

增持 维持

保险行业

2011 年 9 月 6 日

保险行业 8 月报——准备金评估假设变动和浮亏影响下的中报业绩

非银行金融行业高级分析师：董 乐
SAC 执业证书编号：S0850510120002
DL5573@htsec.com
021-23219374

联系人：黄 喆
Hm6139@htsec.com
021-23219638

1. 我们的观点及投资建议

上市保险公司保费增长均有所下滑，新业务价值增长优于保费增长：2011 年上半年，太保寿险实施“聚焦营销渠道，聚焦期缴业务”策略，个险渠道期交新单保费增速达 33.7%。中国人寿增速为 22.4%。平安人寿由于去年高基数影响，负增长 3.7%。依靠推动趸交产品的销售，平安个险渠道新单保费增速达 15.1%，太保寿险和中国人寿分别为 31.4%和 21.8%。受银保新规和信贷紧缩、加息因素影响，三家公司银保渠道保费收入均出现下滑。其中，平安人寿银保渠道新单保费负增长 21.4%，太保寿险负增长 18.3%，中国人寿负增长 5.8%。考虑各渠道总合，平安人寿由于银保渠道占比低，新单保费增长 2.9%，太保寿险和中国人寿分别负增长 5.4%和 0.4%。

太保寿险新业务价值增速达 18.3%，略高于去年同期 18.1%的增速。平安人寿和中国人寿新业务价值增长分别为 18%和 5.5%。三家公司的 NBEV margin 均有所上升，平安人寿上升 2.8 个百分点至 21.8%，太保寿险上升 1.5 个百分点至 12.6%，中国人寿上升 0.7 个百分点至 11%。提升业务价值是共同的趋势。

准备金假设调整对当前利润影响有限，但由于去年同期准备金减释放大量利润，增加今年同比基数，对利润增速造成影响：2011 年上半年，准备金假设调整对国寿税前利润影响最大，准备金增提减少的利润占税前利润的 10.9%。这主要是由于国寿业务的单一性。对中国平安和中国太保的影响则分别为税前利润的-2.9%和 3.1%。若在计算利润增速时同时剔除 2010 年准备金减提增加的利润，则中国平安、中国太保、中国人寿 2011 年上半年利润增速将分别增加 15.6 个百分点、13.2 个百分点和 21.7 个百分点。

债市和股市下跌导致公司计提大量资产减值并且浮亏增加，影响综合收益总额和净资产增长：从三家公司投资情况看，中国平安和中国太保净投资收益率和总投资收益率均较去年同期上升，净投资收益率分别上升 0.2 个百分点，总投资收益率分别上升 0.5 和 0.1 个百分点。中国人寿总投资收益率下降 0.56 个百分点。三家公司相较去年计提了较多的资产减值。中国平安、中国太保和中国人寿计提资产减值分别达 11.29 亿元、11.68 亿元和 36 亿元。若考虑其他综合损失，中国平安、中国太保、中国人寿的综合收益总额分别为 94.53 亿元、25.32 亿元和-2.67 亿元。

人力增长是三家公司下半年关注的焦点：三家公司均在中报中披露了代理人数量增长情况和产能提升情况。从各家公司过去的新单保费收入分布情况看，上半年贡献了大部分保费收入，约占 60%，下半年保费收入约占 40%。这在 2010 年体现得尤其明显。保险公司下半年的主要工作则是增员。这一点在平安和太保 2010 年增员情况上尤其明显。2010 年上半年，平安和太保人力均为负增长，下半年则实现了较好的增长。

2011 年，公司很可能延续 2010 年的工作节奏，在上半年主要冲刺保费收入，下半年主要抓人力成长。因此，我们认为人力成长是 2011 年下半年关注的重点。若各公司 2011 年下半年能实现较好的人力成长，则 2012 年开门红会有比较好的业绩，保险公司可能从 2011 年的低谷中走出来，开启行业新一轮的增长。

投资建议：目前保险股估值处历史低位，平均静态 P/EV 仅 1.45 倍，2011 年动态新业务价值倍数 5.49 倍，充分反映悲观预期。未来随着股市回升、保单销售回归常态，行业估值将有较大修复空间。我们给予平安、太保“买入”评级，国寿“增持”评级。

风险提示：行业增速低于预期，产险市场景气周期短于预期，市场下跌导致投资收益率下滑。

2.业务结构影响三公司中报业绩

从上半年三家公司业绩看，中国太保剔除转让太平洋安泰等非经常性损益，归属于母公司股东的净利润同比增长 35.3%，增速最快。中国平安归属于母公司股东的净利润增长 32.7%，排名第二。中国人寿净利润负增长 28.1%。

造成三家公司业绩差异的主要原因是三家公司业绩构成的不同。2011 年上半年，产险行业盈利大幅提升。中国平安和中国太保受益于此，中国人寿则因为业务结构单一，未能获益。同时，平安亦受益于深发展的贡献，银行利润大幅提升。从寿险业务本身的盈利增长看，太保寿险利润增长 28.5%，平安人寿险利润增长 3%，利润增长情况均好于中国人寿。

从净资产的增长情况看，还原增资、分红、评估假设调整引起准备金变动等因素，中国平安净资产增长 8.7%，中国太保净资产增长 2.9%，中国人寿净资产增长 0.6%。净资产增长情况不同于净利润增长情况主要是因为各家公司可供出售金融资产公允价值下跌。

三家公司内含价值亦受到股市、债市下跌的影响。中国太保、中国人寿内含价值分别负增长 0.1%和 0.5%。中国平安 16.4%的增速部分受益于股东增资。

尽管新单保费增速大幅下滑，平安新单保费收入增长 2.9%，太保和国寿新单保费分别负增长 5.4%和 0.4%，由于个险渠道保费收入增长，尤其是期交保费收入增长，以及通过销售具有更高价值的产品，三家公司的新业务价值仍然实现了超过新单保费收入增幅的增长。中国平安、中国太保和中国人寿新业务价值分别增长 18%、18.3%和 5.5%。

表 1 主要财务及精算指标对比（百万元）

	中国平安		中国太保		中国人寿	
	2010Y	2011H1	2010Y	2011H1	2010Y	2011H1
净资产（还原增资、分红、评估假设调整）	112030	121729	80297	82589	208710	209979
增速		8.7%		2.9%		0.6%
内含价值	200986	233966	110089	110008	298099	296493
增速		16.4%		-0.1%		-0.5%
	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1
净利润	9611	12757	4051	5482	18034	12964
增速		32.7%		35.3%		-28.1%
NBEV	8603	10148	3238	3830	11548	12186
增速		18.0%		18.3%		5.5%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 中国太保业绩增长构成（百万元）

	利润		占比		占比变动	增速
	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1	2011H1	2011H1
寿险	2174	2793	54.1%	48.0%	-6.1%	28.5%
产险	1521	2342	37.8%	40.3%	2.4%	54.0%
其他	324	681	8.1%	11.7%	3.6%	110.2%
合计	4019	5816	100.0%	100.0%	0.0%	44.7%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 3 中国平安业绩增长构成（百万元）

	2010H1	2011H1	增长	增速	增长构成
寿险	6551	6762	211	3%	7%
产险	1088	2693	1605	148%	51%
银行	1104	2397	1293	117%	41%
证券	828	715	-113	-14%	-4%
其它	295	431	136	46%	4%
合计	9866	12998	3132	32%	100%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 低保费增速下的寿险新业务价值增长

2011 年上半年，太保寿险实施“聚焦营销渠道，聚焦期缴业务”策略，个险渠道期交新单保费增速达 33.7%。中国人寿增速为 22.4%。平安人寿由于去年高基数影响，负增长 3.7%。依靠推动趸交产品的销售，平安个险渠道新单保费增速达 15.1%，太保寿险和中国人寿分别为 31.4%和 21.8%。

受银保新规和信贷紧缩、加息因素影响，三家公司银保渠道保费收入均出现下滑。其中，平安人寿银保渠道新单保费负增长 21.4%，太保寿险负增长 18.3%，中国人寿负增长 5.8%。

考虑各渠道总合，平安人寿由于银保渠道占比低，新单保费增长 2.9%，太保寿险和中国人寿分别负增长 5.4%和 0.4%。

表 4 主要业务指标对比（百万元）

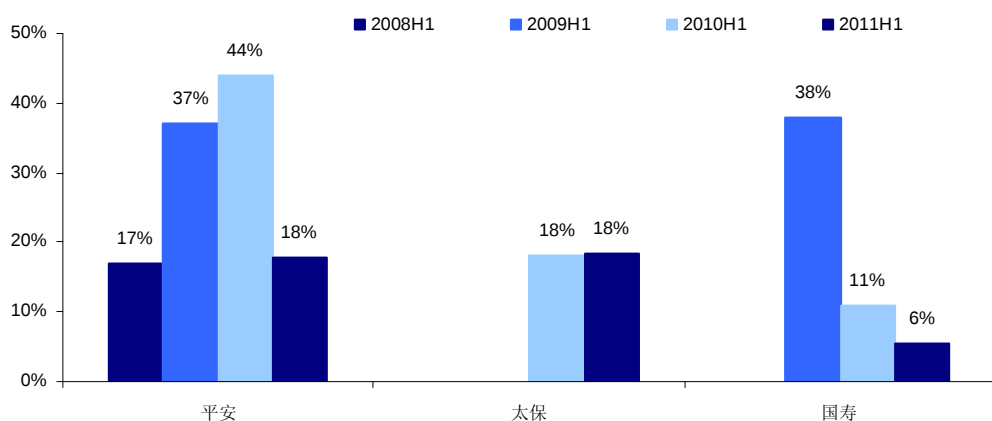
	中国平安		中国太保		中国人寿	
	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1
个险渠道期交新单保费	23840	22963	4511	6030	18466	22607
增速		-3.7%		33.7%		22.4%
个险渠道新单保费	25943	29855	4884	6417	18766	22848
增速		15.1%		31.4%		21.8%
银保渠道新单保费	15886	12479	25345	20718	84055	79199
增速		-21.4%		-18.3%		-5.8%
新单保费	45297	46610	32091	30353	111576	111103
增速		2.9%		-5.4%		-0.4%
NBEV	8603	10148	3238	3830	11548	12186
增速		18.0%		18.3%		5.5%
NBEV margin	19.0%	21.8%	10.1%	12.6%	10.3%	11.0%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

尽管新单保费出现下滑，由于高价值的个险业务尤其是个险期交业务增长，太保寿险新业务价值增速达 18.3%，略高于去年同期 18.1%的增速。平安人寿和中国人寿新业务价值增长分别为 18%和 5.5%，较去年增速 43.9%和 10.9%有所下滑，但好于新单保费增长。

三家公司的 NBEV margin 亦有所上升，平安人寿上升 2.8 个百分点至 21.8%，太保寿险上升 1.5 个百分点至 12.6%，中国人寿上升 0.7 个百分点至 11%。

图 1 上市保险公司新业务价值增速



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2011 年上半年，准备金假设调整对国寿税前利润影响最大，准备金增提减少的利润占税前利润的 10.9%。这主要是由于国寿业务的单一性。对中国平安和中国太保的影响则分别为税前利润的-2.9%和 3.1%。若仅考虑准备金假设调整对寿险业务利润的影响，准备金减提增加的利润占太保寿险营业利润的 6.7%。平安人寿和中国人寿则分别对准备金进行了增提，减少的利润分别占寿险营业利润的 5.6%和 11%。

对三家上市公司而言，2011 年上半年准备金假设调整对利润的影响比 2010 年上半年小。若在计算利润增速时同时剔除 2010 年准备金减提增加的利润，则中国平安、中国太保、中国人寿 2011 年上半年利润增速将分别增加 15.6 个百分点、13.2 个百分点和 21.7 个百分点。

表 5 准备金假设调整对利润的影响（百万元）

	中国平安		中国太保		中国人寿	
	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1
准备金假设调整对税前利润的影响	963	-471	550	230	3373	-1622
准备金假设调整对税前利润的影响（占比）	7.9%	-2.9%	10.9%	3.1%	15.6%	-10.9%
税前利润	12208	16266	5037	7519	21603	14927
税前利润增速		33.2%		49.3%		-30.9%
剔除准备金假设调整影响的税前利润	11245	16737	4487	7289	18230	16549
剔除准备金假设调整影响的税前利润增速		48.8%		62.4%		-9.2%
准备金假设调整对寿险营业利润的影响（占比）	12.2%	-5.6%	20.8%	6.7%	15.7%	-11.0%
寿险营业利润	7894	8416	2639	3426	21509	14732
寿险营业利润增速		6.6%		29.8%		-31.5%
剔除准备金假设调整影响的寿险营业利润	6931	8887	2089	3196	18136	16354
剔除准备金假设调整影响的寿险营业利润增速		28.2%		53.0%		-9.8%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 资产减值和浮亏增加影响综合收益总额

从三家公司投资情况看，中国平安和中国太保净投资收益率和总投资收益率均较去年同期上升，净投资收益率分别上升 0.2 个百分点，总投资收益率分别上升 0.5 和 0.1 个百分点。中国人寿总投资收益率下降 0.56 个百分点。中国人寿总投资收益率最高，为 4.5%，中国太保次之，为 4.4%，中国平安为 4.2%。

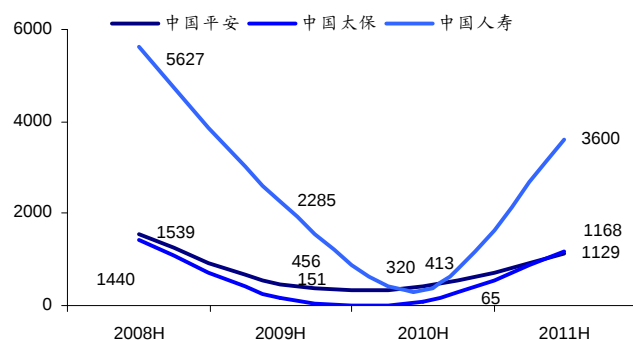
三家公司相较去年计提了较多的资产减值。中国平安、中国太保和中国人寿计提资产减值分别达 11.29 亿元、11.68 亿元和 36 亿元。若考虑其他综合损失，中国平安、中国太保、中国人寿的综合收益总额分别为 94.53 亿元、25.32 亿元和-2.67 亿元。

表 6 上市保险公司投资收益率及综合收益（百万元）

	中国平安		中国太保		中国人寿	
	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1
净投资收益率	4.1%	4.3%	4.2%	4.4%	-	-
总投资收益率	3.7%	4.2%	4.3%	4.4%	5.06%	4.5%
净利润	9866	12998	4070	5883	18115	13074
增速		31.7%		44.5%		-27.8%
其他综合收益	-3239	-3545	-4775	-3351	-17596	-13341
综合收益总额	6627	9453	-705	2532	519	-267
增速		42.6%		-		-

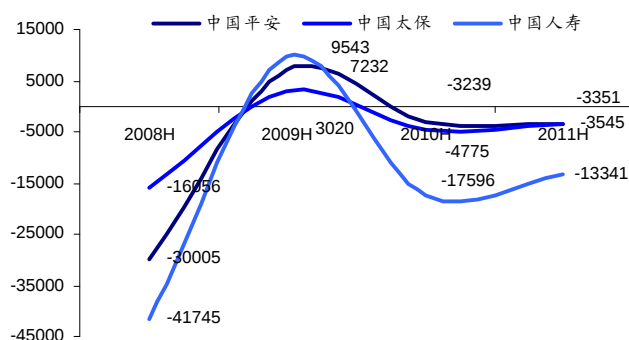
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 上市保险公司资产减值计提情况（百万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 上市保险公司其他综合损益情况（百万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

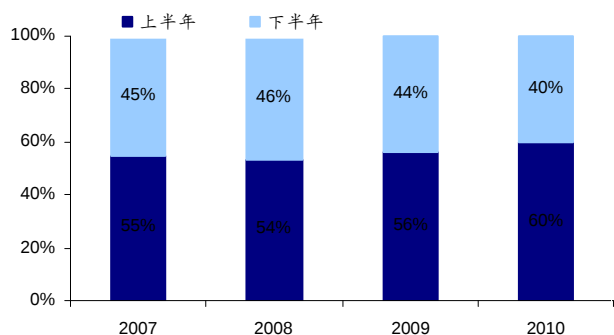
5.人力成长成三家公司共同关注的焦点

三家公司均在中报中披露了代理人数量增长情况和产能提升情况，显示了各家公司对代理人队伍成长的重视。从各家公司过去的新单保费收入分布情况看，上半年贡献了大部分保费收入，约占 60%，下半年保费收入约占 40%。这在 2010 年体现得尤其明显。

从历史情况看，保险公司下半年的主要工作则是增员。这一点在平安和太保 2010 年增员情况上尤其明显。2010 年上半年，平安和太保人力均为负增长，下半年则实现了较好的增长。国寿 2010 年全年人力负增长的原因是新基本法试点，提升考核标准剔除低产能人力。

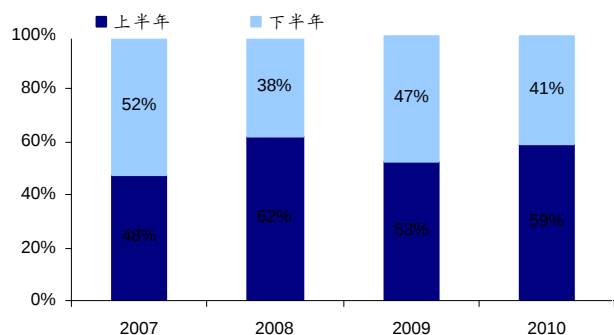
2011 年，公司很可能延续 2010 年的工作节奏，在上半年主要冲刺保费收入，下半年主要抓人力成长。因此，我们认为人力成长是 2011 年下半年关注的重点。若各公司 2011 年下半年能实现较好的人力成长，则 2012 年开门红会有比较好的业绩，保险公司可能从 2011 年的低谷中走出来，开启行业新一轮的增长。

图 4 中国平安新单保费收入分布



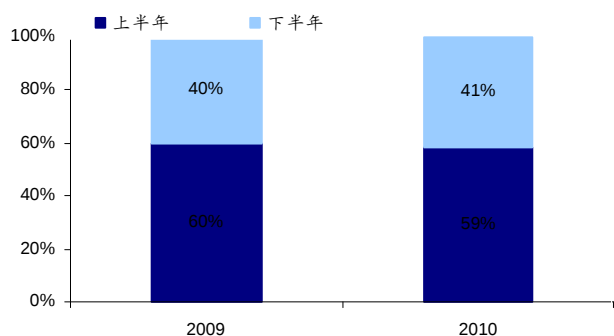
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 5 中国太保新单保费收入分布



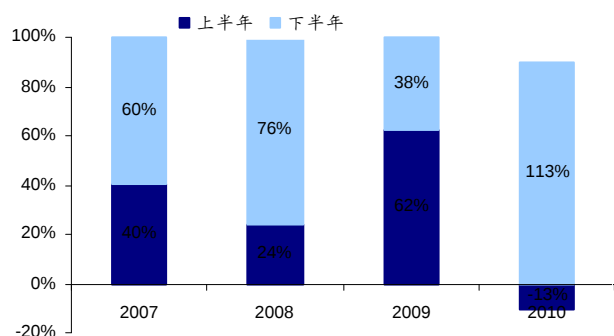
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 6 中国人寿新单保费收入分布



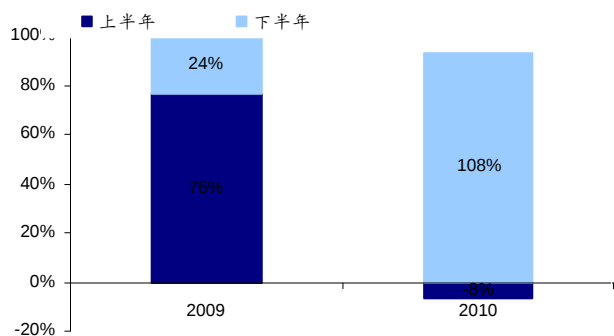
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 7 中国平安代理人增长分布



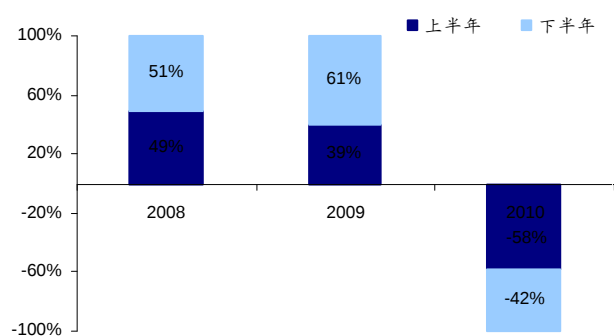
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 8 中国太保代理人增长分布



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 9 中国人寿代理人增长分布



资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

董 乐：非银行金融业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国平安（601318.SH）、中国太保（601601.SH）、中国人寿（601628.SH）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。