



单月债券托管增加显著

增持维持

投资要点:

- 6月寿险承保增速依然低位徘徊
- 银行存款占比创新高,权益低仓位,单月债券托管增加明显

报告摘要:

- 6月份到7月中旬,保险股指数略跑输大盘,相对收益率为-3.1%,三只个股表现有所差别,中国太保在市场反弹时表现出较好弹性。
- 保监会上半年保险监管工作会议披露保险资产配置数据。截至6月末,保险公司资金运用余额5.3万亿元,较年初增长12.6%。银行存款占比33.5%,债券占比45.8%,证券投资基金和股票投资占比13.2%。整体来看,银行存款占比达新高,权益仓位环比降低。
- 6月份,保险公司新增债券托管量增加。6月份债券市场迎来较大调整,法定存款准备金比率上调的边际影响开始显现。市场资金成本上升,其后债市提前反映加息预期,企业债和信用债收益率回落有限,国债收益率变动较小。保险公司面对已缺乏上升空间的收益率,债券配置量环比增加。6月份保险公司债券托管量增加431亿,为2010年12月以来新增债券托管最多的一个月。
- 寿险承保增速继续低位徘徊。新会计准则下,上半年中国人寿累计实现保费收入同比增长6%,6月单月同比增长1%。平安寿险上半年累计保费收入721亿,无同比数据。太保寿险上半年累计保费收入同比增长11.4%;单月保费同比增长10.8%。
- 对于保险股未来走势,维持中期策略观点:债市利差上行空间有限,利差上行有赖股市拉动,未来保险股相对收益有限,绝对收益可期。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投资价值。

分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

联系人

邢波

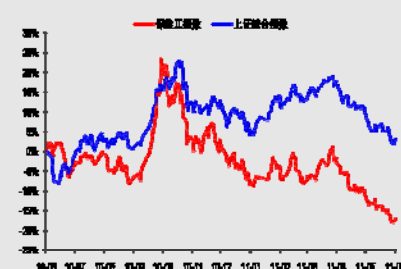
电话: 010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

孙羽薇

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



相关研究

保险中期策略: 相对收益有限, 绝对收益可期 6.24

保险五月报: 寿险承保压力显现 5.23

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

保险三月报: 估值接近历史底部 3.23

影子会计核算和保险估值优化 2.17

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

目录

一、6 月份保险股走势回顾	4
二、投资环境分析	4
（一）流动性偏紧，长期国债收益率不为所动	4
（二）权益低仓位，银行存款占比达新高	6
（三）万能险结算利率与存款利率差距进一步拉大	7
三、寿险承保增速低位徘徊	8
（一）承保计划或需下调	8
（二）财险保费继续保持快速增长	9
（三）折现率四季度回升	10
四、公司盈利预测与估值	11
（一）中国人寿	11
（二）中国平安	11
（三）中国太保	12

插图

图 1: 保险股相对收益走势	4
图 2: 银行间 7 天质押式回购利率 (%)	5
图 3: 国债收益率期限结构平坦化上移	5
图 4: 2011 年 6 月以来信用债到期收益率上升幅度较大	6
图 5: 银行存款占投资资产的比例已达历史新高	7
图 6: 保险公司债券托管量环比有所减少 (亿)	7
图 7: 万能险结算利率与 3 年期银行存款差距扩大	8
图 8: 寿险行业保费同比增速 (2011 年数据不可比)	9
图 9: 国寿保费增长同比增速	9
图 10: 平安寿险保费同比增速	9
图 11: 太保寿险保费同比增速	9
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: 750 日移动平均的 15 年国债收益率	10
图 15: 中国人寿估值水平	11
图 16: 中国平安估值走势	12
图 17: 中国太保估值走势	12

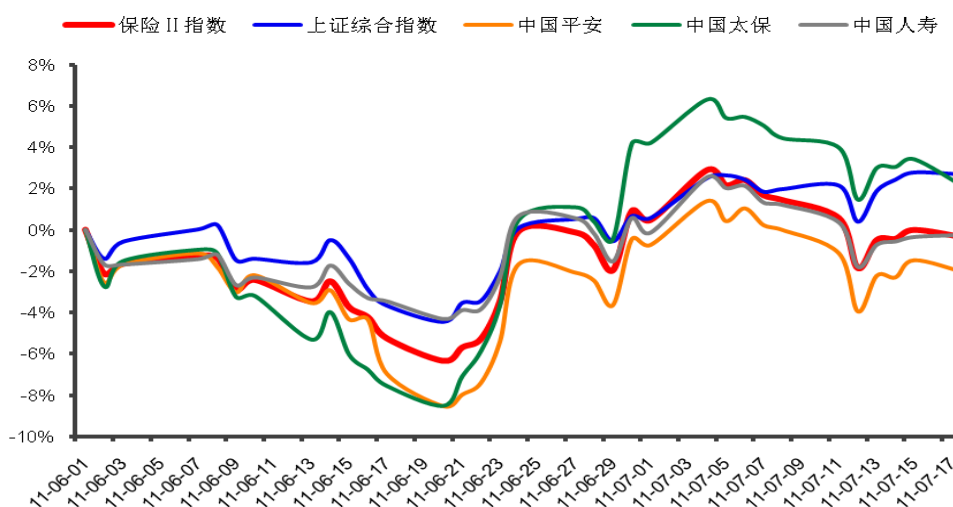
表格

表 1: 2011 年保险资产分布	6
表 2: 750 日移动平均国债收益率在 4 季度将见底回升	10

一、6 月份保险股走势回顾

6 月 1 日至 7 月 18 日, 保险股指数绝对收益为 -0.43%, 同期上证综指收益率为 2.67%, 保险股相对收益率为 -3.1%, 跑输大盘。其中, 中国人寿、中国平安和中国太保的相对收益率分别为 -2.9%、-4.8%、-0.79%。6 月中下旬后, 大盘见底反弹, 保险股随之上涨, 其中中国太保表现出较好的弹性, 我们认为主要是因为中国太保 2011 年个险承保转型较为成功, 承保业绩领先; 中国平安整体来看表现不佳; 中国人寿由于前期跌幅相对另外两家公司较大, 股价走势较为稳定。

图 1: 保险股相对收益走势



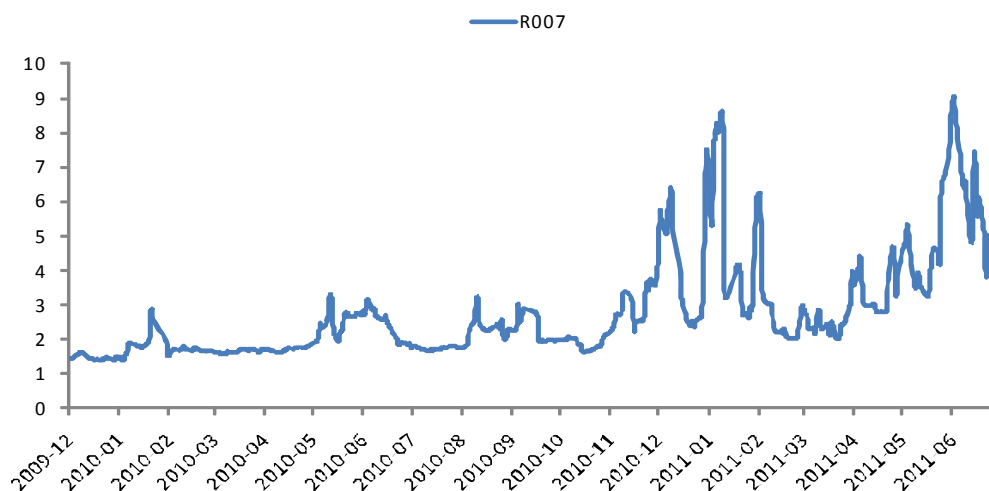
资料来源: wind, 宏源证券

二、投资环境分析

(一) 流动性偏紧, 长期国债收益率不为所动

6 月份, 债券市场经历了春节后的第二波调整, 这主要是因为市场资金面偏紧造成的。资金面偏紧主要原因与春节前后相似, 同样有两点: 第一, 法定存款准备金比率的持续上调的累积效应终于显现, 目前每一次上调法定存款准备金比率的边际影响很大, 6 月 14 日央行宣布 6 月 20 日再度上调存款准备金比率最终引发了资金面的全面紧张。回购利率在之后的几个交易日内持续上升, 7 天回购利率上升到 9% 以上, 紧张程度甚至超过了今年 1 月份那一次。虽然回购利率在月末的几个交易日有所回落, 但仍保持在高位。第二, 部分银行实施贷存比日均考核和半年度考核, 银行存款吸收压力加大。

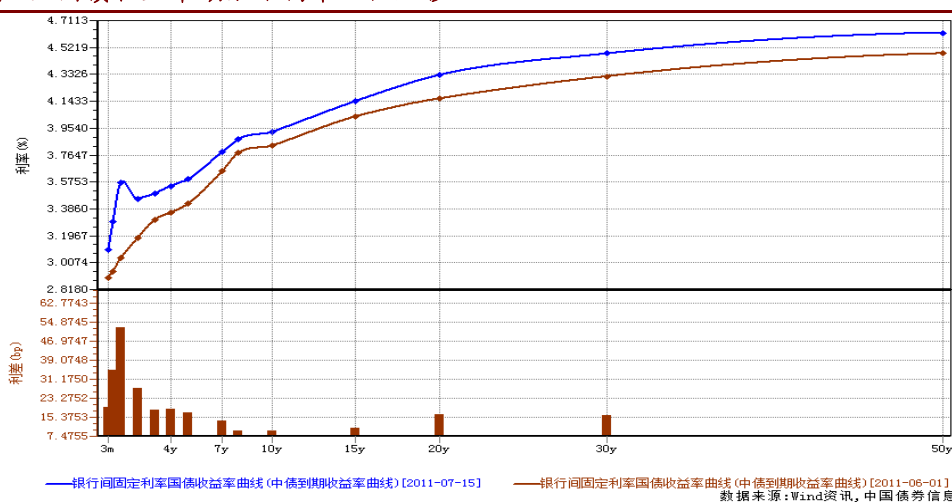
图 2: 银行间 7 天质押式回购利率 (%)



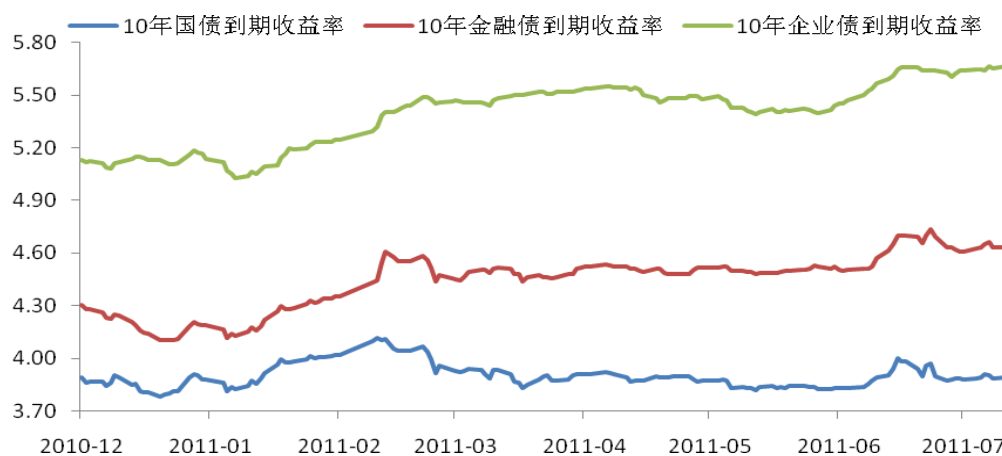
资料来源: wind, 宏源证券

尽管 6 月后市场资金面紧张的局面有所缓解,但是由于央票发行利率上调,各券种预先反应加息预期,债券到期收益率回落幅度有限。与此同时,加息应声而落,7 月 6 日,央行宣布各期限存款利率上调 25 个 BP。在此影响下,债券收益率曲线继续平坦化上移,而中长期国债收益率与年初相比差别不大。截止 2011 年 7 月 18 日,10 年期国债收益率曲线、政策性金融债、企业债分别为 3.93%、4.67%、5.71%,与 6 月 1 日相比分别上升 9.67、16.24、25.85 个 BP。企业债到期收益率上升幅度较大。

图 3: 国债收益率期限结构平坦化上移



资料来源: wind, 宏源证券

图 4：2011 年 6 月以来信用债到期收益率上升幅度较大


资料来源: Chinabond, 宏源证券

(二) 权益低仓位，银行存款占比达新高

根据 7 月 17 日保监会上半年保险监管工作会议披露的数据，截至 6 月末，保险公司资金运用余额 5.3 万亿元，较年初增长 12.6%。保险机构适应外部形势的变化，增加银行存款和长期股权投资，资产配置趋于稳健。截至 6 月末，银行存款占比 33.5%，债券占比 45.8%，证券投资基金和股票投资占比 13.2%。1-6 月，实现资金运用收益 1031.1 亿元，平均收益率 2.1%。

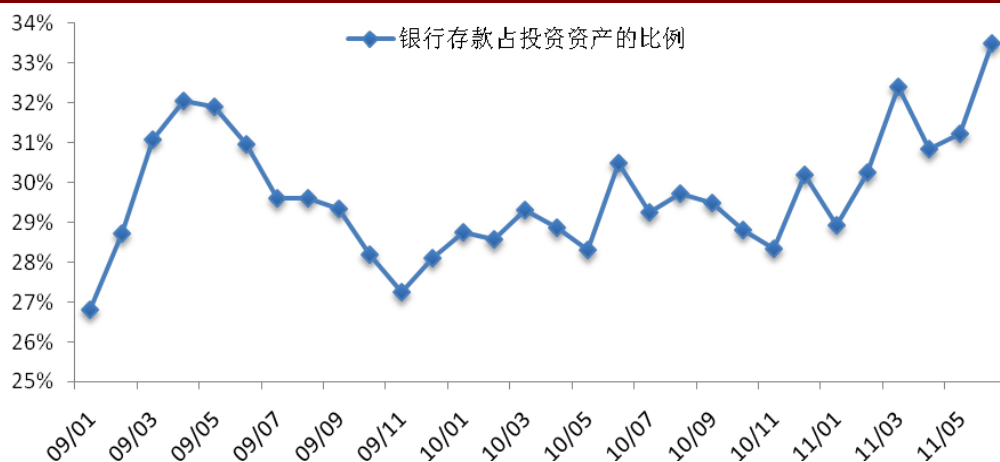
表 1：2011 年保险资产分布

	2011Q1	2011H1
债券	46.7%	45.8%
存款	32.4%	33.5%
股票	8.2%	13.2%
基金	5.6%	
长期股权投资	3.6%	
投资性房地产	0.4%	

资料来源: CIRC, 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 13.2%，已处于历史低位。另一方面，银行存款达 1.78 万亿，较 2011 年 1 季度继续增长 9.2%，占投资资产的比例为 33.5%，银行存款占比在 1 季度后再创新高。如同我们在前期报告所述，尽管银行存款相对债券并不具备久期优势，但目前情况下，银行存款利率持续上调，协议存款利率对保险公司已具备较强吸引力。

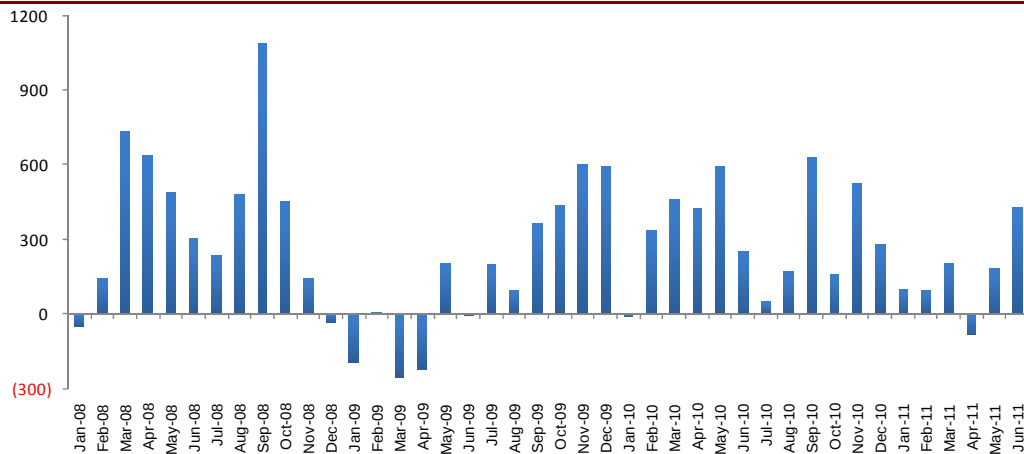
图 5：银行存款占投资资产的比例已达历史新高



资料来源：CIRC，宏源证券

由于市场预期通胀情况会在 6 月份见顶, 7 月 6 号加息虽然难说十年内最后一次加息, 但是基本已到加息周期的末端。所以, 基于债券收益率未来上升空间不大、目前已对保险公司具备较好吸引力, 6 月份保险公司新增债券托管量有所增加。按照中国债券信息网的数据, 6 月份保险公司债券托管量增加 431 亿, 为 2010 年 12 月以来新增债券托管最多的一个月。

图 6：保险公司债券托管量环比有所减少 (亿)



资料来源：Chinabond，宏源证券

(三) 万能险结算利率与存款利率差距进一步拉大

6 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%。

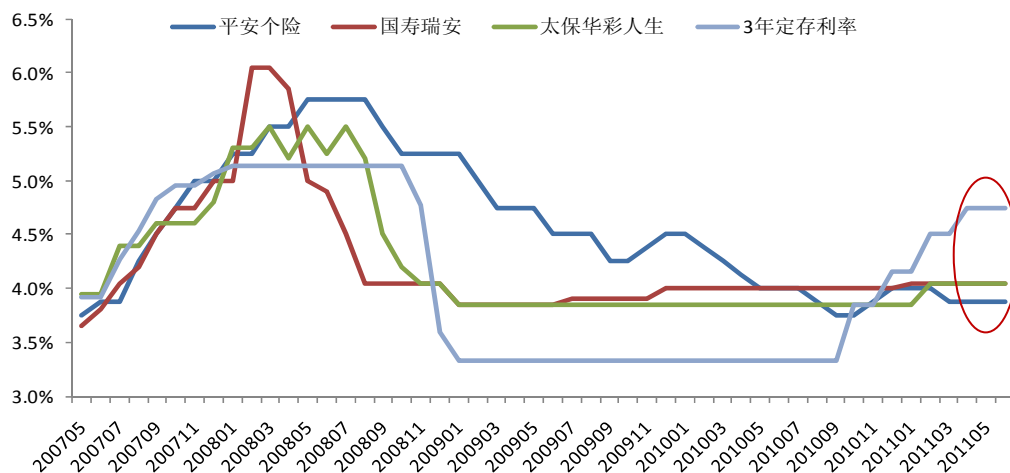
考虑到 7 月 6 日央行再次上调存款利率, 保险公司万能险结算利率相对银行存款的差距有所扩大。一般来讲, 万能险结算利率一般以 3 年或 5 年银行存款利率为参照, 然而此次加息周期中万能险结算利率并未跟随银行存款利率上调显示了保险公司投资收益的困

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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。

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：公司网站，宏源证券

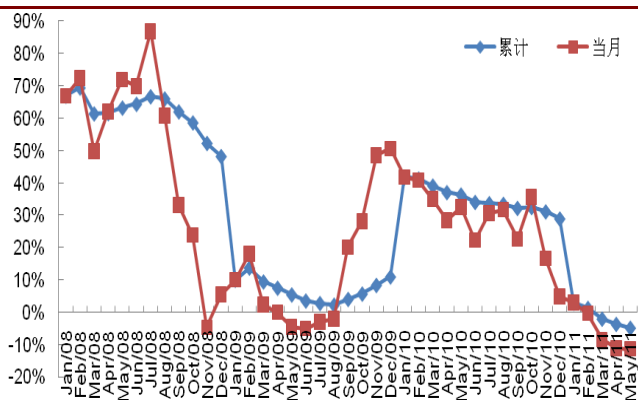
三、寿险承保增速低位徘徊

(一) 承保计划或需下调

新会计准则下，上半年中国人寿累计实现保费收入 1955 亿，同比增长 6%，6 月单月保费收入 290 亿，同比增长 1%。平安寿险上半年累计保费收入 721 亿，单月寿险保费收入 80 亿，由于其 2010 年 6 月未公布新准则保费收入，所以无同比数据。太保寿险上半年累计保费收入 546 亿，同比增长 11.4%；单月保费收入 82 亿，同比增长 10.8%。

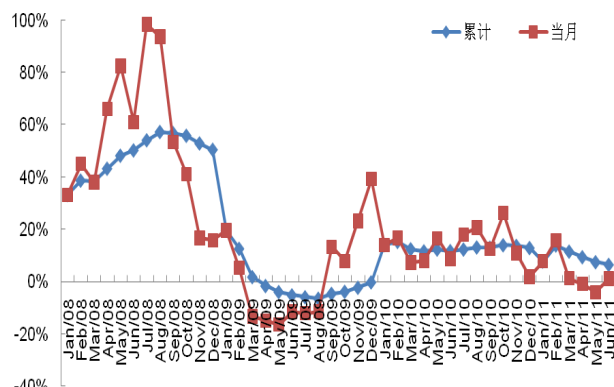
正如我们在中期策略报告所言，“从承保质量来看，三家上市公司首年保费增速低于规模保费、首年标准保费增长同样不容乐观，8 月份保险公司中期报告发布的一年期新业务价值或低于预期”。从趋势来看，中国人寿保费同比增长从 2 月份来持续下降，全年双位数的增长较难实现。中国平安的情况同样如此，我们预计中国平安个险渠道首年标准保费同比依然是负增长，由于其个险新单占新单的比例达 90%以上，旧准则下的首年标准保费难以实现同比正增长。我们认为年初保险公司的全年承保目标或需下调。

图 8：寿险行业保费同比增速（2011 年数据不可比）



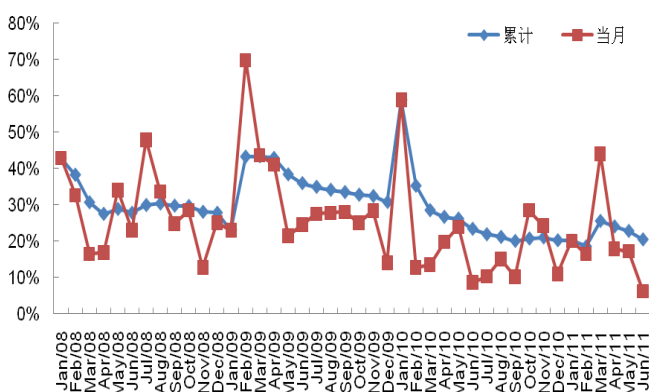
资料来源：CIRC，宏源证券

图 9：国寿保费增长同比增速



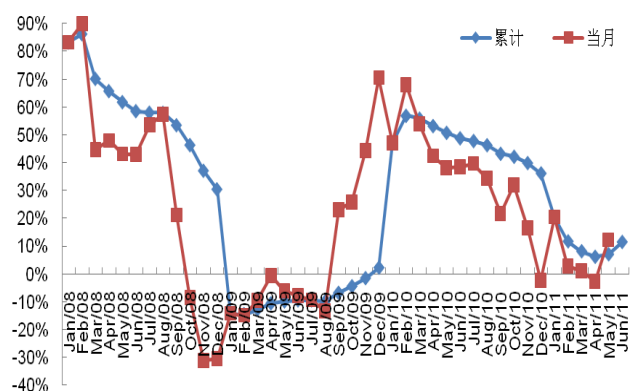
资料来源：CIRC，宏源证券

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



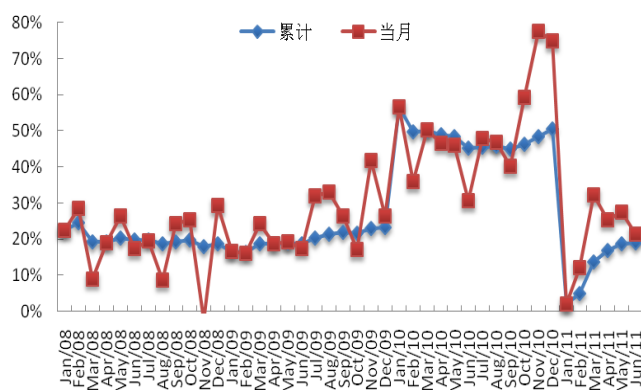
资料来源：CIRC，宏源证券

（二）财险保费继续保持快速增长

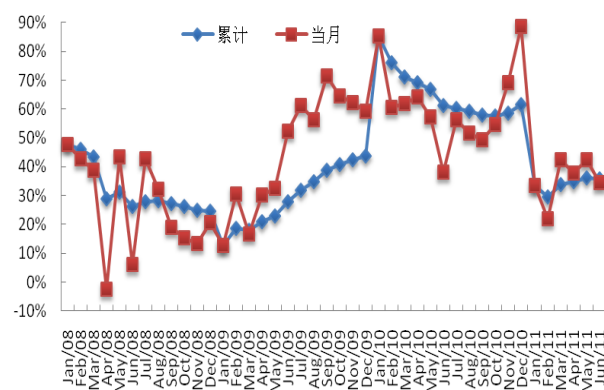
2011 年上半年，财险保费继续保持快速增长。1-6 月份，中国平安财险实现保费收入 407 亿，同比增长 36%，中国太保财险实现保费收入 322 亿，同比增长 19%。其中，6 月单月，平安财险实现保费收入 70.45 亿，同比增长 34%；太保财险实现保费收入 54 亿，同比增长 21%。新型营销渠道的推广带来了财险保费的快速增长以较好的综合赔付率，财险行业盈利能力大幅提高，中国太保和中国平安两家上市公司在较大程度上受益于财险业绩的支持。

图 12：平安财险保费同比增速

图 13：太保财险保费同比增速



资料来源: CIRC, 宏源证券



资料来源: CIRC, 宏源证券

(三) 折现率四季度回升

假设目前各期限国债收益率将保持不变(7月18日),按照750天移动平均的国债即期收益率确定的基准评估利率,2、3季度各期限收益率将继续下降,如表2所示,四季度之后基准评估利率将逐步回升。这意味着2011年上市保险公司年报将受益于评估利率提升带来的准备金释放,但是2011年中报和三季度仍将承压。

以15年国债的移动平均收益率来看,2011年4季度将环比3季度上升4.9个BP,按照2010年上市保险公司年报公布的评估利率弹性,中国人寿、中国平安、中国太保将分别释放准备金27亿、22亿、20亿。

图14: 750日移动平均的15年国债收益率



资料来源: chinabond, 宏源证券

表2: 750日移动平均国债收益率在4季度将见底回升

季度环比变化(基点)	1年期	2年期	3年期	5年期	7年期	10年期	15年期	20年期	30年期
2010Q1	-4.4	-2.3	-0.4	1.6	2.2	3.1	5.0	5.0	4.3
2010Q2	-5.3	-5.8	-6.0	-6.1	-5.6	-4.7	-1.4	-0.5	-0.4
2010Q3	-9.2	-9.8	-10.5	-10.7	-10.6	-10.1	-7.8	-5.9	-6.8

2010Q4	-9.1	-9.2	-8.0	-6.6	-5.8	-6.0	-5.0	-5.1	-4.9
2011Q1	-3.1	-4.2	-3.9	-3.4	-2.4	-2.0	-1.3	-2.0	-2.0
2011Q2	-4.1	-4.2	-3.8	-3.3	-2.8	-2.4	-2.1	-2.0	-1.7
2011Q3	-6.0	-5.1	-4.7	-4.8	-3.8	-3.4	-4.9	-4.7	-4.4
2011Q4	5.8	7.7	8.4	7.6	7.7	7.0	4.9	3.9	4.2

资料来源: china bond, 宏源证券

四、公司盈利预测与估值

(一) 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。由此可得国寿目前股价对应的一年期新业务价值倍数为 9.1 倍, 估值在历史低位。

$$\text{由: 首年新业务价值倍数} = \frac{\text{股价} - \text{每股内含价值}}{\text{每股新业务价值}} = 9.1X$$

图 15: 中国人寿估值水平

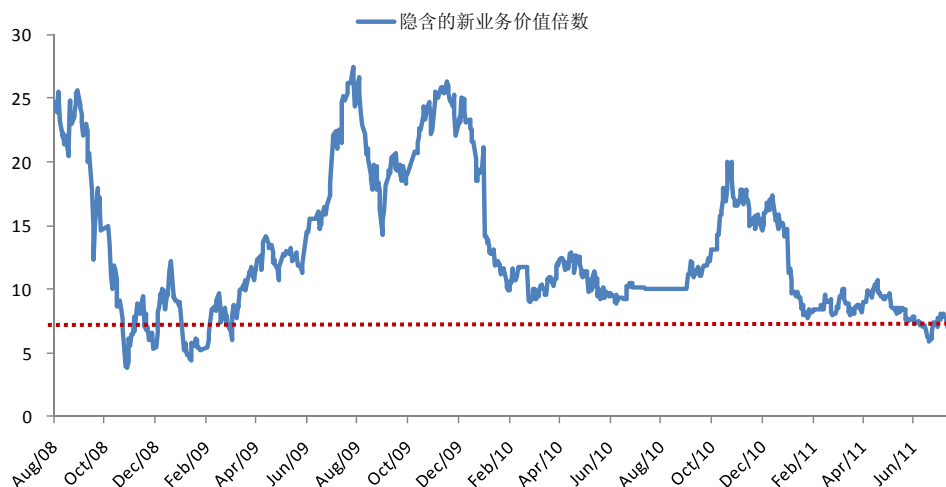


资料来源: wind, 宏源证券

(二) 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 10%, 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 8.8%。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 7.3 倍, 同样处于历史低位。

图 16: 中国平安估值走势

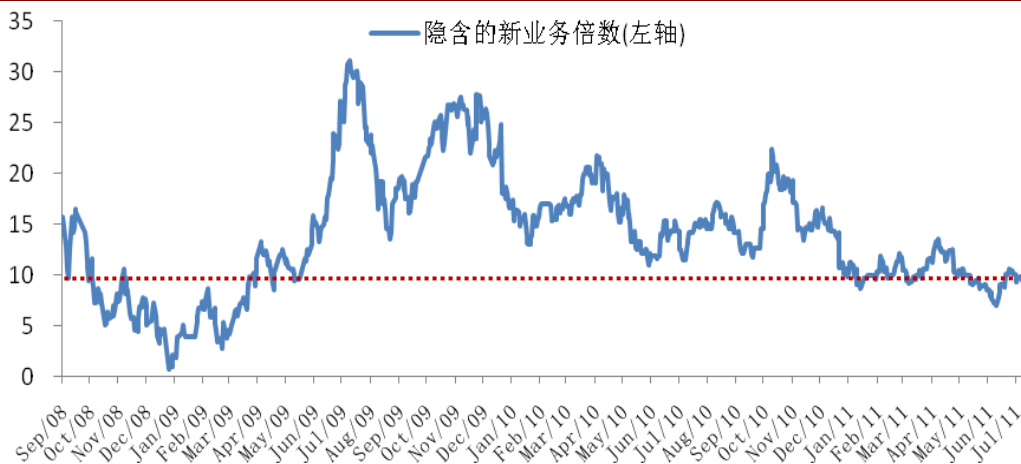


资料来源: wind, 宏源证券

(三) 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 14.5 元, 下调其一年期新业务价值增长至 10%, 每股一年期新业务价值为 0.78 元, 目前股价隐含的一年期业务价值倍数为 9.46 倍。

图 17: 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。下半年的情况, 我们维持中期策略观点: 保险股相对受益有限, 绝对收益值得期待。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。

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	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@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。