



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 12 月 14 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

大力发展养老保险，积极推动车险改革

《保监会关于保险业加强和创新社会管理的指导意见》点评

行业近况：

中国保监会发布关于保险业参与加强和创新社会管理的指导意见，再次定调要求大力发展商业养老和健康保险以及积极稳妥推进车险等领域费率市场化改革；我们的评论如下：

评论：

随着人口老龄化问题的日益突出以及财税政策的逐步宽松，延税型年金试点实施概率逐渐加大，并有望夯实寿险保费中长期持续较高增长的基础。

- ▶ **人口老龄化是驱动年金产品发展的核心动力。**根据美国，日本等成熟市场的经验数据，当 65 岁以上老年人口占比接近 10% 的时候，正是年金市场需求旺盛，政府鼓励年金产品大力发展的有利时机，年金产品保费将出现加速增长的态势。
- ▶ **中国寿险业适逢大力发展年金产品的有利时机。**中国目前已进入人口快速老龄化时期。截至 2010 年末，65 岁以上老年人口占比已超过 9%。对比美国和日本的发展经验来看，当一国老年人口比例接近 10% 时，即会迎来年金发展的黄金时期。

产险承保盈利周期见顶，费率市场化可能加速周期逆转进程。

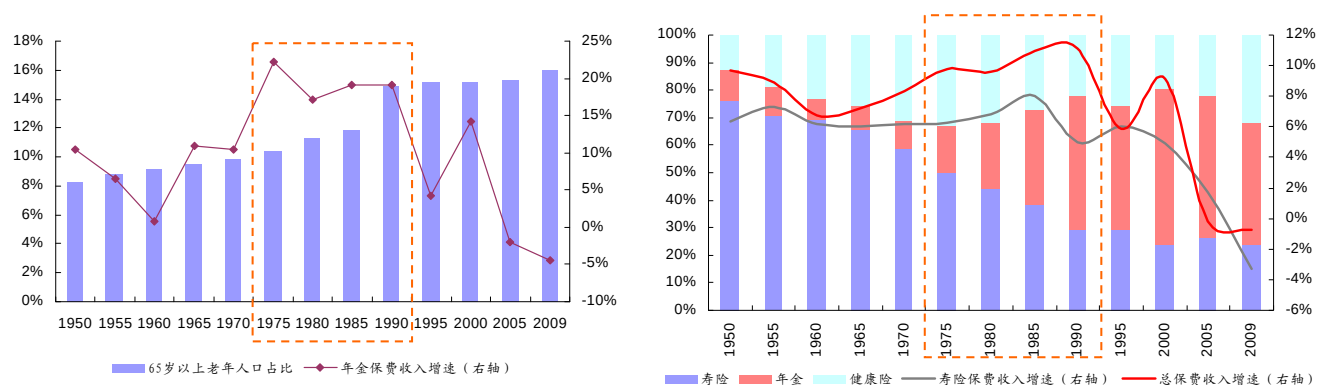
- ▶ **供求关系逆转决定承保盈利周期见顶。**产险业承保市场由于供求关系的变化而呈现明显的周期特征。从供给端来看，产险业 2011 年通过自身盈利、股东注资以及发行次级债等多种方式夯实资本实力，保费供给能力大幅提升。而需求端的变化则较为平稳，新车销量增速下降导致汽车保有量增速趋缓，而 GDP 增速下降则限制了非车险市场的需求增长。我们判断，产险市场自 2008 年底以来供不应求的供求关系正在发生逆转。
- ▶ **市场监管放松加剧竞争，加速周期逆转。**我们判断，未来监管政策导向将在继续强化以偿付能力监管为核心的基础上逐步实现行业市场化竞争改革。商业车险费率市场化改革将导致保险责任扩大但费率却下调；而交强险对外资放开则意味着外资将能够全面进军中国车险市场。这将加剧产险市场竞争而加速承保盈利周期逆转。

估值与建议：

偏好底部反转寿险公司，把握产险区间交易机会。在资产负债表修复阶段，寿险公司类似于高杠杆的混合型偏债基金，选股逻辑在于资产回升以及业绩弹性。中国人寿由于资产端中可供出售类债券以及权益投资的占比都最高，是我们的首选。在保费成长性回归阶段，选股逻辑在于保费增长率的反弹力度。中国太平由于保费增长率在 2011 年受银保新政影响最大，且公司业务转型推动迅速，有望率先走出寿险行业低谷。同时，中国人寿和中国太平寿险业务占比大，最受益于寿险业底部反转。产险业承保盈利周期见顶，但财务业绩能在高位维持。在商业车险费率市场化以及交强险对外资放开等负面政策传闻的打压下，产险公司仅存在区间波动的交易性投资机会。综合以上因素，我们对保险 A 股推荐顺序依次为中国人寿、中国太保、中国平安。H 股推荐顺序依次为中国太平、中国人寿、中国平安和中国太保。其中，中国平安 A 股和中国太保 H 股因存在潜在解禁压力而排序置后。

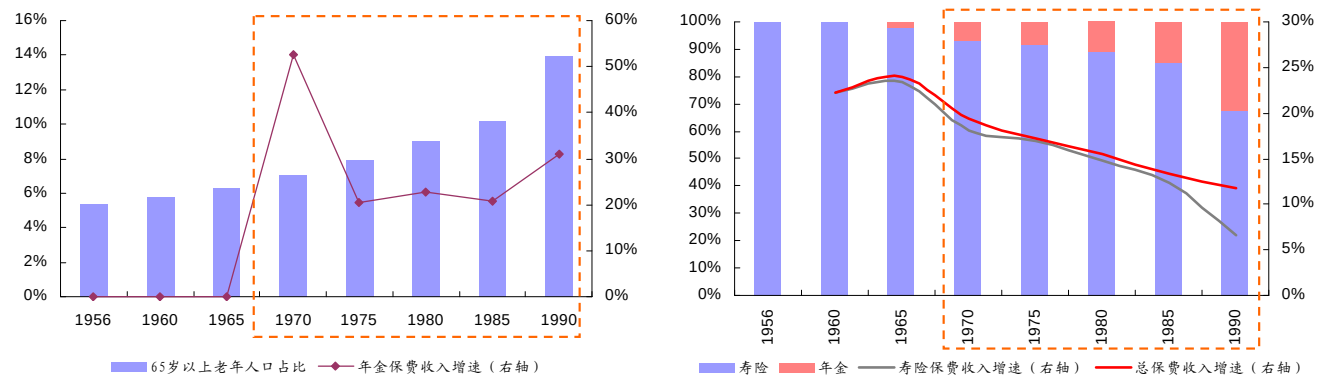
¹ 报告贡献人：唐圣波，北美精算师，shengbo.tang@cicc.com.cn

图表 1: 美国人口老龄化与寿险年金发展



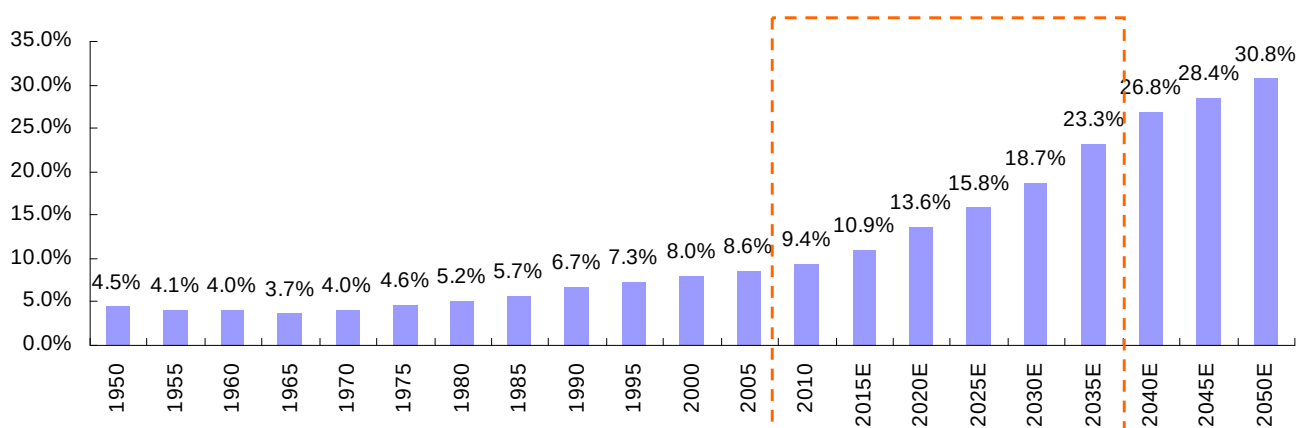
资料来源: ACLI、UN, 中金公司研究部

图表 2: 日本人口老龄化与寿险年金发展



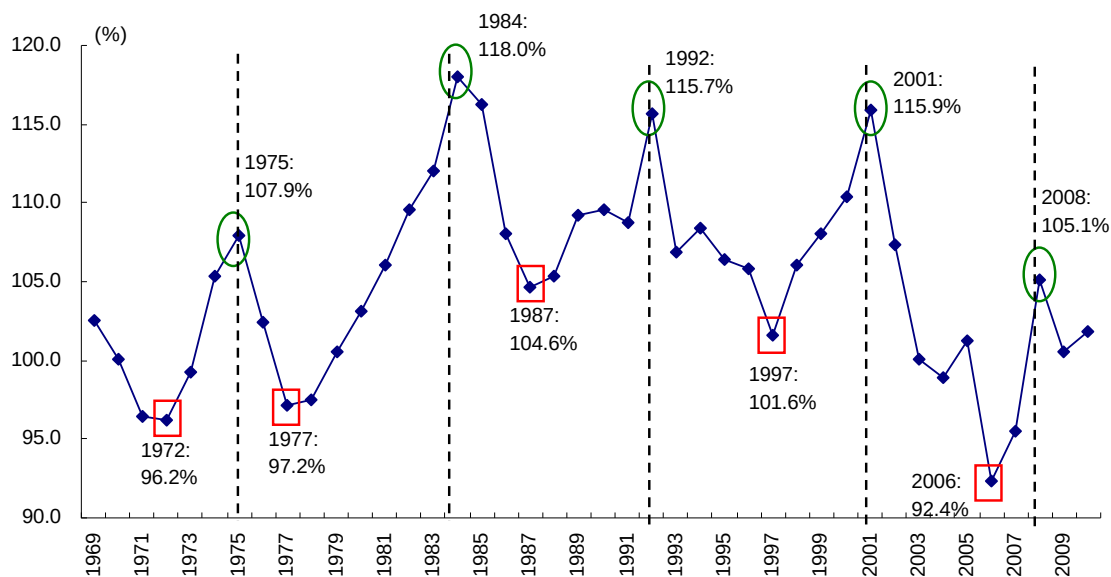
资料来源: LIAJ、UN, 中金公司研究部

图表 3: 中国 65 岁以上老年人口占比已超过 9%



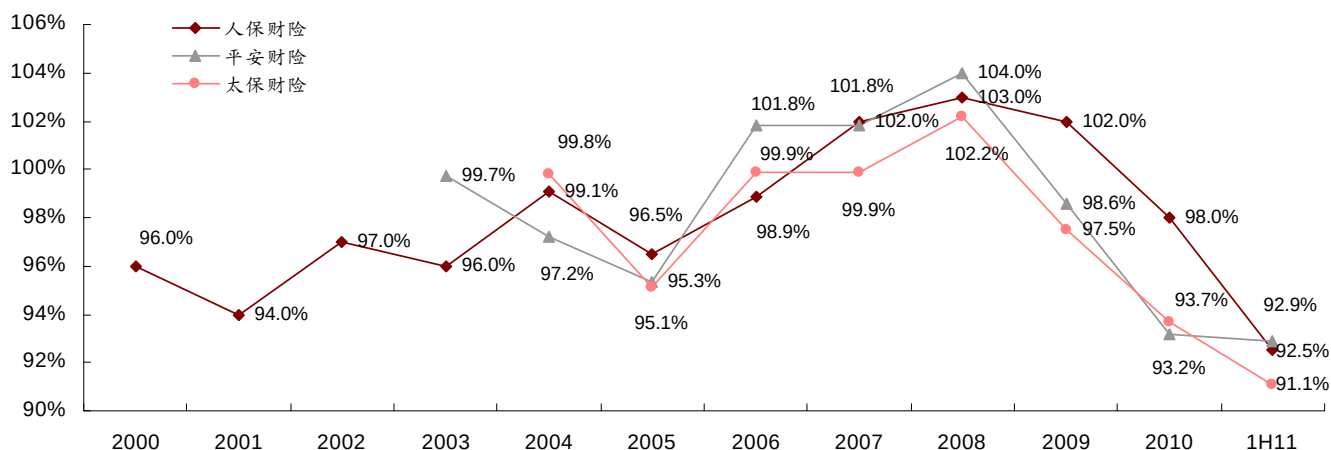
资料来源: UN、中金公司研究部

图表 4: 美国财险行业 1969-2009 年综合成本率



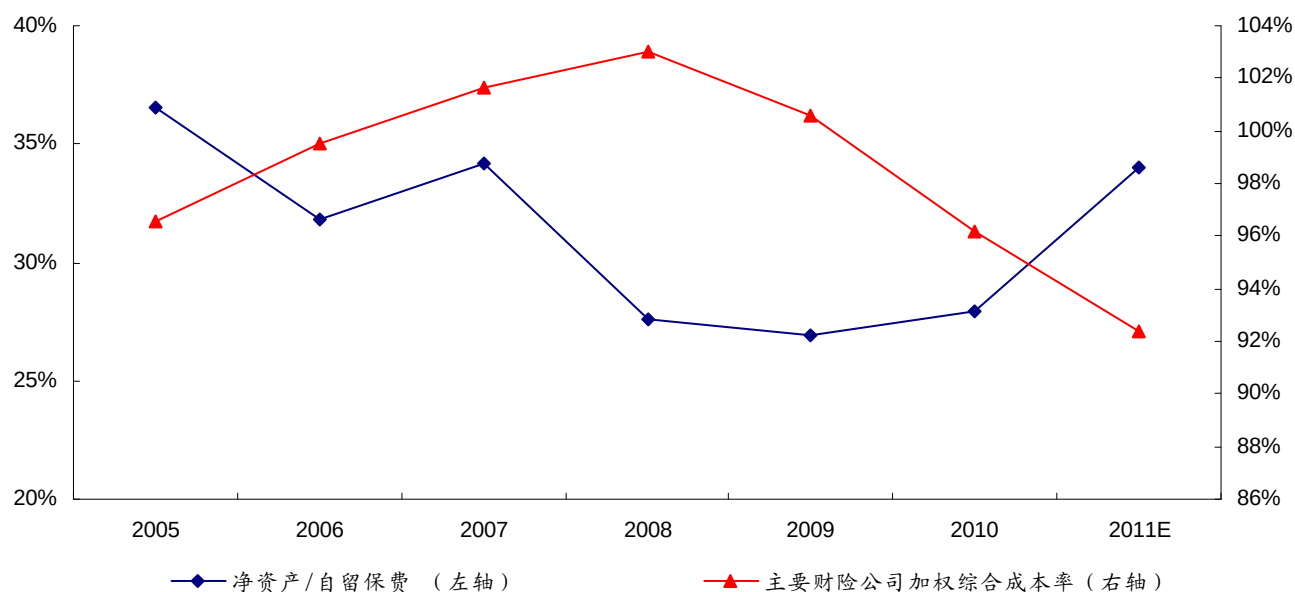
资料来源：NAIC、中金公司研究部

图表 5: 国内主要财险公司综合成本率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 6: 中国产险业的净资产占自留保费比率与综合成本率



资料来源：中国保险年鉴，公司数据，中金公司研究部

图表 7: 中国产险业 2011 年资本补充情况

获批日期	增资公司	增资方式	增资金额 (亿元)
2011-1-31	中银保险	股东注资	17.0
2011-3-30	太保财险	股东注资	18.4
2011-4-12	长安责任	股东注资	0.5
2011-4-22	紫金财险	股东注资	15.0
2011-5-20	人保财险	次级债	50.0
2011-5-27	利宝保险	股东注资	1.2
2011-5-27	大众保险	股东注资	2.9
2011-5-31	华安财产	股东注资	5.0
2011-6-2	平安财险	股东注资	50.0
2011-6-2	安盟保险 (中国)	股东注资	2.5
2011-7-11	太平财险	股东注资	5.0
2011-7-19	丘博保险	股东注资	0.3
2011-7-30	长安责任	股东注资	2.2
2011-8-10	鼎和财产	股东注资	10.0
2011-8-26	安邦财产	股东注资	69.0
2011-9-16	永诚财产	股东注资	3.8
2011-9-20	利宝保险	股东注资	0.7
2011-11-15	安华农业	股东注资	4.2
2011-11-15	安诚财产	股东注资	15.0
总计			272.6
2010年净资产			1,004.0
2011年增资金额占2010年净资产比例			27.2%

资料来源：保监会，中金公司研究部

图表 8: 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		
	2011-12-13		10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
中国人寿H股	19.72	28,265	1.40	1.05	1.45	8.69	7.94	9.01	12.41	12.68	14.13	0.83	0.84	0.88	2.56	1.63	1.96
中国平安H股	54.75	7,916	2.66	3.27	5.56	17.24	19.62	25.27	30.93	38.75	47.91	2.39	2.64	2.91	1.64	1.25	1.46
中国太保H股	21.30	8,600	1.17	1.48	2.04	10.98	11.06	13.02	15.06	16.77	19.24	0.83	0.96	1.11	1.99	2.11	2.52
中国太平	16.00	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	10.46	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	17.96	28,265	1.19	0.87	1.21	7.38	6.59	7.48	10.55	10.52	11.73	0.70	0.70	0.73	2.56	1.63	1.96
中国平安A股	36.02	7,916	2.26	2.71	4.62	14.66	16.28	20.98	26.29	32.16	39.76	2.03	2.19	2.42	1.64	1.25	1.46
中国太保A股	18.65	8,600	1.00	1.23	1.70	9.34	9.18	10.81	12.80	13.92	15.97	0.71	0.79	0.92	1.99	2.11	2.52
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	603,839		16.0	12.4	17.1	14.1	18.8	13.6	2.3	2.5	2.2	1.6	1.6	1.4	8.9	8.3	6.3
中国平安H股	382,072		17.6	17.8	24.8	20.5	16.8	9.8	3.2	2.8	2.2	1.8	1.4	1.1	10.0	6.1	2.4
中国太保H股	192,575		11.0	13.3	17.0	18.2	14.4	10.4	1.9	1.9	1.6	1.4	1.3	1.1	7.5	4.7	1.9
中国太平	27,258		19.5	9.3	10.7	12.1	22.0	17.4	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5	1.2	11.9	8.2	4.2
中国财险	128,198		21.6	28.7	25.2	19.0	10.4	8.5	4.0	2.5	1.9						
中国人寿A股	494,051		16.0	12.4	17.1	15.1	20.6	14.9	2.4	2.7	2.4	1.7	1.7	1.5	10.6	10.6	8.5
中国平安A股	312,604		17.6	17.8	24.8	15.9	13.3	7.8	2.5	2.2	1.7	1.4	1.1	0.9	4.8	1.8	(1.5)
中国太保A股	157,562		11.0	13.3	17.0	18.7	15.2	11.0	2.0	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2	8.2	6.0	2.9

资料来源：彭博资讯，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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

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