%，同时由于贷款额度的限制，又导致信托产品的收益率也在不断上升。由于在中国保单持有人购买保险产品多以投资收益为目的，因此收益率的相对下降导致保险产品的销售面临困难。此外，去年保监会规定了银保产品销售新规，银保销售占寿险销售的比例在今年1季度高达52%，银保今年4月份进入负增长，这对整体寿险销售有较大的负面影响。

如果按新口径计算，中国人寿1-5月份累计总保费收入同比增长7.5%，达到1,665亿元。尽管可比数据存在缺失，但是我们仍可以看出中国人寿的保费收入增速持续下滑。5月份单月保费收入为211亿元，月度环比下降5.8%。

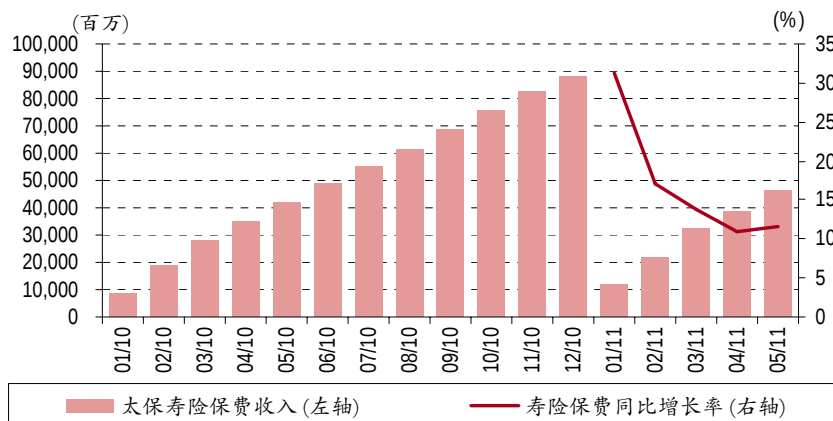
图表 1. 中国人寿保费收入(新口径)



资料来源：公司数据、中银国际研究

中国太保1-5月份实现新口径下的寿险业务保费收入464亿元，同比增长11.5%，增速略高于1-4月份的10.9%。太保寿险表现较好的一点在于，其5月份单月保费收入为74亿元，实现月度环比上涨9.4%。

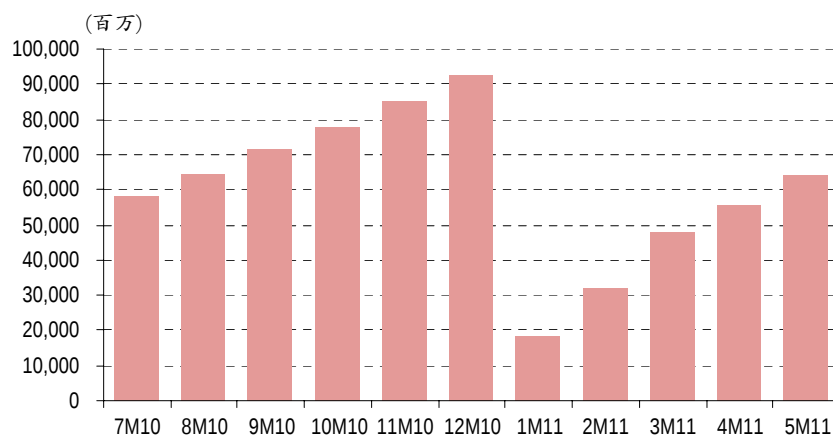
图表 2. 中国太保保费收入(新口径)



资料来源：公司数据、中银国际研究

按新口径计算，中国平安的寿险业务在今年1-5月实现累计保费收入641亿元。由于新口径下历史数据的缺失，我们无法比较累计保费收入的同比增速。但是从单月的表现上看，5月份中国平安实现寿险保费收入83.7亿元，月度环比下降1.9%。

图表 3. 中国平安寿险保费收入(新口径)



资料来源：公司数据、中银国际研究

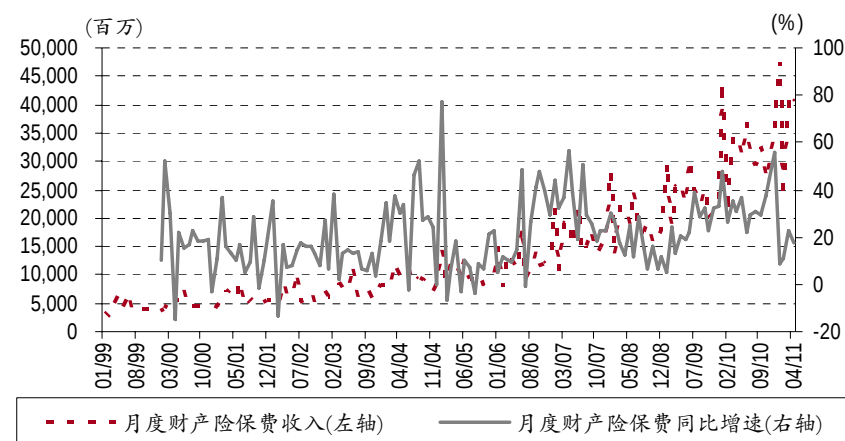
产险保费收入

影响财产险保费收入最主要的因素是汽车的销量。从目前的情况来看，今年汽车的产销量均不容乐观，4月和5月单月的汽车产销量同比都是负增长。

今年截至4月份，财产险累计保费收入同比增长15%，而去年全年的同比增长率为35%。由于去年财产险的保费收入基数较高，加之未来汽车的销量难有起色，我们预计今年财产险保费收入增速可能会维持在一个相对稳健的水平，大概在13%-18%之间。

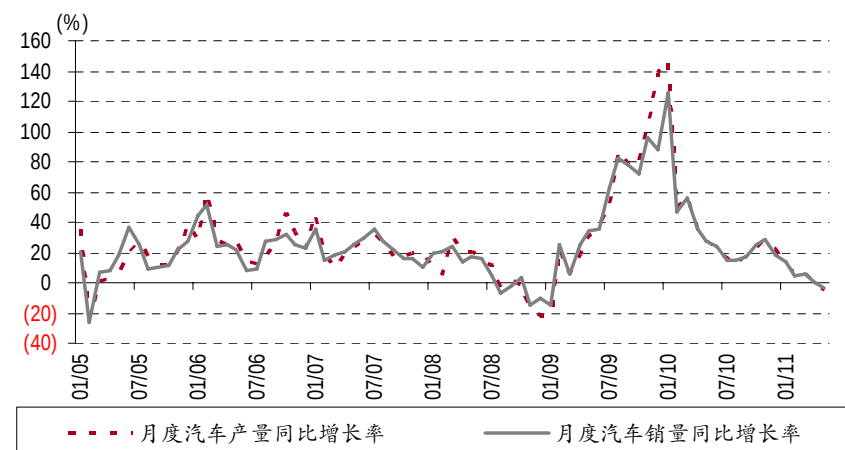
费率是否市场化也是影响财产险业务的重要因素，但我们预计短期内推进的可能性不大，保监会可能会充分考虑产险公司的利益。

图表 4.月度产险保费收入



资料来源：中国保监会、中银国际研究

图表 5.月度汽车产销量变动情况

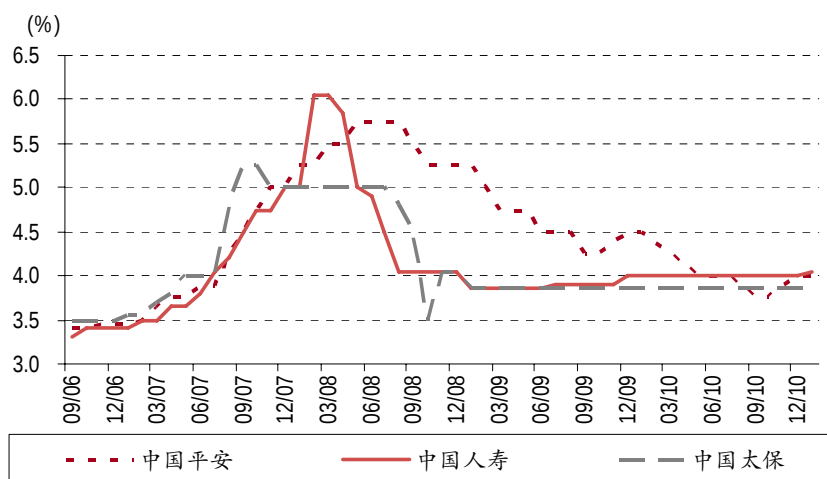


资料来源：万得资讯、中银国际研究

万能险结算利率

在基准利率和市场利率上升的情况下,保险公司的万能险结算利率没有明显的变化,中国平安的万能险结算利率甚至在今年3月和4月还出现下降。这说明保险公司对万能险的销售热情正在下降,而规模保费的确认率上升也从侧面反映了保险公司正在降低万能险产品的销售力度。加之股市的大幅回调和债市的震荡,我们预计未来万能险结算利率上升的动力仍然不足,各家保险公司短期上调万能险结算利率的可能性不大。

图表 6. 三家保险公司万能险结算利率



资料来源: 公司数据、中银国际研究

投资收益

债券的收益情况

6 月份，央行再次上调存款准备金率，大型商业银行存款准备金率达到 21.5%，中小商业银行存款准备金率达到 19.5%，整体市场的资金面大幅收紧。在此情况下，短端收益率上升较快，长端债券收益率上升较慢，债券收益率曲线大幅变平。我们认为，由于寿险公司配置的债券多为中长期债券，因此估值上受到的负面影响相对较小，不利之处是新购置债券的收益率无法大幅提高；而财险公司的资产由于其资产久期较短，债券市值的波动对其资本可能产生一定影响，但好处是短债收益的提高可以帮助投资收益率的上升。

我们估计，短期内资金面难以出现明显的改善，加上未来还有加息预期导致收益率可能进一步上升，因此债券投资收益率有一定的上升空间，但内涵价值和净资本可能由于可供出售债券的估值而受到负面影响。

此外，保险公司对协议存款和短期资金的配置也是值得关注的。在本轮加息周期中，协议存款的利率不断攀升。在资金面趋紧的情况下，股份制商业银行和其他中小银行对协议存款的需求比较旺盛。五年期的存款利率已经达到 5.25%，而 4 月份时的协议存款利率已经攀升到 5.5%，我们预计目前的协议存款利率可能已经迫近 6%。此外，我们预计下个月短期资金利率可能会有所下降，但如果央行继续上调存款准备金率，那么短期资金利率仍会回到目前的高水平。整体来看，未来短期市场利率可能仍然会在高位维持，保险公司配置短期资金的收益率将会有所提高。因此，随着协议存款利率和短期利率的上升，保险公司的银行存款收益率会有所提高。

股市的投资收益

自 4 月下旬以来，中国股市一直处于下降的通道内，在回补 2,650 点的缺口后正在逼近去年 9 月份的低点。本轮下跌的主要原因在于：1. 货币政策持续收紧，数量型货币政策的频繁使用导致市场资金出现紧张；2. 通胀压力没有缓解的迹象，市场开始担心整体实体经济未来的趋势；3. 市场利率的持续攀升，导致理财产品受到追捧，股市缺乏新的资金流入；4. 海外市场有恶化的迹象，希腊事件导致投资者对欧洲前景出现担忧。

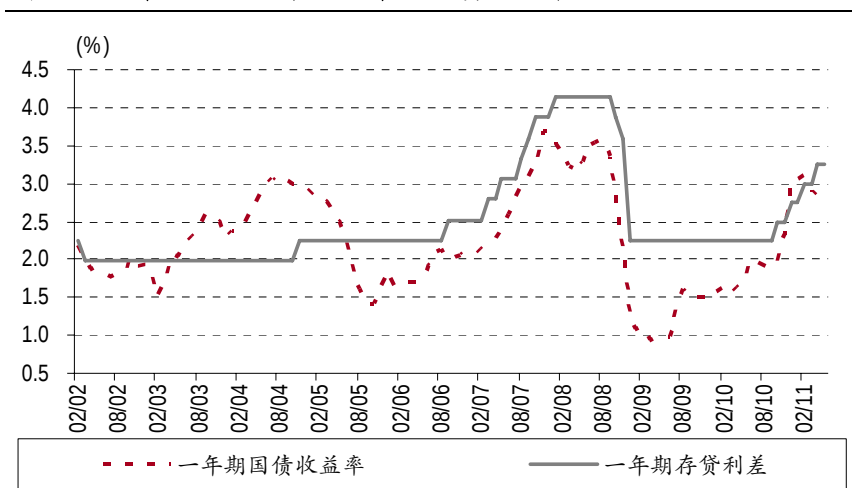
目前上证指数的估值水平已经不足 15 倍，我们认为市场对负面消息的反应已经比较充分，短期内股市存在反弹的空间。但是下半年趋势性的机会很难出现，大盘反弹的空间并不大。因此，我们预计保险公司下半年的投资收益很难有靓丽的表现，把握交易性的机会将更加重要。

保险公司的投资结构

截至 2011 年 4 月底，中国保险业资产总额达到 5.34 万亿，但较 3 月末下降 705 亿，这是自 2010 年 1 月份以来总资产规模首次出现月度环比下降。原因可能是保费收入增速继续下滑、赔付率上升，以及投资收益的下降。

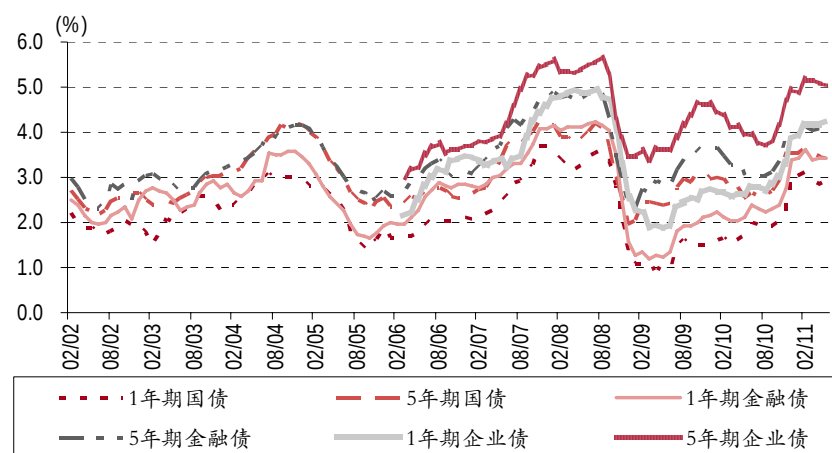
保险业投资资产同比增长 21.2%，达到 3.42 万亿，投资资产的同比增速自今年 1 月份以来继续放缓。保险业存款总额同比增长 33.23%，达到 1.53 万亿，但是较 3 月末下降 989 亿元。保险业存款占其投资资产的比重为 44.6%，较 3 月末下降 3.4 个百分点。相对偏低的存款利率可能导致保险公司将更多的资金配置到债券市场。

图表 7. 一年期存款利率和一年期国债收益率



资料来源：万得资讯、中银国际研究

图表 8. 各种债券收益率曲线



资料来源：万得资讯、中银国际研究

估值和个股推荐

受保费收入增长缓慢以及大盘指数走低的负面影响,三家保险公司的股价自今年4月中下旬以来一直走低,估值水平已经处于历史低位。6月份以来,即使剔除分红的因素,三家保险公司的股价也跑输大盘。

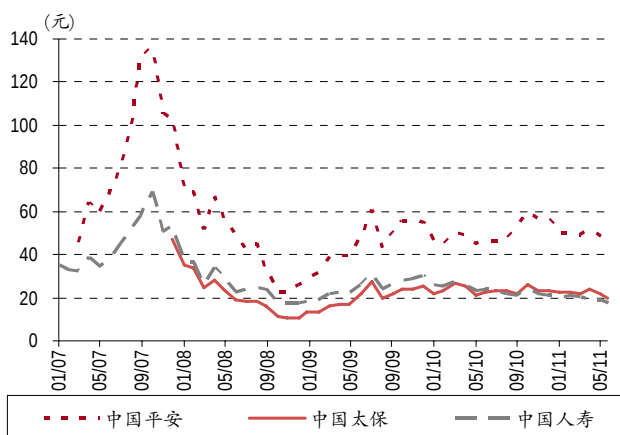
我们认为,尽管加息周期对保险公司的基本面仍然是利好更多一些,目前主要的问题是股票市场的不佳表现拖累了保险公司的投资收益率,在投资收益无法提高的同时,保险产品的收益率也无法提升,进而影响到保险产品的销售。在短期内对股市表现仍持谨慎态度的情况下,尽管估值的安全边际已经显现,但仍无法有好的股价表现。

我们的首选股票是中国平安,原因在于:1.估值并不贵,较太保便宜;2.综合经营正在取得成效,在保险业务受到挑战的情况下,其他板块对集团的业绩形成支撑;3.集中的后援中心和交叉销售优势正在发挥作用,并形成独特的竞争力。

附录、保险主要月度数据

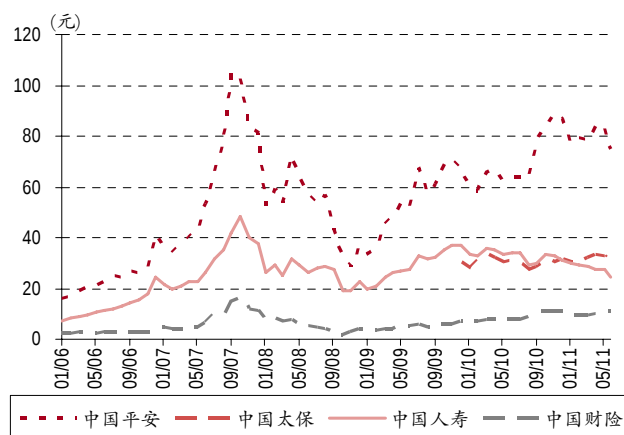
一、中国上市保险公司市场表现

图表 9. A 股保险 2007 年以来市场表现



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 10. H 股保险 2006 年以来市场表现



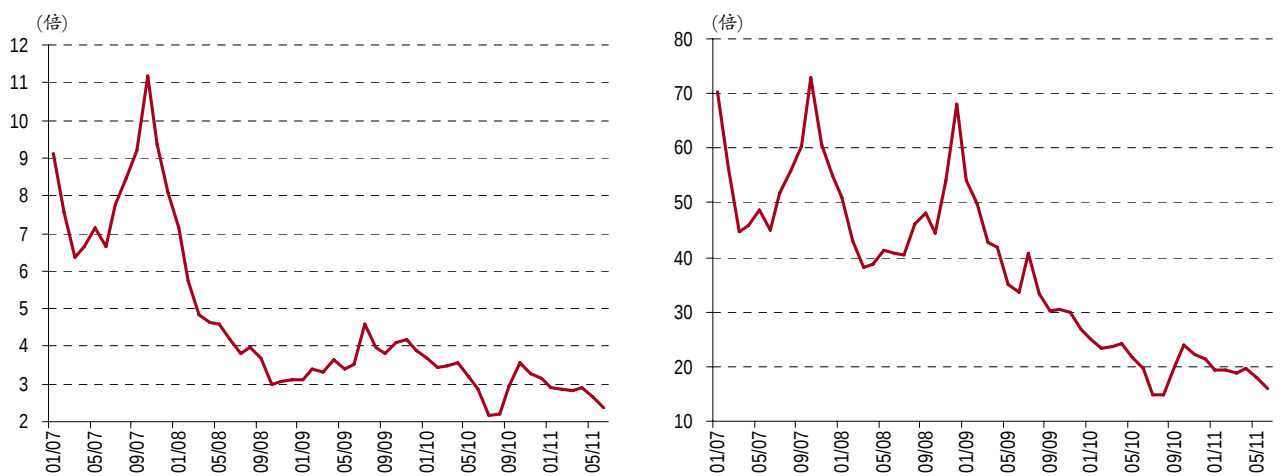
资料来源：彭博资讯，中银国际研究

图表 11. 保险股价表现

	最新价 (人民币)	1 周	股价变化 (%)	今年以来
中国平安	47.49	7.1	(1.0)	(15.4)
中国太保	21.73	8.6	(0.7)	(5.1)
中国人寿	18.75	5.1	(1.1)	(12.0)
上证指数	2,758	5.2	1.8	(1.8)

资料来源：万得资讯，中银国际研究；

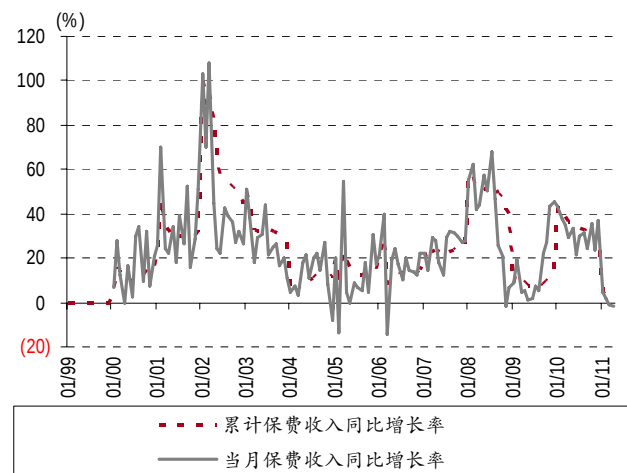
图表 12. 上市保险公司滚动市净率和市盈率



资料来源：万得资讯，中银国际研究；

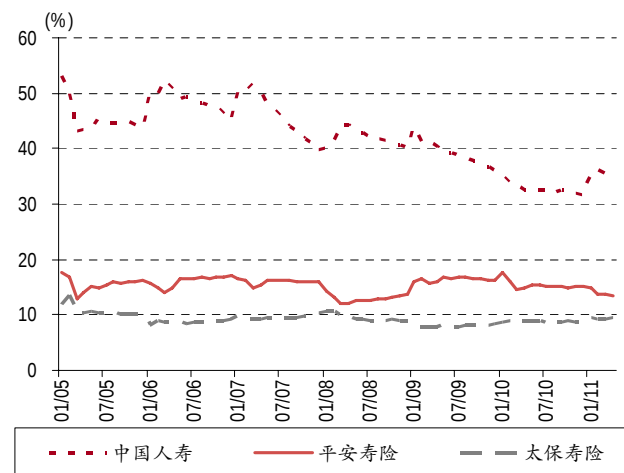
三、中国保险业行业基础数据

图表 13. 保费收入增长率



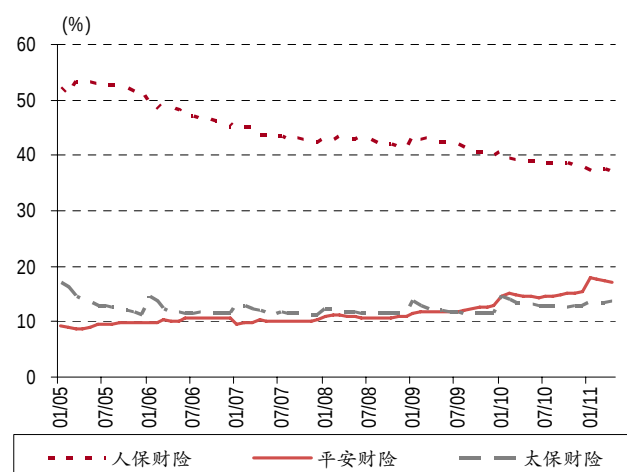
资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 14. 寿险市场份额



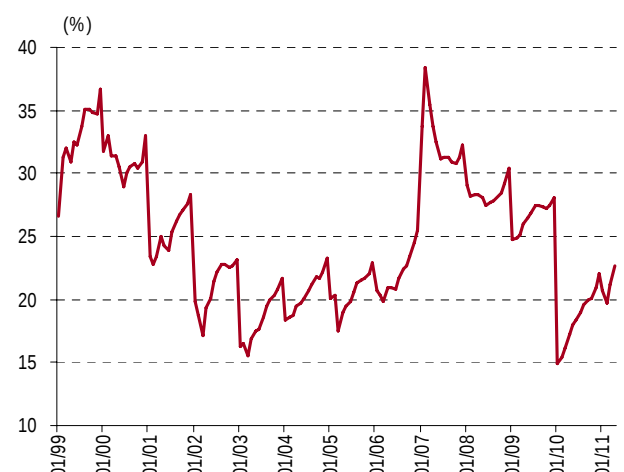
资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 15. 财险市场份额



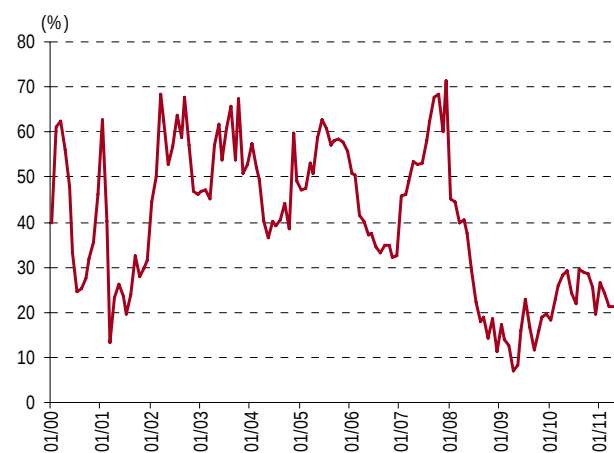
资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 16. 赔付率



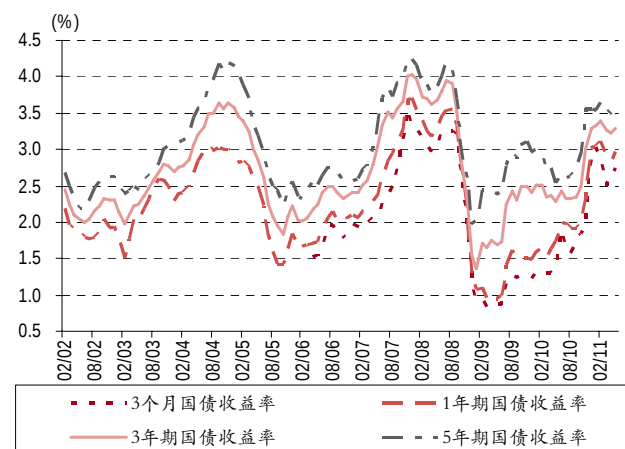
资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 17. 投资资产增长率

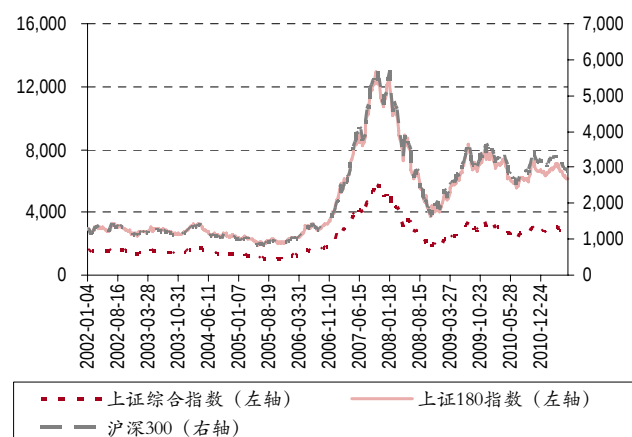


资料来源：中国保监会，万得资讯，中银国际研究

图表 18. 银行间市场国债收益率曲线

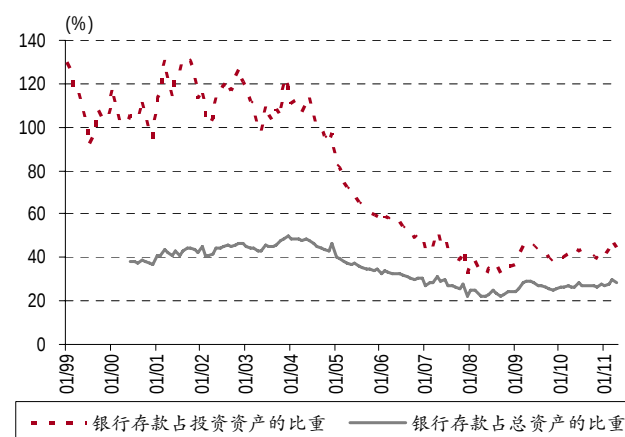


图表 19. 股票市场表现



资料来源：中国保监会，万得资讯，中银国际研究

图表 20. 银行存款占比



研究报告中所提及的有关上市公司

中国人寿 (601628.SS/人民币 18.75, 买入; 2628.HK/港币 26.15, 持有)

中国平安 (601318.SS/人民币 47.49, 买入; 2318.HK/港币 78.90, 持有)

中国太保 (601601.SS/人民币 21.73, 买入; 2601.HK/港币 31.75, 持有)

中国财险 (2328.HK/港币 12.60, 持有)

以2011年6月27日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371