

行业动态点评

金融行业

保险

谨慎推荐

(维持评级)

2009年2月6日

充裕流动性推高投资收益率利好保险股

✎ 非银行金融业分析师：武建刚

如果说前期保险股的上涨是因为趋势性转好从而价值回归造成，那么我们认为由于近期充裕的流动性将推高保险股投资收益率从而推动保险股继续趋势性上涨-----强烈建议继续买入！

■ 充裕流动性推高投资收益率利好保险股

如果说前期保险股的上涨是因为趋势性转好从而价值回归造成，那么我们认为由于近期充裕的流动性将推高保险股投资收益率从而推动保险股继续趋势性上涨。

其理由如下：

- 1、国务院总理温家宝 1 月 28 日在出席达沃斯世界经济论坛时透露，2009 年 1 月份的前 20 天，银行业金融机构新增贷款达到 9000 亿元。照此推断，今年 1 月份银行业金融机构新增贷款将超过 10000 亿元，较高的贷款增速促使银行、保险（主要是财产险），以及基金机构投资者部分资金撤离债券市场，造成债券市场公允价值开始下跌，从而推动近期债券到期收益率上扬，即使后期贷款增速有所下降或慢于存款增速，但由于经济的逐渐转暖使得继续降息预期逐渐减弱，因此我们认为债券收益率也不太可能降低到之前低位水平。
- 2、进入 09 年，国家计划发行中长期建设国债 5-7 千亿，另外弥补赤字发行的债券部分 5 千亿元左右，如此计算 09 年政府计划发行国债将介于 1-1.2 万亿之间，由于这些国债大部分由中长期债券构成，所以，如此大的融资规模使的中长期债收益率不会下降，甚至可能上扬，结合前面所述的由于银行贷款增速的原因上扬的可能性更大。
- 3、前期央行释放大量流动性，给经济造成较大通胀压力，一旦 CPI、PPI 走势企稳乃至上扬，将造成债券收益率产生上升预期，从而推高保险股债券到期收益率。
- 4、当前银行票据融资直贴月息在 1.6‰-1.8‰之间，年息为 1.92%-2.16%之间，而一年期国债的收益率在 1.18%（09 年 2 月 4 日数据），一年期政策性金融债收益率为 1.39%（09 年 2 月 4 日数据），均低于票据融资年息率，即使一年期企业债（AAA）收益率为 2.29%（09 年 2 月 4 日数据），略高于票据年息率，但由于银行本身持有企业债比例很小（小于 5%），因此银行资金介入债券市场（尤其是国债）的动力并不强，由此也将推高债券到期收益率。
- 5、充裕的流动性推高股市（目前正在进行中），从而造成权益类资产公允价值大幅增加，从而提高权益类金融资产投资收益率
- 6、保险公司本身属于负债经营，具有较高杠杆，贝塔值高于 1，投资收益的上升将促使股价走势强于大市。
- 7、保险行业目前基本无利空因素影响，比如资产质量恶化等，即使后期利率下调，但由于债券市场走势已包含此预期且流动性过剩及经济转暖等因素使得债券收益率下调的空间也不大，唯独遭受负面影响的是浮息大额协议存款，但目前银行由于自身利差收窄的原因不愿意接受大额协议存款，因此我们预计保险公司 09

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

年新增大额协议存款占比将会较少。

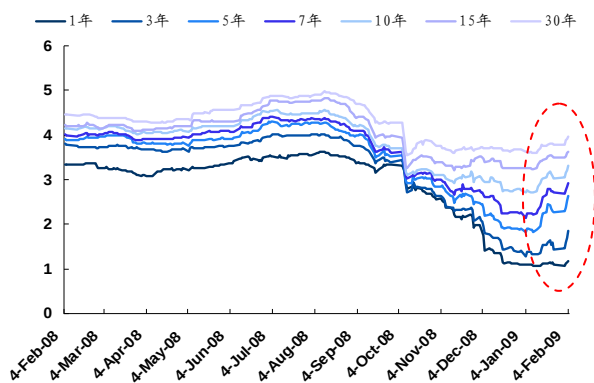
所以，基于以上 7 点因素考虑，我们认为目前保险股已经具备趋势性上涨机会，强烈建议继续买入！
具体逻辑如下图

图 1: 充裕流动性推高投资收益率逻辑图



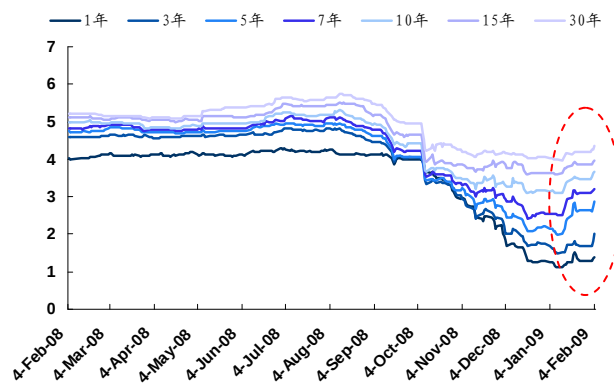
数据来源：国信证券经济研究所

图 2: 国债到期收益率走势图



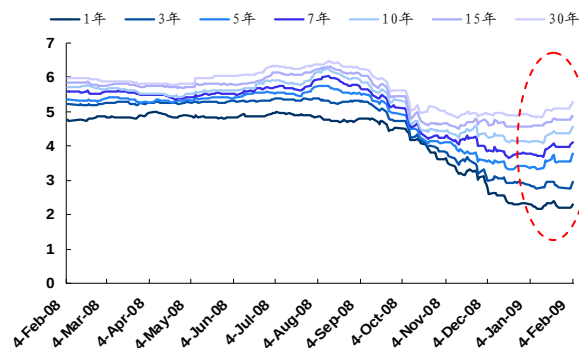
数据来源：WIND 资讯 国信证券经济研究所

图 3: 政策性金融债到期收益率走势图



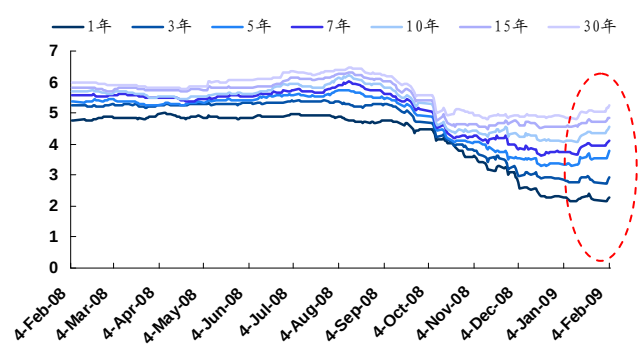
数据来源：WIND 资讯 国信证券经济研究所

图 4: 企业债到期收益率走势图



数据来源: WIND 资讯 国信证券经济研究所

图 5: 商业银行债到期收益率走势图



数据来源: WIND 资讯 国信证券经济研究所

■ 维持中国平安“推荐”评级，上调中国太保至“推荐”评级，维持中国人寿“中性”评级，上调各公司评估价值

维持中国平安“推荐”评级，上调 09 年公司评估价值至 41.47 元

在计算其评估价值时我们将公司公布的长期投资收益率假设每年下调 0.4%（比之前投资收益率假设每年上调 0.1%，即 2009 年为 4.7%，以后每年增加 1%，到 2013 年及其以后年份稳定在 5.1%，贴现率由 12.4% 下调至 12%，得出在正常情况下公司评估价值 41.47 元，（之前为 38.14 元，考虑我们所假设低于公司公布假设之弹性差异，下同），隐含集团 P/EV 2.6 倍，寿险公司（含其他业务调整净资产）P/EV 2.4 倍，隐含新业务乘数 15.6 倍。

表 1: 中国平安估值

	2009	2010
标准化保费	32,233.68	41,031.80
标准化保费增长率	21.95%	27.29%
新业务边际贡献率	34.16%	32.66%
一年新业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	10,173.18	12,452.90
一年新业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	11,011.28	13,401.31
经调整后的净资产价值，单位：百万	88,625.02	114,436.62
有效业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	26,782.76	52,688.61
有效业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	39,680.23	40,479.21
内含价值	115,407.78	167,125.22
一年新业务价值折现之和（含假设差异弹性）（单位：百万）	159,057.65	
一年新业务价值折现之和（不含假设差异弹性）（单位：百万）	174,710.23	
评估价值 (AV)（单位：百万）	274,465.43	
隐含新业务乘数 (Implied NBM)	15.63	
每股评估价值/每股内含价值 (AV/EV)	2.64	
每股 FNBV (含弹性)	1.39	
每股 FNBV (不含弹性)	1.50	
总股数（单位：百万）	7,345	
每股内含价值 (EVPS, 含弹性)	15.71	
每股内含价值 (EVPS, 不含弹性)	17.47	
每股新业务价值（含弹性）	21.66	
每股新业务价值（不含弹性）	23.79	
平安寿险每股价值(含其他业务净资产)	37.37	
平安产险预期每股收益	0.13	

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

平安银行预期每股收益	0.10
平安证券预期每股收益	0.06
平安其他预期每股收益	0.11
平安产险每股价值	1.31
平安银行每股价值	1.02
平安证券每股价值	0.65
平安其他每股价值	1.13
平安集团每股价值	41.47

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

上调中国太保至“推荐”评级，上调 09 年公司评估价值至 19.10 元

在计算太保评估价值时我们将其公布的长期投资收益率假设每年下调 0.1%，即 2009 年为 4.55%逐年递增至 2014 年的 5.1%，以后年份稳定在 5.1%，贴现率由 12.4%下调至 12%，得出在正常情况下公司评估价值 19.10 元（之前为 17.61 元，考虑我们所用假设低于公司公布假设之弹性差异），隐含集团 P/EV 2.26 倍，寿险公司（含其他业务调整净资产）P/EV2.12 倍，隐含新业务乘数 19.99 倍，考虑到公司目前解禁压力逐渐减小，且和平安一样相对于人存在巨大折价，我们上调公司至“推荐”评级。

表 2：中国太保估值

	2009	2010
标准化保费	13,949	18,464
标准化保费增长率	15.31%	32.37%
新业务边际贡献率	29.25%	27.60%
一年新业务价值（含假设差异弹性）	3,647	4,636
一年新业务价值（不含假设差异弹性）	4,080	5,096
经调整后的净资产价值	53,475	70,365
有效业务价值（含假设差异弹性）	11,663	6,768
有效业务价值（不含假设差异弹性）	12,874	6,768
内含价值	65,137	77,133
一年新业务价值折现之和（含假设差异弹性）	72,928	
一年新业务价值折现之和（不含假设差异弹性）	79,255	
评估价值 (AV)	138,065	
隐含新业务乘数(Implied NBM, 含假设差异弹性)	19.99	
隐含新业务乘数(Implied NBM, 不含假设差异弹性)	19.42	
每股评估价值/每股内含价值(P/EVPS)	2.26	
每股 FNBV	0.47	
总股数	7700	
每股内含价值 (EVPS, 含假设差异弹性)	8.46	
每股内含价值 (EVPS, 不含假设差异弹性)	8.62	
每股新业务价值(含假设差异弹性)	9.47	
每股新业务价值(不含假设差异弹性)	10.29	
太保寿险每股价值	17.93	
太保产险预期每股收益	0.06	
10 倍市盈率下的太保产险每股价值	0.59	
10 倍市盈率下其他业务每股价值	0.58	
太保集团每股价值	19.10	

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

维持中国人寿“中性”评级，上调 09 年公司评估价值至 21.09 元

在计算人寿评估价值时我们采用其公布的长期投资收益率 5.5%，贴现率由 12%下调至 11.5%，和其公布假设

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

11.5%一致，得出在此情况下 2009 年公司评估价值 21.09（之前为 18.94 元，隐含寿险公司 P/EV2.35 倍，隐含新业务乘数 21.22 倍。由于公司目前股价相对于平安和太保仍高估，我们仍维持公司“中性”评级。

表 3: 中国人寿估值

	2008	2009
标准化保费	75,933	93,294
标准化保费增长率	16.77%	22.86%
新业务边际贡献率	21.23%	21.23%
一年新业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	16,119	19,804
一年新业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	16,119	19,804
经调整后的净资产价值，单位：百万	156,720	195,867
有效业务价值（含假设差异弹性，单位：百万）	97,395	94,473
有效业务价值（不含假设差异弹性，单位：百万）	97,395	94,473
内含价值	254,115	290,340
一年新业务价值折现之和（含假设差异弹性）（单位：百万）	342,103	
一年新业务价值折现之和（含假设差异弹性）（单位：百万）	342,103	
评估价值 (AV)（单位：百万）	596,218	
隐含新业务乘数(Implied NBM)	21.22	
每股评估价值/每股内含价值(AV/EV)	2.35	
每股 FNBV	0.57	
总股数（单位：百万）	28,265	
每股内含价值 (EVPS, 含假设差异弹性)	8.99	
每股内含价值 (EVPS, 不含假设差异弹性)	8.99	
每股新业务价值（含假设差异弹性）	12.10	
每股新业务价值（不含假设差异弹性）	12.10	
中国人寿每股价值	21.09	

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。