

保险：第一象限的投资组合

2009 年中期策略报告

报告关键点：

- 投资收益率决定盈利方向。
- 投资组合决定投资收益率方向，而其中股市的方向又更为重要。
- 保险行业处在投资组合的第一象限。

报告摘要：

- 我们在前期报告《前看保费 后看经济》中提出上半年对保险行业关注的重点应该主要是承保业务，下半年对保险行业关注的重点应该是中国经济是否会进入中长期通缩。从过去几个月的情况来看，3月份是保险股明显取得超额收益的月份，其他几个月则没有突出的表现，而3月份取得超额收益的一个重要原因是改变了市场对保费收入的预期。我们认为经济形势的转好带来的股市和债市的走势成为我们下半年策略报告关注的重点，也就是说进入了后看经济的阶段。
- 我们从过去的的数据看到，无论是中国人寿还是中国平安的ROA与其投资收益率在方向是完全一致的。我们认为新增资金的负债成本很大程度上由购买保险的机会成本决定的，而存量资金的负债成本很大程度上是由投资收益率决定的，因此保险公司盈利能力的方向是由投资收益率决定的。
- 我们认为利率与股市的情况需要同时关注。例如2004年债券收益率出现了非常明显的上升，但在香港上市的中国人寿和中保国际均跑输了恒生指数。而2006年债券收益率略有下降，但由于股市的表现非常突出，从而使保险股跑赢指数。
- 我们也观察了不同的投资组合对不同国家保险股的走势的影响。我们观察到自从上世纪80年代初以来，美国的长期债券利率总体来说处于下行通道中，而美国寿险业投资收益率也处于下行通道中，因此美国寿险指数总体来说跑输了大盘。而英国保险公司的投资组合与美国是一样的，但我们观察到英国的寿险指数总体来说跑赢了大盘。出现明显差异原因在于权益类资产占比有很大的差别。
- 我们分析了意大利保险公司ROE与股指变化率和国债收益率的相关性，可以看出意大利保险公司盈利能力与股市的相关性更高。我们观察到意大利寿险业权益类资产占比在10%附近，与我国的情况类似。我们认为只要权益类资产比例达到10%以上保险公司盈利能力的方向往往是由股市决定的。
- 从1季度末保险行业的资产配置情况来看保险公司的增量资金既没有选择配置债券也没有选择配置权益类资产，而货币资金增加迅猛。我们认为长时间配置过多货币资金的可能性不大，保险公司必须选择一个方向。除非保险公司能在较短时间内等到债券收益率明显上升，否则保将迫于资产配置的压力明显加仓。
- 我们认为保险行业总体来说处于投资组合的第一象限中，即股市的上涨和债券收益率的上行。目前压制股价表现的因素主要在于两方面：1、预计中报的盈利表现一般；2、保险行业的权益类资产占比未能明显增加。前者我们认为主要由于去年2季度巨额的基金分红所致，并不会影响行业的投资趋势。后者我们认为随着保险公司资产配置压力逐渐加大，将会看到权益类资产占比的明显上升。因此我们看好保险行业的总体趋势，维持对保险行业领先大市-A的投资评级。
- 三家保险公司的排序是中国平安、中国太保和中国人寿。首选中国平安的原因在于：1、在投资收益率总体上行趋势下，固定负债成本占比越高的公司越受益于该趋势，而平安由于高利率保单的存在其固定负债成本的占比就是最高的，其次是中国太保和中国人寿；2、中国平安的保费收入扩张最为迅猛，如果我们认为投资收益率总体是上行的，那么在低利率情况下保费收入扩张越快的公司其价值就越高。而由于中国人寿权益类资产的成本较低以及去年基数较低的因素，中报的表现会在几家公司中最好，因此我们有可能在中报的前后将中国人寿的短期排序放在前面，但长期的排序仍将维持中国平安、中国太保和中国人寿的判断。

保险

上次评级

领先大市-A

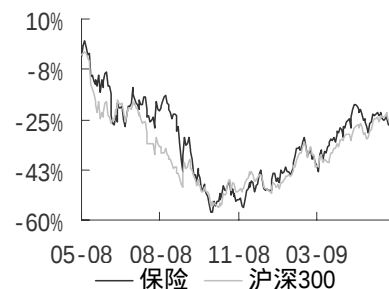
领先大市-A

报告日期

2009-05-28

首选股票	目标价	评级
601318 中国平安	53	买入-B
601601 中国太保	24	买入-A

12 个月行业表现



研究员

杨建海 ,CFA

高级行业分析师

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

前期研究成果

保险：持续超预期的保费	2009-03-09
保险：前看保费后看经济	2009-02-09
保险：会计准则变化点评	2009-01-15

1. 投资收益率决定盈利方向

1.1. 前期重要观点回顾

我们在 2009 年度策略报告《一俊或可遮百丑》明确提出“无论是投资业务还是承保业务均存在超预期的可能性”：投资业务方面可能超预期的地方来自于股市的上涨和基础设施债券计划的大幅放开，承保业务方面超预期的可能性来自于利率下行带来的购买保险的机会成本的下降。在公司的排序上是中国太保、中国平安和中国人寿。今年以来的情况证实了我们当时所说的“无论是投资业务还是承保业务均存在超预期的可能性”这样的判断。

我们在 2 月 7 日的报告《前看保费 后看经济》当中又提出上半年对保险行业关注的重点应该主要是承保业务，下半年对保险行业关注的重点应该是中国经济是否会进入中长期通缩。从过去几个月的情况来看，3 月份是保险股明显取得超额收益的月份，其他几个月则没有突出的表现，而 3 月份取得超额收益的一个重要原因是改变了市场对保费收入的预期，因此承保业务确实是上半年保险股的重要催化剂。而我们在当时认为应该重点关注的下半年经济的走势也越来越有确定性的结论，进入中长期通缩的可能性基本被排除，经济形势的转好带来的股市和债市的走势成为我们下半年策略报告关注的重点，也就是说前看保费的过程已经结束转而进入了后看经济的阶段。

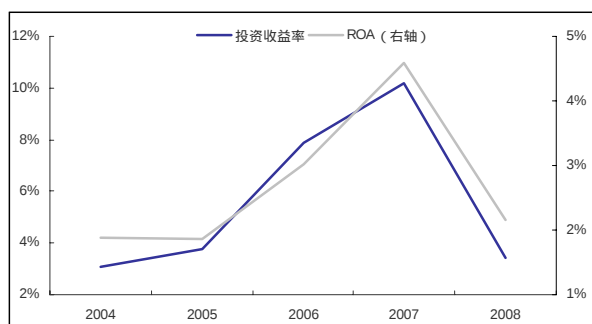
1.2. 投资收益率 VS 负债成本

有人认为保险公司对于负债成本没有决定权，负债成本往往由购买保险的机会成本而非投资收益率决定，因此在考察保险公司盈利能力方向的时候不光要看投资收益率还要看负债成本。

而我们从过去的的数据看到，无论是中国人寿还是中国平安的 ROA 与其投资收益率在方向是完全一致的。同时我们看到国外的情况也是类似的，例如意大利保险公司 ROA 水平与投资收益率的相关性也是很高的，方向上是完全一致的。

我们认为新增资金的负债成本很大程度上由购买保险的机会成本决定的，而存量资金的负债成本很大程度上是由投资收益率决定的，因此保险公司盈利能力的方向是由投资收益率决定的，而在程度上受负债成本的影响。

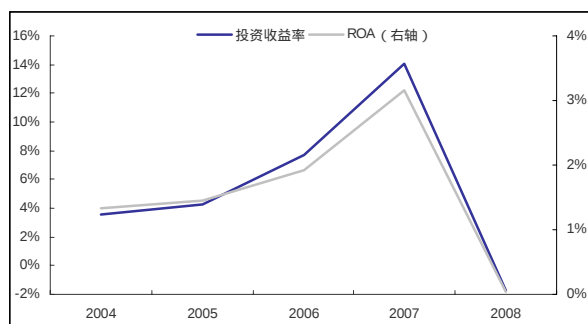
图 1 中国人寿 ROA 与投资收益率



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：图中 ROA 数据为国际会计准则口径。

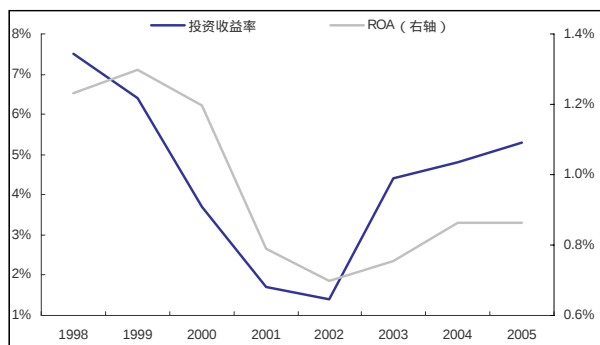
图 2 中国平安 ROA 与投资收益率



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

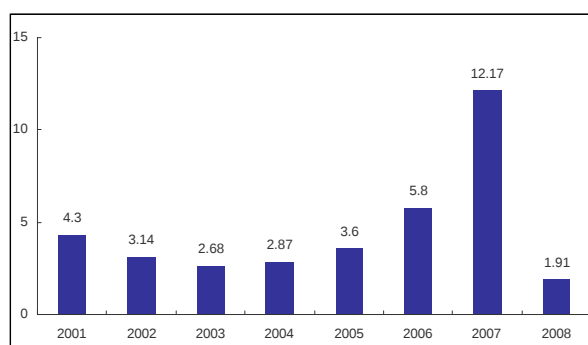
注：图中 ROA 数据为国际会计准则口径。

图 3 意大利保险行业 ROA 与投资收益率



数据来源：意大利保险行业协会，安信证券研究中心

图 4 保险行业投资收益率



数据来源：保监会，安信证券研究中心

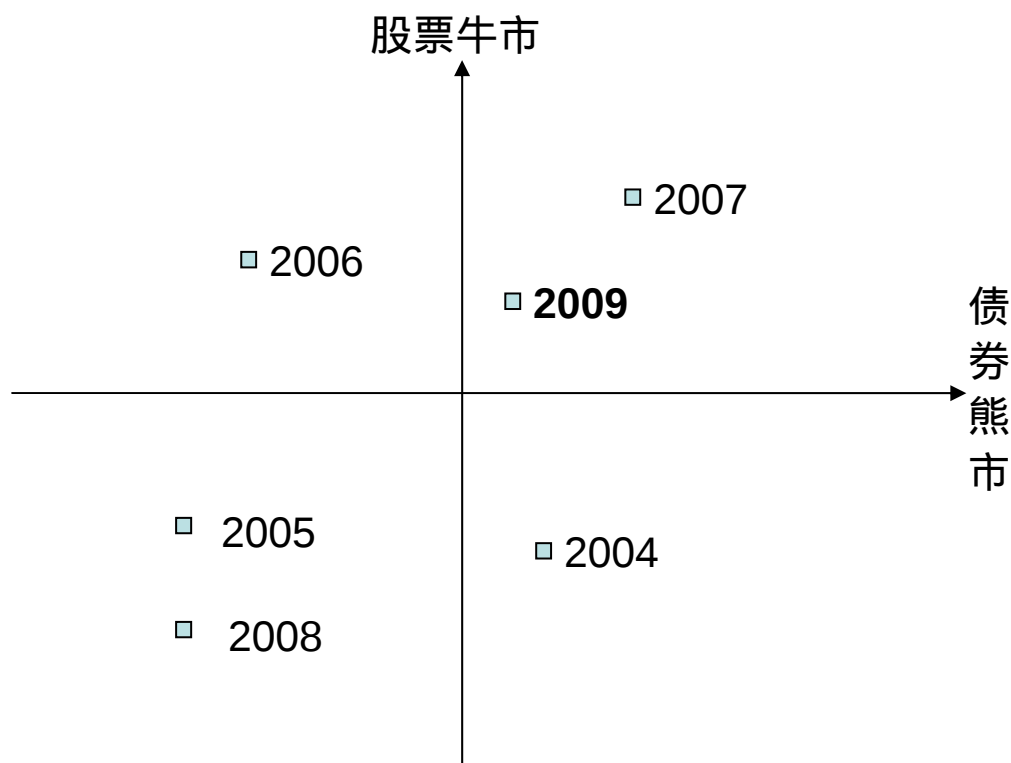
2. 投资组合决定投资收益率的方向

2.1. 保险业的最佳投资组合

接着上面的论述，我们认为既然保险公司盈利能力方向是由投资收益率决定的，那么我们应该就把注意力放在保险公司资产负债表的左方，即固定收益类投资和权益类投资。由于利率环境的变化只影响新增资金（存量资金基本都是持有到期），因此我们认为对保险业来讲最佳的投资组合是股票市场的上涨和债券市场的下跌，而投资组合的背后其实是经济环境。

由于市场预期经济回暖，2009 年出现了资金从债券市场向股票市场转移的过程，从而出现了我们所说的最佳投资组合的出现，而 2008 年的情况则是相反，由于经济形势急转直下，从而导致资金从股市向债市的转移。股票和债券同时上涨往往出现在资金充裕的资产重估时期，而股市和债市同时下跌则会出现资金全面收紧或滞胀时期。

图 5 不同年份的投资象限分布

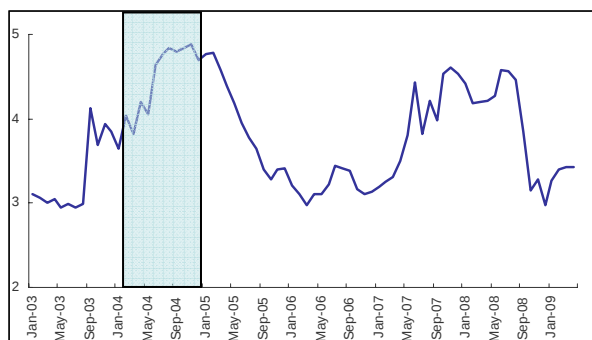


数据来源：安信证券研究中心

2.2. 利率与股市需要同时关注

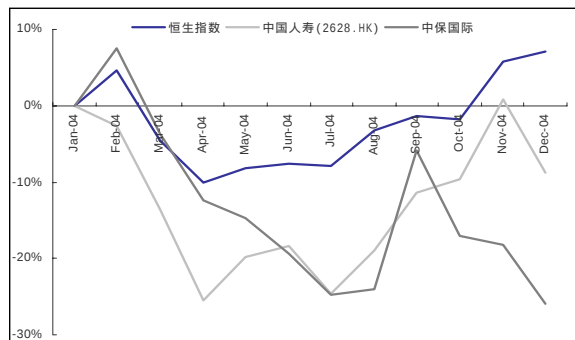
我们认为利率与股市的情况需要同时关注，只关注一方面往往会出现错误的结论。例如随着通胀的初现以及下半年的加息，2004 年债券收益率出现了非常明显的上升，达到了 100bp 左右。但我们观察到 2004 年在香港上市的中国人寿和中保国际均跑输了恒生指数，并没有因为债券利率的大幅上行从而使得保险股表现好于大盘。而 2006 年债券收益率略有下降，但由于股市的表现非常突出，从而使得保险股明显跑赢了指数。因此我们对保险业的关注应该立足于投资组合，而不是利率和股市的单一趋势。

图 6 2004 年债券收益率明显上升



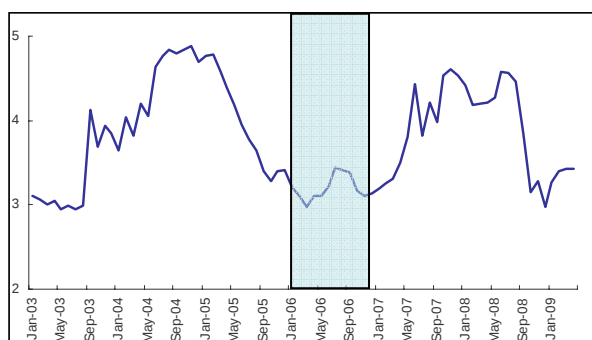
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 7 2004 年保险股落后恒生指数



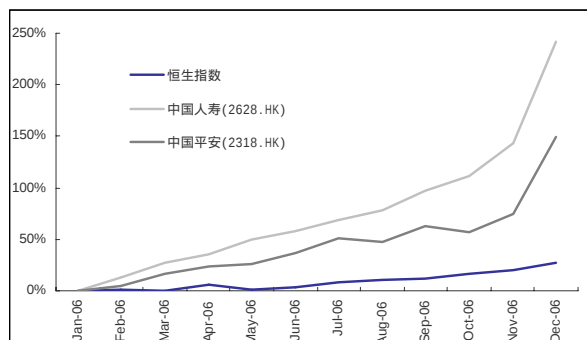
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 8 2006 年债券收益率略有下行



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 9 2006 年保险股明显跑赢指数



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

我们也观察了不同的投资组合对不同国家保险股的走势的影响。我们观察到自从上世纪 80 年代初美国从高通胀中走出来之后，美国的长期债券利率总体来说处于下行通道中，而美国寿险业投资收益率在 1984 年见顶之后总体来说也处于下行通道中，因此美国寿险指数总体来说跑输了大盘。而英国保险公司的投资组合与美国是一样的，即债券利率的下行及股市的上行，但我们观察到英国的寿险指数总体来说跑赢了大盘。

我们认为出现这样反差的原因主要在于权益类资产的占比有比较大的差异，英国权益类资产的占比在 30% 附近，而美国寿险业一般账户的权益类资产占比在 5% 附近。由于英国权益类资产占比较高，因此股市的上涨可以抵消债券收益率下行的负面影响，而美国权益类资产占比较低，未能通过股市上涨抵销债券收益率的下行。

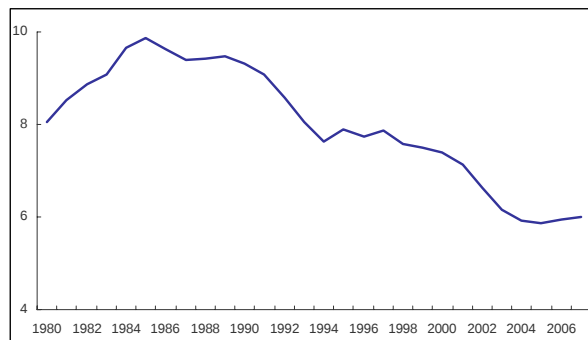
而日本保险行业在上世纪末面临严峻的利差损挑战，一般的解释是由于长期处于低利率水平导致投资收益率处于负债成本之下从而产生利差损。但我们看到其实其他的成熟市场，例如美国或英国 20 多年的利率水平其实也都处于下行通道中，但其保险业并未出现日本那样严峻的情况，一方面原因是其负债成本的弹性较好，另一方面其股市表现也要远好于日本。因此我们认为日本出现那么严峻的利差损不仅仅是因为低利率，而是其投资组合的全面崩溃，上世纪 90 年代初日本保险公司投资组合中股票占比达到了 20% 以上的水平。

图 10 美国长债收益率总体处于下行通道



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

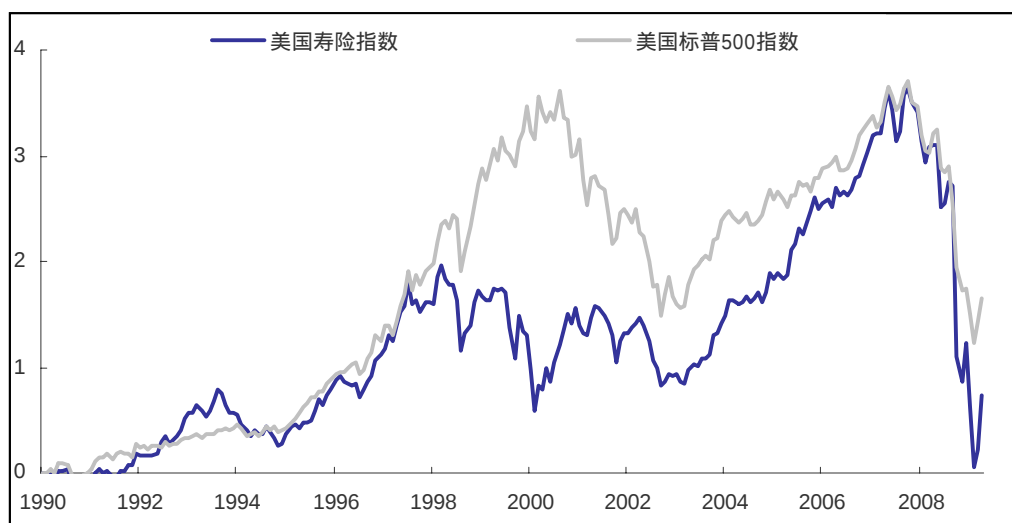
图 11 美国寿险业投资收益率



数据来源：美国寿险协会，安信证券研究中心

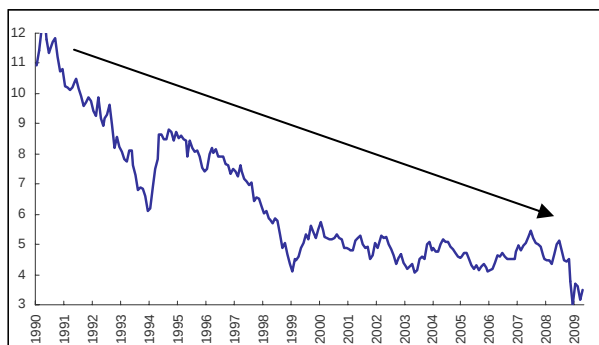
注：该收益率为一般账户的投资收益率

图 12 美国寿险指数总体跑输大盘



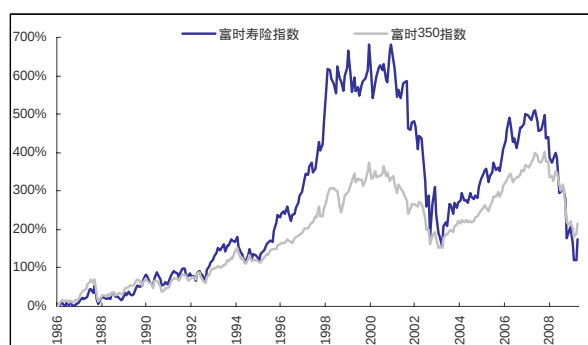
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 13 英国长债收益率总体也处于下行通道



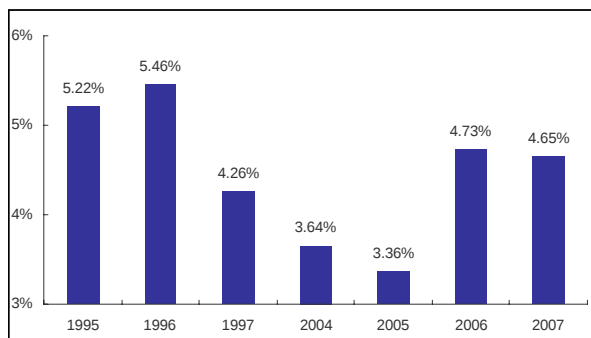
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 14 英国寿险指数总体跑赢大盘



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

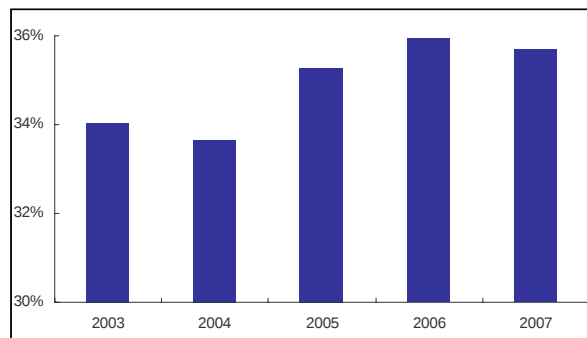
图 15 美国寿险业权益类资产占比



数据来源：美国寿险协会，安信证券研究中心

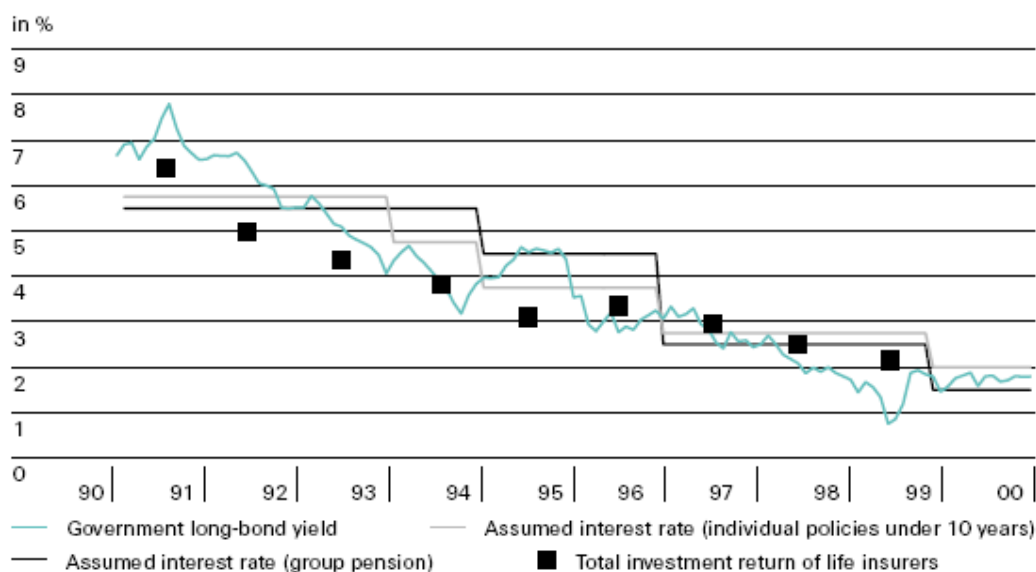
注：该占比是美国寿险公司一般账户内的权益类投资占比

图 16 英国保险业权益类资产占比



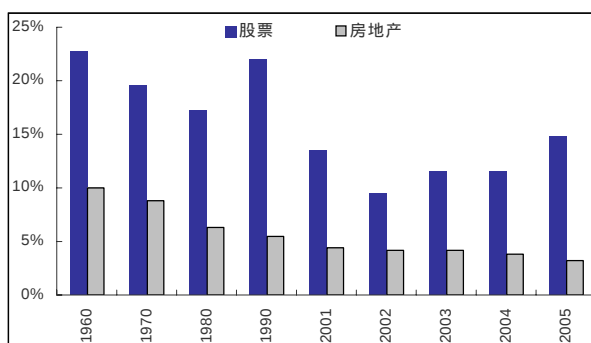
数据来源：英国保险协会，安信证券研究中心

图 17 日本保险行业面临严峻的利差损



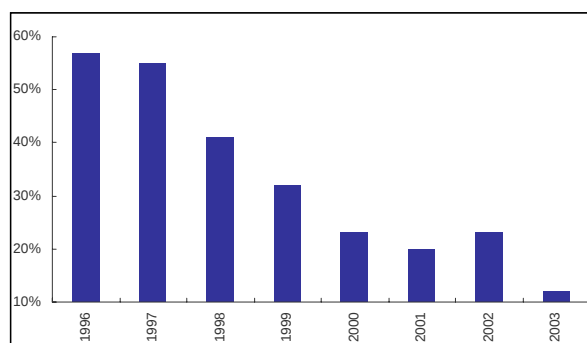
数据来源：SwissRe

图 18 低利率并不是唯一原因



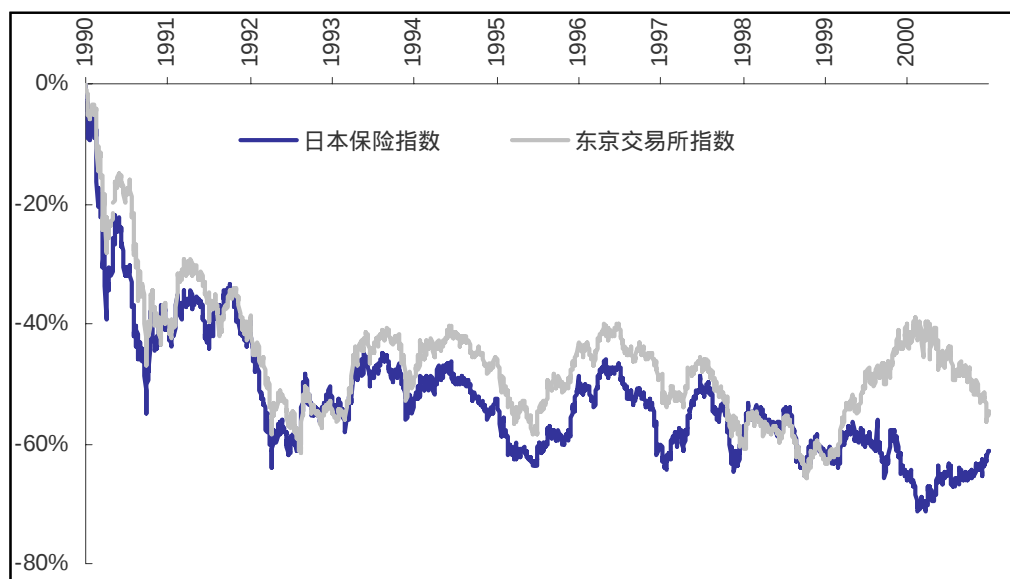
数据来源：日本寿险业协会，安信证券研究中心

图 19 日本寿险业利差损于净资产比例



数据来源：SwissRe

图 19 日本保险指数总体跑输大盘



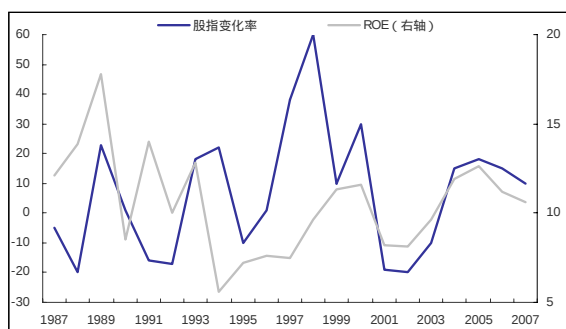
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

2.3. 股市对盈利的影响是更为决定性的

我们判断 2009 年处在投资组合的第一象限，即股市的上涨和债市的下降，这是最佳的投资组合。但如果股市和债市的方向出现冲突的话，哪个因素又是决定性的呢？

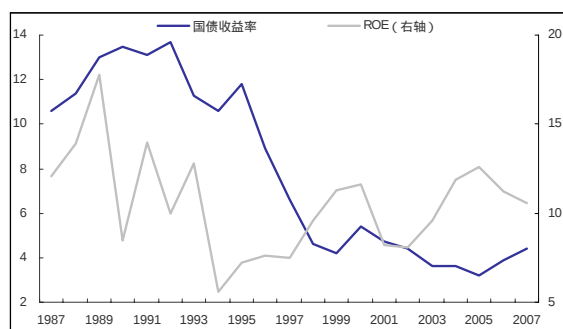
我们分析了意大利保险公司 ROE 与股指变化率和国债收益率的相关性，从图中可以看出意大利保险公司盈利能力与股市的相关性更高，而与国债收益率的相关性更低。我们观察到意大利寿险业权益类资产占比在 10% 附近，与我国的情况类似，因此我们认为我国保险业盈利能力方向主要由股市决定。而从理论上来看，由于增量债券与存量投资资产的比例同权益类资产的比例接近，而权益类资产的波动性一定要高于债券收益率的波动，因此我们认为只要权益类资产比例达到 10% 以上保险公司盈利能力的方向往往是由股市决定的。

图 20 意大利保险公司 ROE 与股指变化率



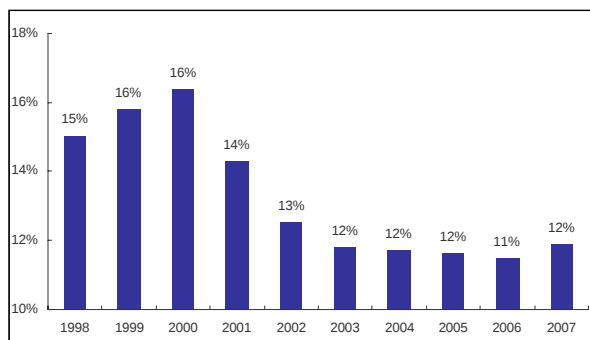
数据来源：意大利保险业协会，安信证券研究中心

图 21 意大利保险公司 ROE 与国债收益率



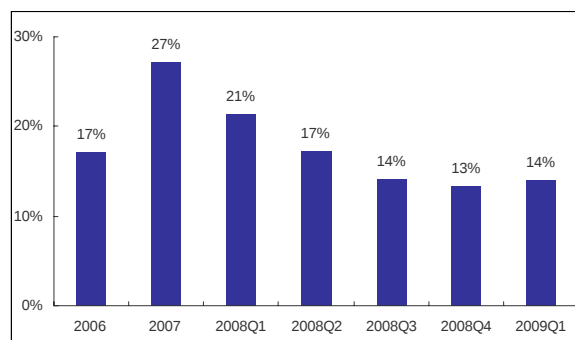
数据来源：意大利保险业协会，安信证券研究中心

图 22 意大利寿险业权益类资产占比



数据来源：意大利保险业协会，安信证券研究中心

图 23 中国保险业权益类资产占比



数据来源：保监会，安信证券研究中心

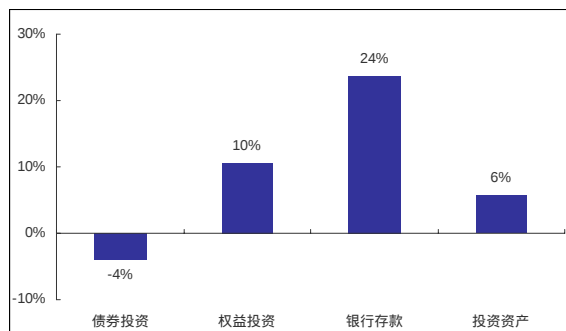
注：权益类资产占比是指在投资资产中的占比。

2.4. 资产配置的方向有待明确

从 1 季度末保险行业的资产配置情况来看，保险行业的债券投资余额比去年年末下降了 4%，权益投资余额增加了 10%（同期沪深 300 的涨幅是 37%），而投资资产和银行存款在此期间的增幅分别为 6%和 24%，因此我们可以看出保险公司的增量资金既没有选择配置债券也没有选择配置权益类资产。

保险公司一方面认为目前债券收益率过低长期来看没有吸引力，另一方面由于 2008 年偿付能力受到了股市明显的负面影响也没有敢在股市中配置资金，所以就造成了大量资金放在了货币资金中，我们观察到 1 季报三家上市公司的货币资金均有非常明显的增加。我们认为长时间配置过多的货币资金的可能性不大，保险公司必须在后续的资产配置中选择一个方向，如果看好经济就应该选择股票，如果不看好经济就应该选择债券。除非保险公司能在较短时间内看到债券收益率有明显的上升（例如 100bp），否则保险公司迫于资产配置的压力会有明显的加仓。

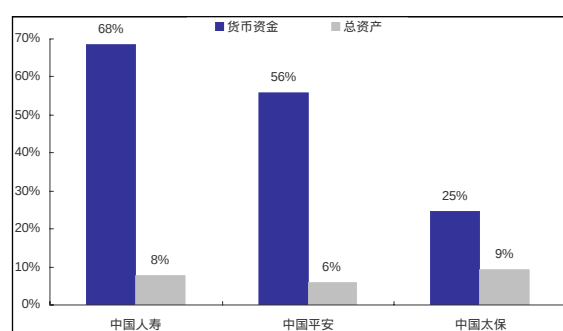
图 24 资产配置方向尚不明显



数据来源：安信证券研究中心

注：行业 2009 年季末资产与 2008 年的增幅。

图 25 2009Q1 货币资金明显增加



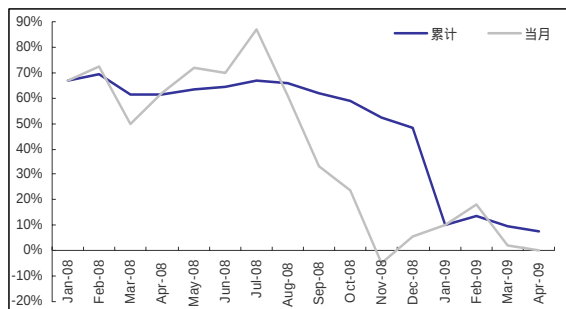
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

3. 增长迅速但难以超预期的承保业务

3 月份保险股明显跑赢指数，我们认为一个非常重要的原因是经过 2 个月数据的检验市场确定保费收入明显超出去年年底的悲观预期。保费收入超预期的原因主要是两个：一方面是由于去年年底的快速降息购买保险的机会成本得以迅速降低；另一方面保险公司增加代理人的难度变小。

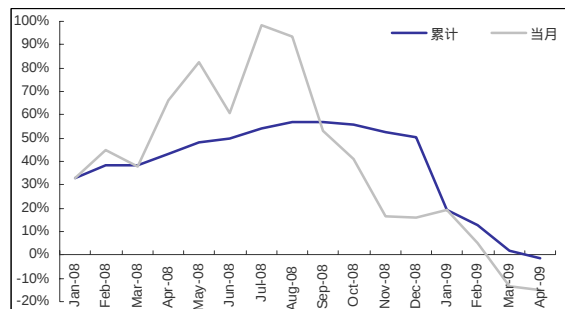
最近几个月的数据显示保费收入尤其是个险渠道的保费收入仍保持了较快的增速，但由于 2 月份保费收入增速已经是近期的一个高点，因此保费收入增速虽然较快但已经难以超预期，从而也难以成为股价的催化剂。

图 26 寿险市场保费收入增速



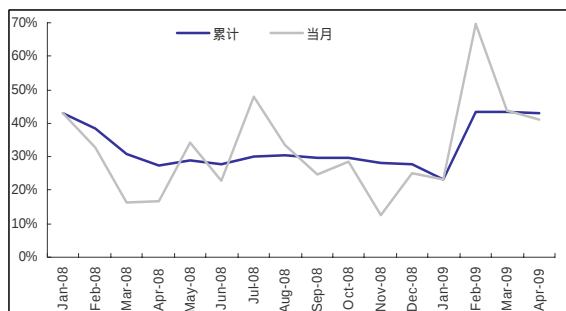
数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 27 中国人寿保费收入增速



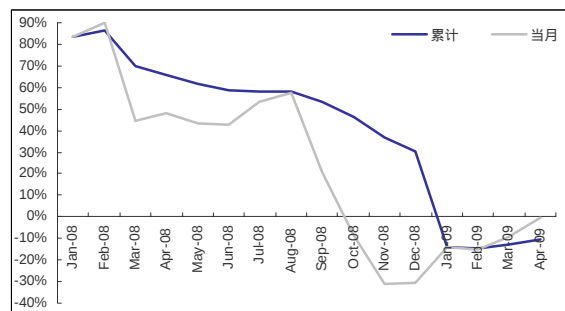
数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 28 平安人寿保费收入增速



数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 29 太平洋人寿保费收入增速



数据来源：保监会，安信证券研究中心

4. 投资建议

我们认为保险行业总体来说处于投资组合的第一象限中，即股市的上涨和债券收益率的上行。目前压制股价表现的因素主要在于两方面：1、预计中报的盈利表现一般；2、保险行业的权益类资产占比未能明显增加。前者我们认为主要由于去年2季度巨额的基金分红所致，并不会影响行业的投资趋势，同时市场对中报已经有较低的预期，中报公布反而有超预期的可能性。后者我们认为随着保险公司资产配置压力逐渐加大，我们将会看到保险公司权益类资产占比的明显上升。因此我们看好保险行业的总体趋势，维持对保险行业领先大市-A 的投资评级。

三家保险公司的排序是中国平安、中国太保和中国人寿。首选中国平安的原因在于：1、在投资收益率总体上行的趋势下，固定负债成本占比越高的公司越受益于该趋势，而平安由于高利率保单的存在其固定负债成本的占比就是最高的，其次是中国太保和中国人寿；2、中国平安的保费收入扩张最为迅猛，如果我们认为投资收益率总体是上行的，那么在低利率情况下保费收入扩张越快的公司其价值就越高。而由于中国人寿权益类资产的成本较低以及去年基数较低的因素，中报的表现会在几家公司中最好，因此我们有可能会在中报的前后将中国人寿的短期排序放在前面，但长期的排序仍将维持中国平安、中国太保和中国人寿的判断。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-05-28

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E				
保险																
601601	中国太保	买入-A	买入-A	0.17	0.53	0.64	99	32	27	2.4%	8.1%	8.9%	17.15	24.00	20071207	-64%
601318	中国平安	买入-B	买入-B	0.09	1.03	1.20	440	38	33	0.8%	9.2%	9.9%	39.61	53.00	20070530	-31%
601628	中国人寿	增持-A	增持-A	0.36	0.85	0.86	65	27	27	6.6%	16.9%	15.2%	22.98	28.00	20070530	-36%

作者简介

杨建海，CFA，非银行金融行业高级分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034