



保险

2010.04.02

看好投资改善下的银保重启

——2010 年二季度保险投资策略

	彭玉龙	董乐
	021-38676683	021-38676650
	pengyulong@gtjas.com	dongle@gtjas.com
	S0880209040414	S0880108063472

本报告导读：基于保费进入快速增长期，投资环境有望改善，我们将保险行业的评级由中性上调到增持；太保、平安增持，国寿谨慎增持。

摘要：

- 银邮等兼业代理机构已经成为最主要的营销渠道，是保费增速的决定因素。2010 年，银邮重启，很多公司的银邮保费增速年初达到 100% 以上，在其带动下，我们判断全年保费增速很可能达到 35% 以上，直追 08 年。
- 但是，08 年的保费高增长，并未给投资者带来福音，2 年后，同样将由银邮带动的保费高增长，祸兮？福兮？虽然银邮保费利润率较低，若保费收入产生较好的投资收益，则仍有利可图；然而，08 年的保险资金遭遇了股市债市双杀，银邮保费未能产生效益，10 年的投资环境显然不能与 08 年相比，悲剧不会重演。
- 按照 35% 的保费增速和 70% 的积累率，2010 年保费收入可增加 10500 亿投资资金；按平均久期 5 年计，3200 亿债券需要再投资；按 20% 的到期率计算，银行存款也有 2100 亿的到期量；不考虑资本市场对股票和基金价值的影响，全年需要配置的保险资金将达到 15800 亿左右。
- 保险资金有一定的配置压力，但二季度保险投资环境将改善：加息周期或将正式启动，债券收益率经过一季度的下降后将回升；人民币升值预期和股指期货推出有利于资本市场稳定；PE 等新的投资渠道有望启动。
- 基于保费进入快速增长期，投资环境有望改善，我们将保险行业的评级由中性上调到增持；维持太保的增持评级，目标价 34 元；将平安由谨慎增持上调至增持评级，目标价 66 元；将国寿由中性上调到谨慎增持评级，目标价 32 元。

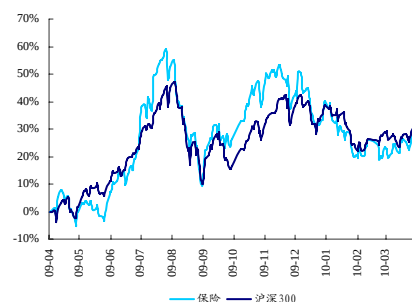
评级：增持

上次评级：中性

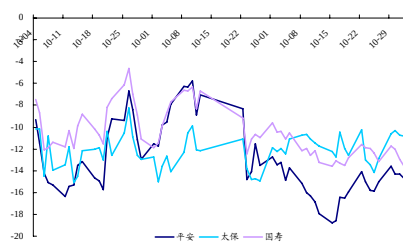
细分行业评级

保险	增持
中国太保	增持
中国平安	增持
中国人寿	谨慎增持

行业指数



AH 溢价对比



相关报告

保险：《保费增长平稳，太保提速》	2010.03.26
保险：《艰难的反弹之路，抓住触发机会》	2010.03.11
保险：《保费暂用旧规，增长如期快速》	2010.03.04
四大确定利好 VS 最大不确定利空	2010.1.14
追随边际利差与总利差的同步趋势	2009.11.30

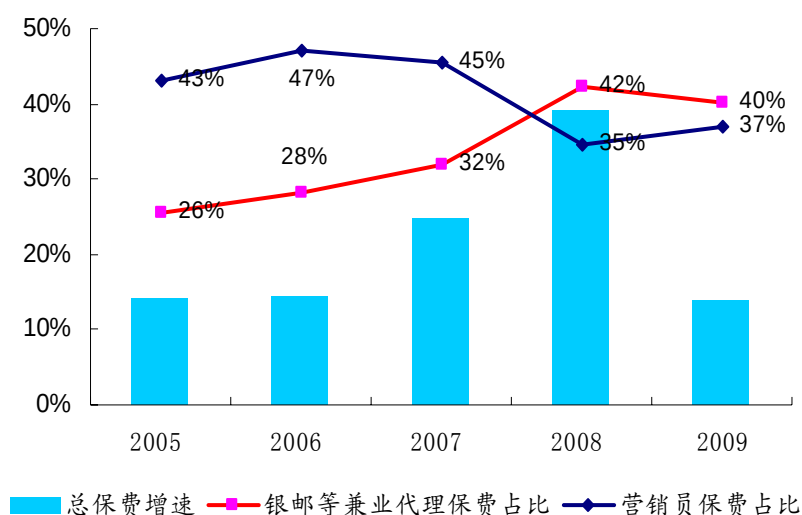
1. 银邮重启，保费增速直追 08 年

2008 年，虽然个险营销员保费只增长了 6%，但总保费仍然增长了 39%，达到近年来一个增长高点，主要是因为通过银邮等兼业代理机构实现的保费收入增长了 85%，这一渠道的保费已占总保费的 42%，成为最主要的销售渠道。事实上，2005 年以来，银邮渠道的保费占比就一直在上升。

2009 年，在监管部门的结构调整要求下，银邮保费增速大幅下滑至 8%，即使个险增长恢复至 22%，全年保费仍只增长了 14%。

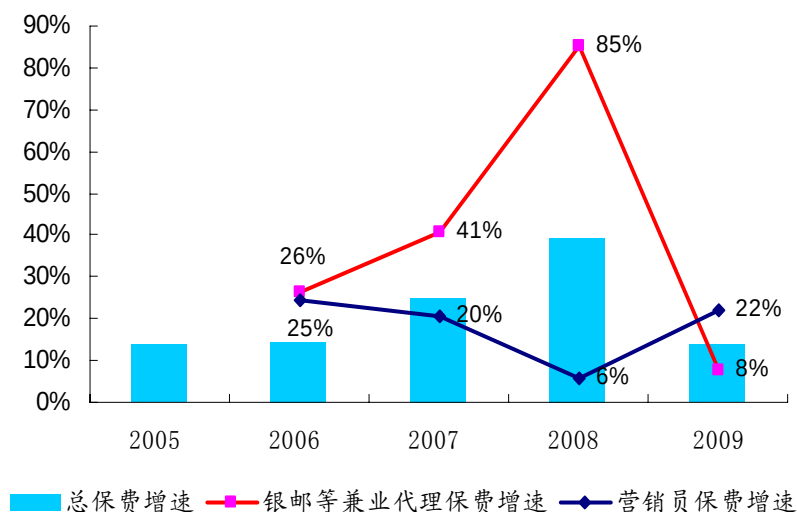
即使通过结构调整，银邮保费仍然是最重要的保费来源，并且其保费结构主要是趸缴（一次性的），波动较大，已经成为保费增速的决定因素。

图 1：银邮等兼业代理机构成为最主要的保费销售渠道



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

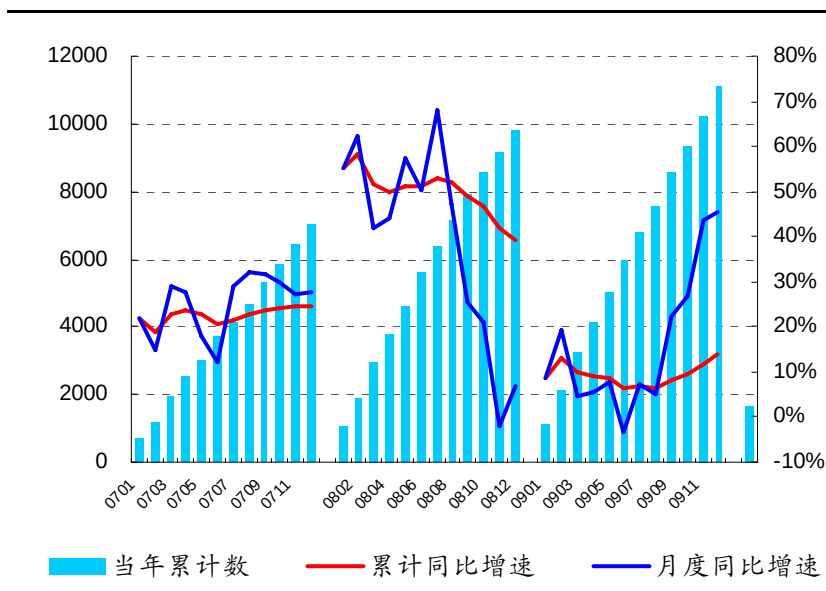
图 2：银邮保费是 08 年保费高增长的主要动因



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

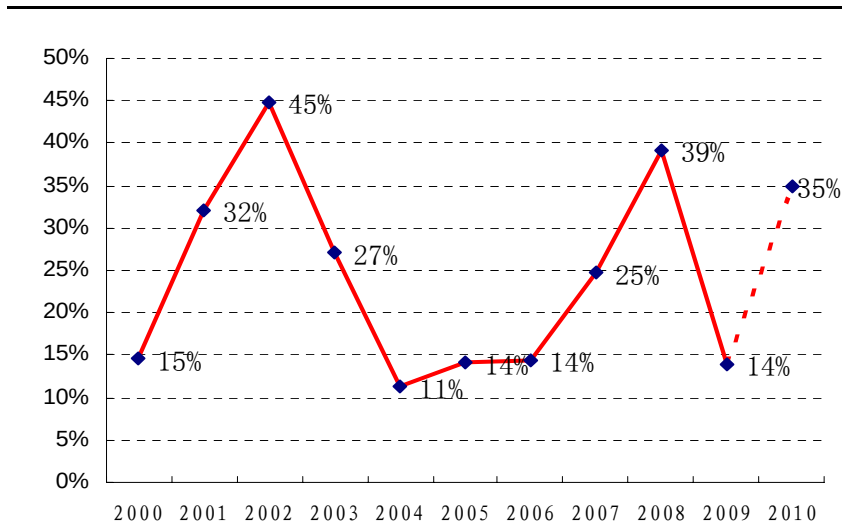
2010 年，银邮保险重启，很多公司的银保增速年初达到 100%以上。这一上升趋势始于 2009 年四季度，2009 年后三个月的保费增速分别为 27%、44%、45%，2010 年 1 月份维持了 40%以上的增长。我们判断全年保费将在银邮保费的带动下高增长，很可能达到 35%以上。

图 3：银保重启，保费加速



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

图 4：2010 年保费增速将迅速上升



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

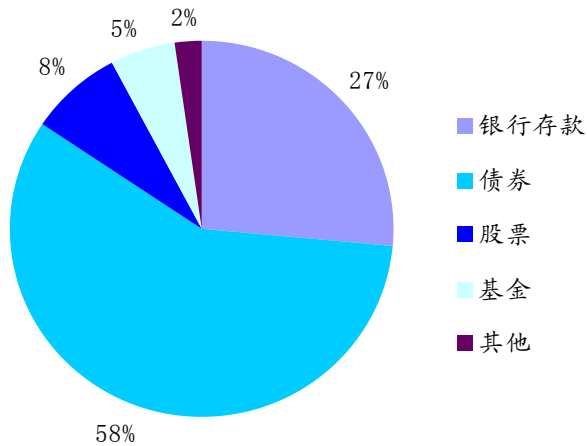
2. 投资环境好于 08 年，二季度资产配置环境改善

2.1. 08 年股市债市双杀

08 年的保费高增长，并未给投资者带来福音，2 年后，同样将由银邮带动的保费高增长，祸兮？福兮？

银邮渠道的利润率相对较低，由其带动的保费高增长并不一定能导致价值的快速增长，只有积累的大量保费能取得较好的投资回报，这种增长才有意义。08年的保费高增长，正是因为保费收入无法产生有效的投资收益、甚至出现亏损而无法给投资者带来回报。

图 5: 08 年底超过 13% 的保险资产配置在资本市场上



数据来源: CIRC, 国泰君安证券。

图 6: 2008 年因资本市场重挫投资收益率大幅下降

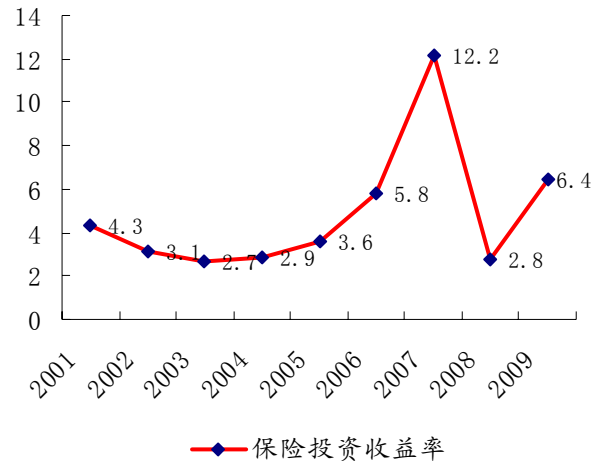
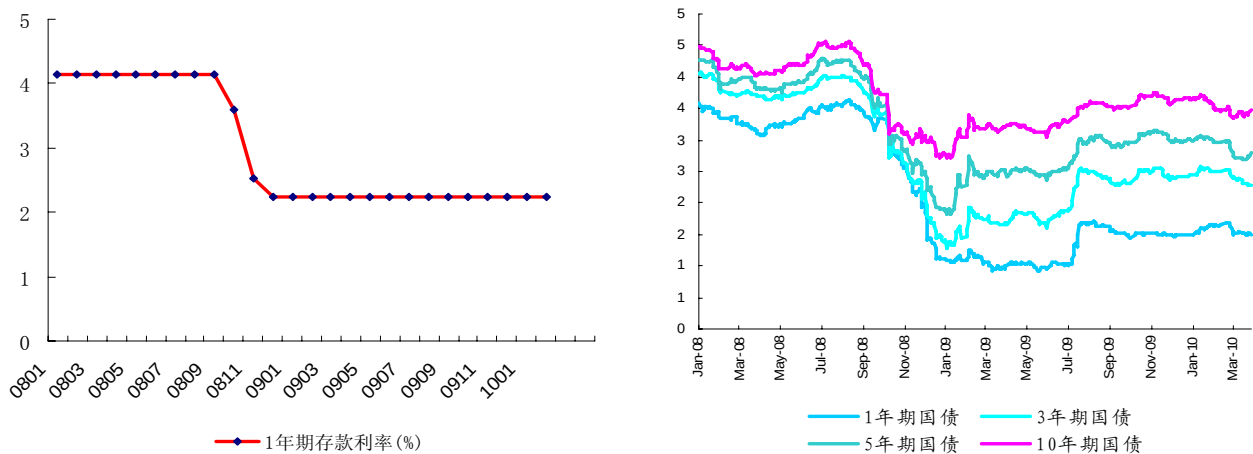


图 7: 08 年不仅股市单边下跌、债券收益率、银行存款利率也下降



数据来源: 央行、WIND, 国泰君安证券。

2.2. 目前保险资产配置有一定压力

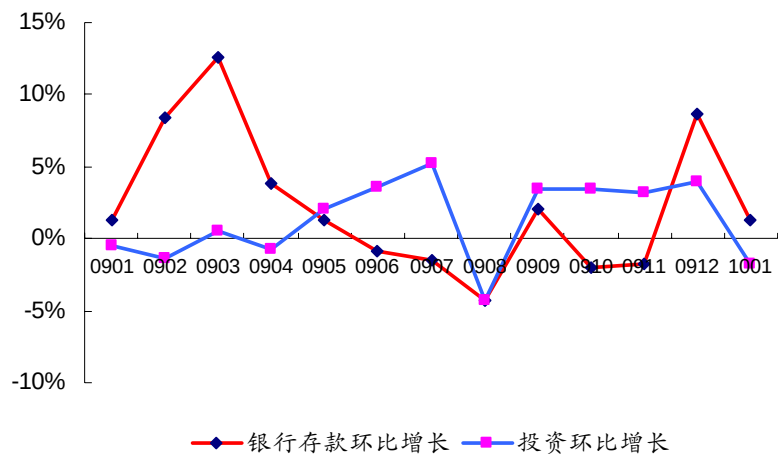
按照 35% 的保费增速和 70% 的积累率, 10 年全年因保费收入导致的投资资金将增加 10500 亿; 按债券平均久期 5 年计, 有 3200 亿债券需要再投资; 按 20% 的到期率计算, 银行存款也有 2100 亿的到期量; 不考虑资本市场对股票和基金价值的影响, 全年需要配置的保险资金将达到 15800 亿左右。

巨量的资产配置要求, 给保险公司带来了较大的投资压力。典型的是银行存款近期不断增加, 09 年 12 月和 10 年 1 月的存款分别增加了 834 亿和 138 亿, 环比增长 8.6% 和 1.3%, 此前半年银行存款总体处于下降状态。由于缺乏其他更好的投资渠道, 虽然预期将进入加息周期, 保险公

司还是不得不将保费收入存入了银行。

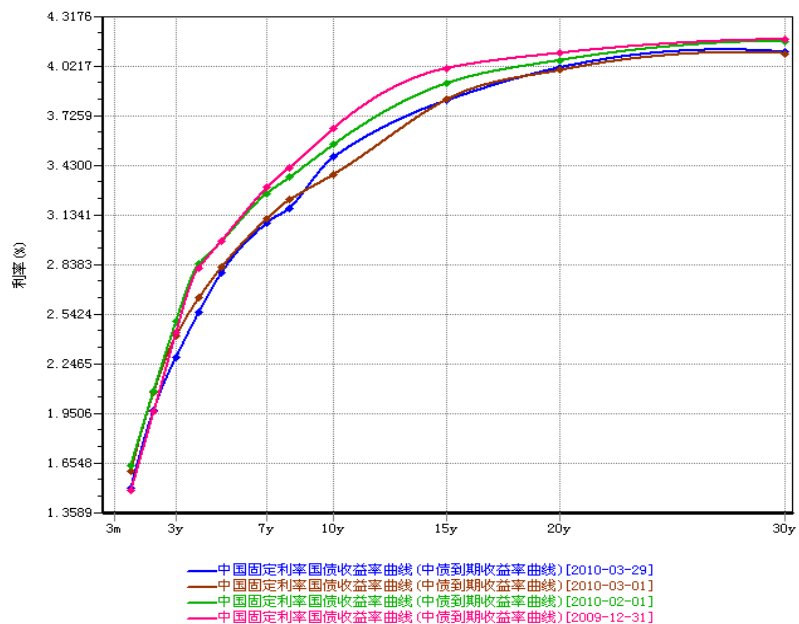
投资压力还反映在债券收益率上，年初以来，债券收益率不升反降，很大一部分原因就是债券市场的资金供给较多造成的，反过来，债券收益下降又给保险资金的配置形成新的压力。

图 8：银行存款近期环比上升，而其他投资资产配置比例在下降，意味着保险资产的配置存在一定的压力



数据来源：CIRC，国泰君安证券。

图 9：年初以来债券收益率下降较多，5 年期国债收益率下降超过 25 个 BP，债券收益率的下降很大一部分原因可以归结到资金的供给较多



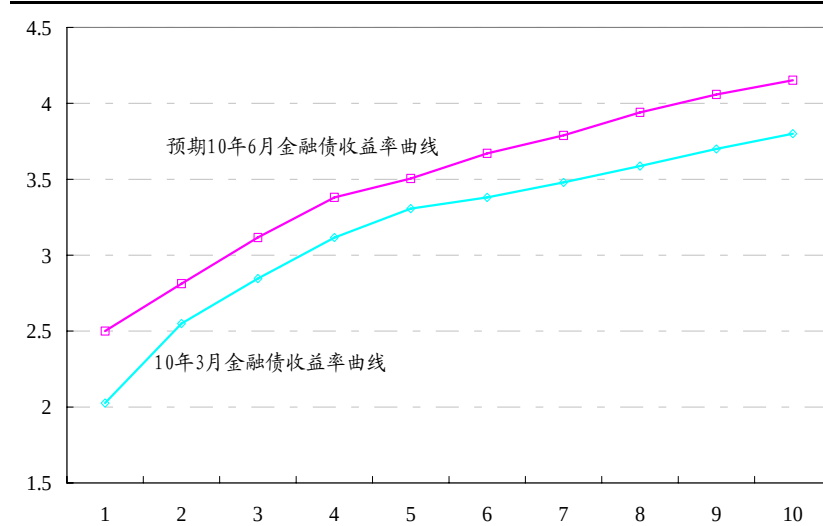
数据来源：WIND，国泰君安证券。

2.3. 二季度资产配置压力将减小

二季度，保险资金的投资环境将好转：加息周期或将正式启动，债券收益率提升；人民币升值预期和股指期货推出有利于资本市场稳定；PE 等新的投资渠道有望启动。

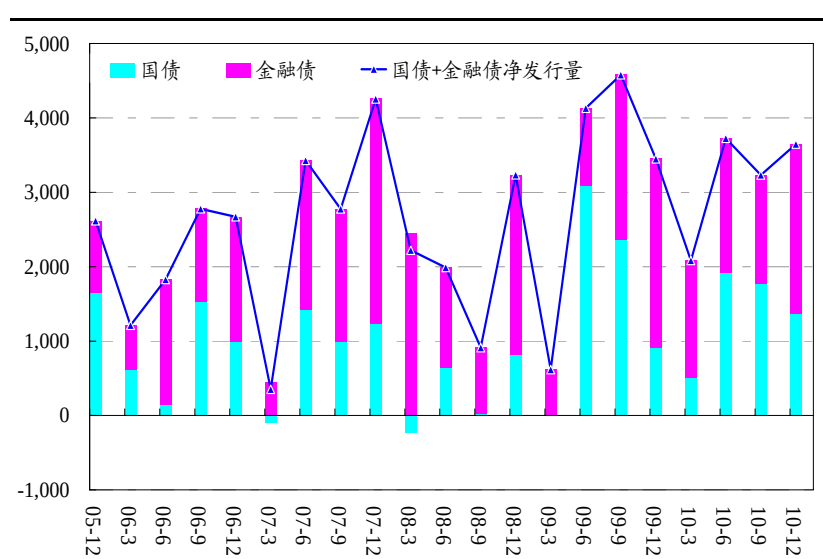
根据我们债券研究员的预测：4月公布的数据将显示经济连续两季过热，4月下旬很可能加息；二季度的债券供给也会增加；因此，估计到年中，债券收益率曲线将上移，1年期短端、5年期中端和10年期长端的收益率将分别有50bp、20bp、30bp左右的抬升。

图 10：预期 10 年 6 月金融债收益率曲线



数据来源：国泰君安证券。

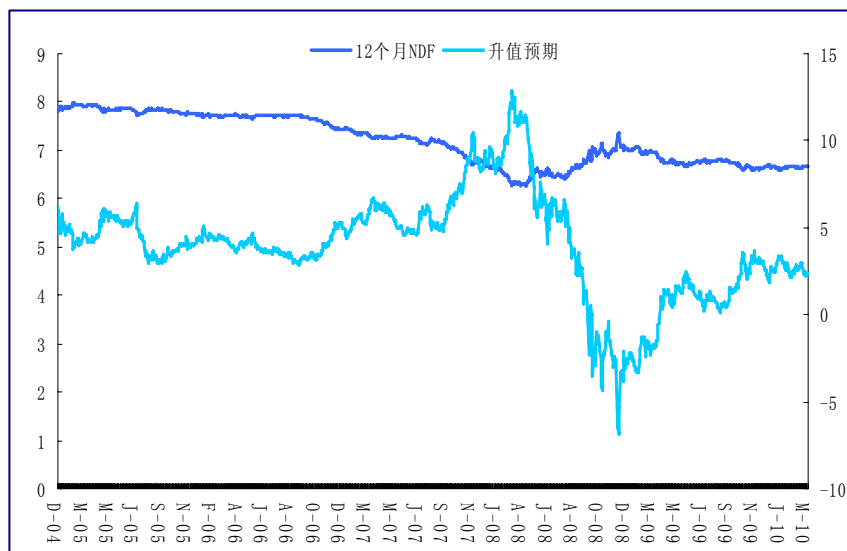
图 11：金融债国债季度净发行量



数据来源：国泰君安证券。

从 NDF 上看，人民币约有 3% 左右的升值空间，虽然人民币这次升值预期不能跟 05-08 年汇改时的升值相比，对资本市场的影响也不能照搬之前的情形，但是，人民币升值预期对资本市场还是一个利好支撑。

图 12: 人民币 NDF 内涵升值



数据来源：彭博，国泰君安证券。

年初的全保会上，监管部门曾表示将“进一步完善债券、股票和基金投资政策，稳步扩大基础设施投资，逐步开展股权投资和不动产投资，改善资产配置管理，支持资产管理产品创新，扩大资产配置空间，促进投资收益持续稳定。”然而，随着中央房地产政策的趋紧，保险资金进入不动产投资领域近期仍将坚持“三不原则”（即不允许投资居民住房、商业房地产以及参与房地产开发），但其他另类投资渠道可能放开，比如 PE 投资和股权投资。

股指期货 4 月中旬推出后，机构投资者的参与将提上议事日程，保险公司利用股指期货的“套期保值”功能，能更好的控制权益投资风险。

3. 年报季报确证业绩上升，估值水平下降 20%-30%

4 月份，2009 年年报和 2010 年季报将陆续公布，新会计准则对业绩的提升作用将得到确证，保险股 PE 估值水平将下降。

根据公司预告的业绩增幅（包含了新会计准则的影响）和我们之前的业绩预测（未考虑会计准则影响），我们估计新会计准则对各保险公司盈利的提升幅度在 18%-24% 之间，从而导致 PE 估值水平下降 20% 左右。虽然 A-H 股的净利润差异不稳定，但基本处于 20%-35% 的区间（2008 年国际金融危机除外），新会计准则的利润将更多的向 H 股报表靠拢。结合业绩预告和 A-H 净利润差异情况，我们判断保险股 PE 估值水平将下降 20%-30%。

由于利差损保单问题，新会计准则对各公司净资产的影响差别较大，平安净资产将下降，太保影响不大，而国寿净资产将上升，各公司的 PB 估值水平将更趋一致。

保费收入方面，中国太保 1-2 月份寿险保费按原口径为 205 亿，按新口径为 187 亿，在新会计准则下，不计入收入的保费比例在 9% 左右。国

寿的险种结构与太保接近，两者 A-H 股保费数据的差异也类似，因此国寿保费的分拆部分也将与太保比较接近。平安需分拆的保费比例将相对较高，参考 H 股数据，分拆比例将在 25%-35% 之间。

表 1：近三年 A-H 股财务数据对比

	净利润			净资产			已赚保费		
	A 股	H 股	A/H	A 股	H 股	A/H	A 股	H 股	A/H
中国平安									
2006	7496	7838	95.64%	46626	47750	97.65%	78,845	63013	125.12%
2007	15581	18688	83.37%	109218	113851	95.93%	94,032	74875	125.59%
2008	873	268	325.75%	81469	85696	95.07%	121,790	90218	135.00%
中国太保									
2006	1307	2019	64.74%	13266	17564	75.53%	47964	27914	171.83%
2007	7069	11238	62.90%	63321	72656	87.15%	65536	36182	181.13%
2008	1415	3086	45.85%	49228	60026	82.01%	84274	44103	191.08%
中国人寿									
2006	14479	19956	72.55%	116097	140205	82.81%	179749	98847	181.85%
2007	28297	38879	72.78%	171089	206376	82.90%	195440	111404	175.43%
2008	10205	21277	47.96%	135881	181573	74.84%	294939	134650	219.04%

注：净利润为公司净利润而不是归属母公司股东净利润，净资产也是如此。

4. 上调行业评级至增持

基于保费进入快速增长期，投资环境有望改善，我们将保险行业的评级由中性上调到增持，维持太保的增持评级，将平安由谨慎增持上调至增持评级，将国寿由中性上调到谨慎增持评级。

中国太保，增持，目标价 34 元。

我们坚持在深度报告中对太保的定性：保险中的成长股。太保今年增速快于国寿和平安，既是去年结构调整的必然结果，也是资本充足条件下业务拓展的需要。今年银保重启，平安和国寿都将大量资本消耗在股权收购方面，银保渠道的拓展将比较谨慎，而太保资本极其充足，并将战略定位于“专注保险主业”，在面临新华、泰康的竞争压力之下，太保业务的发展速度将超越上市同行，市场占有率提高。维持增持评级。

中国平安，增持，目标价 66 元

平安的持续发展和创新能力仍是业内翘楚，虽然保费分拆可能降低其市场占有率，但业务盈利质量并未削弱，新会计准则对净资产的负面影响终究是一个账面游戏，必将尘埃落定，员工股减持的心理冲击也逐步下降，目前新业务价值倍数最低，上调评级至增持。

中国人寿，谨慎增持，目标价 32 元

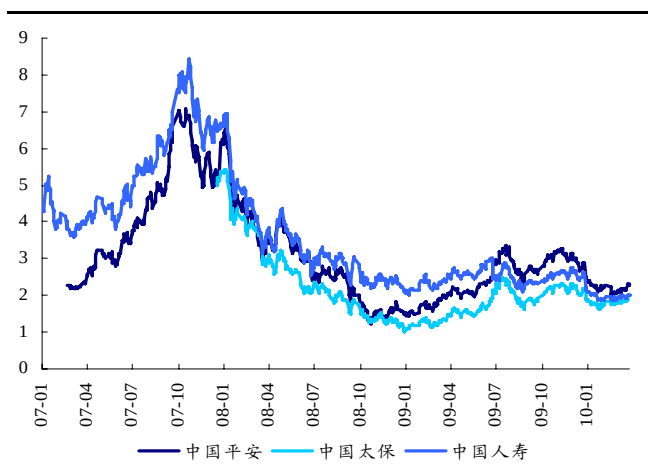
中国人寿的业务发展和账面数字都较为稳重和谨慎，是新会计准则的最大赢家，财务业绩将得到释放，财务估值水平也将随之下降，目前 PE 水平最低，上调评级到谨慎增持。

表 2: 保险 A 股估值水平表

2010 年 4 月 2 日	中国人寿		中国平安		中国太保	
	(股价=28.90 元)		(股价=51.27 元)		(股价=27.45 元)	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
每股内涵价值	12.05	14.23	19.03	22.08	11.64	13.54
每股新业务价值	0.63	0.80	1.48	1.86	0.55	0.70
每股收益	1.11	1.31	1.50	1.68	0.88	1.02
每股净资产	7.08	8.46	11.87	13.49	9.13	10.17
P/EV	2.40	2.03	2.69	2.32	2.36	2.03
隐含新业务价值倍数	26.88	18.35	18.96	14.09	25.40	18.08
市盈率	26.09	22.02	34.16	30.57	31.11	26.82
市净率	4.08	3.42	4.32	3.80	3.01	2.70

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

图 13: 历史新业务价值倍数



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

图 14: 历史 P/EV 倍数

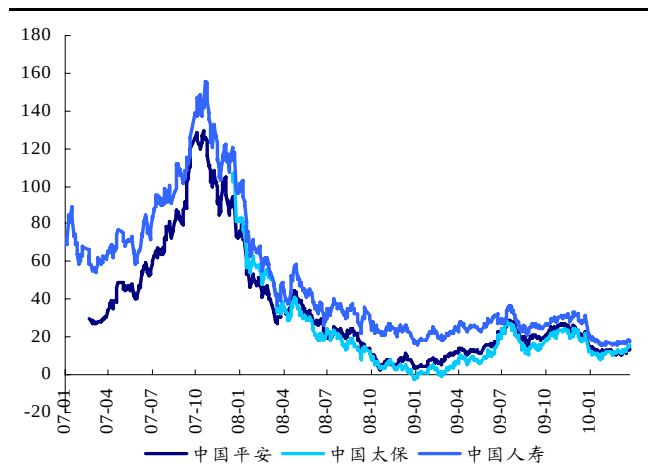


表 3: 国际估值表

	股价	市值(百 万美元)	EPS			PE			PB	ROE
			2008A	2009A	2010E	2008A	2009A	2010E		2009A
AIG	34.1	23802	-756.85	4.55	6.25	-		5	1.1	6.50
ING	7.7	21819	-0.28	-0.28	0.92	-	-28	8	0.7	10.41
Allianz	93.8	31186	-5.43	10.90	11.74		9	8	0.9	11.24
Ace	52.8	17777	3.57	3.57	7.11	7	15	7	0.8	11.88
Manulife										
Canada	20.3	35239	0.32	0.32	1.89	65	63	11	1.2	11.21
MetLife	44.0	36049	4.19	4.19	4.06	10	11	11	1.2	10.05
Prudential										
Financial	61.3	28500	-2.53	-2.53	5.60		-24	11	1.1	10.31
AVIVA	385.7	6988	-0.37	0.55	0.64	-	-	-	1.0	15.50
Prudential	568.5	9434	-0.16	0.45	0.51	-	-	-	1.9	16.87
AXA	16.7	28197	0.43	0.43	1.84	36	39	9	0.8	9.46
Fortis	2.6	4886	-12.21	0.22	0.21	-	12	12	0.8	4.98

Great Eastern Life	15.9	5386	0.58	0.58	1.02	16	27	16	2.0	-
Samsung Fire & Marine Insurance	186500	7859	10406	10406	13219	20	18	14	1.7	12.76
Cathay Financial	53.4	16270	0.20	1.95	2.54	183	27	21	2.4	10.24

数据来源：彭博，国泰君安证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		