



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 8 月 5 日

保险业

研究部

周光

分析员

zhoug@cicc.com.cn

赵慧颖 刘欣

联系人

Zhaohy2@cicc.com.cn liuxin3@cicc.com.cn

债市股市双重利好，估值仍具提升空间

投资提示：

经过了 6 月至 7 月中旬的加速上涨，市场对保险公司中期业绩的预期和股权投资仓位提升带来的利好因素已有所消化，近半个月股价开始徘徊不前。然而，我们认为，目前市场对保险公司投资环境的显著改善驱动投资收益水平提高和业绩提升的反映仍未充分，保险公司估值水平仍具有进一步上行的空间。

理由：

7 月以来，保险公司的投资环境继续改善，债券和股票投资呈现双重利好：

- ▶ 债市方面，中长期债券收益率在短端利率飚升、经济数据好于预期和发行节奏进一步加快等因素驱动下大幅上升，目前已开始能够为寿险公司提供合理的利差水平（其中 10 年期企业债收益率已超出寿险公司的主流资金成本水平 130 个基点以上）；
- ▶ 股市方面，随着股权投资比重的增加，股市的加速上涨和大盘蓝筹股 IPO 的重启，保险公司股权投资浮盈继续显著增加。浮盈的积累将成为保险公司投资收益水平提升的有效推手，并为下半年业绩的释放提供很好的蓄水池。

基于此，我们认为寿险公司股票仍然具有较高的投资价值：

- ▶ 首先，尽管各公司中期业绩增幅可能由于基数效应和发展策略的差异参差不齐，但三季度之后业绩同比增速的反转具有很高的确定性。低基数效应和投资收益水平大幅提升将使各公司在 09 年下半年呈现出亮丽的业绩表现，对中国平安而言这种效应尤其显著。
- ▶ 其次，2009 年各公司新业务价值可望实现较快增长，而且，这种快速增长是基于较为审慎的投资收益假设得到的。在实际利差水平大幅超出寿险公司假设的情况下，各公司报告的新业务价值增长将具有较高的可信度，甚至显得较为保守。
- ▶ 第三，即使基于相对保守的新业务价值水平，目前中国人寿和中国平安 H 股股价所隐含的一年新业务价值倍数（滚动预测值）也仅略高于其上市以来的历史均值，而各公司 A 股的目前股价仍显著低于上市以来的平均估值。

估值：

我们重申对寿险行业“推荐”的投资评级。个股方面，我们重点推荐中国平安 A 股和 H 股，其当前股价相对于根据内含价值/新业务价值折现模型得到的每股合理价值还有 20% 以上的上涨空间；同时维持对中国太保“推荐”、对中国人寿 A 股和 H 股“审慎推荐”的投资评级。

风险：

短期风险在于 A 股市场的大幅回调，而中期风险在于中长期债券收益率的徘徊不前。

目录

股市上涨和参与 IPO 为保险公司股权投资收益进一步打开空间	3
保险业资产配置进一步向股权投资倾斜	3
股权投资收益持续提升，投资浮盈规模加速积累	4
参与 IPO 和增发进一步打开获益空间	5
中长期债券收益率已开始能够提供合理利差水平	6
7 月多重因素集中爆发导致债券收益率大幅上行	6
目前中长期债券收益率已开始能够为寿险公司提供合理的利差空间	7
投资分析和建议	9

图表目录

图表 1：保险资金资产配置变化情况	3
图表 2：2009 年上半年保险资金资产配置分布情况	3
图表 3：保险资金 2009 年上半年投资收益水平	4
图表 4：上证指数月度表现	4
图表 5：2009 年各保险公司参与 IPO 网下申购和定向增发浮盈估算	5
图表 6：各期限国债收益率变化情况	6
图表 7：各期限政策性银行债收益率变化情况	7
图表 8：各期限企业债收益率变化情况	7
图表 9：收益率曲线上的舞蹈（中国现实）	8
图表 10：万能险结算利率与中长期债券收益率	8
图表 11：中国人寿和中国平安 H 股股价隐含的一年新业务价值倍数	10
图表 12：各公司 A 股股价隐含的一年新业务价值倍数	10
图表 13：可比公司估值	11

股市上涨和参与 IPO 为保险公司股权投资收益进一步打开空间

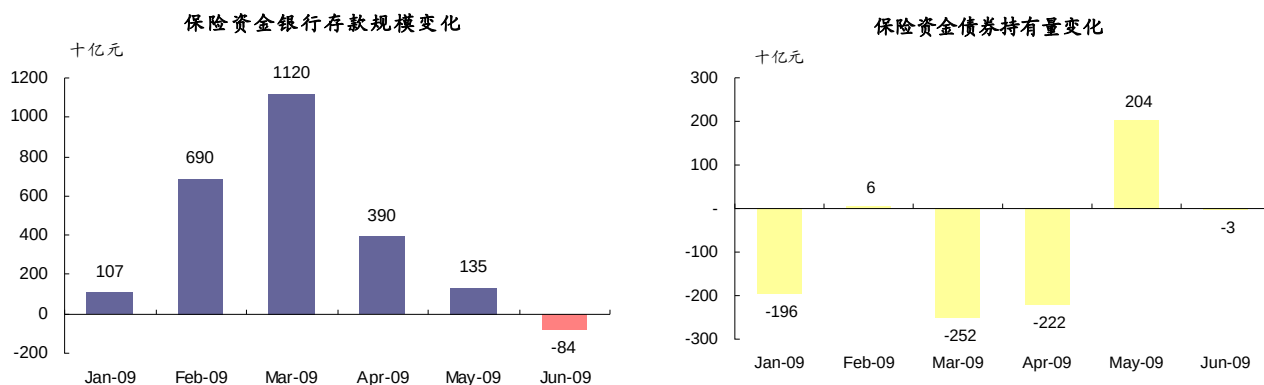
在保险业下半年投资策略报告中，我们提出，随着股权投资比重的增加和股市的加速上涨，寿险公司投资收益对股市表现的良好弹性将得到明显恢复，而大盘蓝筹股 IPO 的重启和定向增发则可能为保险公司股权投资收益提供进一步的提升空间。

目前来看，这种趋势正在得到进一步加强和巩固，股市投资在短期内仍是主导寿险公司投资收益水平和业绩提升的重要力量，浮盈的大量积累则为全年业绩的释放提供了很好的蓄水池和较大的空间。

保险业资产配置进一步向股权投资倾斜

保监会公布的数据显示，保险公司资产配置向股权投资倾斜的趋势日益明朗：6 月保险业投资资产中银行存款规模下降 842 亿元，而银行间市场债券持有量亦下降 34 亿元，股权投资规模则继续大幅增加。截至 6 月末，保险业股票和证券投资基金投资规模占比已达到 16.6%，较一季度末上升 2.6 个百分点。

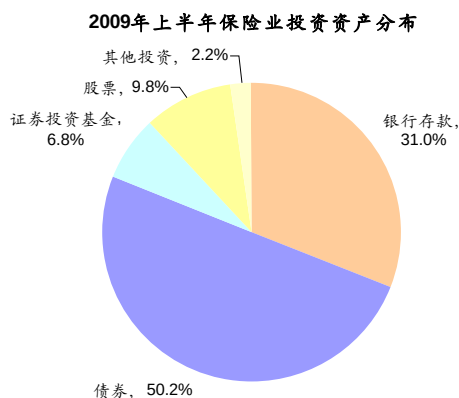
图表 1：保险资金资产配置变化情况



* 该数据为银行间市场统计数据，不含交易所市场数据

资料来源：CIRC，中国债券信息网，中金公司研究部

图表 2：2009 年上半年保险资金资产配置分布情况



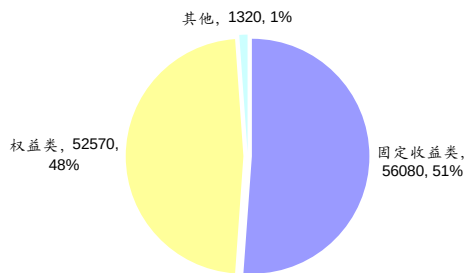
资料来源：CIRC，中金公司研究部

股权投资收益继续提升，投资浮盈规模加速积累

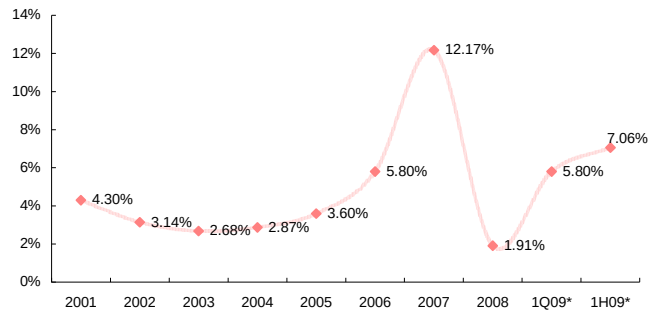
二季度以来股市加速上涨和保险公司主动加仓对投资收益水平的拉动作用日趋明显：2009 年上半年，保险业权益类投资已实现收益占总投资收益的比重达到 47.8%，收益贡献已基本和投资规模占 80%以上的固定收益类投资并驾齐驱。上半年保险业实现总投资收益率为 3.44%，年化收益率超过 7%，较一季度收益率水平继续显著提升（图表 3）。

图表 3：保险资金 2009 年上半年投资收益水平

2009年上半年保险业投资资产收益贡献（百万元）



保险业投资收益率水平



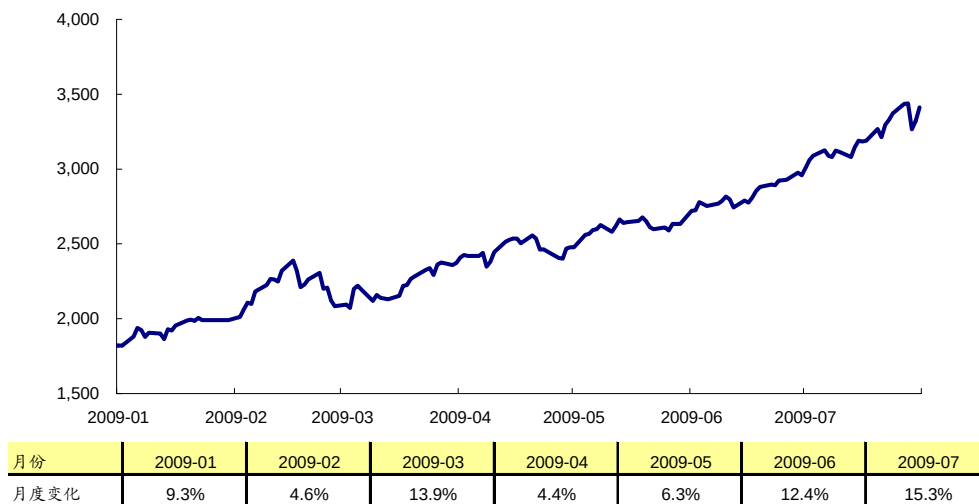
* 年化收益率

*从历史数据来看，保监会数据的统计口径可能和各公司财报数据不尽相同

资料来源：CIRC，中金公司研究部

7 月以来，A 股市场继续加速上涨，上证指数全月涨幅达到 15.3%。受益于此，各保险公司股权投资浮盈总体亦将呈现加速上涨的趋势，从而为三季度乃至全年业绩的释放提供了很好的蓄水池和较大的空间。

图表 4：上证指数月度表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

参与 IPO 和增发进一步打开获益空间

6 月末以来，IPO 的重启对保险公司的投资收益和资产配置空间构成了双重的正面影响：一方面，IPO 重启（尤其是大盘蓝筹股的发行）结束了保险资金 9 个月来“无新可打”的局面，为保险公司提供了可能比在二级市场投资确定性更强的获利机会；另一方面，新股发行显著影响了债券市场的供求关系格局，成为驱动 7 月债券收益率大幅提升的因素之一。

根据我们的初步统计，目前中国人寿参与 IPO 网下申购和定向增发的浮盈合计为 22.6 亿元，中国平安和中国太保参与 IPO 网下申购的浮盈规模也在 10 亿元以上。尽管 3 个月的锁定期（定向增发为 12 个月）使得潜在获利规模存在一定的不确定性，但只要股市不出现深幅下挫，这部分投资对于各保险公司全年业绩形成积极贡献的可能性依然很高。

图表 5：2009 年各保险公司参与 IPO 网下申购和定向增发浮盈估算

公司	证券简称	获配账户数量	网下获配股数（百万股）	发行股价	当前股价	当前浮盈（百万元）
中国人寿	中国建筑	4	400.75	4.18	6.47	917.72
	四川成渝	4	1.52	3.60	8.46	7.40
	家润多	4	0.16	19.58	33.75	2.32
	合计	12				927.43
	首开股份（定向增发）		120.00	13.96	24.22	1,231.20
	云南城投（定向增发）		10.00	15.18	25.41	102.30
	合计					1,333.50
中国平安	中国建筑	15	438.59	4.18	6.47	1,004.36
	四川成渝	15	5.17	3.60	8.46	25.11
	家润多	16	0.58	19.58	33.75	8.21
	桂林三金	16	0.69	19.80	32.68	8.95
	合计	62				1,046.63
中国太保	中国建筑	7	427.79	4.18	6.67	1,065.20
	四川成渝	7	2.66	3.60	8.46	12.91
	万马电缆	7	0.18	11.50	28.40	3.12
	家润多	7	0.06	19.58	33.75	0.81
	桂林三金	7	0.04	19.80	32.68	0.55
	合计	35				1,082.59
太平人寿 & 太平保险	中国建筑	4	91.70	4.18	6.67	228.34
	四川成渝	6	2.14	3.60	8.46	10.38
	万马电缆	5	0.26	11.50	28.40	4.46
	家润多	5	0.20	19.58	32.68	2.68
	合计	20				245.86

*当前股价截至2009-08-04

资料来源：Wind，中金公司研究部

中长期债券收益率已开始能够提供合理利差水平

在下半年策略报告中，我们认为，中长期债券收益率震荡上行的趋势正逐渐确立，这将为保险公司获得合理的投资收益水平提供坚实的基础。

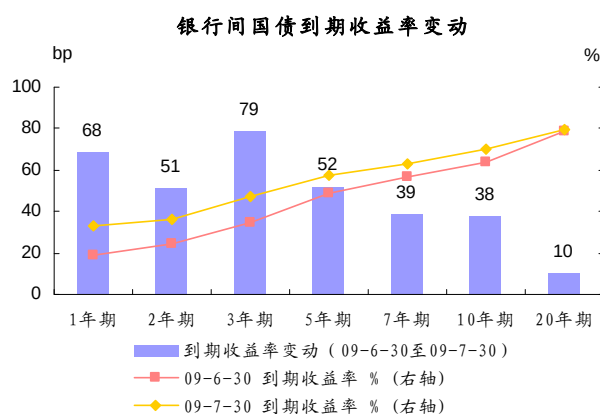
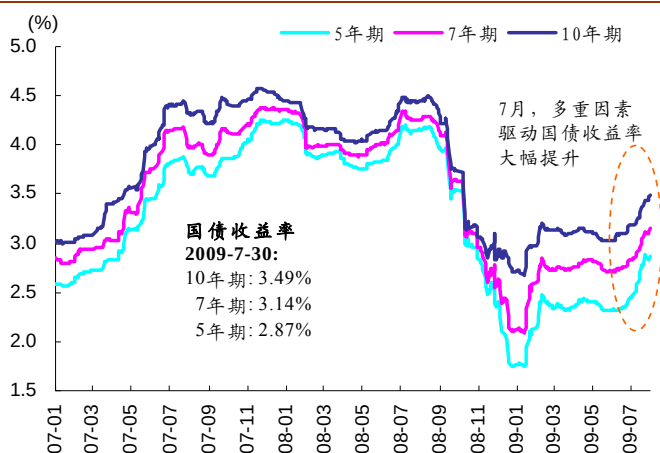
形势的发展甚至超出了我们的预期，7 月，多重因素的集中出现使得债券收益率出现大幅飙升，中长期债券收益率已开始能够为寿险公司提供合理的利差水平。目前，中长期信用债能够提供的利差空间进一步扩大，10 年期企业债收益率已超出寿险公司的主流资金成本水平（3.5-4%）130 个基点以上；而中长期政策性银行债和中长期国债也开始显现出一定的配置价值。

7 月多重因素集中爆发导致债券收益率大幅上行

7 月，多重因素的集中爆发导致债券收益率大幅上行。利率市场方面，新股发行对货币市场利率冲击以及央行货币政策的调整（重启 1 年期央票）成为触发短端利率上行的主要因素，并带动中长端利率上涨。同时，7 月份公布的二季度 GDP 好于预期，增强了市场对经济复苏的信心，也成为驱动中长端利率上行的另一诱因。目前，10 年期国债收益率已达到 3.5% 左右，10 年期政策性银行债升幅小于国债，也达到 3.9% 左右（图表 6，图表 7）。

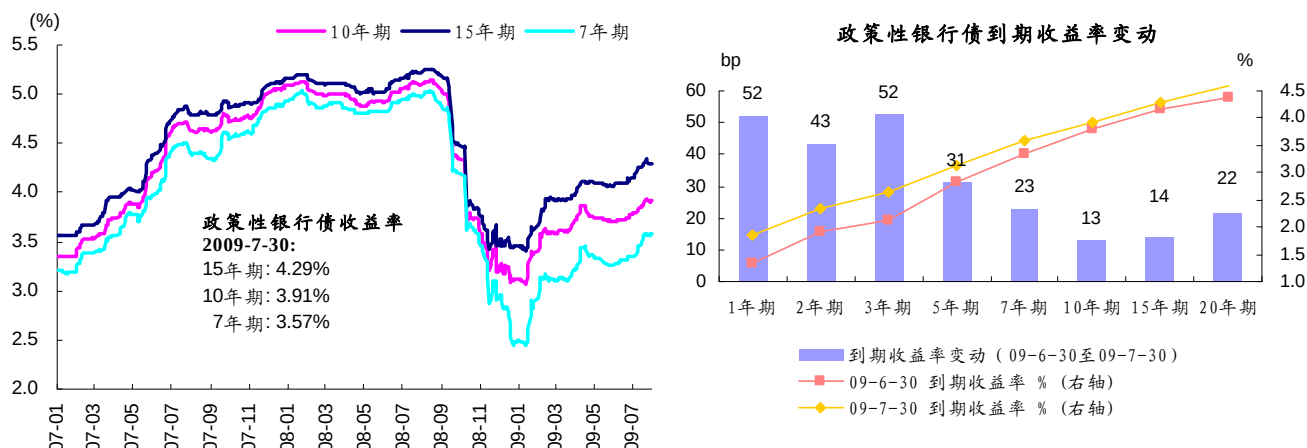
另一方面，随着发行节奏的进一步加快和 IPO 重启对资金形成分流等因素的影响，信用产品市场供求关系也进一步向对需求方有利的方向发展，7 月以来信用产品收益率出现显著回升。其中，10 年期企业债收益率升幅超过 60 个基点，目前到期收益率已达到 5.3% 左右。同时，公司债的重新开闸也为保险资金提供了更多有吸引力的配置选择。

图表 6：各期限国债收益率变化情况



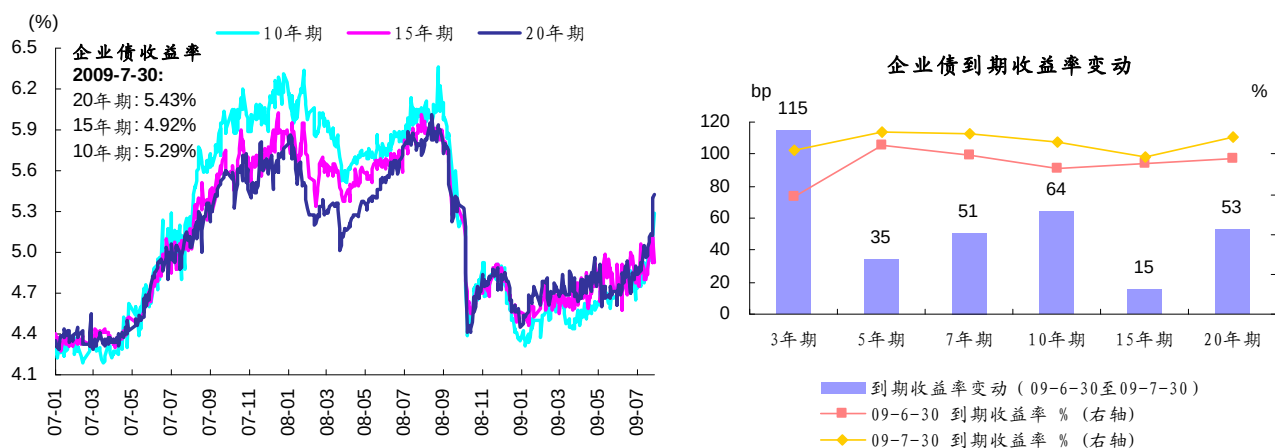
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 7: 各期限政策性银行债收益率变化情况



资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图表 8: 各期限企业债收益率变化情况



资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

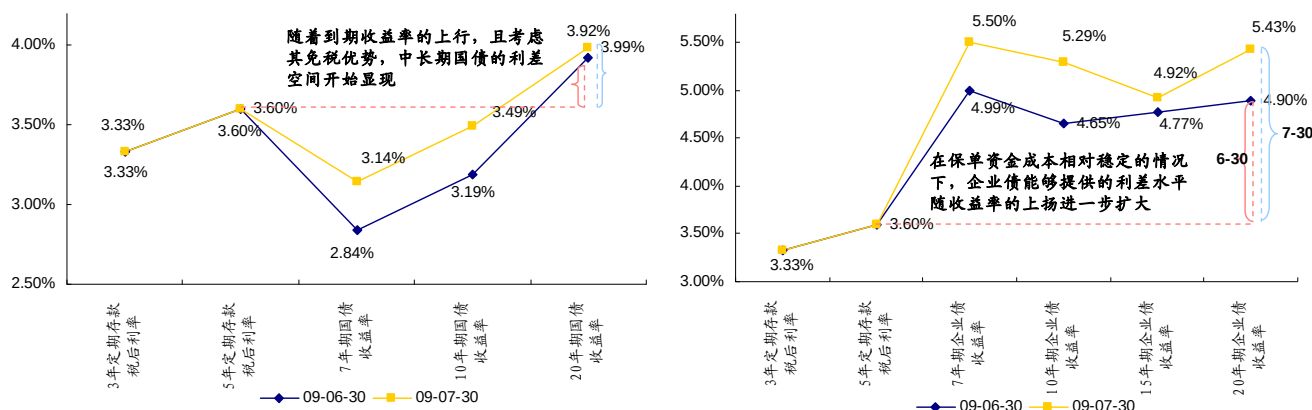
目前中长期债券收益率已开始能够为寿险公司提供合理的利差空间

经过此轮大幅上行, 目前中长期债券收益率已开始能够为寿险公司提供合理的利差空间。图表 9 显示, 目前中长期企业债收益率相对于作为保单资金成本重要参照系的五年期定期存款利率已有 130 个基点以上的利差; 同时, 随着收益率回升至 3.5% 以上的水平, 中长期国债和政策性银行债收益率相对于保单资金成本的利差空间也开始显现, 具备一定的配置价值, 保险资金债券配置的选择面和灵活度明显提高。

图表 10 通过将 10 年期国债和企业债收益率与各公司万能险结算利率进行的对比也反映了同样的趋势。目前, 10 年期企业债相对于主流结算利率 (3.5%-4%) 之间的利差已接近历史最好水平; 10 年期国债与主流结算利率之间的差距也仅次于 07 年升息周期初期的水平。

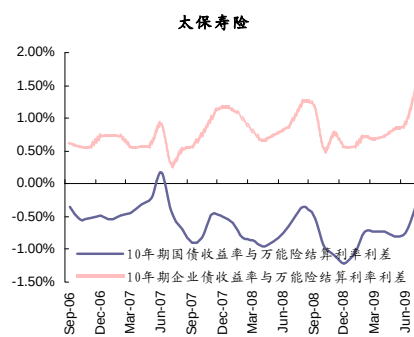
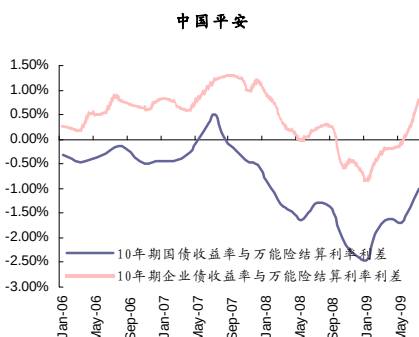
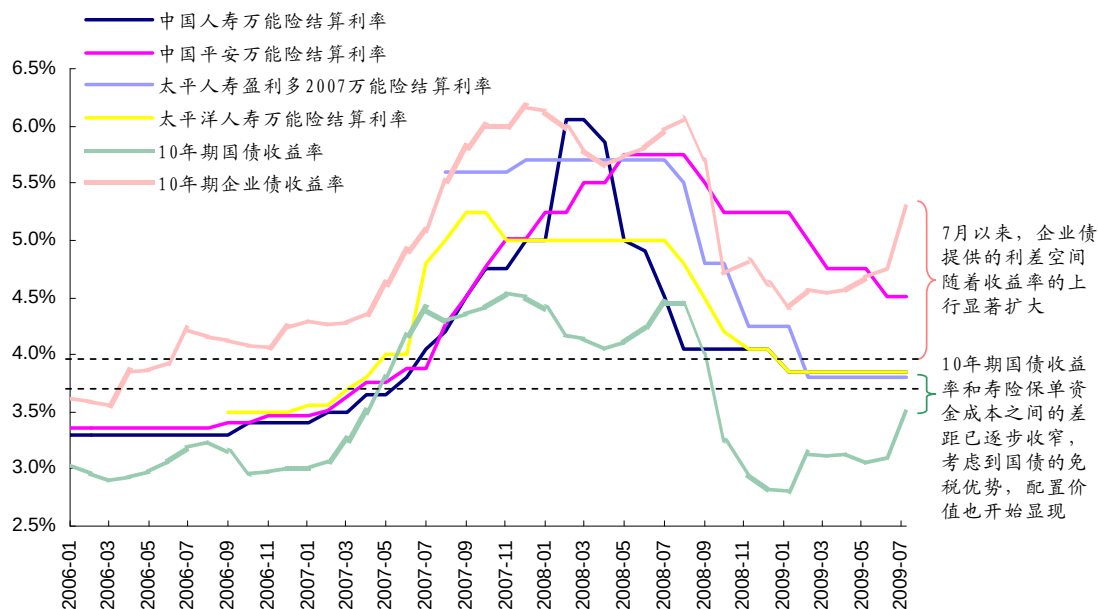
展望未来, 我们认为, 中长期债券收益率震荡上行的趋势仍将进一步巩固, 总体将呈现上升和启稳交替运行的特征。反弹的进一步驱动力将来自经济复苏趋势得到进一步确认、CPI 由负转正、货币政策收紧以及资金面预期改变导致的银行需求减弱等因素。在升息周期来临之前, 由于寿险公司资金成本将基本保持稳定, 随着中长期债券收益率的进一步反弹, 利差水平仍有继续提升的空间。

图表 9：收益率曲线上的舞蹈（中国现实）



资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 10：万能险结算利率与中长期债券收益率



*平安寿险由于采用了以较高结算利率促进保费收入增长的策略，直观利差低于中国人寿和太保寿险，但由于公司将动用累积的万能险平滑准备金，支付较高的结算利率并不会影响其当期业绩。

资料来源：公司数据，中金公司固定收益部，中金公司研究部

投资分析和建议

经过了6月至7月中旬的加速上涨，市场对保险公司中期业绩的预期和股权投资仓位提升带来的利好因素已有所消化，近半个月股价开始徘徊不前。然而，我们认为，目前市场对保险公司投资环境的显著改善带来投资收益水平提高和业绩提升的反映仍未充分，保险公司估值水平仍具有进一步提升的空间。

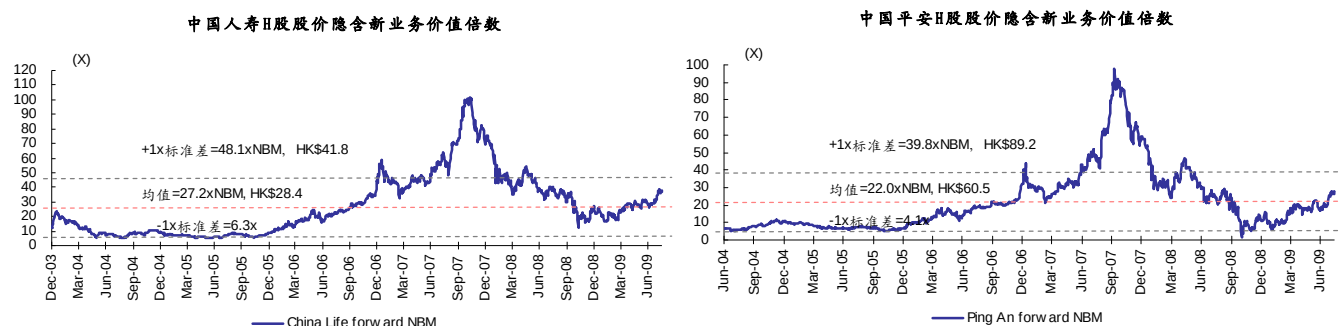
首先，尽管各公司中期业绩增幅可能由于基数效应和上半年业务发展及投资策略的差异而参差不齐，但三季度之后业绩同比增速的反转具有很高的确定性。2008年三四季度，由于股市暴跌，各公司投资收益水平均大幅下降，且计提了大量的减值损失，中国人寿、中国平安和中国太保下半年的净利润均为负值，因此，低基数效应和投资收益水平大幅提升将使各公司在09年下半年呈现出亮丽的业绩表现，对中国平安而言这种效应尤其显著。

其次，2009年各寿险公司新业务价值可望实现较快增长，而且，这种快速增长是基于较为审慎的投资收益假设得到的（2009年中国人寿内含价值报告采用的投资收益率假设为4.5%；平安寿险为4.25%；太保寿险为4.65%。隐含利差水平大致在90-120个基点）。在实际利差水平大幅超出寿险公司假设的利差水平的情况下，各公司报告的新业务价值增长将具有较高的可信度，甚至显得较为保守。

第三，即使基于相对保守的新业务价值水平，目前中国人寿和中国平安H股股价所隐含的一年新业务价值倍数（一年滚动预测值）也仅略高于其上市以来的历史均值，而各公司A股的目前股价仍显著低于其上市以来的平均估值（图表11,12）。

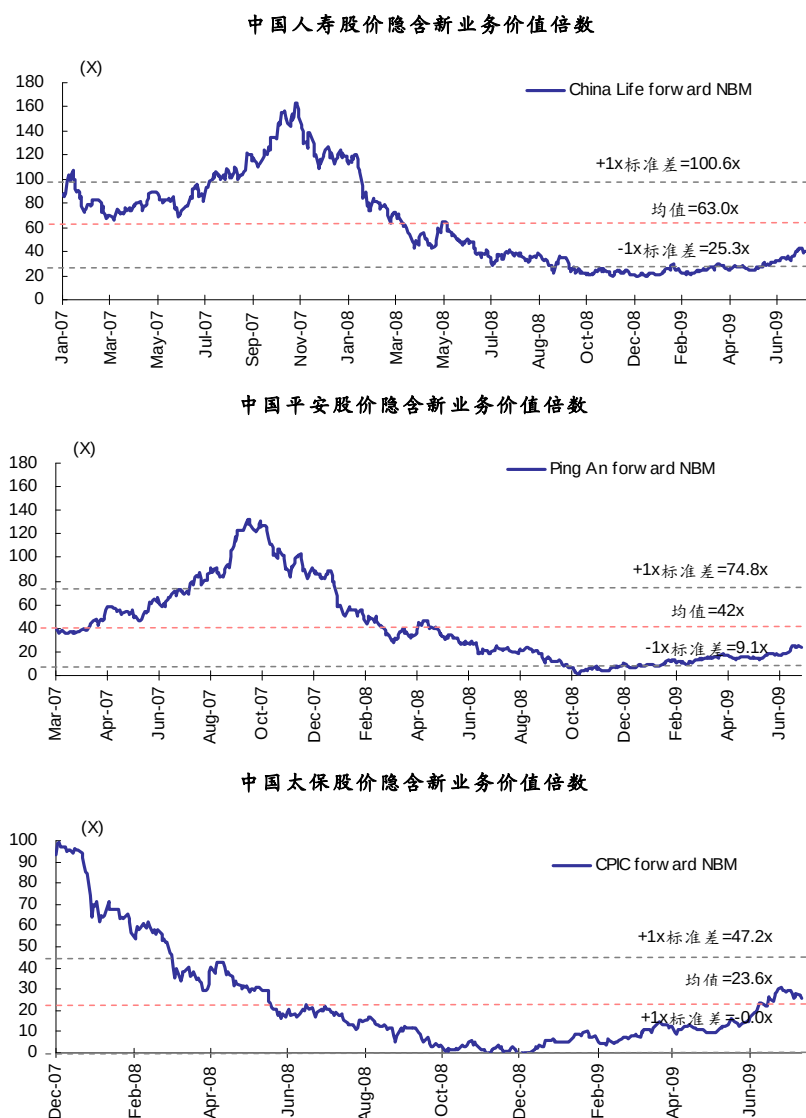
因此，我们重申对寿险行业“推荐”的投资评级。个股方面，我们重点推荐中国平安A股和H股，其当前股价相对于根据内含价值/新业务价值折现模型得到的每股合理价值还有20%以上的上涨空间；同时维持对中国太保“推荐”、对中国人寿A股和H股“审慎推荐”的投资评级。

图表 11: 中国人寿和中国平安 H 股股价隐含的一年新业务价值倍数



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 12: 各公司 A 股股价隐含的一年新业务价值倍数



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 13: 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 (%)			
	2009-08-04		07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	
综合性保险公司															
AIG	9,103	USD	13.60	5.7	(0.4)	(107.1)	56.2	0.4	2.9	1.0	0.8	6.3	(183.0)	(2.3)	3.8
Berkshire Hathaway	154,233	USD	100,000	11.7	31.0	24.8	17.2	1.3	1.4	1.2	1.0	11.5	4.3	7.2	7.0
ING	26,594	EUR	8.96	2.1	(24.9)	16.0	6.6	0.5	0.7	0.7	0.6	24.5	(2.3)	4.8	10.8
Allianz	46,416	EUR	71.18	4.0	(13.1)	8.1	6.5	0.7	1.0	0.9	0.8	16.2	(6.0)	11.1	13.3
平均值				5.8	(1.8)	(14.5)	21.6	0.7	1.5	1.0	0.8	14.6	(1.3)	5.2	8.7
北美寿险公司															
Manulife Canada	39,514	CAD	26.16	9.4	81.8	15.8	10.1	1.7	1.6	1.5	1.4	16.4	1.9	9.3	13.6
MetLife	29,188	USD	35.66	6.3	8.5	14.1	9.0	0.7	1.3	1.0	1.0	12.5	11.7	6.9	10.2
Prudential Financial Inc	21,449	USD	46.34	6.0	(19.1)	9.4	7.9	0.9	1.5	1.0	1.0	16.0	(5.8)	11.2	12.5
Sun Life Financial Inc	19,325	CAD	36.82	9.4	26.3	18.9	11.4	1.3	1.3	1.3	1.2	14.1	5.0	6.9	10.6
平均值				7.8	24.4	14.6	9.6	1.2	1.4	1.2	1.1	14.8	3.2	8.6	11.7
欧洲寿险公司															
AVIVA	15,617	GBp	336.50	6.8	(9.1)	7.0	5.3	0.7	0.7	1.0	1.0	10.6	(7.6)	13.8	16.1
Prudential	18,681	GBp	436.80	10.4	(27.3)	6.4	5.9	1.7	2.2	2.1	1.9	17.5	(7.1)	11.0	14.9
AXA	45,271	EUR	15.06	5.5	34.2	9.7	7.2	0.7	0.8	0.8	0.8	12.1	2.2	8.6	11.9
CNP Assurances	13,576	EUR	63.50	7.7	12.9	9.3	7.9	0.8	0.8	1.0	0.9	12.0	5.7	11.1	12.1
AEGON	11,870	EUR	5.44	3.7	(5.9)	25.5	9.3	0.4	0.6	1.0	0.9	13.1	(7.5)	8.2	13.9
Generali	32,332	EUR	15.93	7.5	24.9	12.3	9.8	1.5	1.9	1.6	1.4	19.4	6.6	13.7	15.8
Fortis	9,379	EUR	2.77	1.4	(0.2)	4.0	3.1	0.2	n.a.	0.3	0.3	14.9	0.5	5.7	7.5
FRIENDS PRO PLC	2,732	GBp	68.90	(13.8)	(3.0)	7.7	6.7	0.5	0.7	0.8	0.7	(3.8)	17.3	4.0	6.5
LEGAL & GEN GRP	5,919	GBp	59.60	5.3	(3.3)	6.4	5.6	0.7	1.0	0.9	0.8	13.3	6.7	8.9	12.1
STANDARD LIFE	7,275	GBp	194.00	8.9	42.2	10.0	8.9	1.3	1.2	1.1	1.1	15.1	27.1	7.2	7.0
平均值				4.4	6.5	9.8	7.0	0.9	1.1	1.1	1.0	12.4	4.4	9.2	11.8
亚洲寿险公司															
大东方人寿 (新加坡)	4,671	SGD	14.14	12.2	24.4	21.1	16.1	2.0	2.2	2.1	2.0	17.6	8.7	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	7,388	AUD	4.32	11.6	(26.2)	16.3	14.0	2.0	2.2	2.4	2.2	16.8	(8.0)	12.8	14.2
AMP (AU)	9,764	AUD	5.77	10.8	18.6	16.9	15.0	5.5	5.6	5.2	4.7	45.4	29.3	30.5	31.6
台湾人寿	536	TWD	27.40	11.9	(3.5)	n.a.	n.a.	1.4	4.1	n.a.	n.a.	10.7	(59.1)	n.a.	n.a.
平均值				11.6	3.3	18.1	15.0	2.7	3.5	3.2	2.9	22.6	(7.3)	21.7	22.9
中国寿险公司															
中国人寿H股*	130,469	HKD	34.40	23.5	39.3	26.0	24.3	4.4	4.6	3.8	3.4	22.4	11.0	16.0	14.9
中国人寿A股*	130,469	RMB	31.96	32.1	89.7	32.0	29.6	5.3	6.7	4.9	4.0	19.6	6.6	17.6	14.7
中国平安H股*	65,048	HKD	67.95	25.1	1,601.6	35.9	30.0	4.2	5.2	4.4	3.9	23.8	0.5	12.9	13.3
中国平安A股*	65,048	RMB	60.81	29.6	674.7	42.8	36.2	4.2	5.7	4.6	4.0	19.4	0.7	11.2	11.0
中保国际*	4,470	HKD	22.20	20.3	(104.8)	23.5	16.4	5.5	6.8	5.3	4.9	31.4	(5.8)	25.4	31.2
中国太保*	29,819	RMB	26.45	29.5	152.1	41.0	32.1	3.2	4.2	3.5	3.0	18.6	2.4	9.3	10.1
平均值				26.7	511.5	33.5	28.1	4.5	5.5	4.4	3.9	22.5	4.2	15.4	15.9

*为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。