



中立

中国保险业

庭前垂柳珍重待春风

在即将过去的一年里，保险公司在寿险行业面临寒冬、股市和债市双杀的打压下，仅剩产险业务能够保持稳健的增长，然而，展望明年，在产险行业利润率见顶、寿险行业保费增速无法看到明显好转、股市投资收益难以提振的情况下，2012对于仍处于初级发展阶段的中国保险业来说可能是挑战更多、局面更复杂的一年。我们预计，2012年主要保险公司的保费增速和业绩增长将会继续放缓，主要保险公司将更加着眼于产品结构的调整 and 价值的提升。但是长期来看，中国保险业仍然具有广阔的前景，估值水平也处于历史低位，我们维持对中国保险行业 **中立** 的评级。

近期影响行业的重要因素

正面因素	债券市场的投资机会正在显现。
	寿险准备金评估利率曲线处于反转过程中。
负面因素	估值水平处于历史低位
	保单吸引力改善不明显，银保渠道没有改观，营销员数量增长缓慢，寿险产品销售面临困境
	股票市场表现持续低迷
	偿付能力面临较大压力

资料来源：中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 保险

孙鹏*

(8610) 6622 9072

Peng.sun@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120017

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

Lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120005

尹劲桦

(8621) 2032 8590

Jinhua.yin@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120024

*姚娆为本报告重要贡献者

■ 2012年仍将是寿险公司压力较大、面临挑战较多的一年。从保单的需求上看，对于以投资目的为主的保单消费人群来说，无论是分红险还是万能险，保单收益率和吸引力仍然不够，从保单的渠道供给上看，商业银行对存款的渴求仍看不到明显缓解，银保渠道的保费收入难有起色，而营销员的收入瓶颈又抑制了营销员数量的增长。寿险公司更多地着眼于调整结构、发展中长期期缴业务和提高价值。此外，退保率的上升也在阻碍续期保费收入的增长。我们预计，整体寿险行业明年的保费收入增速将比今年继续下滑，2012年全年的寿险保费增速可能仅为6%-7%。

■ 我们预计2012年产险业务的利润率将经历一个见顶的过程。车险费率的市场化使得费率降低和综合成本率的上升已经是不可逆转的趋势。我们估计，未来车险业务的发展将很大程度上取决于机动车数量的增长，2012年整个行业车险保费收入增速可能在12%-13%左右。由于车险业务占比基本在75%左右，非车险业务占比短期内提升空间也比较有限，因而未来整体产险的盈利预期可能会随之下降。

■ 流动性的相对宽松，使得明年的债券市场相比今年将更具有有一定投资机会，对保险公司的业绩和偿付能力都有积极的作用。但另一方面，股票市场的投资机会依然十分严峻，尤其是明年上半年，保险公司受到的负面影响会更大。此外，基础设施投资、不动产和未上市企业股权等另类投资还有广阔空间。

■ 目前保险公司的偿付能力仍然不容乐观，如果2012年投资方面难有惊喜的话，很多保险公司的偿付能力将触及150%的底线。我们预计三大保险公司在2012年的融资需求可能在650-750亿，其中，大概三分之二可以通过债券市场来解决。同时，我们不排除保险公司通过股票市场来进行融资的可能。

■ 作为典型的高Beta行业，今年以来保险板块的股价受到整体市场低迷的负面影响。目前来看，无论是从市盈率、市净率还是从隐含新业务价值倍数上看，保险股的行业估值都处于历史上较低的水平。目前保险板块的平均隐含新业务价值倍数在12倍左右。

■ 我们预计，中国人寿2011-2012年的业绩增速分别为-35.6%和-4%；中国平安为-9.6%和0.6%；中国太保为10.7%和4.2%。个股选择上，我们偏向于选择具有综合性业务，并且偿付能力压力和再融资压力较小、估值相对便宜的保险公司。我们首选股票是中国太保。

目录

寿险业务调结构，保增长.....	3
产险业务正在见顶过程中.....	10
主要保险公司保费收入预测.....	17
债券市场投资好转，但股票市场依然严峻.....	22
偿付能力不容乐观.....	27
估值和个股选择.....	28
附录、保险主要月度数据.....	31
研究报告中所提及的有关上市公司.....	33

寿险业务调结构，保增长

2011 年整体寿险行业的保费收入面临很大挑战，在下半年寿险保费收入增速继续放缓的情况下，如果按可比口径统计，今年全年的保费收入增速可能仅为 8%。我们预计 2012 年的寿险保费收入情况可能仍然不容乐观。

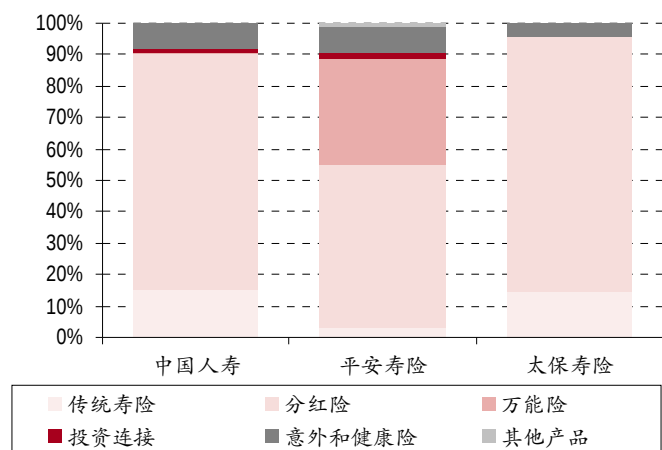
从保单的需求上看，当前保险产品的消费人群仍然是以投资目的为主，投保人看重的还是保单收益率而非保险产品的保障功能。虽然明年债券市场相比 2011 年会有所好转，但股票市场的不确定性会对保单收益率造成较大压力。在保单收益率难以提高的情况下，寿险产品的销售仍然会举步维艰。

从保单的供给渠道上看，在银行理财产品及其他投资产品的冲击下，明年银保渠道的销售情况很难出现好转的迹象；而从个险渠道上看，个险营销员数量的增长仍然乏力，个人产能的提高对各家保险公司而言显得尤为重要。我们认为整体寿险行业明年的保费增速难以达到两位数，我们预计 2012 年全年的寿险保费增速仅为 6%-7%。

一、保单的相对收益率提高有限，保险产品的相对吸引力不强

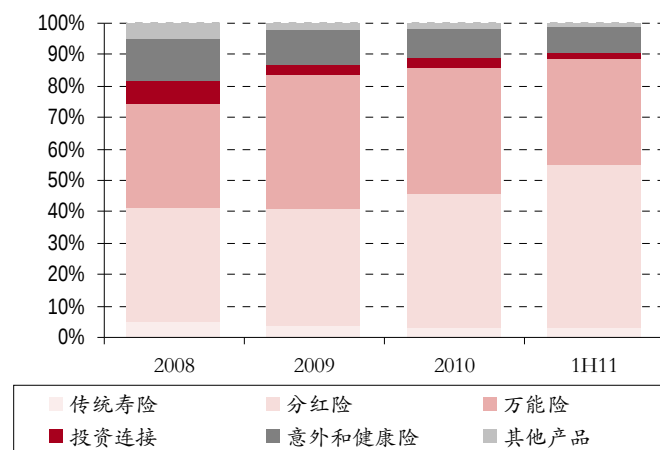
从近几年寿险公司的产品销售结构上看，我们可以看到，各家保险公司的产品结构都呈现出分红险占比加大、传统寿险和万能险的占比萎缩的局面。中国人寿和太保寿险都呈现分红险一家独大的局面，虽然平安寿险的万能险占比仍然在 30% 以上，但是在新会计准则的影响下，加之部分公司强调产品结构的转型，万能险的销售总体还是处于萎缩的状态，短期很难看到改变的情况。而分红险一家独大的情形，不仅造成保险产品同利率的挂钩情况十分严重，直接导致保费收入上的惨淡局面，而且，单一险种的业务波动也会直接造成整个寿险市场的大幅波动。

图表 1. 三大寿险公司产品结构（2011 年中期）



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 2. 平安寿险保险产品结构（2008 至 2011 年中期）

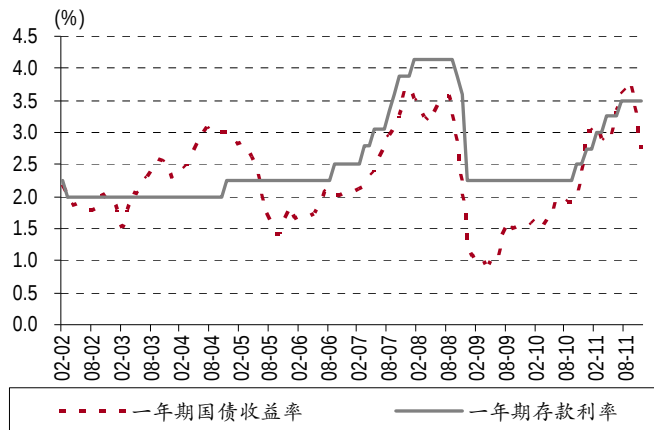


资料来源：公司数据、中银国际研究

2011 年以来，寿险保费收入增长缓慢，尤其是新单的增速下降较多，很大程度上是由于保险产品的收益率不及其他诸如银行理财产品和信托产品的收益率。在市场实际利率较高，通胀压力较大时期，负利率导致银行吸储困难，这种情况下寿险保单的吸引力在不断下降。同时，今年的紧缩政策也导致银行的流动性紧张，银行对存款的渴求十分旺盛。

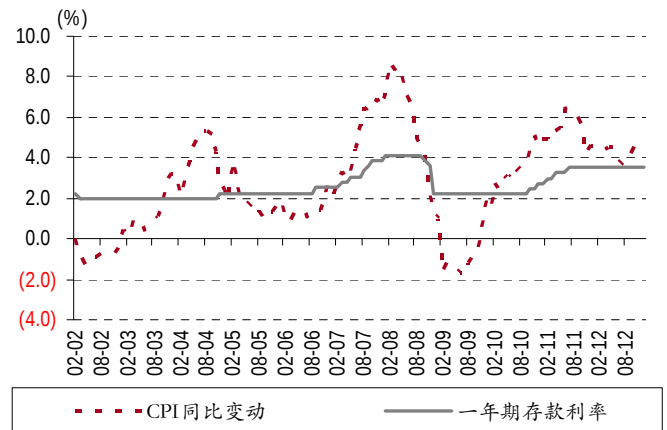
从明年的形势看，尽管通胀在全年会有波动，但CPI在4%以上的可能性仍然较大，负利率情况很难缓解。那么在流动性没有明显好转的情况下，即使监管当局对理财产品不断施压，我们预计银行的理财产品对保险产品的冲击仍然较大。

图表 3. 一年期国债收益率和一年期存款基准利率（截至最新）



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 4. 月度CPI同比变动和一年期存款基准利率(截至最新及预测)



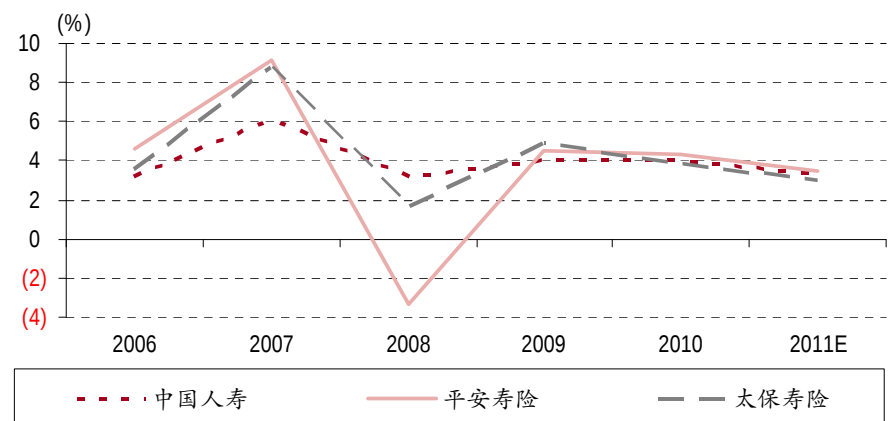
资料来源：万得资讯，中银国际研究

1. 相比中长期存款利率，分红险收益率吸引力较弱

分红险是目前市场上保险公司销售的最主要产品，由于分红险的保单收益率情况是不对外披露的，我们只能通过一些方法来测算一下最近几年的分红险收益率情况。从目前的情况看，由于今年的股市和债市表现都较差，三家保险公司的分红险利率情况已经没有很大差异，我们预计分红险利率的实际情况可能在3%-3.5%之间，而目前三年期和五年期的存款利率都在5%以上，保单的吸引力明显不强。从历史上看，相对于中长期存款利率，分红险产品收益率的吸引力同保费收入增速之间存在着一定的滞后性。当年分红险产品的相对吸引力的变动将会影响下一年的保费收入增速。

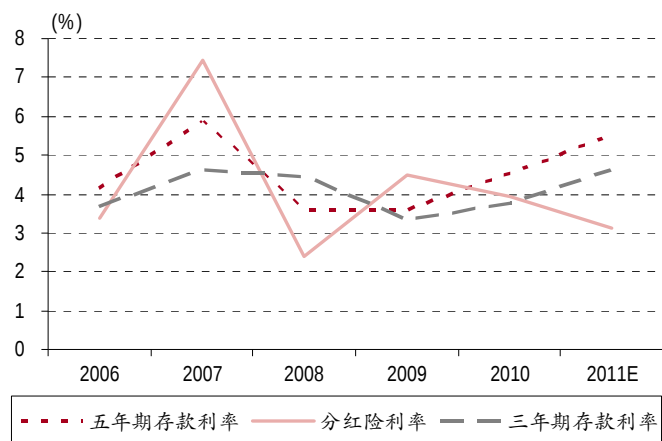
展望未来，即使考虑明年可能存在的减息因素，但是由于分红特储已经消耗殆尽、投资环境还具有很大不确定性，我们预计保险公司也很难提高分红险产品的收益率，分红险产品的吸引力仍然不足。

图表 5. 三大寿险公司分红险结算利率走势图（估算数据）



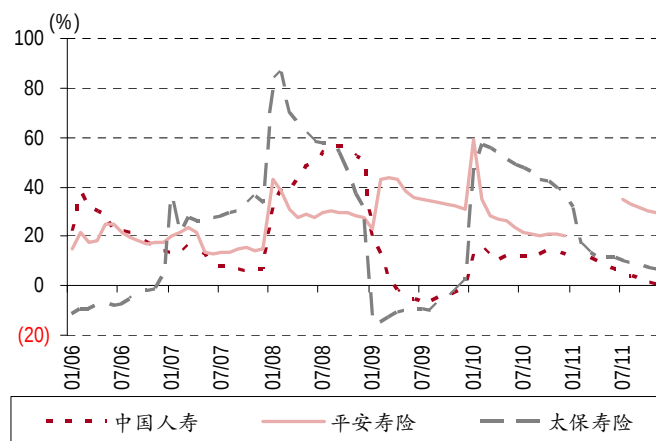
资料来源：公司数据，中银国际研究估计

* 由于我们在计算投资收益时，需要减去资产减值损失，中国平安由于2008年富通投资遭受巨大损失，而导致我们计算的该公司2008年分红险结算利率为负。

图表 6. 三年期存款、五年期存款和分红险利率比较


资料来源：公司数据，中银国际研究

* 分红险利率采用的是中国人寿和太保寿险的平均值

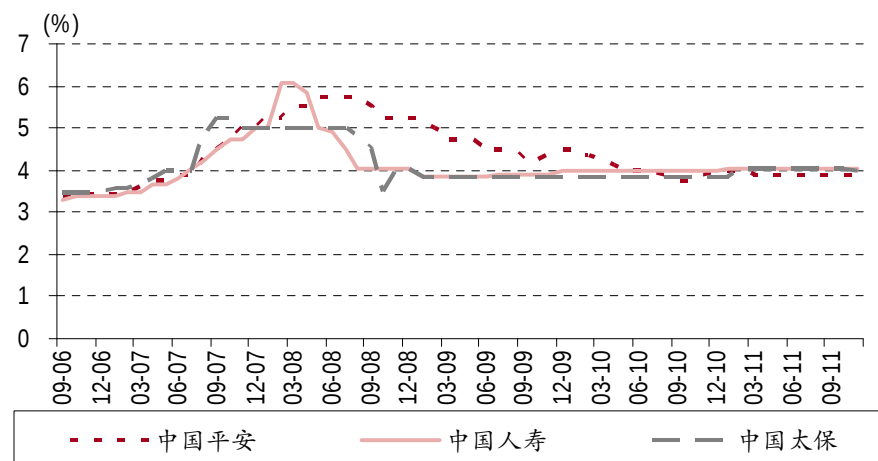
图表 7. 三大寿险公司月度保费增速


资料来源：公司数据，中银国际研究

* 由于可比口径的问题，今年以来中国人寿、平安寿险、太保寿险的可比保费增速分别始于今年的3月、7月和1月。

2. 万能险的实际收益率水平偏低

从最新的数据（截至2011年11月）来看，从今年年初以来三大保险公司的万能险结算利率一直没有变动，均维持在4%左右，平安寿险和太保寿险还分别在今年2月和11月略微降低了结算利率。这说明万能险的保单投资收益率没有改善，保单的吸引力也没有加强。

图表 8. 三大保险公司万能险结算利率走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

然而，我们需要注意的是，万能险的实际利率水平一般会低于保险公司公布的结算利率水平。我们举一个简单的例子，一个趸缴的万能险两全产品，保费是10万元，按4%计提初始费用后进入万能险账户的价值是96,000元。如果按每年4.5%的结算利率以及一定的保障成本和退保费用测算，20年之后保单的年化收益率才达到4%。由此可见，在目前4%左右的结算利率下，万能险的实际利率水平应该更低。万能险未来的销售情况将更多取决于债市和股市，并且小幅的反弹对保单收益率的影响并不大。展望未来，我们预计万能险的结算利率短期内甚至有下降的可能性。

图表 9. 万能险实际利率举例

年度	保障成本 (元)	保单账户价值 (元)	退保费用 (元)	现金价值 (元)	按初始缴纳保费计 算的收益率 (%)
1	245	100,069	6,004	94,065	(5.94)
2	255	104,312	5,216	99,096	(0.45)
3	266	108,733	4,349	104,384	1.44
4	277	113,342	3,400	109,942	2.40
5	289	118,147	2,363	115,784	2.97
6	301	123,156	0	123,156	3.53
7	314	128,376	0	128,376	3.63
8	327	133,818	0	133,818	3.71
9	341	139,491	0	139,491	3.77
10	355	145,404	0	145,404	3.81
20	538	220,232	0	220,232	4.03
30	815	333,568	0	333,568	4.10
35	1,004	410,522	0	410,522	4.12

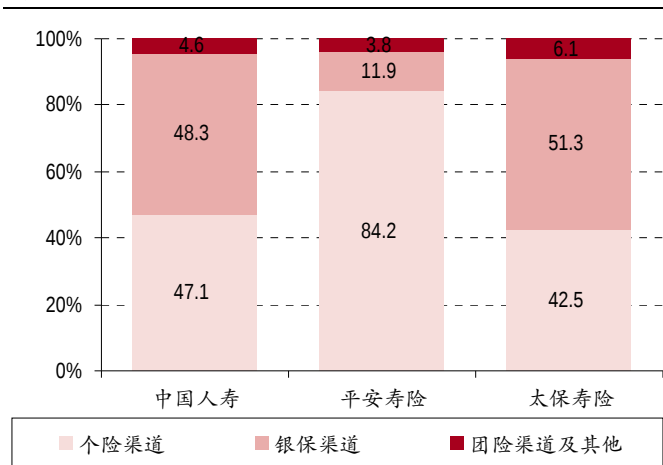
资料来源：中银国际研究估计

二、银保渠道难有起色

从渠道上看，银保渠道和个人营销员渠道仍然是保费收入最主要的两个渠道。今年以来，银保渠道的占比不断下降，中国人寿、平安寿险（按规模保费口径）和太保寿险三家公司的银保渠道保费收入占比分别从 2010 年的 50%、16.5% 和 54.8% 下降至今年上半年的 48.3%、12% 和 51.5%。今年上半年，三大寿险公司的银保渠道总计保费收入几乎没有任何增长，新单业务同比下降了 10.3%，其中，首年趸缴和首年期缴分别同比下降了 10.1% 和 11.3%，银保保费的增长完全来自于续期业务。

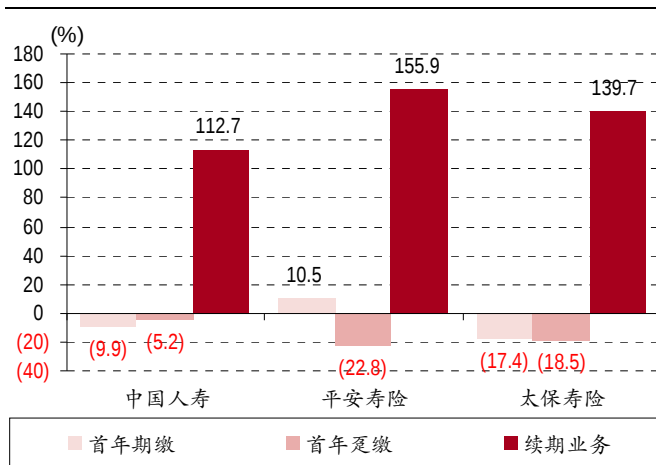
展望未来，我们认为银保渠道保费收入仍然看不到好转的迹象，银保渠道保费收入零增长的可能性较大。一是明年银行的存款压力仍然很大，银行首先要完成其存款任务；二是即使利率下降，保单收益率还不具有太多吸引力；三是没有更高的激励，卖保单产品和卖理财基金一样，保险公司需要支付更高的手续费才能给予银行更多的激励；四是由于保险产品的专业性较强，银行业务人员无法对消费者提供专业的建议。

图表 10. 三大寿险公司保费收入渠道划分占比



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 11. 三大寿险公司银保渠道增速情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

三、营销员数量增长乏力，代理人产能需要提高

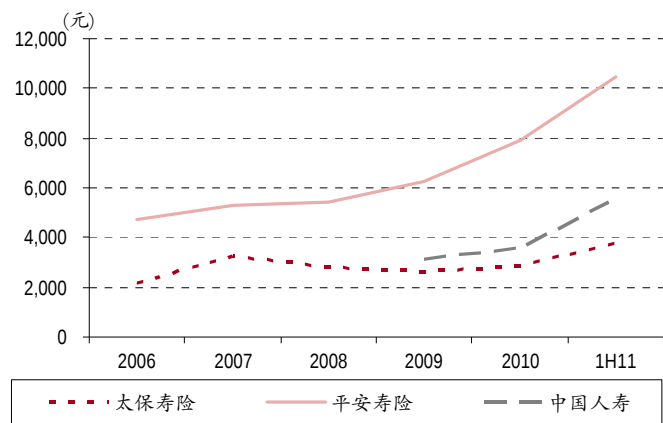
当前寿险营销员人数的增长正在经历一个瓶颈阶段。2010 年全行业的寿险营销员增速仅为 11%，我们预计今年全行业的营销员增速可能在 5% 左右。三大寿险公司中，平安寿险在上半年尚能保持 4.7% 的增速，但预计全年增速可能会较上半年有所降低，太保寿险的营销员数量几乎没有增长，而中国人寿的代理人队伍规模已经下降到 2006 年的水平。

我们认为，营销员队伍增员压力较大的原因主要在于：首先，中国保险业营销员管理实行的是代理制而非雇员制，短期内我们无法预见制度上的变化。根据各公司的营销员基本法，营销员的收入基本就是直接佣金和附属佣金（主要是底薪和津贴），营销员缺乏基本的社会保障和公司归属感；其次，监管当局对佣金费率的管制仍然是限制营销员收入增长的瓶颈，事实上 2011 年 7 月公布的《关于规范人身保险业务经营有关问题的通知》，只是将以前的费率标准进行了重申；第三，今年以来的通货膨胀也导致代理人实际收入下降，自 2010 年 2 月以来，我国的实际利率水平一直为负，生活成本的提高也降低了寿险代理人行业的吸引力。

根据我们的估算，今年上半年中国人寿、平安寿险和太保寿险的营销员月人均佣金收入应该在 1,900 元至 2,200 元之间。虽然较 2010 年全年的平均水平有大约 30% 的提高，但收入水平仍然偏低。

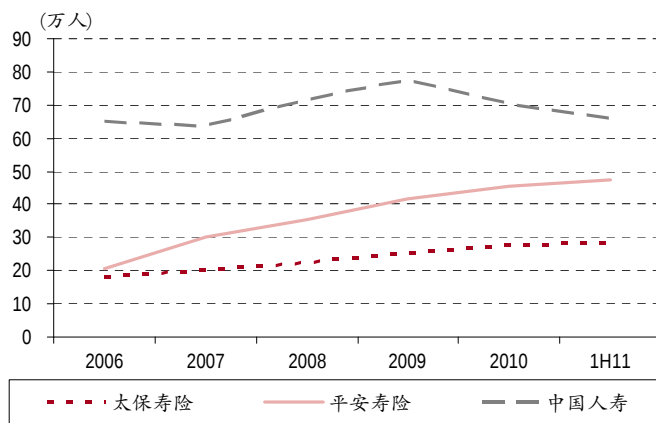
展望未来，我们认为，在银保渠道难有起色的情况下，明年寿险保费收入的增长将基本来自于个险营销员渠道。一方面，在寿险行业当前这个发展阶段，营销员的数量对于寿险公司来说仍然很重要，但是 2012 年营销员数量达到两位数的增长将十分困难，我们预计营销员数量的增幅可能在 6% 附近。另一方面，无论是寿险公司还是营销员本身，未来能够提升的空间主要还是在个人产能上。从营销员的角度讲，已经很难在现有的佣金费率标准框架下提高营销员的佣金收入，因此营销员如果要提高自身的收入水平就必须提高个人产能，提高期缴的业务量。而从保险公司的角度来说，我们认为，个人产能的提高仍然是有空间的，尤其是对于个人产能较低的寿险公司。一方面，对于领先者来说，不仅能够通过交叉销售提高产能，为客户提供多方面的综合服务，而且向二三线城市的扩展还有余地。另一方面，对于银保渠道占比较大的保险公司来说，在银行存款竞争压力仍然较大、流动性仍然偏紧的情况下，银保渠道的低迷局面可能还会维持一段时间，显著地提高个人产能也是迫不得已的措施。

图表 12. 三大寿险公司代理人产能比较（人均每月首年保费）



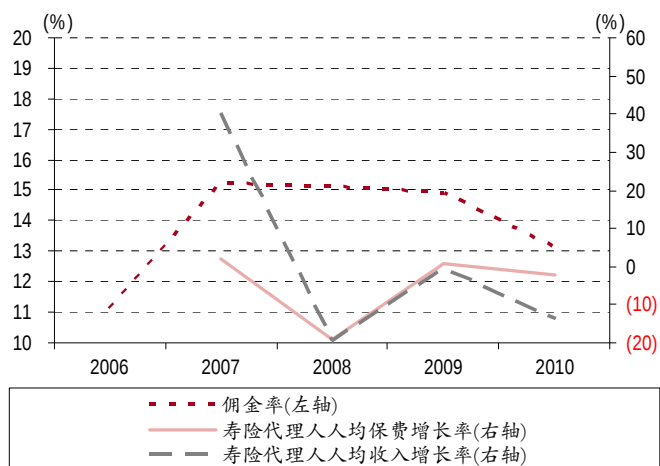
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 13. 三大寿险公司个人寿险代理人数量



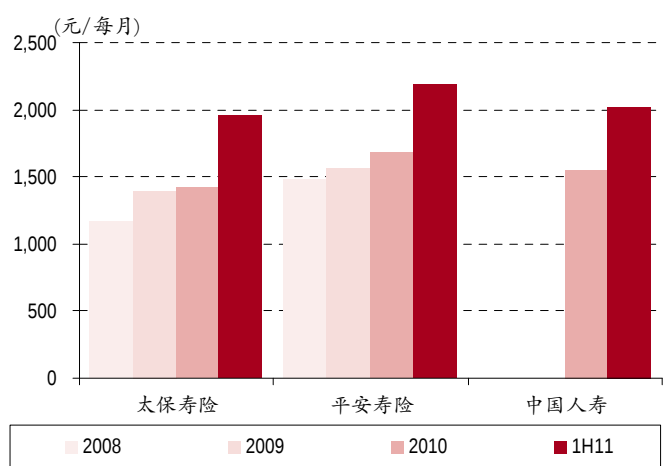
资料来源：中国保险年鉴，公司数据，中银国际研究

* 中国人寿 2009 年和 2010 年数据根据 2010 年中期数据估计

图表 14. 寿险行业营销员佣金率和人均产能


资料来源：公司数据，中银国际研究

* 佣金率=寿险营销员佣金收入/营销员保费收入

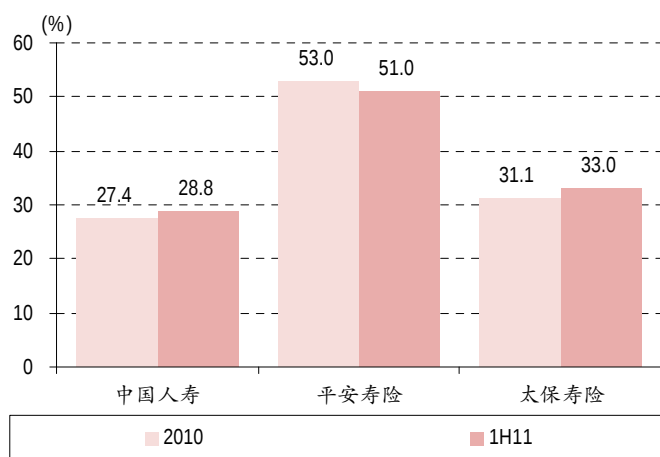
图表 15. 三大寿险公司营销员人均佣金


资料来源：公司数据，中银国际研究估计

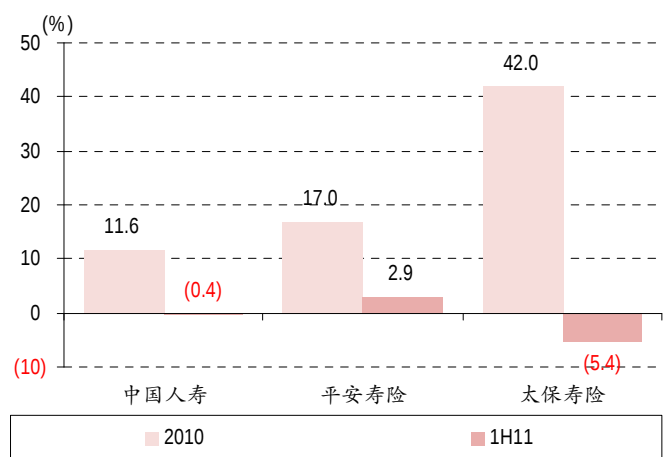
四、新单业务着眼于调整结构、提高价值

从保费增长的结构上看，今年以来寿险保费的增长动力主要来自续期业务，首年保费收入的增速出现大幅下降。即使是受到银保渠道影响较小的平安寿险，新单业务也仅能维持个位数的增长。而在这种情况下，寿险公司采取了调整结构的策略，提高期缴业务占比和新业务利润率（NBV/FYP）。由于银保业务占比较高，中国人寿和太保寿险的期缴业务占整体新单业务的比例，相比平安寿险要低一些，但毕竟还是处于上升的趋势。

展望未来，在整体保费规模很难有明显增长的情况下，调整结构、发展中长期期缴业务、着眼于提升新业务价值成为寿险公司基本一致的目标。但发展中长期期缴业务，也会对保费收入的增长和佣金费用的控制产生不利的影响。

图表 16. 三大寿险公司新单业务中期缴业务占比


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 17. 三大寿险公司新单业务同比增速


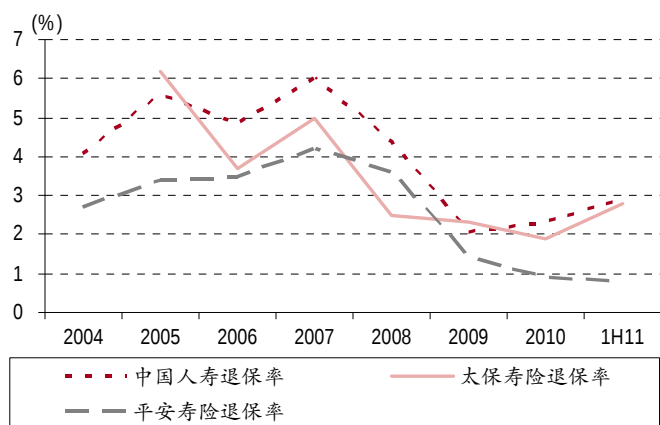
资料来源：公司数据，中银国际研究估计

五、退保率难以改善，对续期保单不利

在保单收益率相对偏低的情况下，今年以来寿险公司的退保率有所上升，尤其是银保渠道占比较高的中国人寿和太保寿险。由于银保渠道中大多数是趸缴保费，加之趸缴保单和中长期存款很容易相互比较收益率，在保单吸引力不强的情况下银保趸缴的退保压力较大。

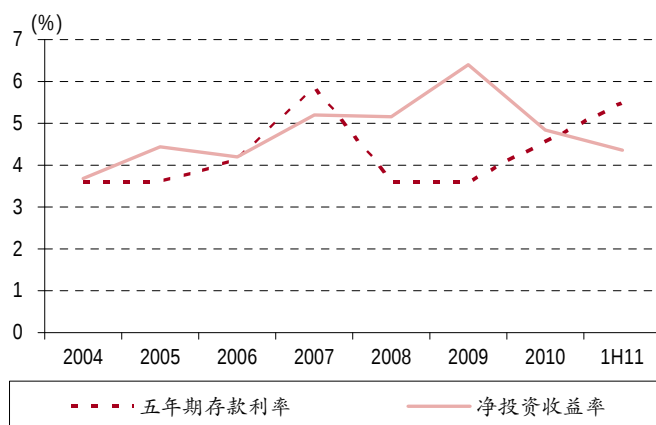
展望未来，我们预计保单收益率难以明显提高的情况下，寿险产品面临的退保风险仍然较大，退保率上升的可能性较大，但上升幅度相比 2011 年会有所缩窄。退保率的上升会直接影响续期保费的增长。

图表 18. 三大寿险公司退保率比较



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 19. 五年期存款利率同寿险业务净投资收益率比较



资料来源：中国保险年鉴，公司数据，中银国际研究

*2011 年中期净投资收益率是根据三家保险公司寿险平均净投资收益率估计得出

图表 20. 寿险保费收入增速预测敏感性分析

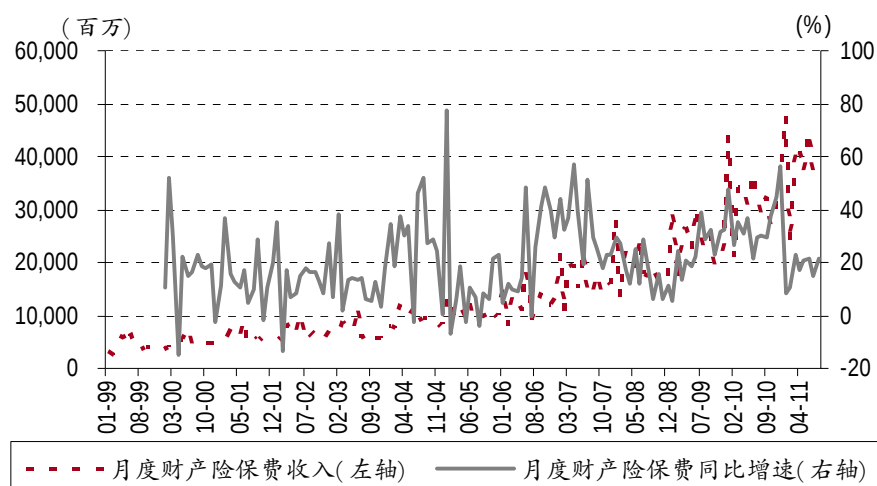
	悲观	中性	乐观
银保渠道增速(%)	(4.6)	0.4	5.4
其中：新单增速(%)	(15.0)	(10.0)	(5.0)
续期增速(%)	65.0	70.0	75.0
个险渠道增速(%)	11.0	16.0	21.0
其中：营销员数量增速(%)	3.0	6.0	9.0
营销员产能增长(%)	8.0	10.0	12.0
其他渠道增速(%)	(5.0)	0.0	5.0
寿险保费收入增速(%)	1.6	6.6	11.6

资料来源：中国保险年鉴，公司数据，中银国际研究

产险业务正在见顶过程中

产险业务在经历了 2009-2011 连续三年利润率上升、综合成本率下降之后，我们预计 2012 年产险业务的利润率水平将经历一个见顶的过程，费率降低和综合成本率以及赔付率的上升已经是不可逆转的趋势。由于车险业务占比基本在 75% 左右，非车险业务占比短期内提升空间也比较有限，因而未来整体产险的盈利增长预计将会下降。

图表 21. 月度产险保费收入



资料来源：中国保监会、中银国际研究

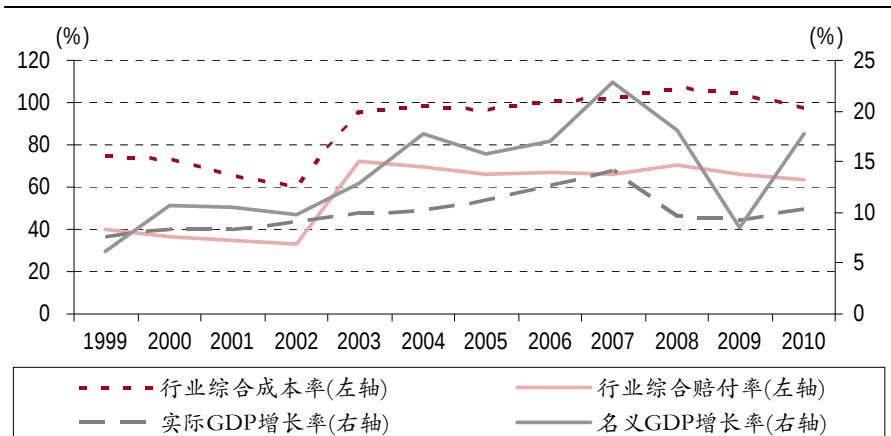
从目前的研究看，世界很多国家的产险业务都存在所谓的承保周期。由于数据有限，我们采用中国人保财险、平安财险和太保财险三个公司加总的数据来替代 2007 年以前的行业综合成本率和赔付率。从中我们可以看出，自 2003-2008 年，中国产险业的综合成本率和赔付率都处于一个上升的周期，在 03-04 年保费充足率有过一次提升之后，由于行业的不规范、恶性竞争加剧、中小保险公司的风险意识淡漠以及盲目扩张，导致中国产险业经历了一个长达 5 年的下降周期。

2009 年以后，中国产险业进入一个恢复发展的时期，综合成本率持续下降，目前财产险的综合成本率已经下降至 92%，是十年来的最低值。但是，我们认为这个过程可能已经接近尾声，一方面，商业车险的费率市场化进程会逐步推进，另一方面，费率下降的同时，保险公司的保险责任却在扩大。因此，我们预计本轮承保周期会戛然而止，综合成本率将会上行。

图表 22. 各国非寿险承保周期研究

研究来源	基础变量	国家	数据周期	非寿险承保周期 (年)
Venezian(1985)	综合成本率	美国	1960-1980	6.06
Renbao Chen, Kie Ann Wong, Hong Chew Lee(1999)	赔付率	新加坡	1970-1995	7.78
		马来西亚		12.01
		日本		13.86
Cummins 等(1987)	赔付率	澳大利亚	1957-1979	4.69
		加拿大		6.65
		法国		8.23
		德国		7.76
		意大利		11.71
		新西兰		6.36
		瑞士		5.35
Lamm-Tennant 和 Weiss(1997)	综合成本率	荷兰	1965-1987	12.03
		西班牙		5.70

资料来源：王丽珍、李秀芳、郭思文《中国非寿险业承保利润周期根源探析》，中银国际研究

图表 23. 中国财产险行业综合成本率和赔付率 (1999-1H11)


资料来源：中国保险年鉴，公司数据、中银国际研究估计

一、车险业务

车险保费收入将更多取决于承保机动车数量

今年以来，全行业的财产险保费收入增速在 17%-18% 左右。但是，如果我们剔除车险业务 20%-25% 的增长，那么车险业务的保费增速可能仅为 16%-17%，这比今年整体机动车保有量的增速仅高 7-8 个百分点。由此可见，在经历了 2010 年车险业务全行业接近 40% 的保费高增长之后，车险业务可能已经不会再有如此高增长的时期了。

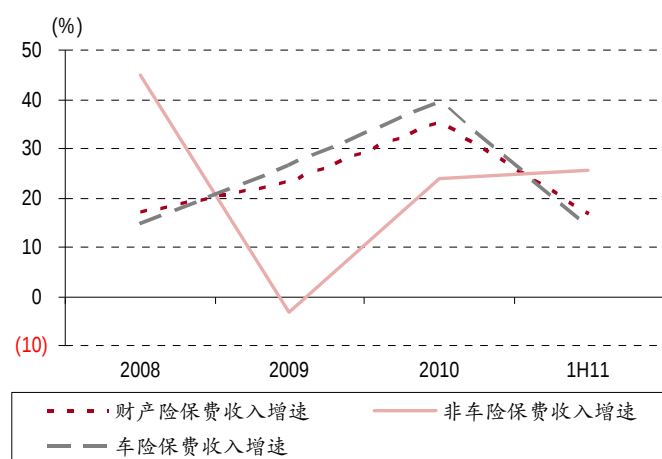
如果我们预计商业车险的费率市场化在明年推出的话，车险费率只能下调，车均保费难有增长，那么车险的保费收入未来的增速可能将更多的与机动车保有量和承保机动车数量相关。

截至 2011 年 9 月末，全国机动车保有量达到 2.2 亿辆，较年初增长 7%，汽车保有量达到 1.01 亿辆，较年初增长 12.1%。而从产销量来看，今年前十个月汽车产销量分别达到 1,503 万辆和 1,516 万辆，同比分别增长 2.8% 和 3.3%。

我们预计 2011 年全年的汽车销量增速可能在 3%-4%，考虑到去年四季度基数较高的因素，全年的机动车保有量增速可能为 8.6%。展望明年，如果没有特别的政策推动，作为耐用消费品的乘用车估计还能维持一定的增长（5%-8%），商用车的增长可能在 5% 以下（但明年上半年很可能是负增长）。考虑到乘用车一般占比在 70% 左右，以及宏观经济走势对商用车的影响，我们预计 2012 年汽车销量增速可能在 5% 左右。

因此，我们估计，如果 2012 年机动车保有量增速能够维持在 7.5%-8% 左右，机动车投保率维持一定的上升，车均保费不再提升的话，那么整个行业的车险保费收入增速可能在 12%-13% 左右。

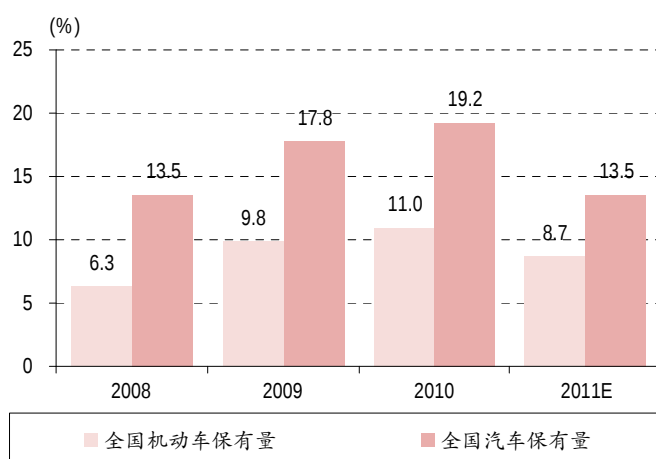
图表 24. 财产险行业保费收入增速分解



资料来源：公司数据，中银国际研究估计

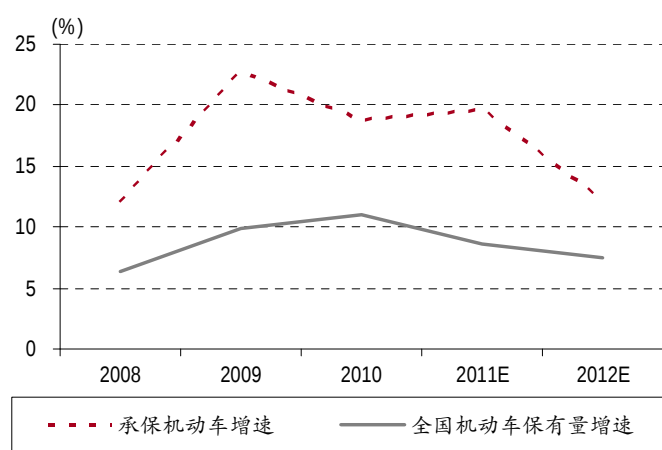
*2011 年上半年数据根据三大产险公司估计而得

图表 25. 全国机动车和汽车保有量增速



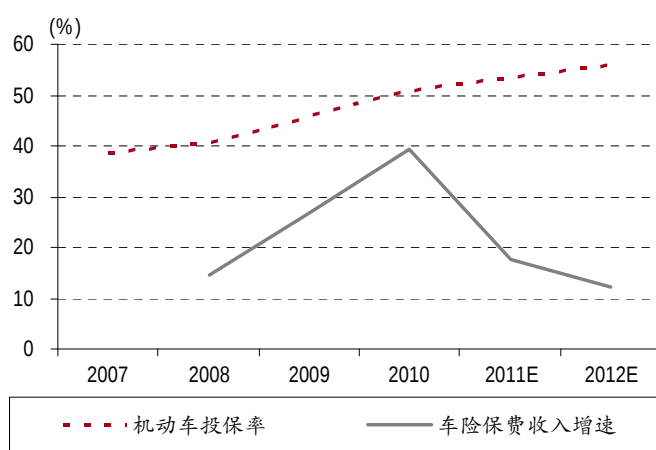
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 26. 全国机动车保有量和承保机动车增速预测



资料来源：中国保险年鉴，万得资讯，中银国际研究估计

图表 27. 机动车投保率和车险保费收入增速

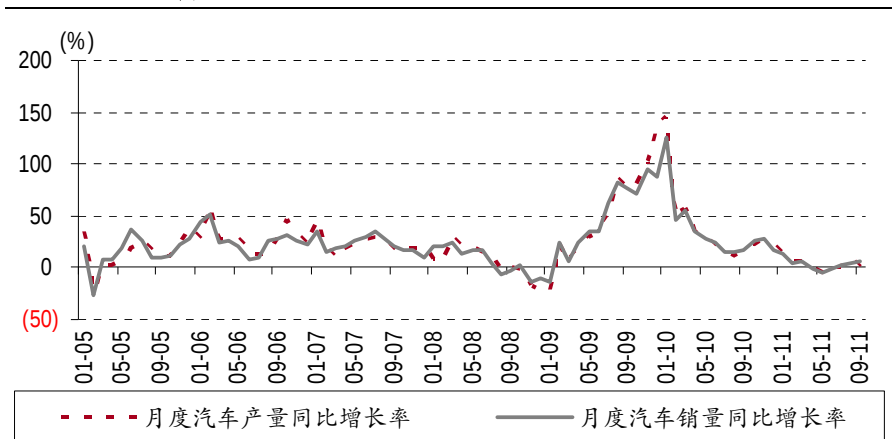


资料来源：中国保险年鉴，中银国际研究估计

图表 28. 车险业务保费收入增速敏感性分析

	悲观	中性	乐观
承保机动车（百万台）	131.8	135.5	139.2
承保机动车增速(%)	9.1	12.1	15.2
全国机动车保有量（百万台）	239.6	241.9	244.1
全国机动车保有量增速(%)	6.5	7.5	8.5
机动车投保率(%)	55.0	56.0	57.0
车均保费收入增速(%)	(5.0)	0.0	5.0
车险保费收入增速(%)	3.6	12.1	20.9

资料来源：万得资讯，中国保险年鉴，中银国际研究估计

图表 29. 月度汽车产销量变动情况


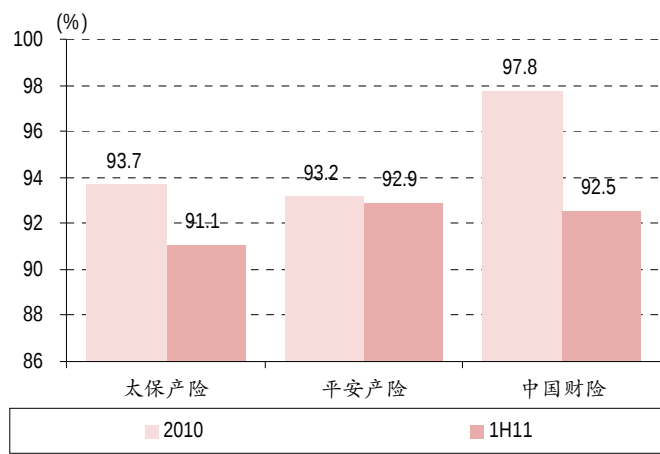
资料来源：万得资讯、中银国际研究

费率市场化的短期影响有限，但降低行业长远的盈利预期

根据保监会今年9月份发布的《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）》，将财险公司的商业车险费率执行情况分为三个层次：

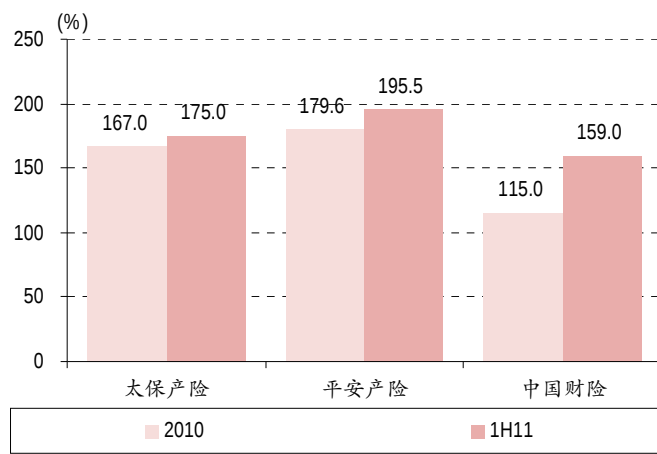
一是保险公司可以参考或使用协会条款拟订本公司的商业车险条款，并使用行业参考纯损失率拟订本公司的商业车险费率；二是连续两个会计年度综合成本率低于行业平均水平且低于100%的保险公司，在按照行业参考纯损失率拟订本公司商业车险条款和费率时，可以在协会条款基础上适当增加商业车险条款的保险责任；三是符合一定条件的保险公司可以根据公司自有数据拟订商业车险条款和费率。这些条件中，关于经营商业车险业务的年限、综合成本率、偿付能力充足率和承保数量的四个条件是硬约束条件。由于中国财险2010年的偿付能力充足率低于150%，因此，上市公司中明年能够获准自主拟定车险费率的只有太保财险和平安财险，此外，阳光财产、永诚产险、华泰产险和安邦产险等少数中小公司也可能获得自主定价权。中国人保财险在完成配股后，预计在2013年也将获得自主定价权。而多数中小保险公司由于承包机动车数量不达标，将更难进行自主开发车险产品。

图表 30. 三大财险公司综合成本率比较



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 31. 三大财险公司偿付能力充足率比较



资料来源：公司数据、中银国际研究

我们认为，如果新的车险费率管理办法在 2012 年施行，那么短期内对产险公司的盈利影响比较有限，但从趋势上说会进一步加剧车险业务的竞争，费率的降低或者服务支出的增加会使得财险公司的利润空间受到挤压，长远的盈利预期将受到影响：

首先，我们预计，商业车险费率市场化虽然会对财险公司整体的利润造成一定的负面影响，但这个影响短期内还是相对有限的。

1. 从监管层的角度讲，保监会在新的费率管理办法中设置了一些条款，以阻止保险公司之间的恶性竞争，包括：保险公司拟订的商业车险条款费率应当报保监会批准、最近 2 年综合赔付率与预定数据差异大的公司应向保监会做出说明；
2. 从保险公司的角度讲，整个财产险保费收入中，75%左右来自于机动车辆险，而其中又有大约 25%-27% 的车险保费收入来自交强险。如果我们预计商业车险占车险业务的比例为 74%，那么如果商业车险费率下降 5%、10%、15%，行业综合成本率将分别上升 2.7、5.6 和 8.7 个百分点。
3. 目前深圳和北京两地正在试点实行机动车费率浮动方案，监管当局意图在于一方面打破原有三套费率体系的格局，另一方面虽然降低了费率标准，但也扩大费率浮动范围，使费率与出险记录挂钩更加紧密，避免保险公司业绩出现显著下滑。而从实际执行的情况上看，在目前这个执行阶段，虽然保费收入有所下降，但综合成本率保持稳定，没有出现明显上升。我们认为，目前试点工作尚未完成，未来两年的执行情况还有待进一步观察。

其次，从趋势上讲，商业车险费率市场化一定会降低车险费率，长远看，保险公司必须提高经营效率、降低成本。车险业务，本质上仍然是以价格竞争为主。目前的实际情况是，各个保险公司的服务能力和水平相差无几，绝大多数车险的客户仍然是价格敏感型，他们选择保险公司还是很原始地落在价格上。因此，在这样的大趋势下，保险公司的竞争力就体现在降低成本、提高效率上。此外，汽车的销售已经进入一个相对稳定的时期，使得车险业务整体面临竞争加剧的局面。

最后，如果新的条例得以执行，打破目前的统一费率后，我们预计可能的结果是：一方面，以平安产险和太保产险为代表的大保险公司在市场竞争中取得了主动权，同时他们依靠规模效应所产生的综合成本率优势，势必会降低商业车险费率，中小保险公司面临更多的生存困境，市场份额受到蚕食；另一方面，中小保险公司只能通过其他的各种方式进行竞争，最主要的可能是提高代理保险的中介手续费。整体财险公司的利润空间可能会进一步收缩。

总之，如果保监会在明年上半年正式推出商业车险费率市场化的新规，那么目前可以执行车险费率新规的公司并不多，符合自主定价的两家上市保险公司也不会通过大幅降低车险费率来过分追求市场份额。明年即使费率会有下降，但估计幅度也不会大。但是，我们认为，一旦费率市场化的趋势得以确立，那么市场可能会降低对保险公司的盈利预期和估值水平，保险公司的股价面临一定的压力。

保险责任扩大，对车险业务产生负面影响

在9月份的征求意见稿中，还有一部分新规会在短期内对车险业务产生负面影响：

一个是禁止所谓的“高保低赔”现象，保险公司和投保人应当按照市场公允价值协商确定被保险机动车的实际价值，并与投保人协商约定保险金额。而以往保险公司都要求车主对旧车以新车购置价作为保险金额投保，而在发生全损时，却往往按新车购置价扣减折旧来进行理赔。“高保低赔”现象的消失，会直接降低保险公司的车险保费收入；

另一个是要求保险公司对第三者责任险代位赔偿，也就是说，出现第三者责任险时，保险公司自向被保险人赔偿保险金之日起，在赔偿金额范围内代位行使被保险人对第三者请求赔偿的权利。这就使得保险公司承担追偿的压力，这个需要保险公司在机制和措施上进行创新来加以应对。

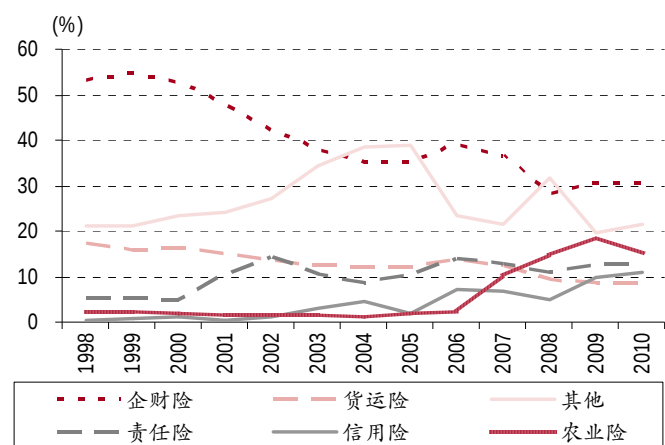
二、非车险业务

非车险业务占整体财产险业务的比例大概在25%上下，从历年的非车险业务财产险保费收入增速上看，并没有明显的规律可循。而且，非车险类的产险业务包含的险种较多，各个产品之间差异性很大，特别是很多细分险种的技术含量较高、专业性较强，难以进行有效的预测。

主要来说，非车险业务包括企业财产险、货运险、责任险、信用险和农业险等。从1998年以来的数据可以看出，各个险种的市场集中度正在下降，传统的企财险和货运险的占比在逐渐萎缩，占整个非车险业务的比例已经下降至30%和9%，责任险的占比没有明显变化，而农业险和信用险由于保监会近几年的大力推动，其占比也在稳步上升。

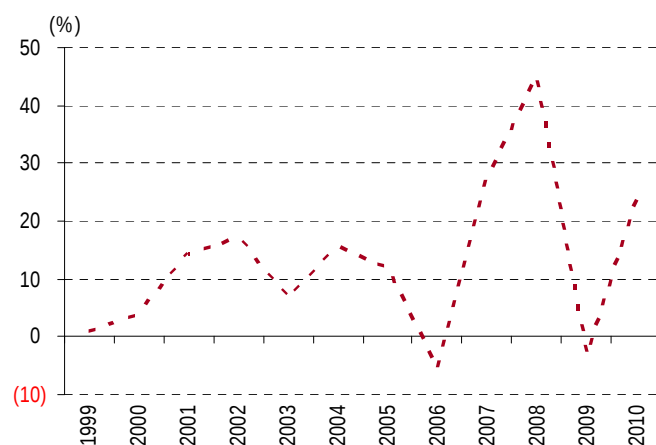
展望未来，虽然长期看非车险业务的增长空间仍然很大，但短期内我们还看不到这个发展阶段。如果我们预计2012年的宏观经济并不乐观，经济的活跃程度在下降，那么非车险类业务的增速可能会有所下降，但可能会维持20%的增速水平。

图表 32. 非车险类财产险保费收入结构



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 33. 非车险类财产险保费收入增速



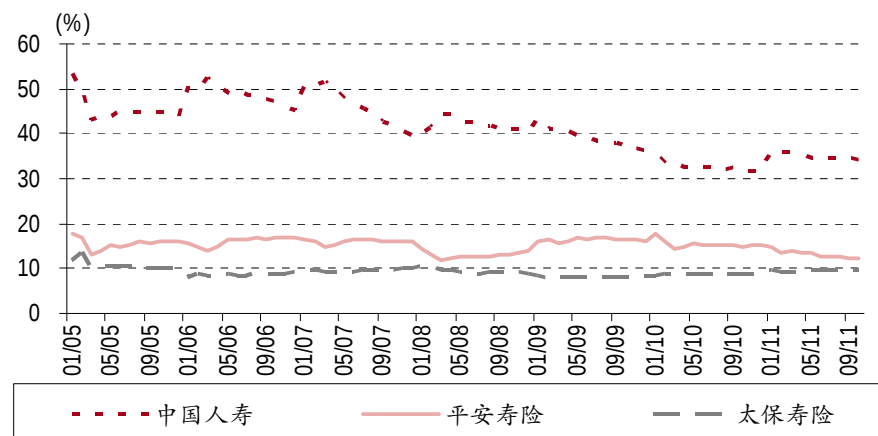
资料来源：公司数据、中银国际研究

主要保险公司保费收入预测

寿险保费收入

根据保监会公布的今年前 10 个月寿险保费收入情况，在新口径下，中国人寿、平安寿险和太保寿险的市场份额分别为 34%、12.3%和 9.8%。由于统计口径变更的问题，平安寿险的市场份额有所下降。我们预计 2012 年中国人寿的保费市场份额可能仍会下降，在保费收入增速超过行业平均水平的前提下，平安寿险的市场份额可能会有所提升。

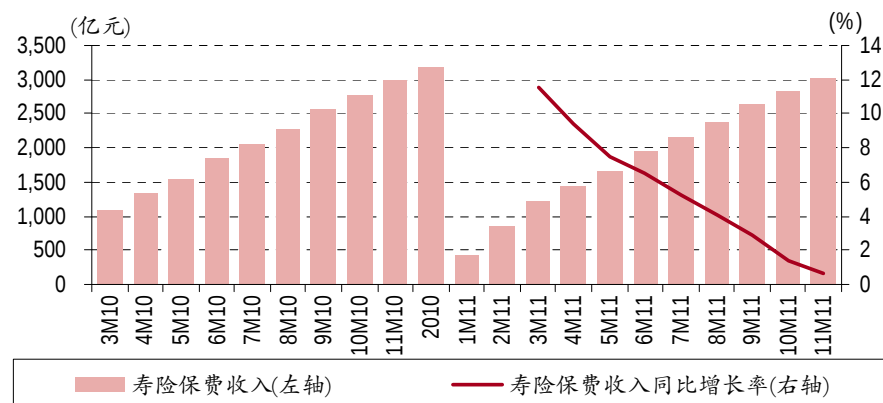
图表 34. 三大寿险公司市场份额比较



资料来源：中国保监会、中银国际研究

新口径下中国人寿 2011 年前 11 个月累计实现总保费收入 3,012 亿元，同比增长 0.6%，保费增速较今年前 10 个月继续下滑 0.8 个百分点。我们预计 2012 年全年的保费收入状况仍然不容乐观，即使有一定的续期保费，但银保渠道保费收入负增长的可能性较大，主要的新单仍将来自于个险渠道，其中，营销员数量有望止跌回升。2012 年全年的保费收入可能会同比下降 4%，其中，首年保费预计下降 11%。

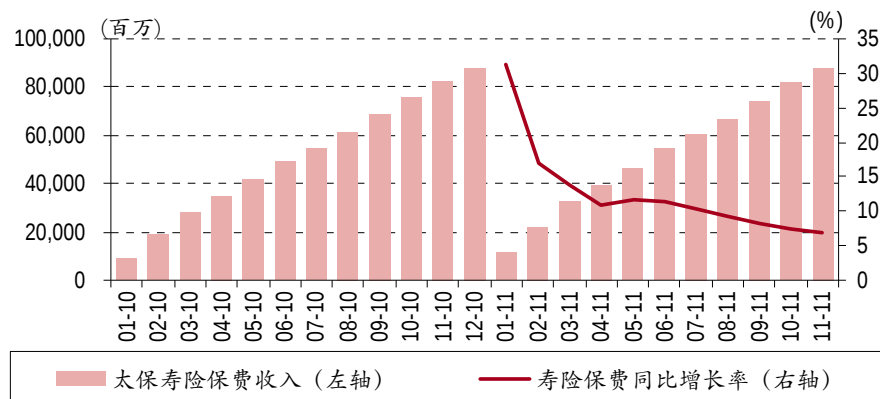
图表 35. 中国人寿保费收入（新口径）



资料来源：公司数据、中银国际研究

中国太保 2011 年前 11 个月实现寿险业务保费收入 879 亿元，同比增长 6.9%，增速较前 10 个月下滑 0.5 个百分点，虽然下滑速度有所放缓，但增速放缓的趋势仍然不变。我们预计 2012 年太保寿险的保费收入增速可能较今年有所下降，增速预计为 5.8%。太保寿险面临和中国人寿类似的问题，银保渠道收入可能下降 3%-4%。

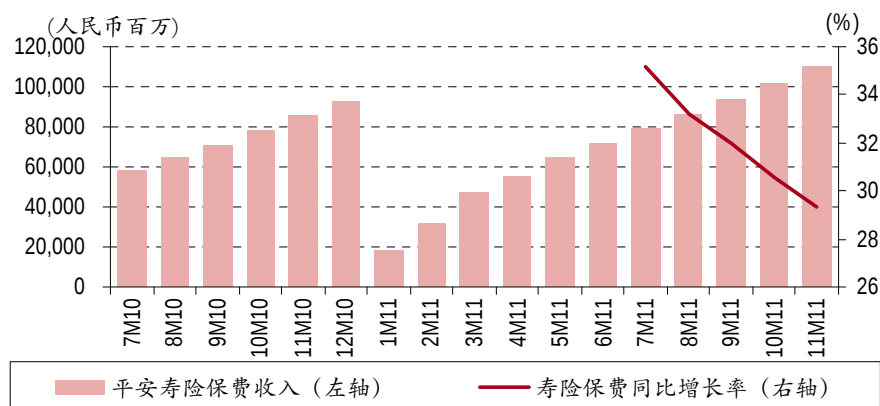
图表 36. 中国太保寿险保费收入（新口径）



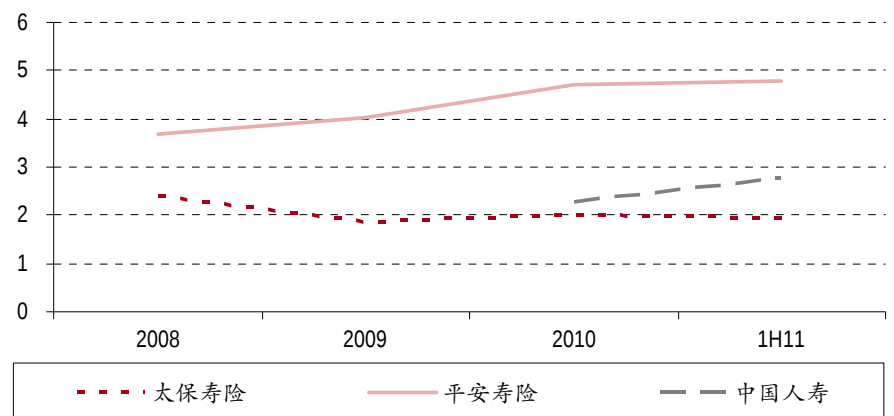
资料来源：公司数据、中银国际研究

中国平安的寿险业务在今年 11 个月实现累计保费收入 1,100 亿元，可比口径下同比增长 29.4%，从已有的可比数据看，保费增速持续处于下滑通道中。与其他竞争对手相比，平安寿险的单位佣金成本贡献的新单保费产出是最高的。我们预计 2012 年平安寿险的保费收入仍会受益于其强大的个险渠道（包括领先的培训机制和 MIT 系统的应用）和高效的个人产出，但是整体新单业务仅能维持 2% 左右的增幅，全年整体的寿险保费收入增速将下降至 17%，尽管如此，平安寿险和其他寿险公司的差距还会继续拉大。

图表 37. 中国平安寿险保费收入（新口径）



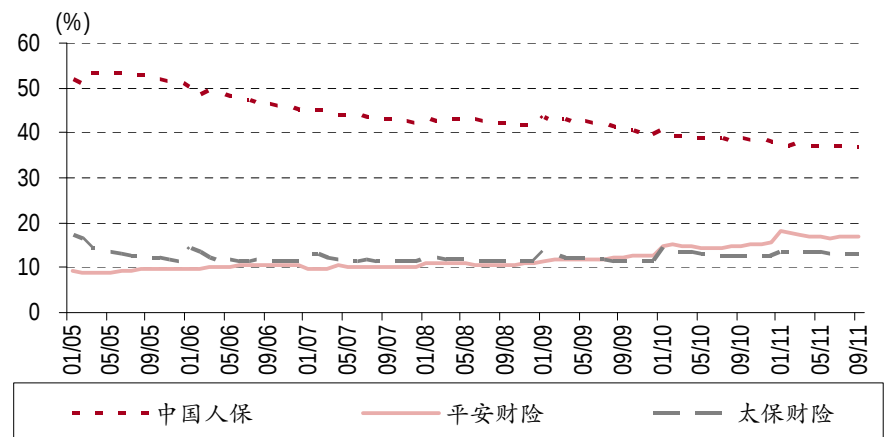
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 38. 三大保险公司寿险营销员人均首年保费 (FYP) / 人均佣金


资料来源：公司数据、中银国际研究

产险保费收入

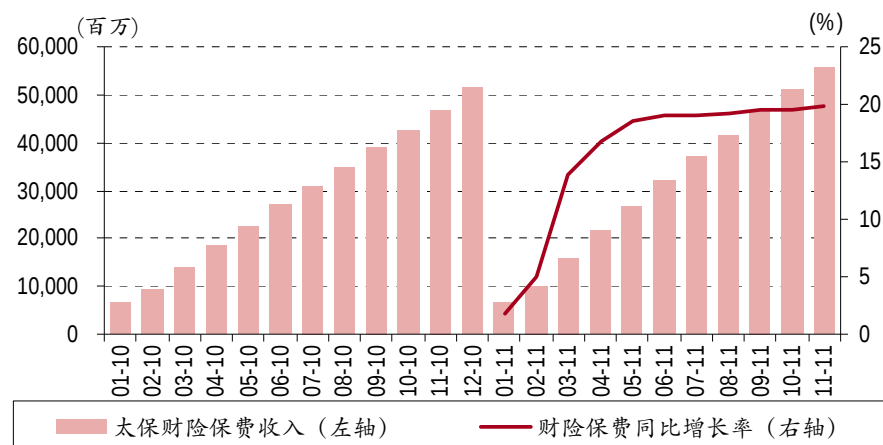
今年前 11 个月，财产险整体保费收入达到 3,696 亿元，同比增长 17.6%。无论是整体财产险还是单看机动车辆险，平安产险的增速都要高于整体板块和主要竞争对手。基本的局面是，平安产险的市场份额一直在增加（目前是 17% 附近），而中国人保财险的市场份额在下降（目前是 37% 附近），太保产险基本保持 13% 的市场份额不变。

图表 39. 三大产险公司市场份额情况


资料来源：中国保监会、中银国际研究

中国人保财险 2011 年前 11 个月实现保费收入 1,575 亿元，同比增长 12.3%。我们预计，尽管配股的完成将有利于提高中国人保财险的偿付能力和业务发展，但 2012 年全年的保费收入增速将下降至 11%，车险保费收入可能仍然会略低于行业平均增速 1-2 个百分点，而车险业务占比太高也拖累了该公司整体保费收入的增速。

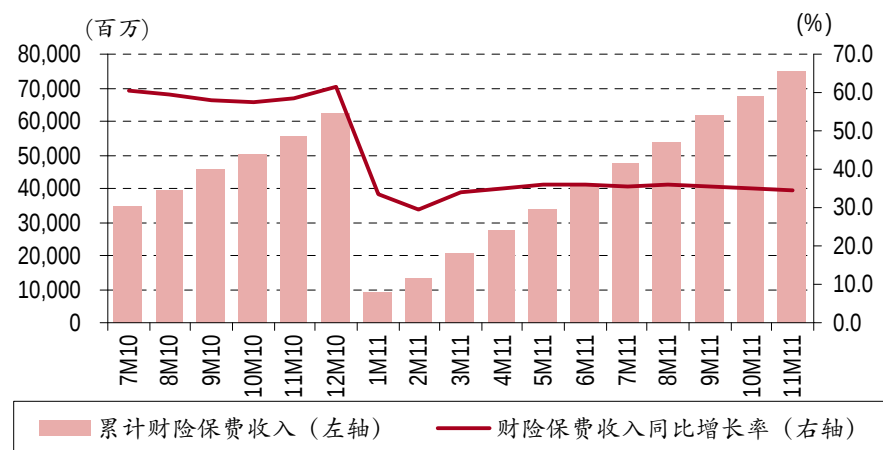
图表 40. 中国人保财险保费收入情况



资料来源：公司数据、中银国际研究

中国平安的产险业务 2011 年前 11 个月实现保费收入 746.8 亿元，同比增长 29.4%，保费收入增速略有放缓。我们认为，平安产险凭借其多年的品牌优势和强大的电销网络，其产险保费增速仍然会在 2012 年好于行业平均水平，其全年增速可能达到 19%。平安产险在电话销售和网络营销上，由于起步早，宣传力度大，座席数量远远超过其他公司，具有一定的先发优势，而在交叉销售上又明显领先于其他竞争对手，因此我们预计，平安产险的市场份额仍会继续扩大。

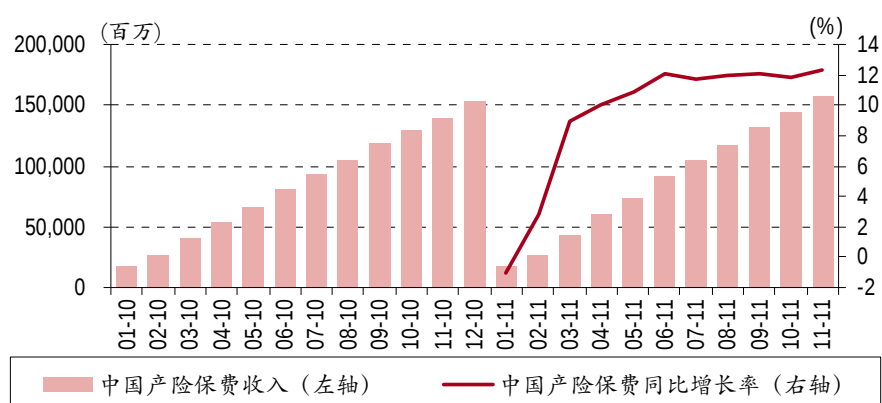
图表 41. 中国平安产险保费收入情况



资料来源：公司数据、中银国际研究

中国太保今年前 11 个月实现产险保费收入 559 亿元，同比增长 19.8%，增速依然保持稳健的态势。展望 2012 年，我们预计太保产险的保费收入可能会下降至 14%，其中，车险保费收入可能仍会略高于行业平均增速，而非车险业务会维持 18% 左右的增长。

图表 42. 中国太保产险保费收入情况



资料来源：公司数据、中银国际研究

债券市场投资好转，但股票市场依然严峻

保险公司的投资结构

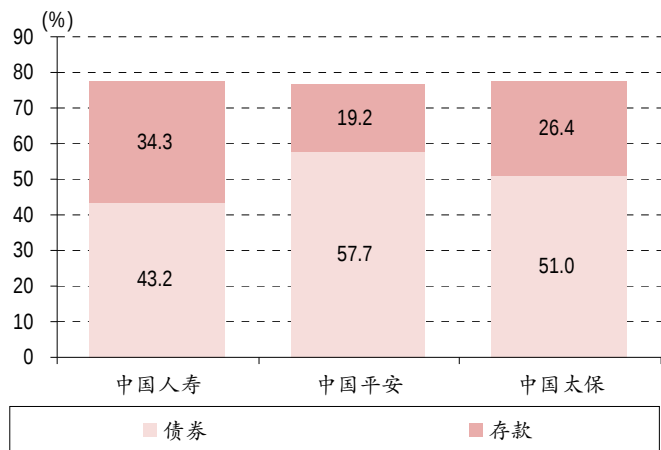
根据保监会最新披露的数据，截至 2011 年 10 月末，保险资金的资金运用总额达到 5.37 万亿，较今年年初增长 16.6%，较 9 月末增加 1,065 亿，其中银行存款为 1.68 万亿，比上月减少 355 亿元。同时，其他保险资金投资余额为 3.68 万亿，较 9 月份增加 1,420 亿元。从数字上看，由于股市和债市在 10 月末双双出现底部迹象，保险公司可能是加大了对债券和股票的投资，减少了存款方面的投资力度。

固定收益类投资的收益情况

今年以来，保险公司在固定收益类资产的总体投资比例上没有明显的变化，基本都维持在 76%-77% 左右，同年初相比变化幅度不超过 1 个百分点。只是在结构上有所变化，由于前三季度债券市场的低迷，各家保险公司纷纷降低了债券投资的占比而加大了定期存款的比重。随着债券市场环境的改善，我们预计各家保险公司在四季度可能加大了债券投资的配置力度。

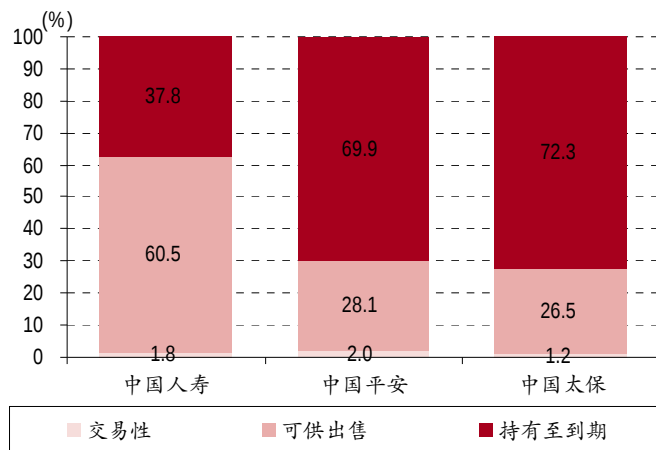
从债券投资的分类来看，中国人寿的可供出售类投资占比最大，2008 年以来一直维持在 60% 上下的水平，这也直接导致其今年偿付能力的大幅下降。而中国平安和中国太保的债券大多配置在持有到期类，而可供出售类的占比在 30% 以下。

图表 43. 三大保险公司债券投资资产占比 (1H11)



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 44. 三大保险公司债券投资的分类 (1H11)



资料来源：公司数据、中银国际研究

单从投资收益的角度讲，固定收益类投资对损益表的影响主要体现在定期存款和债券的利息收入、出售可供出售类资产和交易类资产的价差收入和交易型资产的公允价值变动上。

如果我们假设 2012 年整体固定收益类投资占总投资资产的比例不变，内部结构上债券投资的占比较今年中期有所上升。我们进行了一个敏感性分析，也就是说如果 2012 年债券市场的利率曲线整体下行 10-20 个基点，那么保险公司的业绩会有多大幅度的变化。根据我们的测算，如果不考虑降息因素，整体债券利率水平平均下行 10-20 个基点，那么对保险公司会产生平均 2%-4% 的正面影响，其中可供出售类资产占比最高的中国人寿可能最为受益，而其他两家保险公司由于大多是持有到期类投资，即使考虑其中的浮息债占比，他们对债券利率走势的正面反映也相对较弱。

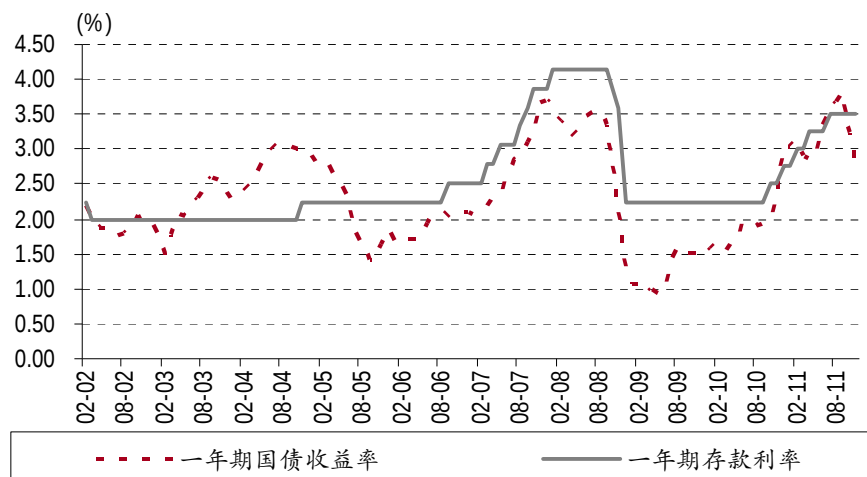
图表 45. 债券市场利率走势对保险公司业绩影响的敏感性分析

主要假设	不减息		减息一次 (基准利率下调 25 个基点)	
五年期存款利率下降(基点)	0	0	30	30
债券利率下行 (基点)	10	20	35	45
债券久期 (年)	9	9	9	9
对 2012 年业绩影响(%)				
中国人寿	3.2	6.4	8.2	11.4
中国平安	1.4	2.7	3.5	4.9
中国太保	1.0	2.0	1.9	2.9

资料来源：公司数据，中银国际研究估计

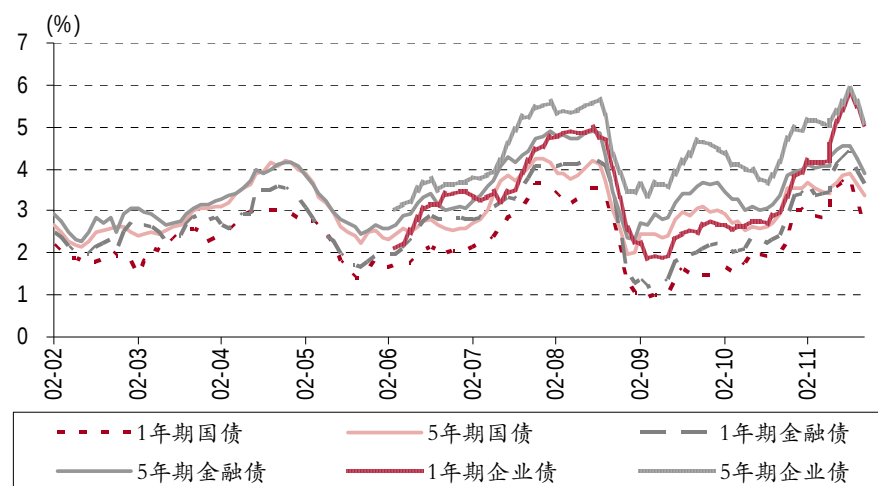
* 假定存款 50% 是浮动利率，并且持有到期类投资中 30% 是浮息债

图表 46. 一年期存款利率和一年期国债收益率（截止 2011 年 11 月末）



资料来源：万得资讯、中银国际研究

图表 47. 各种债券收益率曲线

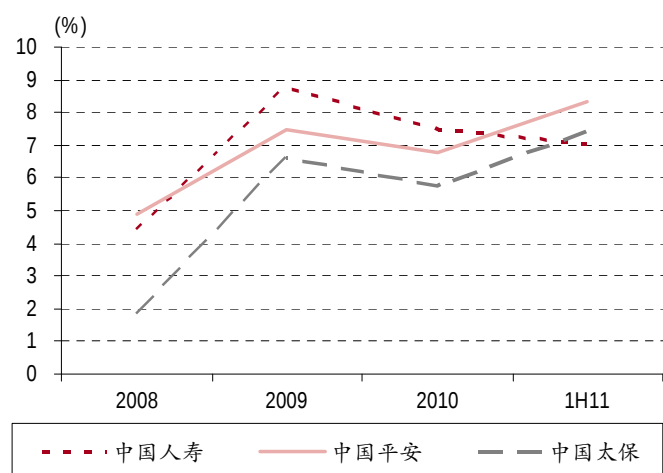


资料来源：万得资讯、中银国际研究

股票基金的投资收益

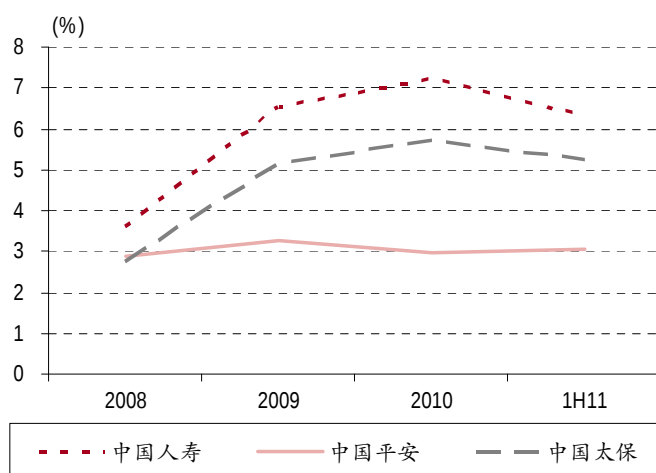
2011 年整体 A 股市场受到来自流动性紧缩、通胀高企、经济增速预期减弱以及欧美市场的扰动等多重因素的拖累，尽管市场出现了 3 次阶段性的反弹（分别是 1 月底至 4 月中旬、6 月下旬至 7 月中旬和 10 月下旬至 11 月上旬），但在大部分时间里持续下跌。股权投资上的损失是导致今年保险公司业绩较差的重要原因之一。目前三大保险公司的股权投资占比（股票和基金）在 11-13% 之间，尽管 2010 年 8 月保监会放宽了对股权投资中股票和股票型基金的限制，但今年 4 月份以来股市的羸弱表现使得保险公司对股权投资不敢贸然加大。

图表 48. 三大保险公司股票投资资产占比



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 49. 三大保险公司基金投资资产占比



资料来源：公司数据、中银国际研究

展望未来，根据中银国际策略组的判断，2012 年上半年 A 股市场仍然处于寻底的过程中，市场对底部的确认还没有完成，上证指数很可能低于 2,000 点，A 股市场 2012 年初仍有 10%-15% 的下跌空间。2012 年下半年的股市走势将更多的取决于货币政策是否出现超预期的转向，如果没有明显的改观，那么 A 股市场全年的走势可能呈现出一种前低后不高的“L”型走势。虽然缺乏主题性和趋势性的投资机会，但在流动性逐渐宽松的情况下，我们认为市场见底以后，2012 年的结构性机会可能好于 2011 年。

在这样的假设前提下，我们认为保险公司加大股权投资配置的可能性不大。我们基本的判断是，在 2012 年上半年大盘下跌 10%-15% 的情况下，保险公司的资产减值损失仍然会较多，但下半年的减值损失压力较小。在中性假设下，保险公司投资股票市场的收益仍有 2.5%，对保险公司 2012 年的业绩平均有 5%-6% 的贡献度。如果股市的走势有超预期的表现，例如从 2,000 点反弹至 2,500-2,600 点，那么股票收益对保险公司业绩的贡献度可能超过 15%，中国人寿由于股票投资占比相对高一些，受益也最大。但是，如果上证指数下探 2,000 点后继续下挫，那么股票投资对保险公司的利润造成侵蚀。

图表 50. 股市走势对 2012 年保险公司业绩贡献度测算

	乐观	中性	悲观
中国人寿	21.2	7.1	(13.0)
中国平安	14.8	4.7	(8.0)
中国太保	15.2	4.9	(8.4)

资料来源：公司数据，中银国际研究估计

另类投资前景广阔

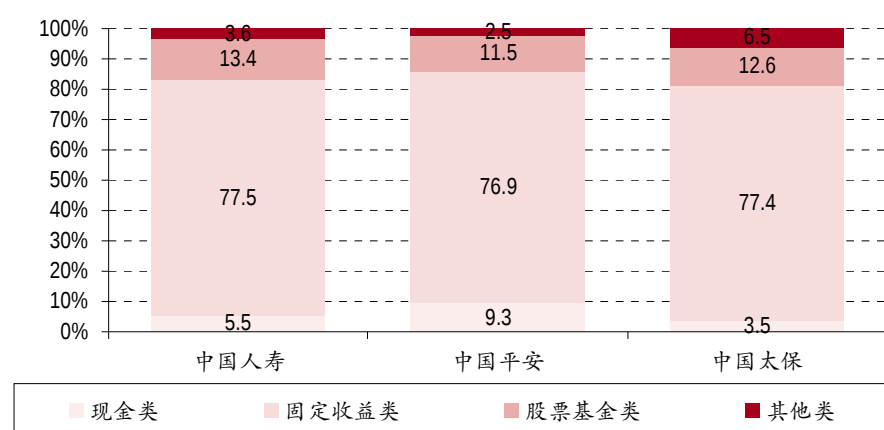
从目前的情况看，尽管保监会逐步扩大保险公司的投资范围，但保险公司实际投资债券和股票基金以外的资产占比还相当少。

早在 2006 年 3 月，保监会就公布《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》，对保险资金间接投资基础设施项目做出了规范；2010 年 9 月，保监会相继公布《保险资金投资股权暂行办法》和《保险资金投资不动产暂行办法》，允许保险资金投资未上市企业股权和不动产（主要指非基础设施类不动产及相关金融产品）。

保监会在扩大保险资金投资范围的同时，也注重对保险资金的风险控制：一是，保监会对保险资金投资基础设施项目、未上市企业股权和不动产提出了明确的比例限制：保险公司投资基础设施债权投资计划的余额，不超过该保险公司上季末总资产的 10%；投资不动产及不动产相关金融产品的账面余额，合计不高于该公司上季度末总资产的 10%；投资未上市企业股权和投资股权投资基金等未上市企业股权相关金融产品的账面余额，合计不高于该公司上季末总资产的 5%。二是界定投资标的。明确保险资金只能投资处于成长期或成熟期的企业股权，不能投资创业风险投资基金，不能投资高污染、高耗能等不符合国家政策和技术含量较低、现金回报较差的企业股权；规定保险资金投资的不动产，应当是产权合法清晰、管理权属相对集中、能够满足投资回报的不动产，不能投资商业住宅，不能直接参与房地产开发，不能投资设立房地产企业。三是对保险公司投资团队、偿付能力、财务指标、净资产规模等提出了较高的资质要求。

截至 2011 年 10 月末，保险公司总资产规模达到 5.82 万亿，那么理论上保险资金投资在上述另类投资领域的规模可以达到 1.4 万亿。而事实上，保险公司在另类投资上还是非常谨慎的，主要投资在基础设施的债权计划上，预计这一规模可能在 800-900 亿，占整个另类投资的 50%。我们预计，一方面，在积极的财政政策下，保险资金对基础设施类的投资还会持续稳健的增长；另一方面，如果中央持续打压房地产，房价出现明显下跌，那么保险资金可能会加大房地产方面的投资力度，可能成为保险资金投资多元化的一个新增长点。

图表 51. 三大保险公司 2011 年中期投资结构



资料来源：公司数据、中银国际研究

偿付能力不容乐观

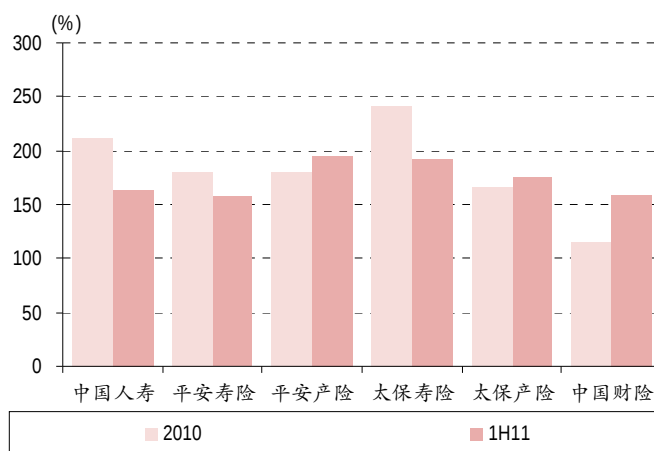
目前保险公司的偿付能力仍然不容乐观,如果2012年投资方面难有惊喜的话,有些保险公司的偿付能力将触及150%的底线。中国太保的偿付能力相对比较乐观,在对太保产险进行注资和太保寿险发行次级债之后,两家子公司的偿付能力有所缓解,但由于明年形势仍不乐观,我们预计两家子公司在2012年仍面临一定的100-150亿的融资压力。中国人寿尽管在今年发行了300亿的次级债,但我们预计年末的偿付能力可能会降至170%附近,那么明年可能还需要200亿-300亿的融资需求。

我们认为对资本金最渴求的可能是中国平安。根据其最新公告,中国平安将公开发行不超过260亿A股可转债,期限为6年,票面利率不超过3%,同时授予董事会一般性授权发行新股,发行面值不超过A股和H股各自面值的20%。A股发行可转债涉及的转股已经包含在20%的A股发行授权中,因此,未来主要的发行空间将在H股上,中国平安理论上的可融资额度还有250-300亿。

我们基本的考虑是明年资本市场的下行,并假设2013年资本市场有所好转。根据保监会的规定,作为资本性负债的可转债原则上可以纳入实际资本计算,因此我们在预测2012和2013两年的偿付能力时假设可转债发行后直接计入实际资本。这样的话,中国平安集团2012年和2013年的偿付能力可能达到165%和187%。

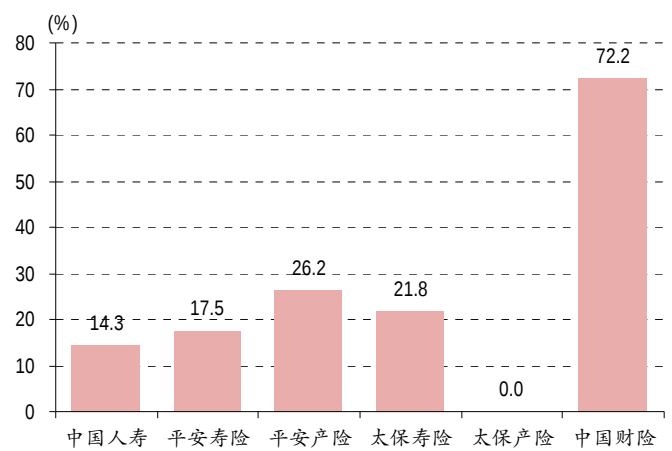
保险公司补充偿付能力有多种途径,包括发行次级债、可转债、股东注资、定向增发和公开市场再融资等。我们认为中国太保和中国人寿通过发行次级债补充资本金的可能性较大。中国太保的两家子公司合计可能还有150亿的发行额度,中国人寿可能还有700亿的发行额度,发行空间还比较充裕。但是,在保监会明确保险集团不能发行次级债的情况下,平安寿险和平安产险可能分别还有60亿和40亿的次级债发行额度,整体看对偿付能力的积极作用有限,我们认为,2012年中国平安在完成A股可转债发行之后,将寻求次级债和H股再融资相结合的资本补充方案。

图表 52. 各大保险公司偿付能力比较



资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 53. 当前各大保险公司次级债规模占净资产比例估计



资料来源: 公司数据、中银国际研究

估值和个股选择

行业估值和投资区间

由于中国太保在 2007 年末才上市，因此我们选用 2008 年以后的数据来比较保险板块和大盘指数之间的关系。

从周数据来看，从 2008 年 1 月至今，一共 204 个周数据点，比较上证指数周涨跌幅同保险板块的周涨跌幅之差，差异在上下 5% 的数据点有 40 个左右，且这 40 个数据不具有连续性和方向上的一致性。

进而我们拉长波动的周期，研究 2008 年以来的月度涨跌幅数据。2008 年 1 月至今，一共 48 个月数据点，上证指数月涨跌幅同保险板块的月涨跌幅之差，差异在上下 5% 的数据点有 22 个，其中有 16 个都是在股市波动较大的 2008 年和 2009 年下半年。而且最重要的特点是，即使这些连续的差异较大的数据点都不存在方向和趋势上的一致性。

因此，我们对保险板块的股价走势的基本结论是：

1. 三支保险股的 Beta 值都在 1.1-1.2 之间，保险板块的平均 Beta 值为 1.14，属于高 Beta 板块，其波动幅度要大于大盘指数；
2. 保险股走势和大盘指数高度相关，尤其是 2010 年以来，月度涨跌幅差异很少超过 $\pm 5\%$ ；
3. 在一个时间较长的波段中，如果大盘处于下跌波段，保险股的走势往往要比大盘更差，而在大盘上行波段，保险股的走势要好于大盘；
4. 我们也研究了以三个月左右为长度的小波段，在此期间，保险股的走势往往逊色于大盘。原因可能在于，缺乏趋势性行情下，投资者开始关注保险公司本身的基本面情况，而在弱市场环境下，保险公司基本面情况可能并不乐观。

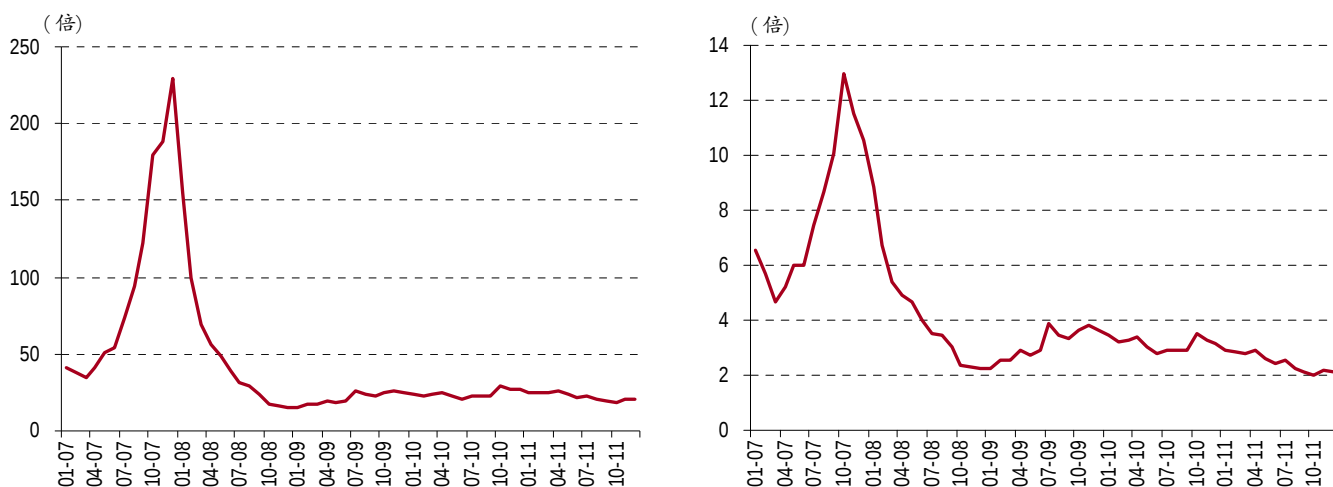
图表 54. 保险板块投资区间分析

周期区间	上证综指 变动	保险板块 变动	波段类型	表现情况
2008 年 1 月至 2008 年 10 月	(69.3)	(72.1)	长	大盘大幅下挫，保险股表现不如大盘
2008 年 11 月至 2009 年 7 月	90.8	125.4	长	大盘大幅上涨，保险股表现好于大盘
2009 年 8 月至 2010 年 6 月	(34.2)	(37.2)	长	大盘大幅下挫，保险股表现不如大盘
2010 年 7 月至 2010 年 10 月	27.0	10.6	短	短周期和弱市场情况下，保险股的表现逊色于大盘，投资者可能更加偏重对基本面的判断。
2010 年 11 月至 2011 年 1 月	(5.3)	(17.7)	短	大盘连续下跌，保险股表现不尽如人意
2011 年 2 月至 2011 年 4 月	4.5	0.6	短	
2011 年 5 月至 2011 年 12 月	(25.7)	(23.3)	长	

资料来源：万得资讯，中银国际研究

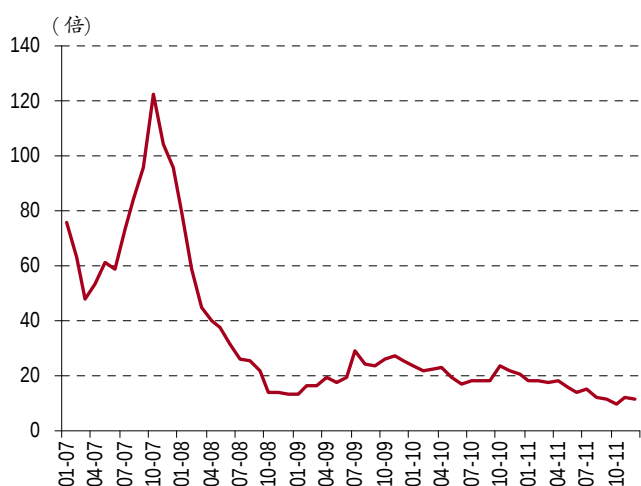
无论是从市盈率、市净率还是从隐含新业务价值倍数上看，目前保险股的行业估值都处于历史上较低的水平。目前保险板块的估值相当于 12 倍的隐含新业务价值。

图表 55. 上市保险公司滚动市盈率和滚动市净率



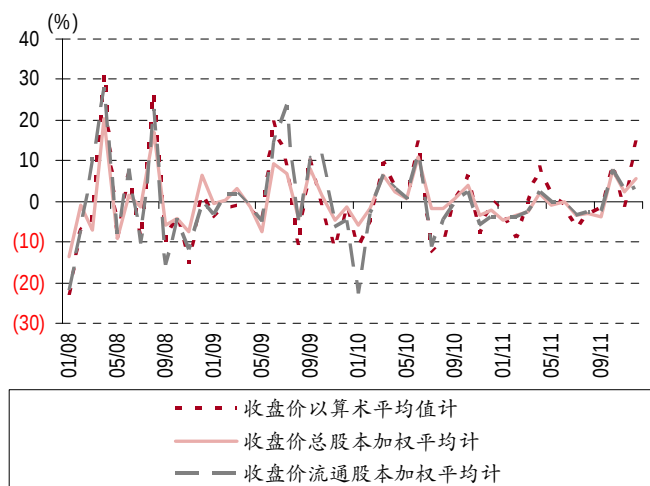
资料来源：万得资讯，中银国际研究；

图表 56. 上市保险公司隐含新业务价值倍数



资料来源：万得资讯，公司数据，中银国际研究

图表 57. 保险板块与大盘指数月度涨跌幅差异



资料来源：万得资讯，中银国际研究

个股选择

对于寿险公司来说，如果没有重大政策推动，2012 年仍然是面临很大挑战的一年。在流动性整体偏紧、银行体系吸储压力较大的情况下，来自银保渠道的寿险保费收入几乎不会有什么增长，寿险保费的增长仍将主要来自个险营销员渠道。然而在营销员增员困难的情况下，个人产能的提高就显得尤为重要。但是，即使按个人产能还能提高，整个行业达到两位数的保费收入增速，可能还是比较困难的。

产险业务 2012 年将是一个利润见顶的过程。虽然车险业务仍能维持两位数的保费增速，但车险费率提高和保险责任的扩大都将侵蚀保险公司的利润率，提高综合成本率，从而缩短承保周期。

投资方面，相比 2011 年，债券市场可能具有一定的投资机会，保险公司债券方面的浮亏将会缓解。但是对保险公司业绩和偿付能力伤害更大的可能来自于股票市场。

整体来看,我们预计中国人寿 2011-2013 年的业绩增速分别为-35.6%,-4%和 8%;中国平安为-9.6%,0.6%和 10.2%;中国太保为 10.7%,4.2%和 13.5%。

在个股选择方面,我们考虑三方面的因素:一是我们认为在寿险业务难有起色的情况下,非寿险业务还是会对业绩产生支持;二是,我们还将选择偿付能力压力较小、业务扩张仍有潜力的公司;三是,在弱市场环境下,我们比较青睐估值较低的股票。因此,我们首选股票是中国太保。

图表 58.中国保险业上市公司估值表

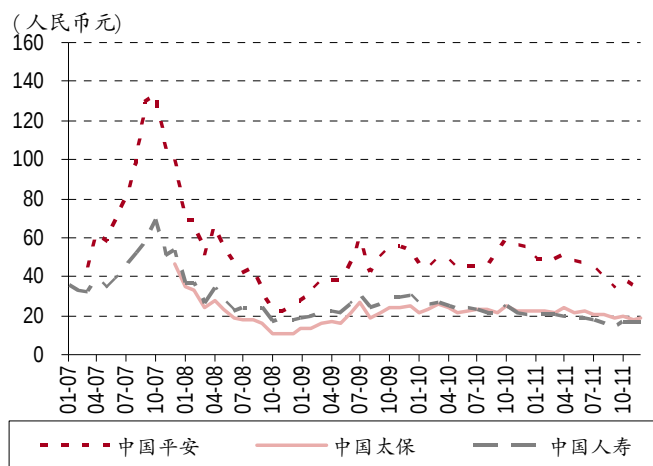
公司代码	公司名称	评级	收盘价	目标价格	上升空间	市盈率			市净率			价格/每股内含价			价格/每股评估价		
			(人民币)	(人民币)	(%)	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
601628.SS	中国人寿	买入	16.57	18.50	11.65	13.93	21.64	22.55	2.24	2.46	2.15	1.57	1.58	1.56	0.72	0.70	0.67
601318.SS	中国平安	买入	33.99	40.00	17.68	15.01	16.94	16.85	2.32	2.21	2.08	1.29	1.27	1.19	0.47	0.47	0.47
601601.SS	中国太保	买入	18.70	22.50	20.32	18.79	16.98	16.11	2.00	1.74	1.64	1.46	1.45	1.35	0.65	0.62	0.57
601336.SS	新华保险	未有评级	26.80	-	-	14.33	29.76	21.80	4.90	2.51	2.16	1.15	1.41	1.32	0.38	0.72	0.69
A 股保险公司平均			24.02	27.00	12.43	15.52	21.33	19.33	2.87	2.23	2.01	1.37	1.43	1.35	0.56	0.63	0.60
2628.HK	中国人寿	持有	18.62	20.50	10.10	12.83	19.94	20.78	2.07	2.27	1.98	1.45	1.45	1.43	0.66	0.64	0.61
2318.HK	中国平安	持有	50.55	56.79	12.34	18.30	20.66	20.54	2.83	2.70	2.54	1.58	1.55	1.45	0.58	0.58	0.58
2601.HK	中国太保	持有	22.00	25.08	14.00	18.13	16.38	15.55	1.93	1.67	1.58	1.41	1.40	1.30	0.63	0.59	0.55
1336.HK	新华保险	未有评级	24.15	-	-	10.59	17.84	13.95	3.62	1.93	1.55	0.85	1.04	0.98	0.28	0.53	0.51
2328.HK	中国财险	持有	10.52	10.88	3.42	18.44	12.69	10.32	3.61	2.86	2.39	-	-	-	-	-	-
0966.HK	中国太平	未有评级	14.82	-	-	9.21	16.69	11.78	1.64	1.45	1.29	1.61	1.38	1.13	-	-	-
H 股保险公司平均			23.44	28.31	9.97	14.58	17.37	15.49	2.62	2.15	1.89	1.38	1.36	1.26	0.54	0.59	0.56

资料来源: 公司数据, 万得资讯, 彭博资讯, 中银国际研究估计

附录、保险主要月度数据

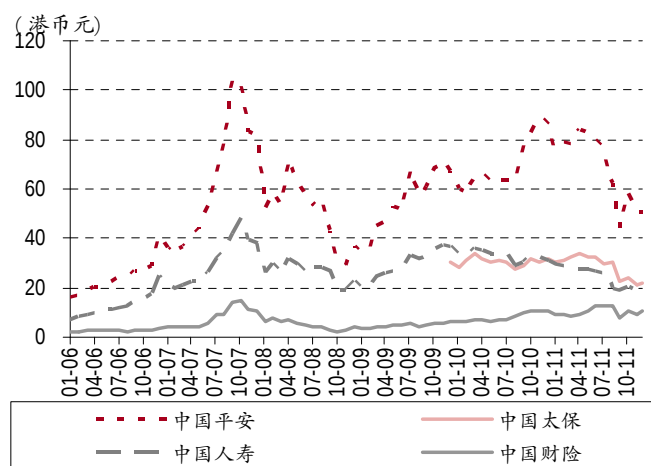
一、中国上市保险公司市场表现

图表 59. 15.A 股保险 2007 年以来市场表现



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 60. H 股保险 2006 年以来市场表现



资料来源：彭博资讯，中银国际研究

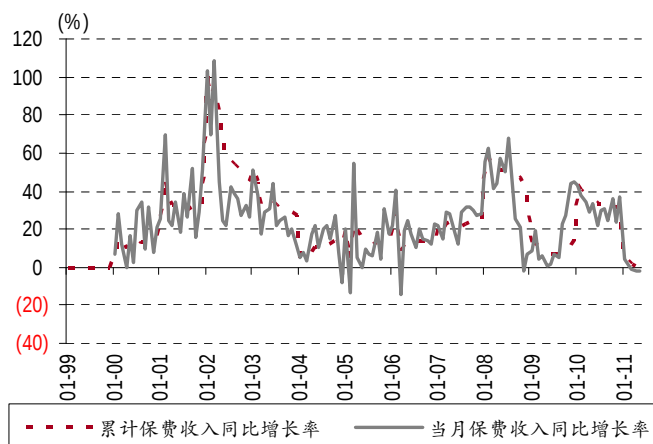
图表 61. 主要保险股的股价表现

	最新价 (人民币)	1 周	1 个月	今年以来
中国平安	33.990	(3.49)	(6.47)	(38.73)
中国太保	18.700	1.80	(2.25)	(16.96)
中国人寿	16.570	(0.24)	(5.91)	(20.49)
上证指数	2,186.30	0.25	(9.38)	(22.14)
中国平安	50.550	(5.07)	(5.51)	(41.31)
中国太保	22.000	7.06	(6.38)	(31.05)
中国人寿	18.620	(2.21)	(7.82)	(40.35)
中国财险	10.520	1.94	1.15	0.07
恒生指数	18,378.23	1.95	0.69	(20.22)

资料来源：万得资讯，中银国际研究；

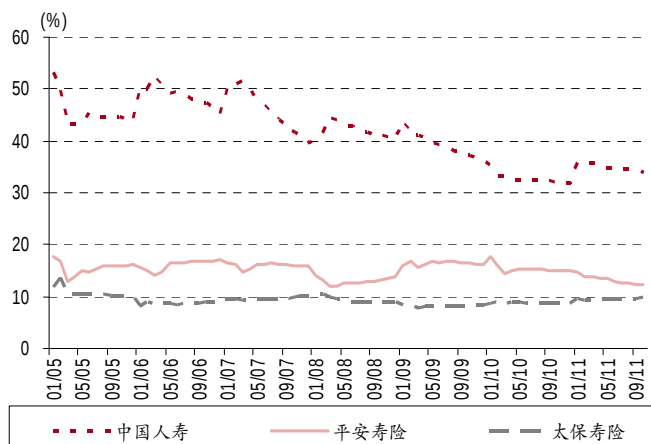
二、中国保险业行业基础数据

图表 62. 保费收入增长率



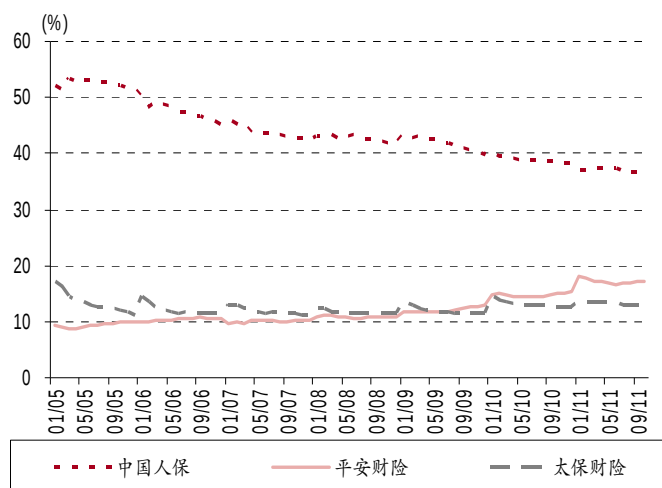
资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 63. 寿险市场份额



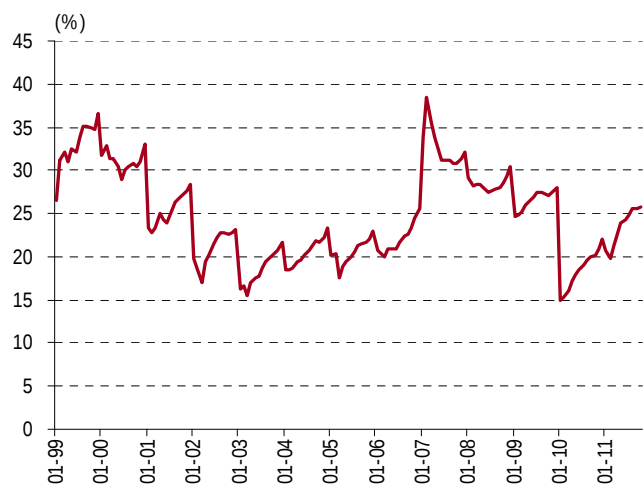
资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 64. 财险市场份额



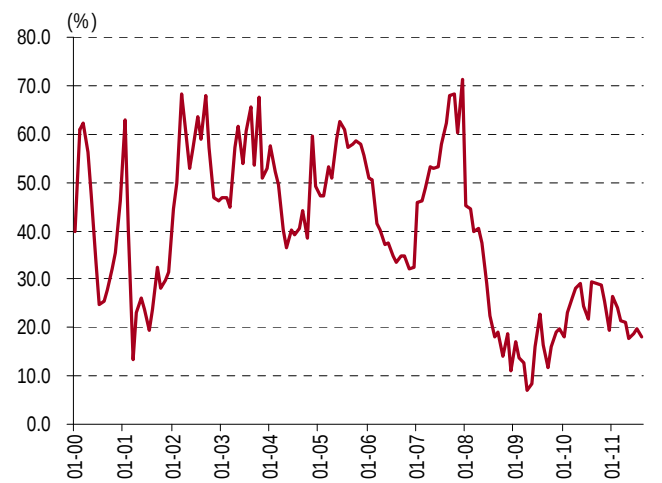
资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 65. 赔付率



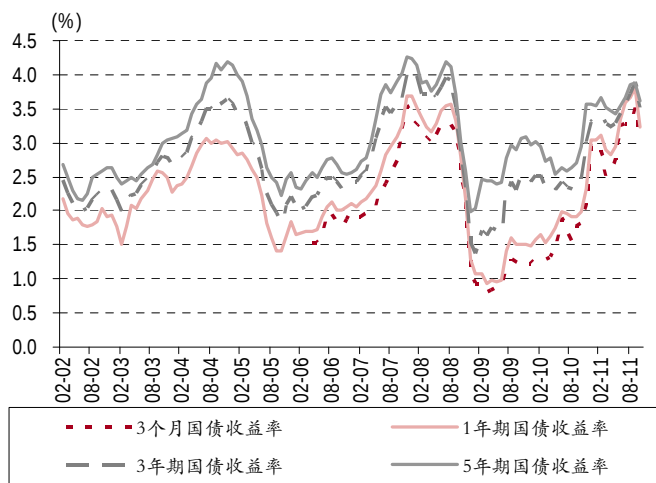
资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 66. 投资资产增长率



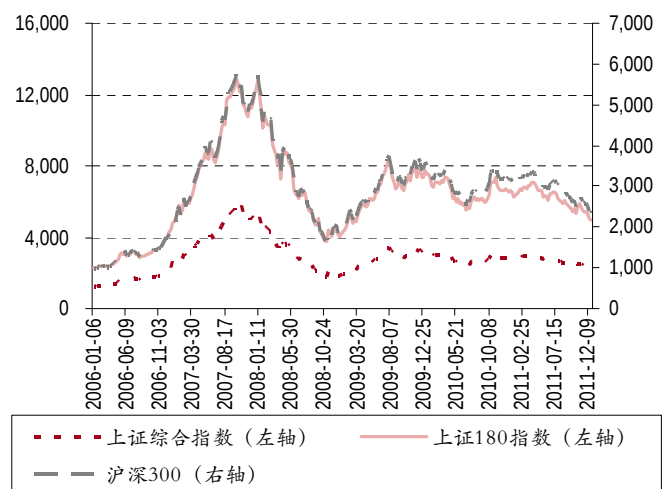
资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 67. 银行间市场国债收益率曲线



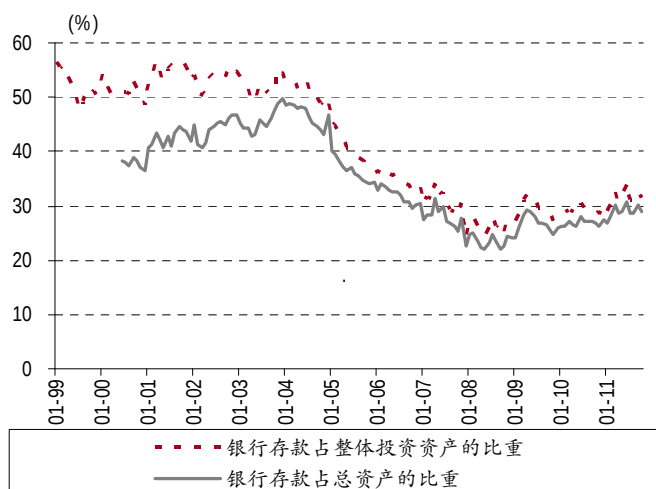
资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 68. 2006 年以来股票市场表现



资料来源：中国保监会，中银国际研究

图表 69. 银行存款占比



资料来源：中国保监会，中银国际研究

研究报告中所提及的有关上市公司

中国人寿 (601628.SS/人民币 16.57, 买入; 2628.HK/港币 18.62, 持有)

中国平安 (601318.SS/人民币 33.99, 买入; 2318.HK/港币 50.55, 持有)

中国太保 (601601.SS/人民币 18.70, 买入; 2601.HK/港币 22.00, 持有)

中国财险 (2328.HK/港币 10.52, 持有)

中国太平 (0966.HK/港币 14.82, 未有评级)

新华保险 (601336.SS/人民币 26.80; 1336.HK/港币 24.15, 未有评级)

以2011年12月22日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371