

[2009.04.16]

## 留一半清醒留一半醉

## ——2009 年二季度保险投资策略

彭玉龙

董乐

021-38676683

021-38676650

pengyulong@gtjas.com

dongle@gtjas.com

➤ 保险行业已经确定走出谷底，但并不认为利率反转和股市持续上扬有强有力的证据支持，给予行业中性评级。

## 本报告导读：

## 投资要点：

- 业绩向上趋势确立，保费增长还有想像空间，利率预期见底、债券收益率反弹，政策还有放开的空间，这些均是保险股向上的重要支撑因素。
- 在很多行业还在寻找底部的时候，保险业已经走出谷底，就此而言应该给予正面评价。但是，若有选择性的理解或放大行业的上升趋势，则是我们觉得应该谨慎的地方。行业趋势向好，但无论是投资、保费还是业绩，均是一种恢复性的上升或者是相对于较坏的预期要好，但并不是真正的反转。
- 真正反转取决于利率是否确定进入上升周期，或是资本市场将确定反转，对于这两点，我们仍没有很大的把握，我们更加倾向于认为虽然降息周期结束，但全球经济在相当长一段时间还将处于不景气周期，中国的低利率也将维持相当长一段时间，二季度资本市场震荡的概率大于大幅上升的概率。
- 除非利率和资本市场能持续上升，否则行业仍面临不小的压力：一是由于可用于分红和结算利率的储备越来越少，结构调整将不得不进行，银保和投资型保费可能下降，保费增长的支持力量进一步弱化；二是到期再投资的债权投资收益率还有下降的趋势；三是新增投资渠道若基础利率不上升，对投资收益率的提升作用需较长时间才能体现；四是银行参股保险对保费的竞争和分流作用。
- 在并不认为利率反转和资本市场大幅上升的假设前提下，目前保险股的相对估值和内含价值估值均不具备大幅提升的空间，因此，我们给予行业中性评级。继续维持 2008 年报点评中对中国太保和中国平安的谨慎增持评级，对中国人寿的中性评级。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 细分行业评级

保险

中性

中国平安

谨慎增持

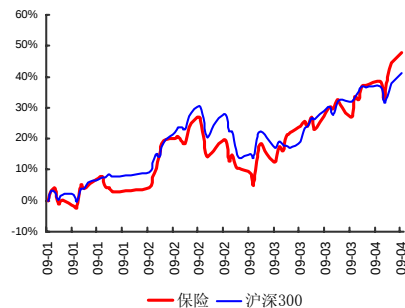
中国太保

谨慎增持

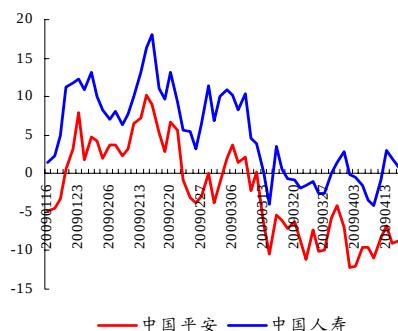
中国人寿

中性

## 行业指数



## AH 溢价率（折价率）



## 相关报告

中票收益率溢价有限

(09.04.08)

新《保险法》允许保险资金投资不动产

(09.03.01)

年底的憧憬

(08.12.22)

进入降息的冬天，但严寒已提前来过

(08.12.01)

## 1. 留一半醉：行业趋势有望继续向好

我们在 2009 年度策略报告《进入降息的冬天，但严寒已提前来过》中分析了保险公司盈利的长期和短期影响因素：“从短周期来看，主导 2009 年盈利恢复的是资本市场。经历了 2008 年重挫的权益投资，2009 年会有一些恢复性的机会。目前保险股已没有过高的相对估值，随着 ROE 的恢复上升和市场估值水平的整体提升，2009 年的保险股仍有阶段性的机会。”当时我们对时间窗口的判断是 3-4 月份，理由是随着年报的披露，2009 年盈利增长的确定性将提高，同时经济走势及利率变化趋势也可能更明朗些。不过，市场比我们聪明，已经提前洞悉并反映了行业的向好趋势。

行业向上的趋势将在二季度得以继续：业绩基础得以夯实，保费增长可望保持稳定，政策仍有放开空间。

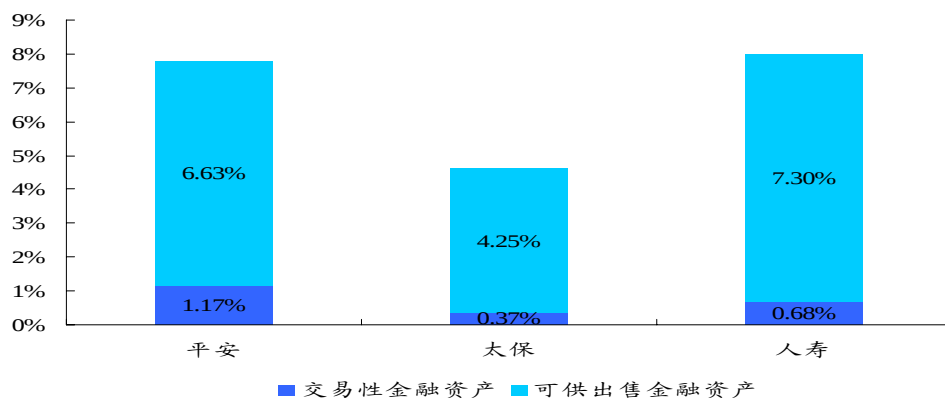
### 1.1. 业绩向上趋势已确立

由于各公司在 2008 年大量计提了减值准备，2008 年四季度作为盈利谷底已得到确认。虽然 2009 年初仍有一定的浮亏，年初股权投资比例也普遍不高，但一季度均有不同程度加仓和操作，一季度股市的上涨，不但排除了进一步计提减值的担忧，可供出售金融资产的增值部分将消化年初的浮亏，部分可供出售金融资产还可能实现收益进入了利润，公允价值变动收益则直接增加盈利。

假设股票和基金投资同步于大势，并且各公司对交易类和可供出售类金融资产的分类方法保持不变，在权益投资比例不变的情况下，则一季度中国人寿，中国平安和中国太保可分别增加公允价值变动收益 18 亿、16 亿（平安交易类金融资产比例较大）和 3 亿，增加浮盈（可供出售类金融资产公允价值变动）197 亿、88 亿和 35 亿。若浮盈没有兑现，考虑所得税影响后，则中国太保年初的浮亏得以全部消化，中国平安还产生了一定的浮盈，中国人寿的浮盈则进一步增加。

若权益投资比例提高 2 个百分点（不包括增值而导致的比例提升），则三家公司全部出现浮盈。二季度在没有浮亏压力的情况下，盈利的压力将更小，但资本市场要实现一季度的升幅有困难。

图 1：各公司权益投资分类和比例



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

**表 1: 2009 年 1 季度权益投资增值估算表**

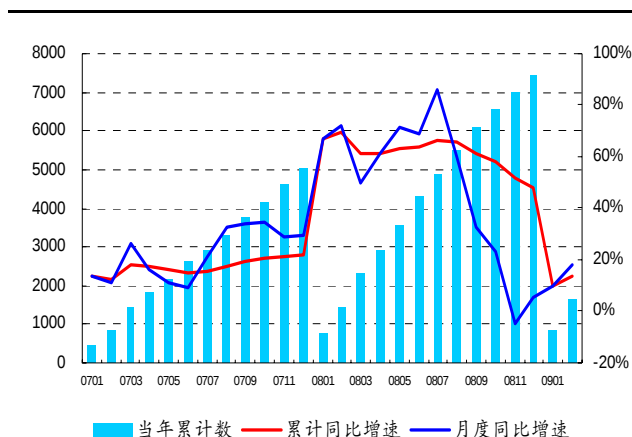
| 单位: 百万无            | 权益投资比例不变 |         |         | 权益投资比例上升 2% |         |         | 权益投资比例上升 4% |         |         |
|--------------------|----------|---------|---------|-------------|---------|---------|-------------|---------|---------|
|                    | 平安       | 太保      | 人寿      | 平安          | 太保      | 人寿      | 平安          | 太保      | 人寿      |
| 08 年计提减值损失         | 26,120   | 5,221   | -13,747 | 26,120      | 5,221   | -13,747 | 26,120      | 5,221   | -13,747 |
| 2009 年初浮盈浮亏损       | -4,127   | -2,665  | 10,056  | -4,127      | -2,665  | 10,056  | -4,127      | -2,665  | 10,056  |
| 2009 年初投资资产        | 464,665  | 287,896 | 937,098 | 464,665     | 287,896 | 937,098 | 464,665     | 287,896 | 937,098 |
| 一季度新增投资资产          | 18,460   | 11,680  | 53,040  | 18,460      | 11,680  | 53,040  | 18,460      | 11,680  | 53,040  |
| 一季末权益投资(不考虑增值)     | 37,817   | 13,845  | 79,004  | 47,480      | 19,836  | 98,807  | 57,142      | 25,828  | 118,610 |
| 交易类                | 5,647    | 1,123   | 6,718   | 7,090       | 1,609   | 8,402   | 8,532       | 2,095   | 10,086  |
| 可供出售类              | 32,009   | 12,722  | 72,286  | 40,188      | 18,228  | 90,405  | 48,366      | 23,733  | 108,524 |
| 一季度交易类公允价值收益       | 1,551    | 308     | 1,831   | 1,753       | 376     | 2,066   | 1,955       | 444     | 2,302   |
| 一季度可供出售类公允价值变动     | 8,791    | 3,493   | 19,698  | 9,936       | 4,264   | 22,235  | 11,081      | 5,034   | 24,771  |
| 1 季度末浮盈浮亏(考虑所得税影响) | 2,466    | -45     | 24,830  | 3,325       | 533     | 26,732  | 4,184       | 1,111   | 28,634  |

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。注: 权益投资比例的上升指的是提高权益配置比例, 不包括增值的影响。假设交易类和可供出售类金融资产的分类比例不变。假设基金的股票投资都同步于大市。

## 1.2. 保费增长还有想像空间

由于 2008 年保费高增长, 银保和投资型保费过高, 在 2009 年的结构调整中, 保费增长比预期的要好: 一是万能险的主要提供商中国平安的结算利率相对市场利率仍有较强的吸引力, 导致其万能险仍能继续增长; 二是在低利率环境下, 传统险和分红险的销售也还不错; 三是险渠道还在持续增员, 平安、国寿、太保 2009 年初的寿险销售人员分别比 2008 年初增长了 18%、10% 以及 12%。

今年以来资本市场的上扬又给平滑准备金和分红特储提供了一定的补充, 若资本市场持续活跃, 同时利率出现触底反弹的话, 投资型保险产品还可能重新抬头。保费增长仍可期待。税延型养老金计划也给保费增长提供了想像空间。

**图 2: 寿险保费增速**


数据来源: CIRC, 国泰君安证券。

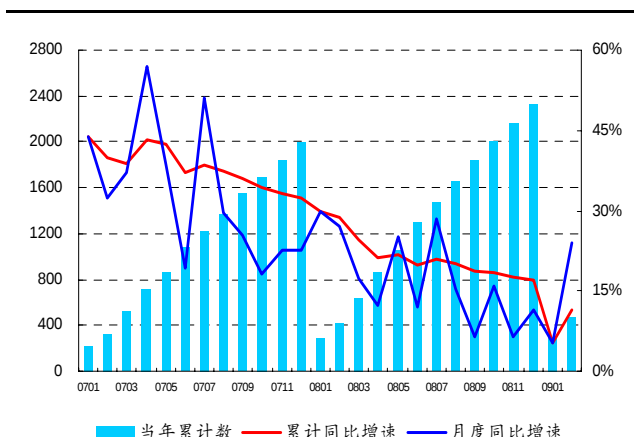
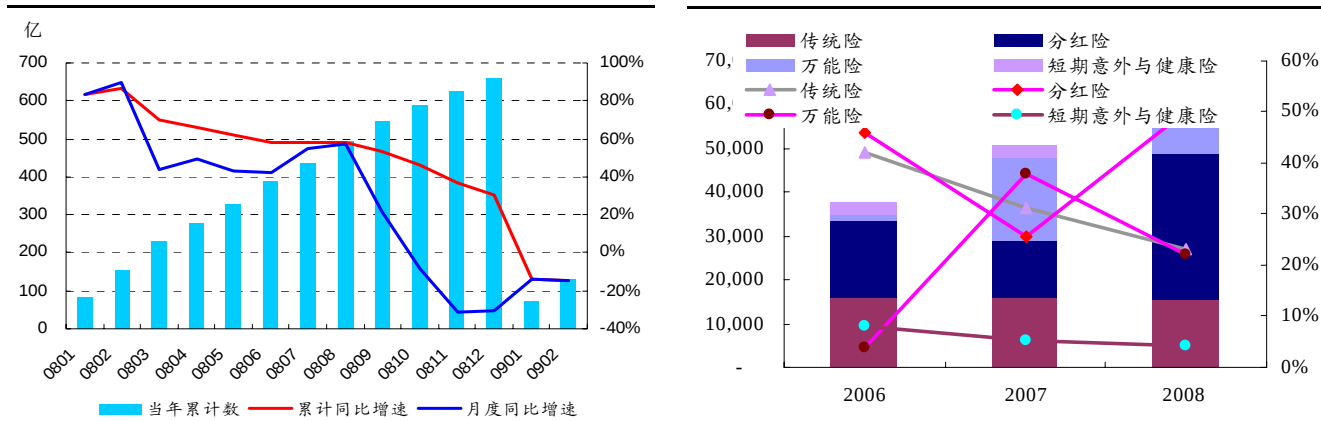
**图 3: 产险保费增速**


图 4： 2008 年下半年开始太保寿险保费增速显著下降，主要是万能险规模明显收缩，但分红险还在增长



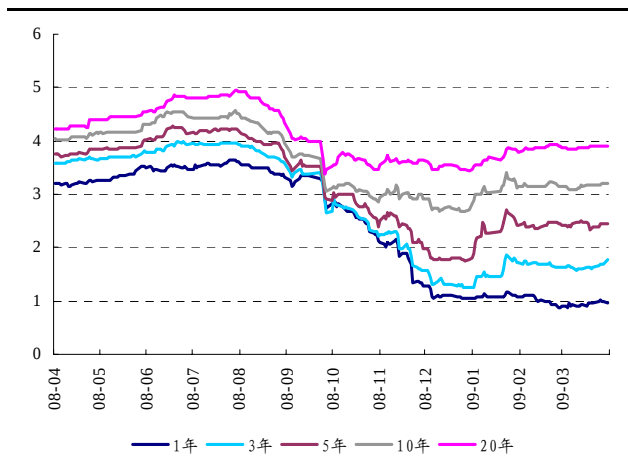
数据来源：公司公告，国泰君安证券。

### 1.3. 利率预期见底: 债券投资收益率反弹

降息预期退去，加息预期抬头，国债收益率曲线和企业债收益率曲线均开始上升。10 年期国债收益率从年初的 2.71% 上升到了当前的 3.19%，企业债收益率也从 4.15% 上升到了 4.60%。

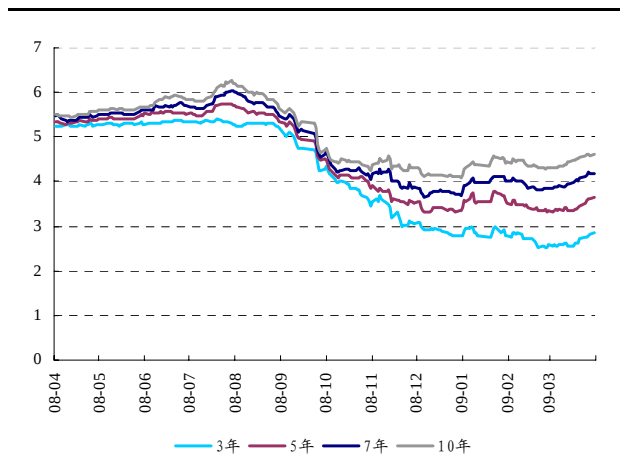
债券投资品种的放开，也增加了提升固定投资收益率的机会。当前，基础设施债权投资的收益率要高于同期企业债收益率，通常基础设施债权投资利率以银行公布的基础利率进行上浮，目前平均收益率在 6% 左右，范围在 5%-7% 之间。无担保债券投资的放开，提供了信用溢价的机会，可提升整体债权投资的收益率。

图 5： 国债收益率曲线



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

图 6： 企业债收益率曲线



### 1.4. 政策还有放开的空间

“国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见”中对保险的意见有三条：一是积极发展“三农”保险，进一步扩大农业保险覆盖范围，鼓励保险公司开发农业和农村小额保险及产品质量保险。稳步发展与住房、汽车消费等相关的保险，积极发展建工险、工程险、研究开放短期出口信用保险市场；二是鼓励保

险公司购买国债、金融债、企业债和公司债，以债权等方式投资交通、通信、能源等基础设施项目，稳妥推进保险公司投资国有大型龙头企业股权，特别是关系国家战略的能源、资源等产业的龙头企业股权；三是积极发展个人、团体养老等保险业务，研究对养老保险投保人给予延迟纳税等税收优惠，推动健康保险发展，支持相关保险机构投资医疗机构和养老实体，发展适合农民需求的健康保险和意外伤害保险。

新《保险法》已经明确了保险资金可投资不动产。4月初，保监会又放开了保险资金的债权投资品种，可以投资于无担保债券，主要是中期票据。关于税延型养老保险也随着国务院同意上海国际金融中心建设而浮出水面。承诺的政策正在一一兑现，新的政府可能出台，之前的政策也将逐渐细化与明确。总之，2009年的保险业政策将是春风拂面。

在政策明确之前，保险公司早已摩拳擦掌、跃跃欲试了。在不动产投资、基础设施投资、非上市股权投资等方面已经做了不少的铺垫。

**表 2：非上市股权及项目投资情况（单位：百万元）**

| 中国平安       |        | 中国太保       |               | 中国人寿       |        |
|------------|--------|------------|---------------|------------|--------|
| 非上市股权及项目投资 | 初始投资金额 | 非上市股权及项目投资 | 初始投资金额（计划投资额） | 非上市股权及项目投资 | 初始投资金额 |
| 威立雅水务(昆明)  | 176    | 太平洋安泰      | 400           | 广东发展银行     | 5,671  |
| 威立雅水务(黄河)  | 557    | 长江养老保险     | 76            | 人寿财产保险     | 400    |
| 威立雅水务(柳州)  | 113    | 乌江水电债权投资计划 | 27            | 中国银联       | 300    |
| 山西太长高速     | 1,026  | 京沪高铁股权投资计划 | 40            | 国寿安全保险经纪   | 7      |
| 湖北深业华银交通   | 618    | 其他         | 6             | 渤海产业投资基金   | 2      |
| 高沪高铁股权投资   | 2,432  |            |               |            |        |
| 杭州宋都房地产    | 452    |            |               |            |        |
| 北京景安世华上地   | 39     |            |               |            |        |
| 平安财富锦康集合投资 | 100    |            |               |            |        |
| 绍兴平安创新投资   | 27     |            |               |            |        |
| 山西长晋       | 377    |            |               |            |        |
| 云南路桥       | 86     |            |               |            |        |
| 台州商业银行     | 461    |            |               |            |        |
| 慈铭体检       | 39     |            |               |            |        |
| 其他         | 57     |            |               |            |        |
| 合计         | 6,560  |            | 549           |            | 6,380  |
| 投资性房地产     | 8636   | 投资性房地产     | 211           | 投资性房地产     | 0      |

数据来源：公司公告，国泰君安证券。注：房地产投资为账面金额。

## 2. 留一半清醒：若利率反转预期成空

### 2.1. 公司并未预期利率反转：调低短期内投资收益率假设

与近期市场对利率反转的预期相比，各保险公司自己倒显得有些谨慎。中国人寿

和中国平安调低了近几年内的投资收益率假设：中国人寿从 2007 年平准的 5.5% 调整到 2008 年的从 4.25% 线性增长至 2013 的 5.5%，这一假设比 2006 年的从 4.35% 增长至 2013 年的 5.5% 还要低；中国平安也由原来的 5.0% 逐渐上升到 5.5% 调整至由 4.25% 逐渐上升至 5.5%。中国太保虽然没有对投资收益率假设进行调整，但公司降低了国债收益的占比，进而降低免税比例，实质上相当于对投资收益率进行了调整。

各公司纷纷调低投资收益率假设，表明公司对利率在短期内的反转也不很乐观。

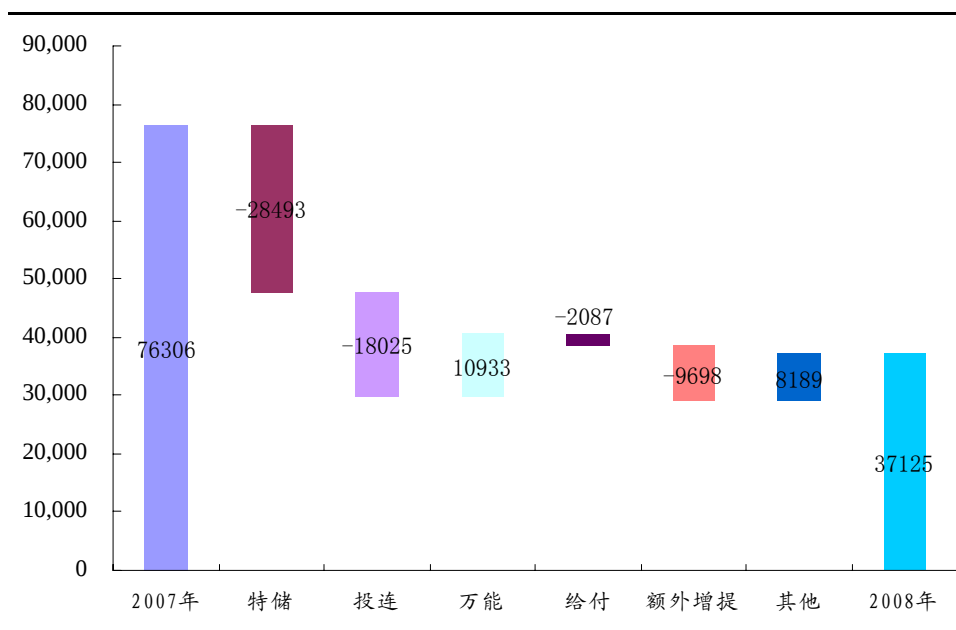
## 2.2. 保费增长面临的挑战

我们保费增长还是面临挑战，主要是我们对股市能持续上扬和利率反转并不是很乐观。从行业来看，除非股权投资收益持续增加，利率反转，否则，若股市仅是维持震荡，利率虽然见底但并未反转上升，则可用于增加投保人回报率的储备并不多，保费结构调整将在主客观因素下继续，中国人寿和中国太保的保费可能还是难以增长，而中国平安的结构调整压力本身较少，储备也相对多一点，保费的增长依然要强一些。

但是，从年报的情况来看，平安的准备金下降很厉害，2008 年在已赚保费增长 277.58 亿的情况下，相应的赔付支出及提取的赔付准备金支出则比上年减少了 368.92 亿，单是分红/万能的特别储备准备金提转差就少了 284.93 亿元。显然，用于支持保费增长的高结算利率的储备消耗非常大，因此，对 09 年保费的增长，我们还是应该有适当的谨慎。

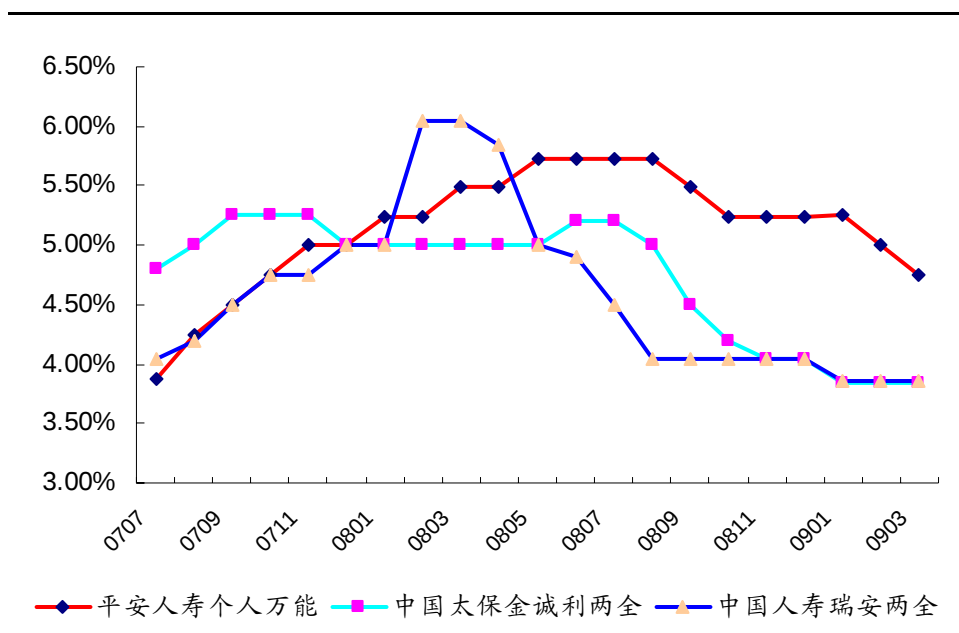
在资本市场震荡和低利率环境导致保费增速下降的情况下，一个有利的方面是：由于结构的调整，期缴和传统寿险的比例会上升，保费的质量将明显改善。

图 7：中国平安 2008 年准备金提转差变化情况



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

图 8: 由于准备金下降较多, 平安万能险结算利率也持续下行



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

### 2.3. 再投资收益率下降, 保费的盈利压力增大

中国保险业的发展空间和潜力很大, 对行业而言这无疑是一个很正面的因素, 但是, 并不是保费增长就一定能增加价值。极端一点的例子是 1999 年前形成的高利率保单, 保费增长越多, 利差损越大。当然, 在吸取这一教训的基础上, 监管部门对保证利率进行了管制, 一般情况下已经很难产生利差损了。但是, 若过于透支准备金来维持保费的增长, 利差损同样也会发生的。

只有预期未来的投资收益上升, 透支准备金增加保费才可能有利可图。在低利率继续维持的情况下, 虽然预期利率见底而导致债券收益率上升, 但仍低于之前的债券投资收益率, 到期债券的再投资将使总投资收益率面临下降的压力。

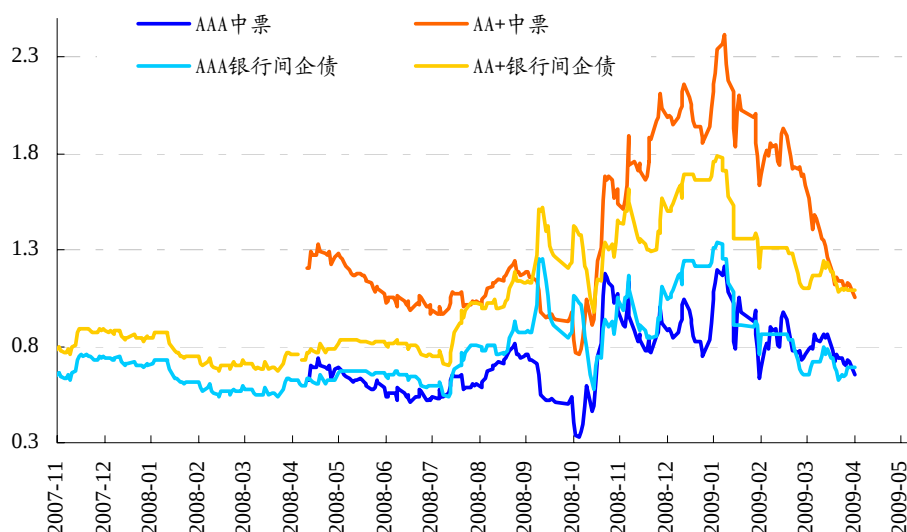
### 2.4. 基础利率主导债权收益, 放开保险资金致中票溢价迅速消失

即使放宽投资渠道, 债权投资工具仍将是保险公司最主要的投资方式, 权益性质的投资渠道也有放宽的空间, 如不动产和非上市股权, 但一方面此类投资初始阶段规模有限, 另一方面, 从开始投资到取得投资回报还需要一段时间。

对于债权投资而言, 不论是基础设施债权计划还是中期票据, 甚至是不动产信托投资计划 (REITS), 其收益率依然取决于基础利率。若基础利率没有明显的向上趋势, 债权投资计划了难以获得明显的投资收益溢价, 并且随着保险资金和其他资金的进入, 原有的溢价也可能缩小或消失。

很能说明问题的是近期放开的中期票据投资, 由于中票属于信用债, 历史上相对于企业债有不小的收益率溢价, 但随着保险资金的可能介入, 溢价迅速收窄, 甚至消失。目前, 无论是 AAA 等级还是 AA+ 等级的中票, 与同级别的企业债溢价已接近于 0。

图 9：中期票据与企业债溢价水平基本回归一致（%）



数据来源：中债网，国泰君安证券。注：溢价水平为 3 年期中期票据及有担保企业债基于金融债的溢价。

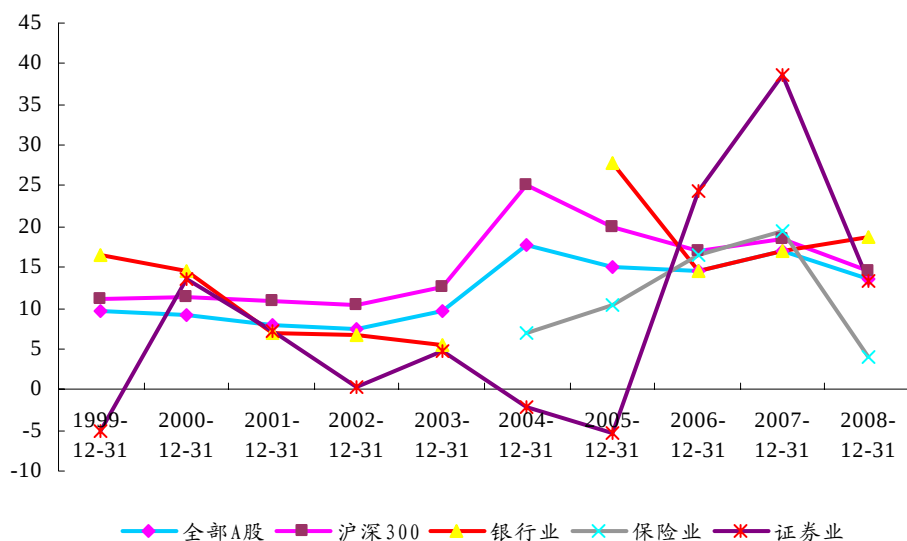
### 3. 对趋势的理解、估值水平与行业评级

在很多行业还在寻找底部的时候，保险业已经走出谷底，业绩确定向好，受到投资者的青睐本属正常。但是，若以大盘和股价上涨为背景，有选择性的理解或放大行业的上升趋势，则是我们觉得应该谨慎的地方。行业趋势向好，但无论是投资、保费还是业绩，均是一种恢复性的上升或者是相对于较坏的预期要好，但并不是真正的反转。真正反转取决于利率是否确定进入上升周期，或是资本市场将确定反转，对于这两点，我们仍没有很大的把握，我们更加倾向于认为虽然降息周期结束，但全球经济在相当长一段时间还将处于不景气周期，中国的低利率也将维持相当长一段时间，二季度资本市场震荡的概率大于大幅上升的概率。

除非利率和资本市场能持续上升，否则行业仍面临不小的压力：一是由于可用于分红和结算利率的储备越来越少，结构调整将不得不进行，银保和投资型保费可能下降，保费增长的支持力量进一步弱化；二是到期再投资的债权投资收益率还有下降的趋势；三是新增投资渠道若基础利率不上升，对投资收益率的提升作用需较长时间才能体现；四是银行参股保险对保费的竞争和分流作用。

在并不认为利率反转和资本市场大幅上升的假设前提下，目前保险股的相对估值和内含价值估值均不具备大幅提升的空间，因此，我们给予行业中性评级。继续维持 2008 年报点评中对中国人寿和中国平安的谨慎增持评级，对中国人寿的中性评级。

图 10: 保险业近年来的盈利能力 (ROE)



数据来源: WIND, 国泰君安证券。

图 11: PE 估值比较 (已考虑会计准则的影响)

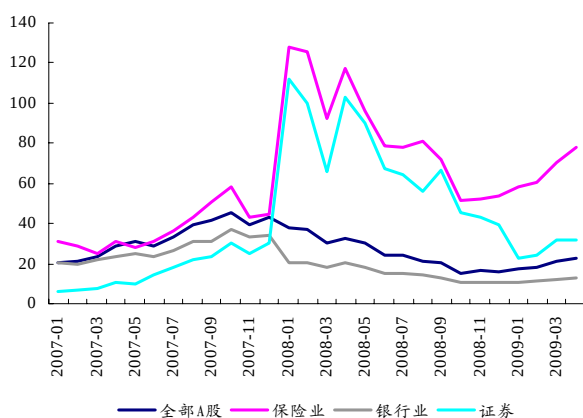
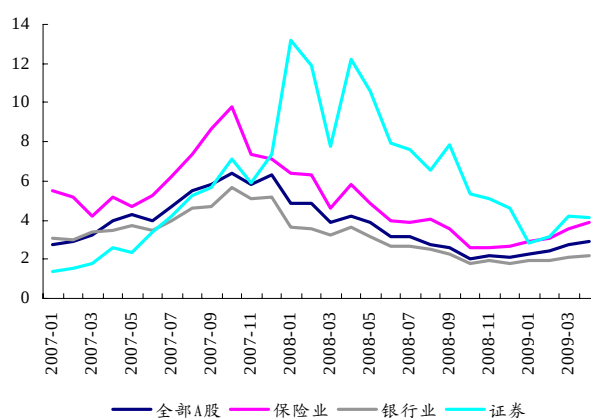


图 12: PB 估值比较 (已考虑会计准则的影响)



数据来源: WIND, 国泰君安证券。证券业 2008 年盈利能力及 2009 年估值指标是根据我们券商研究员对中信证券、海通证券、东北证券 2008 年预测数据平均计算所得。

表 3: 各公司估值水平

|           | 平安    | 太保    | 人寿    |
|-----------|-------|-------|-------|
| 市盈率       | 43.90 | 44.50 | 38.40 |
| 市净率       | 3.65  | 2.8   | 4.3   |
| 每股内涵价值    | 16.73 | 9.09  | 8.49  |
| 每股新业务价值   | 1.16  | 0.47  | 0.49  |
| P/EV      | 2.54  | 2.08  | 2.93  |
| 隐含新业务价值倍数 | 22.15 | 20.79 | 33.31 |

数据来源: 国泰君安证券。

表 4: 部分国际保险公司财务数据与估值水平

|                                    | 股价     | 市值(百<br>万美元) | EPS    |        |       | PE    |       |       | PB          | ROE         |
|------------------------------------|--------|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|
|                                    |        |              | 2008A  | 2009E  | 2010E | 2008E | 2009E | 2010E | 2008E       | 2008E       |
| AIG                                | 1.6    | 21419        | -37.84 | 0.24   | 0.26  | 0     | 7     | 6     | 0.2         | 1.97        |
| ING                                | 6.6    | 10305        | -0.36  | 0.78   | 1.54  | -18   | 8     | 4     | 0.5         | 7.05        |
| Allianz                            | 71.7   | 24580        | -5.43  | 9.32   | 11.83 | -13   | 8     | 6     | 0.9         | 12.57       |
| Ace                                | 45.8   | 15367        | 3.57   | 7.62   | 7.91  | 13    | 6     | 6     | 0.9         | 16.00       |
| Manulife Canada                    | 19.2   | 25703        | 0.32   | 1.78   | 2.79  | 60    | 11    | 7     | 1.1         | 9.97        |
| MetLife                            | 28.2   | 23045        | 4.19   | 3.22   | 4.20  | 7     | 9     | 7     | 0.8         | 8.19        |
| Prudential<br>Financial            | 27.7   | 11728        | -2.42  | 5.08   | 5.91  | -11   | 5     | 5     | 0.7         | 11.42       |
| AVIVA                              | 241.0  | 4272         | -0.37  | 0.56   | 0.65  | -     | 433   | 373   | 0.7         | 16.32       |
| Prudential                         | 362.8  | 6040         | -0.16  | 0.74   | 0.79  | -     | 490   | 458   | 1.8         | 10.28       |
| AXA                                | 11.1   | 17526        | 0.44   | 1.64   | 2.14  | 25    | 7     | 5     | 0.6         | 10.53       |
| Fortis                             | 1.6    | 2759         | -12.72 | 0.78   | 1.07  | 0     | 2     | 1     | 0.1         | 5.98        |
| Great Eastern<br>Life              | 9.1    | 2886         | 0.58   | 0.67   | 0.88  | 16    | 14    | 10    | 1.4         | #N/A<br>N/A |
| Samsung Fire &<br>Marine Insurance | 170500 | 6079         | 10406  | 128191 | 12931 | 16    | 13    | 13    | 1.9         | 15.14       |
| Cathay Financial                   | 37.6   | 10841        | 0.23   | 1.02   | 1.56  | 163   | 37    | 24    | #N/A<br>N/A | 8.94        |

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券。

## 免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)