



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
研究报告

2010 年 4 月 14 日

保险业

研究部

周 光

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207070051

zhoug@cicc.com.cn

赵慧颖

联系人

zhaohy2@cicc.com.cn

刘欣

联系人

liuxin3@cicc.com.cn

3 月万能险结算利率与投资收益情况综述

行业近况:

2010 年 3 月平安下调个险万能险结算利率 12.5 个基点至 4.25%，其他各主要寿险公司万能险结算利率保持不变。

3 月，银行间市场保险资金债券持有量净增加 461 亿元，净增量较 2 月的 334 亿元和 1 月的 -14 亿元明显回升。3 月末之前，在巨大的银行资金需求压力下，债券收益率水平创下今年以来的低点，二级市场 10 年期国债收益率水平最低降至 3.37%。3 月末以来，在基本面支持和供求关系变化的共同驱动下，债券收益率开始震荡上行，而 3 年期央票的重启则进一步确立了这一趋势。目前 10 年期国债收益率水平已回到 3.5% 以上。

3 月以来，A 股市场依然维持震荡格局，3 月全月上证指数上涨 1.9 个百分点，4 月前 9 个交易日涨幅为 1.8%。

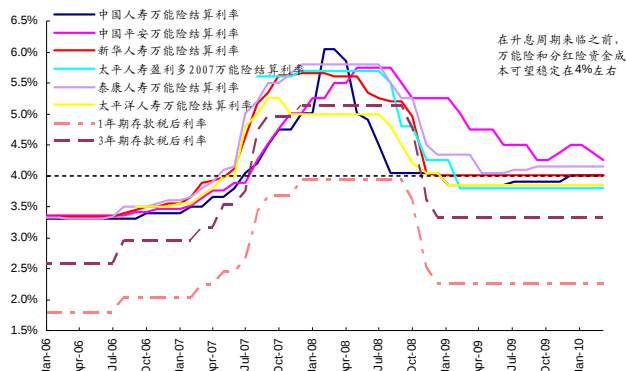
评论:

- ▶ **平安继续下调万能险结算利率，侧面反映今年保险资金投资存在一定压力。**3 月平安继续下调个险万能险结算利率，回到去年 11 月上调前 4.25% 的水平。这一方面反映出公司一季度保费收入基本达到预期，同时也从侧面显示今年保险资金投资压力较大，在固定收益类投资难以提供丰厚利差，股市投资收益前景并不明朗的情况下，公司不愿意以过高的资金成本为代价换取业务规模的大幅提升。
- ▶ **保险资金债券投资明显欠配，投资渠道不足仍是主要问题。**一季度银行间市场保险资金债券持有量净增加 780 亿元，与同期 3000 亿以上的保费收入净增量相比，债券投资仍处在明显欠配的状态。考虑全年保险行业将有 1.5 万亿以上的新增和再投资资金需要配置，保险公司对实质性拓宽信用债、房地产等投资渠道的需求非常迫切。
- ▶ **基本面支持与供求关系变化将驱动二季度债券收益率上行。**供给面看，二季度之后债券季节性供给不足的因素将会消失，债券发行量将回归到正常水平；需求面看，银行贷款增速放缓尽管短期内将增加银行资金的债券需求，但动态来看市场流动性状况将逐渐收紧，需求压力未来将有所减弱。而近期 3 年期央票的重启则会进一步减缓和分流银行配置中长期债券的压力。同时，寿险保费收入规模也将出现季节性回落。因此，债券市场极度失衡的供求关系将在二季度明显改善，中长期债券收益率可望恢复震荡上行的趋势。
- ▶ **协议存款议价能力增强，将一定程度上弥补债券投资配置不足的问题。**由于监管机构近期加强了对商业银行贷存比的要求，目前各商业银行吸纳大额定期协议存款的需求较为迫切，保险公司协议存款议价能力有所增强。目前 5 年期浮动利率协议存款利率基本能够达到 4-4.5% 之间的水平，固定利率存款利率还可能更高。该利率水平能够为保险公司提供一定的利差空间（尽管并不丰厚），可以在一定程度上分流和缓解债券投资的压力。
- ▶ **2009 年股市投资“余粮”尚能起到稳定器作用，但全年收益水平非常依赖后市表现。**从目前已公布年报的保险公司的情况来看，去年股市的良好表现使各公司尚有一定规模的浮盈积累，同时，今年一、二季度较高的基金投资分红收益也将成为公司取得稳定业绩的基础，短期看股权投资尚不存在显著压力。但现有的积累远不足以保证保险公司今年取得较好的股权投资业绩，全年收益水平将非常依赖后市表现。

建议:

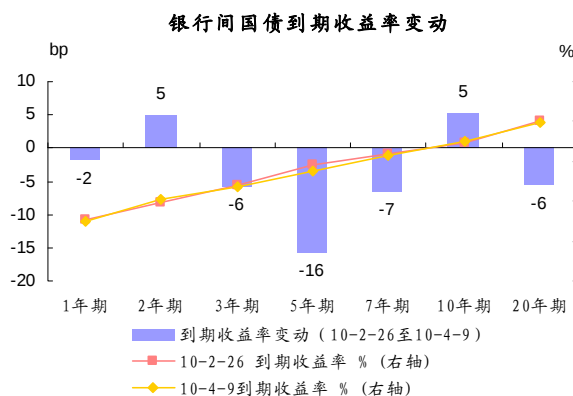
目前，中国人寿 A 股和 H 股股价隐含的一年新业务价值倍数分别为 23.0 倍和 28.6 倍，内含价值倍数为 2.4 倍和 2.7 倍；中国平安 A 股和 H 股股价隐含的一年新业务价值倍数分别为 14.4 倍和 18.3 倍，内含价值倍数为 2.0 倍和 2.3 倍；中国太保 A 股和 H 股股价隐含的一年新业务价值倍数分别为 19.2 倍和 21.9 倍，内含价值倍数为 2.0 倍和 2.2 倍。我们维持对中国太保 A 股和 H 股“推荐”的投资评级；维持对中国平安 A 股和 H 股“推荐”的投资评级；维持对中国人寿 A 股和 H 股“审慎推荐”的投资评级。

表 1：各主要寿险公司万能险结算利率



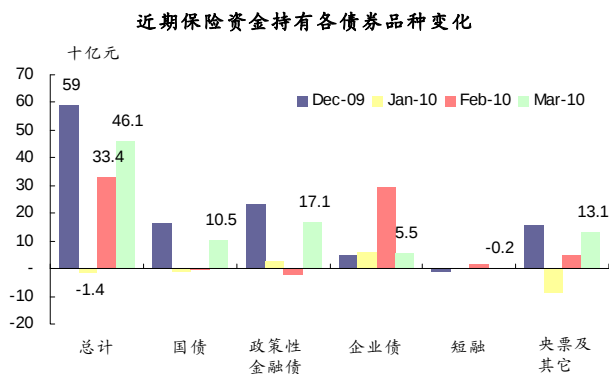
资料来源：公司数据，PBoC，中金公司研究部

图表 4：3 月以来国债收益率曲线变化



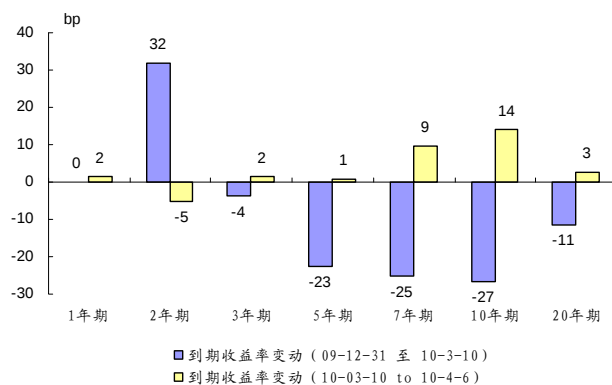
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 2：近期保险资金持有各债券品种变化



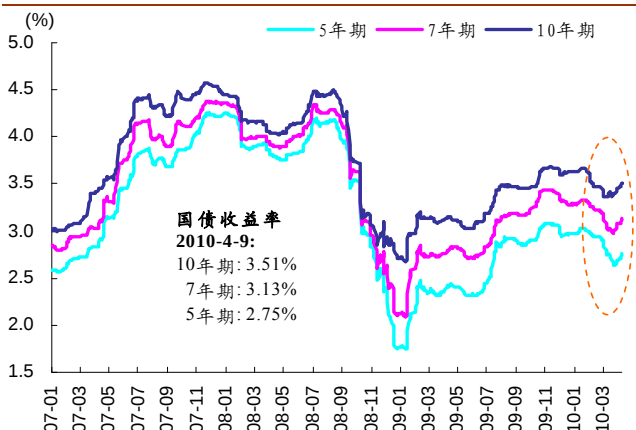
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 5：国债收益率阶段性变动分析



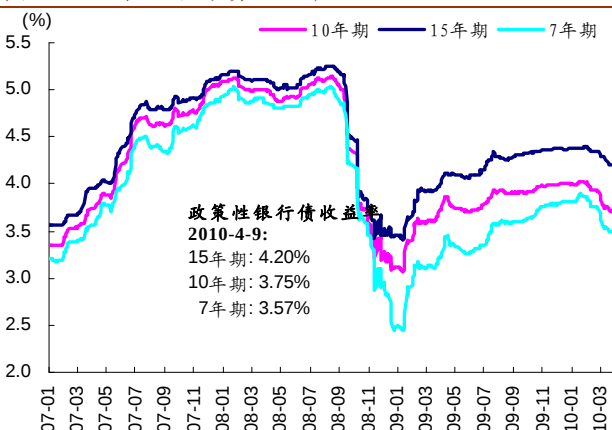
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 3：国债收益率



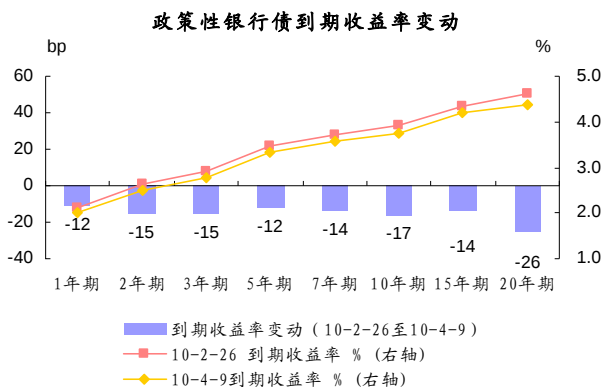
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 6：政策性银行债收益率



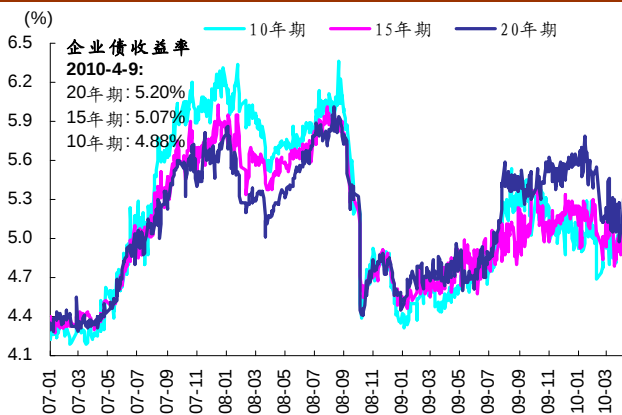
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 7: 1 月以来政策性银行债收益率曲线变化



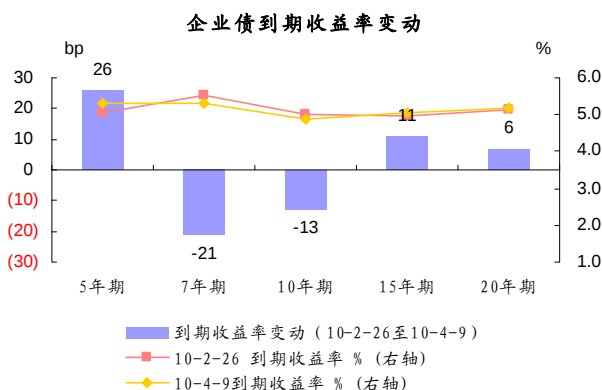
资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图表 8: 企业债收益率



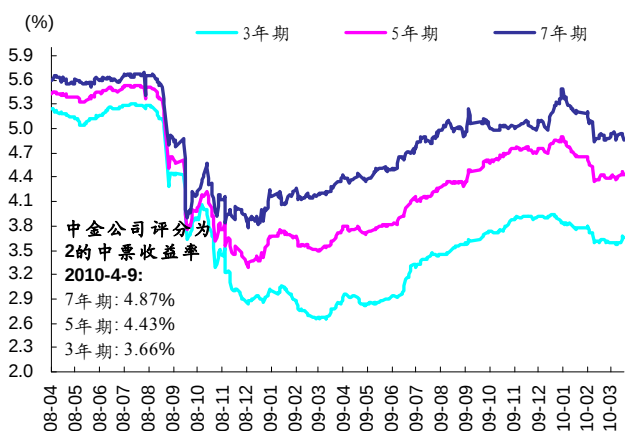
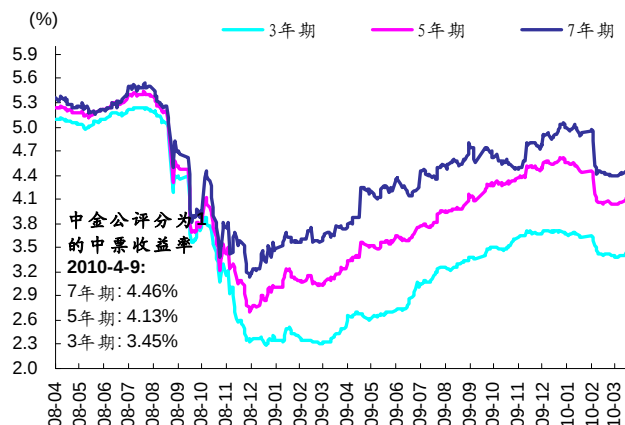
资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图表 9: 3 月以来企业债收益率曲线变化



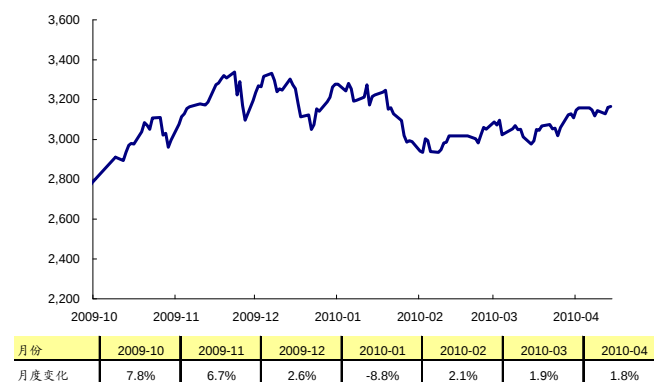
资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图表 10: 中期票据收益率



资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图表 10: 上证指数月度表现



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 11：可比公司估值

公司	市值(百万美元)	货币单位	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产回报率 (%)			
	2010-04-14			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
综合性保险公司															
AIG	28,016	USD	40.15	(1.1)	(6.0)	8.2	4.8	8.5	1.2	1.0	0.8	(183.0)	(17.3)	12.5	3.4
Berkshire Hathaway	198,947	USD	120,855	37.5	24.9	22.6	n.a.	1.7	1.5	1.4	n.a.	4.3	6.2	6.0	n.a.
ING	40,210	EUR	7.69	(21.4)	21.6	6.0	4.4	0.6	0.7	0.6	0.5	(2.3)	4.2	12.0	13.6
Allianz	58,051	EUR	94.29	(17.4)	9.8	8.8	7.9	1.3	1.1	1.1	1.0	(6.0)	11.5	12.3	13.0
平均值				(0.6)	12.6	11.4	5.7	3.0	1.1	1.0	0.8	(1.3)	1.1	10.7	10.0
北美寿险公司															
Manulife Canada	34,843	CAD	19.80	61.9	22.3	9.4	8.3	1.2	1.2	1.1	1.0	1.9	5.4	12.4	13.6
MetLife	37,237	USD	45.46	10.8	16.0	11.1	9.3	1.7	1.1	1.1	1.0	11.7	6.2	9.3	10.6
Prudential Financial Inc	29,472	USD	63.38	(26.2)	11.5	11.4	10.1	2.0	1.3	1.2	1.1	(5.8)	12.0	10.5	11.2
Sun Life Financial Inc	18,087	CAD	32.00	22.9	21.7	10.6	9.4	1.1	1.1	1.1	1.0	5.0	4.1	10.2	11.3
平均值				17.3	17.9	10.6	9.3	1.5	1.2	1.1	1.0	3.2	6.9	10.6	11.7
欧洲寿险公司															
AVIVA	16,488	GBP	386.40	(10.5)	7.4	6.3	5.6	0.9	1.0	0.9	0.8	(7.6)	9.2	13.6	14.7
Prudential	22,455	GBP	574.50	(35.9)	10.2	8.7	8.7	2.8	2.3	2.2	2.1	(7.1)	10.2	16.1	17.3
AXA	54,338	EUR	17.39	39.5	11.4	8.8	7.6	1.0	0.9	0.9	0.8	2.2	8.9	11.6	12.1
CNP Assurances	14,139	EUR	69.76	14.1	10.0	8.6	7.8	0.9	1.1	1.0	0.9	5.8	11.9	12.2	12.8
AEGON	12,564	EUR	5.30	(5.8)	(442.0)	11.0	7.5	0.6	1.0	0.8	0.7	(7.5)	1.8	10.3	13.3
Generali	37,580	EUR	17.69	27.6	16.9	11.8	10.6	2.1	1.7	1.7	1.5	6.6	10.8	14.1	15.1
Fortis	9,536	EUR	2.78	(0.2)	5.6	6.2	11.4	n.a.	0.9	0.8	0.8	n.a.	12.8	5.9	6.4
LEGAL & GEN GRP	8,242	GBP	91.15	(5.1)	10.5	8.4	8.8	1.5	1.6	1.4	1.3	12.3	7.4	13.8	13.0
STANDARD LIFE	7,095	GBP	205.60	44.7	12.2	10.4	9.7	1.3	0.7	0.2	0.4	23.5	8.8	5.9	5.6
平均值				7.6	(39.8)	8.9	8.6	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9	9.1	11.1	12.0
亚洲寿险公司															
大东方人寿 (新加坡)	5,409	SGD	15.74	27.1	19.3	17.9	16.7	2.5	2.3	2.1	2.0	8.7	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	12,259	AUD	6.36	(38.5)	22.3	22.1	19.2	3.3	3.0	2.8	2.7	(8.0)	14.3	13.9	14.1
AMP (AU)	12,436	AUD	6.51	20.9	17.4	15.3	14.1	6.3	5.3	4.7	4.3	29.3	32.9	32.7	32.2
台湾人寿	813	TWD	39.90	(5.0)	n.a.	n.a.	n.a.	5.9	n.a.	n.a.	n.a.	(59.1)	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				1.1	19.7	18.4	16.7	4.5	3.5	3.2	3.0	(7.3)	23.6	23.3	23.1
中国寿险公司															
中国人寿H股*	125,206	HKD	37.90	48.1	28.7	25.3	22.4	5.3	4.7	3.8	3.3	10.2	17.1	15.9	15.6
中国人寿A股*	125,206	RMB	29.13	43.0	25.0	23.2	21.1	4.7	4.1	3.5	3.1	10.2	17.1	15.9	15.6
中国平安H股*	59,581	HKD	69.65	1,641.6	38.3	28.5	22.8	5.3	4.6	3.9	3.2	0.5	12.7	14.1	14.7
中国平安A股*	59,581	RMB	52.22	579.4	38.3	30.0	25.6	4.9	4.1	3.7	3.3	0.7	11.1	12.1	12.7
中国太平*	6,317	HKD	28.80	(92.0)	55.2	38.7	28.6	6.4	4.4	3.9	3.3	(6.4)	9.5	10.7	12.5
中国太保A股*	36,425	RMB	28.12	180.6	41.7	35.4	29.6	4.4	3.1	2.8	2.5	2.4	7.4	8.4	9.0
中国太保H股*	36,425	HKD	35.15	84.2	38.2	26.2	20.6	3.9	2.8	2.5	2.1	4.7	9.0	9.9	10.7
平均值				429.5	37.9	29.6	24.4	5.0	4.0	3.4	3.0	4.8	12.0	12.4	13.0
*为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。															

*为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。