



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

行业动态
证券研究报告

2011 年 1 月 31 日

保险

研究部

周光

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080207070051

zhoug@cicc.com.cn

12 月保险公司投资收益情况综述

投资建议:

12 月 25 日晚, 上调金融机构人民币存贷款基准利率。本次加息除 1 年期之外, 其它期限存款利率上调幅度均高于贷款利率上调幅度, 表明央行此次加息的重点仍是调高实际利率为负的存款利率。12 月 CPI 回落至 4.6%, 但 2011 年短期通胀压力继续上升, 1 月份通胀创新高可能性大, 2011 年 1 月央行又一次上调准备金率, 市场对加息的预期以及流动性趋紧的因素继续推动债券收益率上行。

但同时由于对货币政策趋紧的担忧, A 股市场 12 月表现平淡, 综合看来保险公司的投资收益受到债市收益率继续上扬和股市震荡的影响较初次加息的 10 月增长速度减缓, 预计保险公司目前的净资产较三季度末仍将进一步提升。从 A-H 股折溢价水平来看, 目前保险股 A 股相对于其 H 股有 15~25% 的折价, A 股有较强的安全边际。

我们维持对寿险行业“推荐”的投资评级。

行业近况:

随着 10 月 20 日和 12 月 25 日央行的加息, 2010 年 12 月, 多家保险公司万能险结算利率上调: 中国平安万能险结算利率由 11 月的 3.87% 继续上调至 4.00%; 新华人寿万能险结算利率由 3.70% 上调至 3.90%; 太平人寿也上调万能险结算利率 10 个基点; 泰康人寿万能险结算利率由 4.00% 继续上调至 4.20%。

12 月, 银行间市场保险资金债券持有量净增加 279 亿元, 比 11 月净增加额 523 亿元增长有所回落。12 月保险持债量的增加主要集中于收益率上升幅度较大的国债和期限较短债, 其他品种债券的持有量也有不同程度增加。相较于 10 月受到加息影响的陡峭化上升的收益率曲线, 12 月的加息带来的债券收益率的推高比上次有所减缓, 曲线较为平坦, 但仍然由于 2011 年 1 月 CPI 通胀压力仍然较强, 推动收益率继续上行。1 年期国债收益率升幅达到 50 个基点左右, 1 年期政策性银行债收益率的上升幅度则达到了 31 个基点。

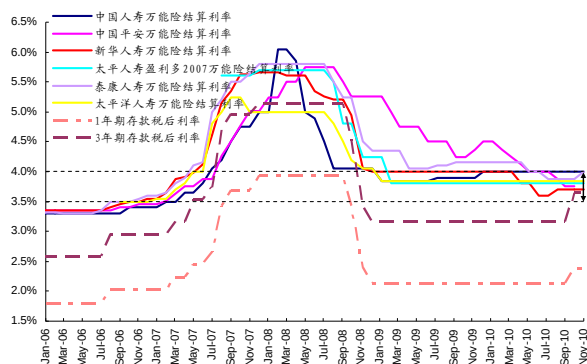
12 月 A 股市场表现平淡, 全月降幅 0.4%。

评论:

结算利率继续面临上调的压力。目前, 主要寿险公司万能险结算利率全部位于 3.6%-4.2% 的区间。由于作为投保人重要机会成本的五年期定期存款利率在两次加息中上调 95 个基点达到 4.55%, 保险公司保单资金成本必然面临较大的上调压力, 本月大部分保险公司已经上调万能险结算利率, 最高达到 4.2%, 但仍然低于五年期定期存款利率。债券收益率在加息初期快速上扬的势头也有所减缓, 使得保险公司盈利压力增大。

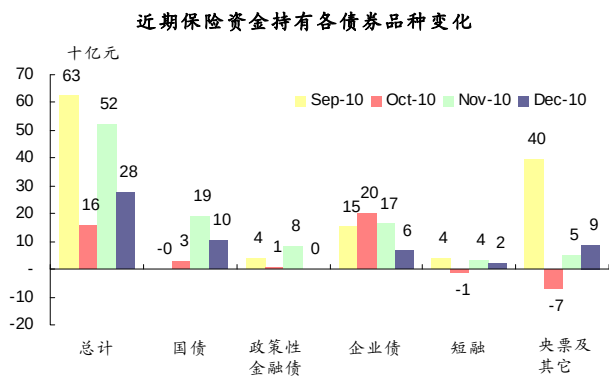
12 月债券收益率上升势头减慢但仍继续上扬, 通胀和加息预期仍是主导收益率上行的重要因素。12 月份 CPI 较 11 月有所回落, 由 5.1% 降至 4.6%, 但 2011 年 1 月通胀压力仍较大, 加上央行 2011 年再次宣布提高存款准备金率, 对资金流动性趋紧的担忧还将进一步推动短期内债券收益率。

图表 1：各主要寿险公司万能险结算利率



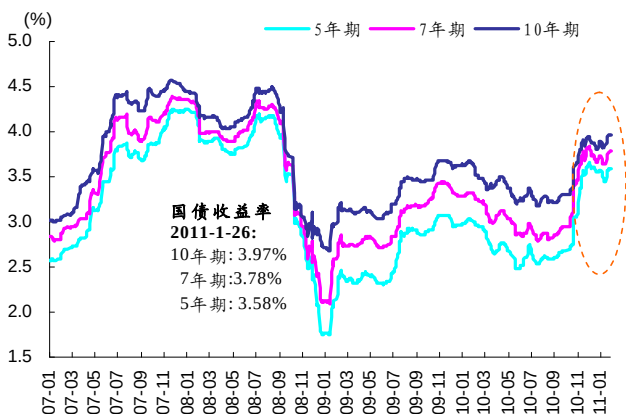
资料来源：公司数据，PBoC，中金公司研究部

图表 2：近期保险资金持有各债券品种变化



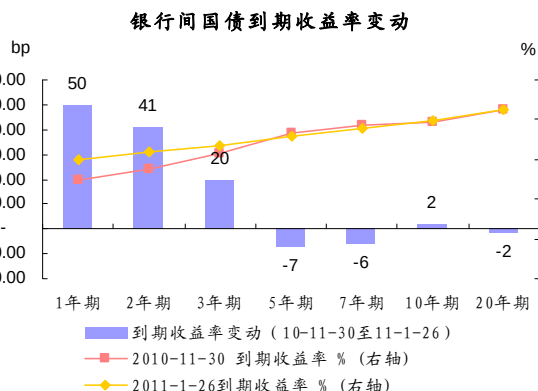
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 3：国债收益率



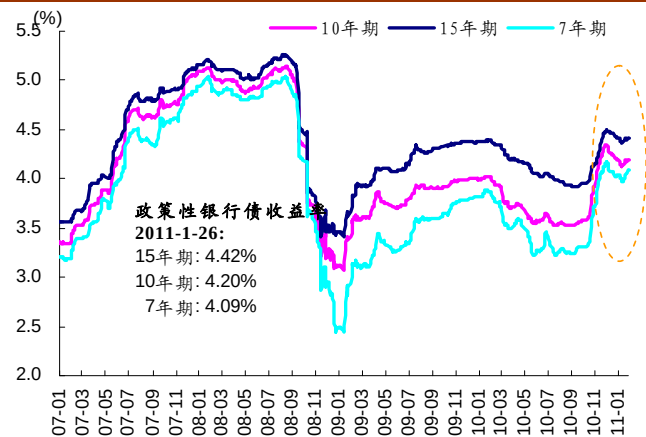
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 4：12 月以来国债收益率曲线变化



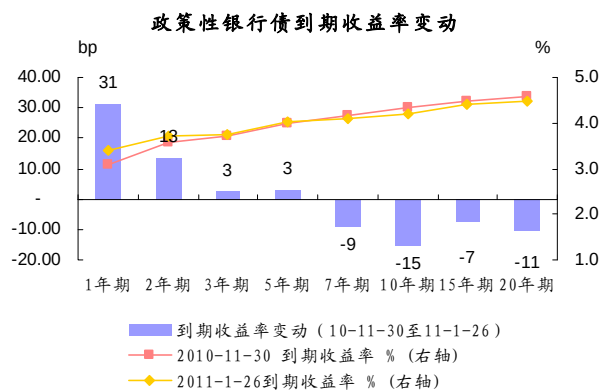
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 5：政策性银行债收益率



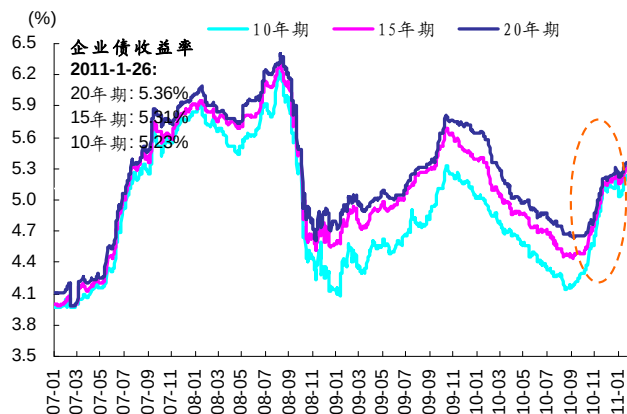
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 6：12 月以来政策性银行债收益率曲线变化



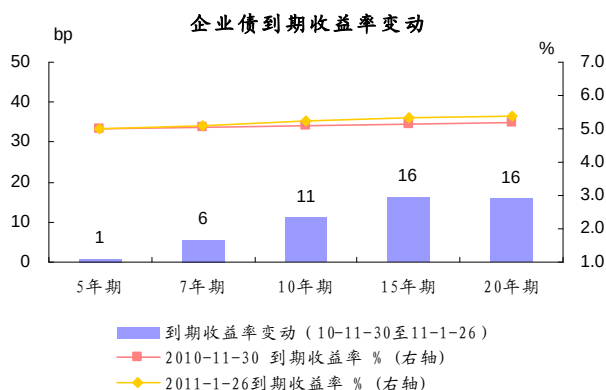
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 7：企业债收益率



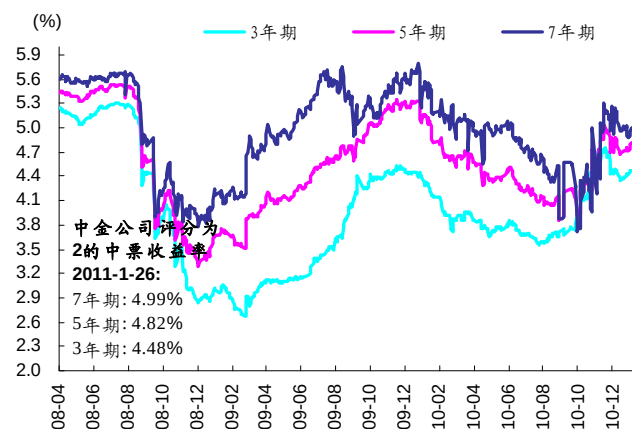
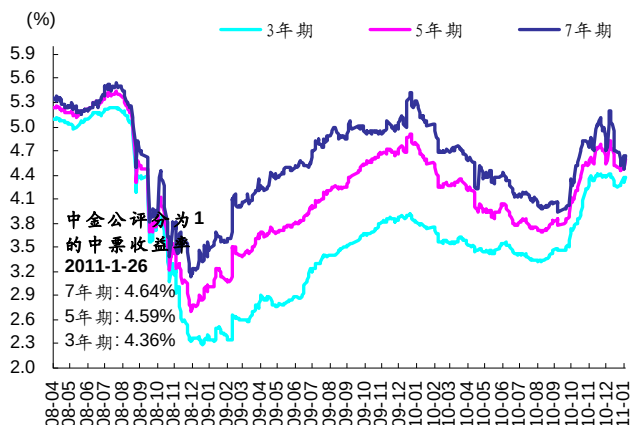
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 8：11 月以来企业债收益率曲线变化



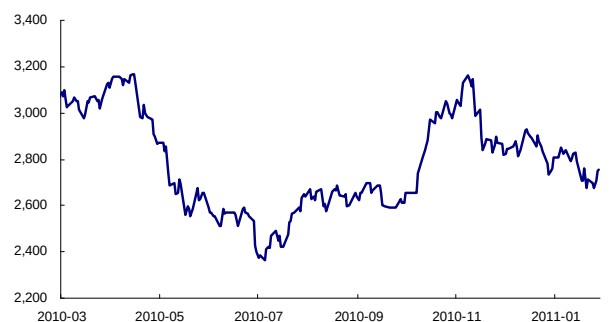
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 9：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

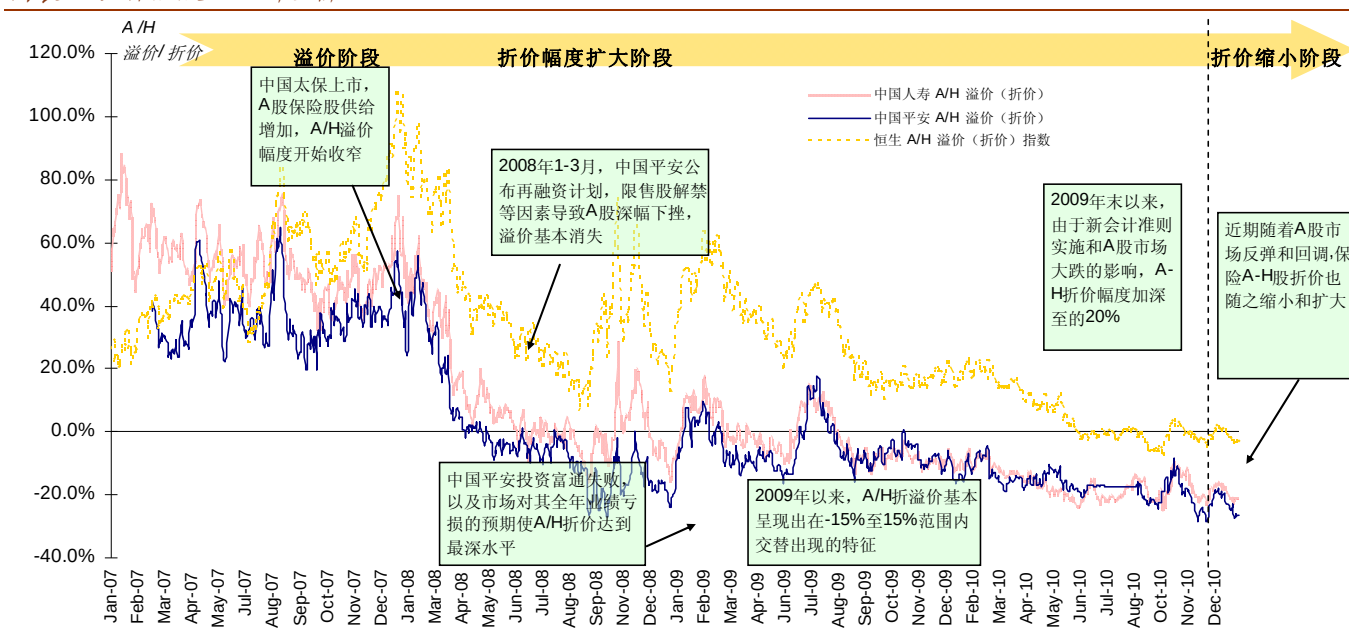
图表 10：上证指数月度表现



月份	2010-07	2010-08	2010-09	2010-10	2010-11	2010-12	2011-01
月度变化	10.0%	0.0%	0.6%	12.2%	-5.3%	-0.4%	-2.0%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 11: 保险股 A-H 折溢价



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 12: 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 (%)			
	2011-01-28			08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E
综合性保险公司															
AIG	75,134	USD	41.97	(1.1)	(0.5)	(4.4)	15.9	8.9	1.1	0.1	0.8	(183.0)	(10.5)	n.a.	n.a.
Berkshire Hathaway	205,018	USD	124,300	38.6	23.9	18.6	18.0	1.8	1.4	1.3	1.2	4.3	6.0	7.9	7.4
ING	44,033	EUR	8.39	(23.3)	(14.7)	8.8	6.2	0.6	0.7	0.8	0.7	(2.3)	1.3	9.9	11.9
Allianz	62,692	EUR	100.75	(18.6)	10.6	9.0	8.3	1.4	1.0	1.0	0.9	(6.0)	11.6	12.0	12.0
平均值				(1.1)	4.8	8.0	12.1	3.2	1.1	0.8	0.9	(1.3)	2.1	10.0	10.5
北美寿险公司															
Manulife Canada	31,670	CAD	17.76	55.5	21.7	78.6	10.7	1.1	1.1	1.2	1.2	1.9	6.3	2.0	11.5
MetLife	46,465	USD	47.16	11.3	(16.3)	10.9	9.2	1.8	1.1	1.0	1.0	11.7	7.3	9.8	11.2
Prudential Financial Inc	30,655	USD	63.16	(26.1)	8.2	10.4	10.0	2.0	1.1	1.0	0.9	(5.8)	11.6	10.3	10.3
Sun Life Financial Inc	18,191	CAD	31.58	22.6	33.2	12.1	11.1	1.1	1.2	1.1	1.2	5.0	3.7	9.8	10.8
平均值				15.8	11.7	28.0	10.3	1.5	1.1	1.1	1.0	3.2	7.2	8.0	11.0
欧洲寿险公司															
AVIVA	20,062	GBP	448.00	(12.2)	11.9	7.4	7.2	1.0	1.1	1.1	1.0	(7.6)	13.4	15.5	13.9
Prudential	28,176	GBP	697.00	(43.6)	25.8	13.4	11.3	3.4	2.8	2.4	2.1	(7.1)	16.0	17.5	17.4
AXA	49,140	EUR	15.47	35.2	10.2	9.9	7.8	0.9	0.8	0.8	0.7	2.2	8.7	8.0	9.6
CNP Assurances	13,267	EUR	16.31	3.3	2.4	8.9	8.1	0.2	0.2	0.9	0.9	1.4	11.5	10.0	10.7
AEGON	13,006	EUR	5.47	(5.9)	(34.2)	7.0	8.3	0.6	0.4	0.6	0.5	(7.5)	0.0	9.5	6.6
Generali	33,998	EUR	15.95	24.9	17.2	12.4	10.3	1.9	1.5	1.3	1.2	6.6	9.9	10.6	12.1
Fortis	7,776	EUR	2.17	(0.2)	4.5	8.4	11.3	n.a.	0.6	0.6	0.6	n.a.	14.4	7.7	5.7
LEGAL & GEN GRP	10,416	GBP	111.80	(6.3)	7.5	8.7	8.5	1.8	1.6	1.3	1.2	15.2	7.4	16.3	14.8
STANDARD LIFE	8,415	GBP	232.10	50.5	29.8	14.7	13.4	1.5	1.5	1.2	1.2	42.3	5.5	8.3	8.3
平均值				5.1	8.3	10.1	9.6	1.4	1.2	1.1	1.1	2.8	9.6	11.5	11.0
亚洲寿险公司															
大东方人寿 (新加坡)	5,822	SGD	15.76	27.2	14.5	15.5	14.6	2.5	2.0	1.9	1.8	8.7	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	13,165	AUD	6.43	(39.0)	18.4	23.4	20.2	3.3	3.0	2.8	2.7	(8.0)	16.5	12.2	13.7
AMP (AU)	11,202	AUD	5.40	17.4	14.6	14.6	13.4	5.2	4.3	3.8	3.6	29.3	33.1	27.8	27.2
台湾人寿	926	TWD	33.60	(4.2)	4.6	7.0	6.9	5.0	1.9	n.a.	n.a.	(59.1)	22.8	n.a.	n.a.
Dai-ichi Life	15,878	JPY	131,200	n.a.	24.8	24.8	25.4	n.a.	n.a.	n.a.	1.3	8.0	n.a.	n.a.	5.1
Samsung Life	18,754	KRW	104,500	2.9	18.5	n.a.	13.9	0.2	0.3	n.a.	1.5	7.9	1.3	n.a.	11.6
Korea Life	6,032	KRW	7,740	15.3	66.2	13.1	11.9	1.5	1.5	1.2	1.1	10.1	2.3	9.6	9.5
Tong Yang Life	1,095	KRW	11,350	12.0	30.4	11.0	8.3	1.8	1.7	1.3	1.1	17.5	5.6	13.1	14.0
AIA*	33,475	HKD	21.65	82.9	19.4	17.5	16.2	3.8	2.3	1.9	1.7	3.7	14.7	11.8	11.1
平均值				13.0	22.8	16.5	15.0	2.9	2.0	2.1	1.8	1.2	13.7	14.3	12.5
中国寿险公司															
中国人寿H股*	95,876	HKD	30.60	38.9	23.1	20.9	18.0	4.3	3.6	3.4	3.2	10.2	17.1	16.5	18.3
中国人寿A股*	95,876	RMB	21.11	31.2	18.1	17.2	15.3	3.4	3.0	2.8	2.7	10.2	17.1	16.5	18.3
中国平安H股*	64,573	HKD	78.30	348.8	36.5	30.3	23.1	7.7	6.0	5.0	4.1	1.8	18.6	17.9	19.4
中国平安A股*	64,573	RMB	49.40	255.9	26.1	22.8	17.9	5.6	4.3	3.8	3.2	1.8	18.6	17.9	19.4
中国太平*	4,747	HKD	21.70	(69.3)	41.6	32.0	24.9	4.8	3.3	3.4	3.0	(6.4)	9.5	11.0	12.8
中国太保A股*	30,383	RMB	22.14	74.1	25.9	25.1	21.1	3.5	2.3	2.4	2.2	4.7	11.9	9.9	10.8
中国太保H股*	30,383	HKD	31.25	90.0	32.2	29.7	24.2	4.8	3.2	2.9	2.5	4.7	11.9	9.9	10.8
平均值				139.8	29.1	25.4	20.6	4.9	3.7	3.4	3.0	5.6	15.0	14.2	15.7
*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

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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