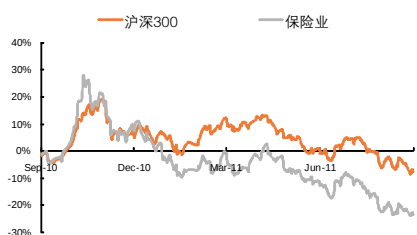


保险行业2011年9月报

寿险业务持续低迷，板块表现难有起色

推荐 (维持)

行情走势图



相关研究报告

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

《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》（2010.8.8）

《中国人寿 2011 年中报点评：盈利同比下降 28.1%，受准备金假设变动影响较大》（2010.8.24）

《中国太保 2011 年中报点评：产寿险齐给力，盈利同比增长 44.7%》（2010.8.29）

证券分析师

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

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

- **寿险业务七月总结：寿险陷困境，新单保费同比下降**
 - 新会计准则下，寿险行业7月保费收入632亿，累计保费收入6329亿；
 - 平安个险业务依旧低迷，主要受潜在客户消化完毕和新万能产品影响；
 - 太保个险新单上半年增速迅猛，7月增速如预期回落；
 - 国寿个险新单保费增速持续放缓，未见起色。
- **产险业务七月总结：平安太保保持良好增速，行业增速动能减退**
 - 产险行业7月累计保费收入2727亿，同比增长16.6%；
 - 平安和太保产险保持良好业务增速，累计同比增长35.5%和18.8%；
 - 汽车销量增速继续下滑，同比增长3.4%，产险行业增长动能减退。
- **保险业务八月展望：寿险困境难改，产险维持增速**
 - 平安：8月为传统淡季，预计业务低迷情况难有改观。9、10月份随着公司新分红产品的推出，个险新单保费增速有望得到好转。平安产险增长态势良好，预计继续保持高成长。
 - 太保：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：新的十年期分红产品销售低于预期，随着公司新基本法在全国的推广和严格执行，预计未来几个月公司的个险新单保费和业务员人力将继续下降趋势。
- **近期寿险行业情况基本符合我们的悲观预期，个险新单保费增速持续下滑，市场对于保险行业的信心滑落。虽然估值较低，且保险行业未来两年盈利增速较为确定，股价下行有支撑，但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，维持保险板块“推荐”评级。建议重点关注各公司9、10月份业务情况，如业务出现好转或可出现反弹行情。平安、太保、国寿当前股价对应2011年PE分别为13倍、14倍和15倍，P/EV分别为1.4倍、1.4倍和1.3倍。**

正文目录

一、 行业策略与表现.....	4
1.1 行业策略：寿险业务持续低迷，压制保险板块表现，维持“推荐”评级.....	4
1.2 行业表现：8月保险板块走势符合预期，随大盘波动.....	5
二、 寿险业务	6
2.1 寿险行业业务发展陷入困境，银保业务未见起色	6
2.2 主要寿险公司业务表现	7
三、 产险业务	8
3.1 产险行业增长动力减退	8
3.2 主要产险公司业务表现	9
四、 保险资产	10
4.1 2011年7月保险资金运用余额5.2万亿	10
4.2 资金面仍较为紧张，债券利率上行	12
4.3 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	14

图表目录

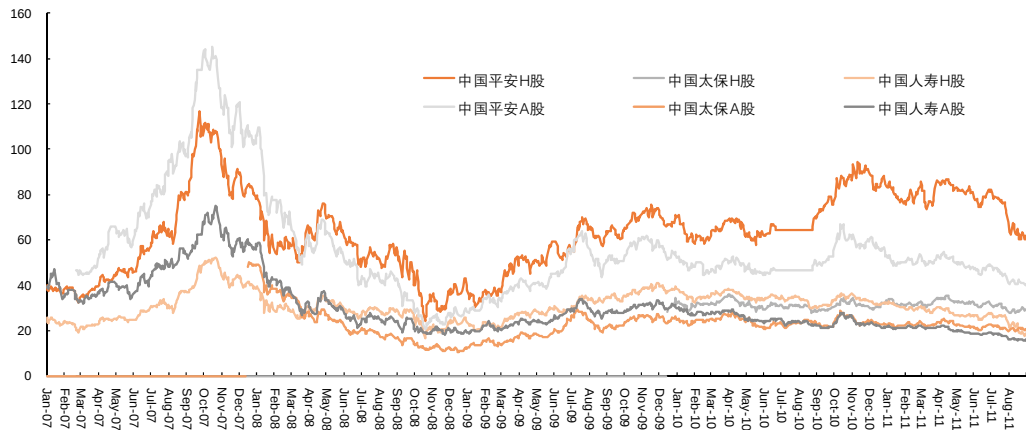
图表 1	三大险企 AH 股历史表现	5
图表 2	三大险企 A/H 股折价	5
图表 3	保险板块月度表现	6
图表 4	保险公司月度走势	6
图表 5	寿险行业累计总保费（2011 年为新会计准则口径）	7
图表 6	平安寿险总保费收入（当年）	7
图表 7	平安寿险总保费收入（同比）	7
图表 8	太保寿险总保费收入（当年）	8
图表 9	太保寿险总保费收入（同比）	8
图表 10	中国人寿总保费收入（当年）	8
图表 11	中国人寿总保费收入（同比）	8
图表 12	产险行业累计保费收入	9
图表 13	汽车销量增长率	9
图表 14	平安产险总保费收入（当年）	10
图表 15	平安产险总保费收入（同比）	10
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	11
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	13

一、行业策略与表现

1.1 行业策略：寿险业务持续低迷，压制保险板块表现，维持“推荐”评级

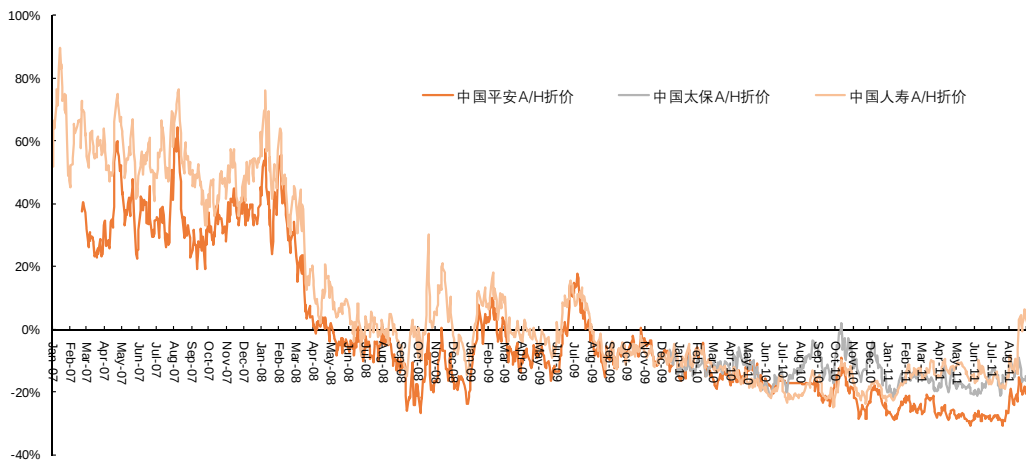
- **估值仍处低位。**受大盘低迷和业务持续走低影响，保险板块估值维持低位。平安、太保、国寿当前股价对应 2011 年 PE 分别为 13 倍、14 倍和 15 倍，P/EV 分别为 1.4 倍、1.4 倍和 1.3 倍。受 H 股保险板块大幅下跌影响，目前保险板块 A 股相对于 H 股的折价在减少，中国人寿 A 股股价目前高于 H 股股价。
- **保险行业中报总结：**
 - 1、公司表现分化严重，平安和太保略好于市场预期，中国人寿低于市场预期；
 - 2、中国平安：受益于综合金融，盈利增速略超市场预期。寿险新业务增速和新业务价值增速好于市场预期，但其中受公司短期的产品和营销策略的影响较大，持续性较差。产险业务实现业务和盈利双丰收，业务增速遥遥领先，综合成本率继续下降，盈利同比大幅攀升。
 - 3、中国太保：业务和盈利双双大幅上升。“双聚”战略执行效果显著，寿险业务质量大幅提升，营销渠道新业务增长31.4%，新业务价值同比增长18.3%。产险综合成本率由94.5%下降至91.1%，盈利能力进一步提升，盈利同比增长54.0%。
 - 4、中国人寿：业务和盈利双双下滑。个险业务低迷和业务员人力下滑情况严重，盈利增速受去年准备金释放影响较大，上半年盈利增速大幅下滑。
- **保险行业下半年展望：**
 - 1、寿险业务：个险银保业务形势均较为悲观，行业压制因素众多，今年属于业务调整年，预计各寿险公司下半年的业务增长情况均差于上半年。
 - 2、寿险盈利：投资表现仍是主要影响因素，上半年浮亏会对下半年的投资收益产生压制作用。但就下半年来看，固定收益类投资和权益类投资的收益情况应该都会好于上半年。同时，准备金贴现率对盈利的影响也会好于上半年，所以下半年寿险业务的盈利情况应该会好于上半年。
 - 3、产险业务：全年业务增速维持目前态势基本无忧，但受汽车产销量增速不断下滑的影响，明年业务增速压力较大；
 - 4、产险盈利：高承保利润率可持续，但进一步提升的空间不大。去年高业务增长率引致的今年已赚保费高增速在下半年会减缓，下半年产险的盈利增速会略低于上半年。
- **9 月策略：**虽然中报业绩略超预期，但寿险业务持续低迷压制板块表现，维持“推荐”评级。近期寿险行业情况基本符合我们的悲观预期，个险新单保费增速持续下滑，市场对于保险行业的信心滑落。虽然估值较低，且保险行业未来两年盈利增速较为确定，股价下行有支撑，但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，维持保险板块“推荐”评级。建议重点关注各公司 9、10 月份业务情况，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

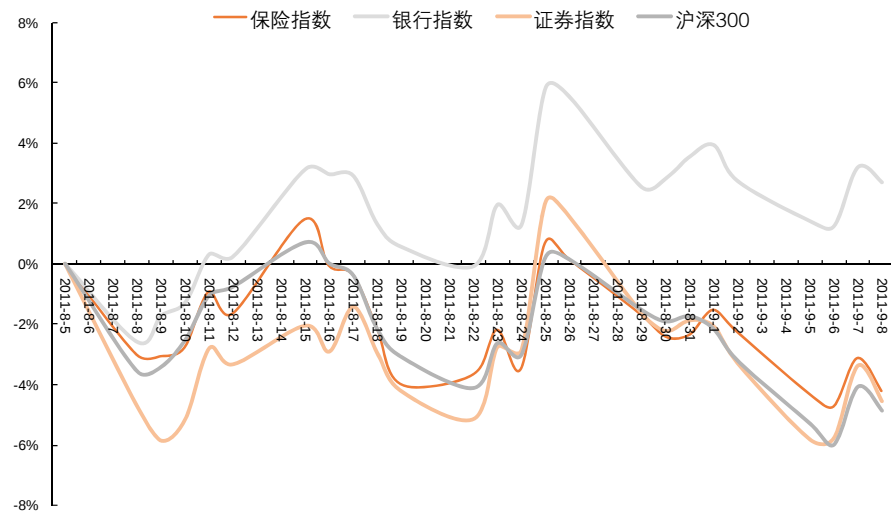


资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.2 行业表现：8月保险板块走势符合预期，随大盘波动

8月保险板块走势符合预期，随大盘波动。有鉴于寿险个人新契约业务持续低迷，且下半年预期较为悲观，我们于上月下调保险板块评级至“推荐”，认为保险板块短期内或随大盘波动，难有独立行情。本月保险板块走势也证明了我们的判断，从上月我们下调评级至今，保险板块走势基本与沪深300指数走势一致。

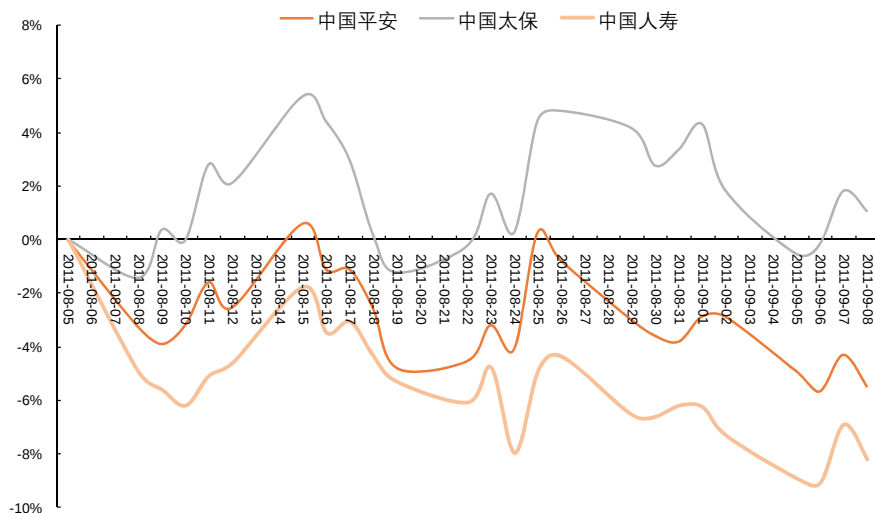
图表3 保险板块月度表现



资料来源: WIND, 平安证券研究所

A 股市场太保上升 1.05%，平安和国寿下跌 5.48%和 8.19%。

图表4 保险公司月度走势



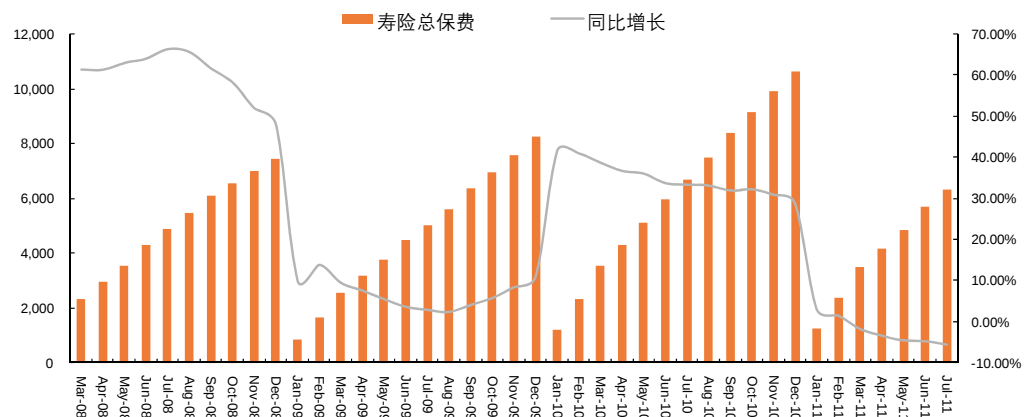
资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、寿险业务

2.1 寿险行业业务发展陷入困境，银保业务未见起色

寿险行业 7 月新会计准则口径下实现当月保费收入 632 亿元，累计保费收入 6329 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

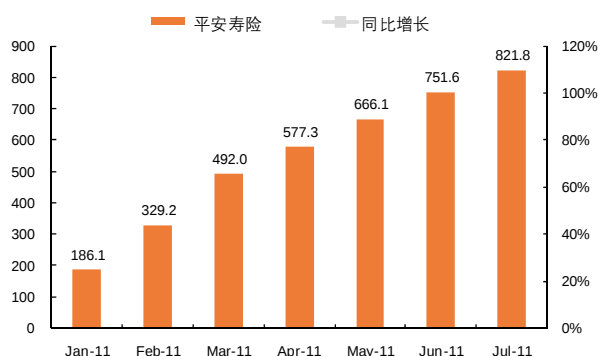
2.2 主要寿险公司业务表现

平安寿险：随着3月-5月个险新单业务爆发式增长后，潜在客户消化完毕，同时新万能产品与旧款相比有较大差异，业务员需要时间消化吸收，使得6、7月业务低迷。8月是传统淡季，预计业务仍难有改观。9、10月份随着公司新分红产品的推出，个险新单保费增速有望得到好转。

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。7月份新单业务与我们之前预计的一样，业务增速略有放缓，但与行业相比仍然表现仍然较为突出。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：7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，新的十年期分红产品销售低于预期。随着公司新基本法在全国的推广和严格执行，预计未来几个月公司的规模保费和业务员人力将继续增速下滑的趋势，下调全年个险新单保费增速至6%。

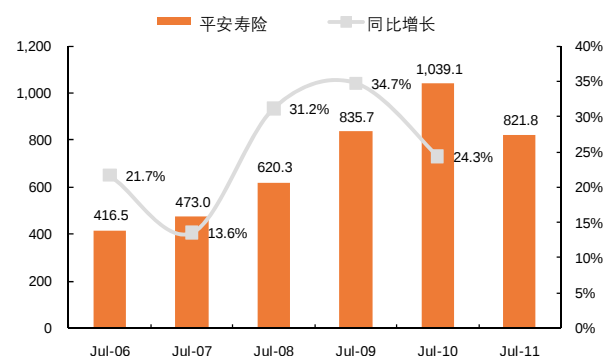
图表6 平安寿险总保费收入（当年）



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

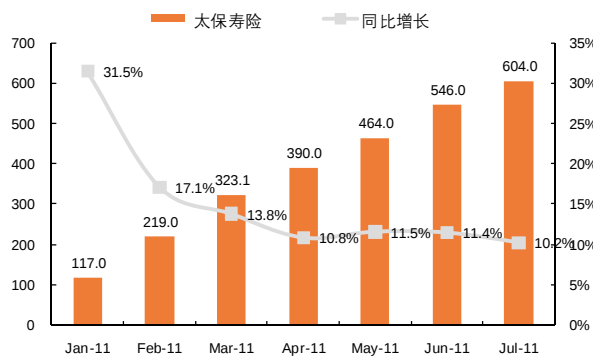
图表7 平安寿险总保费收入（同比）



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

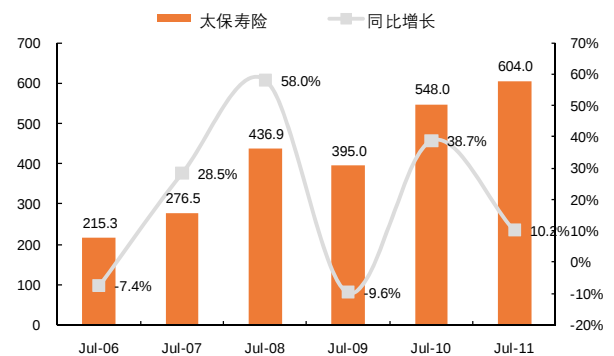
图表8 太保寿险总保费收入（当年）



资料来源：CIRC，平安证券研究所

注：新会计准则下保费收入

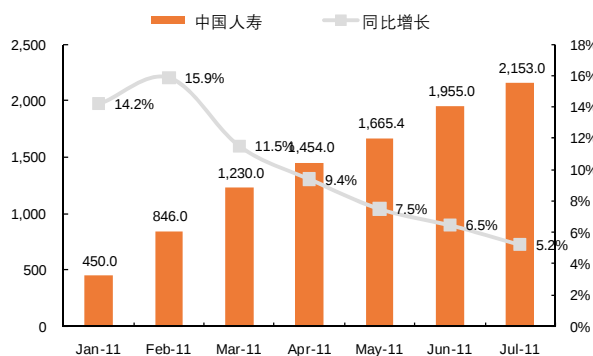
图表9 太保寿险总保费收入（同比）



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

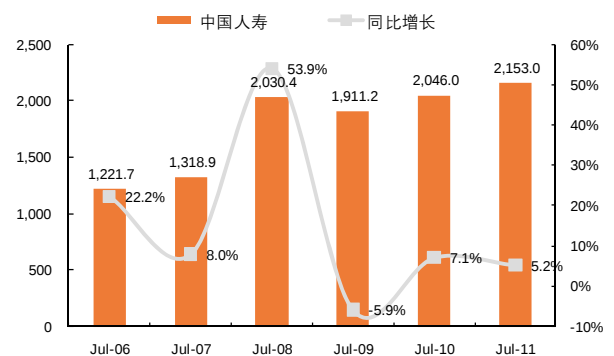
图表10 中国人寿总保费收入（当年）



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

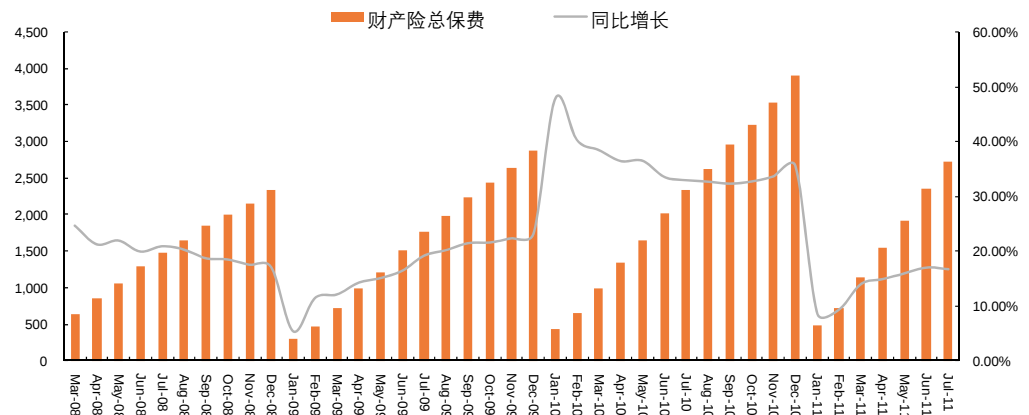
注：2011年为新会计准则下保费收入，2010年及以前数据为旧准则下的规模保费

三、产险业务

3.1 产险行业增长动力减退

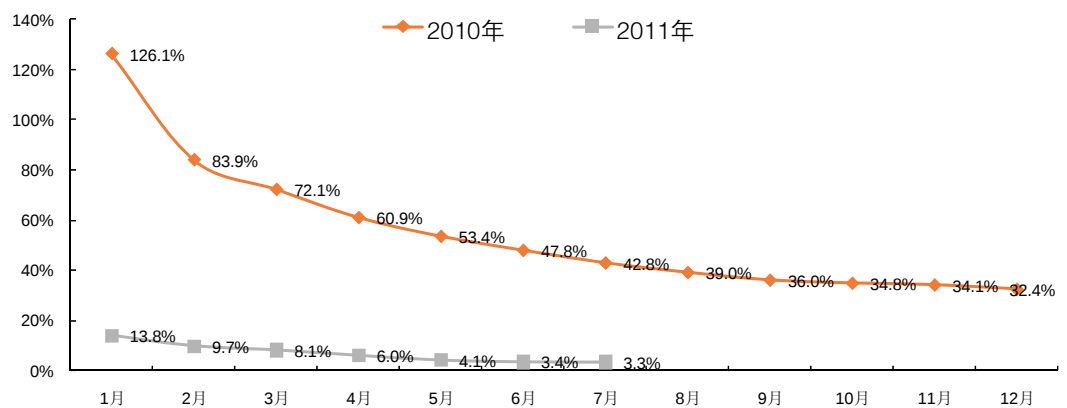
产险行业7月份实现当月保费收入367亿,同比增长14.7%,累计保费收入2727亿,同比增长16.6%。产险行业保费增速继续改善,平安和太保继续保持超越行业的保费增速。汽车销量增速继续下滑,同比增长3.4%,车险行业增长动力在持续减退。

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



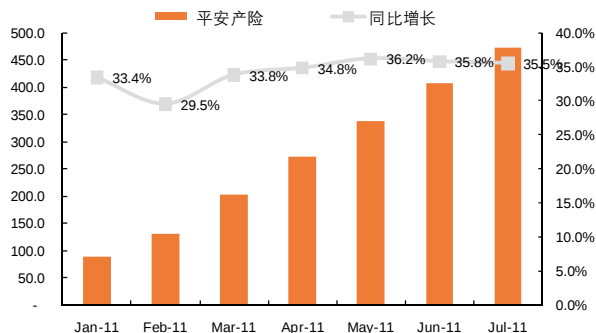
资料来源: WIND, 平安证券研究所

3.2 主要产险公司业务表现

平安产险: 继续优异表现, 7月实现当月保费66亿, 同比增长33.9%, 累计保费收入473亿元, 同比增长35.5%, 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。

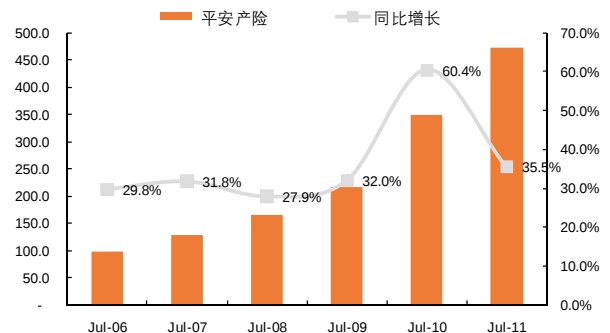
太保产险: 保费增速继续回升, 7月实现当月保费收入48亿, 同比增长18.8%, 累计保费收入370亿, 同比增长19.0%。开门红期的高基数和拆单因素的影响逐渐消除后, 公司保持了良好的业务增速。

图表14 平安产险总保费收入（当年）



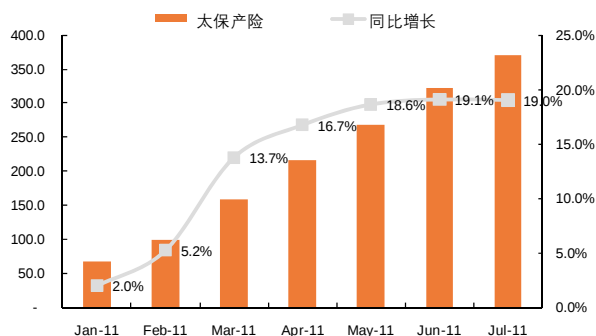
资料来源：CIRC，平安证券研究所

图表15 平安产险总保费收入（同比）



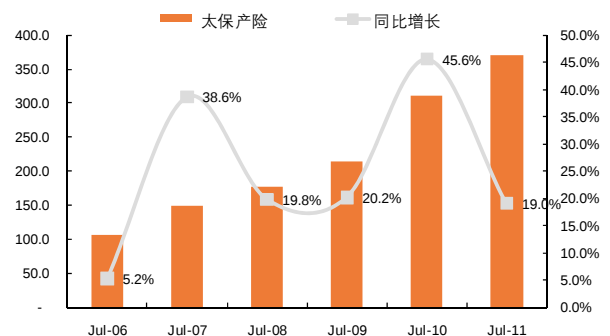
资料来源：CIRC，平安证券研究所

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

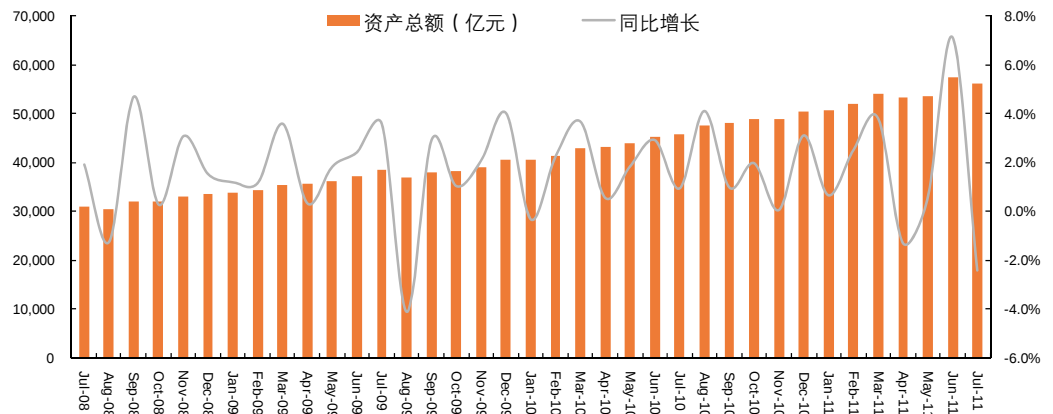
四、保险资产

4.1 2011 年 7 月保险资金运用余额 5.2 万亿

截至 2011 年 7 月末，保险资金运用余额 5.17 万亿元，环比下降 0.7%；保险行业总资产 5.61 万亿元，环比下降 2.4%；银行存款增加 2149 亿元，环比增加 13.9%。与 6 月相比，7 月保险资金减少了银行存款，增加股市投资。截至 7 月底，保险资金银行存款占比 30.9%，较 6 月底下降 2.6 个百分点；债券占比 47%，较 6 月底增加了 1.2 个百分点；证券投资基金和股票占比 13.9%，较 6 月底增加 0.7 个百分点。

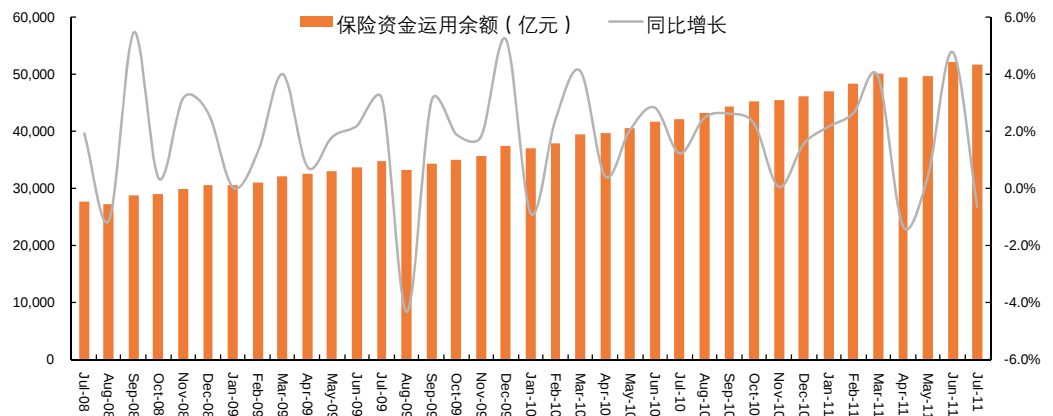
中国保监会主席助理陈文辉在 9 月 1 日召开的第十二届中国金融发展论坛上透露，前 7 个月保险资金实现资金运用收益 1170.5 亿元，平均收益率 2.36%。而在 6 月底，保险资金平均收益率为 2.1%。前 7 个月保险公司预计利润总额 498.3 亿元，同比增长 64.5%。

图表18 保险资产总额



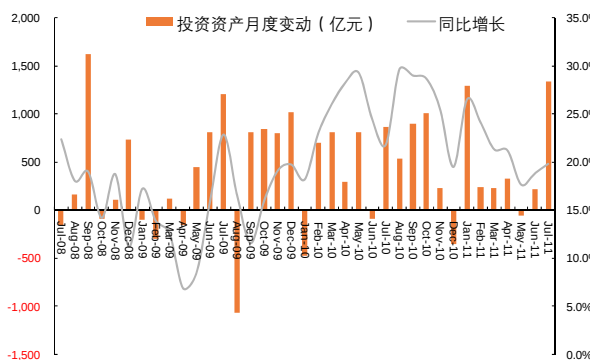
资料来源: CIRC, 平安证券研究所

图表19 保险资金运用余额



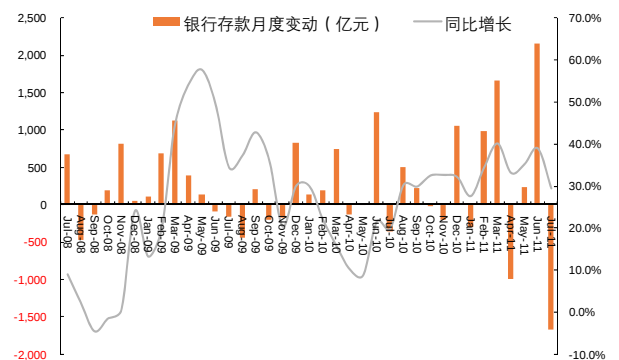
资料来源: CIRC, 平安证券研究所

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

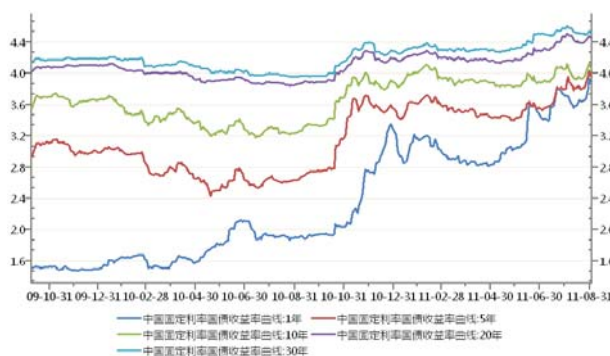


资料来源: CIRC, 平安证券研究所

4.2 资金面仍较为紧张，债券利率上行

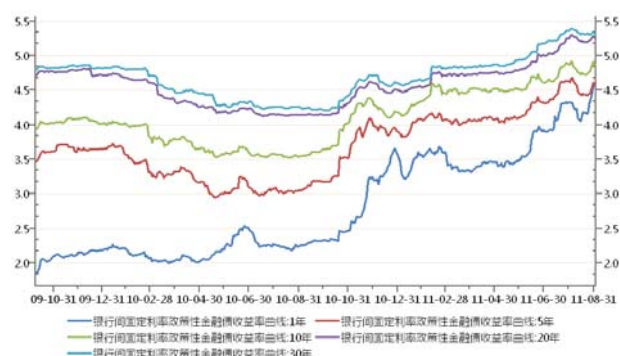
8 月份债券市场收益率呈V型走势，月初受欧美债务危机影响，外围金融形势动荡不安，货币当局出于短期维稳考虑，向市场适当注入流动性，前期紧绷的资金面有所好转，债市乐观情绪上升，收益率出现大幅下降。8 月26日央行扩大存款准备金上缴基数，将商业银行的保证金存款纳入法定存款准备金上缴范围，对资金面影响较大，机构悲观情绪再次升温，几乎所有期限品种收益率均出现大幅上行，短端收益率上升幅度高于长端。

图表22 国债到期收益率



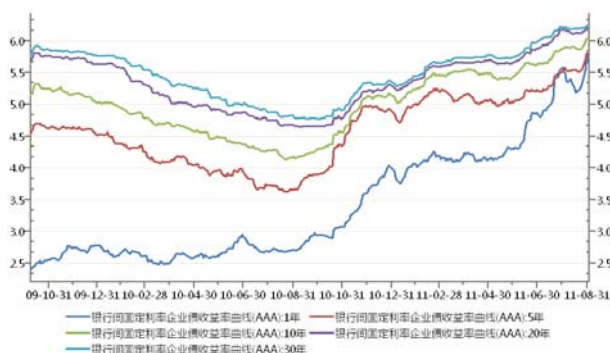
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表23 金融债收益率



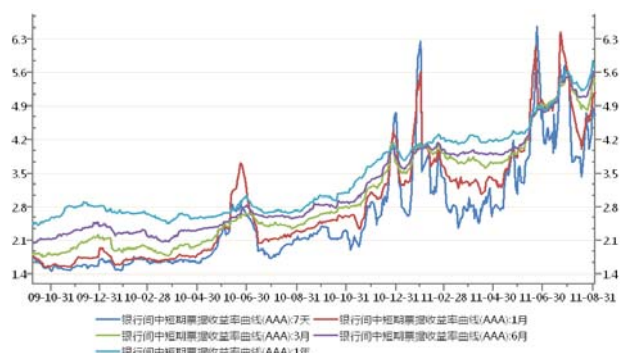
资料来源：Wind，平安证券研究所

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）

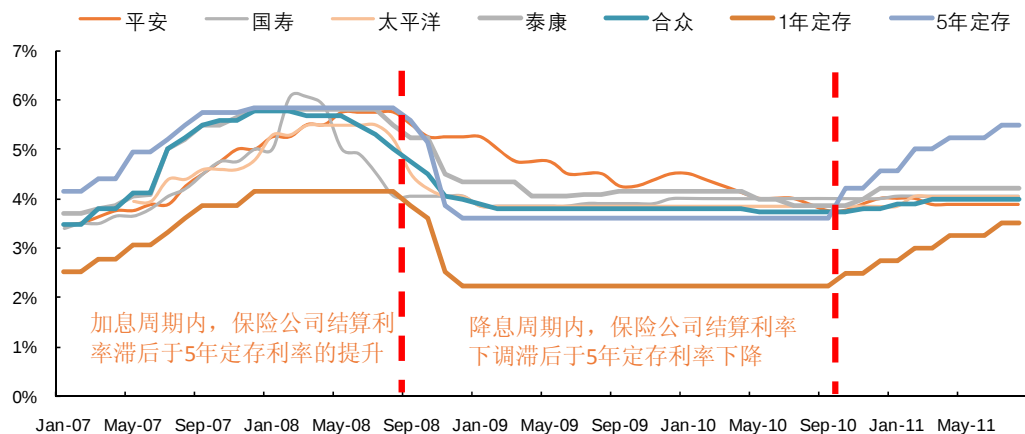


资料来源：Wind，平安证券研究所

4.3 万能结算利率保持不变

8 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 8 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保险公司的投资收益率在低位徘徊，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

保监会“十二五”规划纲要

8月18日，保监会发布了《中国保险业发展“十二五”规划纲要》（以下简称《纲要》），《纲要》预测：2015年全国保险保费收入争取达到3万亿元，保险深度达到5%，保险密度达到2100元/人，保险业总资产争取达到10万亿元。同时，《纲要》还表示，在下一个五年计划期间，要加快推动中国出口信用保险公司改革，积极推动人保集团和中再集团上市，推进人寿集团股份制改革。《纲要》提出将规范保险公司重组、并购等行为，实行稳妥的市场退出方式，通过实施市场退出机制，来提高市场配置资源效率。《纲要》指出，继续强化以公司治理和内控为基础、以偿付能力为核心、以现场检查为重要手段、以资金运用监管为关键环节、以保险保障基金为屏障的“五道防线”。研究运用宏观审慎监管工具，构建系统性风险防范体系。逐步健全符合中国国情的偿付能力监管体系，健全以风险为导向的分类监管制度，形成上下联动的分类监管体系。《纲要》还表示要鼓励发展养老等专业保险公司，探索发展信用保险专业机构，规范发展相互保险组织，试点设立自保公司。支持符合条件的国有资本、民营资本和境外资本投资保险公司，支持符合条件的保险公司规范上市。

2011年上半年险企融资逾540亿元

今年上半年，已有36家保险公司进行了股权融资，6家保险公司发行次级债，总融资规模超过540亿元。而在去年，2010年全年共有46家保险公司通过增资的形式完成注资，总增资金额331.7亿元，8家公司通过发行次级债融资225.5亿元，合计增加资本557.2亿元。今年保险公司半年的融资规模已接近去年全年的规模，保险公司“缺钱”的程度可见一斑。统计显示，在今年上半年的增资队伍中，人保寿险、平安财险、太平财险分别增资63亿元、50亿元和46亿元，成为增资金额最高的三家保险公司。而在中小型保险公司中，中英人寿、生命人寿、长安责任保险和信泰人寿增资较为频繁。其中，去年增资三次的生命人寿今年又再次增资，4月份保监会刚刚批复生命人寿的资本金增加到66.7亿元；而信泰人寿则以募集4.5亿元次级债的方式增加资本金。

5.2 公司动态

国人寿成首家获 PE 牌照险资公司

8 月 16 日，在监管机构放行保险资金投资 PE 满一年的前夕，中国人寿保险股份有限公司获得 PE 投资牌照，成为国内首家获此牌照的保险公司，其获得牌照后的首个项目也已选定。据中国人寿内部人士透露，中国人寿目前已经筹建一个规模为二三十人的团队，负责 PE 项目的筛选、分析、评估、调研分析等工作。2010 年 8 月，保监会发布《保险资金投资股权暂行办法》，允许保险公司投资无担保债、不动产、未上市股权等领域，投资未上市企业股权以及相关金融产品的账面余额，合计不高于公司上季末总资产的 5%。据此比例计算，截至 2011 年一季度末，中国人寿总资产 15142 亿元人民币，最高有 757 亿元可用于 PE 投资。早先，中国人寿通过“一事一议”的方式涉足 PE 投资。截至目前，中国人寿已有项目的总投资规模超过 100 亿元，包括购入通过定向增发及二级市场认购入股中信证券，斥资 3 亿元入股中国银联，斥资 6.5 亿元购入杭州银行近 3% 的股权等。险资进入 PE 领域，除了监管限制，还面临人才、项目缺乏的困境。此前太平洋保险 PE 负责人称，PE 人才招聘成本高、投资人才匮乏是困扰保险业的一个难题。另外，由于保险公司投资范围相对狭小，投资标准苛刻，符合要求的项目并不充足。国外保险公司自身拥有资产管理业务，涉及一级市场股权投资的情况并不少见。纽约人寿官方网站数据显示，旗下的私募股权投资子公司 New York Life Capital Partners LLC 拥有 80 亿美元的管理资金；欧洲第二大保险机构法国安盛集团(AXA)旗下负责私募股权投资的子公司，AXA Private Equity，管理资产达到 280 亿美元；2011 年 1 月，美国资产管理规模第二大的寿险公司，保德信金融集团，与上海复星高科技(集团)有限公司签署协议，投资 6 亿美元筹建一支 PE 基金。2010 年末，中国整个保险业的总资产突破 5 万亿，如果按照保监会规定的 5% 的投资上限计算，保险业有 2500 亿元资金可以进入 PE 市场。

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。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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