



证券研究报告·行业深度

保险行业月报 2011-7 月

保险

6 月份保险市场运行情况

2011 年 6 月寿险行业保费收入 5612 亿元，其中中国人寿、中国平安和中国太保分别实现寿险保费收入 1955 亿、722 亿和 546 亿。产险行业实现原保费收入 2444 亿元，其中中国人保、中国平安和中国太保分别实现产险保费收入 912 亿、407 亿和 322 亿。

7 月份宏观经济和资本市场运行情况

6 月份 CPI 达到最高 6.4%，7 月央行再次加息旨在对抗长期通胀。目前通胀已经成为世界性问题，而欧美国家又被债务问题缠身。中国地方债务问题严重，地方融资平台问题频发造成银行系统风险上升。7 月份保险股明显跑输大盘。

保监会上半年工作会议

行业偿付能力依然不容乐观，未来资本压力仍然很大。基本认可通胀和加息对上半年保单销售和投资产生的负面影响。通胀更是增加了保险公司资产负债匹配的难度。

中国太保个险业务调研情况

我们 7 月 21 日调研了中国太保的个险销售情况。太保寿险个险新单主要以 10 年期交为主，业务质量较好，下半年新单保费增速平稳。预计全年个险新单和新单期交应该是行业最好的。

中国平安收购深发展，再融资成为关注点

7 月 28 日中国平安发布公告，收购深发展完成。此次收购后，中国平安控股深发展全国性股份银行，在渠道竞争中占得先机。但是目前深发展和平安保险业务资本压力很大，再融资将成为下一个关注点。

凯雷 H 股减持中国太保，对 A 股影响不大

7 月 26 日凯雷通过大宗交易转让中国太保，27 日二级市场减持，此次减持仅是凯雷的一项财务交易，超过 100 多家机构接盘说明市场仍然看好中国太保。

中信建投保险投资策略会

7 月中旬我们邀请两位行业专家在厦门召开投资策略会，就不同寿险产品的盈利性、寿险产品演变历程、发展趋势以及未来产业升级进行了论述。我们在月报中进行了简单描述，需要更详细的资料请按照封面联系方式和我们索取。

投资建议和风险提示

行业评级推荐“买入”，重点推荐中国太保。即使估值修复保险股也有 10%+收益，买入静待四季度行情。通胀和加息对保单销售和投资有一定影响。

维持评级

买入

魏涛

weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

联系人：缴文超

jiaowenchao@csc.com.cn

010-85156335

发布日期：2011 年 8 月 2 日

市场表现



相关研究报告

11.07.18	保险行业：保监会上半年工作会议点评
11.07.01	保险行业月报 2011 年-6 月
11.06.30	保险行业：偿付能力专题报告

目录

一、6 月份保险行业保费收入情况	1
(一) 寿险行业	1
(二) 产险行业	2
二、7 月份宏观经济和资本市场运行情况	2
(一) 央行 7 月 7 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率	2
(二) 全球通胀加剧，债务问题蔓延	4
(三) 地方融资平台问题频发，银行系统性风险上升	4
(四) 资本市场运行情况	5
三、保监会 2011 年上半年会议总结和点评	5
四、中国太保个险业务调研	7
五、中国平安收购深发展完成，再融资成为关注点	8
六、凯雷在 H 股减持中国太保	8
七、中信建投策略会保险专家演讲纪要	9
(一) 不同产品盈利性分析	9
(二) 国内寿险产品演变历程	10
(三) 产品发展趋势	10
(四) 寿险业如何应对产业升级和客户需求升级	10
(五) 新形势下如何构建更具竞争力的产品和服务	11
八、投资评价和建议	11
(一) 对监管政策有所消化，保险公司逐渐找到应对措施	11
(二) 预计下半年投资状况会好于上半年	12
(三) 地方债务危机隐忧现象，保险蓝筹重新被关注	12
(四) 宏观政策负面因素会少于上半年，而且已经被市场预期	12
九、风险分析	12

图表目录

表 1: 寿险市场前十名保险公司排名情况	1
表 2: 产险市场前十名保险公司排名情况	2
表 3: 金融机构人民币存贷款基准利率调整表	3
表 4: 不同产品盈利属性汇总	9
图 1: 近年来 CPI 变动情况	3
图 2: 7 月份沪深 300 与保险行业指数走势图	5
图 3: 7 月份沪深 300 与保险行业指数涨跌幅情况	5



一、6 月份保险行业保费收入情况

（一）寿险行业¹

2011 年 6 月寿险行业实现保费收入 5612 亿元，其中中国人寿、中国平安和中国太保分别实现寿险保费收入 1955 亿、722 亿和 546 亿，市场份额分别为 34.83%、12.86%和 9.72%。相对于 5 月份，中国平安市场份额继续下降，中国太保市场份额继续上升。

6 月份保险新单销售主要以分红险为主，从 5 月份开始，以中国平安为代表的公司压缩万能险规模。从个险新单销量看，2011 年上半年新单保费同比增速并不高，主要受银保影响。但是对新业务价值贡献程度最大的个险新单和个险新单期交增速仍然很大。根据保险行业协会统计的数据，上半年个人代理新单保费最高的是平安寿险，其次是中国人寿，再次是人保寿险。但是从个险期交情况看，中国人寿期交略高于平安寿险。上半年个险期交发展最好的是太保寿险，同比增速在 30%以上，其次是中国人寿，但是中国人寿个险新单交费期相对较短。人保寿险个险新单虽然发展较快，但是大部分以个险趸交为主。实际上个险新单保费的排名基本上与保监会网站公布的总保费排名是相近的。这也说明新单保费增速对于保险公司总保费贡献程度在增加。

银行保险受制于监管政策，全行业银保保费出现下滑，这在很大程度延缓了银保的增长势头，预计下半年保险公司会逐渐适应银保新政，做出新的应对方案。据我们了解，一些大保险公司在很多省份的银保数据都在逐渐恢复，但是对于中小公司而言却是不利的。因为大公司和渠道议价能力比较强，因此在渠道竞争中具备优势。

表 1：寿险市场前十名保险公司排名情况

市场排名	公司名称	寿险保费	市场份额	相对于上月市场份额变动情况
1	国寿股份	1955	34.83%	0.05%
2	平安寿	722	12.86%	-0.53%
3	太保寿	546	9.72%	0.03%
4	新华	507	9.03%	0.08%
5	人保寿险	437	7.79%	0.21%
6	泰康	398	7.09%	-0.04%
7	太平人寿	177	3.15%	0.02%
8	生命人寿	140	2.49%	-0.06%
9	阳光人寿	95	1.68%	-0.08%
10	国寿存续	63	1.13%	0.15%

资料来源：保监会、中信建投证券研究发展部

¹从 2011 年起保监会公布数据统一按照新会计准则的口径进行公布，因此在进行同比增速分析的时候不能直接用 2011 年 3 月份数据除以上年同期，由于分拆之后大部分万能险保费不计入保费收入，因此对于中国平安这种出售万能险较多的公司而言，按新准则口径公布的保费会比规模保费少很多，我们在此次月报中不对同比增速进行计算，市场份额也按新准则口径公布的数据为准

（二）产险行业

2011 年 6 月产险行业实现原保费收入 2444 亿元，同比增长 17.09%，其中中国人保、中国平安和中国太保分别实现产险保费收入 912 亿、407 亿和 322 亿，保费同比增速分别为 12.05%、35.89%和 19.09%，市场份额分别为 37.32%、16.67%和 13.18%。

6 月份产险全行业产险保费增速 17.09%，远低于 2010 年 1-6 月 34.55%的增速。保险公司出现分化，平安财险凭借电话车险和宣传投入，继续扩大增长势头，而人保财险和太保财险增长相对 5 月有所下降。从第二梯队看，大部分公司保费增长缓慢。

表 2：产险市场前十名保险公司排名情况

市场排名	公司名称	产险保费	市场份额	同比增速	相对于上月市场份额变动情况
1	人保股份	912	37.32%	12.05%	0.13%
2	平安财	407	16.67%	35.89%	-0.35%
3	太保财	322	13.18%	19.09%	-0.35%
4	中华联合	108	4.43%	7.86%	0.17%
5	大地财产	85	3.48%	24.30%	-0.13%
6	国寿财产	78	3.21%	40.48%	-0.07%
7	阳光财产	63	2.57%	12.24%	-0.02%
8	天安	43	1.76%	-16.64%	-0.03%
9	出口信用	42	1.74%	-0.57%	0.16%
10	安邦	36	1.48%	-2.89%	-0.07%

资料来源：保监会、中信建投证券研究发展部

二、7 月份宏观经济和资本市场运行情况

7 月份宏观经济总体平稳，央行加息 1 次，存款准备金率没有变化。

（一）央行 7 月 7 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率

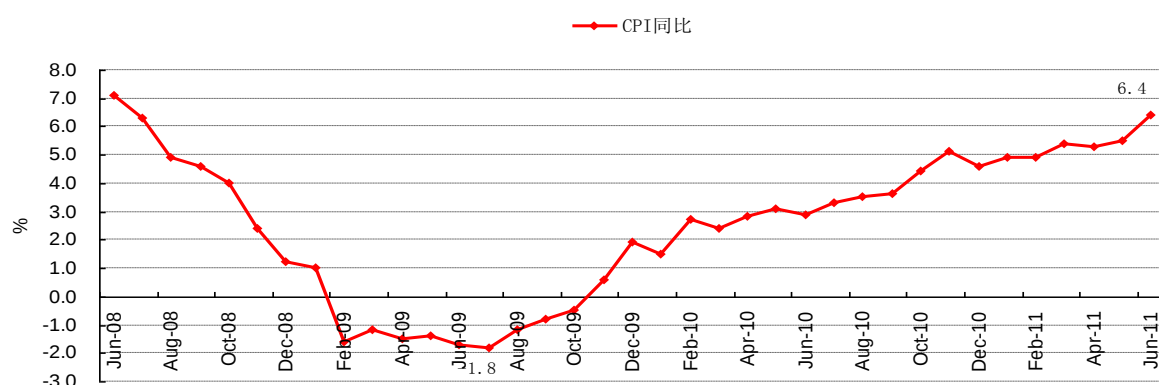
中国人民银行 7 月 6 日宣布，自 2011 年 7 月 7 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整（见附表）。这是央行年内第 3 次上调存款基准利率，也是自去年以来，央行第 5 次上调存款基准利率。

6 月份 CPI 达到全年最高 6.4%，因此加息被视为央行对长期通胀的调控手段。

表 3：金融机构人民币存贷款基准利率调整表

	调整后利率
一、城乡居民和单位存款	
（一）活期存款	0.5%
（二）整存整取定期存款	
三个月	3.1%
半年	3.3%
一年	3.5%
二年	4.4%
三年	5.0%
五年	5.5%
二、各项贷款	
六个月	6.1%
一年	6.6%
一至三年	6.7%
三至五年	6.9%
五年以上	7.1%
三、个人住房公积金贷款	
五年以下（含五年）	4.5%
五年以上	4.9%

资料来源：中国人民银行、中信建投证券研究发展部

图 1：近年来 CPI 变动情况


资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

加息对保险公司影响：

此次加息后，5 年期银行定期存款达到 5.5%，进一步加大了 5 年银行定存和分红、万能保险收益率之间的差异。由于通胀和加息对权益市场不利，因此这在一定程度挤压了保险公司的利差空间。

加息对保险公司的影响来自于两块，一是降低了保险产品的竞争力，由于目前保险产品主要以投资型为主，

而银行存款和理财产品都会对分红和万能保险一定的冲击，因此加息对保单销售的影响是负面的。同时加息也可能导致退保率上升。加息对保险的另一影响是对投资的影响，从上半年情况看，加息和通胀对资本市场影响很大，这在一定程度影响了保险公司的投资收益。

通胀对保险公司的影响请参阅我们发布的研究报告《**通胀环境对保险消费行为的影响**》。

（二）全球通胀加剧，债务问题蔓延

2011 年通胀在全球蔓延，各主要经济体都面临通胀压力，除美国外各主要经济体纷纷加息应对通胀。

欧洲和印度通胀压力剧增

7 月 14 日，欧洲央行（ECB）公布 7 月报称，将继续紧密监测通胀风险，并预计未来几个月通胀率还将明显高于 2% 的目标，这暗示欧央行仍有可能会进一步加息。数据显示，欧元区 6 月 CPI 月率持平，年率上升 2.7%，与初值一致；6 月核心 CPI 年率上升 1.6%。尽管如此，6 月通胀年率已连续 7 个月超出欧央行设定的 2% 目标上限。欧央行 7 月 7 日上调基准利率 25 个基点至 1.50%，以抑制通胀。

印度商业和工业部 7 月 14 日发布的最新数据显示，6 月份印度的关键通胀率指标——批发价格(WPI)同比上涨 9.44%，高于上月的 9.06%，表明国内通胀压力再次加剧。印度商工部还把 4 月份最终通胀数据从 8.66% 大幅向上修订为 9.74%，进一步加深了市场对通胀居高难下的担忧。

欧美债务危机

7 月份最引人瞩目的是欧洲债务危机和美国国债危机。13 日惠誉宣布将希腊主权债信用评级下调至全球最低。标普此前已将希腊评级降为全球最低，穆迪的评级也已接近最低。12 日爱尔兰成为了欧元区继葡萄牙和希腊后第三个主权评级被调降至垃圾级的成员国。上述三国均先后获得欧盟和国际货币基金组织的援助。欧元区第三大经济体意大利的形势也骤然紧张，外界担心欧债危机可能进一步扩散并进而影响欧元区整体经济发展。欧债危机的冲击势力范围正向东欧扩张，波兰货币兹罗提与匈牙利货币福林兑瑞郎双双跌至历史纪录低点。

美国债务危机成为美国两党政治博弈的砝码，虽然在 8 月 2 日前达成新的债务上限的几率很大，但是两党的政治斗争仍然牵动全世界的神经。截止今年 5 月美国联邦政府已经达到法定 14.29 万亿美元的公共债务上限。美国债务问题何去何从，大家拭目以待。

（三）地方融资平台问题频发，银行系统性风险上升

根据审计署报告 2010 年底地方政府性债务余额 10.72 万亿，约占 2010 年 GDP 的四分之一，财政收入的 1.3 倍。4 月份云南公路开发投资公司宣布贷款违约，6 月份上海市政府出面否认当地一家地方融资平台贷款违约。虽然两件事情都息事宁人，但是折射出地方融资平台违约的隐忧，银行系统性风险上升。

7 月份云南最大的地方融资平台——云南省投资控股集团有限公司拟将其核心资产（将其持有的全部电力、煤炭资产和云南电力投资公司）划转组建新公司。云投集团资产剥离引发市场对债券主体及信用评级下调的担心，有人认为这是云投集团资金链紧张的应急举措，是违约的先兆，有可能引发地方债务违约的多米诺骨牌效应。

7月中旬,《21世纪经济报道》报道湖南省高速公路建设开发总公司(湖南高速)以10亿资本金撬动1600亿资产规模,财务杠杆达到惊人的160倍。截止一季度,湖南高速资产负债率高达81%,银行贷款占比达89.32%,涉及的银行主要包括国家开发银行、招行、建行、邮储、工行、中行、交行、民生、中信等。

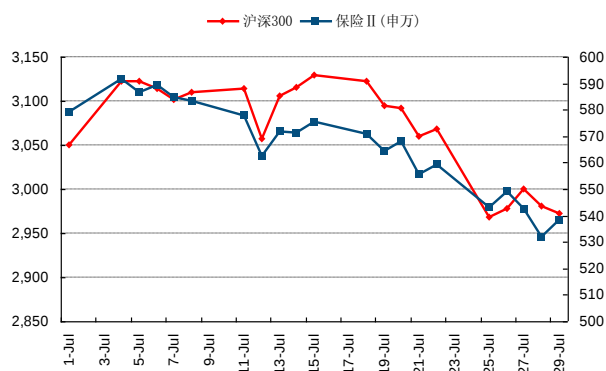
地方融资问题引发市场担忧,银行股在7月底也连创新低。违约风险上升直接导致对银行监管加强,进而表现为银行对资本充足率的需求。招行350亿再融资计划说明银行业资金缺口仍然很大。

(四) 资本市场运行情况

7月份,A股和保险股双双出现较大跌幅,A股下跌2.5%,保险指数下跌7.0%。保险股明显跑输沪深300。

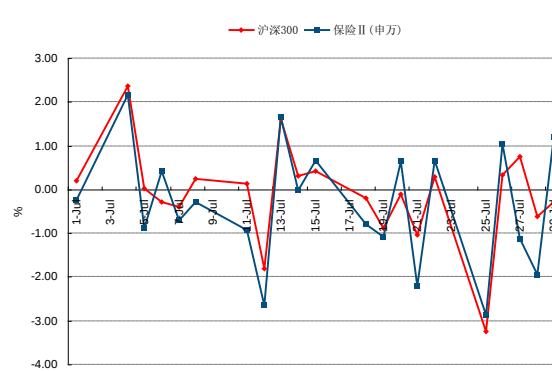
实际上7月份保险基本面仍然处于改善之中,保险股下跌源于市场下跌,从市场情况看,2011年保险公司中报情况应该不会有太大负面消息。中国平安和中国太保业绩预计仍然会维持正常稳定增长,中国人寿业绩预计会有所下滑。

图2: 7月份沪深300与保险行业指数走势图



资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

图3: 7月份沪深300与保险行业指数涨跌幅情况



资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

三、保监会 2011 年上半年会议总结和点评

2011年上半年保险监管工作会议7月16日在北京召开,就上半年保险行业动态和下半年行业面临的问题进行讨论。

会议主要围绕两个议题:偿付能力和市场行为监管。关于偿付能力和市场行为的逻辑在我们前期的报告和路演中都基本涉及。

(一) 会议两大主题: 偿付能力监管和市场行为监管

1. 偿付能力状况短期有所缓和, 长期仍然是监管的重中之重

资本市场低迷和加息导致公司投资收益下降,部分保险公司的偿付能力充足率受到较大影响。我们认为导致偿付能力下降的根本原因是保险公司存量法定准备金的自然增长对实际资本的消耗。新会计准则虽然增加会

计利润，同时也增加了税收和分红支出，而这是实实在在现金流流出企业。请参阅我们发布的《保险公司偿付能力专题报告》。

2. 基本认可高通胀下保费增速放缓

加息导致保险收益率吸引力下降，同时存量业务退保风险增加。投资收益下滑进一步挤压保险公司利差。分红和万能保险吸引力下降，分红保险一枝独大的局面很难改变。请参阅我们发布的报告《通胀环境对保险销售行为的影响》。

3. 通胀加大资产负债管理匹配的难度

由于通胀压力增大及流动性紧缩力度加强，债市收益率低位徘徊，资本市场持续震荡，资产负债匹配难度增加。

（二）寿险和产险销售存在的压力

1. 个险代理人扩展遇到瓶颈，保监会未提及改革方向

个险代理人创新成为下一步改革的重点，去年 10 月 21 日保监会发布《关于改革完善保险公司营销员体制改革的通知》，拟通过营销员体制改革来规范个险营销的行为，规范营销市场，但是我们认为此项改革任重道远。

2. 银保渠道面临转型，保监会未提及如何转型

通胀和信贷紧缩降低了保险产品的竞争优势，去年 11 月初银监会发布的《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》对 2011 年及未来年份银保销售有很大影响。我们认为未来大保险公司银保市场份额能够维持，但是增速肯定回落，小保险公司未来银保销售更困难，银行系保险公司及握有银行渠道的保险公司未来看好。

3. 下半年及明年产险保费增速放缓，保监会未提及新业务增长点

根据我们统计，2010 年产险保费 77%为机动车险，成本利润中的 75%为机动车险创造。进入 2011 年新车销量增速只有不到 5%，摇号、限行、治堵和高油价都对新车增长构成压制。但是未来新业务增长点保监会会议工作并未提及。

（三）未来政策上的变化

1. 预计下半年到明年上半年，新的次级债管理办法会出台，新办法旨在降低中小企业发行次级债门槛，但是会对融资的总规模作出限制（预计本息总规模为净资产的 50%）。请参阅研究报告《次级债——治标不治本的“止痛药”》

2. 对偿付能力分类监管加强，《保险公司分类监管办法》和《分类监管工作内部指引》会进一步完善。

3. 对市场行为和企业内控的监管肯定要增强。

4. 对养老金税收递延试点的问题没有提及，预计下半年推出可能性不大。

四、中国太保个险业务调研

上半年中国太保个险新单快速发展，针对上半年业务发展情况及其下半年，7月21日我们组织机构投资者对中国太保进行了调研。以下是调研结论：

（一）中国太保 1-6 月份个险新单稳定发展的原因

中国太保上半年自上而下统一了经营战略，战术上对业务做了充分的准备，在营销员团队和客户积累方面都做了比较充分的准备。上半年业务发展与前几年的基础工作是分不开的。

（二）下半年业务预计发展情况

太保上半年寿险业务质量较好，主要以 10 年及以上期交产品为主，也有少量 5 年期交业务。从全年业务分布情况看，下半年业务发展可能略低于上半年，但仍然会平稳发展。上半年太保增员情况略好于行业水平。

（三）通胀对业务的影响不确定

通胀条件下银行等理财产品收益虽然高于保险，但是对保险的替代性不太明显，但是通胀环境的确使业务增长存在不确定性。

分红险对短期收益相关性不明显，因此通胀环境下分红险受影响相对小一些。一般来说，保险公司主打产品只有 2-3 个，新产品的推出一般都是基于市场需求对老产品进行的升级。

太保根据营销员和专门调研公司市场需求的反馈信息进行产品更新，同时加强产品部和市场部的关联度。

（四）目前银保情况

实际上 1 对 3 政策对原有银保格局影响不大，因为 1 对 3 只适用营业网点，而不是总对总（总行与总行签订协议），因此排他性并不明显，但是这的确增加了银保的销售成本。

宏观紧缩和银保新政同时对银保销售产生影响，但是这种影响不是简单的效用叠加。未来银保是否好转要看市场的转型情况，而不是一下子就会有好转。

（五）未来几年保险发展情况

国内外保险深度和密度由于口径的差异可比性不强，但是可以肯定的是中国的社会保障程度低。商业保险应该有自己的市场定位和市场划分，毕竟在中国寿险还属于奢侈品。未来业务的发展需要有企业的转型，但是这种转型是一个渐进的过程。经营好现有客户，留存客户和提升管理水平至关重要。

（六）县域市场和城市市场

目前对县域市场和农村市场的划分并没有明确的定义，区域的定位，业务重点的选择以及城市化进程都会影响保费的增长。未来 GDP 大省和人口大省的市场潜力很大。

调研总结

总体来看中国太保 2011 年上半年个险新单销售不错，在行业中属于领先地位。预计下半年平稳增长没有太大问题。我们了解到太保也对未来几年个险业务着手规划，而这种长期的业务性规划对于公司稳定发展很重要。

在寿险平稳发展的基础上，2011 年产险将成为推动中国太保业绩的催化剂。而且中国太保在 2013 年之前，偿付能力不存在太大的资本压力。这也是我们推荐的一个理由。

五、中国平安收购深发展完成，再融资成为关注点

7 月 28 日晚中国平安和深发展发布公告，证监会已书面核准重组协议，中证登已经完成股权划转，此举标志平安重组正式完成。

1、此次交易方式是深发展定向增发 16.38 亿股，中国平安以 78.25 亿股平安银行股权和 26.9 亿现金做对价完成。

2、此次收购能够后，中国平安对深发展完成绝对控股，中报及未来报告均会采用权益法合并财务报表，报表合并会增加中国平安的总资产和权益，同时对总体 EPS 也有所提升。

3、我们认为未来渠道争夺将成为金融企业竞争的重点，未来银行系保险公司和拥有银行的保险公司都将在渠道竞争中占据优势。此次收购使平安综合金融的步伐更进一步。

4、目前深发展资本充足率存在资本压力，中国平安寿险资本亟待补充，产险明年资本压力也很大，未来平安集团对资本的需求仍然很大。如何实现再融资，值得我们关注。

六、凯雷在 H 股减持中国太保

据新华海外财经报道，凯雷已经以每股 30.90 港元的价格出售了 2.4912 亿股中国太保 H 股，较中国太保周二收盘价 31.95 港元折价了 3.29%。减持后，凯雷持股由 6.92 亿股减至 4.42 亿股，占中国太保 H 股比例由 29.9% 降至低于 20%。

据公开资料显示，2010 年 12 月 30 日及 2011 年 1 月 10 日，凯雷先后以每股 31.15 港元、33.45 港元套现 2.16 亿股和 4.152 亿股太保 H 股，合计套现约 206.2 亿港元。德国保险巨头安联携手美国知名共同基金 Fairholme Capital 接下了凯雷这批解禁股中的多数。

据悉，7 月 26 日是凯雷承诺 90 天不解禁结束后的第一天，凯雷通过大宗交易平台就已经开始大宗交易。7 月 27 日 H 股中国太保开盘跌幅达 5% 以上，二级市场成交天量。据统计有 100 多家机构接盘中国太保。

此次减持对 A 股中国太保无重大影响，而且减持当天及后面交易日，中国太保 A 股股价稳中有升。我们认为凯雷减持 H 股中国太保，意在降低手持股票的财务风险，或者说这仅是一笔财务交易，众多机构接盘表明 H 股市场仍然看好中国太保的长期性。

七、中信建投策略会保险专家演讲纪要

7月中旬我们在厦门组织了2011年投资策略报告会，会上专门组织保险专场就当前行业及相关热点问题进行了讨论。我们邀请了两位业内专家和自身人士就行业的一些热点和关注问题进行了交流。

来自太保总部的专家就目前保险行业产品开发的流程给大家做了介绍。目前保险产品主要分传统保险、分红保险、万能保险和投连保险四大类。不同产品利润指标和盈利性差别很大。来自中国人寿的专家则就行业的发展趋势进行了讲解。

（一）不同产品盈利性分析

表 4：不同产品盈利属性汇总

	传统	分红	万能	投连
产品责任 1	寿险、意外、健康、 两全，年金	寿险、两全、年金	寿险、两全、年金	寿险、两全、年金
主要特征	“利益锁定”	“额外红利”	“灵活”+“透明”	“无保底”
保底利益	YES2	YES	YES	NO
额外利益	NO	YES	YES	YES
交费及保障灵活	NO	NO	YES	YES
结算频率	-	一般按年	一般按月	一般按日
现金流	稳定	较稳定	不稳定	很不稳定
利源	×100%	×(≤30%)	×竞争和公司策略决定	×0%
利差损益	×100%	×(≤30%)	×100%	×100%
死差损益	×100%	×100%	×100%	×100%
费差损益	×100%	×100%	×100%	×100%
退保损益				
偿付能力要求	4%×准备金+0.3%× 风险保额	4%×准备金+0.3%×风险 保额	4%×准备金+0.3%×风 险保额	1%×准备金+0.3% ×风险保额

资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

传统产品虽然可有两全和年金形态，但在分红、万能等新型产品产生后，这类传统险已很难具有吸引力；万能和投连虽然可做成两全形态（一般在银邮渠道销售），但其产品特征决定了其终身寿险实际涵盖了两全形态。

理论上传统产品应有较高的保底利益，但在我国目前的监管规定下，由于定价利率上限处于一个相对较低的水平，往往传统产品的定价利率和分红产品相同。

虽然公司无法从投连险赚取利差益，但由于公司不承担投资风险，其偿付能力要求远低于其他三类产品。

主要结论：

1. 银保渠道万能产品与分红产品的利润差别并不明显。



虽然万能目前的利润略高于分红，但下发费用政策、结算利率、退保率水平如果发生变化，则产品利润也会随之改变。

2. 银保渠道投连产品利润高于万能和分红产品。

投连产品可收取较高、较稳定的资产管理费；投连产品的偿付能力需求较低；我们采用的投连产品的退保率假设较低，如果退保率大幅上升，则利润存在大幅下降的风险；据了解，同业投连产品的经验退保率波动较大，平均大约为 20% 左右，不同月份之间的退保率也存在很大差别，在这种情况下，投连产品的利润有可能出现大幅下滑。若将前四年的退保率修改为 20%，投连险 A 的利润率从 6.25% 降低为 3.56%

（二）国内寿险产品演变历程

国内寿险市场的发展大致可分为 5 个阶段：

1. 99 之前，在高利率环境下，以高定价利率的传统寿险为主，降息过程中出现一些利差返还型产品以抵御利率波动风险

2. 99-2001 年上半年，吸取老保单利差损的教训，保监会设置了 2.5% 的定价利率上限，这使得传统产品缺乏吸引力，投连、万能、分红等各类新型产品相继推出

3. 2001 年下半年-2003 年，在股票市场差强人意，债券收益低位震荡的背景下，投连和万能产品陷入低迷，分红产品逐步成为市场主流

4. 2004-2007 年，随着利率步入上升通道，万能产品率先复苏；而 2006-2007 年股票市场的井喷式行情，投连产品业务迅速发展；在万能和投连业务的挤占下，分红业务出现下滑

5. 2008 年以来，伴随股市退潮，投连产品逐渐退出市场；而利率下降，导致万能产品占比下降；分红产品逐渐恢复主力地位，但主要公司的产品策略有所不同：太保、国寿、新华全力发展分红险；平安万能险和分红险并重；泰康以万能险为主

（三）产品发展趋势

虽然近年来我国寿险业发展迅速，但整体来看仍处于保险市场发展的初级阶段，因此传统寿险和分红保险在未来很长时期内仍是市场的主流。

由于横向复制的原因，万能险和投资连结保险被引入我国且已在一定程度上培育起自己的客户群，因此在金融环境适当时，万能险和投连险可能成为各家公司新的业务增长点。

从监管导向和保费确认思路等来看，传统和分红的长期保障和储蓄型产品在未来一段时期内将成为市场主流。另外，保监会鼓励产品创新，对于有经验的外资公司，变额年金试点将成为其业务发展的契机。

（四）寿险业如何应对产业升级和客户需求升级

1. 加大对中高端市场的争夺，维持业绩的高增长，确保未来的成长空间；



2. 改进风险甄别技术，提升承保质量，提高意外险和健康险的承保利润；
3. 注重与社会媒体的互动，频频在公益活动中亮相；
4. 业务管理中注重客户隐私和私密性，体现人文关怀。

（五）新形势下如何构建更具竞争力的产品和服务

1. 建立以保障为基础的产品体系，以分红险作为业务持续增长的销售动力；
2. 通过生存金返还、红利返还、持续交费奖励和保单质押贷款，提升资金资源的使用效率；
3. 网络销售平台和网络客户查询平台的完善，让客户体验 E 时代的服务；
4. 客户体验的从前台体验到全程体验的转变。

八、投资评价和建议

我们在 6 月 24 日保险行业看多报告《保险行业：寒冬已过，暖春来临》中罗列了一系列看多保险的理由，并且当时在报告中认为保险股已经是今年的底部，之后的保险股行情也验证了我们的判断。

我们认为下半年看多保险的理由：

（一）对监管政策有所消化，保险公司逐渐找到应对措施

虽然上半年监管政策使保险公司措手不及，但是保险公司也在通过自身的调整来应对监管。而且从第二季度保费数据来看，保险公司新单保费增长逐渐稳定，而且有所提升。

1. 产品策略对销售有直接的影响，保险公司通过产品策略调整，能够实现改善营销的功能

产品策略主要包括卖什么产品，卖多少年期交产品，我们一直认为决定保费增速的因素不是基数原因，而是产品策略，而这取决于如何更好的理解市场需求。从 4-5 月份数据判断，2011 年下半年保费增速会更加稳定，而且稳中有升。实际上产品策略调整从 5 月份就大规模开始，通过停售万能、过期的分红险，替代以新产品适应市场，能够达到调整新单数据的作用。

2. 非寿险业绩和非保险业绩将成为拉动业绩的助推剂。

我们考虑这样一个逻辑，如果寿险业绩已经跌至低谷，至少说明寿险业绩不再下降，那么我们只要在此基础上挖掘新的业绩增长点，那么就可以抓住保险业绩的亮点。

产险公司已赚保费是按照时间确认的，即 2010 年 6 月 30 日卖出的保单，在 12 月 31 日进行评估时，只确认一半保费，另一半递延到 2011 年来确认，因此即使 2011 年保费增速放缓，2011 年已赚保费仍有一半是从 2010 年递延过来的，因此来说 2011 年保费放缓对当年业绩影响不大，但是对 2012 年业绩影响会更大。那么只要综

合成本率有适当提升，哪怕只有 0.5%，对于业绩的释放也很大。

一季报后，我们得到的数据是中国太保综合成本率下降到 91% 以下（2010 年 93.7%），平安产险和去年差不多，如果 2011 年底综合成本率能够维持，那么太保产险就可以释放出更多的利润。相比之下平安产险综合成本率的改善空间仍然存在。

非保险业绩主要适用于中国平安，平安信托业务直接受益于通胀环境，因为通胀造成银行资金面的紧缩，从而增加对信托产品的需求。从 2010 年平安证券的年报中可以看出，平安证券佣金收入对经纪业务的依赖度只有 28%，预计平安证券仍然会释放承销业务的业绩，而银行方面的业绩则更加确定。

（二）预计下半年投资状况会好于上半年

上半年 A 股市场行情几乎达到最糟糕地步，因此预计下半年不会比上半年再差。而只要 A 股稍有好转，保险公司下半年投资收益就会有好转。A 股回暖首先会反映在保险权益投资中，而债券投资则是稳定保险公司投资收益的定海神针，如果说债券收益只是保底功能，那么权益投资则是提升投资收益最有弹性的部分。

这也是行情启动初期保险股的弹性大的原因，因为权益投资收益的提升会直接反映在当年的业绩和净资产中。

（三）地方债务危机隐忧现象，保险蓝筹重新被关注

据审计署报告 2010 年底地方政府性债务余额 10.72 万亿元，约占 2010 年 GDP 的四分之一，财政收入的 1.3 倍。虽然云南公路开发投资公司和上海市政府下辖的一家城投公司违约事件得以平息和否认，但是将近 11 万亿的债务风险很大，因此银行系统性风险增加。

同属于近日股，保险蓝筹则独善其身，虽然增速放缓，但是不存在系统性风险。因此下半年保险蓝筹会被市场重新认识。

（四）宏观政策负面因素会少于上半年，而且已经被市场预期

如果通胀常态化，宏观经济可能会主动适应这种常态化要求，那么作为十二五开局的首年，政府可能会启动财政政策推动经济前行，因为货币政策效用几乎没有。那么以此看来，下半年政策面的利好会多于利空

九、风险分析

通胀环境导致政策波动性大，需要注意政策性风险。

通胀和加息对保单销售和投资均会产生不利影响。



分析师介绍

魏涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。