

联系人：金融行业研究组

日期：2011年09月08日

www.lxzq.com.cn

保险：2011 年中报综述

研究员	安信证券 杨建海	报告日期	2011年9月7日
-----	----------	------	-----------

投资要点：

平安净资产表现最佳。截至上半年末国寿、平安、太保的净资产分别为1971亿元、1343亿元和798亿元，与年初相比分别环比增长-6%、20%和-1%。平安的净资产不降反升的原因主要在于公司定向发行股票募集了161亿元资金。考虑分红、募资和准备金假设调整等因素后，国寿、平安、太保2011年中期末的净资产与年初相比分别环比增长0.6%、8.7%和2.9%，平安的净资产表现最佳。

三家公司的净利润表现差异较大。2011年上半年国寿、平安、太保的净利润分别同比增长-28%、33%和45%，三家公司净利润增速差异较大的原因主要在于：1、国寿上半年的总投资收益率同比有所下降而平安和太保均有所提升；2、太保、平安的非寿险业务的利润同比增速较快；3、国寿和平安增提准备金相应减少了税前利润，而太保则是减提了准备金从而增加了税前利润。

太保的寿险保费增速相对较快。从标准保费来看，上半年太保的增速是最快的，为24%，国寿只同比增长了7%，平安则负增长了13%，标准保费的较快增长使得太保上半年的新业务价值增速在三家公司中是最快的，为18.3%。从保费质量来看，平安相对较好，其上半年首年保费中期交保费占比达到51%，较同期的国寿和太保高出不少，平安的APE Margin也较去年同期提升了7个百分点至34%，而国寿和太保与去年同期相比变化不大。

财险的综合成本率处于低位。2011年上半年，财险业务利润增幅最大的是平安财险，利润同比增幅达到148%，人保财险、太保财险和太平财险也分别同比增长了97%、54%和27%。这主要受益于综合成本率的下降：2011年上半年，人保财险、太保财险、平安财险和太平财险的综合成本率分别为92.5%、91.1%、92.9%和98.4%，和去年同期相比分别下降了4.2个、3.4个、3.6个、1.5个百分点；同时财险保费的增长仍处于快车道之中。近期保监会就车险条款、费率的改革征求了意见，预计财险行业高盈利的时代或将结束，但我们也不至于过度悲观，行业98%



左右的综合成本率或可维持。

投资收益率升降不一。2011年上半年，从总投资收益率来看，依然是国寿最高，为4.5%，这应该与公司浮盈的释放有关；太保和平安的总投资收益率分别为4.4%和4.2%。与去年同期相比，国寿的总投资收益率较去年同期下降了50多个BP，平安和太保则分别提升了50个BP和10个BP。资产组合方面，2011年上半年权益类资产占比最高的是国寿，为13.4%，虽然上半年国寿下调了权益类资产的比重，而平安和太保分别提高了权益类资产的占比1.7个百分点和1个百分点，但国寿的权益类资产占比仍然高于太保和平安。

维持保险行业领先大市-A的投资评级。保险行业的估值水平目前处于历史低点，且预计进入4季度评估利率曲线将转为上行从而释放保险公司利润，我们维持保险行业领先大市-A的投资评级。不过，在负利率环境下，保费收入和储蓄存款一样面临被脱媒的压力，这或将在较长时间内制约保险股向上的弹性。

风险提示：市场环境发生大的变化；保费增速持续低迷。

短期承压，前程远大——保险 2011 年中报综述

研究员	国泰君安 彭玉龙	报告日期	2011年9月5日
-----	----------	------	-----------

本报告导读：

太保和平安的中期盈利表现较好，但浮亏对净资产、内涵价值和下半年投资收益都形成不利影响，新业务价值增长好于保费。寿险保费下半年仍可能持续低迷，但目前保险处于估值底和寿险底，养老体制改革决定远大前程，维持行业增持评级。

中国人寿盈利低于同行。公司盈利：中国太保（44.7%）>中国平安（32.7%）>中国人寿（-28.1%）；寿险盈利：太保寿险（28.5%）>平安寿险（3%）>中国人寿（-28.1%）；产险盈利：平安产险（148%）>太保产险（54%）。

浮亏拉低净资产增速，分红导致净资产下降。经营活动净资产：中国平安（8.3%）>中国太保（3.2%）>中国人寿（-0.1%）；净资产：中国平安（10.9%）>中国太保（7.2%）>中国人寿（6.2%）。

内含价值和偿付能力受净资产不利影响，但新业务价值好于寿险保费。内涵价值：中国平安（16.4%）>中国太保（-0.1%）>中国人寿（-0.2%）；调整后内涵价值：中国平安（9.9%）>中国人寿（3.3%）>中国太保（2.7%）；一年新业务价值：中国平安（10.0%）>中国太保（9.7%）>中国人寿（3.4%）；上半年新业务价值：中国太保（18.3%）>中国平安（18.0%）>中国人寿（5.5%）。实际资本受市场的影响比净资产更大，对偿付能力形成较大负面影响。

个险有增长，银保滑铁卢。从个险来看，都实现了正增长，其中，国寿增长10.0%，平安增长29.3%，太保增长25.0%。个险首年保费也都有不错的增长，但平安的首年保费主要靠趸期增长435%拉动，而期缴下降了4%，国寿和太保的首年期缴分别增长了32%和22%。银保受政策影响均有所下降。

产险公司保费超越行业增速，综合成本因费用率大幅下降而降到低。平安产险和太保产险保费增速比行业高出19 和2 个百分点；综合成本率分别下降至92.9%和91.1%的历史新低，主要是因为综合费用率分别下降了6 和5.5 个百分点；综合赔付率上升2 个百分点左右。

加息致净投资收益率上升,但浮亏致综合投资收益率下降。总投资收益率：国寿(4.5%)>太保(4.4%)>平安(4.2%)；考虑浮亏后的综合投资收益率：平安(3.3%)>太保(3.0%)>国寿(2.6%)。

下半年判断：寿险很可能延续上半年的低迷趋势，四季末或将出现新周期；产险盈利景气可持续，但增速下滑在预期之中；由于股市和债市同步下跌，国寿、平安、太保上半年的累积浮亏达到86.46 亿、61.69亿、53.83 亿，下半年面临投资收益压力。

估值和寿险基本面处于底部，行业仍处于朝阳阶段，养老政策改革的步伐越来越临近，随时可能带来希望，即使经历些煎熬，持有保险股终将得到回报。给予行业增持评级，近期仍推荐中国太保，中国平安是战略投资品种，四季度可考虑中国人寿的短期投资机会。

个险银保挑战依然 产险仍享制度红利

研究员	申银万国 孙婷	报告日期	2011年9月1日
-----	---------	------	-----------

投资要点：

保险公司2011年上半年业绩总体略低于预期，三大保险公司总利润与去年同期持平。受股票市场下跌和准备金折现率下调影响，寿险利润总体较2010年同期减少15.85%；产险仍享行业制度红利，盈利水平提升幅度普遍超预期，三家上市产险净利润较2010年同期大幅提升95%。受资本市场低迷影响，三家上市公司净资产较2010年底仅增长2.5%，与2011年一季度末基本持平。同时，各家公司可供出售金融资产浮盈已经耗尽，三家公司均出现较大幅度浮亏，未来可能面临减值压力。

期限结构调整效果有限，渠道扩张仍面临挑战。2011年各家公司仍坚持产品结构和期限结构改善目标。其中，中国平安期交新单保费占比基数较高，因此2011年上半年基本与2010年持平，而中国人寿和中国太保的期交新单保费占首年保费收入的比例大幅提高，分别由2010年的27%和31%提升至11年上半年的31%和33%。但相比2009年，期限结构改善效果有限，出现“期缴短期化”现象，个险5年期以下业务占比亦大幅提升。2011年下半年寿险行业亦面临较大不确定性：1) 银保新规影响短期保费增速，且拐点难现，2) 营销员增员困难影响个险渠道业务扩张。2011年行业寿险保费增速预计10%以上，中国人寿、中国平安和中国太保新业务价值增长预计分别为10%、18%和20%。

产险保费增长放缓，而受益于制度红利，承保盈利水平进一步提高。2011年上半年，伴随汽车销量增长放缓，财产保险，尤其是车险保费亦呈现减速趋势，中国人保财险、平安产险和太保产险保费分别实现12%、35.5%和19.2%的增长。虽然保费增速放缓，但盈利能力大幅提升，三家公司2011年上半年的综合成本率分别为92.5%、92.9%和91.1%。三大产险公司共实现净利润104亿元，人保财险、平安产险和太保产险的利润增速分别为97%、147.5%和54%。需要注意的是，保监会7月下旬下发《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）》，让利消费者成为趋势。但三家上市产险公

司管理、品牌优势明显，预计2011全年上市产险公司综合成本率95%以下，保费快速增长和成本率稳定仍将带来利润持续增长。

再融资担忧有望在今年下半年消除。2011年，投资者在关心公司业绩的同时，更为关注产、寿险子公司和集团的偿付能力充足率。由于资本市场波动和持续加息，保险公司权益类和债券类投资的公允价值均出现一定幅度的下降，从而影响各公司的偿付能力水平，其中中国人寿的偿付能力充足率从212%大幅下降至164%，而中国平安收购深发展股权至60%，有持续融资需求。我们预计今年下半年，中国平安和中国人寿将会通过发行次级债的方式补充资本，发行规模在400亿左右。次级债发行完成后，中国人寿和中国平安的偿付能力充足率将会回到200%，市场对于保险公司再融资的担忧将逐渐消除。

维持看好，推荐买入中国太保。虽然对于短期行业基本面并不十分乐观，但目前保险股价绝对低估，维持对保险行业看好评级。随着保费基数的降低和准备金折现率的触底回升，寿险保费和利润均会提升，行业重回向上趋势。短期我们推荐中国太保：1) 受益于产险制度红利和寿险管理改善，产、寿险业务发展良好；2) 寿险利润对保险合同准备金折现率变化的敏感性最高，下半年业绩改善最为显著；3) 偿付能力充足率300%左右，无融资压力及其他风险因素，低估值提供买入机会。

联讯点评：

保险股估值处历史低位，2011年动态新业务价值倍数不足6倍，充分反映悲观预期。若股市回升，销售转好，行业估值有较大修复空间。目前介入保险股将获得较好风险收益比。我们维持原有看法不变。因此我们维持原有的投资建议，首推太保，考虑到太保产险盈利能力强劲，且评估利率弹性最强；次推平安，估值安全，产险增长势头良好，且受益于金融综合平台效用，但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。上半年制约保险业绩的因素如保费、寿险准备金评估利率将于下半年出现好转，下半年投资环境改善，前期债券收益率大幅上行，利好保险公司新增固定收益投资。但权益市场仍旧处于弱市，积极信号或有待四季度。

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

投资评级说明

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。