

增持 维持

金融—保险业

2010 年 8 月 19 日

关注财险行业承保利润大幅超预期带来财险业务估值提升机会，首推太保、其次平安

----中国财险（2328.hk）昨日大涨 10.53%点评

保险行业核心分析师：潘洪文 AIA
SAC 执业证书编号：S0850209070655
panhw@htsec.com

021-23219389

事件：2010 年 8 月 18 日中国财险发布中报，承保业务盈利大幅超预期，承保利润由去年-15 亿升至 19 亿，扭亏为盈，使得中期 EPS0.237 元大幅超出市场预期，受此影响中国财险（2328.HK）大涨 10.53%至 9.03 港元。

点评：

结论：中国财险（2328.hk）受承保业务盈利大幅超预期影响昨日大涨 10.53%，我们预测对应 2010 年的 PB 和 PE 分别为 3.8 倍和 15.8 倍。由于财险行业今年形势大好、承保业务盈利大幅超预期，因此我们提醒关注财险业务估值大幅提升带来机会。

首选中国太保，理由是太保财险业务经营最优且盈利能力最强、财险业务利润占比最大（20%）、估值提升空间最大，财险业务按保守 15 倍 PE 估值 500 亿，每股估值至少提升 3.4 元，上调目标价至 29.6 元，维持买入。

其次中国平安，理由是财险业务对中国平安估值提升空间次之、平安中报很可能超预期、收购深发展银行业务贡献显著加大，财险业务按保守 15 倍 PE 估值 360 亿，每股估值至少提升 4.7 元，维持买入，目标价维持 65.25 元。

一、2010 年财险行业形势大好：承保利润扭亏且大幅超预期，下半年投资很可能超预期

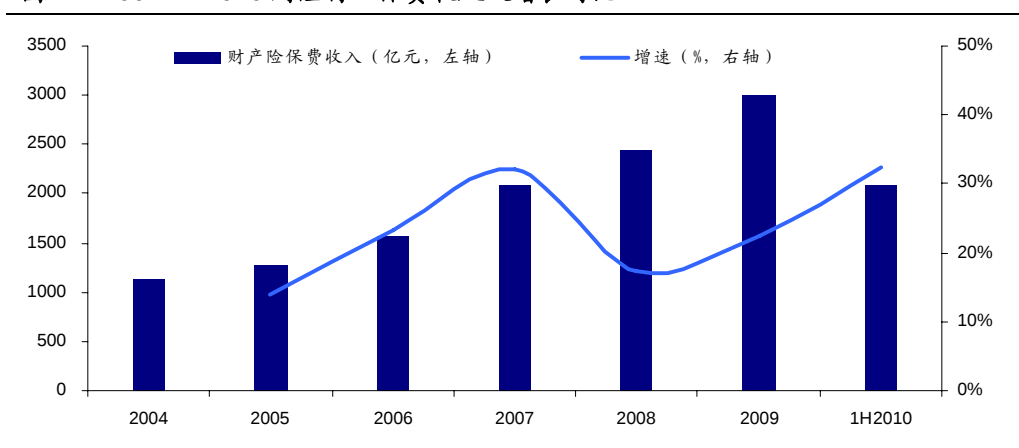
1、我们在去年 7 月报告中指出，财险行业经营环境开始出现明显改善，车险经营亏损的现状正在改善，拐点可能出现（详见 090707《中国太保杭州分公司调研报告-上调目标价至 29.09 元》）。

2、随着 2009 年财险行业走出低谷，2010 年财险行业形势大好，上半年承保利润扭亏并大幅超预期，下半年投资收益很可能超预期。

（1）**2010 年财险行业承保盈利家数快速增加，承保扭亏为盈。**根据同业数据，今年上半年财险业实现承保利润 39.64 亿元，实现承保盈利的公司 24 家，而 2008-2009 年同期分别为 5 家和 11 家，且 2008 年上半年财险业承保亏损 78 亿元。可见，财险行业在经历 2004-2008 年连续 5 年亏损后，2009 年开始走出低谷，经营环境大幅改善，整个行业承保利润开始扭亏为盈。此外，2010 年上半年财险行业保费快速增长，上半年财险公司保费收入 2087 亿元，同比增长 32.3%，快于去年全年的 22.3%。

以中国财险披露中报为例，中国财险去年上半年承保亏损 15.34 亿，但今年上半年承保盈利 19 亿，使得上半年净利润达到 26.45 亿，同比大幅增长 3200%。我们预计中国太保财险业务上半年净利润 15 亿元，同比大幅增长 137%，半年利润即高于去年全年 14 亿净利润。

图 1 2004-1H2010 财险行业保费收入及增长对比



资料来源：保监会，海通证券研究所

(2) 财险行业经营环境改善主要得益于车险费率大幅提升、市场竞争秩序持续好转和保监会加大力度控制获取成本，综合成本率在 09 年出现拐点。由于车险业务占整个行业七成以上，因此财险行业经营环境主要取决于车险业务。

对于车险费率，按照保监会规定费率浮动最低七折、电话销售还可以八五折，因此车险费率理论上最低可以六折。2009 年以前，整个行业车险价格恶性竞争，费率折扣幅度很大，通常 6-7 折，导致全行业连续多年承保亏损。从 2009 年下半年开始，由于监管加强和市场竞争秩序的持续好转，车险价格大幅上升，各家公司车险费率折扣水平不到八折。另外，随着各地商业车险平台系统启动，各家公司间客户信息共享，以前在一家保险公司投保后发生赔付但去另外一家公司投保仍能享受折扣的可能性大幅减少。

另一方面，由于保监会加大力度控制获取成本，各家财险公司也加强内控降低费用，导致了综合费用率亦大幅下降。

从综合成本率来看（见表 1），2009 年以前前三大财险公司中国财险、太保财险和平安财险除个别年度外综合成本率均超过 100%，承保出现亏损。但自 2009 年以来行业拐点出现，2009 年除中国财险承保亏损 2.2%（承保盈利/亏损=1-综合成本率），太保财险和平安财险分别承保盈利 2.5%和 1.1%。2010 年上半年，综合成本率一直较高的中国财险亦出现承保盈利 3.3%，大幅超出市场预期，显示 2010 年财险行业承保环境大幅改善。我们预计太保财险上半年综合成本率 94.5%，承保盈利 5.5%。

表 1 2006-1H2010 中国财险、太保财险和平安财险综合成本率对比

综合成本率(%)	2006	2007	2008	2009	1H2010E
太保财险	99.9	99.9	102.2	97.5	94.5
平安财险	101.8	101.8	104.0	98.9	96.0
中国财险	98.9	102.1	103.1	102.2	96.7

资料来源：公司公告

注：太保财险、平安财险 1H2010E 数据为海通预测，中国财险数据为中报数据

(3) 上半年资本市场低迷影响投资收益，下半年投资收益很可能超预期，驱动盈利继续提升

从中国财险上半年投资情况来看，虽然净投资收益（即利息股息和租金收入）17.96 亿，相对去年同期 13.68 亿增长 31.3%，较为不错（由于利息股息和租金收入较为平稳，我们预计下半年净投资收益比较稳定）；但是上半年由于资本市场比较低迷（上证指数大跌 26.8%），已实现及未实现投资净收益仅 0.28 亿，相对去年同期 4.54 亿大幅下降 93.8%，其中交易性金融资产公允价值亏损 2.85 亿，而去年公允价值盈利 2.52 亿。我们认为下半年股市会显著好于上半年，二季度末以来上证指数上涨 11.2%，因此下半年交易性金融资产公允价值上升可能性很大，而净投资收益下半年会相对稳定，因此下半年投资收益很可能好于上半年，投资业务将驱动盈利继续提升。

(4) 财险业面临风险。近期财险业面临风险主要是费率浮动方案试点，包括 2009 年 10 月 21 日《北京地区机动车商业保险费率浮动方案公开征求意见》和深圳地区正在酝酿的车险费率浮动方案试点。其中北京地区浮动方案主要内容是：一是在保持现行商业车险条款费率不变的基础上，将商业车险《费率调整系数表》中的 14 项系数简化为 4 项，取消易被

保险公司利用进行不正当价格竞争的系数。二是加大“无赔款优待及上年赔款记录”系数的浮动区间，使安全行车的车主能够享受保费优惠。如车辆五年不出险，保费最低下浮 60%，一年出险 8 次及以上，保费最高上浮至 3 倍。三是通过北京车险信息平台对各保险公司商业车险承保环节进行系统管控，确保各公司能够按照车辆实际发生赔款次数合理计算保费。四是规范各公司现行的车型代码和新车购置价，解决保险公司利用新车购置价搞恶性竞争，损害被保险人利益的问题。我们认为费率浮动试点目前仅在北京和深圳，区域范围很小，从今年以来北京试点情况来看，试点对财险业影响较小。由于财险业经历了连续 5 年亏损，市场竞争秩序已经持续好转、监管更加严格，再次出现恶性价格竞争的可能性很小。

二、上市保险公司财险业务占比分析：太保净利润占比最高，最为受益，其次平安

A 股上市三家保险公司中，中国人寿主要是寿险业务，财险业务占比非常小；中国平安主要是金融控股集团，寿险业务占比最大，其次是银行业务（收购深发展后银行业务贡献料大幅增加），财险业务净利润占上市公司净利润相对较小；中国太保是寿险和产险业务发展最为均衡的公司，财险业务占比最大。

从产险业务净利润规模来看，2009 年太保财险净利润 14.22 亿，低于中国财险 17.83 亿，但大幅高于中国平安的 6.75 亿，尽管从市场份额来看 2009 年平安财险保费收入超过太保财险成为市场份额第二。可见，太保财险盈利能力最强。

随着财险行业经营环境大幅改善、承保利润扭亏为盈以及下半年投资业务很可能好于上半年，我们认为财险业务估值提升空间较大，而中国太保财险业务占比最大，估值空间提升最大。

表 2 太保财险和平安财险净利润占集团净利润比例

净利润（百万元）	2008	2009	1H2010E
中国太保	2569	7356	
中国平安	-1486	19919	
净利润（百万元）	2008	2009	1H2010E
太保财险	537	1422	1500
平安财险	500	675	
中国财险	109	1783	2645
财险业务占上市公司比例（%）			
太保财险	20.9	19.3	
平安财险	-	3.4	

资料来源：公司公告

注：太保财险 1H2010E 数据为海通预测，中国财险数据为中报数据

三、三家财险公司经营水平比较：中国太保优势明显，中国财险相对最差

对于财险业经营水平，我们使用综合成本率、盈利能力（ROE）、保费增速和偿付能力充足率指标来衡量，其中最为关键的是综合成本率和 ROE，偿付能力充足率限制未来增速。

从综合成本率来看（见表 1），过去 3 年以来中国太保综合成本率最低，显示承保盈利能力最强。中国平安由于 2006-2008 年业务高速增长，综合成本率较高，高于中国财险，但自 2009 年开始综合成本率低于中国财险，承保盈利能力显著上升。

从盈利能力（ROE）来看（见下表），太保财险 2008-2009 年平均 ROE 在三家财险公司中最高，其次平安财险。

表 3 2008-2009 年中国财险、太保财险和平安财险 ROE 对比

净资产	2008	2009
中国太保	8431	12384
中国平安	6657	9260
中国财险	19744	21763
净利润	2008	2009
太保财险	537	1422
平安财险	500	675
中国财险	109	1783
ROE		
太保财险	6.4%	11.5%
平安财险	7.5%	7.3%
中国财险	0.6%	8.2%

资料来源：公司公告

注：由于 2007 年没有新准则的净资产数据，我们使用当期净资产作为分母计算 ROE

从保费增速来看，中国平安为了赶超中国太保成为财险市场份额第二，在 2007-1H2010 保费保持非常强劲增长，但我们同时也注意到 2009 年平安财险偿付能力充足率下降到 150% 以下，未来业务增长需要资本金支持。太保财险亦保持了非常快速增长，虽然增速略慢于平安财险，但太保始终以盈利优先。在 2007-2008 年财险行业经营环境较差时候，放慢保费增速维持了较好的综合成本率，而在 2009 年财险行业经营环境明显好转后，太保财险保费保持强劲增长，大幅快于行业水平，但低于平安财险。中国财险一直受累于偿付能力充足率过低，业务发展较慢。

表 4 2007-1H2010 年中国财险、太保财险和平安财险保费增长率

保费增速	2007	2008	2009	1H2010
太保财险	6.2%	14.2%	40.3%	45.20%
平安财险	27.2%	24.7%	43.9%	61.10%
中国财险	24.3%	14.7%	17.5%	21.70%

资料来源：保监会

从资本充足率来看，中国太保优势非常明显，中国财险一直受充足率困扰，平安财险仍需继续融资。目前中国太保资本充足率是三家公司中最高，且 H 股上市后中国太保集团资本金相当充足，未来一旦太保财险充足率下降到 150% 以下，集团即可通过注资方式支撑财险业务，实际充足率会远远高于去年的 173%。

截至 2010 年 6 月 30 日，中国财险偿付能力充足率仅 117%，虽然今年 6 月发行了 60 亿次级定期债。可以预见，在中国财险未解决偿付能力充足率问题之前，未来保费增速仍将受到制约，市场份额将继续下滑。对于市场传闻中国财险 A 股上市，目前公司没有计划，资本金问题目前仍是困扰中国财险的首要问题。

对于平安财险，由于偿付能力充足率依然低于 150%，考虑到公司业务增速非常迅速，未来融资压力较大。

表 5 2008-2009 年中国财险、太保财险和平安财险偿付能力充足率

偿付能力充足率	2008	2009
太保财险	186.0%	173.0%
平安财险	153.3%	143.6%
中国财险	145.0%	111.0%

资料来源：公司公告

综上所述，从承保盈利水平、ROE、保费增速和偿付能力充足率来看，我们认为太保财险优势非常明显，综合成本率继续保持行业领先，经营水平显著好于中国财险，且成长能力非常好；平安财险盈利能力次之，但成长能力最好。

四、财险业务估值提升空间：太保财险估值提升空间最大

考虑到财险行业经营环境显著改善、承保扭亏为盈、财险业务盈利进入上升期，我们倾向于使用 PE 方法来对财险业务进行估值，而不是按 PB 方法。

参照中国财险估值，目前市场给予财险业务估值明显偏低。中国财险昨日收盘价 9.03 港元（合计人民币 7.89 元，市值 879 亿元），上半年 EPS0.237 元，中期每股净资产 2.00 元（净资产 223 亿），我们预测 2010 年全年 EPS 和 BVPS 分别为 0.50 元和 2.10 元，对应 2010 年 PE 和 PB 分别为 15.8 倍和 3.8 倍。而目前市场对于 A 股上市保险公司的财险业务估值较低（主要按照内含价值方法估值），通常按 1-1.5 倍 PB 估值。考虑到太保财险和平安财险盈利能力和成长性均显著好于中国财险，理应享受高于中国财险的估值，因此我们认为 A 股上市保险公司的财险业务估值明显偏低。

我们对财险业务进行重估，太保估值上升空间相对于股价最大，平安次之。参照中国财险估值水平，考虑到太保财险和平安财险盈利能力和成长性均显著好于中国财险，我们给予财险业务 15-18 倍 PE 水平。

我们预测太保财险和平安财险 2010 年上半年净利润分别为 15 亿元和 11 亿，预测 2010 年全年分别为 33 亿元和 24 亿元。按 15-18 倍 PE，太保财险业务估值为 500 亿-600 亿（对应每股 5.76 元-7.67 元），对应 2010 年 PB 为 3.67-4.40 倍（预测 2010 年末净资产为 136 亿元，2009 年为 123.8 亿元），相对于 1.5 倍 PB，每股估值提升 3.44 元-4.60 元，相当于昨收盘价的 14%-19%。

按 15-18 倍 PE，平安财险业务估值为 360 亿-432 亿元（对应每股 4.71 元-5.65 元），对应 2010 年 PB 为 3.53-4.24 倍（预测 2010 年末净资产为 102 亿元，2009 年为 92.6 亿元），相当于昨收盘价的 7.6%-9.1%。可见，财险业务重估对于中国太保估值空间更大。

五、结论：关注财险行业承保利润大幅超预期带来财险业务估值提升机会，首推太保、其次平安

中国财险（2328.hk）受承保业务盈利大幅超预期影响昨日大涨 10.53%，我们预测对应 2010 年的 PB 和 PE 分别为 3.8 倍和 15.8 倍。由于财险行业今年形势大好、承保业务盈利大幅超预期，因此我们提醒关注财险业务估值大幅提升带来机会。

首选中国太保，理由是太保财险业务经营最优且盈利能力最强、财险业务利润占比最大（20%）、估值提升空间最大，财险业务按保守 15 倍 PE 估值 500 亿，每股估值至少提升 3.4 元，上调目标价至 29.6 元，维持买入。

其次中国平安，理由是财险业务对中国平安估值提升空间次之、平安中报很可能超预期、收购深发展银行业务贡献显著加大，财险业务按保守 15 倍 PE 估值 360 亿，每股估值至少提升 4.7 元，维持买入，目标价维持 65.25 元。

近期重点行业报告：

2010 年保险行业投资策略：保险最大机会在下半年，一季度关注主题性机会首推太保、其次国寿	2009.12.18
保险行业月度观点：建议配置保险股，首选太保	2010.1.15
2010 年 1 月行业保险收入点评	2010.3.4
中国太保 2 月保费点评及新保费口径对寿险行业影响探讨	2010.3.26
中国太保 3 月保费点评及行业最新观点	2010.4.14
保险行业 2009 年业绩回顾系列报告之一：揭开“折现率”的面纱、平安高利率保单缺口还有多大	2010.4.21
2010 年 4 月行业保费收入点评及行业最新观点	2010.5.18
2010 年中期保险投资策略：投资机会仍需等待，但下跌空间不大	2010.6.7
传统险预定利率放开对寿险业影响深远	2010.7.11
《保险资金运用管理暂行办法》点评 100806	2010.8.6

信息披露

分析师负责的股票研究范围

潘洪文：保险行业

重点研究上市公司：中国平安、中国人寿、中国太保。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。