



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9月27日

保险

研究部

毛军华¹

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

寿险徘徊于低谷，财险接近景气高点

近期保险行业简评

行业近况：

从上周开始，三只保险股连续几天出现了较大幅度的下跌，其中中国平安 H 股和 A 股分别下跌了 13.71% 和 9.58%，中国太保 H 股和 A 股分别下跌了 8.49% 和 7.08%。

评论：

富通投资和绿城信托不会对平安带来重大财务影响。平安已经针对富通投资 238.7 亿计提了 227.9 亿减值损失，因此即使富通破产不会带来进一步重大损失。同时，平安信托为绿城发行的信托产品金额估计不超过 30 亿，非保险投资资产或自有资金。

寿险保费增速拐点还需进一步确认。结合我们跟踪的寿险行业保费数据以及山东保险市场调研情况来看，3 季度个险新单销售增长情况依然不容乐观，平安和国寿负增长，只有太保实现正增长但增速较上半年有所放缓，个险销售情况大幅低于预期。同时，在银行吸储压力增大、银保新政执行效力逐步深化的经营环境下，4 季度银保销售能否实现同比增长还需观察。

财险市场承保周期逐渐接近顶部。财险承保利润率处于历史高位，市场竞争压力逐步增大，上行空间有限而下行风险加大，具体包括（1）各公司基于去年销售情况而制定的销售计划过于乐观，而今年新车销量下降导致保费增速下滑，财险公司普遍存在预算达成率较低的压力，从而将加大市场竞争力度。（2）财险公司普遍担心商业车险费率市场化之后业务质量变差，从而加大对当前业务的竞争，使得竞争呈现提前加速的态势。

资本市场连续下滑增加偿付能力压力。由于股市自 1H11 末以来下滑 12%，各公司偿付能力面临进一步压力，而由于本身股价大幅下跌，公司均纷纷考虑通过次级债来筹措资金。平安人寿近期已获批发行 40 亿次级债，低于预期。预计发行 40 亿次级债后平安寿险偿付能力仅略高于 150%，如果要将平安寿险偿付能力比率提高至 180% 左右，平安集团还需要向寿险子公司注资将近 50 亿。

估值与建议：

寿险基本面逐步触底回升，但保费增速的反转还需进一步观察，3 季度盈利难有惊喜，因此还需等待催化因素。我们预计 4 季度准备金评估利率会出现季度提升，这将带来寿险公司盈利的回升。寿险公司的估值已经具备中长期吸引力，但仍需要等待趋势性拐点机会的到来。

财险承保硬周期逐步接近尾声，但能在高位维持，财务业绩的强劲表现能延续到 2012 年中期，但面临保费增速下滑以及商业车险费率市场化的压力，估值难以持续提升。因此，财险行业更多表现在区间波动的交易性机会。中国人保目前对应 1.6 倍 2012 年市净率和 7.3 倍 2012 年市盈率，也处在区间的底部区域。

风险提示：

A 股市场下跌带来内涵价值预测的下调；三季度寿险公司净利润低于预期。

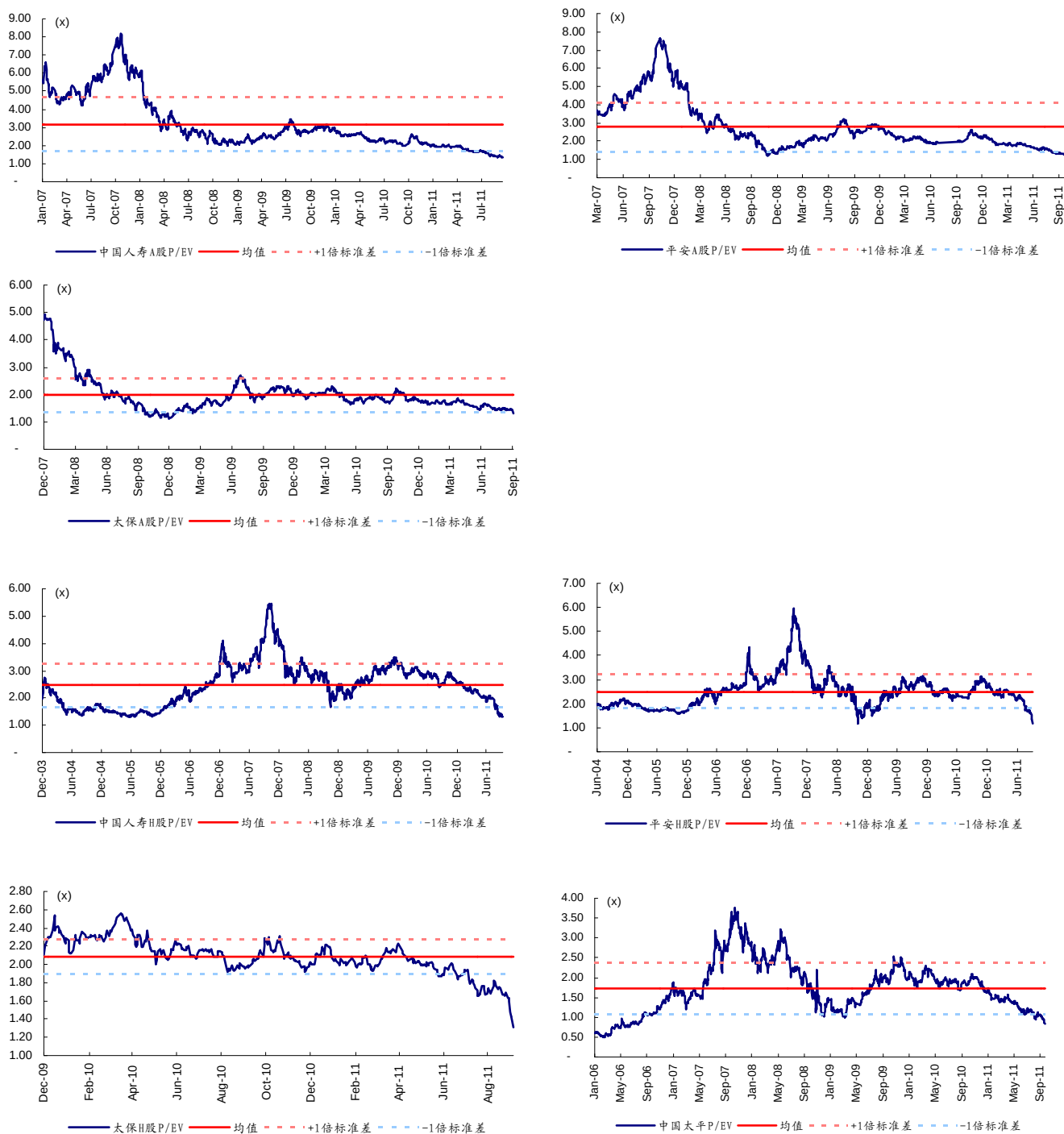
¹ 报告贡献人：唐圣波，shengbo.tang@cicc.com.cn

图表 1: 可比公司估值表

公司	股价	总股本	每股收益			每股净资产			集团每股内含价值			每股新业务价值			总资产收益率		
	2011-09-26		10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
中国人寿H股	17.66	28,265	1.40	1.25	1.62	8.69	9.66	10.81	12.41	13.95	15.51	0.83	0.92	1.04	2.38	1.77	1.96
中国平安H股	42.40	7,644	2.66	3.60	4.81	17.24	22.11	26.22	30.93	39.04	46.55	2.39	2.78	3.37	1.70	1.90	2.10
中国太保H股	22.00	8,600	1.17	1.64	2.13	10.98	12.52	14.20	15.06	17.58	20.15	0.83	1.01	1.19	1.99	2.28	2.51
中国太平	13.64	1,704	1.32	0.73	0.92	7.47	8.18	9.02	9.62	10.90	12.81	0.54	0.62	0.76	1.99	1.03	1.01
中国财险	9.02	11,142	0.55	1.01	1.23	2.62	4.13	5.65							2.83	4.21	4.46
中国人寿A股	14.91	28,265	1.19	1.03	1.35	7.38	8.02	8.97	10.55	11.58	12.87	0.70	0.77	0.86	2.38	1.77	1.96
中国平安A股	34.37	7,644	2.26	2.99	3.99	14.66	18.35	21.76	26.29	32.40	38.64	2.03	2.31	2.80	1.70	1.90	2.10
中国太保A股	18.65	8,600	1.00	1.36	1.77	9.34	10.39	11.79	12.80	14.59	16.72	0.71	0.84	0.99	1.99	2.28	2.51
公司	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	510,183	16.0	13.4	15.8	12.6	14.2	10.9	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1	6.4	4.0	2.1	
中国平安H股	333,395	17.6	18.4	19.9	15.9	11.8	8.8	2.5	1.9	1.6	1.4	1.1	0.9	4.8	1.2	(1.2)	
中国太保H股	193,929	11.0	13.7	15.9	18.8	13.5	10.3	2.0	1.8	1.5	1.5	1.3	1.1	8.3	4.4	1.6	
中国太平	23,237	15.7	9.0	9.8	10.3	18.7	14.9	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1	7.5	4.4	1.1	
中国财险	100,499	21.6	28.7	25.2	16.4	9.0	7.3	3.4	2.2	1.6							
中国人寿A股	418,196	16.0	13.4	15.8	12.5	14.4	11.1	2.0	1.9	1.7	1.4	1.3	1.2	6.2	4.3	2.4	
中国平安A股	273,283	17.6	18.4	19.9	15.2	11.5	8.6	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1	0.9	4.0	0.9	(1.5)	
中国太保A股	158,964	11.0	13.7	15.9	18.7	13.7	10.6	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1	8.2	4.8	1.9	

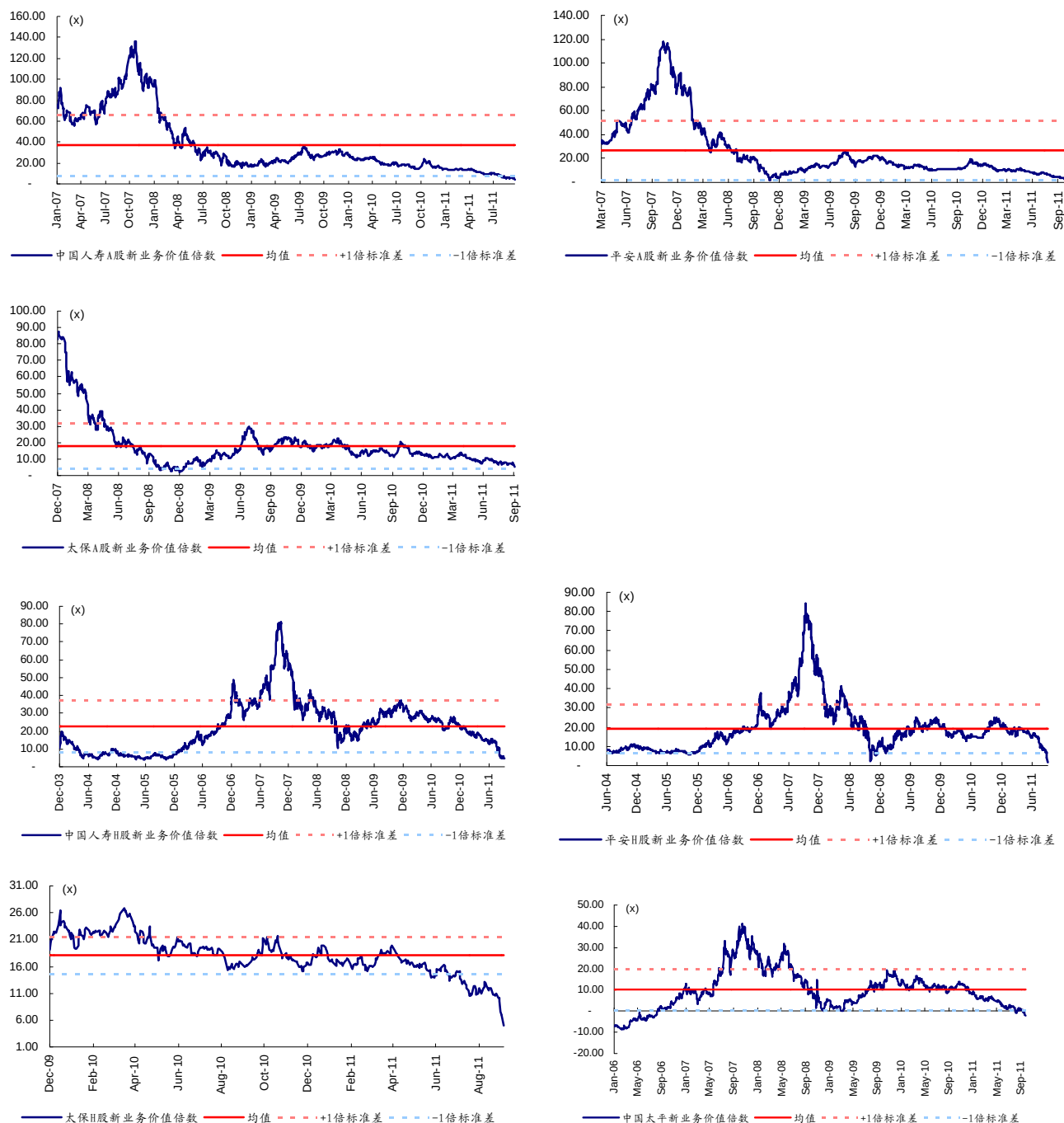
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表2：主要保险公司P/EV发展



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表3：主要保险公司新业务价值倍数发展趋势



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。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司及其关联机构为中国人寿、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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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