

保险行业

投资环境转暖 公司估值提升

产业部门/行业

同步大势

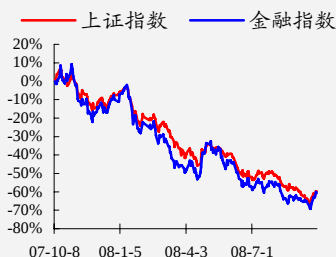
维持评级

2009 年 2 月 11 日

投资要点:

- 2009 年 1 月份以来,随着股市的回升和债市的高位回落,债市资金出现了向股市回流的迹象,股市和债市间的资金配置出现了一些变化,保险公司的投资环境开始回暖。
- 从中国证券登记公司的数据来看,2008 年 9 月份以来,保险公司、基金公司以及非银行金融机构的增量资金出现了变化,每月新增资金逐月递减,陆续出现了净卖出现象。
- 随着每次降息,距离利率的底部越来越近了。到了降息周期的尾声,债券价格下跌的风险在逐步加大,对于交易性资产来说,投资债券的最佳时机已经过去了。因此,投机资金开始撤离债市,债市走势见顶。
- 在流动性陆续释放的影响下,股市开始回暖,债市与股市的跷跷板效应逐步显现。债市与股市涨跌互现的变化,在春节后显得更为明显。保险公司的总投资收益率与权益类投资的投资收益率高度相关。因此。股市的回暖对保险公司投资收益的提高,影响立竿见影。
- 在流动性释放的推动下,2009 年的股市可能会有较好的表现,保险公司获取的投资收益将会有所上升。但考虑到国内外经济形势的复杂化,股市的走势也存在较大的变数,因此对保险行业仍旧给予中性的投资评级。给予中国太保和中国平安谨慎推荐的投资评级,给予中国人寿中性的投资评级。

走势图



重要公司

评级

中国太保	谨慎推荐
中国平安	谨慎推荐
中国人寿	中性

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20
(邮编 200002)

2009 年 1 月份以来，随着股市的回升和债市的高位回落，债市资金出现了向股市回流的迹象，股市和债市间的资金配置出现了一些变化，保险公司的投资环境开始回暖。

一、债市资金出现净流出，债券到期收益率上升

1、保险、基金、非银行金融机构等增量资金减少

从中国证券登记公司的数据来看，2008 年 9 月份以来，保险公司、基金公司以及非银行金融机构的增量资金出现了变化，每月新增资金逐月递减，三类机构陆续出现了净卖出的现象。由于这些机构的投资领域都兼跨股市和债市，债市投入资金减少，这些机构的资金开始向股市回流。

表 1、三类机构每月新增资金

单位：亿元	2009 年 1 月	2008 年 12 月	2008 年 11 月	2008 年 10 月	2008 年 9 月	2008 年 8 月
非银行金融机构	-73.27	-44.67	2.38	-31.57	108.22	71.94
保险机构	-195.54	-36.81	143.26	448.74	1,082.68	476.68
基金	-878.02	34.77	523.49	860.19	1,007.77	1,324.85

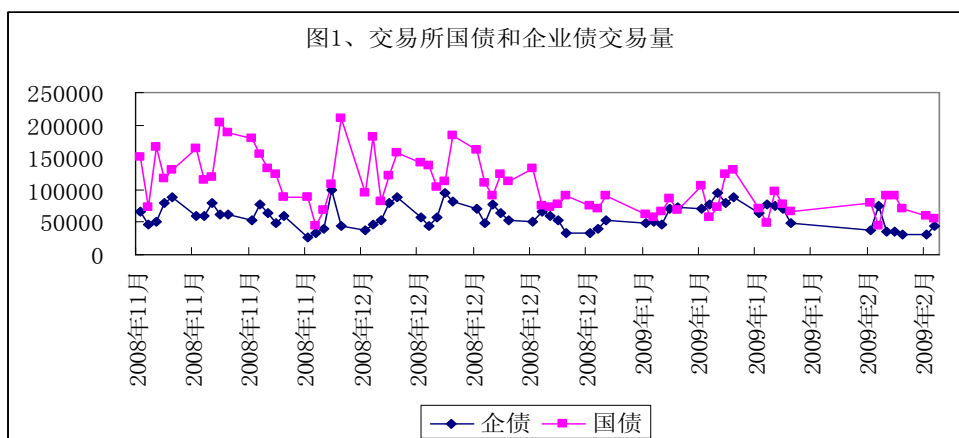
资料来源：中国债券登记结算公司

表 2、三类机构净卖出

单位：亿元	2009 年 1 月	2008 年 12 月	2008 年 11 月	2008 年 10 月	2008 年 9 月	2008 年 8 月
非银行金融机构	-63.0	-66.6	-10.8	-5.6	-5.1	65.7
保险机构	-166.1	-275.8	-87.3	54.2	-141.5	42.8
基金	-661.7	42.9	590.4	834.9	-244.5	1657.9

资料来源：中国债券登记结算公司

从交易所的资金量来看，2008 年 11 月份以来，交易所国债和企业债的交易量也分别有所下降，说明包括个人投资者在内的投资者，对债市的关注开始降低。



资料来源：天相

2、降息预期减弱，债市走势见顶

利息走势与债券价格走势具有较明显的负相关性。

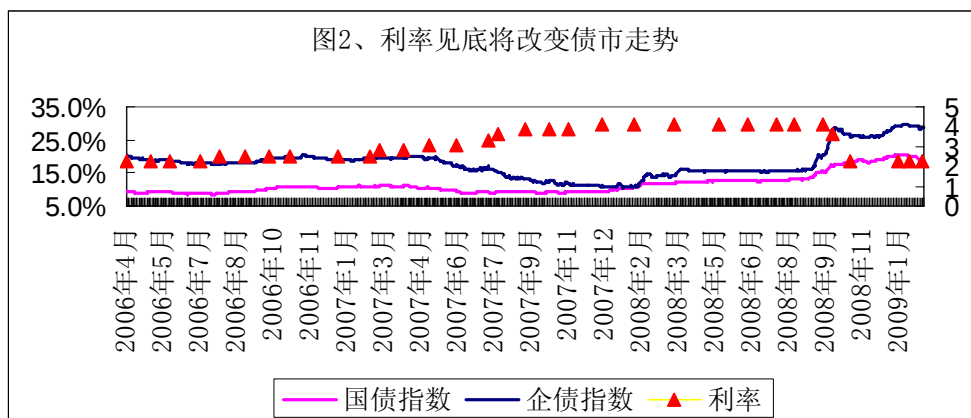
随着政府一系列救市举措实施后，宏观经济开始出现回暖，最坏的时刻可能正在过去。在短期内大幅度降息的形势下，如今的利率水平已经很低，继续降息的空间已经非常有限，债券投资开始面临着利率风险。一方面，在债券价格高企的情况下，投资债券的收益空间已经变得非常狭窄；另一方面，一旦宏观经济出现通胀压力，利率可能提前回升，债券将面临价格下跌的压力，投资债券的风险增加。

表 3、2007 年以来降息幅度急剧加大

开始时间	终止时间	时间间隔（月）	调息幅度（百分点）
2002 年 12 月	2004 年 10 月	22	0.27
2004 年 11 月	2006 年 08 月	21	0.27
2007 年 02 月	2007 年 03 月	1	0.27
2007 年 04 月	2007 年 05 月	1	0.27
2007 年 06 月	2007 年 07 月	1	0.27
2007 年 07 月	2007 年 08 月	1	0.27
2007 年 08 月	2007 年 09 月	1	0.27
2007 年 09 月	2007 年 12 月	3	0.27
2007 年 12 月	2008 年 10 月	10	-0.54
2008 年 10 月	2008 年 11 月	1	-1.08
2008 年 11 月	2008 年 12 月	1	-0.27

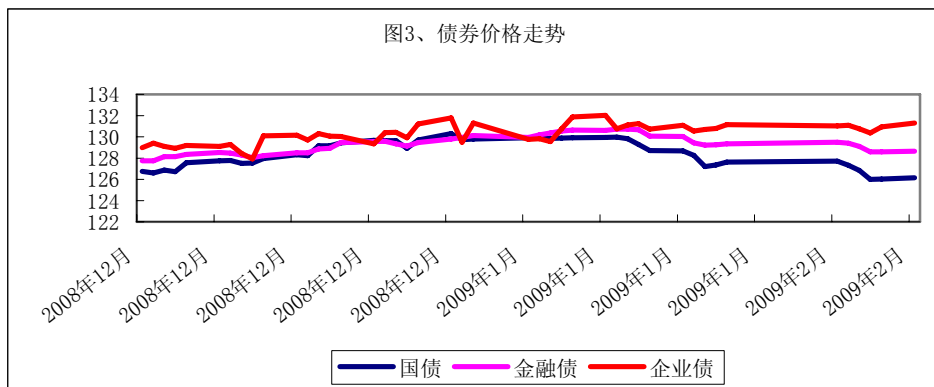
资料来源：中国人民银行

虽然 2009 年我们仍会处在降息周期中，但降息的空间已经远没有 2008 年大了。这就意味着随着每次降息，距离利率的底部越来越近了。到了降息周期的尾声，债券价格下跌的风险在逐步加大，对于交易性资产来说，投资债券的最佳时机已经过去了。因此，投机资金开始撤离债市。



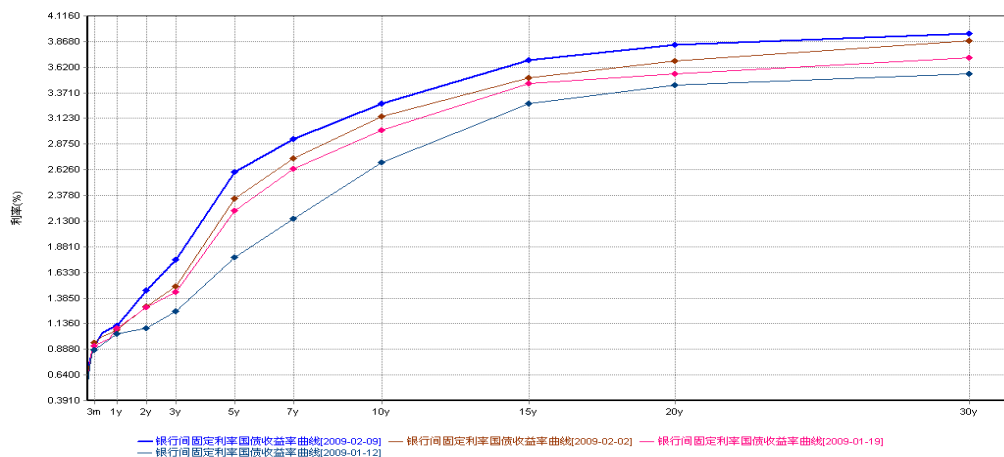
资料来源：东北证券研究所

3、债券价格走低，到期收益率上升



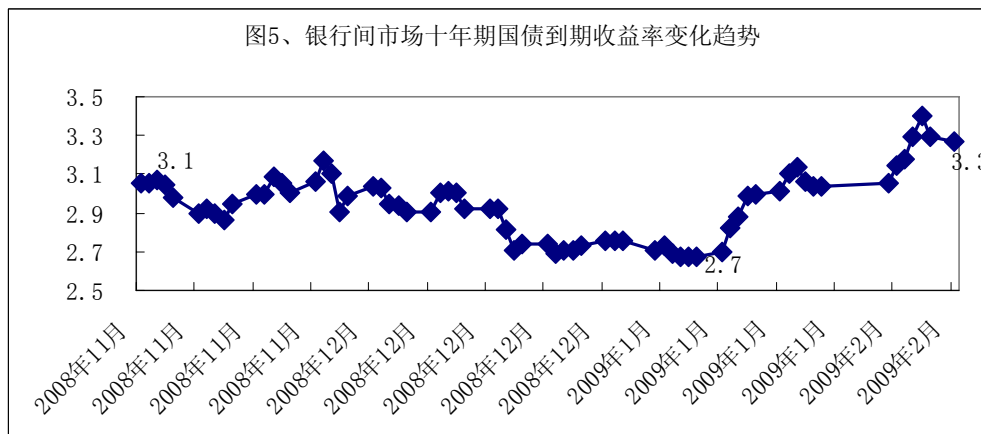
资料来源：天相

图 4、债券到期收益率



数据来源：Wind资讯

资料来源：WIND



资料来源：WIND

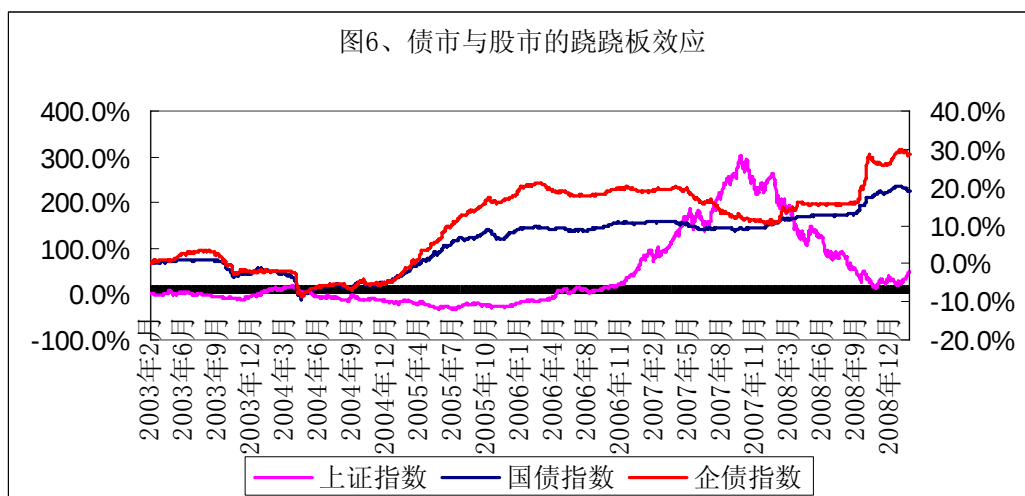
1 月份，国债和企业债价格指数分别下跌 2.81% 和 1.12%，随着债券价格的下跌，债券的到期收益率上升，在此期间，银行间固定利率国债收益率曲线平均上移 50 个基点，银行间 10 年期国债的到期收益率已经回升到 3.40% 的水平。

对保险资金来说，尽管目前不是配置债券的最佳时机，但是随着债市投资资金的进一步撤离，到期收益率的上升为保险资金的进入提供了机会，至少象 2008 年底那种无券可配的局面将会改观。因此保险资金的债市投资环境有所改善。

二、债市与股市跷跷板效应显现，股市投资机会上升

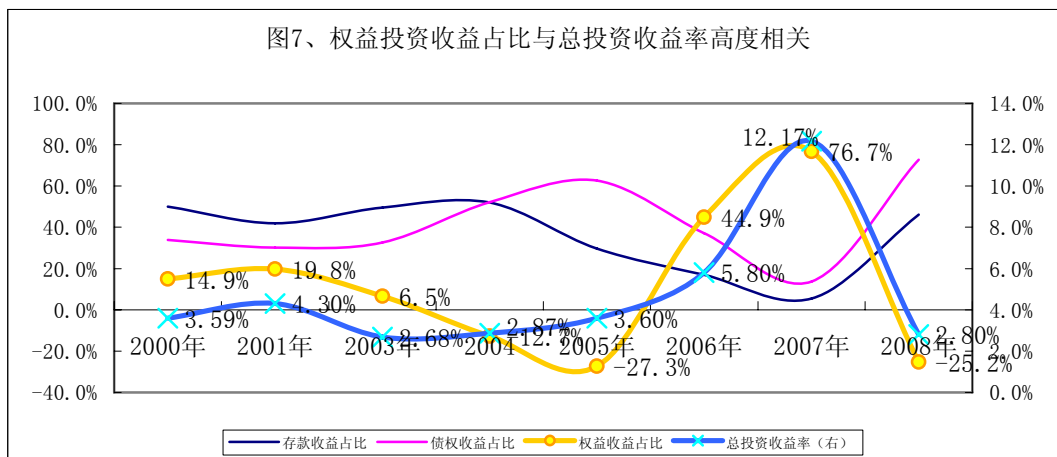
在流动性陆续释放的影响下，股市开始回暖，债市与股市的跷跷板效应逐步显现。债市与股市涨跌互现的变化，在春节后显得更为明显。春节后的 8 个交易日，股市放量上涨，累计交易额 9700 亿元，日均成交额为 1200 亿元，累计上涨 12.38 %。而上交所国债市场和企债市场日均成交量分别仅有 12.1 亿元和 7.4 亿元，债市整体呈缩量下跌态势。

同时，银行的数据显示，随着股市向好，债券基金销售已大不如前。种种迹象表明，包括基金在内的资金已开始大规模撤离债市，转向股市。股市的上涨为保险资金投资收益的上升提供了机会。



资料来源：东北证券研究所

随着权益投资比例的增加并占有较大份额，保险公司的总投资收益率受固定收益类资产的影响越来越小，而与权益类投资的投资收益率高度相关。因此。股市的回暖对保险公司投资收益的提高，影响立竿见影。



三、投资收益决定保险公司的利润水平。

通过对保险公司利润表的分拆,我们将保险公司的利润来源分为承保利润和投资收益,承保利润主要是死差损益和费差损益,投资收益主要是利差损益。除少数年份外,保险公司的承保业务很难取得赢利,利润来源主要是来自于投资收益。从1999年以来,中国人寿、平安和太保的投资收益在营业利润中的占比不断提高,说明投资收益对营业利润的贡献越来越大,而承保利润基本上都是亏损的,退保及赔付支出的增加,行业竞争激烈佣金手续费提高以及管理费增加是造成承保业务很难赢利的原因。

投资环境的改善及投资收益的增加,有助于提高保险公司的赢利水平。

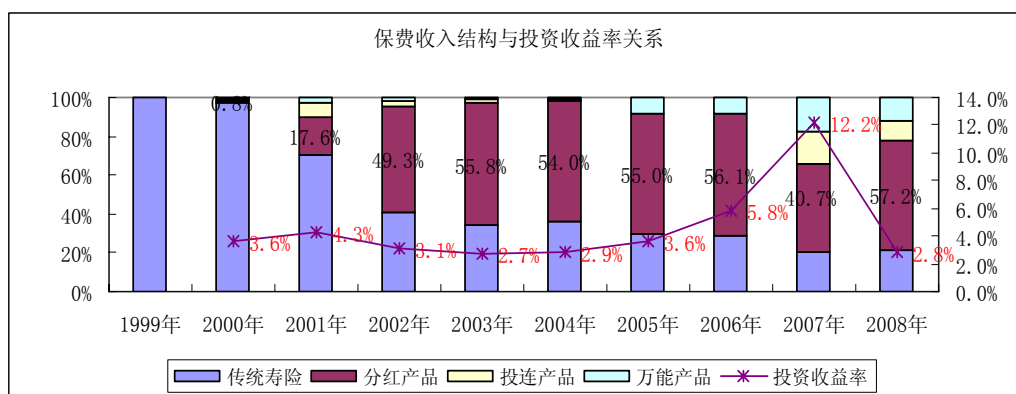
表 4、保险公司利润分拆表

利润表 (单位: 百万元)		1999 年	2000 年	2001 年	2006 年	2007 年	2008 年 3 季度
中国人寿	营业收入	149391.55	183025.76	233374.91	228220	281294	284945
	承保利润	-724.18	-266.05	-1101.07	-12419	-18236	-12415
	投资净收益	1337.75	1473.25	2461.35	30951	91377	45319
	营业利润	819.57	1207.2	1360.28	17378	34819	12803
	投资净收益/ 营业利润	163.23%	122.04%	180.94%	178.10%	262.43%	353.97%
中国平安	营业收入	22224	27375	46527	107919	165204	104216
	承保利润	-1269	-2044	-1613	-19198	-48159	8377
	投资净收益	2010	3511	1662	21292	56950	26567
	营业利润	920	1970	689	7711	17167	-3796
	投资净收益/ 营业利润	218.48%	178.22%	241.22%	276.13%	331.74%	-699.87%
中国太保	营业收入	12492.32	15245.92	14343.25	57526	93008	82335
	承保利润	43.43	19.98	-3689.96	-5699	-16435	-4884
	投资净收益	386.28	526.74	612.78	9105	27009	14818
	营业利润	429.71	546.72	-3077.18	2004	8496	3041
	投资净收益/ 营业利润	89.89%	96.35%	-19.91%	454.34%	317.90%	487.27%

四、投资收益率的提高影响到保费的产品结构，进而带动保费收入上升

由于投资型保险产品对投资收益率的变化比较敏感，因此投资收益的变化首先影响到保费的产品结构。投资收益率下降，投资型产品的吸引力下降，而保障型产品的吸引力上升，因此保障型产品占比增加；投资收益率上升，投连险净值和万能险结算利率上升，其保费收入增长较快，在整个产品结构中投资型产品占比增加。

投资型产品保费收入的增加并在总保费中占比上升将带来保费收入的整体增加。



资料来源：东北证券研究所

五、保险行业投资建议

信贷投放与贸易顺差双双反弹，预示着经济领域的流动性供给开始恢复增长。考虑到未来货币政策进一步放松的取向以及贸易顺差很可能继续加速增长的趋势，流动性供给可能正在进入上升过程。充足的流动性对证券市场的估值中枢起到较强的支持作用。

在流动性释放的推动下，2009 年的股市可能会有较好的表现，保险公司获取的投资收益将会有所上升。但考虑到国内外经济形势的复杂化，股市的走势也存在较大的变数，因此对保险行业仍旧给予中性的投资评级。给予中国太保和中国平安谨慎推荐的投资评级，给予中国人寿中性的投资评级。

六、估值水平

1、新业务倍数测算：

假设保险公司的保费收入按 3 阶段增长，第一阶段为前 5 年，保费收入的增长速度大约在 10%至 20%之间，第二阶段为第 6—15 年，保费收入的增长速度在 7%—13%之间，永续增长阶段保费收入的增长速度为 3%，假设风险贴现率为 11.5%，根据三阶段模型，新业务倍数大约在 20—41 倍之间。

表 5、新业务倍数测算（单位：倍）

新业务倍数		第二阶段增长率								
		5%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	15%
第一阶段增长率	8%	17.2	19.3	20.5	21.8	23.2	24.7	26.3	28.0	31.8
	10%	18.4	20.7	22.0	23.4	24.8	26.4	28.2	30.0	34.1
	11%	19.0	21.4	22.7	24.2	25.7	27.4	29.1	31.1	35.3
	13%	20.3	22.9	24.3	25.8	27.5	29.3	31.2	33.2	37.8
	15%	21.7	24.4	26.0	27.6	29.4	31.3	33.3	35.5	40.5
	18%	23.9	26.9	28.6	30.4	32.4	34.5	36.8	39.2	44.7
	19%	24.7	27.8	29.5	31.4	33.4	35.6	38.0	40.5	46.2
	20%	25.4	28.7	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	47.7
	22%	27.1	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	44.6	50.8

2、中国人寿

我们分别取新业务倍数为 20 倍和 25 倍，在保守和乐观两种情形下，中国人寿的估值分别为 17.92 元和 20 元。截至 09 年 2 月 11 日，公司股价 22.14 元，隐含新业务倍数为 34 倍，维持“中性”投资评级。

表6、中国人寿估值敏感性测试

	保守估计	乐观估计
（百万元）	5.0%收益率，基于 2008 年末的估值	精算报告假设、5.5%投资收益率、基于 2008 年末的估值
调整净资产价值	116940	116940
有效业务价值	101165.4	112406
内含价值	218105.4	229346
股数	28264.7	28264.7
每股内含价值	7.72	8.11
新业务价值	10.2	12.75
每股新业务价值	0.51	0.51
新业务倍数	20	25
评估价值（元）	17.92	20

3、中国平安

我们分别取新业务倍数为 20 倍，在保守情形下，公司估值分别为 44.8 元。截至 09 年 2 月 11 日股价 33.9 元，对应寿险隐含新业务倍数为 13.7 倍，维持“谨慎推荐”评级。

表7、中国平安估值敏感性测试

不同情景下估值 （百万元）	保守预期 （基于 2008 年，调低投资收益率到 4.5%）
调整净资产价值	102826.9
有效业务价值	34222.37
内含价值	137049.27

每股内含价值	18.7
股份数	7345.1
一年新业务价值	9465
每股新业务价值	1.11
新业务倍数	20
评估价值	40.9
银行 (13 倍 PE)	0.58
证券 (13 倍 PE)	1.9
财险 (2 倍 P/B)	0.7
其他 (1.5 倍 P/B)	0.8
估值 (元)	44.8

4、中国太保

我们分别取新业务倍数为 20 倍和 25 倍，在保守和乐观两种情形下，公司估值分别为 17.37 元和 20.04 元。截至 09 年 2 月 11 日股价 15.27 元，目前股价对应隐含新业务倍数为 16.3 倍，给予“谨慎推荐”评级。

表8、中国太保估值敏感性测试

不同情景下估值 (百万元)	悲观情形	乐观情形
	不改变假设，降低新业务倍数，基于 2008 年末的估值	不改变假设，基于 2008 年末的估值
调整净资产价值	42000	45213.3
有效业务价值	24161.75	24161.8
内含价值	66161.75	69375.1
股份	7700	7700
每股内含价值	8.59	9.01
每股新业务价值	0.409	0.409
新业务倍数	20	25
评估价值	16.77	19.24
财险 (2 倍 P/B)	0.6	0.8
估值 (元)	17.37	20.04

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209