

保险行业

—— 新股申购带来超额收益

金融/保险

投资要点:

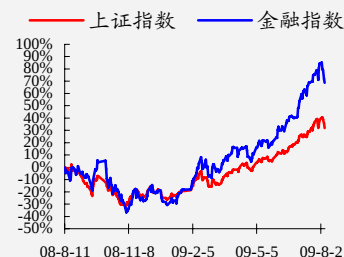
- 新股申购是其获取低风险收益的一个重要渠道。保险公司下属的账户比较多,用来申购新股的资金规模比较大,因此中签率比较高。而申购资金主要来自债券的回购,资金的使用效率比较高,从某种角度上说,新股申购还增厚了债券的投资收益。
- 从 2007 年的网下申购新股的情况看,保险公司累计动用资金 2.65 万亿,中签 753 亿元,中签率为 2.8%,高于申购新股总体资金中签率 2.1%的水平。从占比上来看,在网下所有申购新股的资金中,保险公司动用资金占比为 30.1%,中签资金占比为 35.4%,锁定期浮赢占比为 37.5%。保险资金是申购新股的绝对主力,所获取的收益相当丰厚。
- 保险公司申购新股的特点是大资金、多账户。保险公司申购新股的资金量比较大,动辄上百亿资金。保险公司的产品比较多,每个产品基本对应一个账户,每个账户便是一个申购主体,因此,保险公司申购新股的账户比较多,如果加上企业年金账户申购新股的账户可达上百个。因为申购新股的账户多,获得配售的机会就比较大,因为资金量大,申购新股的中签率就比较高。
- 在 2007 年的网下新股申购中,中国平安、中国太保和中国人寿获得的锁定期的浮盈分别是 61 亿元、30.5 亿元和 59.5 亿元,占当年股票投资收益的比重分别达到 21.5%、36.0%和 15.5%,分别增厚每股收益 0.83、0.4 和 0.21 元。
- 2009 年以来,随着股市的火爆,新股发行随着制度改革以后重新开闸,并且新股发行节奏明显加快,随着中国建筑、光大证券等大盘股的发行,新股申购的热潮重新到来,为提高保险资金的投资收益提供了机会。今年以来债券回购利率一路走高,也显示了保险等机构申购新股的热潮。
- 风险提示:网下申购的新股一般锁定期为 3 个月,由于不能及时出售,锁定期间大盘波动剧烈可能影响投资收益。另外,新股发行制度改革存在弊端,机构为能够获配新股,纷纷调高了申购新股的报价,导致新股发行市盈率高涨,如果这种情况得不到制止,那么申购新股的收益率将大打折扣。

优于大势

维持评级

2009 年 8 月 10 日

走势图



重要公司

评级

中国平安	谨慎推荐
中国太保	谨慎推荐
中国人寿	谨慎推荐

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

一、保险资金在新股申购中占绝对优势

随着股市的持续高涨，停滞将近一年的新股发行不但恢复，而且发行节奏明显加快，机构和散户又迎来了打新的高潮，锁定资金的规模越来越大。但是，新股申购由于中签率较低，赢利能力微薄，与二级市场投资相比，没有太多的技术含量，缺乏投资的艺术性，因此，一直不为智者所挂齿。但是对保险资金来说，新股申购是其获取低风险收益的一个重要渠道。保险公司下属的账户比较多，用来申购新股的资金规模比较大，因此中签率比较高。而申购资金主要来自债券的回购，资金的使用效率比较高，从某种角度上说，新股申购还增厚了债券的投资收益。

从 2007 年的网下申购新股的情况看，保险公司累计动用资金 2.65 万亿，中签 753 亿元，中签率为 2.8%，高于申购新股总体资金中签率 2.1% 的水平。从占比上来看，在网下所有申购新股的资金中，保险公司动用资金占比为 30.1%，中签资金占比为 35.4%，锁定期浮盈占比为 37.5%。保险资金是申购新股的绝对主力，所获取的收益相当丰厚。

表 1、保险机构在 2007 年申购新股中的中签率

	累计申购动用资金 (万元)	累计获配投入资金 (万元)	中签率
保险公司	265866846.2	7544197.5	2.80%
基金	276827036.2	6881455.2	2.50%
券商	143270041.5	2843660.15	2.00%
信托公司	86308812.9	1729932.8	2.00%
财务公司	76012124.7	1613351.7	2.10%
社保基金	25893124.8	645160	2.49%
企业年金	3874194	48587.6	1.25%

资料来源：WIND

表 2、保险机构获配资金及浮盈占比

	累计申购动用资金 (万元)	累计获配投入资金 (万元)	锁定股票浮动盈 亏(万元)
保险公司	30.28%	35.40%	37.52%
基金	31.50%	32.30%	21.70%
券商	16.30%	13.30%	10.80%
信托公司	9.80%	8.10%	10.43%
财务公司	8.70%	7.60%	10.90%
社保基金	2.95%	3.03%	8.60%
企业年金	0.44%	0.23%	0.13%

资料来源：WIND

二、大资金多账户保证了保险资金较高的中签率

保险公司申购新股的特点是大资金、多账户。保险公司申购新股的资金量比较

大，动辄上百亿资金，申购新股的资金来源主要来自于账户中债券的正回购。保险公司的产品比较多，每个产品基本对应一个账户，每个账户便是一个申购主体，因此，保险公司申购新股的账户比较多，如果加上企业年金账户申购新股的账户可达上百个。因为申购新股的账户多，获得配售的机会就比较大，因为资金量大，申购新股的中签率就比较高。

保险公司的账户按产品分，可分为传统账户、分红账户和万能账户，在产品的基础上再按渠道分，又有个险分红、团险分红、银保分红、个险万能、银保万能、普通保险等。对中国平安和中国太保来说，由于是集团整体上市，因此，又可分为财险公司账户、寿险公司账户、集团自有资金账户、资产管理公司账户、健康险账户、养老险账户等等、等等，每个账户便是一个申购新股的主体。就目前我们所能查到的保险公司申购新股的账户来看，中国平安的账户最多，达 15 个之多，中国人寿、中国太保的账户也不少，对养老金公司来说，由于一个企业年金拥有一个账户，打新的主体更多，但由于资金总量规模较小，养老金公司的新股申购主要以网上为主。

表 3、保险机构申购新股的账户

平安	中国人寿	太保
平安人寿—传统—普通保险	中国人寿—分红—个人分红	太平洋财产—传统—普通保险
平安人寿—分红—个险分红	中国人寿—分红—团体分红	太平洋人寿—传统—普通保险
平安人寿—分红—团体分红	中国人寿—万能险	太平洋人寿—分红—个人分红
平安人寿—分红—银保分红	中国人寿—传统—普通保险	太平洋人寿—分红—团体分红
平安人寿—投连—世纪理财增长	中国人寿—万能—国寿瑞安	太平洋人寿—万能—个人万能
平安人寿—投连—团体退休金进取		太平洋人寿—万能—团体万能
平安人寿—万能—个险万能		太平洋人寿—自有资金
平安人寿—万能—团险万能		太平洋保险(集团)—自有资金
平安人寿—自有资金		太平洋资产—自由资金
平安保险(集团)—自有资金		
平安财产险—传统—普通保险		
平安财产险—自有资金		
平安健康险—自有资金		
平安养老险—自有资金		
平安资产—自有资金		

资料来源：WIND

保险公司申购新股的资金主要来自于债券的正回购。2007 年保险公司正回购操作单月最大规模曾达到 8782 亿元，回购利率曾被推高到 10.1%，由于保险公司是银行间市场除银行外的最大的债券持有者，债券的正回购保证了保险公司的新股申购资金。相对于其他机构来说，保险公司单一账户的债券持有量大，因此正回购

的资金规模也大。

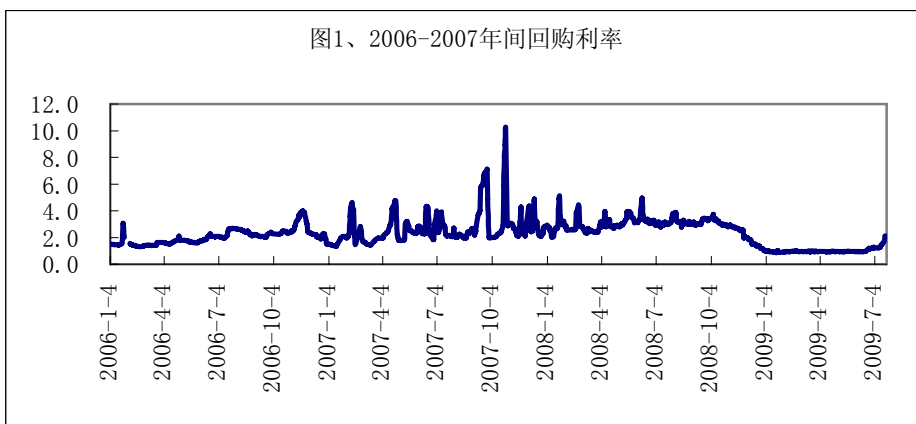
表 4、保险机构债券持有量占比

单位：亿元

机构	债券持有量	占比
商业银行	107,090.6	67.9%
保险机构	13,487.4	8.6%
基金	7,102.1	4.5%
非银行金融机构	881.4	0.6%
证券公司	814.8	0.5%
个人投资者	1,172.6	0.7%

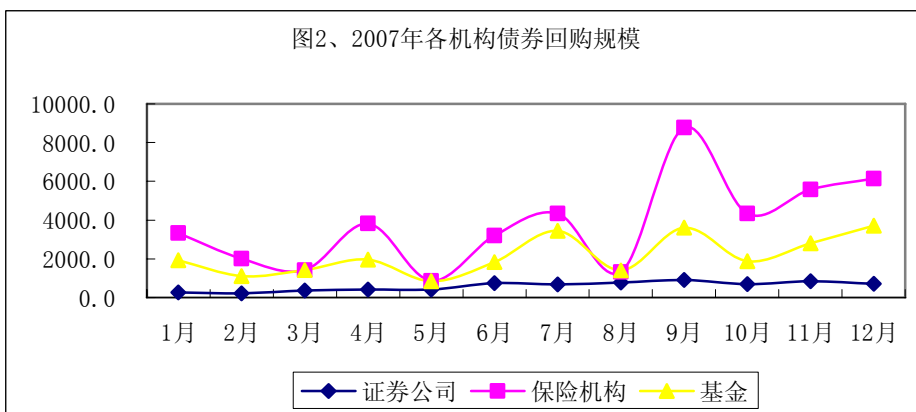
资料来源：东北证券研究所

图1、2006-2007年间回购利率



资料来源：东北证券研究所

图2、2007年各机构债券回购规模



资料来源：东北证券研究所

三、保险资金申购新股的优势主要在大盘股

对于小盘股来说，由于融资额较小，锁定资金规模不大，而超额认购倍数倍数

较高，导致中签率降低，对于拥有大规模资金的保险公司来说，资金使用效率低，不占有优势。但对于大盘股来说，保险公司的资金使用效率高，申购优势明显。对于大盘股来说，由于融资规模较大，参与网下申购的机构较少，认购倍数较低，网下中签率就较高，而对于小盘股来说，由于申购门槛较低，参与机构较多，认购倍数高，中签率就较低。

以融资额超过 100 亿元的中大盘股为例，若想获得较高的中签率，申购资金必须打满，达到 100 亿元以上，而参与网下申购的投资者，闲余资金能在 100 亿元以上的机构投资者为数不多，而保险公司的账户，特别是大保险公司的账户持有债券规模较大，回购资金较多，具有这样的资金实力。

表 5、大盘股与小盘股中签率对比

名称	网下中签率 (%)	认购倍数	发行规模 (万元)	名称	网下中签率 (%)	认购倍数	发行规模 (万元)
中国石油	2.09	47.9	6,680,000	国投新集	0.63	158.0	206,976
中国神华	2.8	35.7	6,658,200	辰州矿业	0.43	230.6	122,500
建设银行	2.84	35.3	5,805,000	武汉凡谷	0.31	326.0	113,518
中国平安	3.11	32.2	3,887,000	柳钢股份	1.2	83.6	107,642
中国太保	1.6	62.6	3,000,000	晋亿实业	0.93	89.6	89,460
交通银行	1.69	59.3	2,520,377	怡亚通	0.33	304.3	77,159
中国中铁	1.56	64.1	2,244,000	露天煤业	0.56	177.6	76,440
兴业银行	1.79	56.0	1,599,598	报喜鸟	0.52	193.3	76,440
中海集运	1.09	91.6	1,546,846	广宇集团	0.95	105.3	68,040
中信银行	1.59	63.1	1,335,121	汉钟精机	0.39	255.4	34,504
南京银行	1	100.4	693,000	莱茵生物	0.27	373.9	16,319
西部矿业	0.54	184.0	620,080	广陆数测	1.33	63.1	16,081
宁波银行	0.58	172.4	414,000	海隆软件	0.23	426.7	15,211

资料来源：WIND

我们从保险机构在大盘股和小盘股中锁定资金及获配数量占比，也可以看出保险资金在大盘股申购中的优势。保险资金在大盘股中获配的数量要高于小盘股 4—5 倍。

表 6、保险资金在大盘股与小盘股新股发行中的获配占比

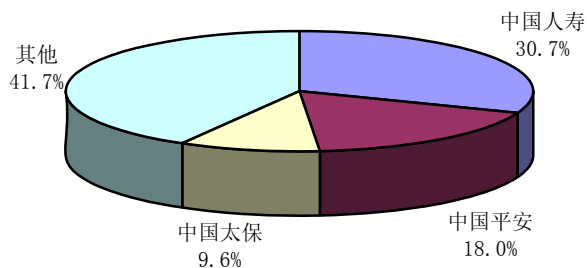
	获配数量(万股)	发行股份(万股)	保险机构获配占比
安纳达	59.7	2000.0	2.99%
梅花伞	51.23	2100.00	2.44%
建设银行	102904.5	900000.0	11.43%
中国石油	37935.9	400000.0	9.48%

资料来源：WIND

四、中国人寿、中国平安和中国太保申购新股的收益

由于总资产的集中度比较高,对保险资金来说新股申购的收益主要集中于资产规模比较大的几家公司,其中中国人寿、中国平安和中国太保的资产规模占整个行业资产规模的 58.3% 以上,是申购新股的主力。从申购中国石油和假设银行的情况看,中国人寿、中国平安和中国太保获得的份额占比较大。

图3、保险行业资产集中度



资料来源：东北证券研究所

表 7、三家机构在大盘股中的获配占比

公司	机构	获配数量(万股)	保险行业获配总计(万股)	占比
中国石油	中国平安	13149.0	35467.6	37.1%
	中国人寿	7736.9	35467.6	21.8%
	中国太保	1961.7	35467.6	5.5%
建设银行	中国平安	28357.1	267471.8	10.6%
	中国人寿	27550.4	267471.8	10.3%
	中国太保	6671.1	267471.8	2.49%

资料来源：WIND

在 2007 年的网下新股申购中,中国平安、中国太保和中国人寿获得的锁定期的浮盈分别是 61 亿元、30.5 亿元和 59.5 亿元,占当年股票投资收益的比重分别达到 21.5%、36.0%和 15.5%,分别增厚每股收益 0.83、0.4 和 0.21 元。

表 8、申购新股对三家公司的业绩影响

	投资资产	投资收益	股票投资收益	申购新股收益	占比	增厚每股收益
中国太保	286369	27658	8477	3050	36.00%	0.4
中国平安	474887	51445	28405	6100	21.50%	0.83

中国人寿	850207	91377	38369	5950	15.51%	0.21
------	--------	-------	-------	------	--------	------

资料来源: WIND

表 9、中国平安的新股申购收益

	申购动用资金 (万元)	获配资金(万 元)	中签率	锁定终止日浮动 盈亏(万元)
平安财险	4946690.3	88731.3	1.8%	64031.4
平安集团	3827947.8	63820.0	1.7%	46208.4
平安寿险	49456945.0	1435176.9	2.9%	493405.3
平安养老	10306.7	80.34	0.8%	79.15
平安资产	736861.2	8443.2	1.1%	6772.1
	58978751.0	1596251.7	2.7%	610496.2

资料来源: WIND

表 10、中国太保的新股收益

	申购动用资金 (万元)	获配资金 (万元)	中签率	锁定终止日浮动盈 亏(万元)
太平洋人寿	19,369,985.70	444,058.40	2.29%	245,171.40
太平洋财险	2,645,693.90	77,552.70	2.93%	41,005.20
太平洋(集团)	1,661,728.50	30,865.00	1.86%	19,668.50
总计	23,677,408.10	552,476.10	2.33%	305,845.10

资料来源: WIND

表 11、中国人寿的新股收益

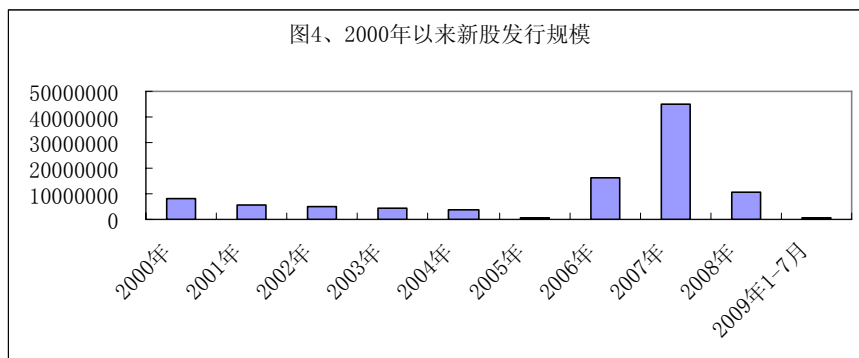
单位: 万元

名称	申购动用资金	获配投入资金	中签率	锁定终止日浮动盈亏
中国人寿	43082345.9	1418563.9	3.3%	595043.4

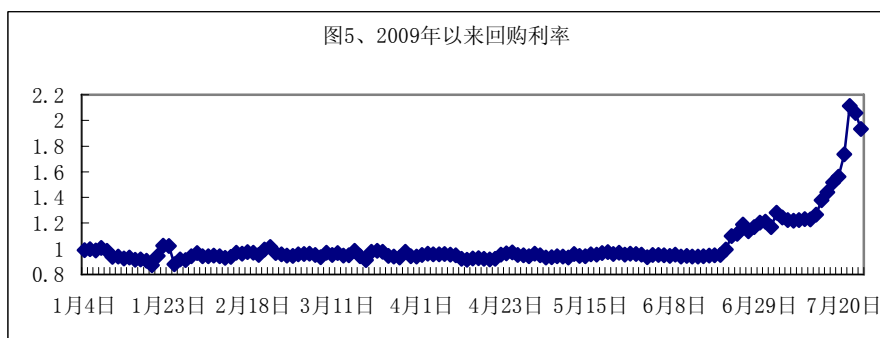
资料来源: WIND

五、2009 年新股密集发行有望增厚保险股的收益

2009 年以来,随着股市的火爆,新股发行随着制度改革以后重新开闸,并且新股发行节奏明显加快,随着中国建筑、光大证券等大盘股的发行,新股申购的热潮重新到来,为提高保险资金的投资收益提供了机会。今年以来债券回购利率一路走高,也显示了保险等机构申购新股的热潮。在中国建筑中,保险机构的获配股数达到 28.3 亿股,占比为 47.2%,保险机构在申购大盘股中的绝对优势进一步显现。



资料来源: WIND



资料来源: WIND

表 12、中国建筑各机构获配数量

机构	获配股数 (万股)	占比
保险	283398.2	47.2%
信托	13330.3	2.2%
基金	123406.8	20.6%
证券	72793.4	12.13%

资料来源: WIND

年初以来,保险机构在股票投资方面加仓缓慢,策略保守,一直为投资者做诟病,新股发行重启以后,保险机构通过申购获配新股,无形中提高了股票的持仓仓位,风险较低,收益可观。因此,在股指上扬,估值逐渐提高的情况下,新股申购也是保险机构提高投资比例,获取无风险收益的较好办法。

六、风险提示

网下申购的新股一般锁定期为 3 个月,由于不能及时出售,锁定期间大盘波动剧烈可能影响投资收益。另外,新股发行制度改革存在弊端,机构为能够获配新股,纷纷调高了申购新股的报价,导致新股发行市盈率高涨,如果这种情况得不到制止,

那么申购新股的收益率将大打折扣。

表 13、2009 年以来新股发行市盈率

名称	招股日期	发行价格	市盈率 (发行后股本)	网下配售 数量	网上发行 数量
光迅科技	2009-7-31	16.0	35.4	800	3,200
新世纪	2009-7-31	22.8	34.0	270	1,080
光大证券	2009-7-27	21.1	58.6	17,920	34,080
久其软件	2009-7-23	27.0	36.1	306	1,224
神开股份	2009-7-20	16.0	32.6	920	3,680
中国建筑	2009-7-13	4.2	51.3	600,000	600,000
四川成渝	2009-7-6	3.6	20.0	12,500	37,500
家润多	2009-6-30	19.6	31.6	1,000	4,000
万马电缆	2009-6-24	11.5	30.9	1,000	4,000
桂林三金	2009-6-19	19.8	32.9	920	3,680

资料来源：WIND

七、估值水平

1、新业务倍数测算：

假设保险公司的保费收入按 3 阶段增长，第一阶段为前 5 年，保费收入的增长速度大约在 10%至 20%之间，第二阶段为第 6—15 年，保费收入的增长速度在 7%—13%之间，永续增长阶段保费收入的增长速度为 3%，假设风险贴现率为 11.5%，根据三阶段模型，新业务倍数大约在 20—41 倍之间。

表 14、新业务倍数测算（单位：倍）

新业务倍数		第二阶段增长率								
		5%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	15%
第一阶段增长率	8%	17.2	19.3	20.5	21.8	23.2	24.7	26.3	28.0	31.8
	10%	18.4	20.7	22.0	23.4	24.8	26.4	28.2	30.0	34.1
	11%	19.0	21.4	22.7	24.2	25.7	27.4	29.1	31.1	35.3
	13%	20.3	22.9	24.3	25.8	27.5	29.3	31.2	33.2	37.8
	15%	21.7	24.4	26.0	27.6	29.4	31.3	33.3	35.5	40.5
	18%	23.9	26.9	28.6	30.4	32.4	34.5	36.8	39.2	44.7
	19%	24.7	27.8	29.5	31.4	33.4	35.6	38.0	40.5	46.2
	20%	25.4	28.7	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	47.7
	22%	27.1	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	44.6	50.8

2、中国人寿

在正常和乐观两种情形下，我们分别取新业务倍数 25 倍和 35 倍，公司估值分别为 20.8 元和 30.2 元。给予“谨慎推荐”投资评级。

表 15、中国人寿估值水平

	正常估计	乐观估计
(百万元)	精算报告假设、基于 2008 年末的估值	提高新业务倍数，基于 2008 年末的估值
调整净资产价值	137816	151598
有效业务价值	102271	117612
内含价值	240087	269209
股数	28264.7	28265
每股内含价值(元)	8.5	9.5
每股新业务价值(元)	0.49	0.59
新业务价值(元)	13.8	20.65
新业务倍数	25	35
评估价值(元)	20.8	30.2

3、中国平安

在正常和乐观两种情形下，我们分别取新业务倍数 25 倍和 30 倍，公司估值分别为 55.3 元和 68.3 元。维持“谨慎推荐”评级。

表 16、中国平安估值水平

百万元	正常(基于 2008 年, 不调整参数)	乐观(基于 2008 年, 调高投资收益率到 5.5%)
调整净资产价值	102826.9	102826.9
有效业务价值	44444.6	57741
内含价值	147271.5	160567.9
每股内含价值(元)	20.1	21.9
股份数(百万股)	7345.1	7345.1
新业务价值(元)	29.2	39
每股新业务价值(元)	1.2	1.3
新业务倍数	25	30
评估价值(元)	49.2	60.9
银行(元)	1	1.5
证券(元)	3	3.5
财险(元)	1.2	1.2
其他(元)	0.8	1.2
估值(元)	55.3	68.3

4、中国太保

在保守和正常两种情形下，我们分别取新业务倍数 25 倍和 30 倍，公司估值分别为 25.01 元和 31.8 元。给予“谨慎推荐”评级。

表 17、中国太保估值水平

不同情景下估值 (百万元)	正常情形	乐观情形
	不改变假设, 基于 2008 年末 的估值	5.0%投资收益率、11.5%贴现 率, 基于 2008 年末的估值
调整净资产价值	45213.3	45213.3
有效业务价值	24161.8	31712
内含价值	69375.1	76926
股份(百万股)	7700	7700
每股内含价值(元)	9.01	10
每股新业务价值(元)	0.6	0.66
新业务倍数	25	30
评估价值(元)	24.01	29.8
财险(3倍P/B)	1	2
估值(元)	25.01	31.8

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209