



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

观点聚焦
证券研究报告

2013年3月14日

保险

研究部

唐圣波¹，北美精算师

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080512020001

shengbo.tang@cicc.com.cn

更严格的银保监管措施临近 对规范银邮渠道销售新规的点评

事件

根据媒体报道²，保监会已向各家保险公司下发了《关于规范银邮保险代理渠道销售行为有关问题的通知征求意见稿》（以下简称《征求意见稿》），其中对银邮渠道保险产品销售的**产品保费、销售对象、产品种类**等提出了更严格的要求。主要内容如下：

1. **产品保费限制。**《征求意见稿》要求银邮保险代理渠道把握客户的真实需求和承受能力，期缴产品年缴保费原则上不超过客户年收入的 20%，趸缴产品保费原则上不得超过客户的年收入。同时，还限定了起售金额，原则上趸缴不低于 5 万元，期缴不低于 1 万元。
2. **销售对象限制。**《征求意见稿》规定，不得向 70 岁以上老年人推荐任何保险产品，不得向 60~70 岁年龄段的老年人推荐期缴型产品。
3. **产品种类限制。**《征求意见稿》要求，在银邮保险代理渠道，向农村和城镇低收入居民销售保险产品的，原则上不能为分红型、万能型、投资连接型、变额型人身保险产品，而应以保单利益确定的普通型保险产品为主。
4. **延长犹豫期：**《征求意见稿》还将投保犹豫期由原来的不得短于 10 天扩大至不得短于 20 天。

点评

1、此次银邮保险代理渠道销售行为规范会最终落地么？

我们认为，尽管保监会意在将规范银邮渠道销售行为作为保护消费者免受“误导销售”的重要举措，该项新规定仍可能需要在具体实施细则做部分修改，以提高实际操作的可操作性。

2、该项新政的最终实施会对寿险公司基本面产生多大影响？

由于收益水平相较其他竞争性理财产品并不具备吸引力，主要寿险公司银保渠道销售的储蓄型保险产品今年以来仍延续了大幅下滑的局面。我们预计，此项规范银邮代理渠道销售行为的新政，可能对银邮渠道业务进一步产生不利影响，但影响并不显著，主要原因：（1）大多数低收入人群目前并不具备储蓄型保险产品的购买能力，因此，低收入人群本身并非银邮渠道保险产品的主要购买者。（2）对于“期缴产品年缴保费原则上不超过客户年收入的 20%，趸缴产品保费原则上不得超过客户的年收入”的产品保费限制，在实际执行中可能由于缺乏个体收入数据而不具备可操作性。（3）对于销售对象的年龄限制，我们预计目前销售给年龄超过 60 岁以上老年人的保险产品占比仍很小，此项限制影响较小。

3、哪家上市保险公司将受此影响最大？

毫无疑问，银邮渠道新单保费占比较高的保险公司将受到更大的冲击（如图表 2）。在我们覆盖的上市保险公司中，新华保险和中国太平银邮渠道新单保费收入占比较高，而中国人寿和中国太保占比则较低。

估值及投资建议

目前保险股 A/H 对应于 2013 年业绩的寿险业务内含价值估值倍数均为 1.27 倍。考虑到保险行业近期可能出台的诸多利空政策（人身保险费率政策改革、规范银邮渠道销售保险产品新政等），我们仍维持对中国保险业的“审慎推荐”评级。但我们下调主要上市保险公司的安全买点价格，以反映上述潜在的行业风险。其中，中国人寿 A 股/中国太保 A 股/新华保险 A 股安全买点价格分别下调 8%/5%/1%至人民币 16.1 元/18.1 元/21.6 元。尽管从我们 1 月 8 日下调保险业评级以来，主要保险公司股价已经回调了 15%~20%，我们预计保险板块可能还需回调约 10%，建议长期投资者耐心等待更好的买入时点。

风险提示 A 股股市强劲表现大幅提升保险公司投资收益以及净资产，推动保险公司股价上扬。

1 报告贡献人：连勃(bo.lian@cicc.com.cn)

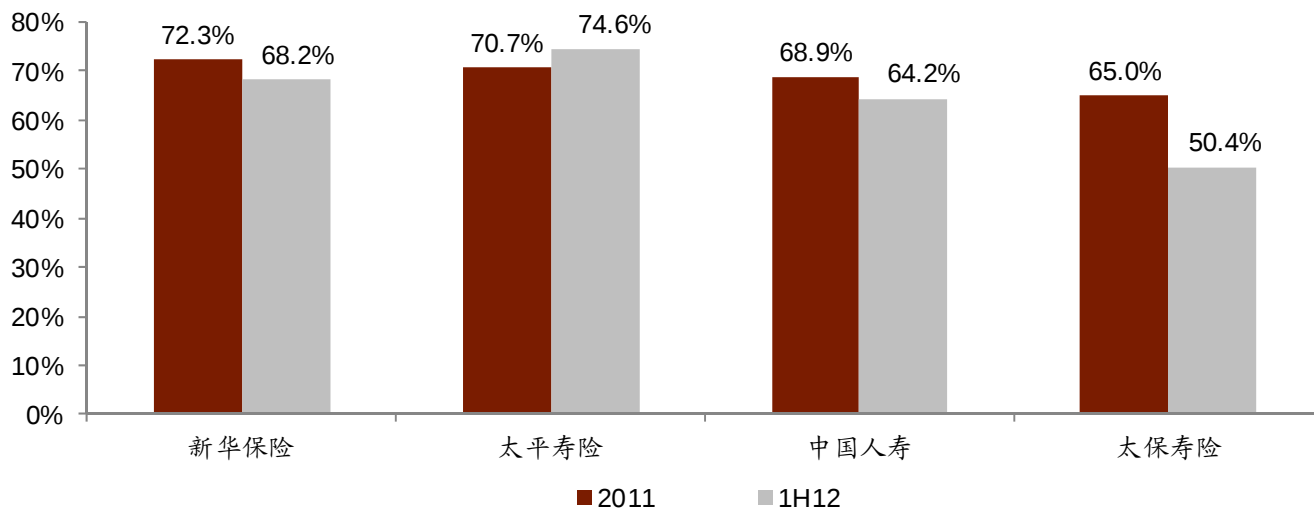
2 新闻链接：<http://insurance.hexun.com/2013-03-13/152013961.html>

图表 1: 保险公司基于保守精算假设下的安全买点价格测算

基于调整后保险精算假设下的安全买点价格测算 (2013E)	中国人寿	中国太保	新华保险	中国太平*
基于公司基准情形的每股寿险业务内含价值	13.1	10.9	20.1	21.2
精算假设调整对每股有效业务价值的影响比率	-18.6%	-19.3%	-31.1%	-16.5%
基于调整后保守情形的每股寿险业务内含价值	11.6	9.6	16.4	18.5
基于公司基准情形的每股寿险业务新业务价值	0.8	0.9	1.5	1.4
精算假设调整对每股新业务价值的影响比率	-18.0%	-14.0%	-36.5%	-26.0%
基于调整后保守情形下的每股寿险业务新业务价值	0.6	0.7	0.9	1.1
假设未来零增长对应的新业务价值估值倍数	9.1	8.7	8.3	8.3
基于调整后保守情形下的每股寿险业务价值	17.5	16.0	24.2	13.6
其他业务每股净资产		5.2		3.2
对集团公司的估值折扣		10.0%		10.0%
基于调整后保守情形下的每股保险公司价值 (人民币)	17.5	19.1	24.2	
基于调整后保守情形下的每股保险公司价值 (港币)	21.6	23.5	29.9	15.1
对解禁风险的估值折扣			10%	10%
对人身保险费率改革风险的估值折扣	8%	5%	1%	1%
安全买点价格 (人民币)	16.1	18.1	21.6	
安全买点价格 (港币)	19.8	22.3	26.6	13.5

资料来源: 公司数据, 中金研究部; 中国人寿、中国太保、新华保险每股数据为人民币; 中国太平每股数据为港币

图表 2: 主要寿险公司银保渠道新单保费收入占比



资料来源: 公司数据, 中金研究部

图表 3: 估值表 (摊薄后)

公司	股价	目标价	上涨空间	每股收益				每股净资产				集团每股内含价值				每股新业务价值				平均净资产收益率 (%)			
2013-03-13				11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E
H股																							
中国人寿H股	22.1	29.1	31%	0.80	0.69	1.21	1.48	8.36	9.58	10.75	12.07	12.78	14.46	16.22	18.27	0.88	0.91	0.97	1.06	9.2	7.7	11.9	13.0
中国太保H股	26.0	33.4	29%	1.13	1.02	1.32	1.64	10.45	12.41	13.78	15.11	15.46	17.44	19.55	21.70	0.90	0.95	1.04	1.16	10.6	8.9	10.1	11.3
中国太平	15.0	18.5	23%	0.29	0.68	0.89	1.07	6.71	7.66	9.21	10.74	10.03	11.81	13.79	16.53	0.66	0.67	0.71	0.77	4.1	9.4	10.5	10.8
新华保险H股	27.4	34.0	24%	1.11	1.26	1.98	2.77	12.38	13.75	15.50	17.93	19.37	21.97	24.76	27.54	1.72	1.69	1.83	2.03	14.8	9.7	13.5	16.6
简单平均																				9.7	8.9	11.5	12.9
A股																							
中国人寿A股	17.2	23.6	37%	0.65	0.56	0.98	1.20	6.78	7.77	8.72	9.78	10.36	11.73	13.15	14.82	0.71	0.74	0.78	0.86	9.2	7.7	11.9	13.0
中国太保A股	18.7	27.1	45%	0.92	0.83	1.07	1.33	8.47	10.06	11.17	12.25	12.53	14.14	15.85	17.60	0.73	0.77	0.84	0.94	10.6	8.9	10.1	11.3
新华保险A股	24.5	27.6	13%	0.90	1.03	1.60	2.24	10.03	11.15	12.57	14.54	15.70	17.81	20.08	22.33	1.40	1.37	1.48	1.64	14.8	9.7	13.5	16.6
简单平均																				11.5	8.8	11.8	13.6
公司	市值	总股本	A/H股溢价	市盈率(X)				市净率(X)				集团内含价值倍数				新业务价值倍数				寿险业务内含价值倍数			
				11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E	11A	12E	13E	14E
H股																							
中国人寿H股	164,450	7,441		27.6	32.1	18.3	14.9	2.64	2.31	2.06	1.83	1.73	1.53	1.36	1.21	10.6	8.4	6.1	3.6	1.73	1.53	1.36	1.21
中国太保H股	72,019	2,775		22.9	25.5	19.6	15.8	2.48	2.09	1.88	1.72	1.68	1.49	1.33	1.20	11.7	8.9	6.2	3.7	2.07	1.75	1.49	1.28
中国太平	25,588	1,706		51.6	22.1	16.9	14.0	2.23	1.96	1.63	1.40	1.50	1.27	1.09	0.91	7.5	4.8	1.7	-2.0	1.78	1.41	1.11	0.88
新华保险H股	330,006	12,044		24.8	21.7	13.8	9.9	2.21	1.99	1.77	1.53	1.41	1.25	1.11	0.99	4.7	3.2	1.4	-0.1	1.41	1.25	1.11	0.99
简单平均				31.7	25.3	17.2	13.7	2.39	2.09	1.83	1.62	1.58	1.38	1.22	1.08	8.6	6.3	3.9	1.3	1.75	1.48	1.27	1.09
A股																							
中国人寿A股	357,332	20,824	-5.3%	26.5	30.7	17.5	14.3	2.53	2.21	1.97	1.75	1.66	1.46	1.31	1.16	9.5	7.4	5.1	2.7	1.66	1.46	1.31	1.16
中国太保A股	117,813	6,287	-11.9%	20.4	22.7	17.5	14.1	2.21	1.86	1.68	1.53	1.50	1.33	1.18	1.06	8.5	6.0	3.4	1.2	1.78	1.50	1.27	1.09
新华保险A股	51,093	2,085	9.0%	27.3	23.9	15.3	10.9	2.44	2.20	1.95	1.69	1.56	1.38	1.22	1.10	6.3	4.9	3.0	1.3	1.56	1.38	1.22	1.10
简单平均				24.7	25.8	16.8	13.1	2.40	2.09	1.86	1.66	1.57	1.39	1.24	1.11	8.1	6.1	3.8	1.8	1.67	1.45	1.27	1.12

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金研究部；截止于2013年3月13日收盘价

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

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

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3层
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