



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 5 月 12 日

保险

研究部

毛军华

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511020001

maojh@cicc.com.cn

王松柏

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030003

wangsb@cicc.com.cn

依然处于调整阶段

保险行业动态

行业近况:

近日多家保险公司公布了 4 月份的保费公告: 财险方面, 平安财险、太保财险、人保财险 2011 年 1-4 月累计保费收入同比分别增加 35%、17% 和 10%。寿险方面, 太保寿险 2011 年 1-4 月累计保费收入(非规模保费)增长率为 10.8%, 而根据我们的估计, 平安寿险今年 1-4 月累计规模保费收入增幅达到 23%。

评论:

2011 年上半年财产险业务增长势头依然强劲。 财险保费从今年三月开始增长速度加快, 预计 2011 年全年财险保费增长率将达到 20%。此外, 我们认为 2011 年前半年财产险综合成本率将维持在一个较低的水平上, 这预示着财险公司将获得较高的收益率。

尽管产品结构已经进行调整, 寿险业务依然面临挑战。 我们认为: 在通胀环境下寿险产品难以与能提供高收益率的其他金融产品竞争, 目前投保人所购买的寿险产品仍然主要是保障型产品。4 月份所有保险公司均维持了原有的万能险结算利率, 该利率目前远低于 5 年期存款利率。因此, 尽管太保寿险 2011 年 1-4 月累计保费增长率高达 31%, 我们估计平安寿险累计规模保费增长率只在 16% 左右。

股票市场的波动导致了投资收益的不确定性。 2 季度 A 股指数已经下降了 2.8%, 为保险公司的投资收益蒙上了一层阴影。此外, 在过去的一个月中长期债券收益率没有提升, 这不仅不利于保险公司的债券投资, 而且会影响作为传统寿险评估利率的 750 天移动平均收益率, 我们认为 2 季度传统寿险准备金的变化将会对利润造成不利影响。

估值与建议:

H 股方面, 相对于寿险公司, 我们更偏向于财险公司。预计 2011 年前半年人保财险业绩将好于市场预期, 目前人保财险 PE 比率为 12.9 倍。寿险公司里中国太保更具吸引力, 扣除其他业务的影响, 目前中国太保和中国平安的新业务乘数分别为 9.6 倍和 12.7 倍。2011 年前半年中国太保具有最高的新业务价值增长率, 而且对于评估利率的变化最为敏感。

在 A 股方面, 扣除其他业务的影响, 中国平安和中国太保的新业务乘数目前只有 3-4 倍, 充分显示了目前寿险公司的艰难处境。尽管目前缺乏刺激股价上涨的催化剂, 我们认为处于低位的 A 股保险公司股价提供了长期投资的机会。

寿险公司依然面临挑战

太保寿险 4 月保费收入为 67 亿元人民币，2011 年 1-4 月累计收入保费为 390 亿元。（图表 1）

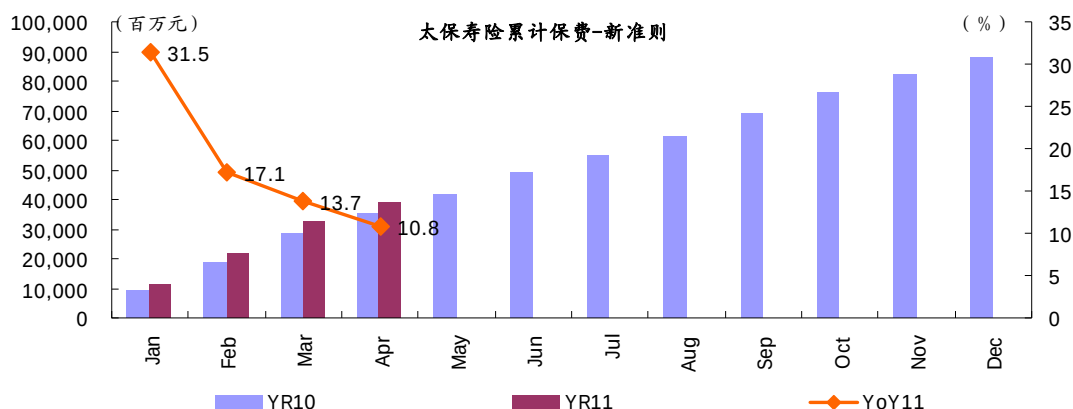
- 我们估计个险渠道新业务规模保费增长率超过 30%，银保渠道则下降约 14%
- 预期太保 2011 年前半年新业务价值增长率达到 20%。

平安寿险 4 月保费收入为 85 亿元人民币，2011 年 1-4 月累计收入保费为 577 亿。（图表 2）

- 由于今年平安寿险销售更多分红险来代替万能险，保费收入认可比例（可确认为保费收入的部分/规模保费）由去年的 59% 上升到今年的 75%。
- 我们认为平安个险渠道新业务规模保费增长率在 16% 左右，但银保渠道会继续下降，因此 2011 年前半年新业务价值增长率将在 10% 左右。

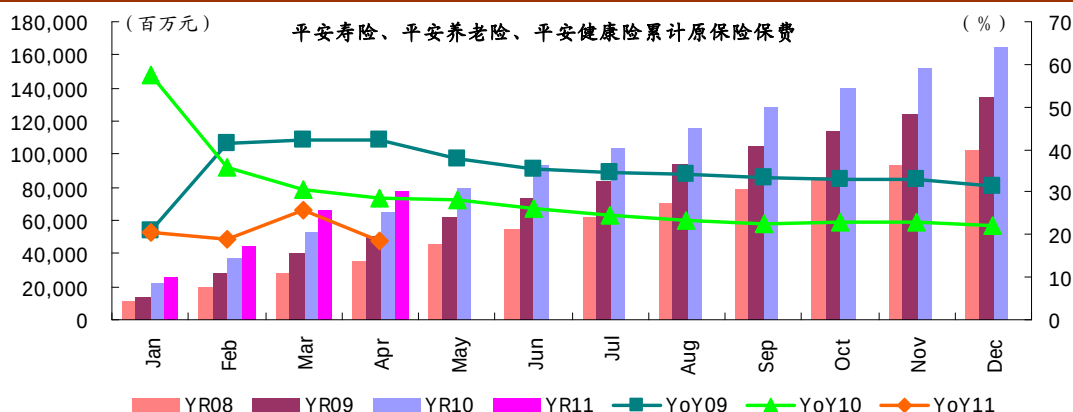
综上所述，寿险业务的增长继续面临与能提供高收益率的理财产品的竞争。

图表 1: 太保寿险累计保费收入



资料来源：保监会，公司数据，中金公司研究部

图表 2: 平安寿险，平安养老险，平安健康险累计规模保费



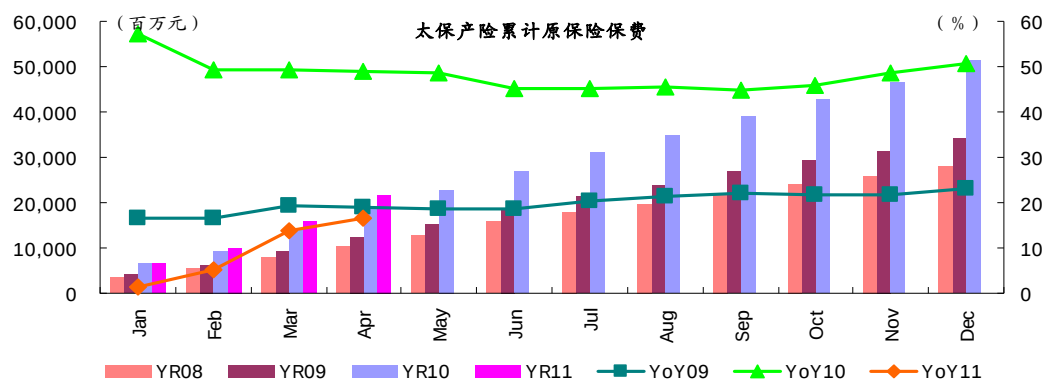
资料来源：保监会，公司数据，中金公司研究部

财险公司处于较好的时机

平安财险、太保财险、人保财险 2011 年 1-4 月累计保费收入同比分别增加 35%、17% 和 10%。（图表 3、4、5）

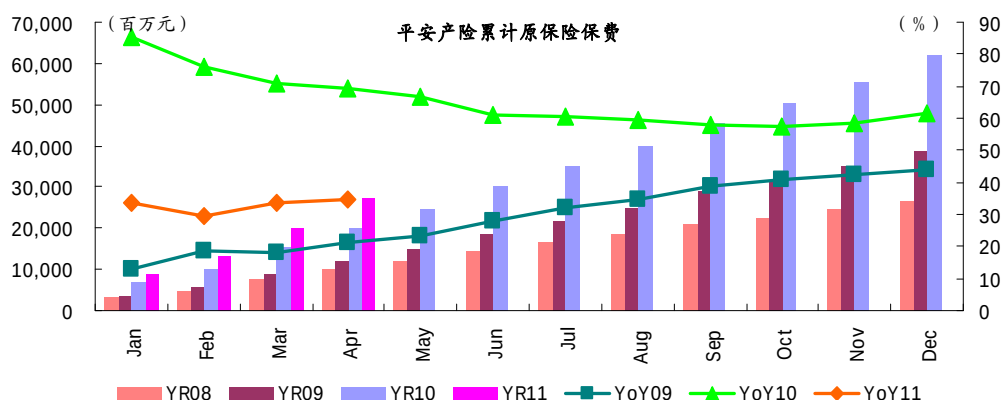
展望未来，我们预计 2011 年财险行业保费增长率将达到 20%。此外，我们认为 2011 年前半年财产险综合成本率将维持在一个较低的水平上，这预示着较高的收益率。

图表 3: 太保产险累计原保险保费



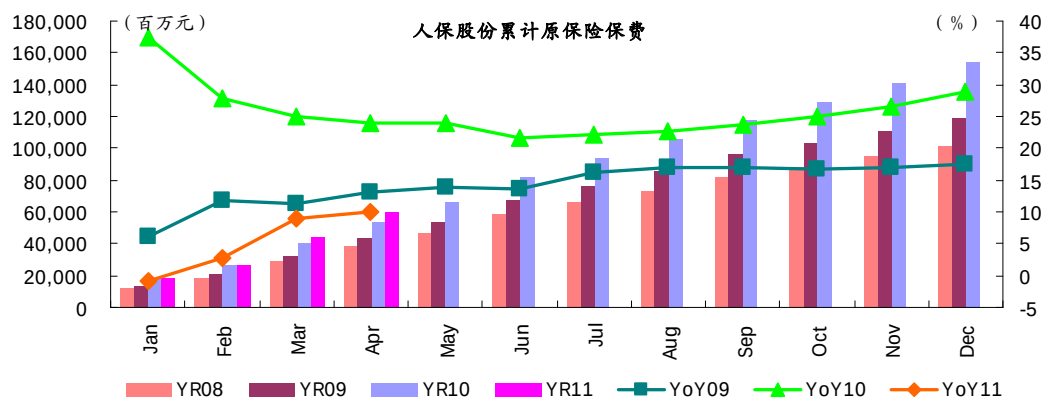
资料来源：保监会，公司数据，中金公司研究部

图表 4: 平安产险累计原保险保费



资料来源：保监会，公司数据，中金公司研究部

图表 5: 人保累计原保险保费

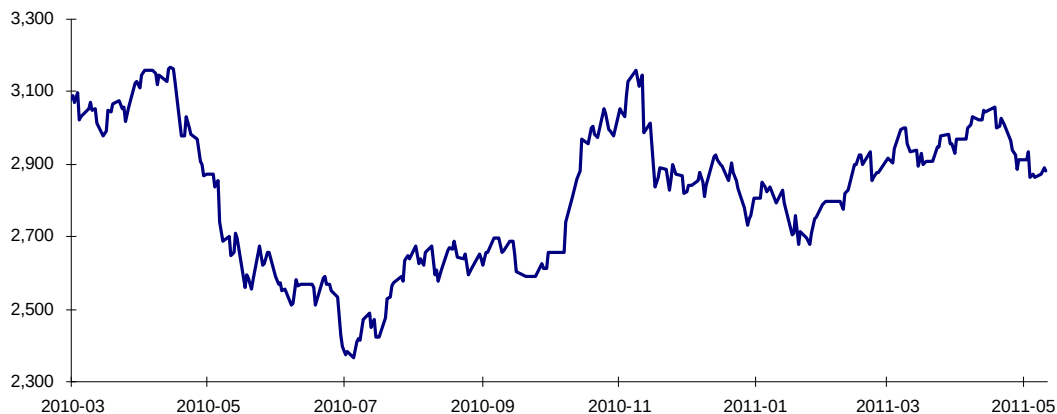


资料来源：保监会，公司数据，中金公司研究部

投资收益表现平平

经济数据呈现了对高通胀和经济增速下滑的预期，导致了 4 月之后股票市场的回调，特别是获利后遭到抛售的银行股抑制了投资表现。

图表 6: 股票市场收益率



月份	2010-11	2010-12	2011-01	2011-02	2011-03	2011-04	2011-05
月度变化	-5.3%	-0.4%	-0.6%	4.1%	0.8%	-0.6%	-1.0%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

债券方面，银行逐渐增加了债券投资的久期，与 4 月份相比 10 年期国债收益率下降了 4-5 个基点（图 7）。中国人民银行重新开始发行 3 年期央票，债券收益率将变得更陡峭从而有利于保险公司 11 年下半年的投资业绩。

由于债券收益率的相对较低和股票市场的波动，与上个季度相比 2 季度投资不会有显著的上涨。保险公司没有获得充足的投资收益，这也导致 4 月份所有的保险公司均维持了原有的万能险结算利率。（图 9）

图表 7: 10 年期国债收益率



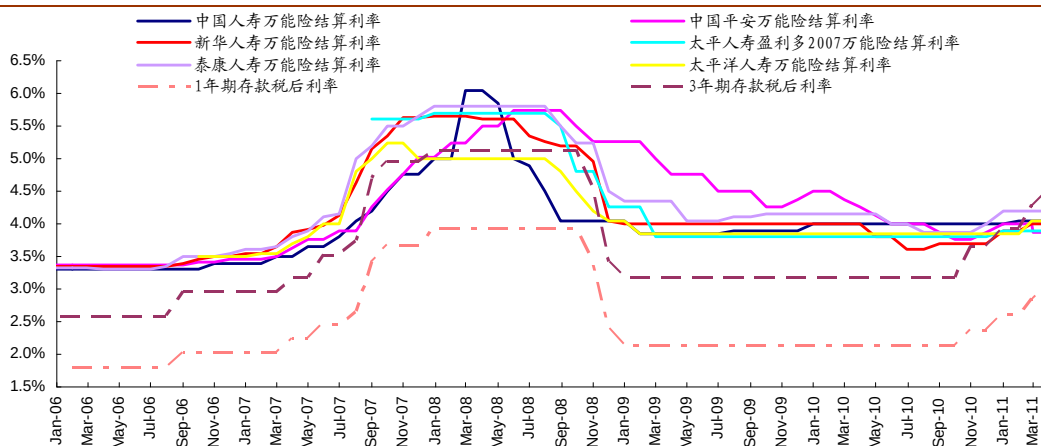
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 8: 10 年期国债收益率 (750 天移动平均)



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 9: 万能险结算利率



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 10: 可比公司估值表

公司	股价	总股本	流通股	每股收益	每股净资产	每股内含价值	每股新业务价值	总资产收益率
2011-05-11				11E	11E	11E	11E	11E
中国人寿H股	26.80	28,265	7,441	1.55	10.0	14.02	0.94	2.20
中国平安H股	82.65	7,644	2,858	3.22	22.1	37.40	2.78	1.50
中国太保H股	33.05	8,600	2,313	1.43	12.2	18.38	1.03	1.80
友邦保险	27.40	12,044	12,044	1.76	15.3	18.94	0.47	0.59
中国财险	10.18	11,142	11,142	0.79	3.5			3.05
中国人寿A股	19.98	28,265	20,824	1.31	8.5	11.92	0.80	2.20
中国平安A股	50.24	7,644	4,786	2.74	18.8	31.79	2.37	1.50
中国太保A股	22.55	8,600	6,208	1.21	10.4	15.62	0.87	1.80
公司	市值	流通市值	净资产收益率	市盈率(X)	市净率(X)	内含价值倍数	新业务价值倍数	
中国人寿H股	757,494	199,424	15.5	17.3	2.7	1.9	13.5	
中国平安H股	631,777	236,191	14.6	25.7	3.7	2.2	12.7	
中国太保H股	284,230	76,455	11.7	23.1	2.7	1.8	9.6	
友邦保险	330,006	330,006	11.1	15.5	1.8	1.4	18.0	
中国财险	113,424	113,424	22.5	12.9	2.9			
中国人寿A股	564,729	416,054	15.5	15.2	2.4	1.7	10.0	
中国平安A股	384,035	240,469	14.6	18.4	2.7	1.6	4.3	
中国太保A股	193,930	139,997	11.7	18.6	2.2	1.4	3.2	

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