



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6月16日

保险

研究部

毛军华

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511020001
maojh@cicc.com.cn

报告贡献人: 唐圣波

财险快速增长, 寿险有待转型

5月份保费收入点评

行业近况:

近日多家公司公布了2011年5月份的保费公告: 财险方面, 平安财险, 太保财险, 人保财险1-5月累计保费收入同比分别增加36.2%, 18.6%和10.9%。寿险方面, 新会计准则下太保寿险1-5月累计保费收入同比增长11.5%, 旧会计准则下太平人寿累计保费收入同比下降8.4%; 而根据我们的估计, 平安寿险今年1-5月累计规模保费收入增长22.8%。

评论:

财产险业务增长势头强劲。2011年上半年财产险业务快速增长, 预计产险保费全年增速首尾低中间高(即1-2月和11-12月增速偏低, 而3-10月增速较高)。做出这种判断的逻辑在于: 一是新车购置税优惠政策在去年底到期, 这导致原计划今年初(前2月)购车者提前至去年底(后2月)购买, 从而去年最后2月的产险保费高增长透支了今年前2月的增速; 二是数据真实性监管加强导致部分产险公司年底人为预留保费的习惯被改变。这两个因素均导致去年底保费增速较高, 而年初保费增速放缓, 但全年来看则影响会逐步变小, 预计2011年全年财产险保费增速仍将保持在20%左右的较高水平。从公司表现上看, 平安财险, 太保财险, 人保财险5月单月保费收入分别同比增长42.4%, 27.5%和14.6%, 与4月份相比保费增速均明显加快, 其中平安财险在新渠道以及风险管理上具有核心竞争力, 保费增速领先于同业。

财产险业务综合成本率将继续好转。财产险业务自2009年开始进入承保硬周期, 我们预测这一周期将至少持续4年至2012年末。在此期间, 产险综合成本率将继续好转, 预计2011年全年财产险综合成本率将维持在一个较低的水平上。

受银保新规以及去年保费高基数的影响, 寿险业务保费增长同比低于去年。在新会计准则下太保寿险5月单月保费收入同比增长15.6%, 旧会计准则下太平人寿5月单月保费收入同比增长3.0%, 而根据我们的预计平安寿险5月单月保费收入同比增长21.0%, 相比4月份保费增速均有显著提升, 但普遍低于去年同期。与去年相比保费规模增长放缓的主要原因包括以下几点: 1. 银保渠道销售由于受到银保新规的影响, 保费规模增长大幅下降; 2. 由于万能险结算利率远低于5年期定期存款利率, 在通胀环境下投资型寿险产品难以与能提供高收益的其他金融产品竞争; 3. 由于上调准备金, 银行信贷压力增大, 也影响了银行保险的销售。这些不利因素直接导致今年1-5月寿险业务规模保费累计增速低于去年同期。

虽然寿险业务保费规模增长放缓, 新业务价值增速仍维持较高增长。由于银保渠道受限, 寿险公司进行了业务调整, 个险渠道保费收入比例增加, 新业务产品利润率提高, 因此新业务价值增长率依然得到了保障, 新业务价值增速高于规模保费增速。我们预计2011年上半年太保/国寿/平安的一年新业务价值同比增速分别为20%, 15%以及15%, 高于市场预期。

估值与建议:

H股方面, 相比单一的寿险公司, 我们更加看好财险公司和综合保险集团: 中国财险是我们的首选, 预计2011年上半年人保财险业绩将好于预期。在综合保险集团中, 考虑到中国太保产险对利润贡献占比高, 且2011年上半年的新业务价值增长率预计将高于平安和人寿, 是我们短期策略的推荐。中国平安则是综合金融的领先者, 长期基本面稳定强劲, 平安集团财险业务发展迅猛, 寿险业务由于10年的高基数导致11年前半年增长率放缓, 下半年值得期待, 是我们长期推荐的品种。评级顺序为中国财险, 中国太保, 中国平安, 中国人寿, 中国太平。

A股方面, 中国太保和中国平安的隐含新业务乘数目前只有6倍左右, 继续向下的空间很小, 并且由于新业务价值增长率高于市场预期, 预计8月份半年报的业绩披露将会对估值修复产生催化作用, 评级顺序为中国太保, 中国平安, 中国人寿。

风险提示:

1. 由于太保去年6月份保费收入基数高, 预计今年太保6月份单月的保费收入增长率难以超过预期。
2. 平安A股非流通股减持将会制约A股股价反弹的高度。

图表 1: 保险公司估值表

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
2011-06-15					11E	11E	11E	11E
中国人寿H股	26.35	28,265	7,441	1.55	10.0	14.02	0.94	2.20
中国平安H股	77.15	7,644	2,858	3.22	22.1	37.40	2.78	1.50
中国太保H股	31.00	8,600	2,313	1.43	12.2	18.38	1.03	1.80
中国太平	19.00	1,704	1,704	0.71	8.8	13.11	1.30	0.70
中国财险	11.96	11,142	11,142	0.95	3.7			3.48
中国人寿A股	18.56	28,265	20,824	1.31	8.5	11.92	0.80	2.20
中国平安A股	46.39	7,644	4,786	2.74	18.8	31.79	2.37	1.50
中国太保A股	20.54	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	744,775	196,075	15.5	17.0	2.6	1.9	13.1	
中国平安H股	589,735	220,474	14.6	24.0	3.5	2.1	14.3	
中国太保H股	266,600	71,712	11.7	21.7	2.5	1.7	12.3	
中国太平	32,369	32,369	8.7	26.9	2.2	1.4	4.5	
中国财险	133,256	133,256	25.7	12.6	3.2			
中国人寿A股	524,593	386,485	15.5	14.1	2.2	1.6	8.3	
中国平安A股	354,605	222,042	14.6	17.0	2.5	1.5	6.2	
中国太保A股	176,644	127,518	11.7	16.9	2.0	1.3	5.6	

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