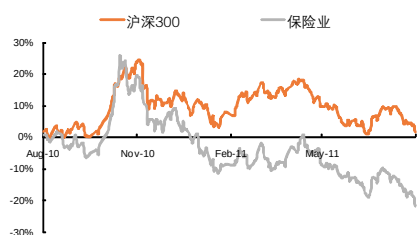


保险行业2011年8月报

下有支撑上有压力，短期难有独立行情

推荐 (下调)

行情走势图



相关研究报告

《保险行业 2011 年年度策略报告：加息通道受益者》（2010.11.8）

《保险行业 2011 年 3 月报：开门红符合预期，主要受五因素影响》（2010.3.10）

《保险行业 2011 年 4 月报：加息给力保险业，不用过于担心对于业务的影响》（2010.4.12）

《保险行业 2011 年 5 月报：估值重回历史底部，行业向好趋势不变》（2010.5.11）

《保险行业 2011 年 6 月报：业务增长态势良好，看好后市反弹行情》（2010.6.14）

《保险行业 2011 年 7 月报：加息如期而至，业务增势良好》（2010.7.11）

证券分析师

窦泽云 S1060210090001
0755-22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

■ 寿险业务六月总结：太保独秀，平安国寿新单保费同比下降

- 新会计准则下，寿险行业当月保费收入841亿，累计保费收入5697亿；
- 平安继3-5月销售高潮后，业务增速回落，新单同比下降；
- 太保继续良好表现，保持30%以上个险新单增速；
- 国寿个险新单保费增速持续放缓，未见起色。

■ 产险业务六月总结：平安太保继续保持良好增速

- 产险行业6月累计保费收入2360亿，同比增长16.9%；
- 平安和太保产险保持良好业务增速，累计同比增长35.8%和19.1%；
- 汽车销量增速继续下滑，同比增长3.4%。

■ 保险业务七月展望：寿险挑战持续攀升，产险保持良好增势

- 平安：寿险经历3-5月业务高峰后，预计7月新单保费增速回落，8、9月在新的营销方案推动下有望获得较好增长。平安产险增长态势良好，预计继续保持高成长。
- 太保：寿险今年表现良好，预计个险新单继续保持增长。由于目前太保个险新单增速远超平安和国寿，预计下半年业务增速会有一定放缓。太保产险自3月份业务增速回升后，表现稳定，预计继续保持业务增速。
- 国寿：开门红表现较好，但之后个险新单增速持续下滑，未见起色，预计7月难有大的改观。银保继续受新规和加息影响，保费增速下滑，总保费增速也受较大影响。

- 保险板块目前处于下有支撑上有压力的状态，虽然估值再创历史新低，但受新单保费增速持续下滑影响较大。虽然太保业务独秀，但保险板块关联度较大，太保难以独善其身。我们认为整个保险板块短期内或随大盘波动，难有独立行情，下调保险板块评级至“推荐”。建议重点关注平安和国寿8、9月份的业务情况，如业务出现好转或可出现反弹行情。目前平安、太保、国寿当前股价对应2011年PE均为14倍左右，P/EV为1.4倍，均创历史新低。

正文目录

一、 行业策略与表现	4
1.1 行业策略：估值再创历史新低，上有压力下有支持，短期难有独立行情	4
1.2 行业表现：7 月市场主题轮动，保险板块大幅下跌	5
二、 寿险业务	6
2.1 寿险行业 6 月份个险业务分化较大，银保业务未见起色	6
2.2 主要寿险公司业务表现	6
三、 产险业务	8
3.1 产险行业保费增速持续向好，平安太保继续保持超越行业水平	8
3.2 主要产险公司业务表现	9
四、 保险资产	10
4.1 2011 年 6 月保险资金运用余额 5.3 万亿	10
4.2 资金面仍较为紧张，债券利率上行	11
4.3 本月各主要寿险公司万能结算利率保持不变	12
五、 行业动态	13
5.1 行业动态	13
5.2 公司动态	13

图表目录

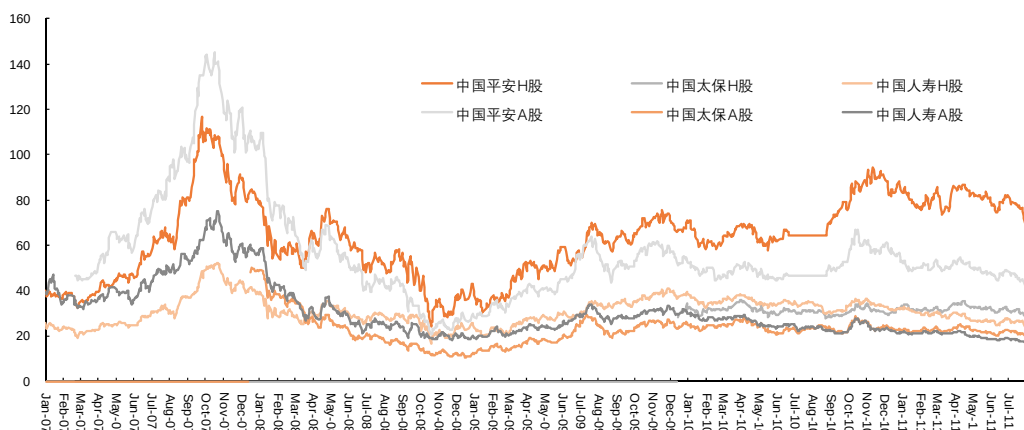
图表 1	三大险企 AH 股历史表现	4
图表 2	三大险企 A/H 股折价	5
图表 3	保险板块月度表现	5
图表 4	保险公司月度走势	6
图表 5	寿险行业累计总保费（2011 年为新会计准则口径）	6
图表 6	平安寿险总保费收入（当年）	7
图表 7	平安寿险总保费收入（同比）	7
图表 8	太保寿险总保费收入（当年）	7
图表 9	太保寿险总保费收入（同比）	7
图表 10	中国人寿总保费收入（当年）	8
图表 11	中国人寿总保费收入（同比）	8
图表 12	产险行业累计保费收入	8
图表 13	汽车销量增长率	9
图表 14	平安产险总保费收入（当年）	9
图表 15	平安产险总保费收入（同比）	9
图表 16	太保产险总保费收入（当年）	10
图表 17	太保产险总保费收入（同比）	10
图表 18	保险资产总额	10
图表 19	保险资金运用余额	11
图表 20	投资资产月度变动	11
图表 21	银行存款月度变动	11
图表 22	国债到期收益率	12
图表 23	金融债收益率	12
图表 24	企业债收益率（AAA）	12
图表 25	中短期票据收益率（AAA）	12
图表 26	各主要寿险公司万能险结算利率	12

一、行业策略与表现

1.1 行业策略：估值再创历史新低，上有压力下有支持，短期难有独立行情

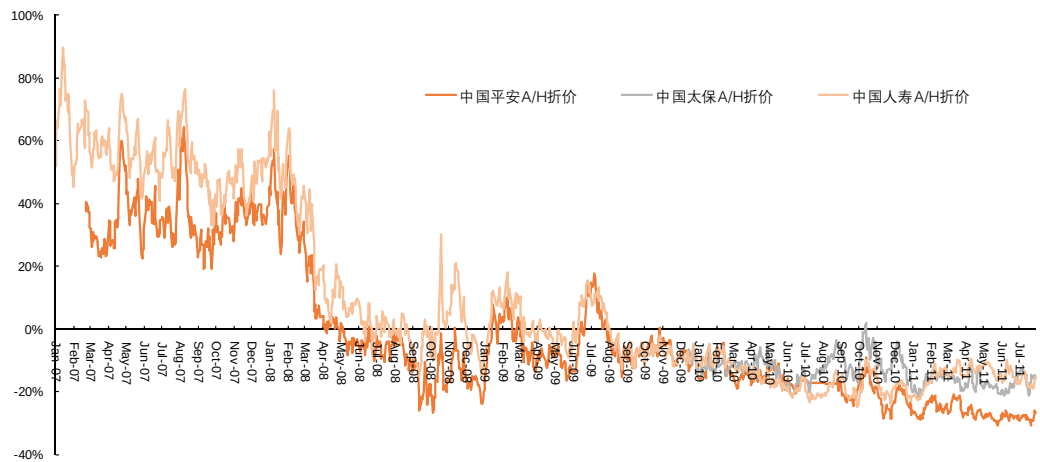
- **估值再创历史新低。**8月5日受美股大幅下挫影响，保险板块出现较大跌幅。平安、太保、国寿当前股价对应2011年PE均为14倍左右，P/EV为1.4倍左右。从A-H股折溢价水平来看，目前保险板块A股相对于H股有15~27%的折价。各项估值指标均创历史新低，已极具吸引力。
- **保险行业负面因素：**
 - 平安和国寿的个险新单业务持续回落，增速低于市场预期，引发对于行业长期发展的担忧；
 - 中长期债券升幅低于预期，预计下半年保持窄幅震荡态势，对于收益率的提升贡献有限；
 - 加息后，目前5年定存利率已远高于保险公司的万能结算利率和分红水平，保险产品吸引力降低，对于销售产生不利影响；
 - 寿险业务员发展难题迟迟难以解决，业务员人均收入无法得到持续提升，行业吸引力下降；
- **保险行业正面因素：**
 - 未来2~3年盈利增长较为确定，平安太保均可保持30%以上盈利增长；
 - 目前估值达到历史新低，极具吸引力；
 - 加息推升协议存款和债券到期利率，提升保险公司投资收益率，同时使得准备金贴现率上行，进入利润释放通道；
 - 留存资产质量高，无坏账等担忧，行业政策也无重大利空；
- **我们认为保险板块目前处于下有支撑上有压力的状态，虽然估值再创历史新低，但难有独立行情，短期内或随大盘波动。**目前股价已再创历史新低，同时未来两年行业盈利增速较为确定，股价下行有支撑。但作为保险行业发展最重要的指标——个险新单保费增速，平安和国寿均出现了持续下降的情况，引致市场对于保险行业的信心滑落。虽然太保业务独秀，但保险板块关联度较大，太保难以独善其身。整个保险板块短期股价上行存在较大压力，在个险新单保费增速扭转之前，我们认为保险板块短期内或随大盘波动，难以走出独立行情，下调保险板块评级至“推荐”。建议重点关注平安和国寿8、9月份的业务情况，如业务出现好转或可出现反弹行情。

图表1 三大险企AH股历史表现



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 三大险企A/H股折价

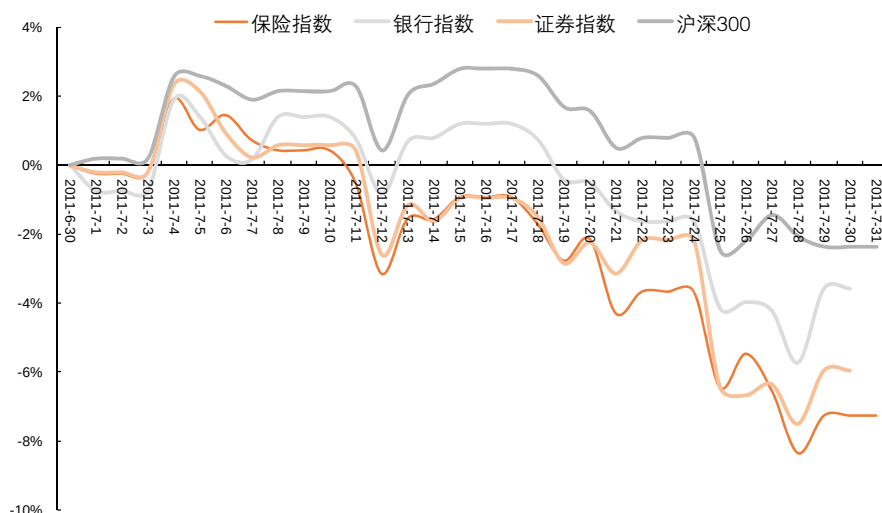


资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.2 行业表现：7 月市场主题轮动，保险板块大幅下跌

7月市场主题轮动，保险板块大幅下跌。截止7月29日，保险板块跌幅为7.27%；沪深300指数收于2972.08点，下跌2.37%；上证综指收于2701.73点，下跌2.18%。本月A股市场呈现主题投资轮动的震荡走势，7月中上旬，市场在通胀见顶、从紧政策或出现微调的预期下走出一波震荡上涨的行情，保障房、航空、锂电池等主题投资带动对应板块相继走强。进入下旬，大盘在外围市场大幅波动、国内控通胀政策取向不变和资金面持续紧张等众多利空因素影响下开始回调，其中地产、银行等权重股跌幅较大，保险板块也出现了较大幅度的下跌。

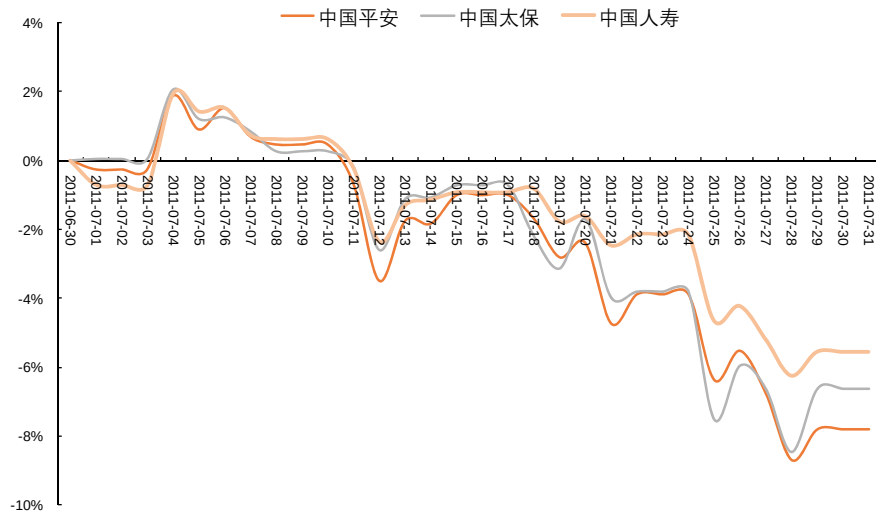
图表3 保险板块月度表现



资料来源: WIND, 平安证券研究所

A 股市场平安、太保和国寿下跌 7.81%、6.61%、5.55%。

图表4 保险公司月度走势



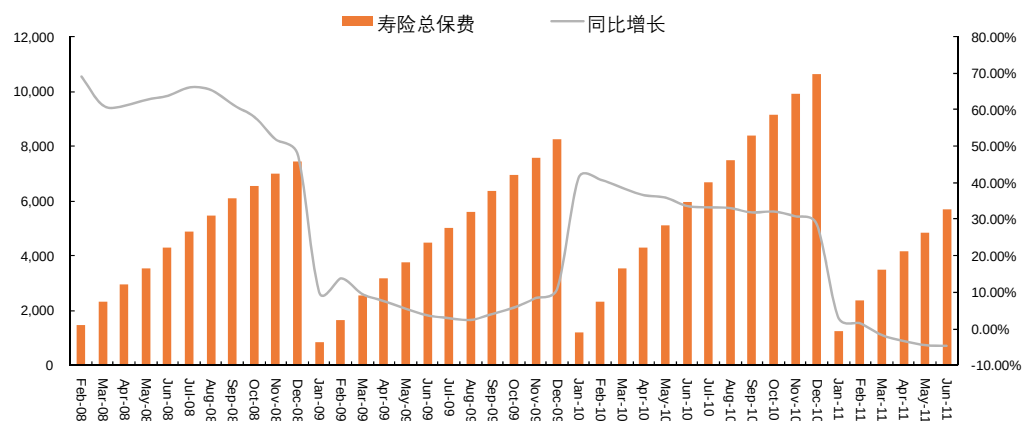
资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、 寿险业务

2.1 寿险行业 6 月份个险业务分化较大, 银保业务未见起色

寿险行业 6 月新会计准则口径下实现当月保费收入 841 亿元, 累计保费收入 5697 亿元。(由于保监会 2011 年公布的保费数据口径有变化, 仅包含新会计准则下认可的保费, 不包含万能险和投资连结险的保费, 同比增长数据低估)。

图表5 寿险行业累计总保费 (2011 年为新会计准则口径)



资料来源: CIRC, 平安证券研究所

2.2 主要寿险公司业务表现

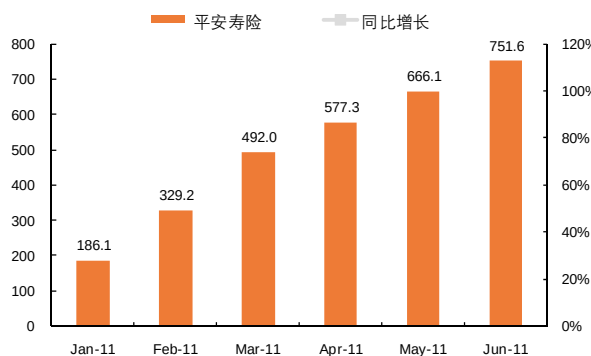
平安寿险: 公司 3 月销售个险趸交分红产品, 4、5 月份停售主力成人万能产品, 个险新单保费实现爆发式增长。但随着活动结束, 6 月业务回落, 个险新单保费同比下降。预计 7 月份公司业务仍然

较为低迷，8、9月份随着公司新一轮营销活动的展开，个险新单保费增速有望得到明显提升。

太保寿险：公司今年以来“聚焦个险、聚焦期缴”战略执行坚决，个险新单业务表现优异，6月份仍然保持良好表现。由于目前太保的个险新单保费增速远超同业，预计下半年公司的新单增速会略有放缓，预计全年个险新单保费增速为25%。

中国人寿：6月新单保费仍然同比下降，总保费增速持续放缓。开门红过后，国寿受业务结构调整和更换管理层影响，业务持续下降。我们预计未来几个月公司规模保费将继续增速下滑的趋势，预计全年个险新单保费增速10%。

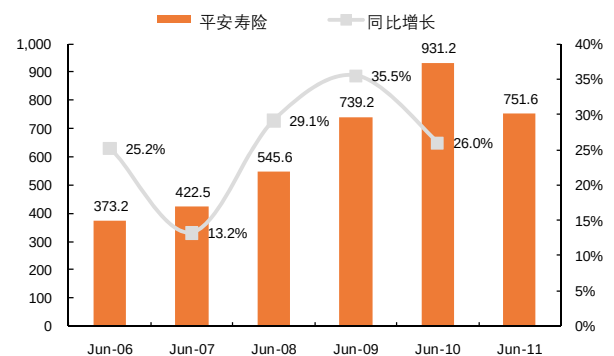
图表6 平安寿险总保费收入（当年）



资料来源：CIRC，平安证券研究所

注：2011年为新会计准则下保费收入，2010年及以前数据为旧准则下的规模保费，平安无去年同期口径数据，所以无同比增长率

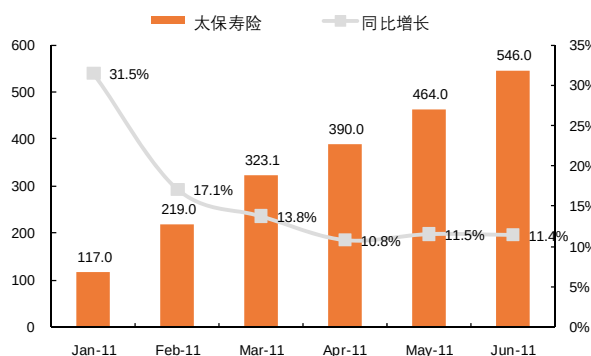
图表7 平安寿险总保费收入（同比）



资料来源：CIRC，平安证券研究所

注：2011年为新会计准则下保费收入，2010年及以前数据为旧准则下的规模保费，平安无去年同期口径数据，所以无同比增长率

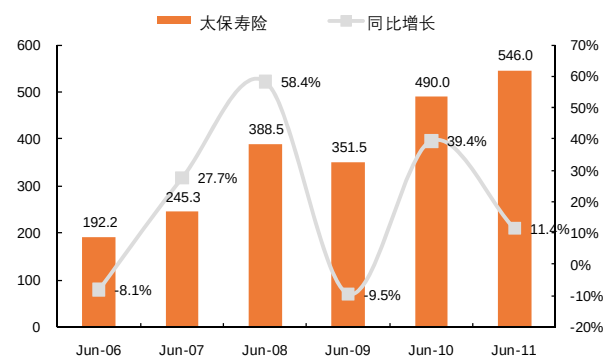
图表8 太保寿险总保费收入（当年）



资料来源：CIRC，平安证券研究所

注：新会计准则下保费收入

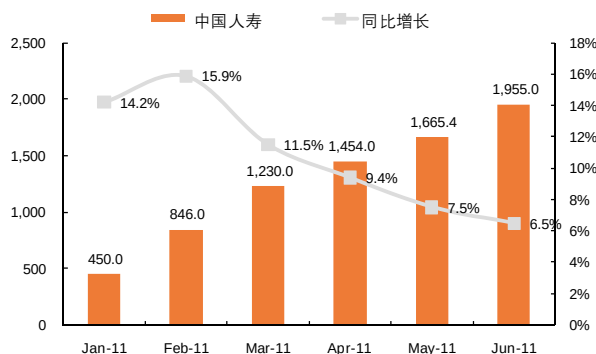
图表9 太保寿险总保费收入（同比）



资料来源：CIRC，平安证券研究所

注：2011年为新会计准则下保费收入，2010年及以前数据为旧准则下的规模保费

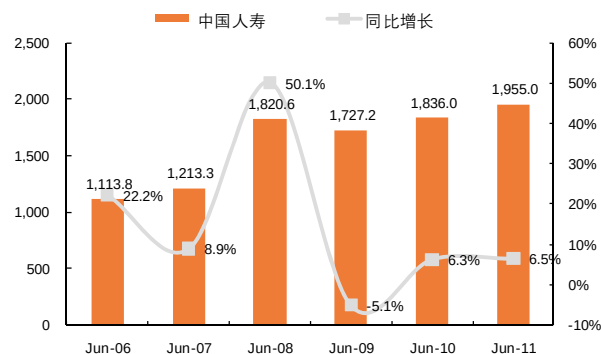
图表10 中国人寿总保费收入（当年）



资料来源：CIRC，平安证券研究所

注：新会计准则下保费收入

图表11 中国人寿总保费收入（同比）



资料来源：CIRC，平安证券研究所

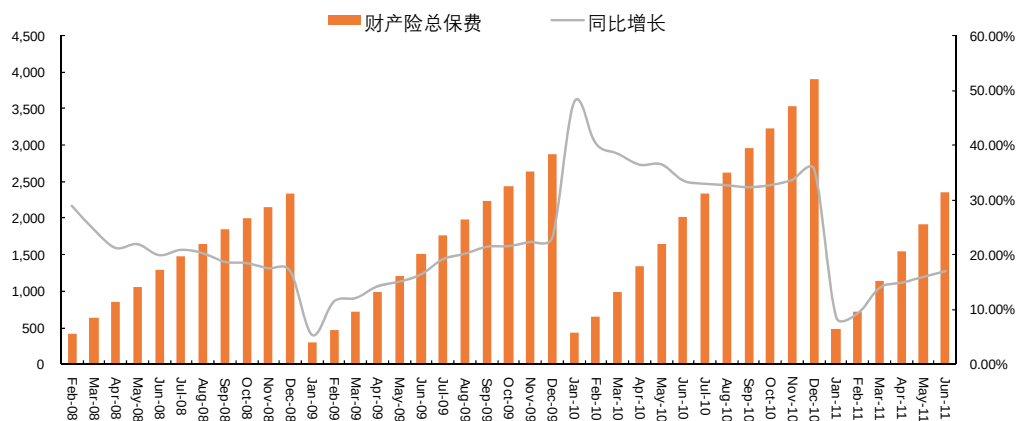
注：2011年为新会计准则下保费收入，2010年及以前数据为旧准则下的规模保费

三、产险业务

3.1 产险行业保费增速持续向好，平安太保继续保持超越行业水平

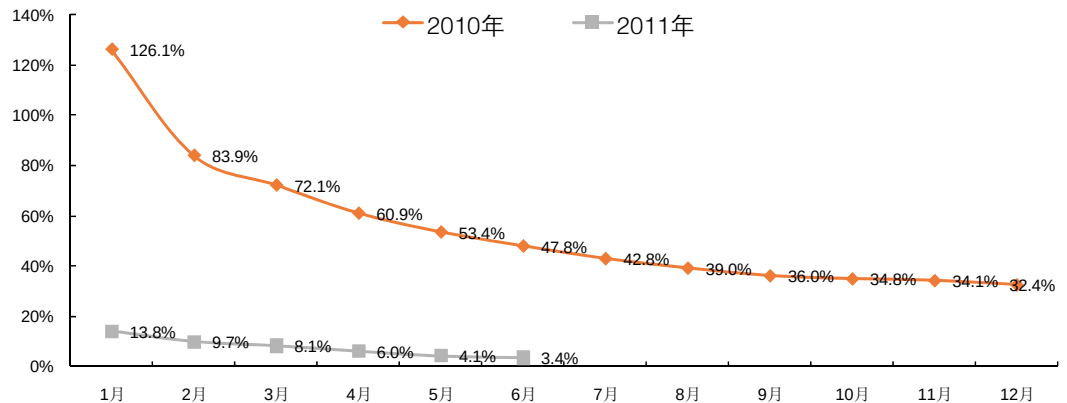
产险行业6月份实现当月保费收入448亿,同比增长21.6%,累计保费收入2360亿,同比增长16.9%。产险行业保费增速继续改善,平安和太保继续保持超越行业的保费增速。汽车销量增速继续下滑,同比增长3.4%,车险行业增长动力在持续减退。

图表12 产险行业累计保费收入



资料来源：CIRC，平安证券研究所

图表13 汽车销量增长率



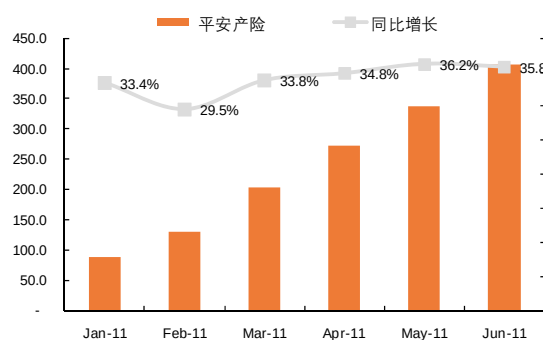
资料来源: WIND, 平安证券研究所

3.2 主要产险公司业务表现

平安产险: 继续优异表现, 6月实现当月保费70亿, 同比增长33.8%, 累计保费收入407亿元, 同比增长35.8%, 保费增速远超行业平均水平, 市场份额稳居第二。领先的销售渠道建设和优秀的服务水平是公司实现高速增长的主要原因。

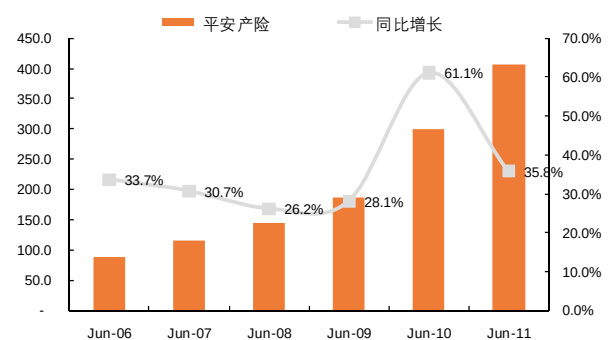
太保产险: 保费增速继续回升, 6月实现当月保费收入54亿, 同比增长21.4%, 累计保费收入3228亿, 同比增长19.1%。开门红期的高基数和拆单因素的影响逐渐消除后, 公司保持了良好的业务增速。

图表14 平安产险总保费收入(当年)



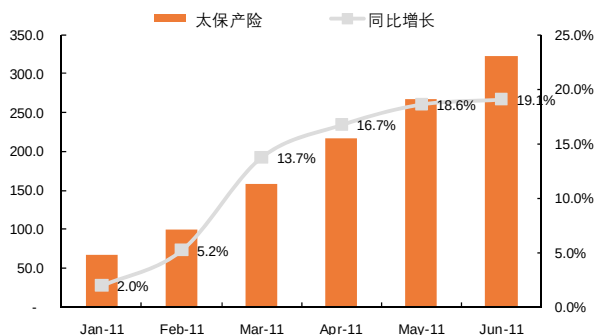
资料来源: CIRC, 平安证券研究所

图表15 平安产险总保费收入(同比)



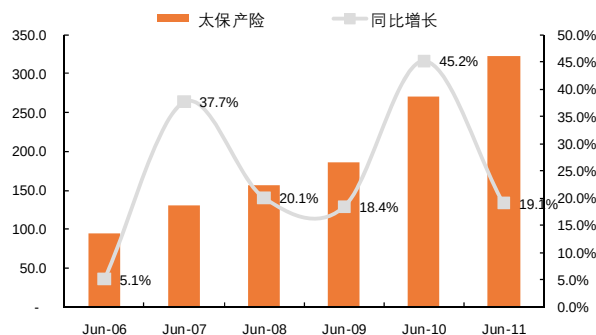
资料来源: CIRC, 平安证券研究所

图表16 太保产险总保费收入（当年）



资料来源: CIRC, 平安证券研究所

图表17 太保产险总保费收入（同比）



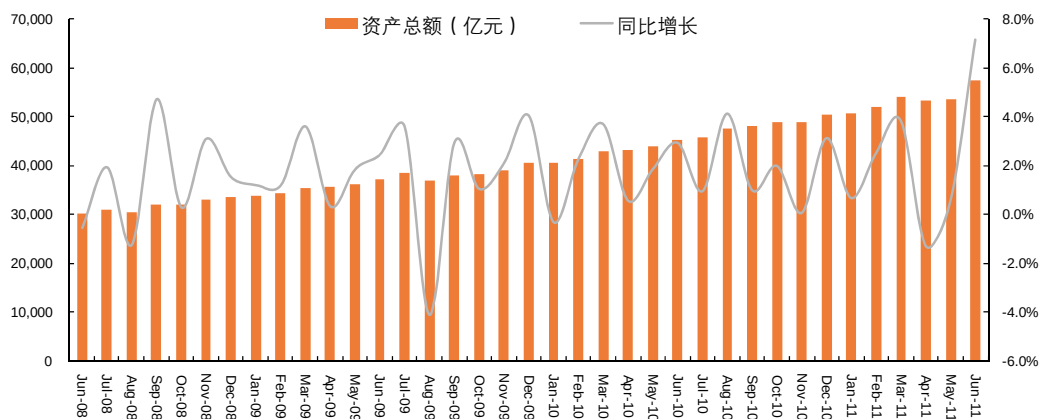
资料来源: CIRC, 平安证券研究所

四、 保险资产

4.1 2011 年 6 月保险资金运用余额 5.3 万亿

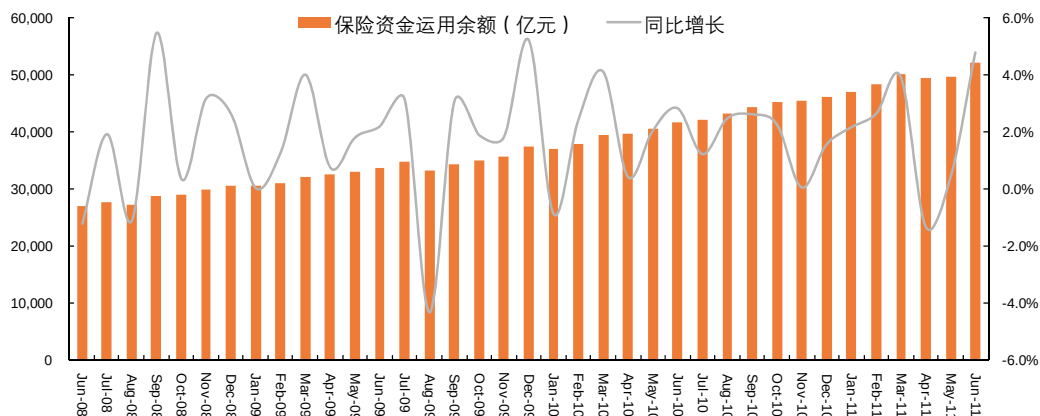
保险行业 2011 年 6 月末总资产 5.75 万亿元，环比上升 7.1%；银行存款增加 2149 亿元，环比增加 13.9%；投资资产增加 2368 亿元，环比增加 4.8%。在保险业“十二五”规划工作会议上，吴定富介绍，尽管上半年资本市场持续震荡，但保险投资收益总体平稳，保险资金运用余额 5.3 万亿元，实现投资收益 1031.05 亿元，平均收益率 2.09%。

图表18 保险资产总额



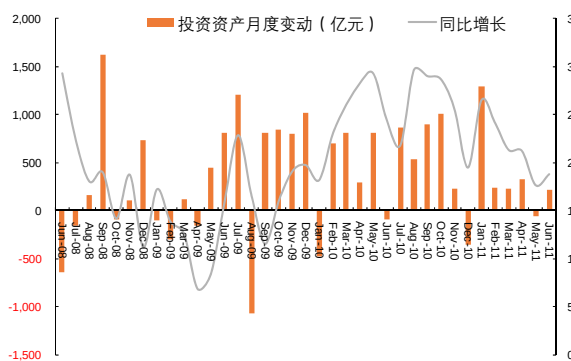
资料来源: CIRC, 平安证券研究所

图表19 保险资金运用余额



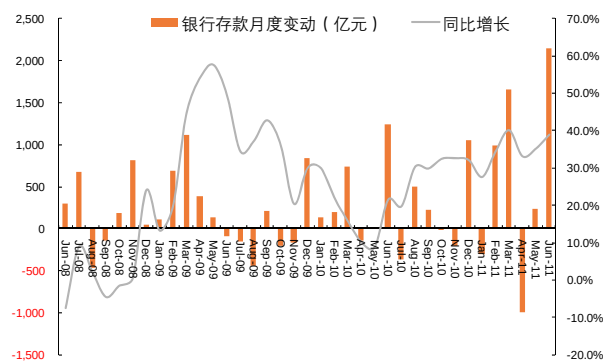
资料来源：CIRC，平安证券研究所

图表20 投资资产月度变动



资料来源：CIRC，平安证券研究所

图表21 银行存款月度变动

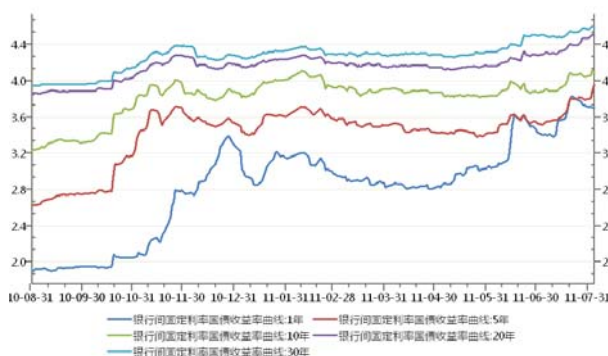


资料来源：CIRC，平安证券研究所

4.2 资金面仍较为紧张，债券利率上行

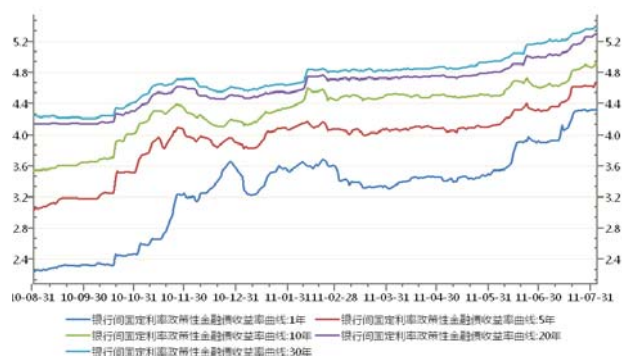
7 月市场资金面仍较为紧张，市场利率在 6 月末大幅冲高后，原本预计在 7 月份资金面将有所缓解。但受国有企业分红及缴税、财政存款资金需求大增等多重因素影响下，流动性再次收紧。同时，城投债信用风险的集中爆发使得信用债市场产生较大波动。本月债券利率均有所上行，企业债收益率上行幅度最大。我们预计下半年资金面缓解会给债券市场带来反弹，但债券反弹幅度将取决于宏观经济和通胀下行幅度。由于这两方面均存在较大的不确定性，下阶段债券市场难以形成趋势性的机会，在局势明朗之前收益率很可能维持窄幅区间震荡。

图表22 国债到期收益率



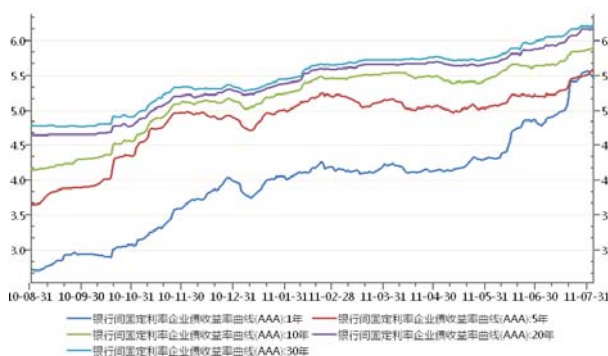
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 金融债收益率



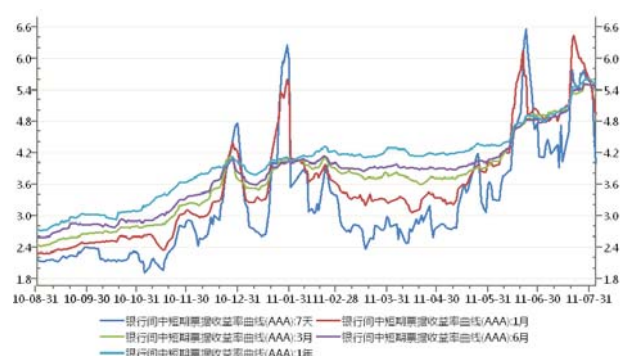
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 企业债收益率 (AAA)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表25 中短期票据收益率 (AAA)

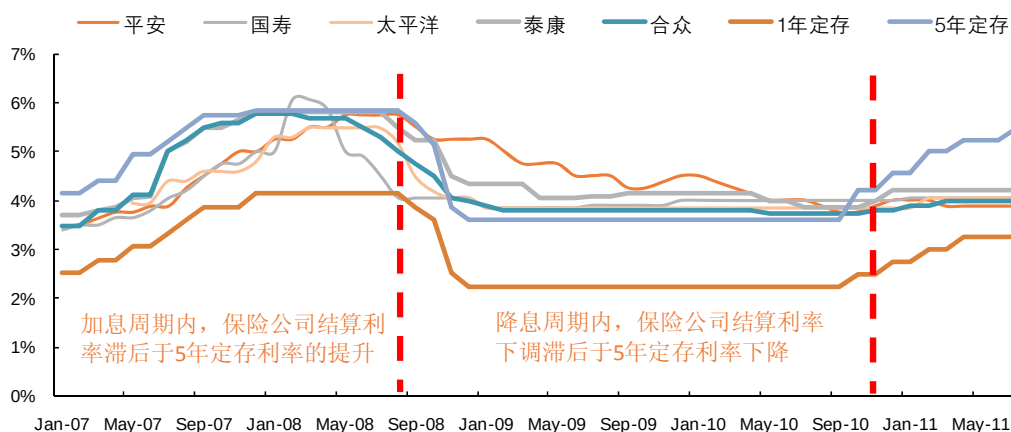


资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.3 本月各主要寿险公司万能结算利率保持不变

7月份各寿险公司主力万能产品的结算利率仍维持在3.8%–4.2%的区间,各公司本月均未调整结算利率。2011年7月各公司万能结算利率中,泰康仍保持市场最高的结算利率4.2%,平安维持3.875%的结算利率。各公司近半年来均未调整万能结算利率,加息后公司上调结算利率的压力增大,但股市的震荡盘整和中长期债市的小幅微升,使得各公司难以上调结算利率。

图表26 各主要寿险公司万能险结算利率



资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

五、行业动态

5.1 行业动态

商业车险费率市场化即将铺开

7月底，保监会向财险公司和各保监局下发了《关于加强机动车辆商业保险条款费率管理的通知（征求意见稿）》，目前该稿仍在征求意见阶段。按计划将在9月底前拿出相关细则，于2012年1月开始实施。从最新讨论的结果来看，改革的大体思路是：合并目前市场上ABC三套商业车险产品，制定一个行业参考条款和纯风险保费，费率则根据各家保险公司的综合成本率（赔付率+费用率）而定。不过，符合相关条件的公司仍可独立开发条款和费率。

具备单独开发权的保险公司须具备以下条件：上年末综合成本率低于行业平均水平的保险公司（综合成本率越低说明保险公司盈利能力越强），可以在行业参考条款的基础上适当增加保险责任，但不得减少保险责任；最近连续3个会计年度实现盈利，且最近连续4个季度偿付能力充足率高于150%，且历年商业车险承保车辆数累计100万辆次以上的保险公司也可独立开发条款和费率。

在此基础上，改革还将细化较多利于消费者之处。比如，将剔除原有一些不利于车主的条款内容，增加保险责任范围等。对于保险公司而言，改革所产生的影响程度不一。以上市保险公司为主的大公司将明显受益，中小公司面临挑战。这主要是由于费率市场化与各公司的综合成本率挂钩。通常来说，大公司由于规模效应和管理先进等因素，综合成本率容易控制在一定水平。但小公司尤其是新公司，在综合成本率控制上存在一定难度。

交强险2010年亏损97亿

8月4日，中国保监会网站对外公布第四份交强险经营业绩，中国保险行业协会公布了33家经营交强险的财险公司交强险专题审计报告和专题精算报告。截止到2010年底，交强险承保亏损达到创纪录的97亿元，抵扣投资收益25亿元，经营亏损也达到72亿元。除了平安财险经营交强险承保和投资都实现盈利、太保财险实现投资盈利外，其它所有的财险公司都出现承保和投资亏损，而平安和太保两家经营交强险的投资盈利就达到25亿元，正好抵上整个交强险行业的所有投资收益。

5.2 公司动态

凯雷H股减持中国太保

7月26日，凯雷投资以30.90港元每股的价格卖出2.4912亿股中国太保H股，较太保周二收盘价31.95港元折价3.29%，套现近80亿港元。再加上凯雷于去年12月及今年1月已两度出售太保，分别套现约138.82亿及67.23亿港元，凯雷正在逐步收缩在太保的份额，目前凯雷投资在中国太保港股持股降至19.1%。

自去年年底凯雷禁售期结束开始，凯雷就开始逐步兑现达200亿港元。本月初，凯雷准备再次沽货的消息开始在香港市场不胫而走。凯雷投资集团中国传讯董事周红旗在接受记者采访时表示，凯雷依然非常看好中国太保的发展前景，但是作为战略投资者，凯雷的投资属性决定了其在完成增值保值后选择离场。

建行携手台保险业巨头首涉大陆人寿保险市场

由中国建设银行控股、台湾中国人寿保险股份有限公司为第二大股东的建信人寿保险有限公司，7月22日在上海正式成立。出席当天成立仪式的国台办经济局局长徐莽表示，在上海国际金融中心建设过程中，两岸金融合作是浓墨重彩的一笔，而两岸金融合作离不开两岸关系的和平发展，冀两

岸金融業者為鞏固、維護當前的良好局面做出努力和貢獻。建行總行方面稱，建信人壽是中國國務院和金融監管部門批准的銀行投資保險業的首批試點企業，是四大國有銀行控股的第一家人壽保險公司，也是《海峽兩岸經濟合作框架協議(ECFA)》簽署後，台灣金融機構直接投資的首家大陸金融企業。據介紹，建信人壽前身為太平洋安泰人壽保險有限公司，由中國太平洋保險集團和荷蘭國際集團(ING)合資設立。2010 年年底，建設銀行牽頭的聯合投標團成功受讓太保集團挂牌出讓的太平洋安泰 50% 股權，建設銀行還另行購買了太平洋安泰 1% 股權。經中國保監會批准，兩項交易分別於 2011 年 6 月 24 日、6 月 29 日完成交割手續。2011 年 7 月 6 日，上海工商行政管理局正式核准了太平洋安泰人壽保險有限公司企業法人營業執照變更事項。建信人壽註冊資本金 8 億人民幣，總部設於上海。中國建設銀行總共持其 51% 股份，島內排名前列的保險公司“中國人壽(台灣)”持股 19.9%。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257