



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 4 月 6 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:
S0080511030003
wangsb@cicc.com.cn

投资收益率有望逐步提升

本次加息对保险公司影响正面

事件:

央行宣布自 4 月 6 日起提高存贷款基准利率, 为年内第二次加息。其中, 定期存款利率上调幅度均为 25 个基点, 贷款利率上调幅度为 20-30 个基点。各期限存贷款利率调整幅度如下图所示。

本次加息存贷款利率变动情况

2011-4-5	调整前利率(%)	调整后利率(%)	调整幅度(bp)
存款			
活期	0.40	0.50	+10
三个月定期	2.60	2.85	+25
半年定期	2.80	3.05	+25
一年定期	3.00	3.25	+25
二年定期	3.90	4.15	+25
三年定期	4.50	4.75	+25
五年定期	5.00	5.25	+25
贷款			
六个月	5.60	5.85	+25
一年	6.06	6.31	+25
一至三年	6.10	6.40	+30
三至五年	6.45	6.65	+20
五年以上	6.60	6.80	+20

资料来源: 中国人民银行

评论:

前期制约保险股表现的因素正在发生积极变化。根据我们的保险行业投资时钟, 保险公司的利差益在降息周期末期至加息周期初期将逐步扩大, 导致保险股期间会有较好表现。但是到目前为止保险公司的利差益并没有在本轮加息周期中明显扩大, 这主要是由于在本轮加息周期中, 经济复苏前景不确定性较高、通胀预期高企、流动性充裕都与典型的加息周期面临的情况有较大差别。随着经济软着陆可能性的不断提高、通胀预期担忧的降低以及流动性的逐步趋紧, 本轮加息周期中保险公司没有从中明显获益的现状将逐步改观。

债券收益率有进一步提升的可能性。由于预计央行将会继续利用数量型工具管理流动性, 存款准备金率应该还有提升空间。一旦存款准备金率继续提升, 流动性将继续收紧, 债券收益率有望进一步提升。

股票市场走好的概率相对较高。本次央行不同期限存贷款基准利率调整幅度基本相当, 与之前几次的中长期存贷款基准利率上调幅度明显高于短期存贷款基准利率有明显不同, 显示央行对通胀预期的担忧有所降低。在此情况下, 投资者对本次央行存贷款基准利率调整理解可能较为正面, 股票市场走好的概率相对较高。

估值与建议:

我们维持对保险行业超配的建议。保险股 A 股推荐顺序为中国平安、中国太保和中国人寿; 保险股 H 股推荐顺序为中国平安、中国太保、中国太平、中国人寿、中国财险。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

前期制约保险股表现的因素正在发生积极变化

根据我们的保险行业投资时钟，保险公司的利差益在降息周期末期至加息周期初期将逐步扩大，导致保险股期间会有较好表现。但是到目前为止，保险公司的利差益并没有在本轮加息周期中明显扩大。

- **债券收益率在降息周期末期至升息周期初期的上升速度将快于保险公司资金成本的上升速度。**在降息周期末期至升息周期初期，由于利率的不断提升以及流动性的不断收紧，债券收益率的上升幅度将高于利率的上升幅度。与此同时，由于投保人议价能力相对较差导致保险公司资本成本上升速度将低于债券收益率的上升速度。
- **股票市场在降息周期末期至升息周期初期往往有较好表现。**通常来讲，在降息周期末期至升息周期初期，宏观经济往往呈现出见底回升的态势。这主要是由于在经济周期向下的过程中，央行通常会采取降息来刺激经济的复苏；在经济周期向上的过程中，央行通常会采取升息来抑制经济的泡沫。
- **在本轮加息周期中，经济复苏前景不确定性较高、通胀预期高企、流动性充裕都与典型的加息周期面临的情况有较大差别。**

本轮加息周期中保险公司没有从中明显获益的现状将逐步改观。

- **流动性趋紧和通胀预期担忧的降低将逐步对债券收益率产生正面影响。**不同于典型的加息周期，本次加息周期之前，央行为了应对国际金融危机带来的冲击释放了大量的流动性，加之前期通常预期的高企，导致债券市场供需出现失衡，债券收益率的上升幅度低于存款基准利率的上调幅度。近期央行已经不断通过数量型工具进行流动性管理，加之本次加息显示央行对通胀预期的担忧有所降低，预计未来债券市场供需结构将逐步改善。
- **宏观经济预期逐步明朗使股票市场的预期逐步向好。**受到前期通胀失控、宏观经济硬着陆等负面预期的压制，股票市场走势较为疲弱。本次加息显示央行对通胀预期的担忧有所降低，加之宏观经济软着陆的可能性在不断增加，预计股票市场将逐步摆脱前期走势较为疲弱的状态。

保险公司投资收益率有望继续提高

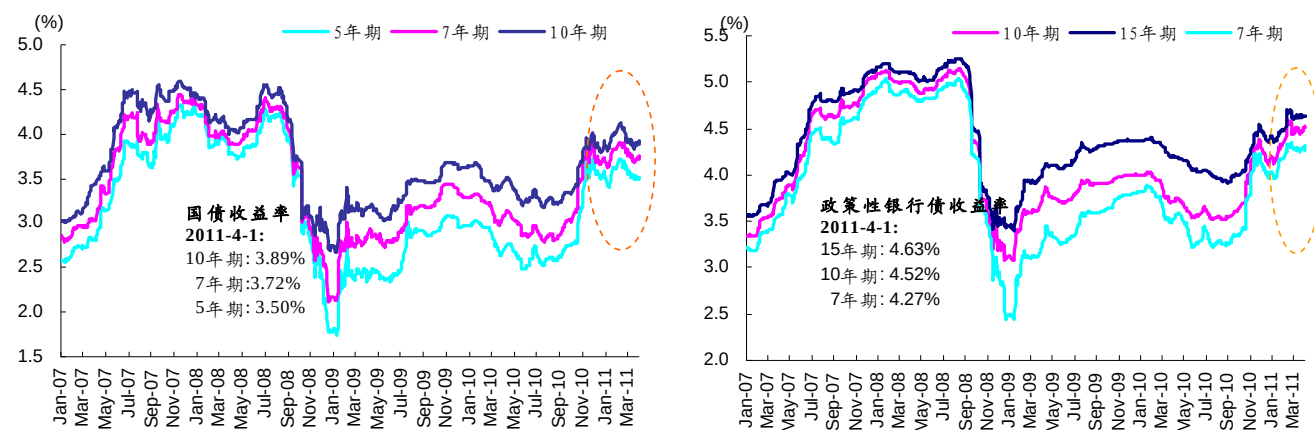
债券收益率有进一步提升的可能性。由于近期市场流动性仍然较为充裕，我们预计短期债券收益率上升幅度将低于存款基准利率调整幅度，而中长期债券收益率上升幅度将接近存款基准利率调整幅度。由于预计央行将会继续利用数量型工具管理流动性，存款准备金率应该还有提升空间。一旦存款准备金率继续提升，流动性将继续收紧，债券收益率有望进一步提升。

股票市场走好的概率相对较高。本次央行不同期限存贷款基准利率调整幅度基本相当，与之前几次的中长期存贷款基准利率上调幅度明显高于短期存贷款基准利率有明显不同，显示央行对通胀预期的担忧有所降低。在此情况下，投资者对本次央行存贷款基准利率调整理解可能较为正面，股票市场走好的概率相对较高。

我们维持对保险行业超配的建议

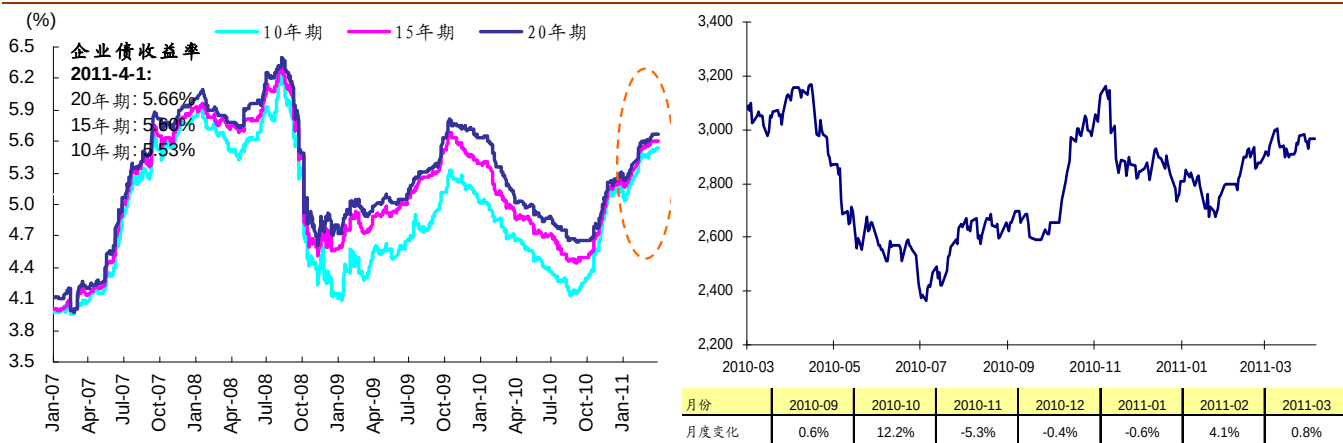
我们对保险股 A 股推荐顺序为中国平安、中国太保和中国人寿；对保险股 H 股推荐顺序为中国平安、中国太保、中国太平、中国人寿、中国财险。

图表 1: 国债、政策性银行债收益率



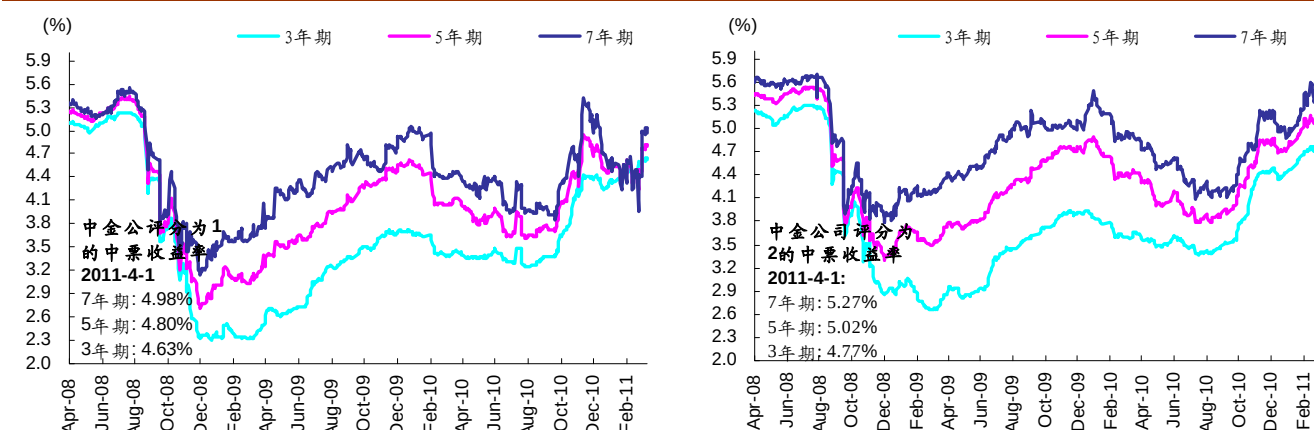
资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图表 2: 企业债收益率及上证指数月度表现



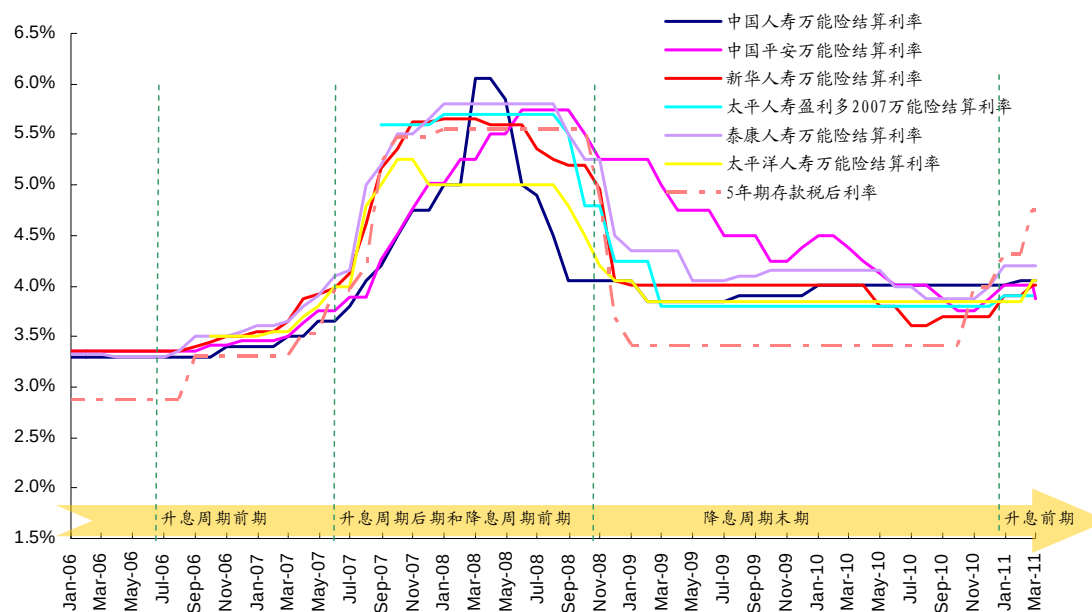
资料来源: 彭博资讯, 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图表 3: 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 4：各主要寿险公司万能险结算利率由 5 年期定期存款利率决定



资料来源：公司数据，中国人民银行，中金公司研究部

图表 5: 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 (%)			
	2011-04-01			08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E
综合性保险公司															
AIG	61,557	USD	34.28	(0.9)	(0.4)	(2.7)	19.4	7.3	0.9	0.1	0.8	(183.0)	(10.5)	n.a.	n.a.
Berkshire Hathaway	204,475	USD	124,040	38.5	23.9	18.9	18.5	1.8	1.4	1.3	1.2	4.3	6.0	7.0	7.0
ING	48,772	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	64,417	EUR	100.10	(18.4)	10.5	8.9	8.3	1.3	1.0	1.0	0.9	(6.0)	11.6	12.0	12.0
平均值				(1.5)	4.6	8.4	13.1	2.8	1.0	0.8	0.9	(1.3)	2.1	9.6	10.5
北美寿险公司															
Manulife Canada	31,539	CAD	17.12	53.5	20.9	27.1	10.6	1.0	1.1	1.1	1.1	1.9	6.3	1.3	11.5
MetLife	48,010	USD	45.50	10.9	(15.7)	10.5	8.8	1.7	1.1	1.0	1.0	11.7	7.3	9.9	11.5
Prudential Financial Inc	30,613	USD	62.99	(26.0)	8.2	10.3	9.7	2.0	1.1	1.0	0.9	(5.8)	11.6	10.6	10.5
Sun Life Financial Inc	18,254	CAD	30.66	21.9	32.3	12.2	10.9	1.1	1.1	1.1	1.1	5.0	3.7	10.1	10.8
平均值				15.1	11.4	15.0	10.0	1.4	1.1	1.1	1.0	3.2	7.2	8.0	11.1
欧洲寿险公司															
AVIVA	20,409	GBp	446.00	(12.1)	11.8	7.0	7.1	1.0	1.1	1.1	1.0	(7.6)	13.4	16.4	14.4
Prudential	30,115	GBp	728.50	(45.5)	27.0	13.5	11.9	3.6	2.9	2.6	2.3	(7.1)	16.0	17.3	17.5
AXA	49,276	EUR	15.00	34.1	9.9	9.5	7.5	0.8	0.7	0.7	0.7	2.2	8.7	8.3	10.4
CNP Assurances	13,014	EUR	15.47	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	14,763	EUR	5.46	(5.9)	(34.1)	6.5	8.1	0.6	0.4	0.6	0.6	(7.5)	0.0	9.8	7.0
Generali	34,080	EUR	15.46	24.2	16.6	12.6	10.2	1.8	1.4	1.3	1.2	6.6	9.9	10.1	11.8
Fortis	7,700	EUR	2.07	(0.2)	4.3	9.8	10.7	n.a.	0.6	0.6	0.6	n.a.	14.4	7.7	5.8
LEGAL & GEN GRP	11,210	GBp	117.70	(6.6)	7.9	9.3	9.1	1.9	1.6	1.4	1.3	16.0	7.4	15.9	14.5
STANDARD LIFE	7,954	GBp	214.70	46.7	27.5	14.4	12.6	1.4	1.4	1.1	1.1	39.1	5.5	8.0	8.5
平均值				4.2	8.1	10.1	9.5	1.4	1.2	1.1	1.1	2.5	9.6	11.5	11.1
亚洲寿险公司															
大东方人寿 (新加坡)	5,757	SGD	15.34	26.4	14.1	14.3	13.3	2.4	1.9	1.8	1.7	8.7	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	13,689	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)	16,229	AUD	5.64	18.1	15.2	15.2	14.4	5.4	4.4	4.0	3.7	29.3	33.1	27.3	26.7
台湾人寿	699	TWD	27.50	(3.5)	3.7	5.7	5.6	4.1	1.5	n.a.	n.a.	(59.1)	22.8	n.a.	n.a.
Dai-ichi Life	13,952	JPY	118,100	n.a.	22.3	22.3	22.2	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	8.0	n.a.	n.a.	5.5
Samsung Life	18,988	KRW	103,500	2.9	18.3	n.a.	12.7	0.2	0.3	n.a.	1.4	7.9	1.3	n.a.	12.6
Korea Life	6,198	KRW	7,780	15.4	66.5	13.1	12.3	1.5	1.5	1.2	1.1	10.1	2.3	9.6	9.2
Tong Yang Life	1,327	KRW	13,450	14.2	36.1	13.0	9.3	2.2	2.0	1.5	1.3	17.5	5.6	13.1	14.7
AIA*	37,949	HKD	24.50	105.0	21.0	18.5	16.8	4.3	2.5	2.2	1.9	3.7	14.7	11.8	11.1
平均值				13.4	21.8	14.9	13.3	2.5	1.8	1.8	1.6	1.2	13.7	14.2	12.1
中国寿险公司															
中国人寿H股*	96,522	HKD	29.85	37.9	22.6	21.3	18.4	4.2	3.5	3.4	3.0	10.2	17.1	16.1	16.1
中国人寿A股*	96,522	RMB	21.33	31.5	18.3	17.9	15.5	3.5	3.0	2.9	2.5	10.2	17.1	16.1	16.1
中国平安H股*	68,590	HKD	84.55	376.6	39.4	31.7	26.2	8.3	6.4	4.9	3.8	1.8	18.6	15.5	14.6
中国平安A股*	68,590	RMB	51.23	265.4	27.1	22.6	18.7	5.8	4.4	3.5	2.7	1.8	18.6	15.5	14.6
中国太平*	5,127	HKD	23.40	(74.8)	44.9	17.9	33.1	5.2	3.6	3.2	2.7	(6.4)	9.5	19.5	8.7
中国太保A股*	31,992	RMB	22.83	76.4	26.7	22.9	18.8	3.6	2.4	2.4	2.2	4.7	11.9	10.7	11.7
中国太保H股*	31,992	HKD	33.80	97.3	34.8	28.9	23.7	5.1	3.4	3.1	2.8	4.7	11.9	10.7	11.7
平均值				147.5	30.5	23.3	22.1	5.1	3.8	3.3	2.8	5.6	15.0	14.9	13.4
*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/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。

截至报告发布日前十二个月，中金公司为中国平安提供了投资银行服务。

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