



公司报告

中国人民保险集团 (1339 HK) - 买入

寿险及健康险、财险行业
始发报告 (2013E 目标价: HK\$5.29)

主要数据

股价 (HK\$)	4.48
目标价(HK\$)	5.29
上行空间 (%)	18.2
52 周高/低(HK\$)	4.96/3.48
发行股数(百万)	42,242
市值 (HK\$百万)	190,059
30 天平均成交额 (HK\$百万)	371.4
主要股东(%):	
中国财政部	72.45
中国社保基金	10.88

来源: 公司和彭博

2011 年保费收入组成 (%)

财险	69.9
寿险	28.3
健康险	1.8

来源: 公司

股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	16.7	10.9
3 个月	NA	NA
6 个月	NA	NA

* 相对于 MSCI 香港指数

来源: 彭博

自 2012 年 12 月 IPO 后股价表现



来源: 彭博

分析员:

陈永富
电话: (852) 2147 8311
电邮: francischan@abci.com.hk

报告日期: 2013 年 1 月 28 日

双增长引擎

中国人民保险集团是一家具有双增长引擎的综合性保险公司。其寿险及健康险业务将呈现高增长, 财险业务将保持稳定增速。此外, 鉴于股票市场的复苏和债券市场的稳定, 其 2013 年投资表现将向好。因此, 我们首次评级买入。我们设目标价为 HK\$5.29(2.11x PEV, 9.3x VNB 和 17.4x 2013E PER); 从目前股价计算, 有 18.2% 的上升空间。

双增长引擎: 人保集团是一家具有双增长引擎的综合性保险公司。寿险及健康险业务尚处于起步阶段, 在改善保费组合和新业务利润率上, 增长空间巨大。2011 年, 该业务内含价值的营业利润比其他上市同业出色。同时, 财险业务在亚洲区内同业中最赚钱, 该业务在运营层面上已经达到最优, 目前的承保利润率丰厚。

投资表现向好: 首先, A 股市场从 2012 年末开始触底回升, 债券价格自 2011 年 4 季度稳定, 这都利好人保集团的内含价值增长。此外, 人保集团受益于保监会在拓展投资渠道方面的新政策。最后, 同样重要的一点是人保集团的内含价值和新业务价值比同业对于投资收益更敏感。因此, 我们对人保集团 2013 年的投资表现持乐观态度。

比同业享有更均衡的增长前景: 尽管寿险及健康险行业表现低迷, 但鉴于较低的基数, 人保集团的寿险及健康业务受到的拖累较小。同时, 财险业务正处于承保周期中绝佳的位置, 作为该行业的市场领导者, 其财险业务将充分受惠。拥有更均衡的利润和内含价值组合, 我们因而认为人保集团将比其他综合性保险商表现更为出色。

首次评级买入; 目标价 HK\$5.29: 基于我们的财务预测和精算假设, 我们对人保集团 2013 年的估值为 Rmb1,766 亿, 故此我们的目标价为每股 HK\$5.29。2013 年, 我们预测集团总内含价值和寿险及健康险新业务价值分别为每股 HK\$2.50 和 HK\$0.12。我们的目标价代表的估值为 2.11x 2013E PEV 或 9.3x 2013E VNB。目前股价距我们的目标价有 18.2% 的上升空间, 因此, 我们给予首次评级为买入。

风险因素: 差于预期的承保业务和投资表现, 比预期严厉的行业规管。

业绩和估值

财年截至 31/12	2010	2011	2012E	2013E	2014E
收入 (Rmb 百万)	219,856	236,291	260,387	300,857	352,534
同比变化 (%)	39.5	7.5	10.2	15.5	17.2
净利润(Rmb 百万)	3,987	5,185	9,798	10,176	12,428
同比变化 (%)	259.8	30.0	89.0	3.9	22.1
EPS (HK\$)	0.16	0.18	0.29	0.31	0.38
PER (x)	28.9	24.5	15.5	14.7	11.8
BPS (HK\$)	0.90	1.11	1.81	2.10	2.46
P/B (x)	5.0	4.0	2.5	2.1	1.8
EVPS (HK\$)		1.5	2.2	2.5	2.9
PEV (x)		3.0	2.0	1.8	1.6
VNB (HK\$)		0.12	0.10	0.12	0.14
VNB (x)		14.2	9.2	2.6	(2.7)

*图中所示价格截至 2013 年 1 月 25 日

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券



权益披露

分析员，陈永富，作为本研究报告全部或部分的主要撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所作的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何及相关权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级人员。

农银国际证券有限公司及/或其成员公司，在过去 12 个月内，已向本报告中提及的一家或者更多的公司提供了投资银行服务。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

基准指数指恒生指数

免责声明

该报告只为客户使用，并只在此情况下或许分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183