

保险行业 2012 年投资策略报告

—— 投资收益决定投资机会

金融/保险

同步大势

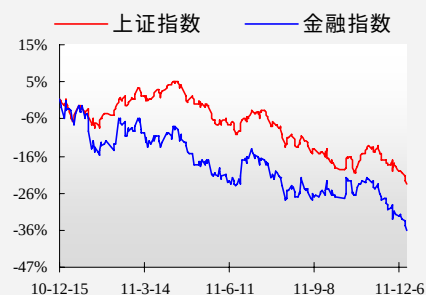
维持评级

发布时间：2011 年 12 月 15 日

投资要点：

- 2011 年前 10 个月，全国寿险保费收入为 7554.6 亿元，同比减少 9.5%。从渠道上看，个险新单继续保持增长，但银保新单下降幅度较大。银保保费下滑是总保费下滑的一个重要原因。
- 货币政策的放松，资金的充裕，推高了债券的价格，从而降低债券的到期收益率。自 2011 年 9 月底以来，国债、金融债和企业债的到期收益率分别下降了 10.8%、14.8% 和 13.3%。
- 债券价格上涨，长期债券的收益率降低，不利于保险资金的配置。当然，也不排除在保费收入的增加的情况下，为了缩短资产与负债的久期差距，保险机构加大了对债券的配置量，这些配置都是在债券收益率较低情况下的被动买入。
- 随着权益投资比例的增加并占有较大份额，保险公司的总投资收益率受固定收益类资产的影响越来越小，而与权益类资产的投资收益率相关度提高。保险公司的投资收益大部分来自于权益类投资，当然风险也来自于权益类投资。
- 预计进入 2012 以后，中国将逐步放松货币政策，流动性也将逐渐宽松，政策放松将带来企业盈利上升和估值上升，有利于市场走好。但是，影响行情发展的因素很多，国内外利空利好因素的此起彼伏，将加大股指的波动幅度，影响保险公司的权益类资产投资收益，进而影响其股价走势。鉴于此，给予保险行业同步大势的投资评级。给予中国太保、中国平安和新华保险谨慎推荐的评级。

走势图



重要公司

评级

中国平安	谨慎推荐
中国太保	谨慎推荐
新华保险	谨慎推荐

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550511020009

TEL: (8621)6336 7000—258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

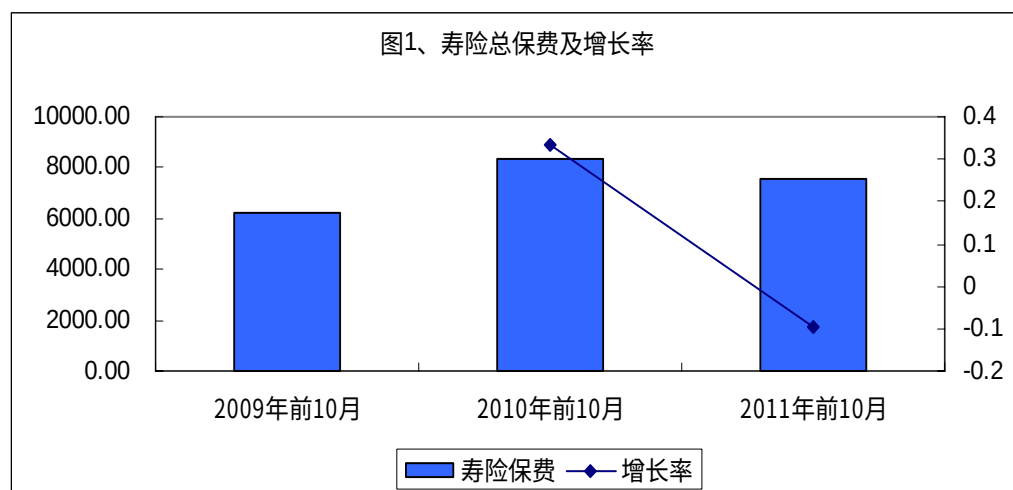
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、 银保保费增速回落

1、 总保费同比下降

2011 年前 10 个月，全国寿险保费收入为 7554.6 亿元，同比减少 9.5%。从渠道上看，个险新单继续保持增长，但银保新单下降幅度较大。银保保费下滑是总保费下滑的一个重要原因。



资料来源：和讯网

2、 银保保费增速下滑

银保保费下降是造成总保费下滑的主要原因，但从结构上来看，中小保险公司的银保新单上升较快，而大保险公司的银保新单出现下降，由于大保险公司在全行业总保费收入中占绝对比重，因此大保险公司的银保保费收入下降对总保费收入影响较大。

(1) 银保渠道改革影响银保保费收入

2010 年 11 月初，银监会发布《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》，规定保险公司不得在银行驻点销售，每个银行网点最多代理三家保险产品，银行销售人员必须拥有保险代理资格才能销售保险。

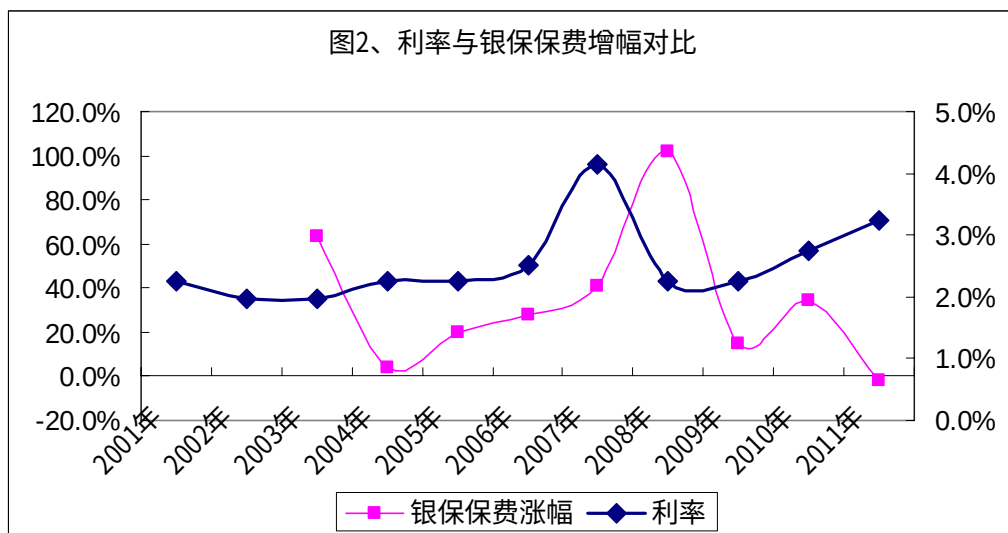
保险产品属被动消费型的金融产品，销售费用在各项费用中占比较高。近年来由于银保渠道竞争激烈，银保保单的手续费率特别高，在银监会整顿银保业务的形势下，很多大的保险公司，放弃了银保业务这块“鸡肋”，专攻个险，因此，对大保险公司来说，2011 年银保渠道的保费收入是下降的。

对于中小保险公司来说，个险渠道营销代理人发展速度较慢，营销代理人总量规模较小，产能也不大，因此，个险业务发展困难。而为了提高业务规模，中小保险公司集中力量发展银保业务。中小保险公司的业务结构中，银保业务占比较高，“最多代理三家公司”的银保业务限制实施以后，银保业务手续费价格战会更加激烈，因此尽管在银保产

品利润率比较低的情况下，中小保险公司的银保保费收入增速依然很快，另外，大保险公司在银保领域的退出也为中小保险公司提供了填补空缺的机会，因此，中小保险公司的银保业务收入是快速增长的。

(2) 利率高企影响银保渠道的保费收入

在银行渠道，居民对寿险保单的认识更多的是储蓄理财的替代品，在利率较低和银行渠道销售的其他金融产品收益率较低时，银行渠道的保单销售良好，银保保费收入增长幅度较快，但随着利息升高及金融市场的火爆，保户的逆向选择将必然造成银行渠道保单的退保和保费收入的下降。银保渠道的保费收入与利率具有较强的负相关性。加息环境下，银行存款利息不断上升，另外银行理财产品、信托产品等在银行渠道销售的产品收益率也不断上升，银行渠道的保单不但面临着销售压力，而且已销售的保单还面临着退保的可能。



资料来源：WIND

从银保渠道来看，各公司银保总保费及新单保费收入都出现下降。对中国平安来说，在去年的基础上，继续压缩银保保费的规模，但银保期缴率有所提高。中国人寿、新华人寿和太保的银保增速也有所下降，银保期缴比例在去年的基础上保持相对稳定。

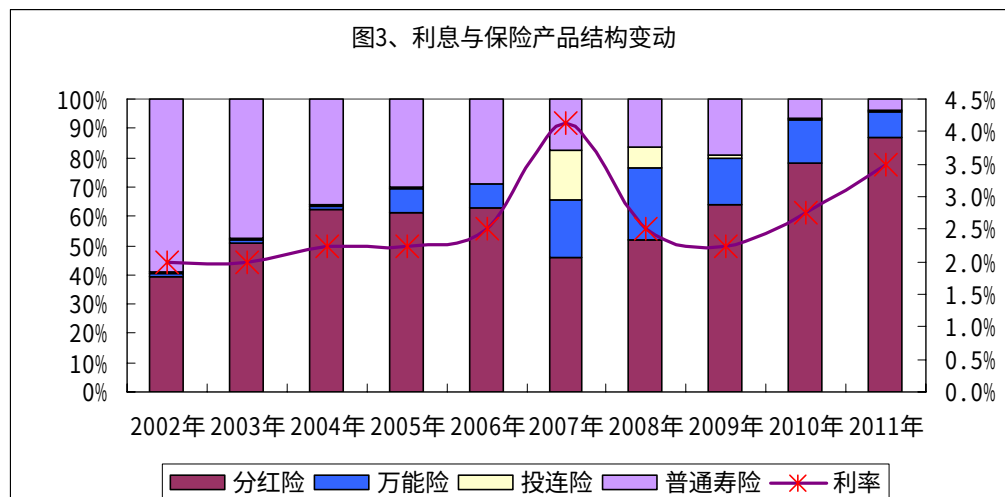
3、个险渠道保费保持良好增长

从个险渠道来看，中国人寿和太保在放弃银保渠道的同时，大力发展个险，个险新单和个险期缴保费的增长速度都高于去年。但中国平安的个险新单和个险期缴保费的增长速度却出现了大幅度的下滑。新华人寿的个险新单及期缴保费也有所下滑。

4、从产品结构上看，分红险成为主要险种

升息改变产品结构。随着定价利率与银行利率的倒挂，传统险作为利率敏感性产品将变得难以销售，传统险保费占比下降；在大势低迷的情况下，保险公司的权益投资收

益较差，因此万能险难以及时调高投资回报水平，万能险的结算利率较低，万能险保费收入萎缩；相对来说，分红险对利息波动的敏感性较低，保费增长较快，分红险在产品结构中的占比上升。因此，加息及资产价格膨胀环境下，保险公司的产品结构将会发生变化，从万能险、传统险向分红险转换。



资料来源：东北证券

产品结构上来说，由于自2010年以来投资收益预期不高，各家公司的产品主要以分红险为主，压缩了万能险，同时传统险种也有所萎缩。分红产品与万能险相比，由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。

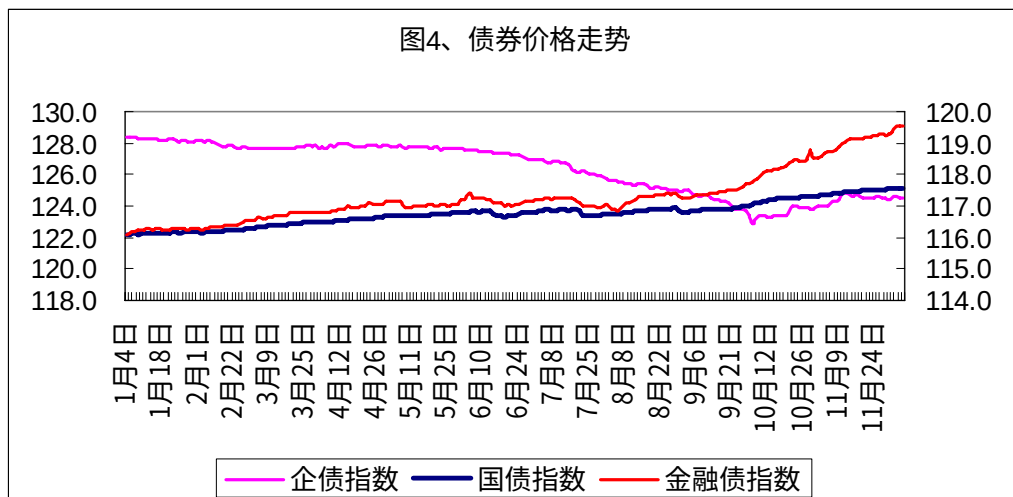
二、 债券到期收益率下滑，影响资产配置

1、城投债引领信用债暴跌

2011年7月初，云南省投资控股集团向债权银行发函，表示“即日起，只付息不还本”，带来违约风险，城投债一度成为机构投资者抛售的对象，引领债券市场一路狂跌，信用债市场出现深度调整。在疲弱的信用债市场，中低评级城投债和房地产公司债收益率纷纷大幅上行，多只城投债收益率超10%，部分地产债到期收益率超过8%。

以城投债、房地产公司债为主的信用债深度调整，影响了保险公司的债券配置速度，7、8、9三个月，保险企业的债券出现了净买出的状况。

图4、债券价格走势



资料来源：WIND

表 1、不同时段城投债涨跌幅

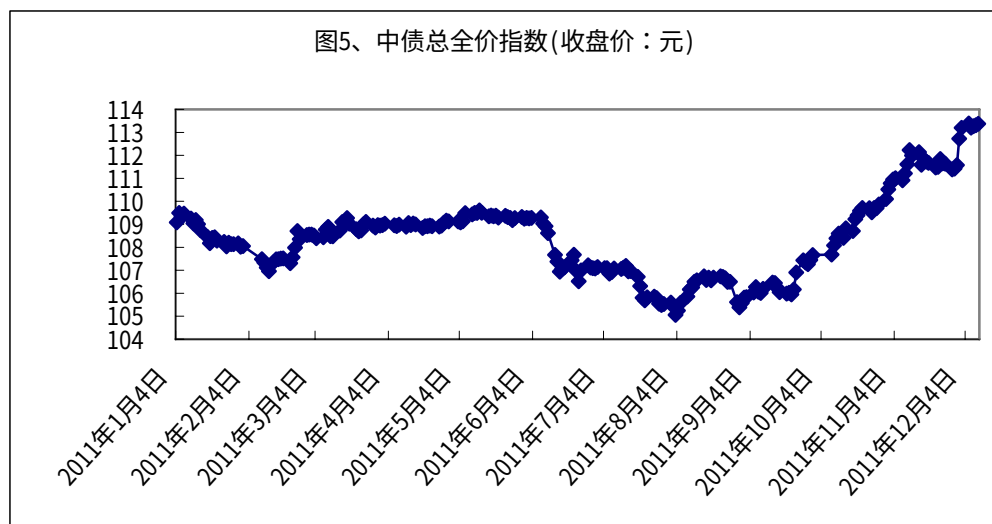
单位：%

证券简称	1月3日至9月30日	9月30日至12月6日	1月3日至12月6日
10 华靖债	-23.2	6.1	-21.2
10 红投 01	-12.8	-9.2	-20.8
08 诸城企业债	-15.6	-2.0	-17.3
09 青州企业债	-14.1	0	-14.1
10 云投债	-11.4	0.6	-11.9
10 蚌埠城投债	-5.2	0.5	-9.9
09 鹤城投	-8.5	3.9	-8.9
09 桐城投债	-7.8	-0.3	-8.0
10 扬中城投债	-6.8	-1.2	-7.9
09 六城投	-9.1	2.9	-7.8
09 丹阳城投债	-4.6	-3.0	-7.5
09 黄城投	-7.5	2.1	-7.0
09 潭城建	-6.3	0.6	-7.0
11 吉城建	-5.4	-1.6	-6.9
10 临沂城投债	-3.0	-4.0	-6.9
10 漯河城投债	-5.3	-1.3	-6.6
09 咸城投	-8.2	3.0	-6.6
08 西城投	-6.9	0.5	-6.5
09 益阳城投债	-5.9	-0.6	-6.5
10 佳城投	-5.5	2.4	-6.3
09 扬城建债	-1.0	-5.4	-6.3
10 佳城投债	-1.8	-4.5	-6.2
09 铜城投	-5.9	0.9	-6.0

资料来源：WIND

2、债券牛市确立

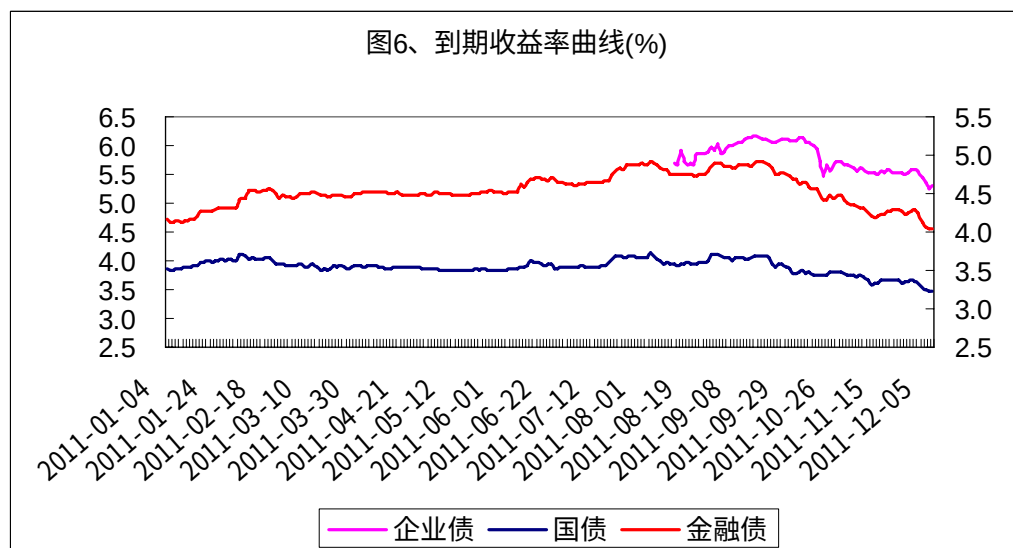
2011 年 11 月份，CPI 为 4.2%，与前期相比，下降幅度比较大，伴随通胀水平回落，货币政策将走向宽松，资金面也相对缓和，未来政策的着眼点或逐步转移至推动经济增长，为债市走牛创造了条件，9 月份以来，债券价格上扬趋势明显。



资料来源：东北证券

3、债券到期收益率下降

货币政策的放松，资金的充裕，推高了债券的价格，从而降低债券的到期收益率。自 2011 年 9 月底以来，国债、金融债和企业债的到期收益率分别下降了 10.8%、14.8%和 13.3%。



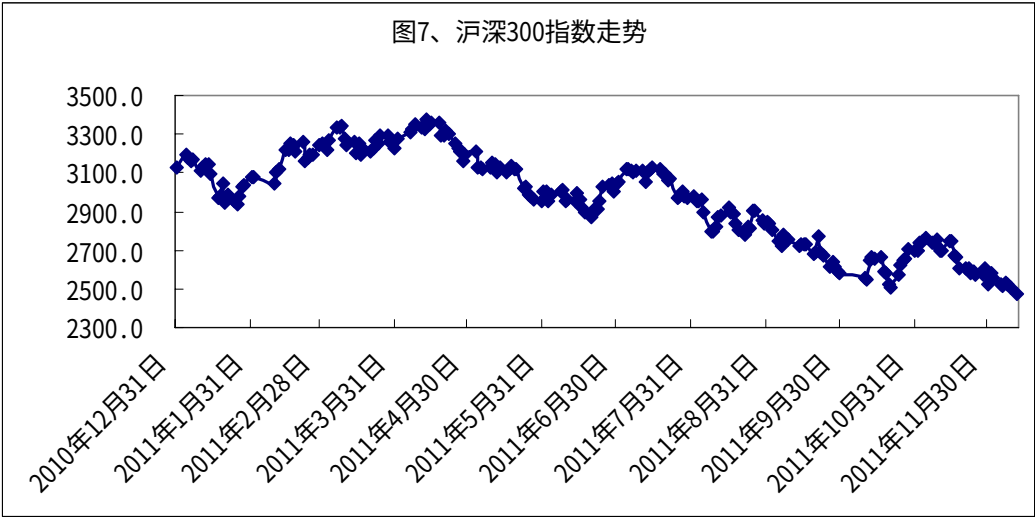
资料来源：东北证券

4、到期收益率降低影响债券配置规模

债券价格上涨，长期债券的收益率降低，不利于保险资金的配置。当然，也不排除在保费收入的增加的情况下，为了缩短资产与负债的久期差距，保险机构加大了对债券的配置量，这些配置都是在债券收益率较低情况下的被动买入。

三、 权益投资拖累总收益率

随着权益投资比例的增加并占有较大份额，保险公司的总投资收益率受固定收益类资产的影响越来越小，而与权益类资产的投资收益率相关度提高。保险公司的投资收益大部分来自于权益类投资，当然风险也来自于权益类投资。



资料来源：WIND

从目前保险公司的资产组合上来看，中国人寿、中国平安和中国太保三家公司的权益类资产配置在 10%-20%之间。假设 2011 年权益类资产投资收益率为-5%，全行业相对保守的投资收益率为 3.73%，低于目前内含价值假设的投资收益率。给保险股的估值带来一定的压力。

表 2、保险资金总收益率敏感性分析

综合收益率		权益类资产配置比例						
		8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
权益资产 投资收益率	-10%	3.52%	3.23%	2.94%	2.64%	2.35%	2.05%	1.76%
	-5%	3.92%	3.73%	3.54%	3.34%	3.15%	2.95%	2.76%
	-3%	4.08%	3.93%	3.78%	3.62%	3.47%	3.31%	3.16%
	-1%	4.24%	4.13%	4.02%	3.90%	3.79%	3.67%	3.56%
	0	4.32%	4.23%	4.14%	4.04%	3.95%	3.85%	3.76%
	1%	4.40%	4.33%	4.26%	4.18%	4.11%	4.03%	3.96%

	2%	4.48%	4.43%	4.38%	4.32%	4.27%	4.21%	4.16%
	3%	4.56%	4.53%	4.50%	4.46%	4.43%	4.39%	4.36%
	4%	4.64%	4.63%	4.62%	4.60%	4.59%	4.57%	4.56%
	5%	4.72%	4.73%	4.74%	4.74%	4.75%	4.75%	4.76%
	6%	4.80%	4.83%	4.86%	4.88%	4.91%	4.93%	4.96%
	7%	4.88%	4.93%	4.98%	5.02%	5.07%	5.11%	5.16%
	8%	4.96%	5.03%	5.10%	5.16%	5.23%	5.29%	5.36%
	9%	5.04%	5.13%	5.22%	5.30%	5.39%	5.47%	5.56%
	10%	5.12%	5.23%	5.34%	5.44%	5.55%	5.65%	5.76%
		92%	90%	88%	86%	84%	82%	80%
		固定收益类资产配置比例						

资料来源：东北证券

四、 保险行业投资策略

造成本轮行情下跌的因素，从国内来看主要是不断走高的物价和持续收紧的货币政策；从国际上看，主要是欧美债务危机和持续低迷的经济走势。

但是从目前情况来看，制约行情走势的因素都在变化。从国内通货膨胀来看，自 2011 年 8 月份以来，国内物价上涨的势头得到了抑制，并在随后的几个月内持续回落，央行决定在 2011 年 12 月 5 日下调准备金 0.5 个百分点。这是央行三年来首次下调存款准备金率。准备金率的下调将有助于在当前复杂形势下保持经济的平稳较快增长。货币从紧政策开始放松，资金的流动性状况开始改观。

从国际上来看，欧洲债务危机尽管很严重，并且不会马上改观，但一些应对措施开始实施，解决方案逐渐增加。

预计进入 2012 以后，中国将逐步放松货币政策，流动性也将逐渐宽松，政策放松将带来企业盈利上升和估值上升，有利于市场走好。

但是，影响行情发展的因素很多，国内外利空利好因素的此起彼伏，将加大股指的波动幅度，影响保险公司的权益类资产投资收益，进而影响其股价走势。鉴于此，给予保险行业同步大势的投资评级。给予中国太保、中国平安和新华保险谨慎推荐的评级。

五、 五、 估值水平

1、 中国人寿估值水平

表 3、 中国人寿估值水平

单位：百万元

中国人寿	-100bp	-50bp	4.7--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	108,514	139,589	170,664	202,182	233,700
调整后净资产	125,829	125,829	125,829	125,829	125,829
内含价值	234,343	265,418	296,493	328,011	359,529
每股内含价值（元）	8.29	9.39	10.49	11.60	12.72
一年期新业务价值	14,666	17,586	20,506	23,560	26,614
每股新业务价值（元）	0.52	0.62	0.73	0.83	0.94
新业务价值乘数	20	20	20	20	20
每股估值（元）	18.7	21.8	25.0	28.3	31.6

资料来源：公司公告、东北证券

2、 中国平安估值水平

表 4、 中国平安估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.5%--5.5%	50bp	100bp
有效业务价值	44,230	59,830	75,621	90,260	104,830
调整后净资产	118,258	118,260	118,367	118,439	118,470
内含价值	162,488	178,090	193,988	208,699	223,300
每股内含价值（元）	22.12	24.25	26.41	28.41	30.4
一年期新业务价值	12,760	13,728	14,756	15,813	16,739
新业务价值乘数	20	20	20	20	20
每股新业务价值（元）	1.61	1.73	1.86	2	2.11
财险业务每股价值（元）	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44
其它业务（元）	3.79	3.79	3.79	3.79	3.79
每股估值（元）	62.59	67.16	71.92	76.59	80.92

资料来源：公司公告、东北证券

3、 中国太保估值水平

表 5、 中国太保估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.75%--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	24,071	31,745	38,746	47,155	54,891
调整后净资产	71,261	71,261	71,261	71,261	71,261
内含价值	95,332	103,006	110,008	118,416	126,152
每股内含价值（元）	11.1	12	12.9	13.8	14.7
一年期新业务价值	5,125	5,909	6,693	7,489	8,285
每股新业务价值（元）	0.6	0.7	0.8	0.9	1

新业务价值乘数	20	20	20	20	20
其它业务每股价值 (元)	3.44	3.44	3.44	3.44	3.44
每股估值(元)	26.5	29.4	32.3	35.2	38.1

资料来源：公司公告、东北证券

4、新华保险

(1) 新华人寿与同业比较

新华人寿尽管发展速度较快，但与中国人寿、中国平安和中国太保相比，在总资产规模、净资产规模、盈利能力和内含价值方面还存在一定的差距。从资产规模和盈利能力上看，新华人寿比中国太保略小一些。考虑到新华人寿在 A 股市场只发行 1.5 亿股，发行后总股本及流通股本都比较小，股价的弹性比较大。

表 6、资产规模及盈利能力对比

单位：百万元

		2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-09-30
新华人寿	总资产	164,959	206,618	304,566	346,668
	净资产	1,380	4,238	6,567	20,471
	净利润	649	2,660	2,249	1,775
中国太保	总资产	319390	397187	475711	540722
	净资产	49228	75673	81551	75801
	净利润	1339	7356	8557	7018
中国平安	总资产	707640	935712	1171627	2189406
	净资产	81469	91743	116883	159979
	净利润	662	13883	17311	14519
中国人寿	总资产	990164	1226257	1410579	1521936
	净资产	135881	212776	210475	177914
	净利润	10068	32881	33626	16717

资料来源：公司公告、东北证券

表 7、内含价值对比

单位：百万元

	新华	中国人寿	中国太保	中国平安
内含价值	42,323	296,493	71,011	134,198
新业务价值	4,710	20,506	6,693	17,051
每股内含价值	13.58	10.49	8.26	16.95
每股新业务价值	1.51	0.73	0.78	2.15

资料来源：公司公告、东北证券

表 8、同业公司对比

	新华/中国人寿	新华/中国平安	新华/中国太保
总资产	22.8%	15.8%	64.1%
净资产	11.5%	12.8%	27.0%

净利润	10.6%	12.2%	25.3%
内含价值	14.3%	31.5%	59.6%
新业务价值	23.0%	27.6%	70.4%

资料来源：公司公告、东北证券

(2) 估值水平

表 9、估值水平

单位：百万元

新华人寿	-100bp	-50bp	正常值	50bp	100bp
有效业务价值	15,840	20,245	24,650	29,048	33,446
调整后净资产	17,673	17,673	17,673	17,673	17,673
内含价值	33,513	37,918	42,323	46,721	51,119
每股内含价值（元）	10.75	12.17	13.58	14.99	16.40
一年期新业务价值	3,164	3,937	4,710	5,480	6,250
每股新业务价值（元）	1.02	1.26	1.51	1.76	2.01
新业务价值乘数	20	20	20	20	20
每股估值（元）	31.1	37.4	43.8	50.2	56.5

资料来源：公司公告、东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。