



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3月11日

保险

研究部

周光

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207070051

zhoug@cicc.com.cn

王松柏

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207070060

wangsb@cicc.com.cn

2月保险公司投资收益情况综述

投资建议:

我们维持对寿险行业“推荐”的投资评级, A股推荐顺序为中国平安、中国太保、中国人寿, H股推荐顺序为中国平安、中国太保、中国财险、中国人寿、太平人寿。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16~27%的折价, A股具有较强的安全边际。由于2011年保险公司保费增速将放缓, 且升息周期带来的投资收益率提升已经在投资者预期之中, 股票市场的持续上涨带来的投资者对于目前投资收益率预期的提升将是股价短期主要催化剂。

行业近况:

今年2月, 又有多家保险公司其万能险结算利率: 其中新华人寿上调10个基点至4%, 太保则上调了20个基点至4.05%; 其他保险公司万能险结算利率暂时没有调整; 截止2月底, 所有保险公司的万能险结算利率均在加息周期中上调。

2月银行间市场保险资金债券持有量净增加89.9亿元, 与1月的净增加额97.8亿元相比继续回落。2月保险持仓量的增加主要集中于政策性金融债。2月以来, 债券市场由于对短期内加息的预期减缓, 收益率曲线趋平甚至出现回落, 1年期国债收益率回落30个基点左右, 10年期国债收益率回落12个基点左右, 而10年期政策性银行债收益率的则仍然有14个基点左右的上升幅度。

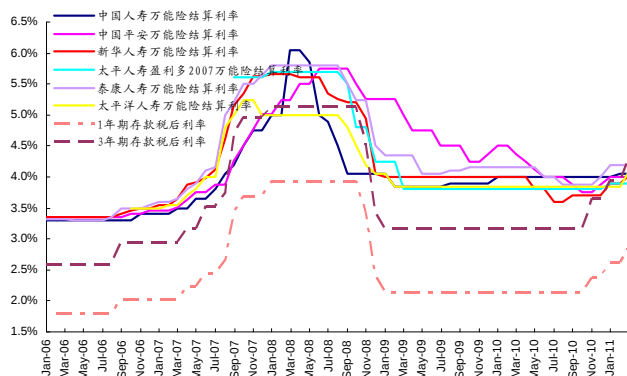
2月A股市场在1月CPI低于预期的影响及诸多板块的轮番带动下有所反弹, 与此同时短期内国外动荡局势及油价走高并未对A股市场造成较大影响, 反而国际局势的突变可能促进了国内对于追求平稳的政策导向, 沪指全月上涨4.1%。

评论:

结算利率继续面临上调的压力但可能难以达到五年期存款利率水平。目前, 主要寿险公司万能险结算利率全部位于3.70%-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三次加息中已经上调140个基点达到5.00%, 保险公司保单资金成本面临的压力继续扩大, 经过一轮万能险结算利率的上调, 最高达到4.2%, 但仍然低于五年期定期存款利率80个基点。由于上市保险公司长期投资收益率假设处于5.2%-5.5%之间, 如果结算利率水平上调至5%以上, 万能险能够提供的利润空间将较为有限。

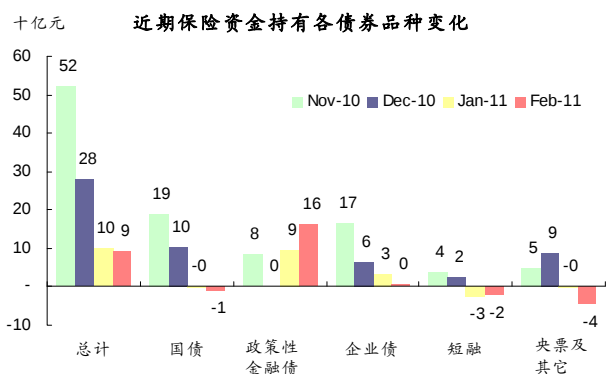
2月份国债收益率及短期政策性金融债收益率出现回落, 加息和通胀预期的减缓将给近期债券收益率提升带来一定影响。1月份4.9%的CPI低于市场预期, 2月份CPI, 受食品统计样本和非食品权重调整的影响, 同比未必能出现明显回落, 但大幅走高的可能性也不大; 短期内市场对加息以及收紧流动性的预期有所减缓, 可能使得债券收益率增速放缓甚至出现回调。

图表1：各主要寿险公司万能险结算利率



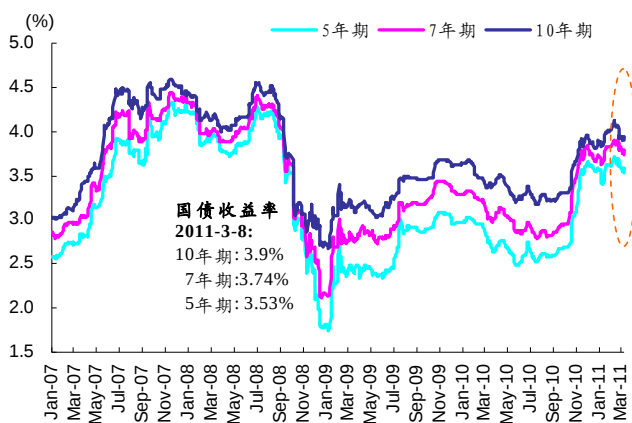
资料来源：公司数据，PBoC，中金公司研究部

图表2：近期保险资金持有各债券品种变化



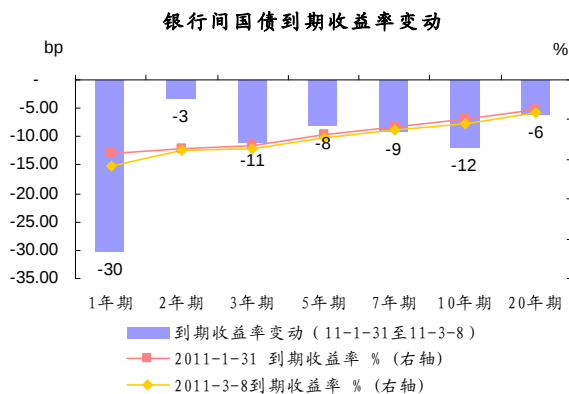
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表3：国债收益率



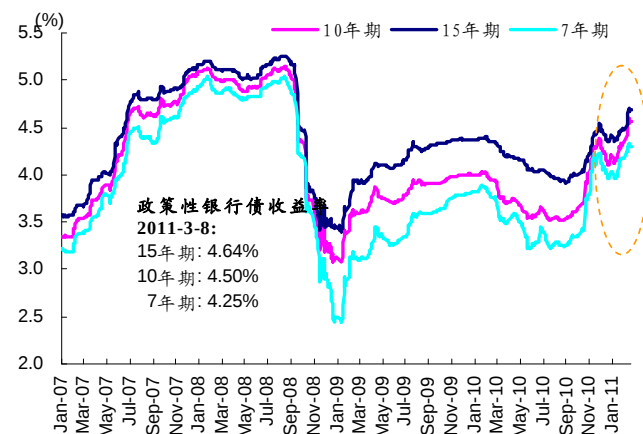
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表4：2月以来国债收益率曲线变化



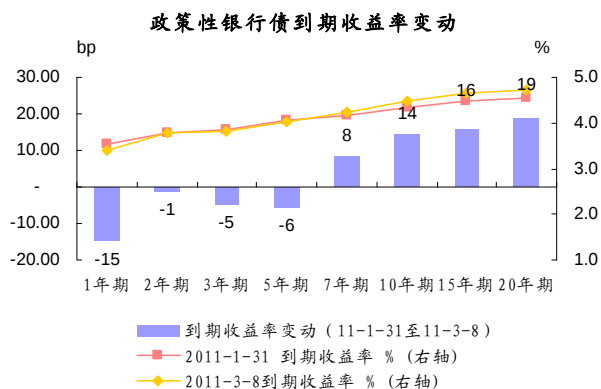
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表5：政策性银行债收益率



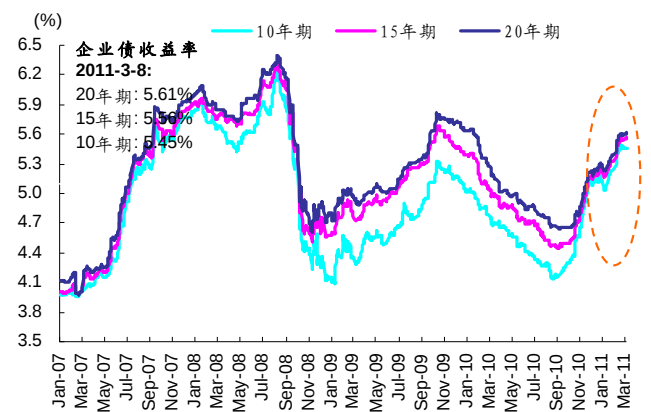
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表6：2月以来政策性银行债收益率曲线变化



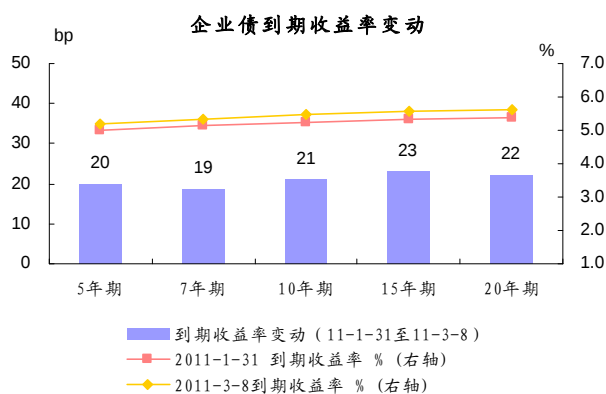
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表7：企业债收益率



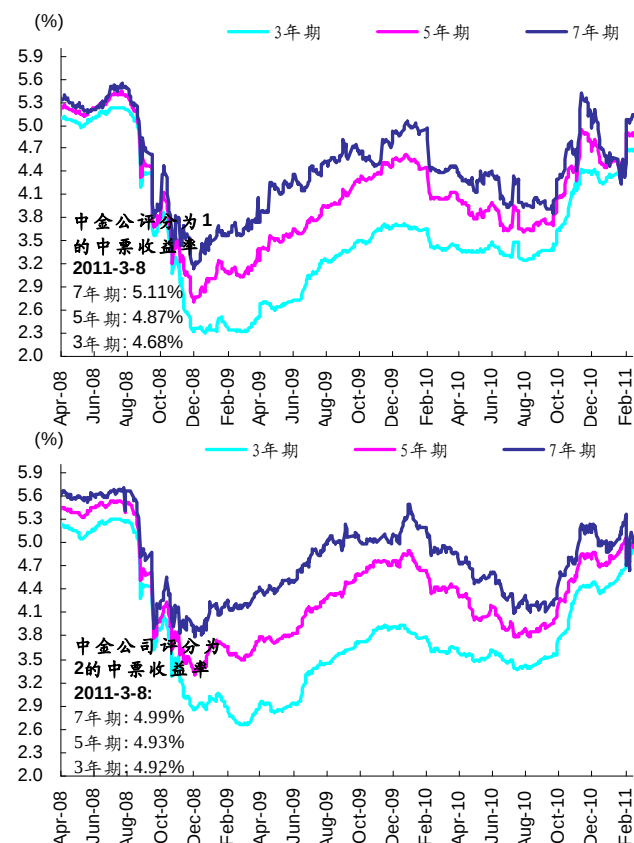
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表8：2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

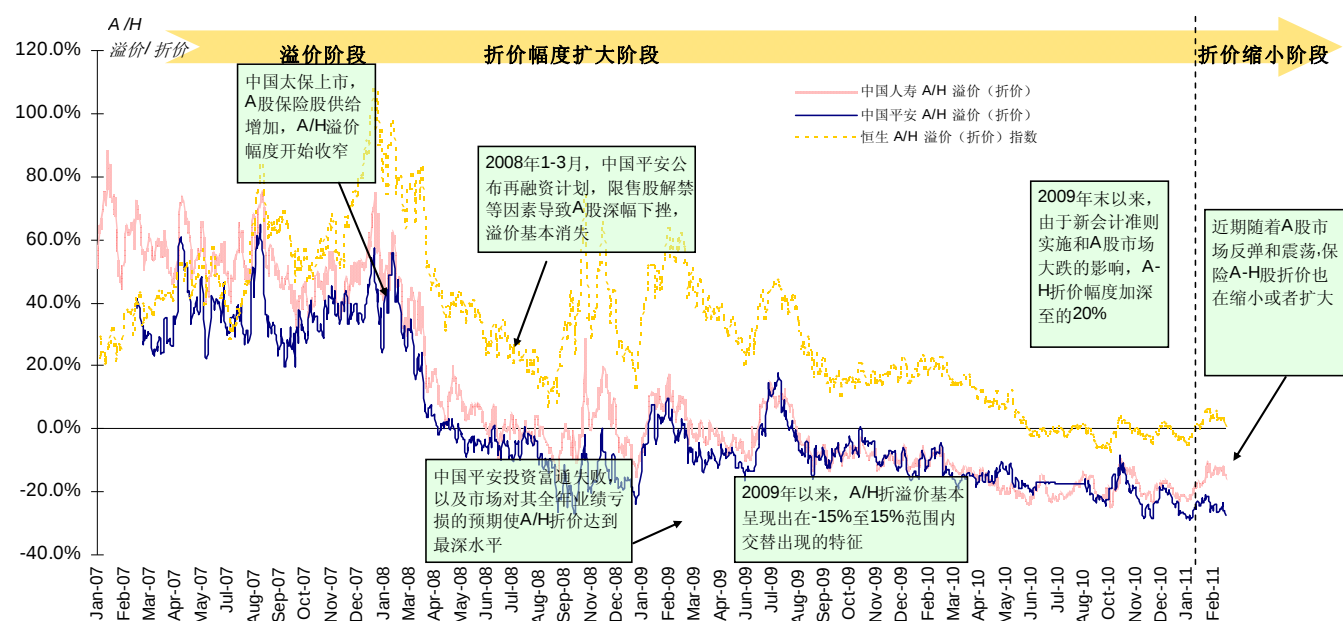
图表10：上证指数月度表现



月份	2010-09	2010-10	2010-11	2010-12	2011-01	2011-02	2011-03
月度变化	0.6%	12.2%	-5.3%	-0.4%	-0.6%	4.1%	1.8%

资料来源：中金公司固定收益部，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 (%)			
	2011-03-10			08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E
综合性保险公司															
AIG	66,631	USD	37.11	(1.0)	(0.4)	(2.9)	21.0	7.9	1.0	0.1	0.8	(183.0)	(10.5)	n.a.	n.a.
Berkshire Hathaway	211,020	USD	129,074	40.0	24.9	19.7	19.2	1.8	1.4	1.3	1.3	4.3	6.0	7.0	7.0
ING	47,574	EUR	8.99	(25.0)	(15.8)	8.6	6.4	0.7	0.8	0.9	0.8	(2.3)	1.3	9.8	12.6
Allianz	64,660	EUR	102.95	(19.0)	10.8	9.2	8.5	1.4	1.1	1.0	1.0	(6.0)	11.6	12.0	12.0
平均值				(1.2)	4.9	8.6	13.8	2.9	1.1	0.8	1.0	(1.3)	2.1	9.6	10.5
北美寿险公司															
Manulife Canada	32,605	CAD	17.78	55.6	21.7	28.2	11.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.9	6.3	1.3	11.5
MetLife	48,854	USD	46.30	11.1	(16.0)	10.7	8.9	1.7	1.1	1.0	1.0	11.7	7.3	9.9	11.5
Prudential Financial Inc	31,318	USD	64.44	(26.6)	8.4	10.5	9.9	2.0	1.1	1.0	0.9	(5.8)	11.6	10.6	10.5
Sun Life Financial Inc	18,420	CAD	31.09	22.2	32.7	12.3	11.1	1.1	1.1	1.1	1.1	5.0	3.7	10.1	10.8
平均值				15.5	11.7	15.4	10.2	1.5	1.1	1.1	1.1	3.2	7.2	8.0	11.1
欧洲寿险公司															
AVIVA	21,486	GBp	472.20	(12.8)	12.5	7.4	7.5	1.0	1.2	1.1	1.1	(7.6)	13.4	16.4	14.4
Prudential	30,618	GBp	745.50	(46.6)	27.6	13.8	12.2	3.7	3.0	2.7	2.4	(7.1)	16.0	17.3	17.5
AXA	47,868	EUR	14.93	33.9	9.9	9.5	7.5	0.8	0.7	0.7	0.7	2.2	8.7	8.3	10.4
CNP Assurances	12,730	EUR	15.51	3.1	2.3	8.5	7.9	0.2	0.2	0.9	0.8	1.3	11.5	10.1	10.4
AEGON	14,847	EUR	5.63	(6.1)	(35.2)	6.7	8.3	0.6	0.5	0.6	0.6	(7.5)	0.0	9.8	7.0
Generali	34,638	EUR	16.10	25.2	17.3	13.1	10.7	1.9	1.5	1.3	1.2	6.6	9.9	10.1	11.8
Fortis	7,591	EUR	2.09	(0.2)	4.4	9.9	10.8	n.a.	0.6	0.6	0.6	n.a.	14.4	7.7	5.8
LEGAL & GEN GRP	11,472	GBp	121.20	(6.8)	8.2	9.6	9.3	2.0	1.7	1.5	1.3	16.5	7.4	15.9	14.5
STANDARD LIFE	8,833	GBp	239.80	52.1	30.7	16.1	14.1	1.5	1.6	1.2	1.2	43.7	5.5	8.0	8.5
平均值				4.7	8.6	10.5	9.8	1.5	1.2	1.2	1.1	3.1	9.6	11.5	11.1
亚洲寿险公司															
大东方人寿 (新加坡)	5,799	SGD	15.58	26.9	14.3	14.6	13.5	2.4	1.9	1.9	1.7	8.7	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	13,320	AUD	6.42	(38.9)	18.4	23.7	20.1	3.3	3.0	2.9	2.7	(8.0)	16.5	12.2	13.5
AMP (AU)	11,436	AUD	5.44	17.5	14.7	14.6	13.9	5.3	4.3	3.9	3.5	29.3	33.1	27.3	26.7
台湾人寿	733	TWD	29.15	(3.7)	3.9	6.1	5.9	4.3	1.6	n.a.	n.a.	(59.1)	22.8	n.a.	n.a.
Dai-ichi Life	17,896	JPY	148,200	n.a.	28.0	28.0	27.8	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	8.0	n.a.	n.a.	5.5
Samsung Life	18,874	KRW	106,000	3.0	18.8	n.a.	13.0	0.2	0.3	n.a.	1.5	7.9	1.3	n.a.	12.6
Korea Life	5,923	KRW	7,660	15.2	65.5	12.9	12.1	1.5	1.5	1.2	1.1	10.1	2.3	9.6	9.2
Tong Yang Life	1,235	KRW	12,900	13.7	34.6	12.5	9.0	2.1	1.9	1.5	1.2	17.5	5.6	13.1	14.7
AIA*	36,640	HKD	23.70	101.4	20.3	17.9	16.2	4.1	2.4	2.1	1.9	3.7	14.7	11.8	11.1
平均值				15.2	23.9	17.4	15.5	2.9	2.1	2.2	1.9	1.2	13.7	14.2	12.1
中国寿险公司															
中国人寿H股*	97,624	HKD	30.45	38.7	23.0	20.8	17.9	4.3	3.6	3.4	3.2	10.2	17.1	16.5	18.3
中国人寿A股*	97,624	RMB	21.64	32.0	18.6	17.6	15.7	3.5	3.1	2.9	2.8	10.2	17.1	16.5	18.3
中国平安H股*	68,445	HKD	84.10	374.6	39.2	32.5	24.8	8.2	6.4	5.4	4.4	1.8	18.6	17.9	19.4
中国平安A股*	68,445	RMB	51.64	267.5	27.3	23.8	18.7	5.9	4.5	4.0	3.3	1.8	18.6	17.9	19.4
中国太平*	4,877	HKD	22.30	(71.3)	42.8	32.8	25.6	4.9	3.4	3.5	3.1	(6.4)	9.5	11.0	12.8
中国太保A股*	31,577	RMB	22.93	76.8	26.8	26.0	21.8	3.6	2.4	2.5	2.3	4.7	11.9	9.9	10.8
中国太保H股*	31,577	HKD	32.50	93.6	33.4	30.9	25.2	4.9	3.3	3.0	2.6	4.7	11.9	9.9	10.8
平均值				147.2	30.2	26.4	21.4	5.1	3.8	3.5	3.1	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。

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/或机构投资者提供。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。

截至本报告发布之日前十二个月，中金公司为中国平安提供过投资银行服务。

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