



国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn

确定的趋势 低估的股价

——2009年保险行业中期投资策略

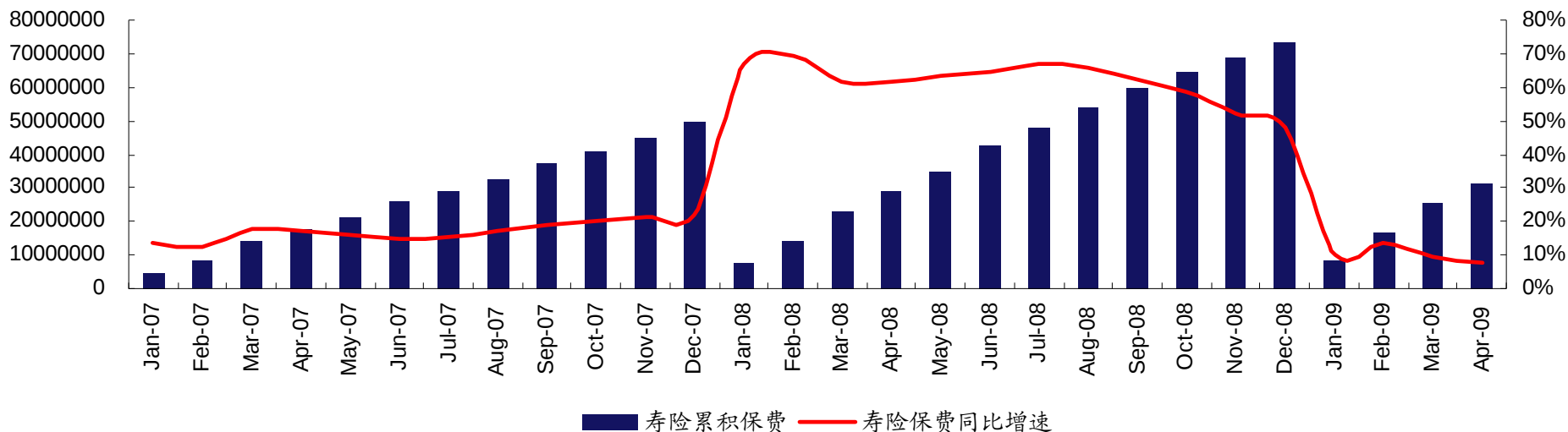
2009年6月

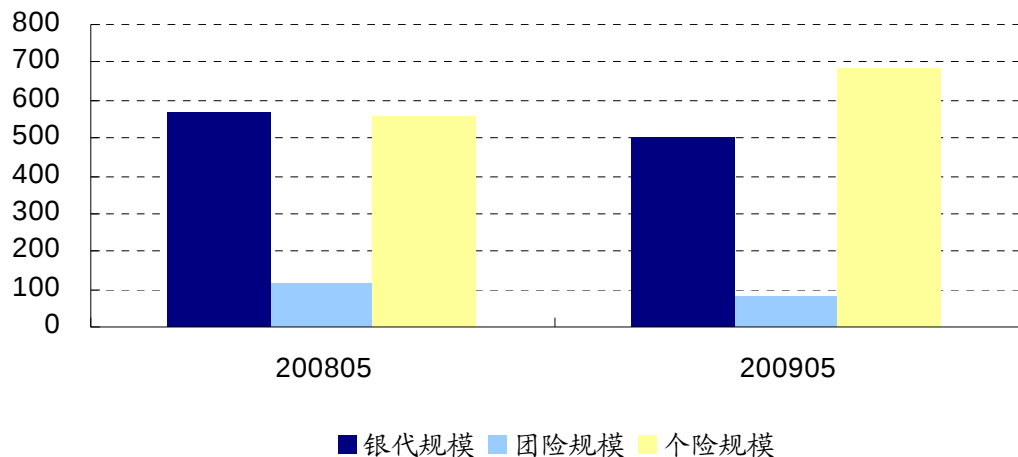
国金证券研究所 茅炜
电话：(8621) 61038330
邮箱：maow@gjzq.com.cn

- 价值增长的长期趋势不变
 - 保费收入仍将是“高”增长的态势
 - 投资环境趋好精算假设压力减小
 - 政策支持为行业长期发展奠定基础
- 迟来的二季度行情
 - 二季度以来的滞涨隐含了对盈利能力的担忧
 - 我们预计二季度业绩将明显超过一季度
- 投资建议

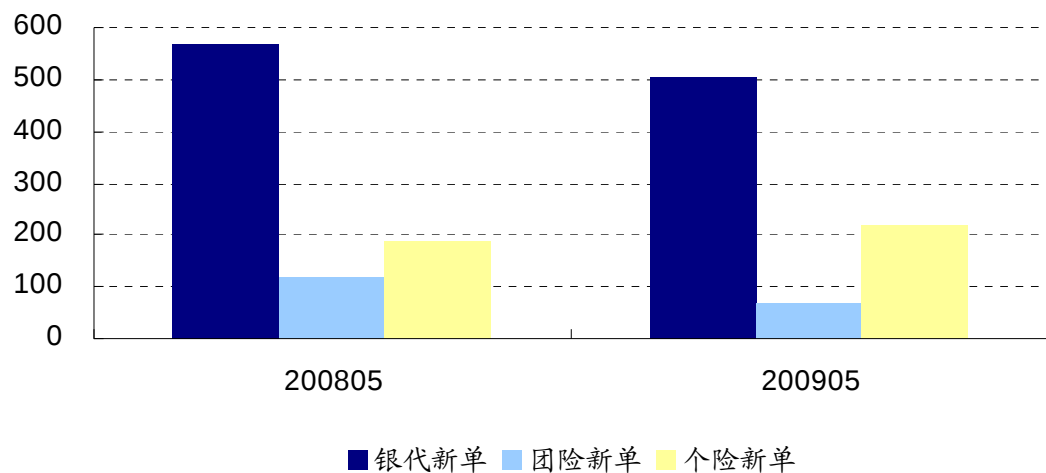
- 价值增长的长期趋势不变

- 截至4月底，全行业寿险保费增速7.52%，明显下降，这符合我们**2008**年底的判断，透过现象看本质，今年仍是“高”增长的一年。
 - 个险增长高于规模保费增长
 - 期缴增长高于规模保费增长
 - 年化保费增速明显高于规模保费

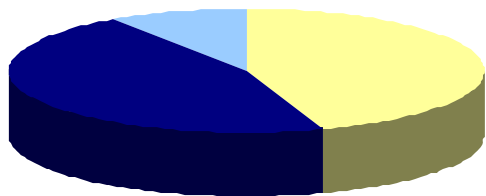




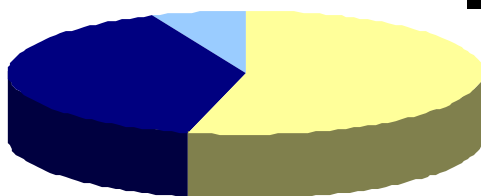
- 根据对**36家**寿险公司的数据观察，结构调整带来的银代保费负增长是造成总保费增长有较大压力的主要原因。



- 个人营销渠道在新单保费的口径下达成了**15%以上**的增长，规模保费口径下由于有续期保费的支撑，更是有超过**20%**的增速。

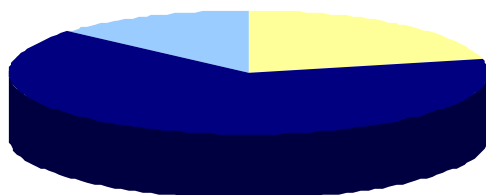


■ 个险 ■ 银代 ■ 团险

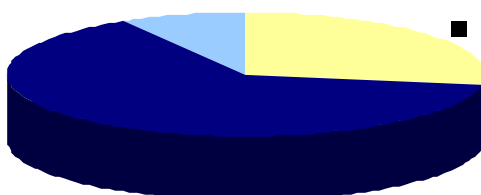


■ 个险 ■ 银代 ■ 团险

- 与我们年初的判断一致，结构调整后个人营销渠道的规模保费会占有超过50%的比例。

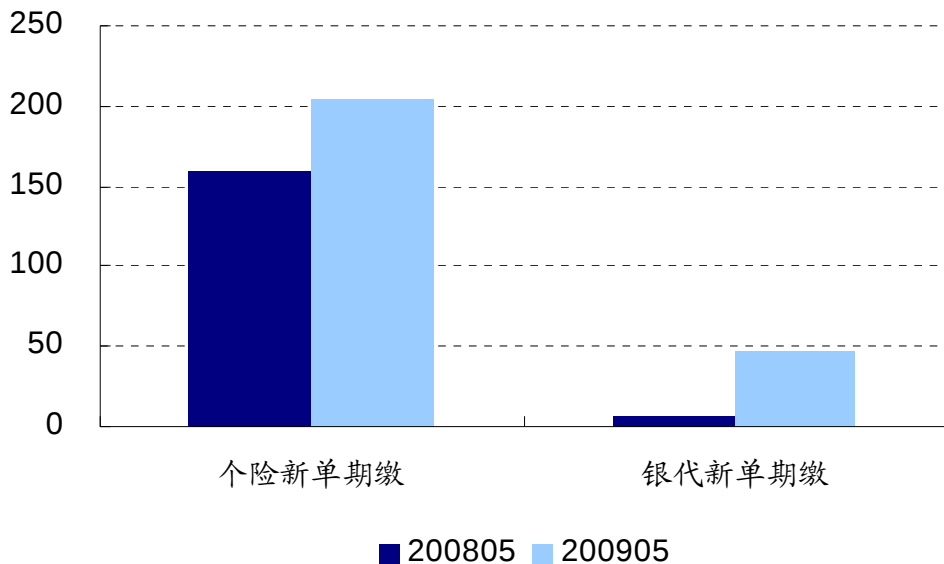


■ 个险新单 ■ 银代新单 ■ 团险新单

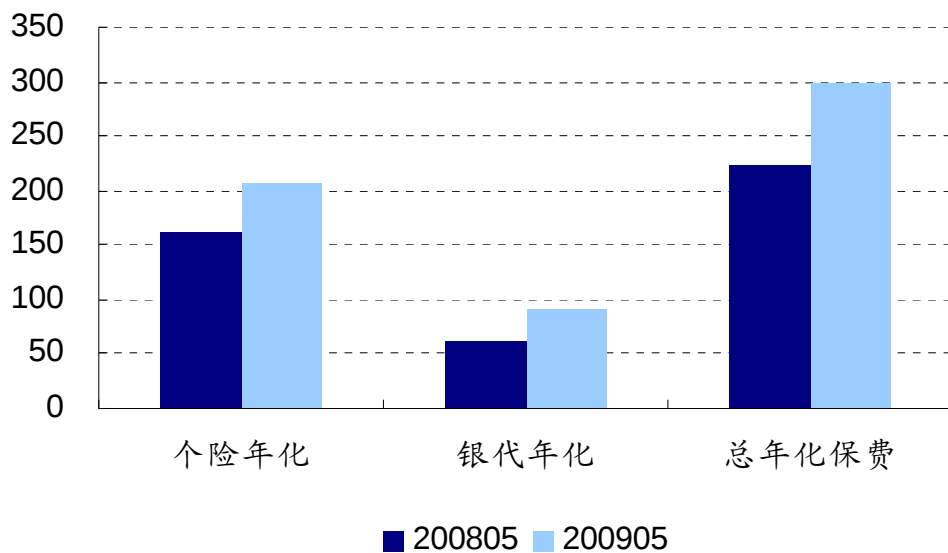


■ 个险新单 ■ 银代新单 ■ 团险新单

从新单结构来看，个人营销渠道的占比也有了一定的提升，但提升不是特别明显，因为人力和销售能力的提高是一个逐步的过程。我们预计这一比例将持续有一个提高的过程。



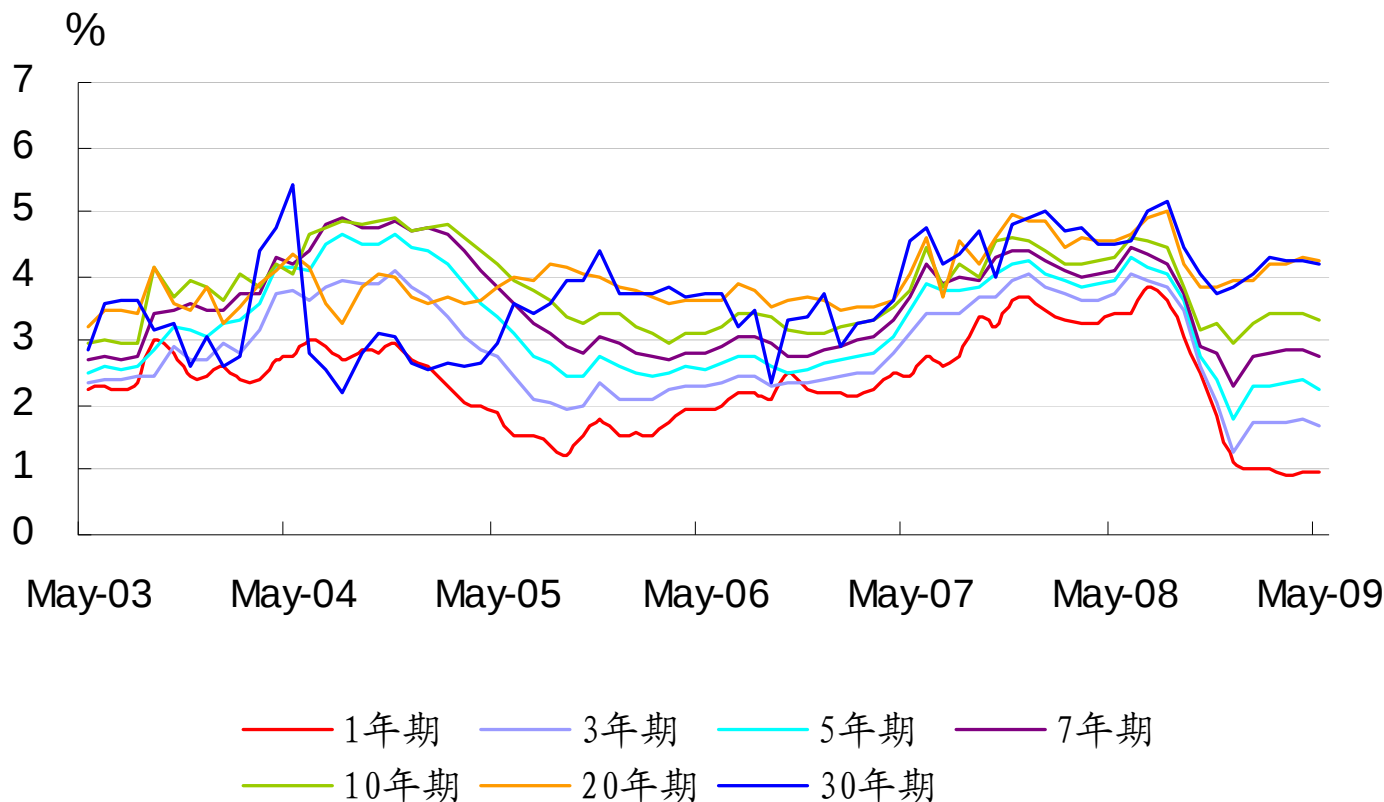
➤ 期缴率迅速提高，可以看到**个人营销的新单期缴业务增长了29%**，而**银代的新单期缴保费更是增长了690%**，超过了规模保费和新单保费的增长，显示结构的大幅优化和潜在的价值提升。



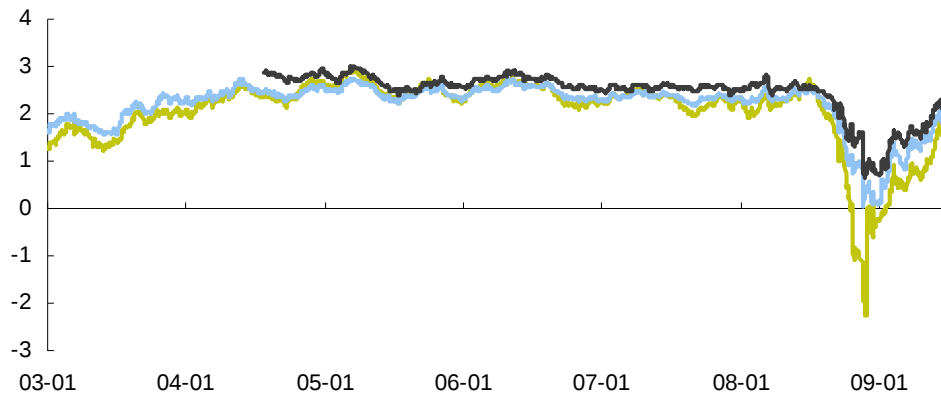
➤ **简单年化后的保费（趸缴/10）增速为33%**，远超过了规模保费和新单保费的增速。

■ 债券收益率已经企稳，存在上行可能

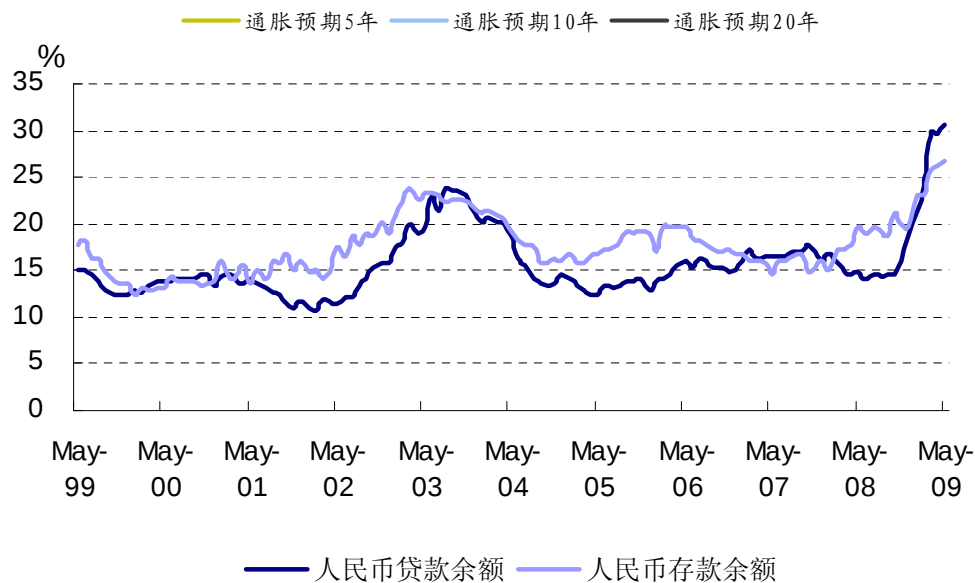
- 债券收益率在一季度回升后，中期债券（7、10年期）的水平已经回到了07年初的水平；



■ 债券收益率已经企稳，存在上行可能



➤ 美国政府使用了数量化的宽松政策，其通胀预期在1月份后有了非常明显的上升；



➤ 为了应对经济危机，我国银行体系大量的逆周期放贷为下一阶段可能的通胀埋下了伏笔；

■ 权益类资产收益率超预期

- 截至**6月23日**，沪深**300**指数上升了**63.78%**，保险资金将能在此过程中明显受益。
- 由于还需要消化**2008**年的浮亏，权益类资产投资收益的上升对于净资产和内含价值的影响要超过净利润。
- 截至**2008**年底，中国人寿、中国平安和中国太保权益投资仓位分别为**8.0%**、**7.8%**和**4.7%**，三家公司的受益程度将取决于上半年对于权益类资产的加仓程度以及结构，但总体趋势上都将获得超过市场的投资收益。

■ 帮助险企直接切入最本质的保障需求

- 养老需求：购买保险产品的税收优惠是在各项政策中最为重要的。我们认为上海地区的税优型养老型保险的试点将比此前预期的时间更早地推出。当前我国老龄化问题已经非常显著，有专家预测**2030年**我国将迎来老龄化的高峰，在此之前通过税收杠杆尽快地将养老的第三支柱发展起来将是政府不得不考虑的一个方向。
- 健康保障需求：过高的赔付率，对于医疗机构没有管控能力是保险公司对医疗险领域避而远之的最根本原因。保监会“鼓励保险机构探索参与公立医院改制，投资医疗机构，促进保险业与医疗服务产业优势互补”，将使得保险公司管控医疗过程和费用支出成为一种可能，在有利可图的情况下，保险机构将更愿意提供这一客户最本质的保障需求。

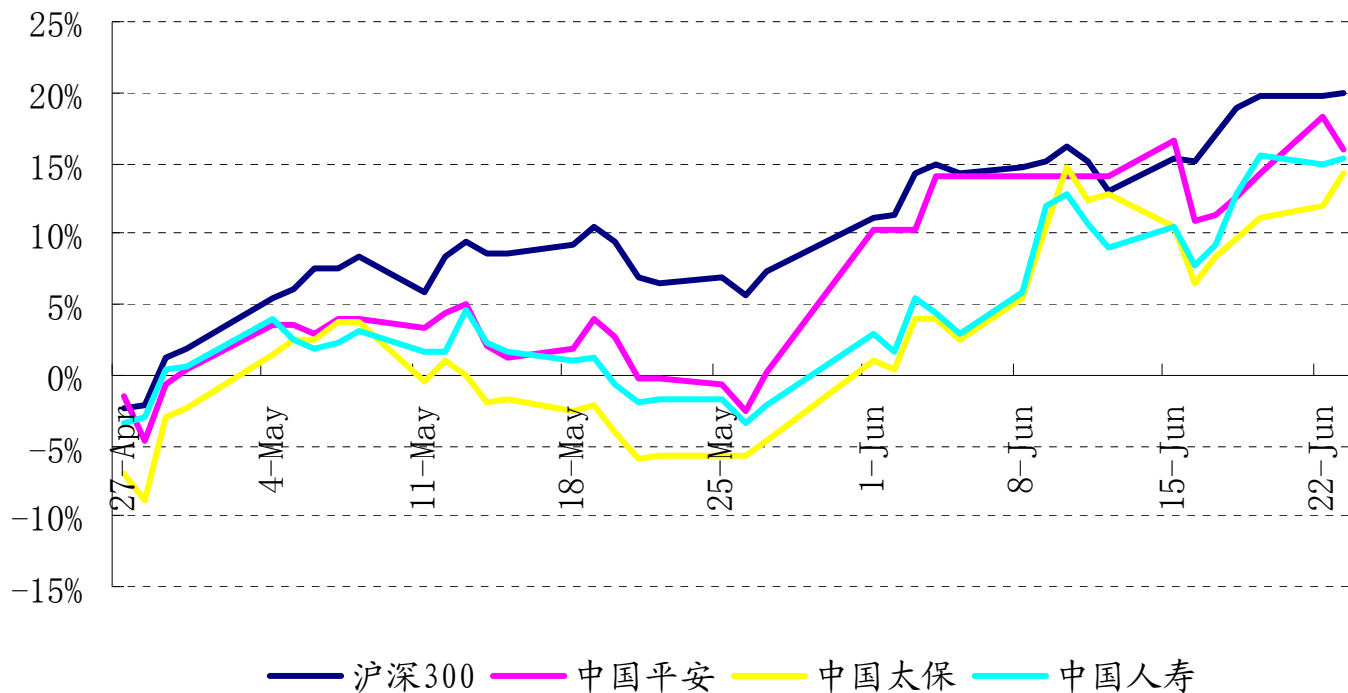
■ 拓宽险企投资渠道提高收益率

- 我们仍认为基建项目的债权投资是最为值得期待的。理由是期限较长，利于保险资产和负债的久期匹配，险资借助其对长期限的接受能力更强，也可以要求更高的收益率水平。我们认为根据目前**30年期AAA级企业债**的收益率水平来看，险资在基建类债权项目上获得超过其长期精算假设的**5.5%**并没有很大的难度。
- 未上市公司的股权投资在**IPO**重启的背景下将更有意义。重启将为金融国三十条中提出将放行险资对于未上市公司（尤其是能源、资源等产业的龙头企业股权）的投资提供一个更好的退出渠道，而在未上市阶段称为战略投资者也将能够对冲**IPO**新规下对于险资带来的不利影响。

■ 迟来的二季度行情

■ 一季报公布后的滞涨隐含了市场的两个担心

- 保险公司踏空了一季度的行情，可能错失了全年最好的股票投资机遇；
- 业绩出现同比增长的压力较大，而二季度能否较一季度出现环比正增长也存在疑问。



■ 投资收益有超过一季度的可能

- 根据三家上市公司**2008**年年报以及一季报交易类资产和可供出售资产的增长情况判断，三家上市公司一季度整体仓位并没有显著增加，一季度的整体仓位较**2008**年底并无太大变化；
- 一季度末开始保险资金有加仓的动作，我们预计中国平安和中国人寿二季度的平均权益类仓位在**12%**，而中国太保略低为**8%**；
- 二季度以来，沪深**300**涨幅达到**23%**，一季度为**33%**，涨幅虽不及一季度，但由于仓位有明显增加，因此权益类资产的投资收益仍有望超过一季度的水平。
- 浮亏减少使得提取资产减值准备的要求大大降低，对于利润表中的投资收益项压力减小。

■ 资金成本较一季度有所下降

- 尤其是万能险的账户准备金会体现得更为明显，一季度各家公司都略有下调万能险的结算利率，二季度的平均结算利率要低于一季度，准备金提取的金额会相应减少；

■ 新业务亏损将有望减少

- 由于寿险业务的季节性因素，一季度的开门红使得一季度往往是全年保费的一个高点。而众所周知的寿险业务有“新业务亏损”，受此业务节奏上的影响，二季度的“新业务亏损”将有望低于一季度；

■ 业绩出现环比的增长，同比增速见底

- 市场对于其投资能力过于悲观，使得保险股在二季度跑输沪深300，作为一个高贝塔的行业，存在较大的补涨可能
- 二季度适时的加仓可谓“未为晚矣”，公司的投资收益水平将有望明显超过一季度，同时资金成本又有所下降，业绩环比增长的条件成立，为补涨提供了条件。
- 根据2008年的季度业绩分布，我们认为，二季度将是保险公司业绩同比增速的低点，增速将出现回升。

■ 如公告内含价值，存在新业务价值增长超预期的可能

- 市场普遍预期三家上市公司的新业务价值增长在20%左右的水平。
- 但由于业务结构调整和公开信息不足等原因，我们认为这一估计容易出现偏差。
- 根据我们的侧面了解，三家公司的标准保费增速均超过了这一水平。因此，新业务价值增长存在超预期的可能。

■ 投资建议

- 我们将保险行业的评级由“持有”上调为“增持”的主要理由如下
 - 迟来的二季度行情，将使得三季度行业贡献超额收益的可能性加大；
 - 投资环境趋好，尤其是固定收益类国债的长端收益率有望见底回升，使得精算假设得到更好的支持；
 - 政策面的逐步落实，如税优型养老和投资渠道拓宽等都构成行业的长期利好，而这些内容都有望在下半年兑现。

■ 行业重点公司盈利预测及投资建议

公司	BVPS			EPS			EVPS(LI)			NBVPS		
	2008	09E	10E	2008	09E	10E	2008	09E	10E	2008	09E	10E
中国平安	10.72	12.01	13.60	0.09	0.85	1.14	9.48	11.73	14.37	1.16	1.35	1.53
中国太保	6.33	7.30	8.59	0.17	0.61	0.69	5.23	6.12	7.18	0.46	0.58	0.72
中国人寿	4.74	5.65	6.56	0.36	0.63	0.80	8.49	9.95	11.64	0.49	0.59	0.67

公司	股价	P/B			P/E			P/EV			新业务价值	评级
	2009-6-23	2008	09E	10E	2008	09E	10E	2008	09E	10E	倍数	
中国平安	45.85	4.28	3.74	3.25	508.72	39.67	33.31	2.76	2.34	2.00	16.25	买入
中国太保	20.23	3.20	2.77	2.35	116.33	33.22	29.17	2.30	2.01	1.75	15.59	买入
中国人寿	26.88	5.67	4.76	4.10	75.46	42.64	33.69	3.16	2.70	2.31	28.83	持有

- 维持中国平安作为我们的首选，上调目标价到**52.46元**
 - 公司年初以来扩张规模的策略，从目前来看无疑还是正确的。
 - 较高的万能险结算利率只不过是分红率的提前表现，宣告方式的不同使得分红利率要在第二年才能得知，而每月宣告的万能结算利率更为透明。
 - 非寿险业务部分的相对估值较低，较可比上市公司而言有更大的估值空间。
 - 收购深发展如成功，将成为集团银行业务快速发展的契机，为金控集团的良性发展打下最后一根桩。
 - 公司固有的成本控制优势、出众的销售能力优势都难以在短时间内被同业赶超。

- 维持中国太保的“买入”建议，上调目标价到**22.22元**
 - 公司最大的投资逻辑仍来自于改善，无论是管理效率还是业务结构，我们认为公司正在经历这样一个改善的过程。
 - 及时地业务结构调整使得公司保费增速将呈现逐步上升的趋势，而优化后的产品结构将明显提升新业务利润率水平，并为公司长期健康发展奠定基础。
 - 公司股价面临的最大风险来自于去年年底对于权益类市场过于谨慎的判断，如这一风格持续到今年，那么公司在投资收益上的表现可能会落后于可比上市公司。

敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所 茅炜
电话：(8621) 61038330
邮箱：maow@gjzq.com.cn
2009年6月