

动态报告/行业快评

保险行业系列报告（相对估值篇）

2010年10月12日

AIA 超募，讲述“中国故事”

分析师：邵子钦

0755-82130468

shaozq@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040001

分析师：童成墩

0755-82130513

tongcd@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040010

事项：

据香港媒体报道，AIG 将以每股 18.38-19.68 港元的价格出售其 58.6 亿股 AIA 股份，筹资约 149 亿美元。目前已录得逾 5 倍超额认购。另外，由于市场需求反应热烈，AIA 可能行使增发权，增发 20% 股份。具体日程如下：招股日：10 月 18 日-10 月 21 日、定价日：10 月 21 日、上市日：10 月 29 日。

评论：

■ AIA 发行价隐含静态 P/EV1.4 倍，新业务倍数 13.9 倍，香港市场给予公司“中国故事”溢价。

按定价上限 19.68 港元计算，截至 2010 年 5 月 31 日（公司半年会计截止日期）的静态 PB 为 1.8 倍、PE 为 14.4 倍、P/EV 为 1.4 倍、隐含新业务倍数为 13.9 倍，说明香港市场给予公司未来成长性溢价。

① 公司目前中国大陆业务占比低于 10%。目前公司业务主要来自香港、泰国、新加坡、韩国。从 2009 年 6 月 1 日至 2010 年 5 月 31 日一个完整年度数据来看，AIA 中国大陆标准保费占比 10%，新业务价值占比 8.3%。中国大陆新业务利润率 30%，略低于公司整体利润率（35%）。中国大陆代理人约为 2.3 万人，占公司代理人总数的 7.4%。

② 未来成长性主要来自“中国故事”。从 2008-2009 数据来看，公司中国大陆总保费增速分别为 15.9% 和 9%，远高于公司总保费增速，分别为 7.4% 和 -4.7%。其中，公司中国大陆新业务保费增速 2008 和 2009 分别为 -10.1% 和 2.2%，2008 年低于公司新业务保费增速（-4.4%），2009 年明显高于公司新业务保费增速（-21.6%）。与中国大陆相比，香港、新加坡、韩国寿险市场相对饱和，增长乏力。

■ 与 AIA 相比，中资保险公司成长确定，估值更具安全边际。

AIA13.9 倍的新业务倍数，对应的是 2009 年新业务保费增速 -21.6%（公司未披露对应期间的一年新业务价值增速），尽管 2010 年上半年一年新业务价值同比增长 30.7%，但与历史数据相差悬殊，可持续性有待观察。而同期中资 A 股保险股隐含的 17.9-20.4 倍新业务倍数，对应 2010 年上半年一年新业务价值增速为 11%-44%。比较而言，中资保险公司业绩增长更为确定，从相对估值角度看，也更具安全边际。

■ AIA 超募有望成为保险股上涨的催化剂。

在此轮“通胀恐慌”行情下，保险股表现抢眼。除了价值低估的基本面因素之外，AIA 超募有望再次将投资者眼光集中中国保险增长潜力上来，成为股价催化剂。继续维持行业“推荐”评级，维持中国平安“推荐”评级、中国太保和中国人寿“谨慎推荐”评级。

表 1: AIA 主要财务数据

单位:百万	美元	港币	人民币
每股价格	2.54	19.68	16.92
上市前股本	12,044	12,044	12,044
AIG 转让股份	5,860	5,860	5,860
融资额	14,861	115,321	99,167
隐含公司市值	30,544	237,018	203,817
净资产 (201005)	16,547	128,405	110,418
净利润 (200911-1005)	1,057	8,202	7,053
EV (201005)	21,978	170,549	146,659
NBEV (200905-1005)	617	4,788	4,117

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 2: 主要上市保险公司静态估值比较

单位: 百万人民币	中国人寿	中国平安	中国太保	AIA
净资产 (2010 中报)	191,739	105,111	74,210	110,418
净利润 (2010 中报)	18,034	9611	4,019	7,053
EV (2010 中报)	278,440	184,338	104,724	146,659
NBEV (2010 中报)	18,850	14,588	5,403	4,117
股价(人民币元)	23.45	58.2	24.86	16.92
股本	28,265	7,644	8,600	12,044
市值	662,814	444,881	213,796	203,817
静态 P/B (倍)	3.5	4.2	2.9	1.8
静态 PE (倍)	18.4	23.1	26.6	14.4
静态 P/EV (倍)	2.4	2.4	2.0	1.4
静态 NBM (倍)	20.4	17.9	20.2	13.9

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 3: 2010 年上半年新业务价值增速比较

	2009H	2010H	同比增长
截至 5 月 31 日止六個月			
AIA (百万美元)	261	341	30.7%
截至 6 月 30 日止六個月			
中国人寿 (百万人民币)	10,411	11,548	10.9%
中国平安 (百万人民币)	6339	9122	43.9%
中国太保 (百万人民币)	2,741	3,238	18.1%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 4: AIA Group 2009 年 6 月 1 日至 2010 年 5 月 31 日期间的新业务价值

单位: 百万美元	新业务价值 (NBEV)		标准保费 (APE)		新业务利润率 (NBEV/APE)
	金额	占比	金额	占比	
AIA 香港	210	29.6%	423	21.2%	48%
AIA 泰国	135	19.0%	397	19.9%	34%
AIA 新加坡	100	14.1%	184	9.2%	54%
AIA 韩国	34	4.8%	340	17.1%	24%
AIA 中国	59	8.3%	200	10.0%	30%
AIA 马来西亚	82	11.6%	114	5.7%	29%
其他市场	89	12.6%	334	16.8%	27%
未计集团办事处开支的总额 (按地方法定基准计算)	709	100.0%	1,992	100.0%	35%
为符合香港准备金及资本要求所作调整	-49				
未计集团办事处开支的总额 (按香港准备金及资本要求)	660		1,992		33%
集团办事处开支的除税后价值	-43				
合计	617		1,992		31%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 5: AIA 分区域新业务保费

单位: 百万美元	新业务保费			增长率		占比
	2007	2008	2009	2008	2009	2009
香港	571	461	374	-19.3%	-18.9%	20.3%
泰国	311	342	349	10.0%	2.0%	19.0%
新加坡	235	234	151	-0.4%	-35.5%	8.2%
马来西亚	89	100	96	12.4%	-4.0%	5.2%
中国	199	179	183	-10.1%	2.2%	9.9%
韩国	757	709	330	-6.3%	-53.5%	17.9%
其他市场	294	322	358	9.5%	11.2%	19.4%
总计	2,456	2,347	1,841	-4.4%	-21.6%	100.0%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 6: AIA 分区域总保费

单位: 百万美元	总保费			增长率		占比
	2007	2008	2009	2008	2009	2009
香港	2,845	2,916	2,861	2.5%	-1.9%	24.6%
泰国	2,164	2,351	2,373	8.6%	0.9%	20.4%
新加坡	1,514	1,641	1,524	8.4%	-7.1%	13.1%
马来西亚	667	727	707	9.0%	-2.8%	6.1%

中国	806	934	1,018	15.9%	9.0%	8.8%
韩国	2,178	2,268	1,759	4.1%	-22.4%	15.1%
其他市场	1,184	1,366	1,390	15.4%	1.8%	11.9%
总计	11,358	12,203	11,632	7.4%	-4.7%	100.0%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

表 7：A 股保险股新业务价值增速

	2009 年			2010E			2011E		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
调整后净资产	16.1%	19.7%	39.5%	2.9%	27.4%	7.3%	19.9%	16.4%	11.4%
有效业务价值	22.5%	38.3%	43.6%	20.8%	26.3%	27.7%	19.9%	25.8%	25.7%
一年新业务价值	27.2%	38.2%	36.9%	11.9%	35.4%	20.3%	13.9%	23.8%	16.5%
内含价值	18.8%	26.4%	40.6%	10.8%	27.0%	12.7%	19.9%	20.1%	15.7%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

表 8：三大保险股估值

单位：百万/元	2009			2010E			2011E		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
P/EV（倍）	2.3	3.5	3.0	2.1	2.7	2.4	1.7	2.1	1.9
股价隐含新业务乘数（倍）	21.3	21.4	19.9	17.5	13.5	16.0	12.6	8.7	11.2
贴现率假设				10.0%	11.0%	11.0%			
长期投资回报率假设				5.0%	5.0%	4.7%			
未来 5 年 NBEV CAGR				15.0%	18.0%	15.0%			
5 年后永续增长率				3.0%	3.0%	3.0%			
新业务乘数（倍）				24	24	21			
每股寿险调整后净资产	5.7	5.5	2.8	5.8	6.7	4.1	7.0	8.5	4.9
每股寿险有效业务价值	4.1	6.7	2.5	5.0	8.1	3.2	6.0	10.2	4.0
每股寿险一年新业务价值	0.60	1.51	0.54	0.68	1.96	0.64	0.78	2.43	0.74
每股寿险内含价值	9.8	12.1	5.3	10.8	14.8	7.3	12.9	18.7	8.9
每股寿险评估价值	24.3	47.6	16.6	27.2	61.0	20.6	31.6	75.8	24.4
每股非寿险业务价值	0.0	10.1	7.5	0.0	13.1	5.9	0.0	14.6	6.2
每股价值	24.3	57.7	24.1	27.2	74.1	26.5	31.6	90.4	30.6
每股价值/股价	3.6%	-0.9%	-3.1%	16.0%	27.3%	6.6%	34.9%	55.3%	23.2%
投资评级	谨慎推荐	推荐	谨慎推荐	谨慎推荐	推荐	谨慎推荐	谨慎推荐	推荐	谨慎推荐

注：非寿险业务中，产险、银行、证券按 1.5 倍 PB 估值，集团及其他按 1 倍 PB 估值。

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。