

保险行业下半年投资策略

利差水平有望逐步扩大



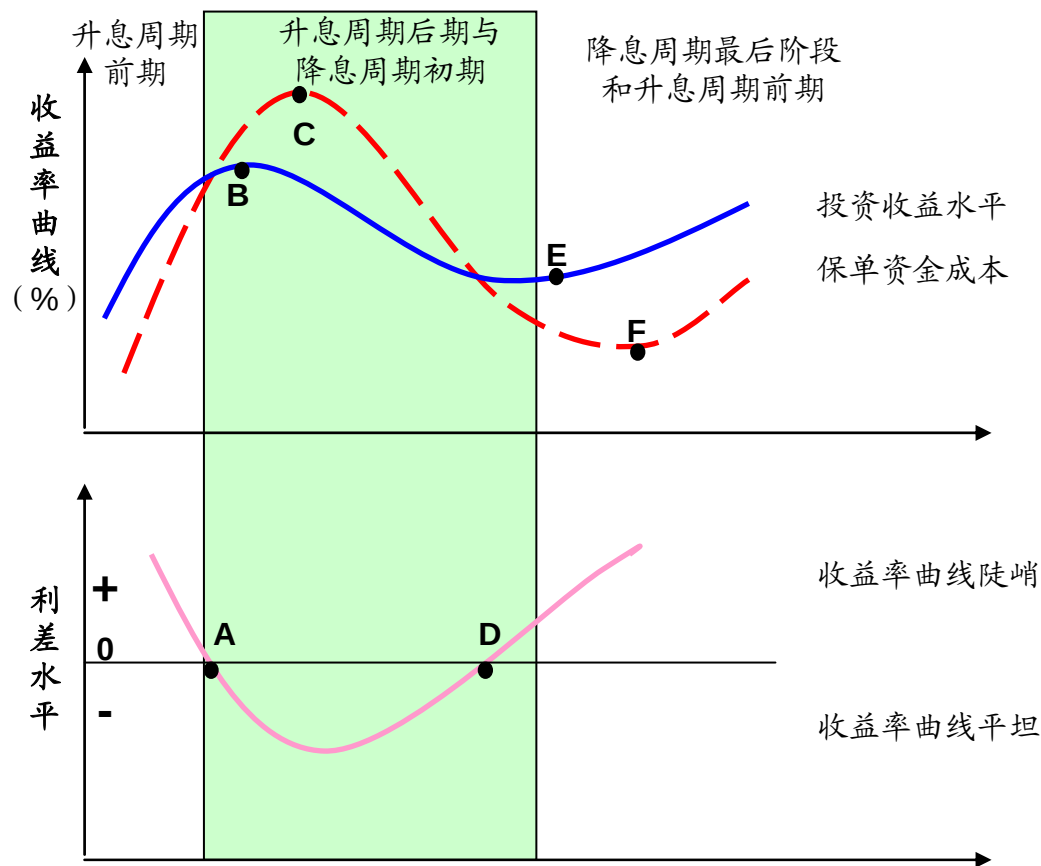
分析员：周光

2009 年 6 月

利率周期的转换正不断演进，寿险公司利差水平已完成探底并可望逐步回升

- 理论上讲，寿险公司的利差水平在降息周期的最后阶段和升息周期前期将呈现逐步扩大的趋势
- 目前，中国寿险公司的利差无疑已经处在本轮利率周期的底部，并在最近几个月开始小幅回升
- 只要低利率环境不会持续太长时间，我们则有充分的理由期待再通胀和利率周期的转换终将到来，寿险公司的利差水平在目前的低点上将有很大的提升空间

利率周期中的寿险公司利差水平（示意图）



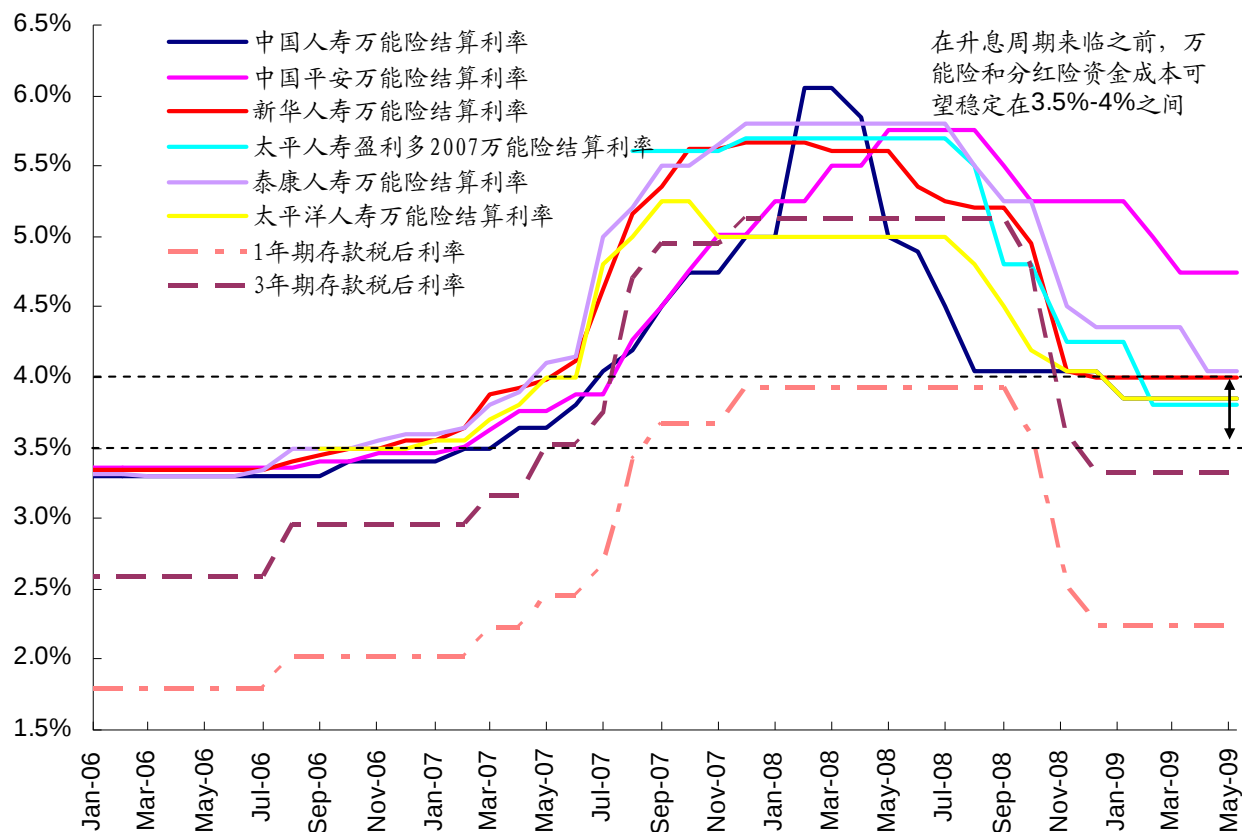
资料来源：中金公司研究部

保单资金成本基本见底，短期向上向下均缺乏动力

保单资金成本水平已基本见底，短期向上向下均缺乏动力

- 如我们年初以来的判断，由于万能险和分红险保单资金成本很大程度上受到3-5年期定期存款利率的影响，且各公司必须保持产品相对吸引力以获得稳定的保费收入增长，在升息周期来临之前，预计各公司万能险和分红险保单资金成本将在3.5%-4%的区间大体保持稳定

主要寿险公司万能险结算利率

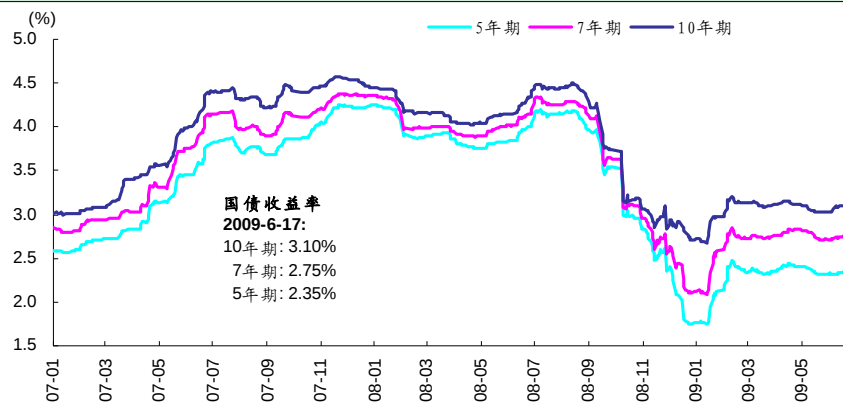


资料来源：公司数据，中金公司研究部

投资收益水平可望进一步回升

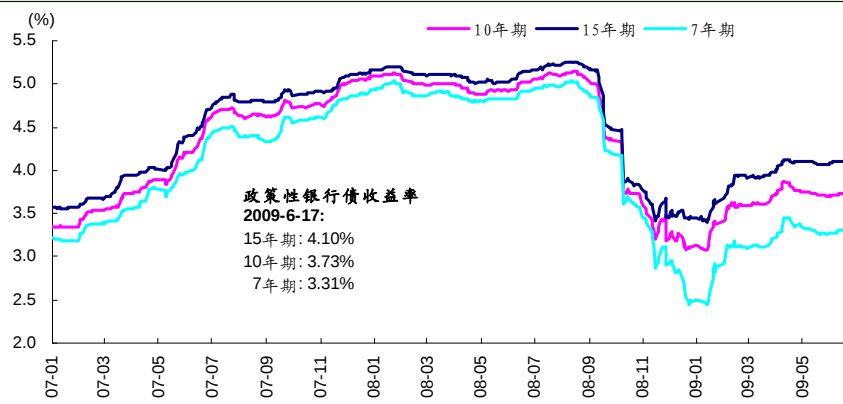
债券市场：短期内通胀预期和资金充裕僵持不下，中长期利率产品收益率呈现窄幅波动态势

国债收益率



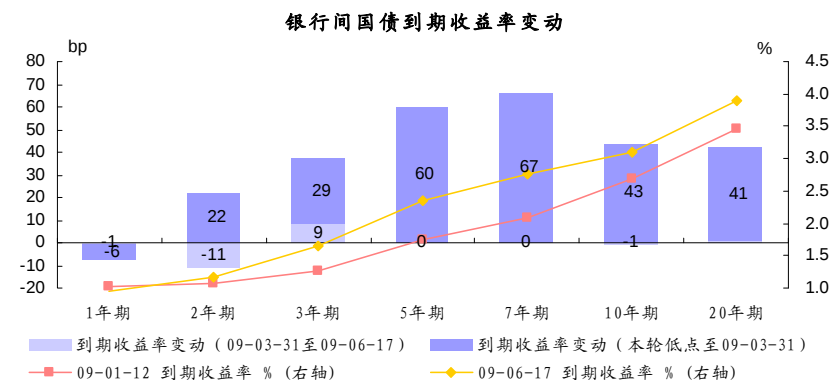
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

政策性银行债收益率



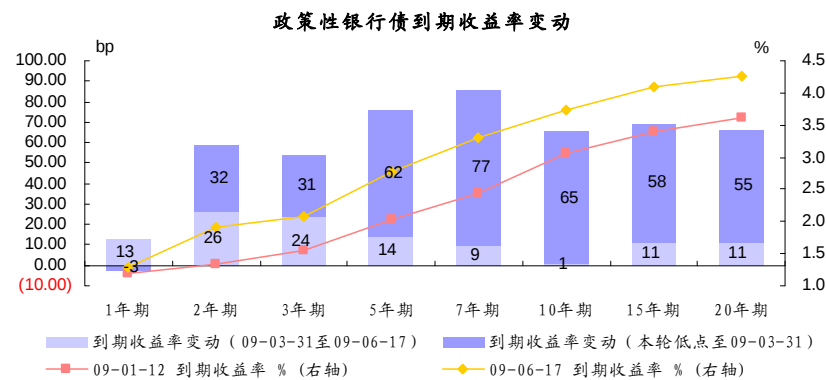
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

国债收益率曲线变化



资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

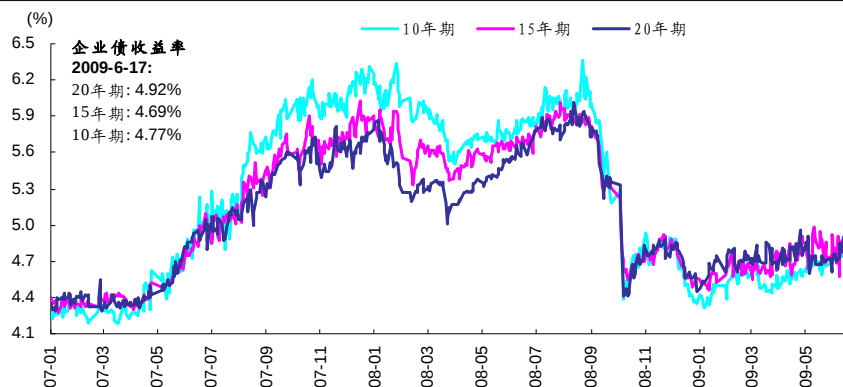
政策性银行债收益率曲线变化



资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

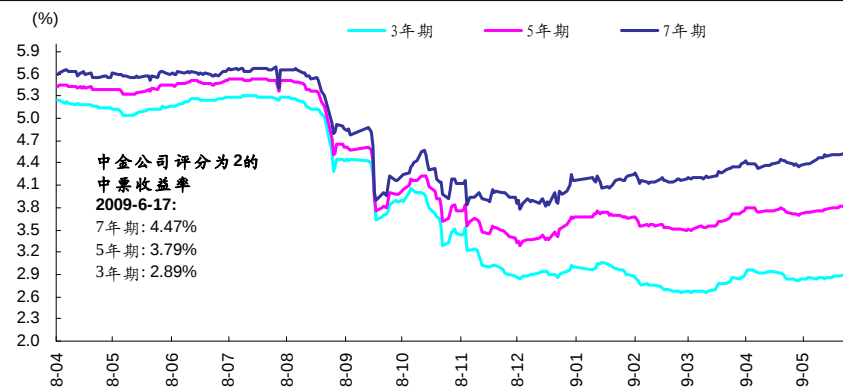
基准利率提升与充裕供给驱动中长期信用产品收益率稳中渐升

企业债收益率



资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

中期票据收益率



资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

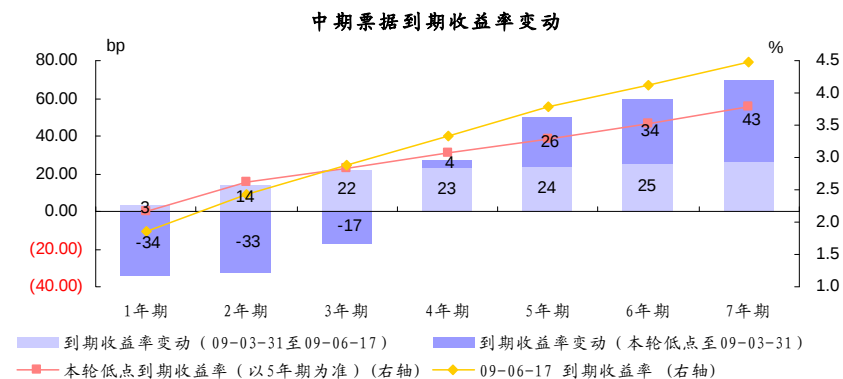
代表性优质企业债发行利率

发行期限（年）	发行日期				
	1H08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09
7	5.25%	5.60%	3.58%	/	4.18%
10	5.35%	5.15%	3.99%	/	4.40%
15	-	5.30%	4.15%	/	4.60%

*主要包括铁道债和各央企发行的规模较大的企业债券

资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

中期票据收益率曲线变化



资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

银行旺盛的需求短期内抑制了债券收益率上升的幅度，保险资金配置仍以中长期企业债和超短期央票为主

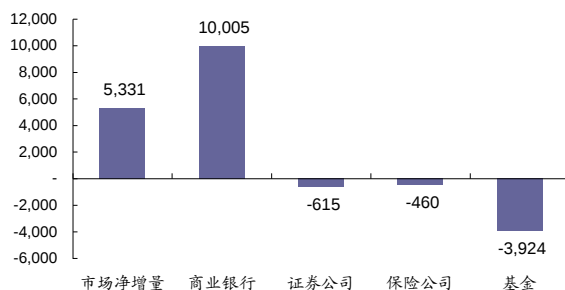
■ 在银行需求主导而流动性充裕的债券市场中，由于经济复苏的程度尚不足以影响银行的资产配置结构，银行资金对债券的需求仍然旺盛。因此，尽管驱动债券收益率上升的力量日渐强烈，但充裕的银行需求抑制了债券收益率上升的幅度

■ 2009年以来，由于提供的回报率过低，配置难度较大，保险资金债券投资总体呈现下降态势

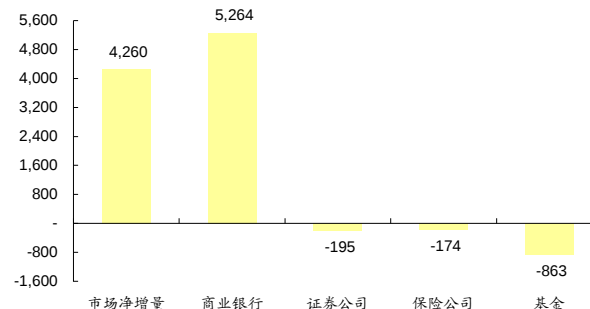
■ 5月，保险公司债券持有量净增204亿元，为2009年以来月度首次出现较大幅度的增持。增持的品种以收益率较高的中长期企业债和期限超短的央票及其它产品为主，反映出保险公司固定收益类产品总体配置策略仍在延续

各投资机构1-5月持有券种规模变化

各投资机构1-5月持债总规模变化



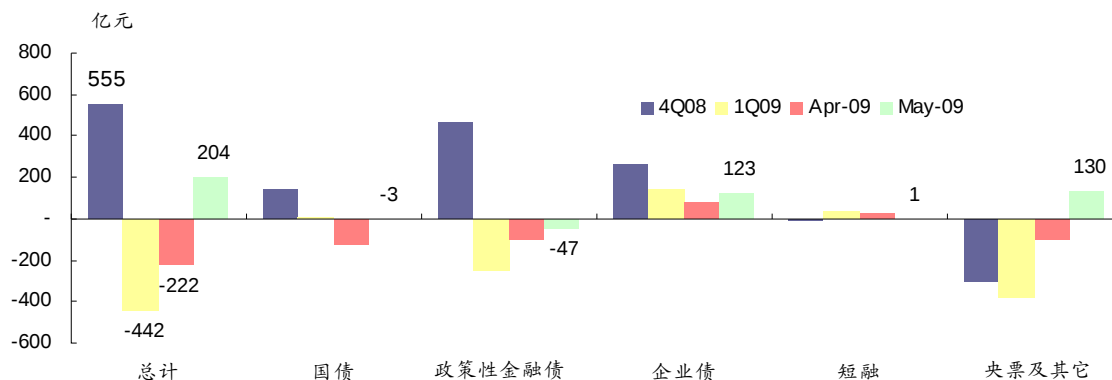
保险资金投资的主要券种*1-5月机构持债规模变化



*包括国债、政策性银行债和企业债

资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

近期保险资金持有各债券品种变化

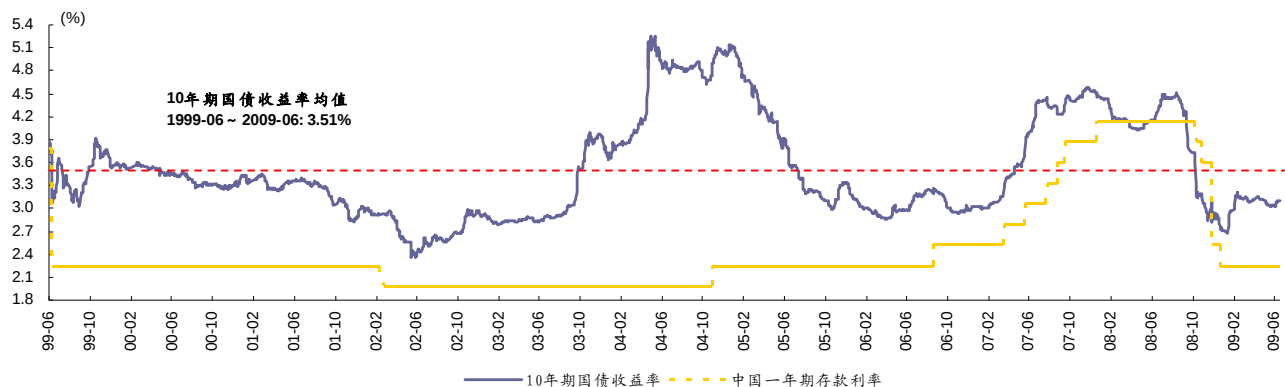


资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

长期看，债券收益率仍处在历史低位，但震荡上行趋势正逐渐确立

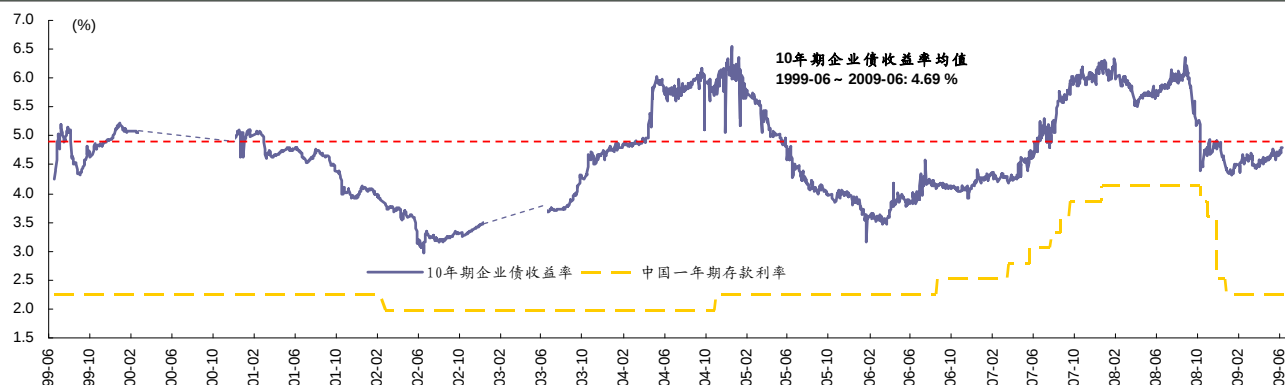
- 从更长的时间维度来看，目前中长期债券收益率仍低于历史平均水平
- 但从宏观经济走势及预期、通胀水平走势及预期，以及债券市场供求关系等多方面观察，我们认为，中长期债券收益率震荡上行的趋势正逐渐确立

1999年6月至今10年期国债收益率



资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

1999年6月至今10年期企业债收益率



资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

下半年国债发行量可能进一步增加、企业债及中票供给仍然充裕

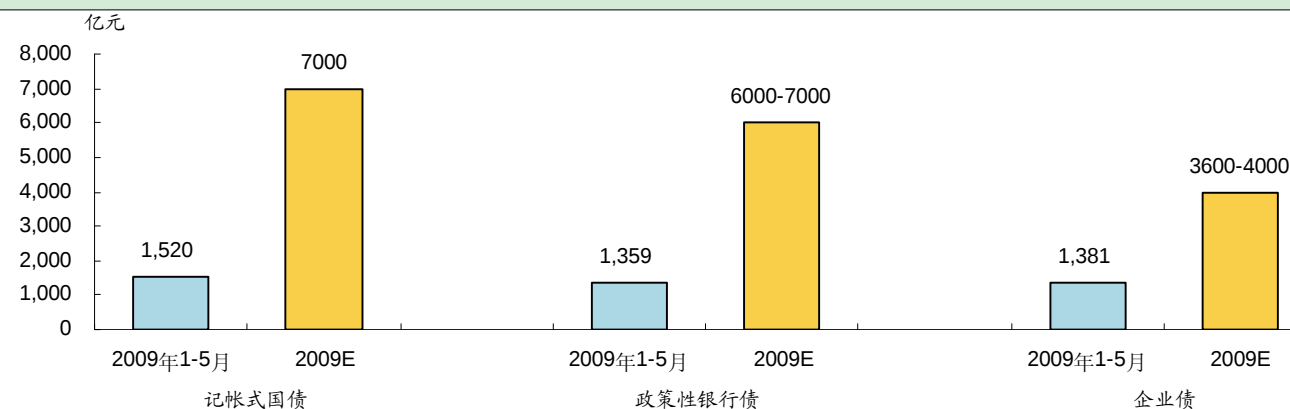
- 展望下半年，受到发行节奏惯例和政府财政收入下滑的影响，记帐式国债发行量可望明显增加
- 企业债和中期票据发行量亦可望保持在较高水平，信用产品供给依然充裕

各类型债券的月度发行量和发行支数

发行量 亿元	国债		政策性银行债		短融		公司债、企业债、可分离债、中期票据		总计
	发行量	支数	发行量	支数	发行量	支数	发行量	支数	发行量
09-01	0	0	168	1	212	16	522	14	902
09-02	460	2	270	2	339	13	377	19	1296
09-03	290	2	616	4	374	26	1373	44	2653
09-04	1976	21	875	5	189	21	1462	49	4502
09-05	1741	16	498	3	115	15	791	36	3145
09-06 E	2200-2400	18-22	400-700	3-5	200-400	20-30	1000-1500	30-50	约4300

资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

09年各类型债券净增量

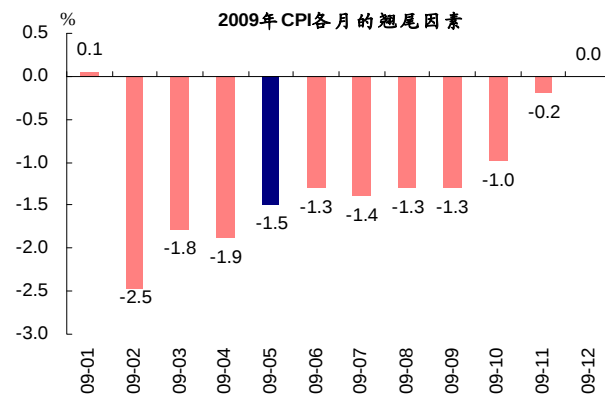
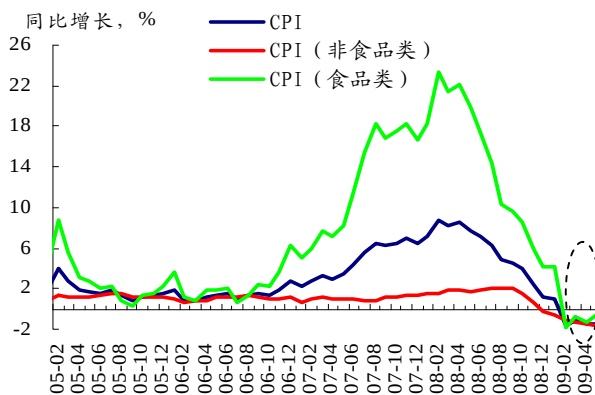


资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

中长期债券收益率反弹的进一步驱动力将来自经济复苏趋势得到进一步确认、CPI由负转正和央行货币政策收紧等因素

- 展望未来，通胀预期强弱、央行货币政策尺度和宏观经济复苏的进程仍将主导中长期债券收益率的波动。中长期债券收益率反弹的进一步驱动力将来自经济复苏趋势得到进一步确认、CPI由负转正以及资金面预期改变和央行货币政策收紧导致的银行需求减弱等因素

CPI走势及翘尾因素



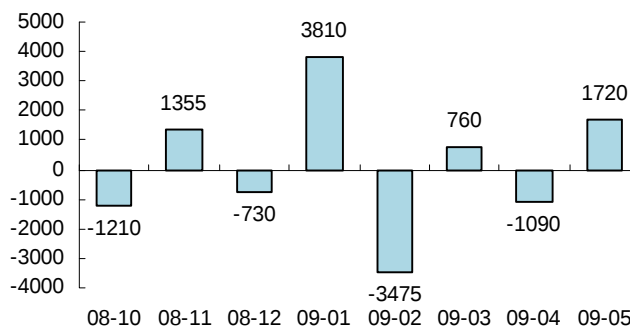
资料来源：CEIC，中金公司研究部

央行公开市场操作

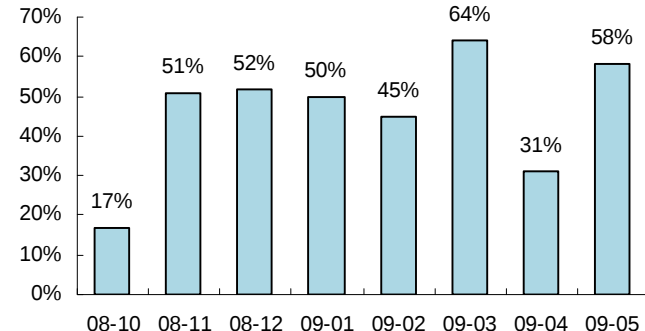
- 那时，中长期债券收益率将进一步反映未来货币政策变动、通胀预期以及供求关系变化的影响，反弹的幅度和速度将明显快于保单资金成本的变化，从而使寿险公司利差水平出现更大幅度的提升

亿元

公开市场操作月净回笼量



28天正回购占占比

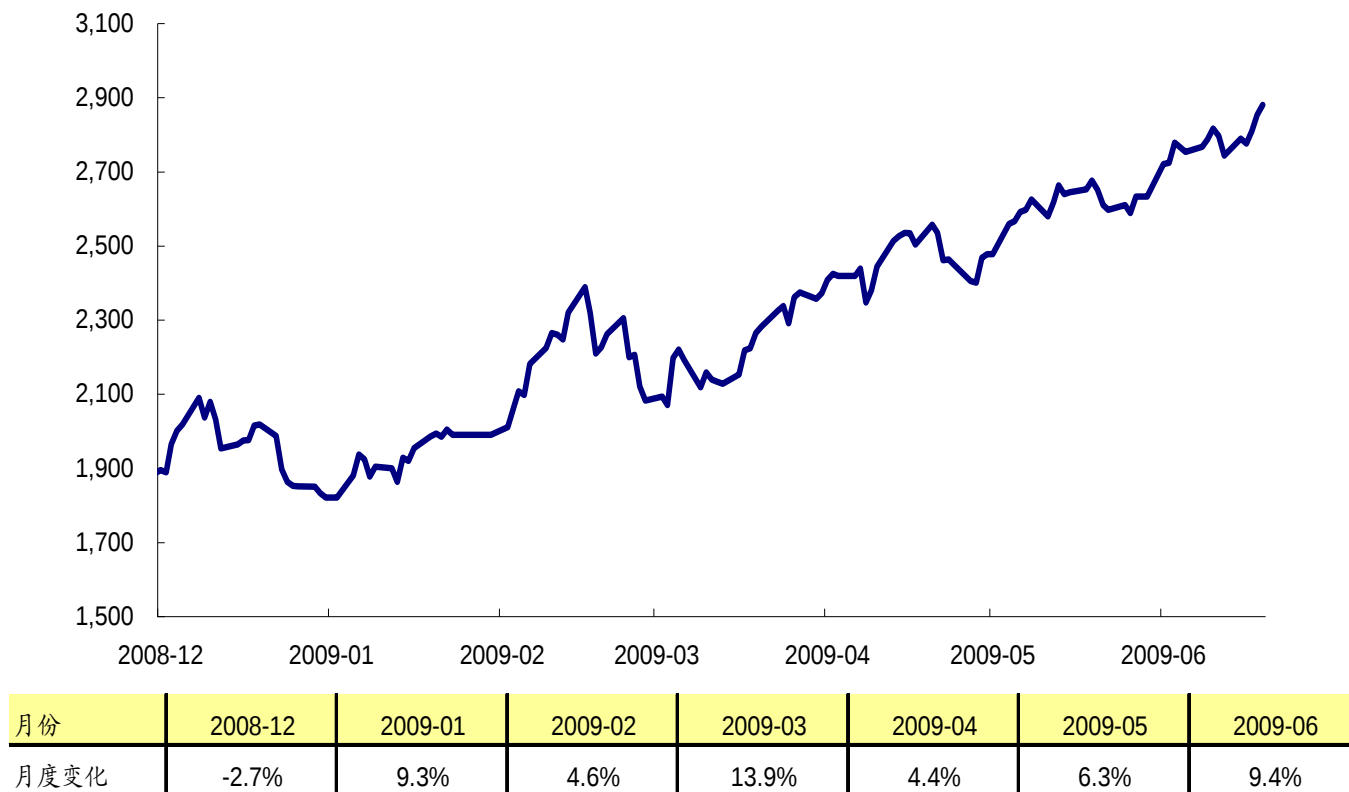


资料来源：PBOC，中金公司固定收益部，中金公司研究部

股票市场：股市继续震荡向上，有助于保险公司股权投资收益水平进一步回升

- 股权投资方面，A股市场2009年以来在震荡中不断走高，有助于寿险公司股权投资收益水平进一步回升
- 由于保险资金风险控制的审慎性，现阶段寿险公司股权投资仓位仍处在较低水平，股市投资对寿险公司投资收益显著的“锦上添花”作用需要等到实体经济复苏得到较为明确的确认后才能得到更为充分的体现
- 但形势亦在不断演进中：目前，随着经济复苏预期渐强和股市表现的进一步变化，保险公司股权投资收益水平面临新的提升空间

上证指数月度表现

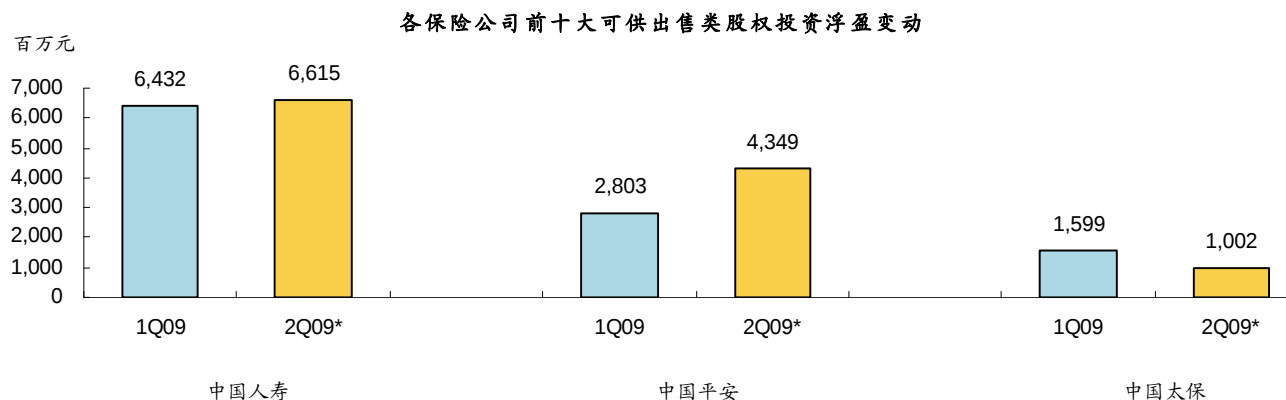
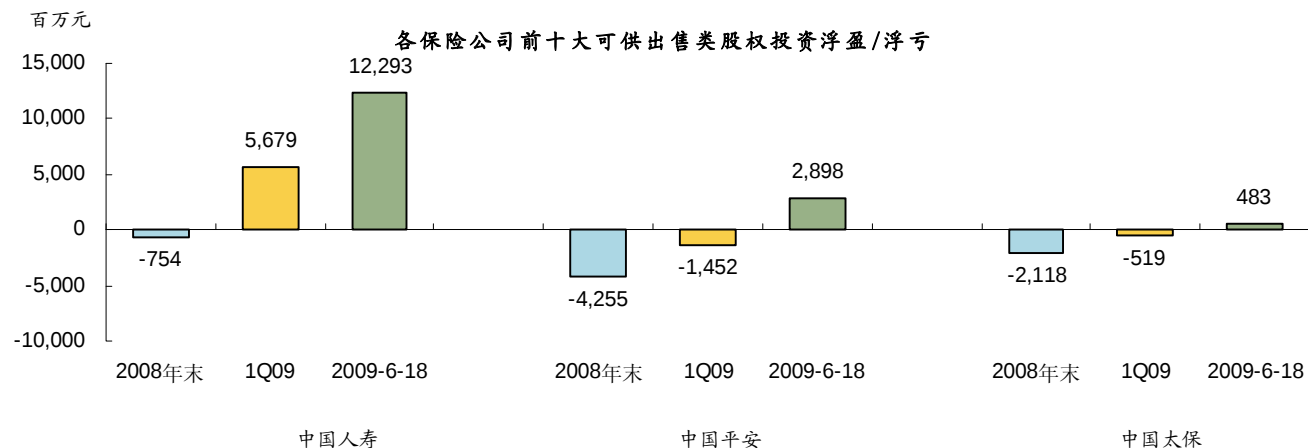


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

二季度大盘蓝筹股的启动可望使保险公司股权投资收益及浮盈获得较大程度的提升

各保险公司前十大可供出售类股权投资浮盈估算（根据2008年末前十大股票持仓情况）

- 出于投资审慎性的考虑，保险公司股权投资以大盘蓝筹股为主。二季度以来，大盘蓝筹股在反弹中的表现较一季度有所提升，有助于保险公司股权投资收益的增加



*截至2009-06-18收盘价

资料来源：wind，中金公司研究部

尽管新股发行制度改革削弱了保险公司的获利规模， 但保险公司仍可望从IPO重启中进一步扩大股权投资收益

- IPO的重启将结束保险资金9个月来“无新可打”的局面
- 尽管新股发行制度的改革削弱了保险公司潜在的获利规模，但保险公司仍可望从IPO重启中进一步扩大股权投资收益
- 在2007-2008年发行规模前10的IPO中（总发行规模为3719亿元），A股三家保险公司通过网下申购和战略配售认购总规模为197亿元，约占总发行规模的5.3%
- 发行价格至解禁日加权平均涨幅为54%，三家公司共计获得浮盈114亿元

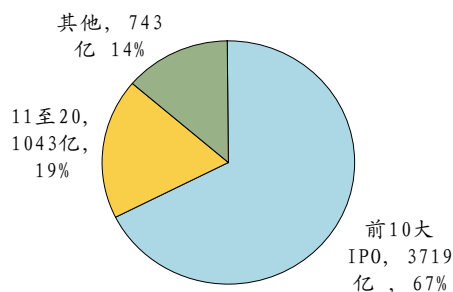
新股发行制度改革主要内容

- 1 ■ 网上发行申购单位及上限修改为最高不得超过当次社会公众股上网发行总量的千分之一
- 2 ■ 投资者参与网上公开发行业股票的申购，只能使用一个证券账户
- 3 ■ 凡参与网下发行报价的配售对象，不得再参与网上新股申购

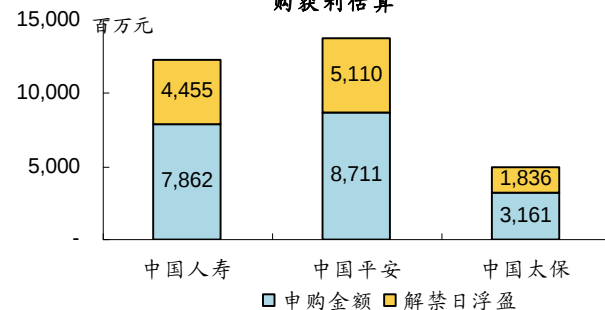
网上申购上限的限制和网上网下只能择一的规定将促使保险公司等机构投资者一般会选择网下申购

2007年-2008年前十大IPO各保险公司网下申购（包括战略配售）获利估算

2007-2008年IPO融资规模



2007年-2008年前十大IPO各保险公司网下申购（包括战略配售）获利估算



资料来源：wind，中金公司研究部

大盘蓝筹股定向增发亦为保险公司提供参与并获利的机会

- 尽管保险公司在二级市场上的投资仍较为审慎，但提供明显折价的大盘蓝筹股定向增发仍为其提供了参与并获利的潜在机会
- 2009年已公布预案且尚未完成的定向增发（已剔除面向大股东、大股东关联方和已确定认购对象的增发）融资规模约为1083亿元，其中规模排名前10大的增发预计融资规模约597亿元，增发价格相对当前价格的折扣大都在20%以上，对保险资金具有比较明显的吸引力

2009年已公布预案尚未完成的定向增发

1

■面向机构投资者的定向增发*：66笔

2

■总规模*：1083亿

前十大已公布预案尚未完成的定向增发

公司	融资规模*	增发价格下限	预案价格相对基准价格比例	预案价格相对当前价格比例**
浦发银行	20909	13.19	90	62
保利地产	7728	12.12	90	47
中联重科	5946	19.82	90	92
上海电气	5005	7.15	90	67
大唐发电	4354	6.22	90	80
金地集团	3650	7.02	90	47
东方电气	3631	31.57	90	75
广汇股份	3097	10.34	90	67
华电国际	2700	4.5	90	94
南山铝业	2661	8.87	90	84
合计	59680	-	-	-

*已剔除大股东或已确定认购对象认购部分

**以6月18日收盘价为基准

资料来源：wind，中金公司研究部

其他投资：投资渠道逐渐拓宽将有助于资产配置优化

■ 从保险行业的消息面和政策面来说，拓宽投资渠道和拓展新业务领域始终是刺激股价的正面因素，尽管短期内很可能对保险公司提升盈利的帮助有限。未来几个月这些因素仍将存在，不时刺激市场

■ 目前已经兑现的利好包括拓宽保险公司无担保债券投资范围和基础设施债权投资的若干政策，年内尚有未上市公司股权投资和不动产投资的细则有望出台

新出台投资渠道监管政策主要内容

政策出台时间	投资渠道	投资比例限制	文号
2009-3-19	债券投资	-投资有关无担保债券的余额，不得超过该保险机构上季末总资产的15%	保监发〔2009〕42号
		-投资境内市场发行人为中央大型企业（集团）、具有国内信用评级机构评定AAA级或者相当于AAA级长期信用级别的同一期单品种无担保债券的份额，不得超过该期单品种发行额的20%，且余额不得超过该保险机构上季末总资产的5%	
		-投资境内市场发行人为其他类型企业、属于国家产业政策支持行业、具有国内信用评级机构评定AAA级或者相当于AAA级长期信用级别的同一期单品种无担保债券的份额，不得超过该期单品种发行额的5%，且余额不得超过该保险机构上季末总资产的1%	
		-投资香港市场发行人为大型国有企业、具有国际公认信用评级机构评定A级或者相当于A级以上信用级别的同一期单品种无担保债券的份额，不得超过该期单品种发行额的5%，且余额不得超过该保险机构上季末总资产的1%	
2009-3-19	基础设施债权投资计划	-投资同一企业发行的有担保企业（公司）债券和无担保债券的余额，合计不得超过该保险机构上季末总资产的10%，且不得超过该企业最近一个会计年度净资产的20%	保监发〔2009〕43号
		-保险机构应当根据偿付能力变化，调整无担保债券投资规模。季度偿付能力充足率低于150%的，不得投资无担保债券；连续两个季度偿付能力充足率降至150%以下的，不得增持无担保债券	
		-投资债权投资计划的余额，人寿保险公司一般不超过上季末总资产的6%，财产保险公司一般不超过上季末总资产的4%	
		-投资单一债权投资计划的余额，不超过可投资债权投资计划资产的40%	
2009-3-19	基础设施债权投资计划	-投资A类或者B类增级方式的单一债权投资计划的份额，不超过该投资计划发行额的50%；投资C类增级方式的单一债权投资计划的份额，不超过该投资计划发行额的40%	保监发〔2009〕43号
		-同一集团的保险公司，投资具有关联关系专业管理机构发行的单一债权投资计划的份额，合计不超过该投资计划发行额的60%	

资料来源：CIRC，中金公司研究部

房地产投资领域的逐步放开将为保险资金投资提供更多的灵活性和多样性

- 房地产投资领域的逐步放开将为保险资金投资提供更多的灵活性和多样性，长期来看持有性物业相对稳定的租金收益和升值空间亦符合保险资产的投资需求

中国各主要城市持有性物业毛投资收益率

毛投资收益率=租金收入/初始购置价格				
城市	优质写字楼	高档公寓	商铺	工业物业
北京	7.0-8.0%	4.0-6.0%	8.0-10.0%	9.5-11.0%
上海	6.0-8.0%	6.0-7.0%	7.0-8.0%	8.0-9.0%
广州	5.7-9.3%	2.8-5.6%	6.0-8.0%	N.A.
香港	4.7%	3.0%	4.3%	6.7%

*香港为净投资收益率

资料来源：CBRE，中金公司研究部

各上市保险公司投资性房地产规模

人民币 百万元	原值			净值		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
中国平安	2,072	4,711	7,344	1,660	4,051	6,551
中国太保	304	270	270	253	219	211
中国人保	548	681	815	443	532	605
中保国际*	106	79	77	106	79	77
民安控股*	955	1,000	1,088	955	1,000	1,088

*单位为港币百万元

中国人寿未披露该数据

资料来源：公司数据，中金公司研究部

- 上市保险公司中，平安在房地产投资方面拥有更为丰富的经验，购入和在建房地产项目规模亦遥遥领先

在审慎假设下，A股保险公司2009年投资收益水平可望恢复到4.5%以上

A股保险公司2009年投资收益水平测算

投资收益率假设			
银行存款及现金		2.3%	
债券			
国债（10年期）		3.1%	
政策性银行债（5年期）		2.8%	
企业债（10年期）		4.6%	
其它债券		2.5%	
股权		20.0%	
其他（包括不动产、基础设施债权与股权）		6.0%	
x			
新增投资结构（考虑投资渠道拓宽的影响）			
	中国人寿	中国平安	中国太保
银行存款及现金	35%	35%	41%
债券	53%	52%	48%
国债	16%	21%	9%
政策性银行债	21%	12%	15%
企业债	12%	15%	20%
其它债券	4%	4%	5%
股权	10%	10%	10%
其他（包括不动产、基础设施债权与股权）	2%	3%	1%
	中国人寿	中国平安	中国太保
新增投资收益率	4.64%	4.74%	4.69%

*为了使投资收益水平与资金成本可比，所有投资收益率均换算为复利

资料来源：中金公司研究部

估值与投资建议

评级与目标价

评级与目标价

公司	评级	每股合理价值/目标价
A股		
中国人寿	审慎推荐	Rmb25.69
中国平安	推荐	Rmb52.68
中国太保	推荐	Rmb22.98
H股		
中国人寿	审慎推荐	HK\$29.20
中国平安	审慎推荐	HK\$59.87
中保国际	审慎推荐	HK\$16.77

可比公司估值

公司	市值(百万美元)	货币单位	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产回报率 (%)			
	2009-06-19			07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E
<u>综合性保险公司</u>															
AIG	19,679	USD	1.47	0.6	(0.0)	(11.6)	6.1	0.0	0.3	0.1	0.1	6.3	(183.0)	(2.3)	3.8
Berkshire Hathaway	134,608	USD	87,625	10.3	27.2	21.7	15.0	1.1	1.2	1.1	0.9	11.5	4.3	7.2	7.0
ING	20,899	EUR	7.28	1.7	(20.2)	13.0	5.4	0.4	0.5	0.6	0.5	24.5	(2.3)	4.8	10.8
Allianz	41,317	EUR	65.52	3.6	(12.1)	7.5	6.0	0.6	0.9	0.8	0.8	16.2	(6.0)	11.1	13.3
平均值				4.0	(1.3)	7.7	8.1	0.6	0.7	0.7	0.6	14.6	(1.3)	5.2	8.7
<u>北美寿险公司</u>															
Manulife Canada	32,838	CAD	23.05	8.3	72.0	13.9	8.9	1.5	1.4	1.3	1.2	16.4	1.9	9.3	13.6
MetLife	24,768	USD	30.26	5.4	7.2	12.0	7.6	0.6	1.1	0.9	0.8	12.5	11.7	6.9	10.2
Prudential Financial Inc	17,163	USD	37.08	4.8	(15.3)	7.5	6.3	0.7	1.2	0.8	0.8	16.0	(5.8)	11.2	12.5
Sun Life Financial Inc	15,222	CAD	30.75	7.9	22.0	15.8	9.5	1.1	1.1	1.0	1.0	14.1	5.0	6.9	10.6
平均值				6.6	21.5	12.3	8.1	1.0	1.2	1.0	0.9	14.8	3.2	8.6	11.7
<u>欧洲寿险公司</u>															
AVIVA	15,038	GBp	335.50	6.8	(9.1)	6.9	5.3	0.7	0.7	1.0	1.0	10.6	(7.6)	13.8	16.1
Prudential	17,150	GBp	415.25	9.9	(26.0)	6.1	5.6	1.7	2.0	2.0	1.8	17.5	(7.1)	11.0	14.9
AXA	39,954	EUR	13.74	5.0	31.2	8.9	6.6	0.6	0.8	0.8	0.7	12.1	2.2	8.6	11.9
CNP Assurances	13,388	EUR	64.76	7.9	13.1	9.5	8.1	0.8	0.8	1.0	0.9	12.0	5.8	11.1	12.1
AEGON	9,016	EUR	4.27	2.9	(4.6)	20.1	7.3	0.4	0.5	0.8	0.7	13.1	(7.5)	8.2	13.9
Generali	28,970	EUR	14.76	7.0	23.1	11.4	9.0	1.3	1.8	1.4	1.3	19.4	6.6	13.7	15.8
Fortis	7,921	EUR	2.42	1.2	(0.2)	3.5	2.7	0.2	n.a.	0.3	0.2	14.9	0.4	5.7	7.5
FRIENDS PRO PLC	2,711	GBp	70.80	(14.2)	(3.0)	8.0	6.9	0.6	0.7	0.8	0.7	(3.8)	17.8	4.0	6.5
LEGAL & GEN GRP	5,976	GBp	62.30	5.5	(3.5)	6.7	5.8	0.7	1.0	0.9	0.9	13.3	7.0	8.9	12.1
STANDARD LIFE	6,559	GBp	181.10	8.3	39.4	9.3	8.3	1.2	1.2	1.0	1.0	15.1	25.3	7.2	7.0
平均值				4.0	6.0	9.0	6.6	0.8	1.0	1.0	0.9	12.4	4.3	9.2	11.8
<u>亚洲寿险公司</u>															
大东方人寿 (新加坡)	3,393	SGD	10.44	9.0	18.0	15.6	11.9	1.5	1.6	1.6	1.4	17.6	8.7	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	6,514	AUD	3.98	10.7	(24.1)	15.0	12.9	1.8	2.1	2.2	2.0	16.8	(8.0)	12.8	14.2
AMP (AU)	8,259	AUD	5.10	9.6	16.4	14.9	13.3	4.9	4.9	4.6	4.1	45.4	29.3	30.5	31.6
台湾人寿	474	TWD	24.35	10.5	(3.1)	n.a.	n.a.	1.2	3.6	n.a.	n.a.	10.7	(59.1)	n.a.	n.a.
平均值				10.0	1.8	15.2	12.7	2.4	3.1	2.8	2.5	22.6	(7.3)	21.7	22.9
<u>中国寿险公司</u>															
中国人寿H股*	109,056	HKD	28.15	19.2	32.2	24.4	23.9	3.6	3.8	3.4	3.2	22.4	11.0	14.8	14.0
中国人寿A股*	109,056	RMB	26.93	27.1	75.6	40.7	37.9	4.5	5.6	4.8	4.1	19.6	6.6	12.7	11.6
中国平安H股*	48,800	HKD	52.00	19.2	1,225.6	37.4	30.2	3.2	4.0	3.7	3.5	23.8	0.5	10.3	12.1
中国平安A股*	48,800	RMB	45.18	22.0	501.3	46.9	39.2	3.1	4.2	3.9	3.6	19.4	0.7	8.3	9.2
中保国际*	3,067	HKD	16.72	15.3	(78.9)	32.6	25.7	4.2	5.1	4.4	4.3	31.4	(5.8)	14.6	16.9
中国太保*	22,189	RMB	19.70	22.0	113.3	41.4	30.7	2.4	3.1	2.9	2.7	18.6	2.4	7.3	9.2
平均值				20.8	389.6	37.2	31.3	3.5	4.3	3.9	3.6	22.5	4.2	11.3	12.2

*为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。

谢 谢!