

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

新华社消息，国家副主席习近平 14 日会见美国总统奥巴马后，按商定中美双方发布《关于加强中美经济关系的联合情况说明》。其中第 16 条：目前中方已决定对外资保险公司开放交强险，在完成修改相关法规等程序后，将正式颁布实施。对此，我们点评如下：

交强险限令扼杀外资险企生存空间，外资保费规模仅 1%

根据 2006 年 7 月实施的《交强险条例》，在华外资财险公司只能经营商业车险业务，不能涉足交强险。由于在实务操作过程中交强险与商业险多为捆绑销售，这一限令几乎完全直接扼杀外资险企在国内的车险市场份额。11 年外资财险公司保费收入仅占行业收入 1.1%。

图表 1、11 年外资财险公司保费收入仅占行业收入 1.1%

资本结构	公司名称	保费收入	保费占比
中资	人保股份	17,337,227	36.3%
	大地财产	1,625,562	3.4%
	出口信用	1,023,427	2.1%
	中华联合	2,095,461	4.4%
	太保财	6,159,111	12.9%
	平安财	8,333,256	17.4%
	其他	10,695,441	22.4%
	小计	47,269,485	98.9%
外资	美亚	105,438	0.2%
	东京海上	47,387	0.1%
	利宝互助	51,739	0.1%
	其他	316,538	0.7%
	小计	521,102	1.1%
合计		47,790,588	100.0%

数据来源：WIND，华泰联合证券研究所

由于国内法律背景、文化观点等各方面限制，目前国内企财险、责任险等财险业务发展仍较为缓慢。机动车辆保险常年占据财险行业保费 80% 以上的占比。在此背景下，外资财险公司车险业务被限制后生存状况十分恶劣。

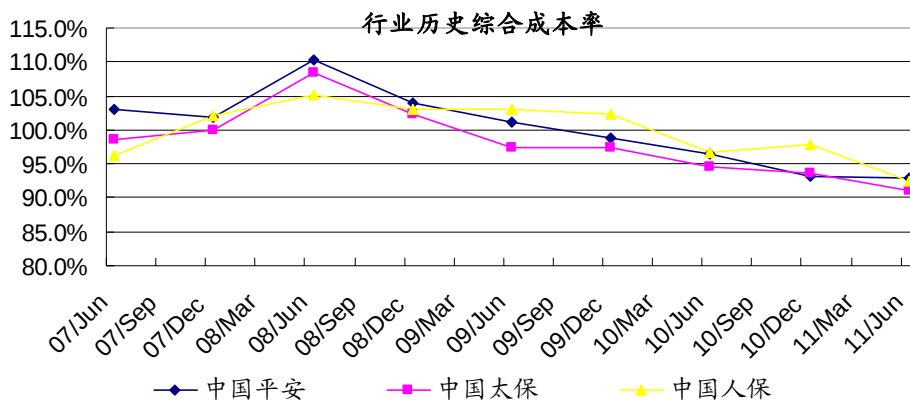
图表 2、车险保费占财险保费八成以上

单位：亿元	2005	2006	2007	2008	2009	2010	占比（2010）
机动车辆保险	858	1,108	1,484	1,703	2,156	3,004	81.4%
企业财产险	150	158	187	222	221	272	7.4%
责任保险	45	56	67	82	92	116	3.1%
货运险	51	56	63	71	61	79	2.1%
意外险	46	62	74	73	74	86	2.3%
农业险保费	7	8	53	111	134	136	3.7%

数据来源：WIND，华泰联合证券研究所

限制放开将导致行业竞争加剧，行业综合成本上行、内资公司股份下滑
财险行业近年来进入景气周期，截止 11 年中报，人保、平安、太保平均综合成本率仅 92%。我们认为此轮财险行业景气上升的主要原因是：1）保监会加强行业监管力度，严控返佣、超额手续费等现象；2）全国联网车险理赔平台建立，行业理赔资料联网，理赔率下降；3）严查酒驾，酒驾事故量大幅下降。

图表 3、行业综合成本率进入景气周期



数据来源：WIND，华泰联合证券研究所

但是交强险放开后，我们预计市场竞争态势将会加剧，一方面竞争加剧将直接提升费用率、压缩利润空间；另一方面在市场总份额增速一定的情况下内资公司股份将被蚕食、保费增速或将下滑。

太保、平安仍以寿险业务为主，财险业务估值影响小

由于业务模式不同，财险业务不像寿险具有资产的累计效应，因此太保、平安财险业务占内含价值比例分别只有 17.1%和 9.8%，财险业务对两家公司估值影响有限。未来伴随寿险业务的资产累计效应，预计财险占太保、平安的估值占比会进一步下降。因此我们认为不必过于负面解读此次外资险企开发交强险对上市保险板块的负面影响。

图表 4、太保内含价值中财险业务估值占比 17.1%

	2011E	占比
调整净资产	3.62	27.4%
有效业务价值	5.16	39.2%
寿险内含价值	8.78	66.6%
财险业务净资产	2.26	17.1%
其他业务净资产	2.14	16.3%
公司内含价值	13.18	100.0%

数据来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图表 5、平安内含价值中财险业务估值占比 9.8%

	2011E	占比
调整净资产	5.63	19.3%
有效业务价值	11.13	38.1%
寿险内含价值	16.76	57.3%
财险业务净资产	2.87	9.8%
银行业务净资产	6.12	20.9%
证券业务净资产	1.02	3.5%
其他业务净资产	2.45	8.4%
公司内含价值	29.22	100.0%

数据来源: WIND, 华泰联合证券研究所

估值与投资建议

虽然年初至今保险板块已有一定超额收益，但行业目前估值仍然处于历史偏低位置，行业 12PEV1.4 倍，即使按最保守的保费假设测算，行业目前估值仍有一定幅度的折价。因此，在寿险行业基本面底部确立，未来趋势向上的背景下，我们认为目前保险板块仍然具备长期投资价值。

表格 6、保险行业估值表

证券简称	价格	EV				1YrVNB				P/EV				VNBX			
		2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
中国平安	40.24	21.14	26.29	29.22	34.83	1.61	2.03	2.26	2.72	1.9	1.5	1.38	1.2	11.9	6.9	4.9	2.0
中国人寿	18.52	10.09	10.55	10.75	11.95	0.63	0.70	0.75	0.86	1.8	1.8	1.72	1.6	13.4	11.4	10.4	7.6
新华保险	30.45		23.40	19.09	22.49		3.95	1.52	1.82		1.3	1.59	1.4		1.8	7.5	4.4
中国太保	21.00	11.60	12.80	13.46	15.17	0.59	0.71	0.81	0.98	1.8	1.6	1.56	1.4	16.0	11.6	9.3	6.0

证券简称	价格	EPS				BVPS				P/E				P/B			
		2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
中国平安	40.24	1.89	2.26	2.57	3.18	11.57	14.66	16.40	19.18	21.3	17.77	15.7	12.7	3.5	2.75	2.5	2.1
中国人寿	18.52	1.16	1.19	0.80	1.03	7.47	7.38	6.72	7.35	15.9	15.57	23.2	18.0	2.5	2.51	2.8	2.5
新华保险	30.45		1.87	0.93	1.15		5.47	10.12	11.17		16.25	32.6	26.5		5.56	3.0	2.7
中国太保	21.00	0.87	1.00	0.95	1.23	8.80	9.34	8.92	9.76	24.2	21.11	22.0	17.0	2.4	2.25	2.4	2.2

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

权益市场波动会对公司业绩和净资产双双产生影响，增加其不确定性。

