

保险行业月度报告（2012-1）

预计 2012 年业绩增速逐季提升，一季度计提减值压力大

曹恒乾 分析师

电话：020-87555888-8419

eMail: chq@gf.com.cn

执业编号：S0260511010006

预计 2012 年寿险保费增速有所反弹

我们预计 2012 年寿险的保费增速依然不会很高，预计增速在 10%-15%，但优于 2011 年（预计全年保费增速在 5%左右）。原因是 2011 年保险公司投资收益率仅在 4%左右，2012 年依然没有竞争力。但比 2011 年有所回暖的是，银行已经培养了一批保险产品的销售人员，补足了保险公司银保专员在 2010 年底受银行销售保险新政策退出的空缺。根据保监会发布的数据，中国人寿、平安寿险以及太保寿险 1-11 月的累计保费收入（其中仅平安为旧口径保费）增速分别为 0.6%、14.3%和 6.9%。新华保险缺乏同比数据，根据我们估算公司年度累计规模保费增速大约为 3%左右。

预计 2012 年大公司产险会维持保费高增速，综合成本持平

今年 1-11 月产险行业保费增速达到 18.3%。电销车险业务发展较快的平安产险和太保产险的保费增速，分别达到 34.4%和 19.8%。从国外电销的趋势与市场规模来看，我们预期未来两到三年，电销车险依然会维持一个较快的发展。根据深圳费率试点化的结果，我们预计 2012 年大产险公司的综合成本会与今年持平，预计主要产险公司的业绩增速在 30%。

平安发行可转债解决公司偿付能力压力

股债双杀引发的资产贬值等因素是今年平安融资的一个重要原因。我们预计 260 亿融资结束后，平安在未来 3 年左右没有再融资的压力。

盈利预测与投资建议

由于 2012 年一季度计提资产减值的压力较大与业绩基数等原因，我们预计 2012 年保险公司的业绩增速逐季提升。预计中国国寿、中国平安、中国太保和新华保险 2011 年的 EPS 分别将达到 0.86、2.65、1.32 元和 0.92 元，考虑到产险业务利润贡献与偿付能力充足率的情况，我们重点推荐中国太保。

风险提示

未来存在重大灾害风险以及资本市场大幅波动的风险。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
中国太保	19.21	1	1.32	1.71	19.21	14.55	11.23	0.666	29.36	买入
新华保险	27.87	1.87	0.92	1.4	14.9	30.29	19.91	0.77	35.67	买入
中国平安	34.44	2.3	2.65	3.28	14.97	13	10.5	0.674	49.66	买入
中国人寿	17.64	1.19	0.86	1.06	14.82	20.51	16.64	/	21.52	持有

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

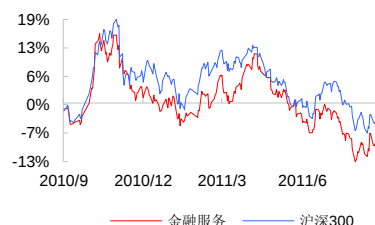
行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	0.65	-7.78	-11.06
沪深 300	-4.08	-7.50	-6.84

目录索引

一、产寿险行业月度保费点评	4
(一) 寿险行业保费增速仍持续下降	4
(二) 产险保费收入增速显著回暖有所好转	6
二、保险公司的投资状况	9
(一) 上月投资环境回顾与保险公司万能结算利率	9
(二) 本月投资环境回顾	10
(三) 保险公司可供出售金融资产浮亏问题	11
三、本月热点事件及点评	12
(一) 中国平安计划募集 260 亿可转债	12
(二) 新华保险: A 股和 H 股冰火两重天	12
四、资本市场表现与保险股估值	13
(一) 保险行业个股月度涨幅与沪深 300 指数对比	13
(二) 保险板块、金融板块与沪深 300 比较	13
(三) 保险行业估值比较	14
五、风险提示	16
(一) 重大灾害风险	16
(二) 资本市场波动风险	16

图表索引

图 1: 中国人寿寿险保费收入情况 (亿元)	4
图 2: 中国平安保费收入情况 (亿元)	5
图 3: 太保寿险保费收入情况 (亿元)	5
图 4: 寿险市场份额变化-2011 年的数据是按新统计口径下的市占率	6
图 5: 产险全行业保费收入情况 (亿元)	7
图 6: 中国平安产险保费收入情况 (亿元)	7
图 7: 中国太保产险保费收入情况 (亿元)	8
图 8: 主要产险公司市场份额变化	9
图 9: 上市保险公司万能险结算利率	10
图 10: 三种主要银行间固定利率债券到期收益率 (%)	11
图 11: 上市保险公司股及沪深 300 本月走势	13
图 12: 保险板块、金融服务板块及沪深 300 本月走势	14

表 1: 中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险今年累计可供出售金融资产浮亏及其影响	11
表 2: 主要估值指标预测	14
表 3: 主要估值指标月度数据对比.....	15

一、产寿险行业月度保费点评

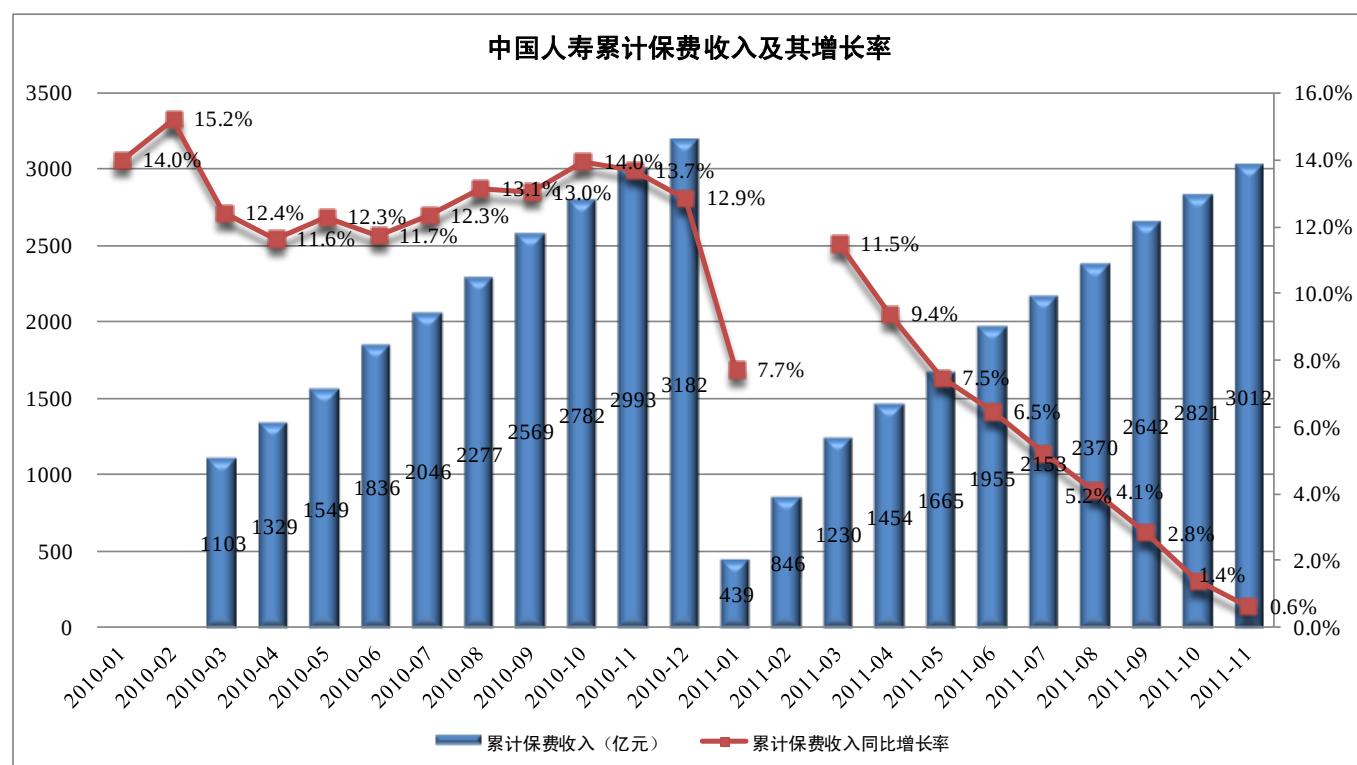
（一）寿险行业保费增速仍持续下降

寿险行业保费增速不佳的现状仍然成为整年的梦魇。我们在分析寿险业务时主张把寿险公司看成一个资产管理类的公司。规模保费是寿险公司投资资产增长的重要来源。相比经准则调整后的保费收入，我们更加关心寿险公司的规模保费收入。根据保监会公布的1-9月新旧准则下的保费数据，我们预计新准则下保费的保费确认率为86.8%。根据86.8%这个确认率计算，我们预计还原为原统计口径下，2011年前11个月寿险业原保费收入约为10296亿，同比增长5.2%。

2011年1-11月中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险分别实现新口径下寿险保费收入3012亿元、1100亿元、879和888亿元。

尽管我们更加关心公司的规模保费，但中国人寿仅公布其新口径下的保费收入，好在中国人寿新旧口径的保费差异不大，可以用新口径保费的增速去推定公司规模保费增速。新口径下，2011年1-11月保费收入与去年同期相比，中国人寿保费收入增速仅为0.6%，单月度同比数据为-9.4%好于上月-16%的同比增速。

图 1：中国人寿寿险保费收入情况（亿元）

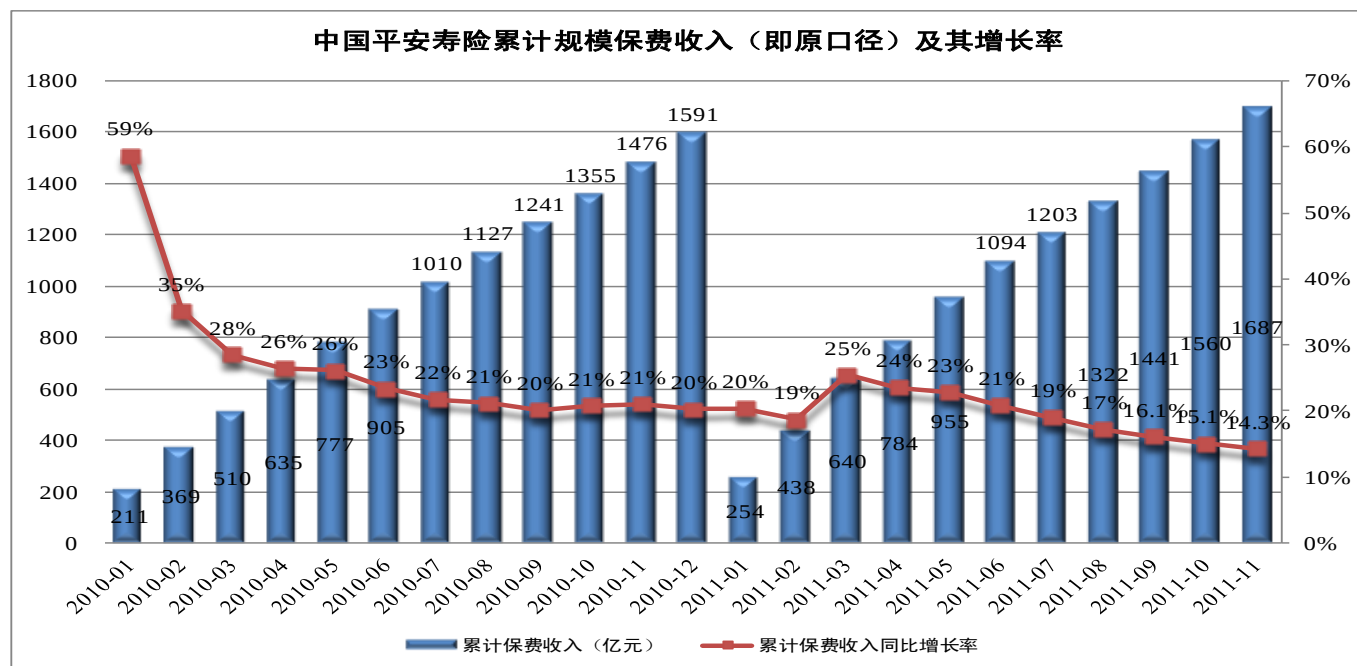


数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

注：2010年度各月累计保费同比增长率的数据是用规模保费计算所得，由于中国人寿保费确认率在90%以上，所以这些数据基本能反映新规定下保费的增速。

2011年1-11月中国平安寿险累计规模保费收入为1687亿元，同比增长14.3%。平安的寿险保费收入增速明显快于行业和中国人寿及中国太保。

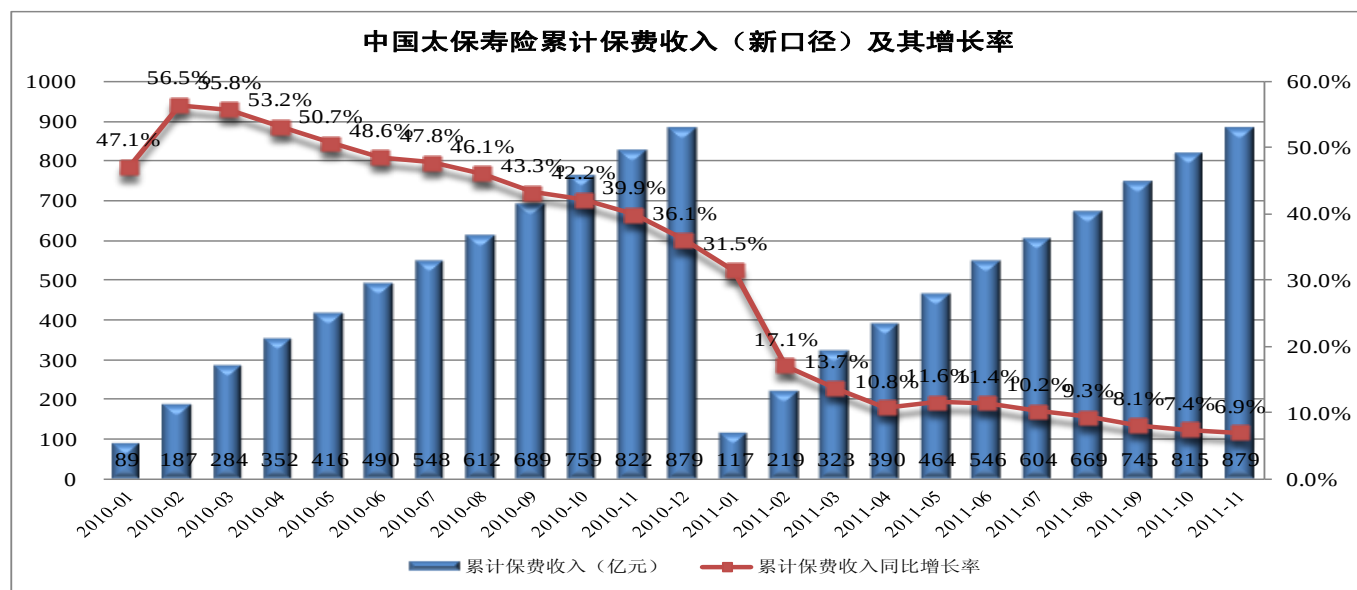
图 2: 中国平安保费收入情况 (亿元)



数据来源: 保监会网站, 公司公告, 广发证券发展研究中心

太保寿险去年保费高速增长, 去年同期保费增长率达到42%, 受高基数的影响, 今年1-11个月保费增速为6.9%, 自从10月份保费收入被新华人寿超越后, 仍然保持落后地位。

图 3: 太保寿险保费收入情况 (亿元)



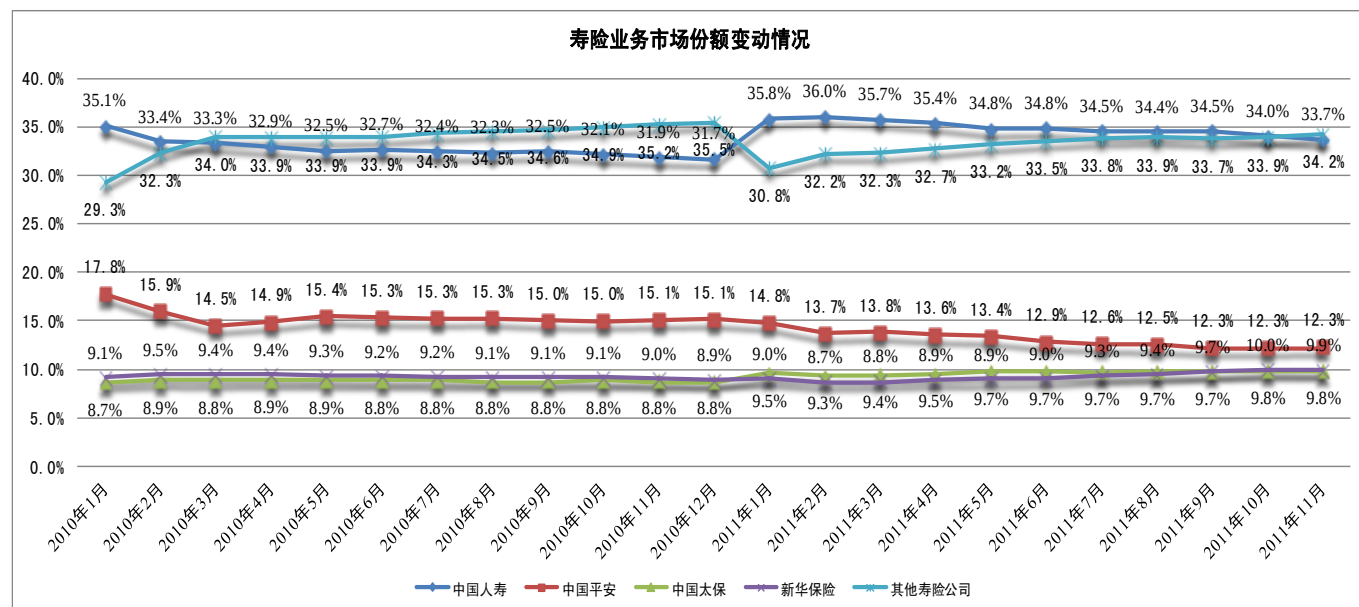
数据来源: 保监会网站, 公司公告, 广发证券发展研究中心

注: 图中2010年各累计保费增长率是用原口径下的数据计算所得, 其他数据皆为新口径下的数据。

新华保险于12月16号登陆A股市场，其偿付能力不足的风险预计将有所缓解。新华保险累计保费已经超过中国太保，成为保费收入第三的寿险公司。新华保险1-11月的保费收入为888亿元。从保监会公布的数据来看，新华保险的保费确认率很高，1-6月为98.2%，1-9月为98.1%。按照98.1%作为新华人寿的保费确认率，我们推断新华人寿的规模保费收入增速大约为2.6%。

中小保险公司在逐渐抢占市场份额，1-11月除四大上市寿险保险公司外，其他保险公司的市场份额从年初的30.8%上升到34.2%。但四大寿险公司对于市场的垄断地位仍然保持。

图 4：寿险市场份额变化-2011 年的数据是按新统计口径下的市占率



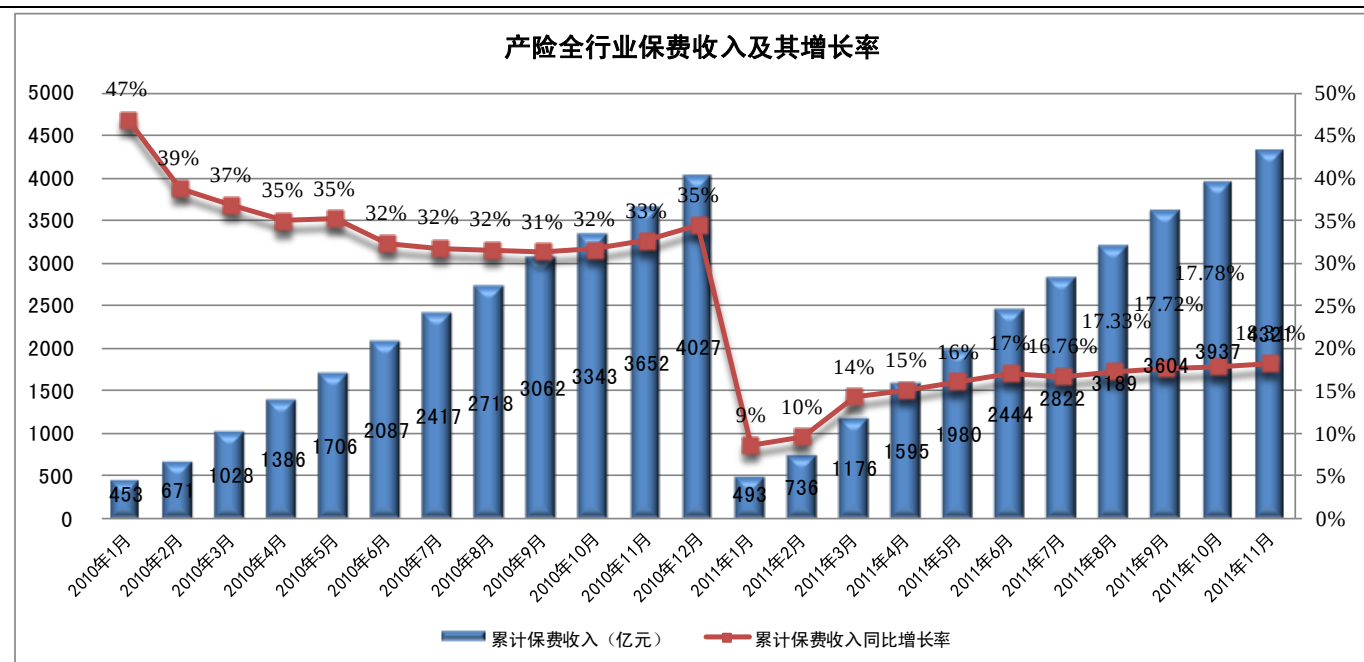
数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

注：市场份额按累计保费计算而得。

（二）产险保费收入增速显著回暖有所好转

产险行业的保费增速对短期内产险公司的业绩产生重要影响。前11个月整个产险行业实现原保费收入4321亿，同比增长18.3%。

图 5: 产险全行业保费收入情况 (亿元)

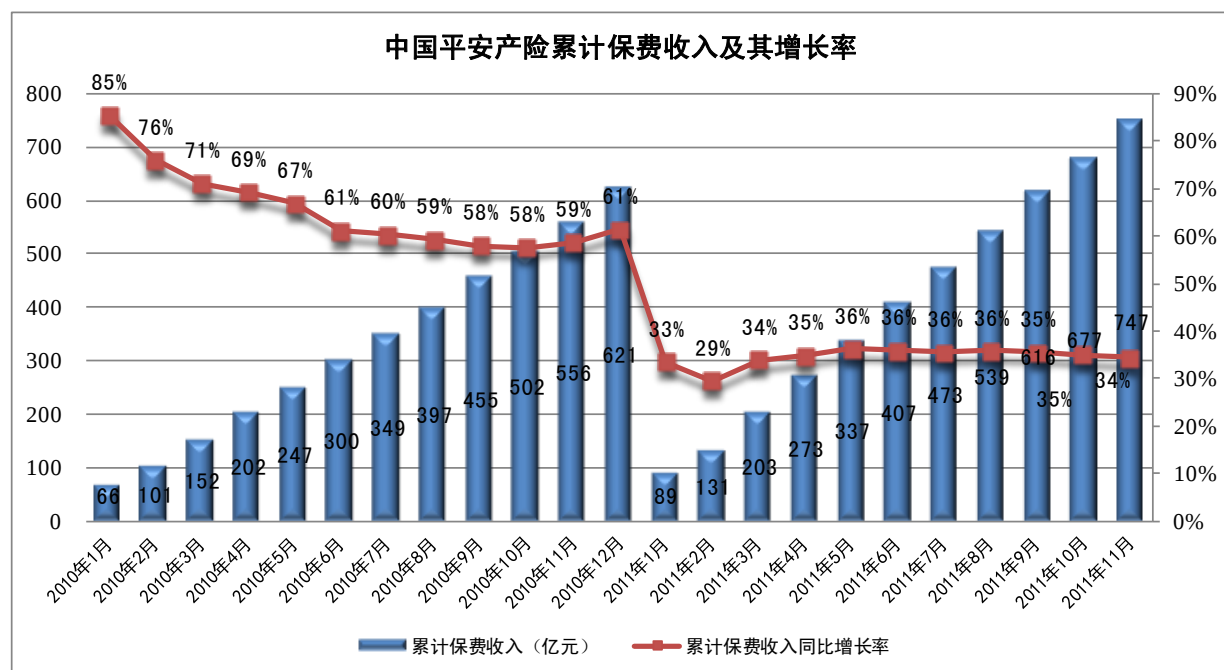


数据来源: 保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

2011年前11个月, 平安产险和太保产险分别实现保费收入747亿元和559亿元。

平安产险保费同比增速尽管下跌不少, 但1-11月份累计保费增速仍有34.4%, 仍然高于中国太保19.7%的增幅和产险行业的平均增幅。

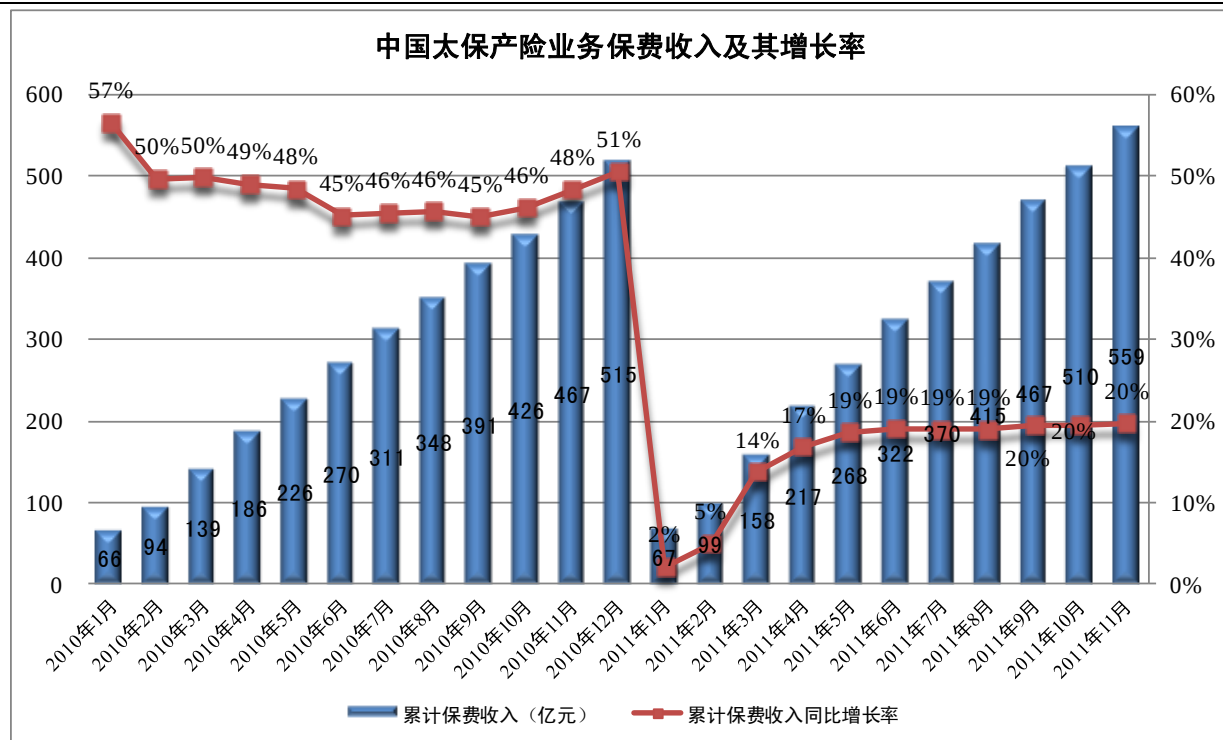
图 6: 中国平安产险保费收入情况 (亿元)



数据来源: 保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

今年前11个月太保产险保费同比增长19.7%，增速与上个月基本持平，保费增速高于行业平均水平。

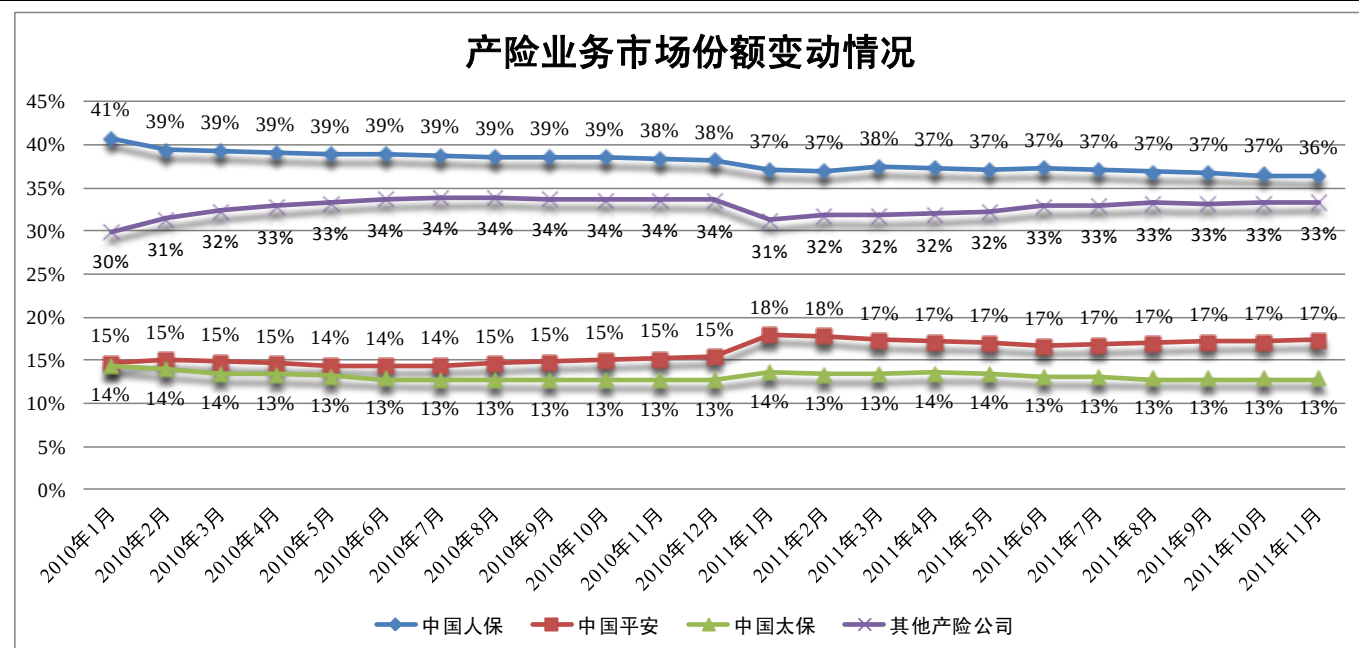
图 7：中国太保产险保费收入情况（亿元）



数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

从市场份额情况看，人保产险、平安产险、太保产险目前的市场份额分别为36.5%、17.3%和12.9%，三大产险公司对市场的垄断地位仍然得到维持。

图 8：主要产险公司市场份额变化



数据来源：保监会网站、公司公告、广发证券发展研究中心

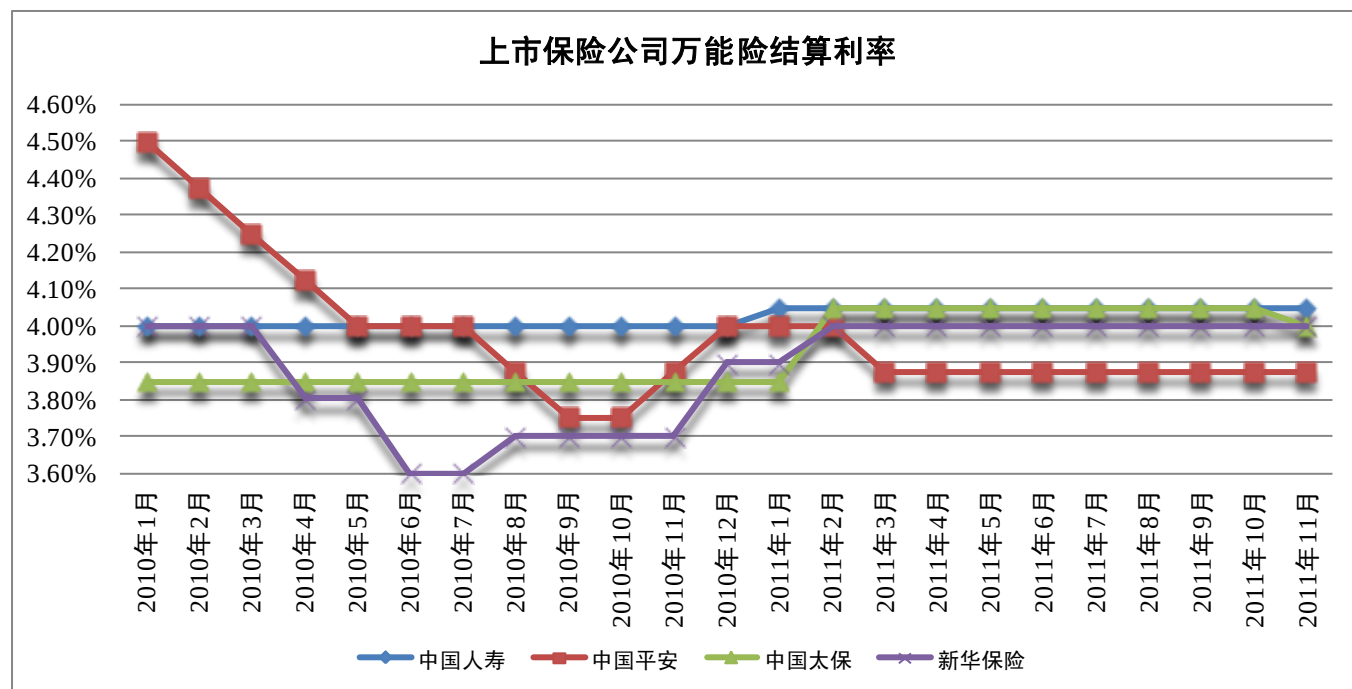
二、保险公司的投资状况

（一）上月投资环境回顾与保险公司万能结算利率

2011年11月份，沪深300指数月跌6.45%；债市情况持续好转，各种主要债券品种的到期收益率都出现了下降趋势。

上市公司11月份的万能个险的结算利率仅中国太保有所下降至4%，其他公司维持不变，中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险9、10月份万能险结算利率分别为4.05%、3.875%、4.05%和4%，万能险资金成本并没有提高。

图 9：上市保险公司万能险结算利率

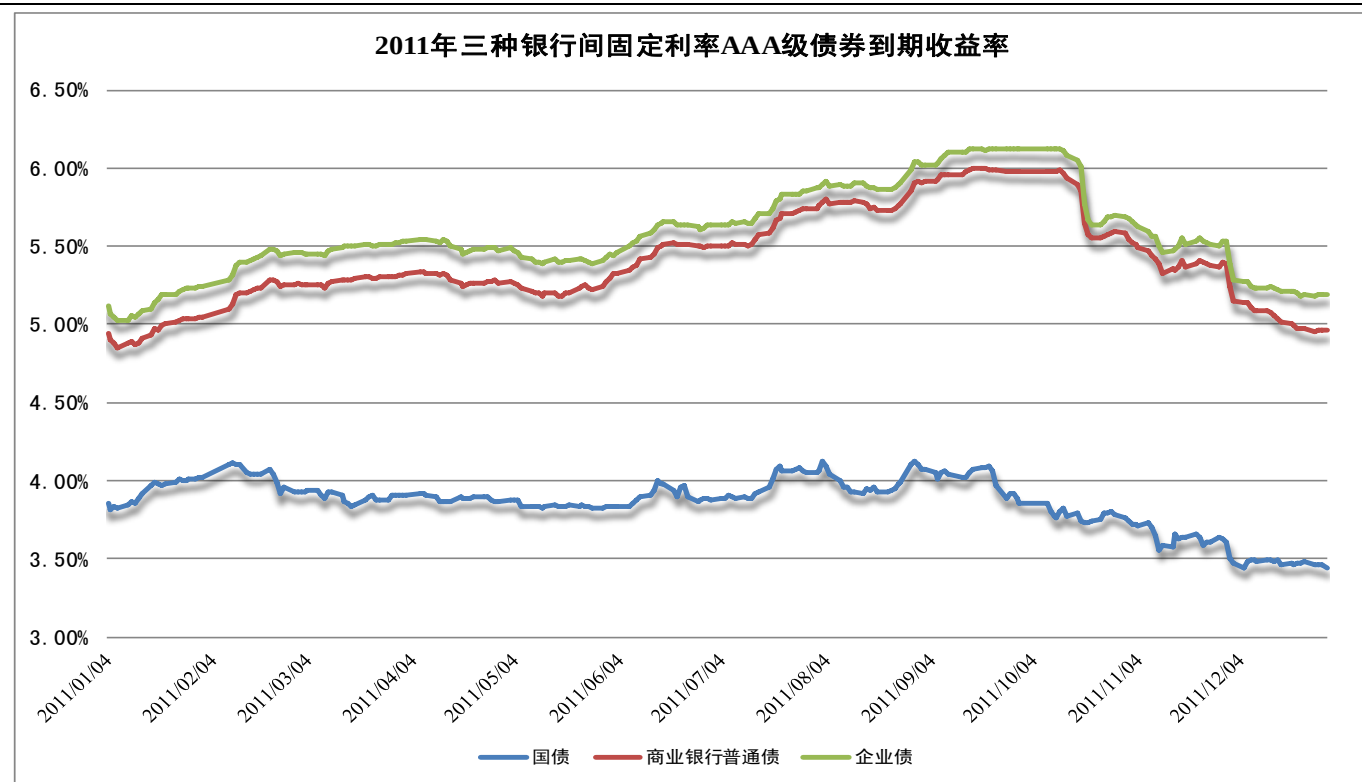


数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

（二）本月投资环境回顾

2011年12月份，沪深300指数月跌6.97%，股市呈现年度走弱态势；近来债市情况有所好转，各种主要债券品种的到期收益率都出现了下降趋势。虽然股市保持低迷，但是债市的强势表现将有助于保险公司提升业绩及缓解偿付能力压力。

图 10: 三种主要银行间固定利率债券到期收益率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(三) 保险公司可供出售金融资产浮亏问题

根据我们的测算(新华保险没有完整的年报披露,我们无法测算),截止到三季度中国人寿、中国平安和中国太保今年可供出售金融资产的浮亏分别为 379.06 亿、197.75 亿和 96.3 亿,分别拉低每股净资产 1.34 元、2.50 元和 1.12 元。截止到前半年,新华保险可供出售金融资产浮亏为 47.05 亿,拉低每股净资产 1.51 元。

表 1: 中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险今年累计可供出售金融资产浮亏及其影响

单位: 百万	2010	2011Q1	2011H	2011Q3	截止 3 季度的年度累计浮亏	浮亏对每股净资产的影响
中国人寿	4,548	1,397	-8,646	-33,358	-37,906	-1.34
中国平安	-196	849	-6,169	-19,971	-19,775	-2.50
中国太保	-2,098	-3,021	-5,383	-11,728	-9,630	-1.12
新华保险					-4,705 (前六个月)	-1.51 (前六个月)

资料来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

目前,我们没有发现各家公司对可供出售金融资产的浮亏转化为减值损失有明确的会计处理规定。但是,我们认为这是影响公司 2011 年以及 2012 年一季度业绩的一个重要风险点。尽管我们认为公司在这个低点可能不会卖出浮亏的资产,但可供出售金融资产的浮亏转化为当期的资产减值损失从而影响利润表的风险值得关注。

三、本月热点事件及点评

本次月报所覆盖的期间内保险业的热点事件较少，其中我们较为关注的是中国平安的 260 亿可转债事件和新华保险上市发行。

（一）中国平安计划募集260亿可转债

我们认为平安此次融资是为了缓解其扩张式发展带来巨大偿付压力。可以说平安要融资早在大家的预期之中的行为。但是目前环境下进行增发将面临漫长的审批周期，而且由于新的次级债管理规定禁止集团公司进行次级债融资。因此，急需资本金以应付子公司偿付能力和资本金不足的中国平安集团选择可转债这种方式可以说目前大环境下最合适的举措。考虑到中国平安的资本压力有很大一部分是由于其业务急速扩张而非短期的市场波动所带来的，公司必须进行股权融资，因此我们预计中国平安 260 亿的可转债将会全部转化为公司股票，将使得公司的股本上升 10% 左右。

今年是中国平安外延式扩张加速的一年，也是中国平安资本需求急速增长一年，再考虑到股债双杀的因素，今年中国平安的资本压力的确很大。中国平安上半年在 H 股融得 164 亿人民币、子公司平安寿险下半年发行 40 亿次级债再加上此次中国平安 260 亿可转债计划，中国平安今年融资总额已经达到了 440 亿元。我们预计如果未来公司不进行新的大型收购计划且资本市场不发生剧烈的不利波动，未来三年内中国平安将不会有新的融资行为。

（二）新华保险：A股和H股冰火两重天

新华保险在 A 股和 H 股的发行价分别为 23.25 元和 28.5 港元，其发行价格均接近网下机构询价的低价（A 股为 23 元~28 元，H 股为 28.2 港元~34.33 港元）。新华保险在 H 股的公开发售仅获得 996.35 万股的申购，相当于其 H 股总公开发行业量的 65%，未获得足额申购。因此，在 H 股发行首日便下跌了 9.8%。而与 H 股境遇不同的是新华保险在 A 股首日上涨了 13.7%，备受追捧，截止 12 月 30 日已经上涨至 27.87 元，比发行价上涨了 19.9%。

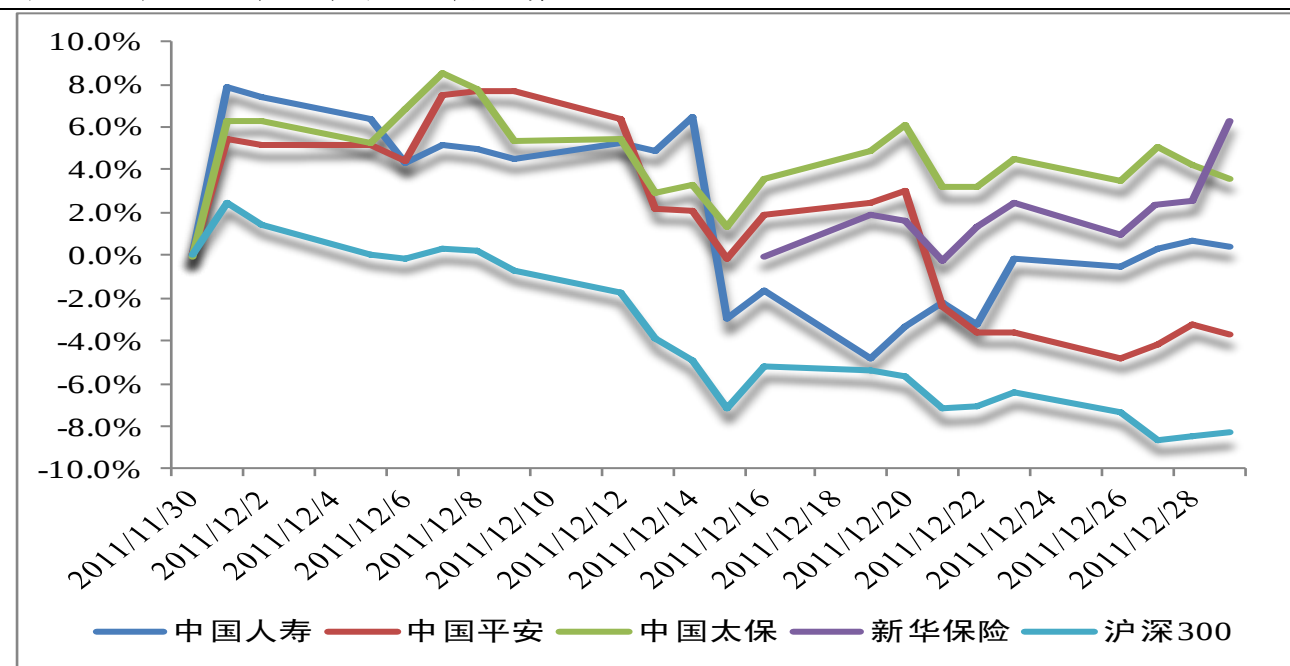
我们认为新华保险在 A 股上涨的一个重要原因是其对中国人寿做了很好的补充，使得投资者对于新华人寿兴趣倍增。而且考虑到 IPO 后，新华保险的偿付能力压力将显著缓解，未来增长潜力巨大。但是，考虑到目前市场正处于低位，新华保险的估值水平明显高于其他三家上市保险公司。如果整体市场不出现好转，我们认为在目前价位上新华保险未来的上涨也具有一定压力。

四、资本市场表现与保险股估值

（一）保险行业个股月度涨幅与沪深300指数对比

由于保险股均在上海证券交易所上市，我们采用四只保险股与同期沪深 300 指数的表现对比。中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险 12 月股价分别变动 2.98%、-2.33%、5.96%和 19.87%，均强于同期上证指数-6.97%的降幅。其中，新华保险表现强于其他保险股的重要原因在于发行价格过低（23.25 元）。

图 11：上市保险公司股及沪深 300 本月走势

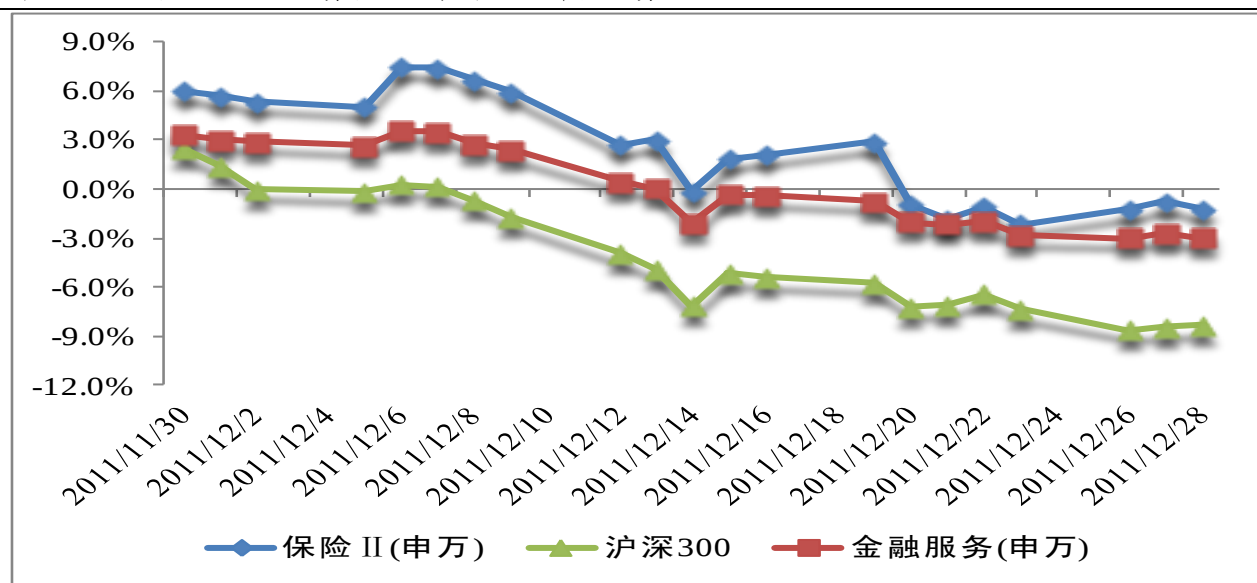


数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

（二）保险板块、金融板块与沪深300比较

根据申万的分类，截止到 12 月 29 日，保险板块月度累计变动为-1.22%，金融服务板块月度累计变动为-3.04%，沪深 300 指数累计变动为-8.33%。同期保险板块表现明显优于整体金融板块和沪深 300 指数。我们认为这与保险股的估值修复以及市场流动性恢复改善未来保险股投资收益有关。

图 12: 保险板块、金融服务板块及沪深 300 本月走势



数据来源: 公司网站、广发证券发展研究中心

(三) 保险行业估值比较

1. 主要估值指标预测

表 2: 主要估值指标预测

	日期	EPS	BVPS	每股内含价值	每股新业务价值
中国人寿	2011E	0.86	6.83	11.02	0.74
中国平安	2011E	2.65	16.00	31.8	2.25
中国太保	2011E	1.32	9.19	14.43	0.85
新华保险	2011E	0.92	12.00	17.78	1.49

数据来源: 广发证券发展研究中心

2. 主要估值指标月度数据对比

表 3: 主要估值指标月度数据对比

	2011PE	2011PB	2011P/EV	2011 年新业务价值倍数
中国人寿	20.5	2.6	1.6	9.0
中国平安	13.0	2.2	1.1	1.2
中国太保	14.6	2.1	1.3	5.6
新华保险	30.3	2.3	1.6	6.8
	2012PE	2012PB	2012P/EV	2012 年新业务价值倍数
中国人寿	16.6	2.1	1.4	6.1
中国平安	10.5	1.9	0.9	-1.0
中国太保	11.2	1.7	1.2	2.8
新华保险	19.9	2.0	1.3	3.9

数据来源：广发证券发展研究中心

从上述估值指标可以看出，中国平安在新业务价值倍数方面具备优势，也就是说隐含的新业务增长能力比较大。主要得益于公司新业务价值增长较快。而从市盈率角度看，中国平安的市盈率最低。进行260亿可转债融资后，中国平安的融资压力有所减缓，但是员工股的减持仍将在较长时间内影响中国平安股价的反弹。

五、风险提示

（一）重大灾害风险

在缴纳保费一定的情况下，如果疾病，死亡，灾害出现的较少，保险公司当期的盈利就会增加。如果遇到重大灾害（包括台风、暴雨、洪水、地震、海啸等自然灾害以及恐怖主义活动、重大人为灾害、战争等对整个社会的经济活动和金融体系会造成重大危害的事件），保险公司的各项金融业务特别是保险业务也会受到重大影响，带来的巨额赔偿会对公司的财务状况和经营成果带来不利影响。

（二）资本市场波动风险

股权型资产价格取决于市场，市场的大幅波动会对公司业绩有较大影响。

广发非银行金融行业研究小组

曹恒乾，分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

温重伟，研究助理，华南理工大学管理学硕士，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：wcw@gf.com.cn，020-87555888-8089

相关研究报告

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。