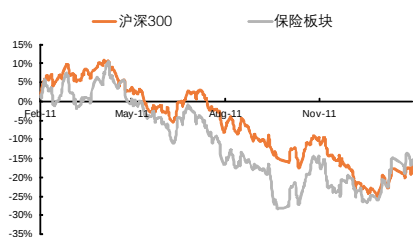


保险行业2012年2月报

预计二月份保险板块会延续强势表现

推荐 (维持)

行情走势图



相关研究报告

《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》(2011.9.9)

《保险行业 2011 年 10 月报:寿险依旧低迷, 行业压力未减》(2011.10.17)

《保险行业 2011 年 11 月报:寿险业务见底, 反转仍需时日》(2011.11.10)

《保险行业 2011 年 12 月报:寿险业务见底, 反转仍需时日》(2011.12.10)

证券分析师

窦泽云 投资咨询资格编号 S1060210090001
0755-22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

研究助理

罗琦 一般证券资格编号 S1060110110062
0755-22623951
luoqi@pingan.com.cn

请通过合法途径获取平安公司研究报告, 如
经由未经许可的渠道获得研究报告, 请
谨慎使用并注意阅读研究报告尾页的声
明内容。

■ 2011年保险业务回顾

寿险业务增速同比大幅下滑, 个险银保双双受困。个险业务受业务员人力下滑以及外围经济环境影响, 大部分寿险公司均出现个险新单保费增速大幅下降甚至负增长, 业务增速低于年初预期。银保业务受银监会新规以及理财产品热销影响, 全年表现低迷。

产险业务表现较好, 受益于汽车更新换代, 车均保价上升, 产险保费增速好于新车销售情况。同时, 受益于车险信息平台的全国推广, 各公司的赔付率不断下降, 盈利能力上升至历史高点。

受资本市场“股债双熊”影响, 各保险公司的偿付能力均大幅恶化, 融资压力前所未有。同时, 虽然较大额度的浮亏虽然尚未反映至利润中, 但计提资产减值损失的压力持续升高。

■ 2012年寿险开门红情况

2012年寿险开门红各公司仍然均以短交分红险为主力军, 虽然各公司现在都比较注重长期期交产品的销售, 但在开门红期间, 规模增长仍处首位。

寿险开门红情况受两点因素影响较大: 一、同比基数; 二、上年末业务储备。从这两点分析来看, 我们预计一月份太保寿险和新华保险将会有较好的开门红表现。

■ 一月保险板块强势反弹

1月份市场对政策放松的预期逐渐增强, 同时受国内宏观经济数据好于预期, 以及央行持续进行逆回购等利好消息影响, A股市场走出反弹行情, 全月上证综指上涨4.24%、深圳成指上涨4.31%、沪深300指数上涨5.05%。受益于大盘反弹, 开门红略好于预期, 保险板块展开强势反弹。

■ 主要观点: 二月保险板块有望延续强势表现

我们认为, 在保险行业经历了2011年的新单业务负增长、股债双熊引致的投资下滑和巨额浮亏、外围市场众多利空消息打击等诸多负面因素影响后, 保险行业主要利空因素已经在股价中进行反映, 保险股超跌明显。进入2012年, 在寿险新单业务回升, 股债市场企稳的情况下, 我们认为保险板块下跌空间有限, 低估值蓝筹优势凸显, 成为进可攻退可守的优选板块。

一月开门红受工作日减少影响较大, 同比增速低估。二月份形式转变, 工作日同比增多, 预计二月新单保费增速将会好于一月份。在寿险新单保费增速企稳回升的情况下, 我们认为保险板块将延续目前的强劲走势。

我们预计2012年平安、太保、国寿和新华的EPS分别为3.43元、1.61元、1.18元和1.29元, 对应PE分别为12倍、13倍、16倍和23倍, 当前股价隐含的新业务价值倍数分别为3倍、9倍、11倍和8倍, 维持保险行业“推荐”评级。

正文目录

一、 行业策略	3
1.1 主要观点：二月保险板块有望延续强势表现，维持“推荐”评级.....	3
1.2 行业表现：大盘企稳回升，开门红略好于预期，保险板块强势反弹	4
二、 寿险行业	6
三、 产险行业	8
四、 保险资产与资本市场运行情况	10
五、 行业动态	12

图表目录

图表 1 上市险企估值比较	错误！未定义书签。3
图表 2 金融板块月度表现	4
图表 3 保险公司月度表现	4
图表 4 上市险企年度增幅比较	5
图表 5 上市险企 A/H 股走势	5
图表 6 上市险企 A/H 股折价	5
图表 7 寿险行业累计总保费	6
图表 8 平安寿险累计总保费	错误！未定义书签。6
图表 9 平安寿险月度总保费	错误！未定义书签。6
图表 10 太保寿险累计总保费	错误！未定义书签。7
图表 11 太保寿险月度总保费	错误！未定义书签。7
图表 12 中国人寿累计总保费	错误！未定义书签。7
图表 13 中国人寿月度总保费	错误！未定义书签。7
图表 14 新华保险累计总保费	错误！未定义书签。7
图表 15 新华保险月度总保费	错误！未定义书签。7
图表 16 产险行业累计保费	8
图表 17 产险行业月度保费	8
图表 18 平安产险累计保费	8
图表 19 平安产险当月保费	8
图表 20 太保产险累计保费	9
图表 21 太保产险当月保费	9
图表 22 财产险公司市场份额	9
图表 23 汽车销量增长率	9
图表 24 保险资产总额	10
图表 25 保险资金运用余额	10
图表 26 投资资产月度变动	10
图表 27 银行存款月度变动	10
图表 28 银行间国债到期收益率	11
图表 29 金融债到期收益率	11
图表 30 企业债到期收益率（AAA）	11
图表 31 中短期票据到期收益率（AAA）	11
图表 32 各主要寿险公司万能险结算利率	11

一、行业策略

1.1 主要观点：二月保险板块有望延续强势表现，维持“推荐”评级

■ 2011年保险业务回顾

- 2011年保险行业实现保费收入14339亿，其中寿险9560亿，产险4779亿。
- 寿险行业陷入内忧外患之中，保费增速均出现大幅下滑。个险业务受业务员人力下滑以及外围经济环境影响，大部分寿险公司均出现个险新单保费增速大幅下降甚至负增长。银保业务受银监会新规以及理财产品热销影响，全年表现低迷。
- 产险业务表现较好，受益于汽车的更新换代，车均保价上升，产险保费增速好于新车销售情况。同时，受益于车险信息平台的全国推广，各公司的赔付率不断下降，盈利能力上升至历史高点。
- 2011年，国内外宏观环境复杂多变，A股市场大幅下跌，上证综指下跌21.68%、深证成指下跌28.41%、沪深300指数下跌25.01%。债券市场全年跌宕起伏，在通货膨胀屡创新高、央行大幅回收流动性并连续加息的大背景下，部分债券收益率达到或超过历史高点。全年债券市场整体上扬，中债全债指数上涨5.72%、中债国债指数上涨6.90%、中债金融债指数上涨4.78%、中债企业债指数上涨4.16%。
- 受资本市场“股债双熊”影响，各保险公司的偿付能力均大幅恶化，融资压力前所未有。同时，虽然较大额度的浮亏虽然尚未反映至利润中，但计提资产减值损失的压力持续升高。

■ 2012年寿险开门红情况

- 2012年寿险开门红各公司仍然均以短交分红险为主力军，虽然各公司现在都比较注重长期期交产品的销售，但在开门红期间，规模增长仍处首位。
- 寿险开门红情况受两点因素影响较大：一、同比基数；二、上年末业务储备。太保寿险去年个险业务表现较好，年底储备工作更加充分。新华保险去年同比基数较低，且IPO后解除了偿付能力限制，有望进入业务快速发展期。平安寿险和国寿去年同比基础均较高，且去年全年业务情况艰巨，年末的首要任务是完成全年计划，所以很难有较为充足的业务储备。我们预计一月份太保寿险和新华保险将会有较好的开门红表现。

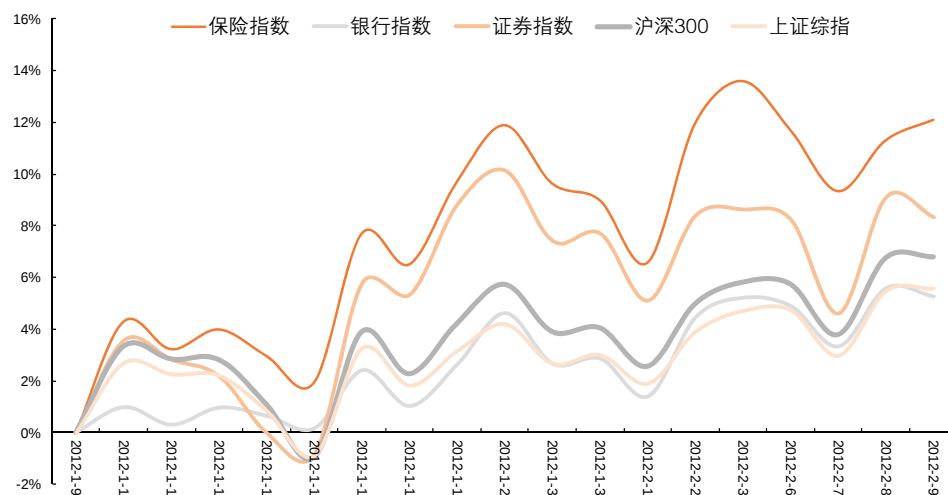
■ 投资建议：二月保险板块有望延续强势表现，维持“推荐”评级

- 我们认为，在保险行业经历了2011年的新单业务负增长、股债双熊引致的投资下滑和巨额浮亏、外围市场众多利空消息打击等诸多负面因素影响后，保险行业主要利空因素已经在股价中进行反映，保险股超跌明显。
- 进入2012年，在寿险新单业务企稳回升，股市场回暖的情况下，我们认为保险板块下跌空间有限，低估值蓝筹优势凸显，成为进可攻退可守的优选板块。
- 一月份开门红数据受工作日减少影响较大，同比增速低估。按照工作日日均保费来看，太保、新华和平安均实现了较好增长。二月份形式转变，工作日同比增多，预计二月新单保费增速将会好于一月份。在寿险新单保费增速企稳回升的情况下，我们认为保险板块会延续目前的强劲走势。
- 我们预计2012年平安、太保、国寿和新华的EPS分别为3.43元、1.61元、1.18元和1.29元，对应PE分别为12倍、13倍、16倍和23倍，当前股价隐含的新业务价值倍数分别为3倍、9倍、11倍和8倍，维持保险行业“推荐”评级。

1.2 行业表现：大盘企稳回升，开门红略好于预期，保险板块强势反弹

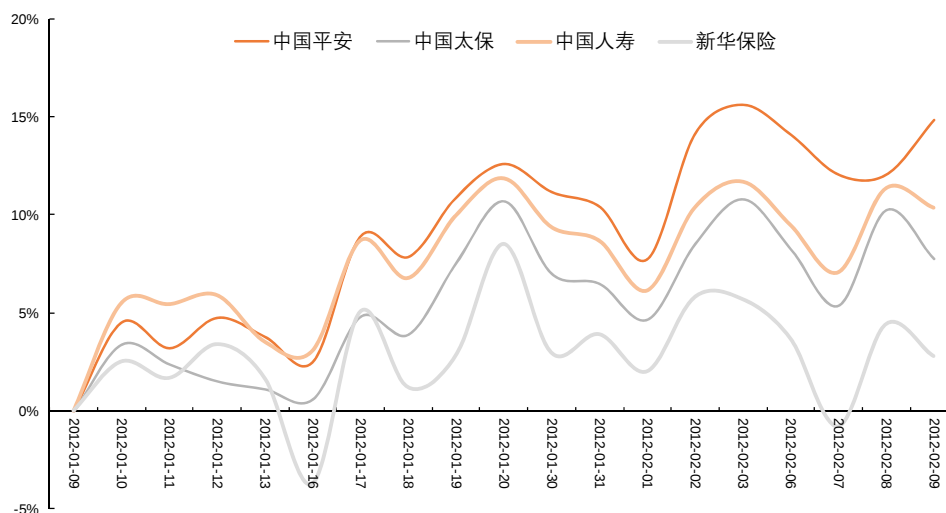
1 月份市场对政策放松的预期逐渐增强，同时受国内宏观经济数据好于预期，以及央行持续进行逆回购等利好消息影响，A 股市场走出反弹行情，全月上证综指上涨 4.24%、深圳成指上涨 4.31%、沪深 300 指数上涨 5.05%。受益于大盘反弹，开门红略好于预期，保险板块展开强势反弹。

图表1 金融板块月度表现



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 保险公司月度表现



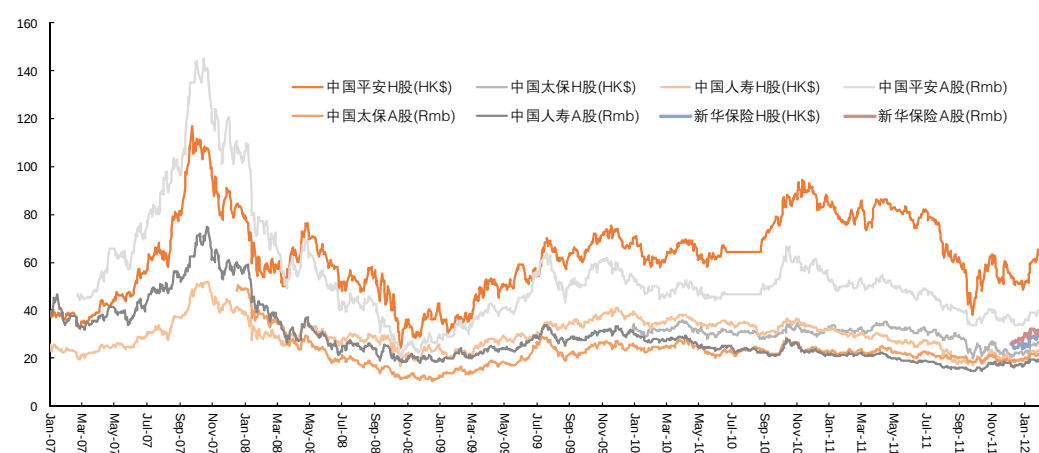
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 上市险企年度增幅比较

公司名称	股票代码	2004-12-31	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-2-9
中国平安	A 股 601318.SH					-74.9%	107.2%	1.9%	-38.7%	15.8%
	H 股 2318.HK		8.3%	201.0%	94.4%	-55.2%	81.3%	27.8%	-41.1%	25.0%
中国太保	A 股 601601.SH					-77.5%	130.4%	-10.6%	-16.1%	10.7%
	H 股 2601.HK							4.5%	-31.6%	22.4%
中国人寿	A 股 601628.SH					-67.8%	69.9%	-32.8%	-17.2%	8.1%
	H 股 2628.HK	-18.1%	31.7%	287.6%	52.0%	-41.6%	62.8%	-17.2%	-39.5%	20.6%
新华保险	A 股 601336.SH									8.4%
	H 股 1336.HK									26.5%
上证指数		-15.4%	-8.3%	130.4%	96.7%	-65.4%	80.0%	-14.3%	-21.7%	6.7%
恒生指数		13.2%	4.5%	34.2%	39.3%	-48.3%	52.0%	5.3%	-20.0%	14.0%

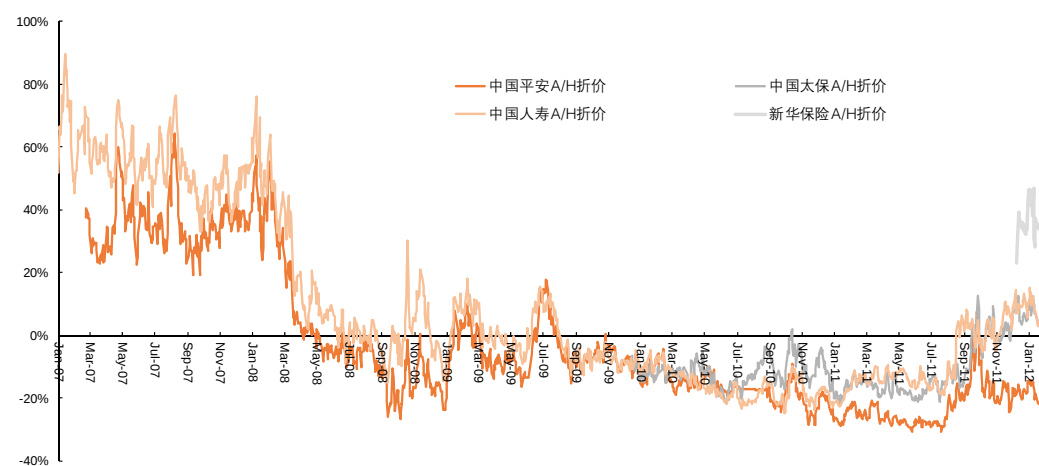
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 上市险企A/H股走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 上市险企A/H股折价

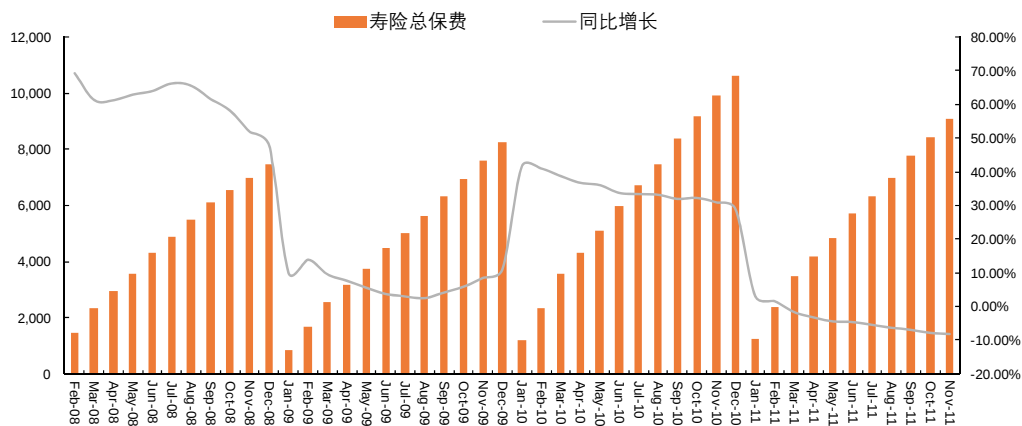


资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、寿险行业

寿险行业 2011 年 12 月新会计准则口径下实现当月保费收入 623 亿元，累计保费收入 9560 亿元。

图表6 寿险行业累计总保费

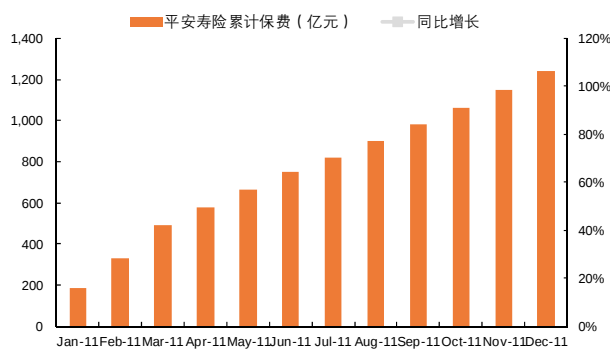


资料来源：CIRC，平安证券研究所

注：2011年及以后保费为新会计准则口径，同比增速略有低估

平安寿险：今年过年较早，使得 1 月份有效工作日同比减少近三分之一，由于平安寿险产能状态已经较为稳定，所以受影响最大。但如按工作日日均新单保费来看，仍保持正常增长水平。公司自 2011 年下半年个险业务出现了负增长，但情况在持续好转，随着人力的提升，保费平台稳步上升，良好的业务结构保证了新业务价值的稳步提升。随着 2011 年的业务沉淀和人力巩固增长，预计 2012 年公司会恢复稳定的业务发展。

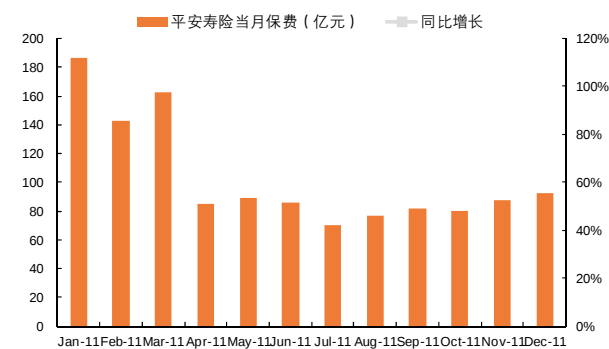
图表7 平安寿险累计总保费



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 平安寿险月度总保费

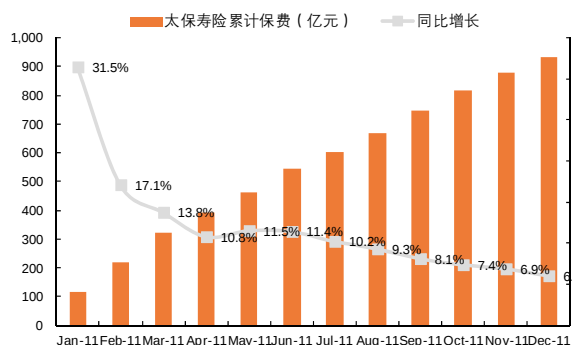


资料来源：CIRC，平安证券研究所

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

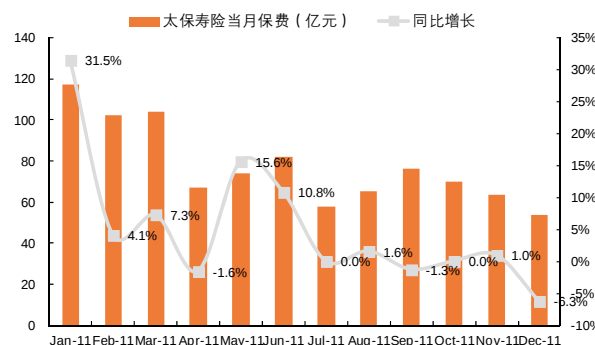
太保寿险：由于 2011 年业务计划完成情况良好，12 月份业务略有收缩，为 2012 年开门红做好了充足准备，预计公司 2012 年开门红会有较好表现。公司 2011 年“聚焦个险，聚焦期交”战略取得了巨大成功，个险新单保费保持快速上升，远超行业平均水平。太保寿险 2012 年会延续公司战略，继续以分红险为主打产品，通过提升业务员人力和人均产能来保持较高的个险业务提升，预计 2012 年个险新单增速为 15%左右。

图表9 太保寿险累计总保费



资料来源: CIRC, 平安证券研究所

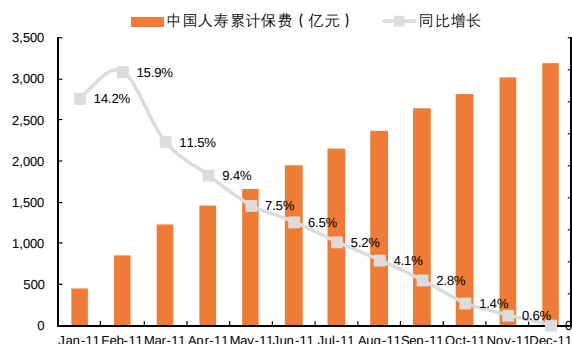
图表10 太保寿险月度总保费



资料来源: CIRC, 平安证券研究所

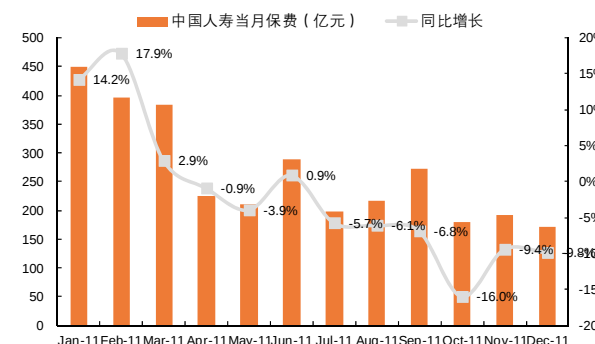
中国人寿: 由于 2011 年同比基数较高, 预计开门红业务会出现同比下降。受业务结构调整和业务员队伍精简的影响, 2011 年二季度以后国寿个险新单规模保费持续出现同比下降。随着 2011 年公司新基本法在全国的推广和执行到位后, 公司业务员人力将进入稳定发展期。2012 年公司管理层将继续坚持业务结构优化和价值增长, 预计全年个险新单规模保费增速为 5% 左右。

图表11 中国人寿累计总保费



资料来源: CIRC, 平安证券研究所

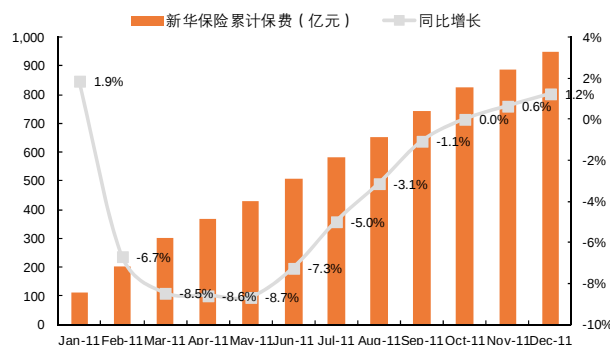
图表12 中国人寿月度总保费



资料来源: CIRC, 平安证券研究所

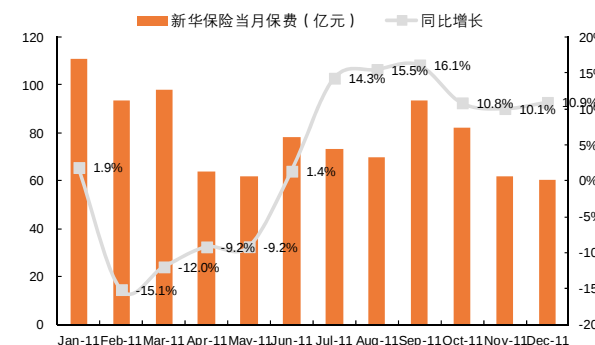
新华保险: 由于去年同比基数较低, 且公司产能提升空间仍较大, 预计公司 2012 年开门红业务会有较好表现。新华保险银保业务占比较高, 2011 年受银保新规冲击较大, 总保费增速下滑。个险业务受业务员人力发展困难和经济环境影响, 在 2011 年略有下滑。公司融资完成后, 解除了长期以来的偿付能力制约, 从 2012 年开始有望进入良性发展期, 预计 2012 年个险新单保费增速为 10% 左右。

图表13 新华保险累计总保费



资料来源: CIRC, 平安证券研究所

图表14 新华保险月度总保费



资料来源: CIRC, 平安证券研究所

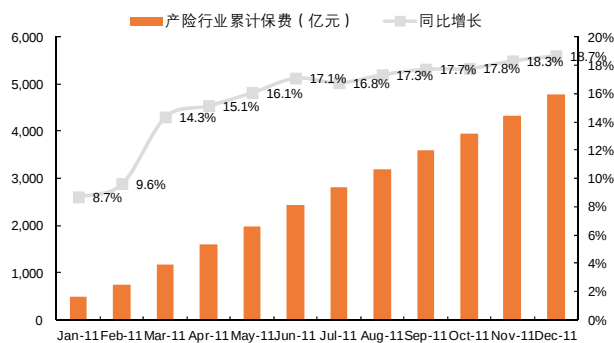
三、产险行业

产险行业：12 月份实现当月保费收入 458 亿，同比增长 22.3%，累计保费收入 4,779 亿，同比增长 18.7%。产险行业保费增速稳中有升，平安和太保继续保持超越行业的保费增速。

平安产险：继续稳定的优异表现，保持行业领先的业务增速。12 月当月实现保费收入 87 亿，同比增长 31.9%；累计保费收入 833 亿元，同比增长 34.2%。电销渠道的快速发展和优秀的服务水平是公司实现高速增长的主要原因。

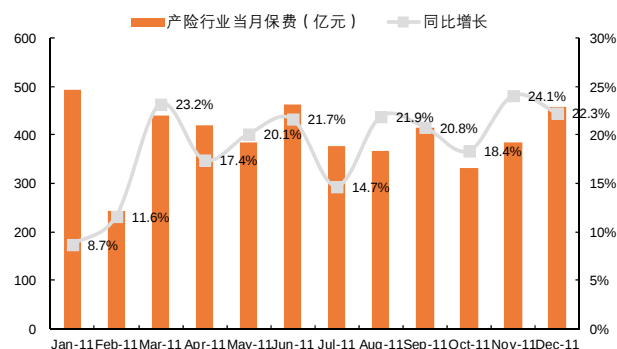
太保产险：保费增速回升后，表现稳定。12 月当月实现保费收入 57 亿，同比增长 17.9%；累计保费收入 616 亿，同比增长 19.5%。开门红期间的高基数和拆单因素的影响逐渐消除后，公司保持了良好稳定的业务增速。

图表15 产险行业累计保费



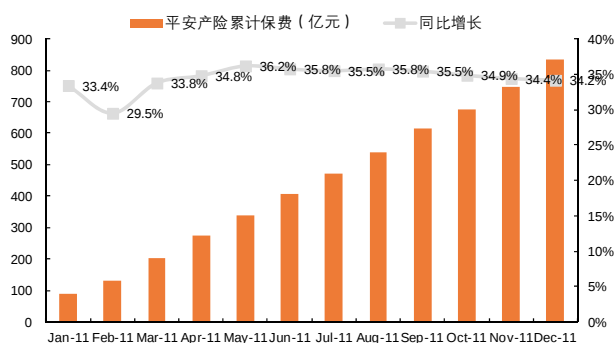
资料来源：CIRC，平安证券研究所

图表16 产险行业月度保费



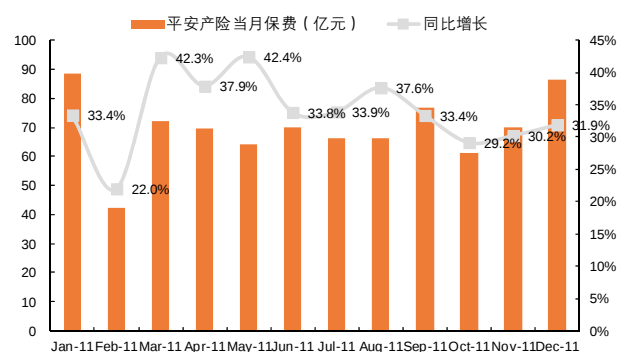
资料来源：CIRC，平安证券研究所

图表17 平安产险累计保费



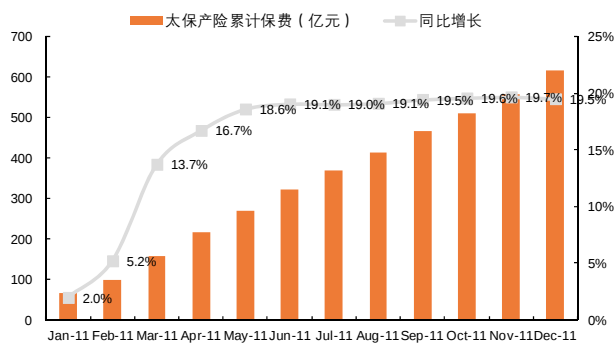
资料来源：CIRC，平安证券研究所

图表18 平安产险当月保费



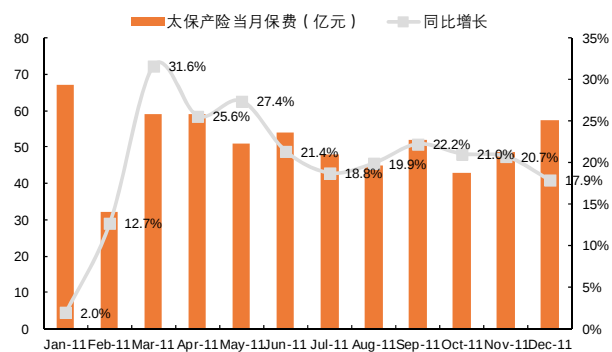
资料来源：CIRC，平安证券研究所

图表19 太保产险累计保费



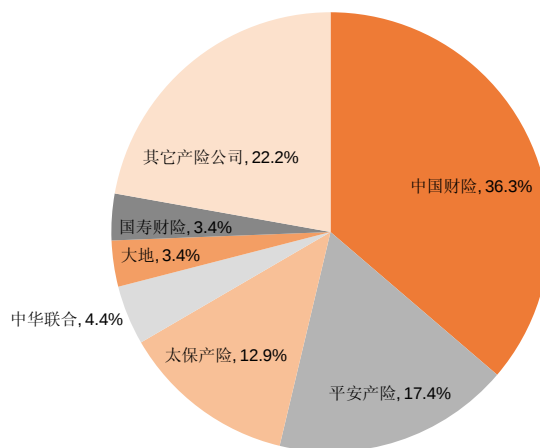
资料来源: CIRC, 平安证券研究所

图表20 太保产险当月保费



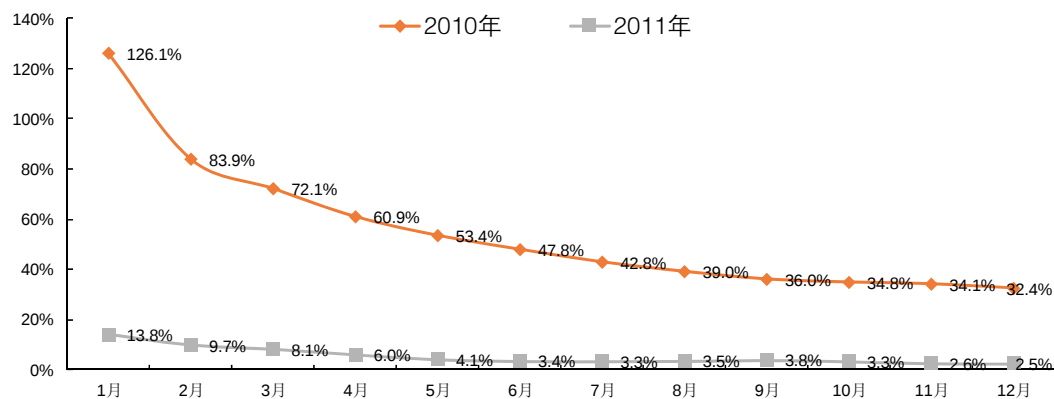
资料来源: CIRC, 平安证券研究所

图表21 财产险公司市场份额



资料来源: CIRC, 平安证券研究所

图表22 汽车销量增长率

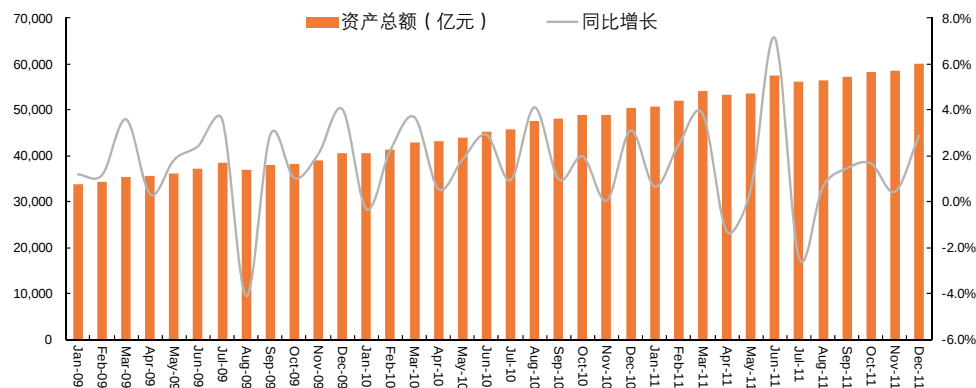


资料来源: WIND, 平安证券研究所

四、保险资产与资本运行情况

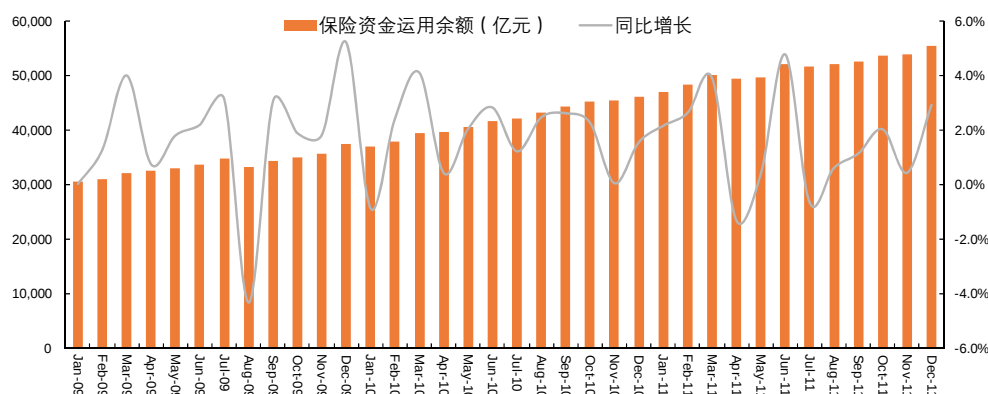
截至 2011 年 12 月末，保险资金运用余额 5.55 万亿元，环比上升 2.9%；保险行业总资产 6.01 万亿元，环比上升 2.9%；银行存款增加 1067 亿元，环比上升 6.4%。

图表23 保险资产总额



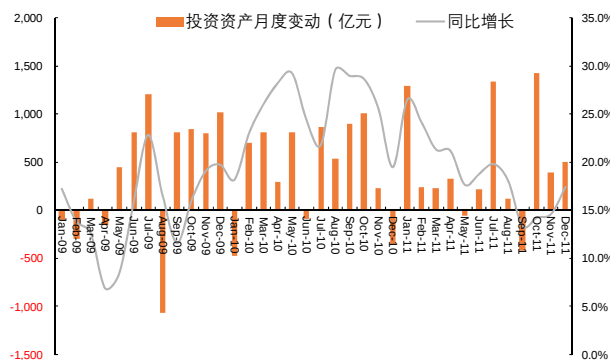
资料来源：CIRC，平安证券研究所

图表24 保险资金运用余额



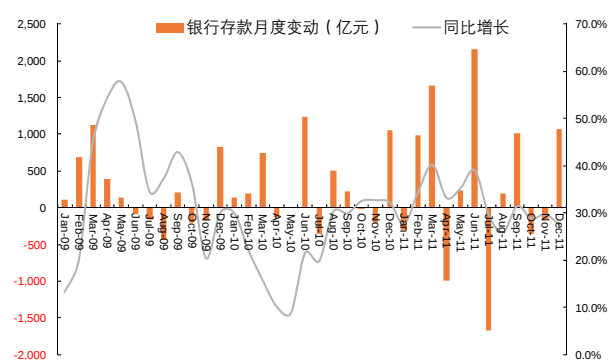
资料来源：CIRC，平安证券研究所

图表25 投资资产月度变动



资料来源：CIRC，平安证券研究所

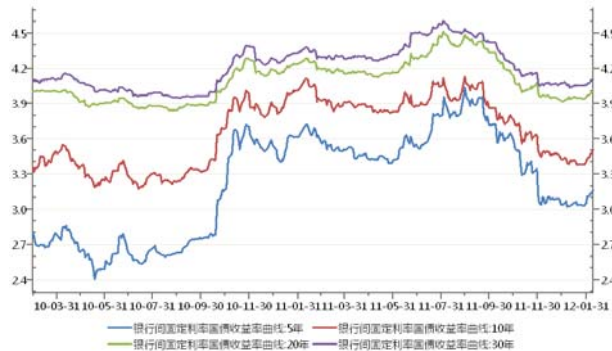
图表26 银行存款月度变动



资料来源：CIRC，平安证券研究所

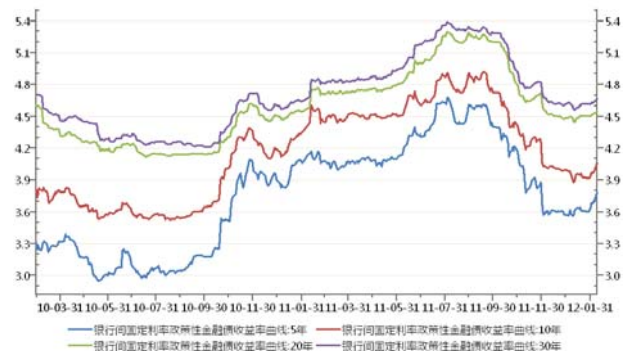
1月债券市场平稳震荡，收益率走势受资金面影响较大，央行的逆回购公告有助于稳定债市利率。中债全债指数上涨0.40%、中债国债指数涨幅0.36%、中债金融债指数上涨0.47%、中债企业债指数上涨1.94%。

图表27 银行间国债到期收益率



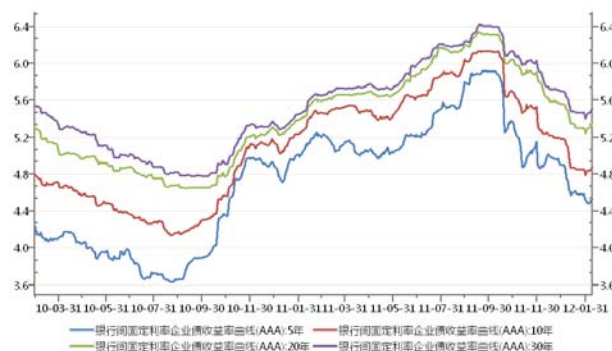
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表28 金融债到期收益率



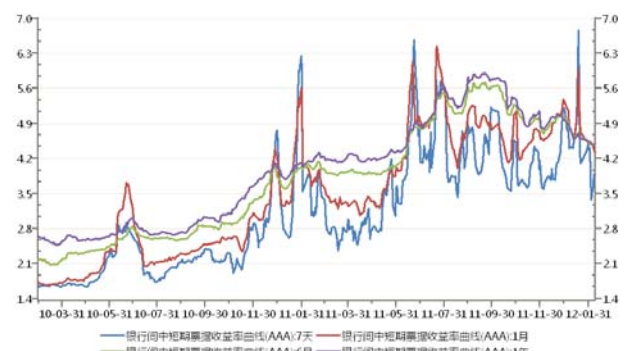
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 企业债到期收益率 (AAA)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

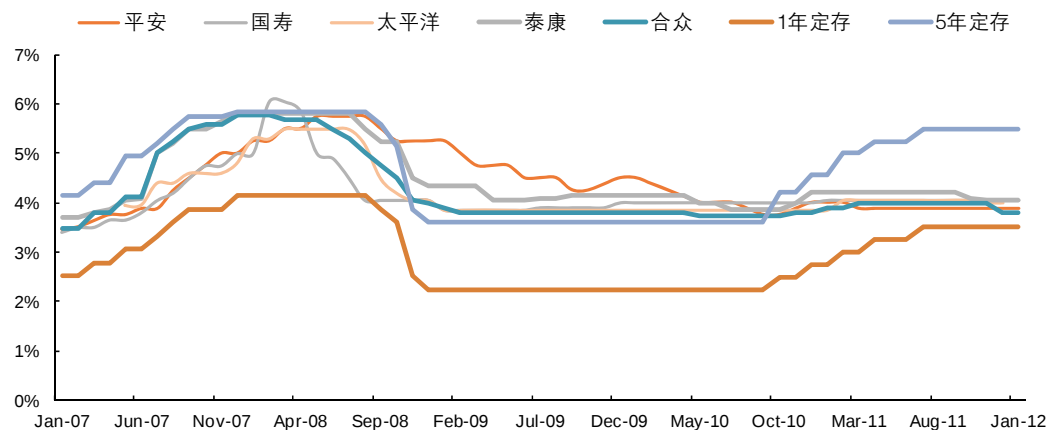
图表30 中短期票据到期收益率 (AAA)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1月万能结算利率维持低位，各寿险公司主力万能产品的结算利率仍维持在3.8%–4.1%的区间，各公司本月未调整结算利率。

图表31 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

中国平安发行 260 亿可转债获股东大会审议通过

2 月 8 日召开的中国平安股东大会通过了发行 260 亿元 A 股可转债相关议案。中国平安总经理任汇川在股东大会上表示，预计可能于今年三季度完成可转债的募集工作，而在募集资金的分配上，净资产收益率（ROE）比较高的产品线将获得更好的支持。

据公开资料，此次拟发的 260 亿元可转债期限为发行之日起 6 年，可转债票面利率不超过 3%，可转债在发行结束后满 6 个月即可进行转股。

值得注意的是，去年 6 月，中国平安就曾通过 H 股定向增发方式融资 162 亿元，但该笔资金主要是用于完成控股深发展的重大资产重组交易。而对于此次 260 亿元拟募集资金的分配问题，任汇川表示，募集资金将满足集团以及各子公司全线的资本金需求。

总经理任汇川进一步表示，目前各子公司资金分配的具体比例还难以确定，会在集团范围统筹考虑。“公司将尽可能提前做好规划，同时会在各条线优化配置资本金，给予 ROE 比较高的产品线最好的支持。因为平安是集团控股、整体上市，集团公司作为各个子公司主要融资渠道，会把资本金灵活度保留在集团层面，确保每个子公司业务较快发展或者达到监管资本要求，大的方面均在集团层面统一调配。在子公司层面，如保险方面，平安希望保持偿付能力高过 150% 的水平。”

任汇川表示，以去年 10 月底的相关数据乐观估计，如果 260 亿元可转债全部转股，公司偿付能力充足率可由目前的 170% 上升至 195%，旗下子公司的相关指标也将明显改善。同时，此次募资采用了可转债方式，自发行结束之日起 6 个月后方可转换为公司股票，而实际转股时间又将取决于公司股价表现和投资者的偏好，所以与公开或定向增发相比，可转债的摊薄效应将逐渐释放，因而相对来说对市场的冲击要小。

此外，股东大会上，有股东问及深发展与平安银行整合后是否会私有化退市，中国平安董事长马明哲对此表示，深发展即便完成整合也“将继续保持上市地位不变”。

新华保险拟发行不超过 100 亿次级债和 50 亿债务融资工具

2 月 2 日，新华人寿发布董事会决议公告，将发行不超过人民币 100 亿元的 5 年期次级定期债务，以及总额不超过人民币 50 亿元的 10 年期债务融资工具，以提升公司的偿付能力充足率。

偿付能力长期不足，一直是悬在新华人寿头顶上的“紧箍咒”。2008 年和 2009 年末，新华人寿偿付能力充足率分别为 27.74% 和 36.19%，远低于保监会的监管要求。为了提高偿付能力，新华人寿先后于 2010 年底和 2011 年三季度，向股东定向增发募集资金 140 亿元和发行 50 亿的次级债。然而，截至 2011 年三季末，受资本市场大幅波动等因素影响，整个保险行业偿付能力水平普降，新华人寿的偿付能力充足率也跌至 86.58%，再度跌破保监会的监管红线（100%）。

2011 年 12 月 15-16 日，新华人寿 A+H 股相继挂牌上市。原先预计在两地合计上市融资约 40 亿美元，由于市场波动，其实际融资额大幅缩水。新华人寿公布的数据显示，两市共计融资约 120 亿元人民币。根据我们的测算，2011 年末新华人寿的偿付能力充足率仅略高于 150%，并不足以支撑公司快速的业务发展。

若此次 100 亿次级债全部获准发行，新华人寿累计发行次级债余额将达到 150 亿元，接近净资产 50% 的监管上限，新华人寿的偿付能力水平将有望上升至 200% 以上。而债务融资工具目前仍是保险公司的一种尝试，目前保监会保险公司偿付能力监管规定中尚无明文规定。

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）

公司声明及风险提示：

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。

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。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，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)82449257