

保险业（010911）

行业评级



前次评级

买入

AIA 香港上市之前世今生

曹恒乾 研究员
电话：020-87555888-419
eMail: chq@gf.com.cn

缴文超 研究助理
电话：020-87555888-407
eMail: jwc2@gf.com.cn

事件

据悉，AIA 将以每股 18.38-19.68 港元的价格发行（转让）58.57 亿旧股，占总股本的 48.6%，预计募集资金在 1077 亿-1153 亿港元。如果全部行使 20%增发权和 15%超额配售权，发行股数最高将达 80.82 亿股（旧股），最终募集资金将达 1600 亿港元。另外 AIA 挂牌后一年内，AIG 将持有其至少 30%的股权。从全球路演情况看，国际配售部分获得的超额认购已经超过 5 倍，从认购情况看，AIA 很可能行使 20%的增发权。

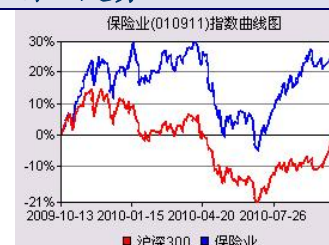
AIA 在亚太地区发展情况

受次债危机影响，AIG 接受美联储的援助，对等的方案即是将亚太 15 个国家和地区的寿险业务打包出售或者上市。这 15 个国家业务组成 AIA 集团。从发展情况看，AIA 在香港、台湾、韩国、新加坡和澳大利亚等市场经济发达地区的业务增速已经很缓慢，而在中国、印度等人口多但经济高速发展的国家增长迅速，而且这些地区拥有巨大的潜力和空间。次债危机虽然对 AIG 的流动性产生影响，但是 AIA 的保险业务依然稳定，偿付能力依然稳健。

AIA 上市定价分析

以发行区间 18.38-19.68 港元计算，相对于 2010 年底盈利和资产情况，AIA 发行价格的市盈率在 13-14 倍，市净率在 1.6-1.8 之间。相对于现有港股保险股的估值明显具备优势，而且更具投资价值。未来中国和印度市场的巨大潜力，进一步增加了投资者对 AIA 的投资信心。

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-3.40%	21.34%	22.80%
沪深 300	7.10%	20.43%	-0.81%

目录索引

一、AIA香港IPO的背景介绍.....	3
（一）次债危机促成AIA集团诞生.....	3
（二）出售失败促使AIA香港上市.....	3
（三）AIA集团业务分布及组织架构.....	3
二、AIA集团业务经营情况.....	4
（一）亚太寿险市场简介.....	4
（二）AIA在亚太地区的经营情况.....	4
三、AIA上市定价分析... ..	8

图表索引

图1: AIA集团组织架构.....	4
表1: 2009年AIA亚太地区市场份额分布.....	5
表2: 亚太主要国家保费发展情况.....	5
表3: AIA新业务价值情况.....	6
表4: AIA年化保费情况.....	6
表5: AIA新业务价值边际情况.....	7
表6: AIA偿付能力情况.....	7
表7: AIA主要产品保费收入情况.....	7
表8: AIA各地区营销员队伍规模.....	8
表9: AIA各渠道销售收入占比情况.....	8
表10: AIA近年来盈利和净资产情况.....	8
表11: 部分香港上市寿险公司估值情况.....	9

一、AIA香港IPO的背景介绍

（一）次债危机促成AIA集团诞生

AIA集团（此次在香港上市的业务，以下简称AIA）是AIG旗下在亚太地区专门从事保险经营业务的公司。在2008年次债危机发生前，AIA在亚太地区的股权结构比较复杂，AIA在不同国家的分支机构分别由AIG集团及其下属的子公司掌握。

2008年下半年次债危机使得AIG面临流动性问题，为了防止AIG破产及危机的蔓延，2008年9月，纽约联邦储备银行（FRBNY）和美国财政部对AIG出手相助，美联储授权纽约储备银行借贷850亿美元给AIG，作为回报纽约联邦储备银行获得AIG大约79.9%的股权。

虽然次债危机对AIG集团造成直接打击，但是AIG旗下亚太地区的保险业务并没有受到太大影响，亚太保险业务的流动性并未出现问题，偿付能力也一直维持在监管线之上。2009年8月AIA Aurora公司成立，将AIG在亚太区业务进行整合，成立AIA集团（此次上市的公司），AIA Aurora拥有AIA集团100%的股份。而母公司AIA Aurora的股东则为AIG集团和纽约联邦储备银行。根据AIG与纽约联邦储备银行达成的协议，AIA集团成立后将遵循独立运营原则，相机出售或者上市。

（二）出售失败促使AIA香港上市

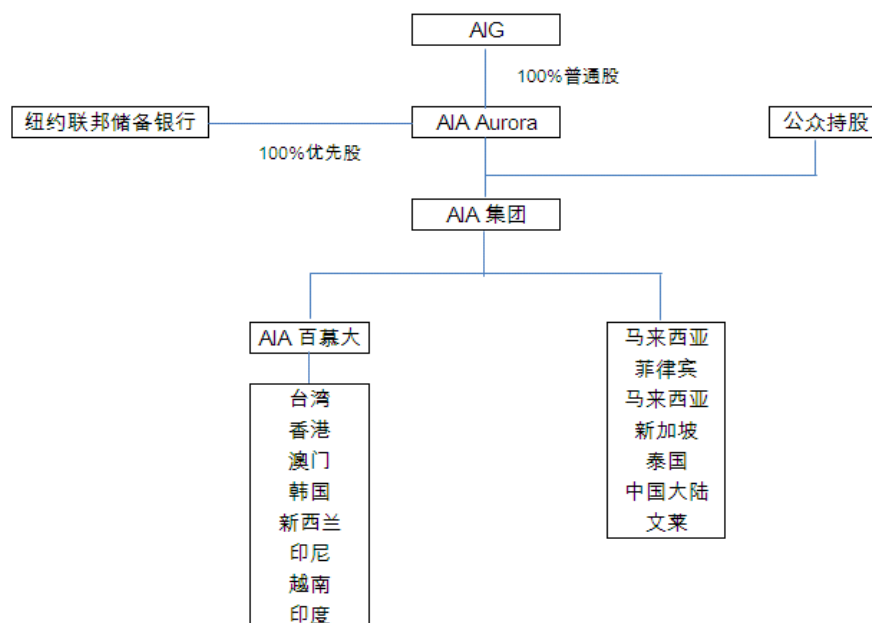
2010年6月，英国保诚保险集团收购AIA失败后，AIA上市计划重新提上日程。但是AIA此次上市计划与一般的IPO不同，此次上市不涉及新股发行，只是将AIA的部分旧股份拿出转让，之后在香港上市交易。

据悉，AIA此次将以每股18.38-19.68港元的价格发行（转让）58.57亿旧股，占总股本的48.6%，预计募集资金在1077亿-1153亿港元。如果全部行使20%增发权和15%超额配售权，发行股数最高将达80.82亿股（旧股），最终募集资金将达1600亿港元。另外AIA挂牌后一年内，AIG将持有其至少30%的股权。从全球路演情况看，国际配售部分获得的超额认购已经超过5倍，从认购情况看，AIA很可能行使20%的增发权。

（三）AIA集团业务分布及组织架构

此次在香港上市的AIA集团主要包括AIA在亚太15个国家和地区的子公司及分支机构，包括香港、韩国、泰国、新加坡、中国大陆、马来西亚、菲律宾、澳大利亚、印尼、越南、台湾、新西兰、印度、澳门和文莱。上市之后AIA在股权和分支机构上的分布如下图。

图1: AIA集团组织架构



数据来源: AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

二、AIA集团业务经营情况

(一) 亚太寿险市场简介

亚太地区是世界寿险市场最大的地区之一，2009年寿险保费收入3580亿美元，占全球寿险保费市场的15.4%，从2004年到2009年亚太市场维持了13.5%的保费增速。

但是亚太市场的发展体现出不均衡的状态。以台湾、香港、韩国、新加坡和澳大利亚为代表的国家和地区，保险密度（人均保费）都在1000美元以上，保险市场已经接近饱和，保费增速放缓。以中国、印度为代表的国家，保险覆盖率很低，但是由于这些国家人口众多，社保体系的不健全，这些地区保费增长呈现出强劲的实力。但是另一方面，这些地区市场化开放比较晚，因此本土公司牢牢控制了该地区的市场份额，外资公司所占的市场份额很小，但是潜力不容忽视。

亚太地区保费强劲增长主要来自于该地区经济强劲的增长速度，占有世界46%的人口，该地区人口老龄化程度加剧，以及尚未健全的社会保障制度及社会体制的变革。

中国大陆市场是亚太地区规模最大、发展最快的市场，2006-2009年中国寿险市场维持了26.1%的复合增长，2009年规模保费达到1200亿美元，占同期亚太保费收入总和的1/3。截至2010年上半年，中国寿险市场保费同比达到34%的增长。但是中国保险市场呈现出寡头垄断的特征，前7名保险公司占据市场85%的份额，外资公司市场份额仅占5%。

(二) AIA在亚太地区的经营情况

1. 市场份额情况

AIA在亚太地区经营最早可以追溯到1919年，AIA最早发源于中国上海，此后才一步步发展成为世界金融保险集团。AIA目前在亚太15个国家和地区拥有业务。2009会计年度保费收入为116.3亿美元，其中84.1%来自于续期保费，2010年上半年为60.2亿美元，其中85.4%来自于续期保费。年化后新业务保费收入分别为18.78亿美元和8.87亿美元。新业务价值分别为5.45亿和3.03亿美元。截至2010年5月31日，总资产规模达到957.38亿美元，归属于集团的权益和内含价值分别为165.47亿和219.78亿美元。截至2010年5月31日，代理人规模超过30.9万。

表1是2009年AIA在15个国家和地区市场份额情况。

表 1: 2009 年 AIA 亚太地区市场份额分布

主要地区市场	市场地位	市场份额	其他地区市场	市场地位	市场份额
香港	1	15.9%	菲律宾	1	25.3%
新加坡	1	24.9%	澳大利亚	6	8.5%
泰国	1	35.6%	印尼	3	9.4%
韩国	12	3.1%	台湾	25	0.3%
韩国（外资）	4	14.5%	越南	4	6.7%
中国大陆	8	1.0%	新西兰	7	5.2%
中国大陆（外资）	1	18.9%	澳门	1	42.1%
马来西亚	3	12.6%	文莱	1	70.0%
			印度	9	1.2%

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

从上述数据看，AIA在市场经济条件较好，开放较早地区的市场地位都比较靠前。实际上AIA之前在台湾的市场地位也很高，因为在此之前AIG控股台湾南山人寿97.57%股权，次债危机后，2009年AIG将该股权全部出售变现以增加流动性，2009年南山人寿在台湾的市场地位为第3，出售之后造成AIA在台湾的市场份额下滑。从分布情况看，香港、台湾、韩国、新加坡和澳大利亚保险发展空间已经有限，而AIA上市后潜力则主要来自中国和印度等人口多但保险深度和保险密度相对较低的地区。从市场反应的数据看，超额认购倍数为5倍也在很大程度上反映了“中国溢价”的因素。目前AIA在中国大陆业务只集中在广东、江苏、北京和上海四个省份，但是在中国大陆的市场份额已经排名到第8位，如果AIA将业务拓展到其它省份，无疑对AIA业务的提升具有更大的贡献程度。在印度AIA业务主要通过合资公司的形式进行，目前合资公司的分支机构还很少，而印度拥有世界上第二大人口，随着印度经济的提升和社会制度的变革，印度无疑拥有巨大的保险市场潜力。

表 2: 亚太主要国家保费发展情况

国家地区	寿险保费 单位：亿美元	2004-2009 复合增长率	2009 年 GDP	保险深度	保险密度 单位：美元
香港	203	9.9%	2110	9.6%	2887
泰国	62	15.0%	2640	2.4%	92
新加坡	91	6.2%	1770	5.1%	1912
马来西亚	57	6.2%	1990	2.9%	207
中国大陆	1092	26.0%	47360	2.3%	81
韩国	574	3.4%	8820	6.5%	1181

菲律宾	16	15.5%	1610	1.0%	17
印尼	51	21.0%	5410	0.9%	22
越南	7	6.7%	920	0.7%	8
台湾	522	9.4%	3790	13.8%	2257
印度	571	26.7%	12550	4.6%	48
澳大利亚	325	4.8%	9430	3.4%	1525
新西兰	11	8.1%	1160	0.9%	249
亚太合计	3580	13.5%	99560	3.6%	113
日本	3991	0.40%	50990	7.8%	3138
北美	5360	0.20%	155970	3.4%	1573
欧洲	9277	5.90%	167690	5.5%	1911

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

2. 新业务价值情况

截至8月31日，前9个月的新业务价值，从2009年的3.75亿美元增加到2010年的4.63亿美元，增长23.5%，新业务价值边际利润率（新业务价值除以年化保费）从27%增加到33%。年化保费是对寿险原保费做的人为调整，即将趸交保费乘以10%加上当期的期交新单保费。

表 3：AIA 新业务价值情况

地区	截至 8 月 31 日前 9 个月		截至 8 月 31 日前 3 个月	
单位：百万美元	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
香港	138	139	48	45
泰国	85	115	33	48
新加坡	71	74	25	25
马来西亚	21	29	8	10
中国大陆	32	48	13	18
韩国	37	52	20	12
其他地区	54	69	20	23
合计	438	526	168	182
按香港偿付能力调整后新业务价值	375	463	144	160

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

表 4：AIA 年化保费情况

地区	截至 8 月 31 日前 9 个月		截至 8 月 31 日前 3 个月	
单位：百万美元	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
香港	261	265	131	100
泰国	257	288	101	107
新加坡	112	154	52	72
马来西亚	81	90	27	29
中国大陆	136	141	57	49
韩国	245	209	99	63
其他地区	233	243	85	83
合计	1325	1390	552	503

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

用新业务价值除以相应的年化保费就是新业务价值边际，表5列示了AIA新业务价值边际情况。从2009和2010两年综合情况来看，香港、新加坡、韩国等市场经济国家新业务价值边际增长缓慢甚至出现负增长情况，而中国大陆、马来西亚、泰国等新兴国家新业务价值边际增长较为明显。这主要来自这些地区投资收益和保费结构的改善。

表 5: AIA 新业务价值边际情况

地区	截至 8 月 31 日前 9 个月		截至 8 月 31 日前 3 个月	
单位: 百万美元	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
香港	48%	50%	35%	44%
泰国	33%	40%	32%	45%
新加坡	63%	48%	49%	35%
马来西亚	26%	32%	29%	36%
中国大陆	24%	34%	24%	36%
韩国	15%	25%	21%	19%
其他地区	23%	29%	24%	28%
合计	27%	33%	26%	32%

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

3. 偿付能力情况

虽然2008年次债危机严重损伤了AIG的流动性，但是对于AIA保险业务而言，AIA的偿付能力一直维持在监管水平之上，也就是说AIA的保险业务仍然处于良好状态，未受到AIG影响而损失偿付能力情况。偿付能力的主要作用在于维持公司经营的稳健性和安全性，同时偿付能力的多少决定了新业务的规模，如果偿付能力过低，监管机构就会以行政方式限制企业业务规模，甚至对企业进行托管。虽然次债危机后，投资收益率普遍下滑，但是AIA的偿付能力确是提高的，而且改善程度很大。

表 6: AIA 偿付能力情况（偿付能力比率）

	截至 11 月 30 日			截至 2010 年 5 月 31 日
	2007	2008	2009	
AIA	188%	209%	311%	312%
AIA 百慕大	389%	215%	301%	338%

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

4. 产品结构和销售渠道

AIA在亚太地区销售的产品主要包括传统寿险、投连万能险、短期意外险、健康险、年金和养老金、个人寿险和团体寿险。

表 7: AIA 主要产品保费收入情况

单位: 亿美元	2007	2008	2009
传统险	67.89	70.73	69.83
投连万能险	27.63	30	24.23
意外健康险	13.04	14.26	13.49
个人保险	108.56	114.99	107.55
团体保险	5.02	7.04	8.77
合计	113.58	122.03	116.32

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

从销售渠道看，AIA产品主要通过营销员、银行、直销、经纪人和理财经理销售。截至到2010年5月31日，AIA专属营销员队伍已经达到30.9万人。AIA营销员队伍的销售方式在很多国家和地区如中国大陆、台湾等都引起销售方式的巨大变革。1992年AIA首次将代理人销售引入中国大陆，之后大陆各家公司纷纷效仿。营销员销售方式大大提高了保单的服务水平和盈利能力。在韩国和台湾等一些经济发达国家和地区，保险直销网络已经建立，而在香港、新加坡和澳大利亚等地区，经纪人销售方式则成为主流。

表 8: AIA 各地区营销员队伍规模

国家或地区	营销员数量
香港	8195
泰国	81670
新加坡	3555
韩国	3940
中国大陆	23115
马来西亚	10200
其他地区	178610
合计	309285

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

从销售渠道看，营销员渠道产生的保费和价值都是最高的，从新业务价值角度看，营销员渠道创造的价值最大，其次是直销，银保最差。这主要与产品销售费用相关。

表 9: AIA 各渠道销售收入占比情况

	年化保费		新业务价值	
	2009	2010H	2009	2010H
营销员	72.5%	69.3%	77.2%	72.2%
银行保险	5.8%	8.0%	3.9%	5.1%
直销	9.9%	9.8%	8.4%	10.5%
其他	11.9%	12.9%	10.5%	12.2%
合计	100%	100%	100%	100%

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

三、AIA上市定价分析

从AIA公布的审计报表数据看，2007-2010年上半年盈利和净资产情况如下表。

表 10: AIA 近年来盈利和净资产情况

单位: 美元	2007	2008	2009	2010H	2010E (估计)
EPS	0.16	0.03	0.15	0.09	0.18
净资产	1.12	0.74	1.24	1.37	1.4

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

如果以发行区间18.38-19.68港元计算，总股本120.51亿计算，相对于2010年底EPS和净资产情况，AIA发行价格市盈率在13-14之间，市净率在1.6-1.8之间。

在对现有部分香港上市的寿险公司2010年EPS和净资产预测基础上，计算得到的近一个月来现有上市公司的市盈率和市净率情况如下：

表 11：部分香港上市寿险公司估值情况

	市盈率	市净率
中国人寿	20-23.5	3.4-3.9
中国平安	24-27.5	4.1-4.7
中国太保	23-26	2.6-2.9
AIA	13-14	1.6-1.8

数据来源：AIA招股说明书、广发证券发展研究中心

从现有港股保险公司股价来看，AIA发行的价格并不算高，留给二级市场溢价的空间很大。

此外AIA在中国销售区域仅仅两省两市为主，而且主要依靠营销员销售，但是市场份额仍然排名第8，如果未来AIA在中国开设更多的分支机构，则潜力不可忽视。因此中国市场的巨大潜力无疑使得AIA的发展前景更加乐观。从发行价和市场潜力看，5倍的超额认购的确反映的是中国溢价。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 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。



相关研究报告

保险行业月度报告 (2010-10) _行业跟踪分析报告	缴文超	2010-10-08
保险行业月度报告 (2010-9) _行业跟踪分析报告	缴文超	2010-09-01

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

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, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。