

2010-08-05

行业研究 / 跟踪报告

非银行金融

增持/ 维持评级

更多选择、更多自由

保险资金运用进一步放开点评

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007
021-68498610 licong@lhqz.com

8月5日,保监会公布了《保险资金运用管理暂行办法》,其中对保险资金运用范围、资金运用模式、决策运行机制、风控监管都作出了规定。

《暂行办法》中一定程度上放宽了保险资金的投资限制,其中需要我们关注的有3点:

1、原先保险公司投资于股票的比例不能超过总资产的10%,投资于基金的比例不能超过10%,《暂行办法》中规定投资于股票和股票型基金合计上限为20%;同时将货币型基金与债券型基金进行了分开考量,一定程度上也扩大了保险公司投资权益类资产的范围。

2、保险资金可以投资于不动产;

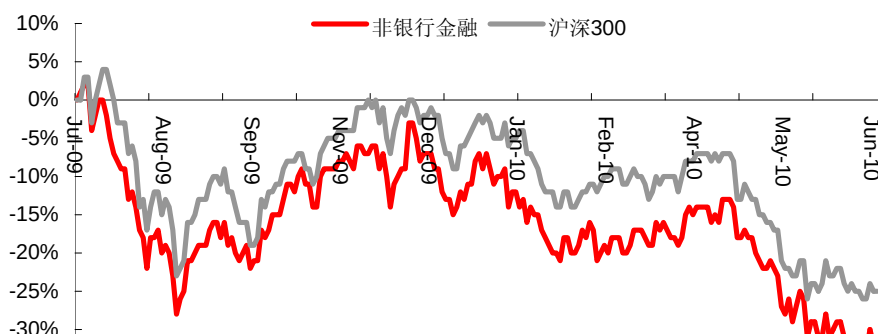
3、保险资金可以做PE股权投资。

《暂行办法》与以往规定相比,增加了保险资金投资渠道,放宽了投资比例,保险公司在资金投资上拥有更多的自主权,虽然短期来看,这些自主权不一定立刻会有推升的效果,例如根据2009年报,国寿、平安、太保的权益类投资只为15.3%、10.8%和12.3%,低于20%的上限,但更多的自由对保险公司投资长期来看,是一个利好因素。

按目前的股价,中国人寿隐含P/EV倍数为2.02倍,隐含一年期新业务价值乘数为16.65倍,预计2010年PB为2.92;中国平安按停牌前价格,隐含P/EV倍数为1.84倍,隐含一年期新业务价值乘数为11.18倍,PB为3.34;中国太保隐含P/EV倍数为1.71倍,隐含一年期新业务价值乘数为14.11倍,PB为2.35。都处于估值底部,向下空间已经很小。

从业务面来看,3家公司上半年产寿险总保费同比增长11.7%、31.0%和47.5%。基于估值和业务发展2点原因,我们维持对保险行业增持的评级。

最近52周股价表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

8月5日，保监会在网站上公布了《保险资金运用管理暂行办法》，其中详细的对保险资金运用形式、运用模式、运行机制、运用流程和风控监管等作出了规定。

从文本内容来看，是第一次全面系统的对保险资金的运用作出了规范，之前的关于保险资金投资的指导性文件分散于数十个不同的规范中，分别对股权投资、债券投资、基金、债权计划等做出规定，而此次《暂行办法》第一次对这些分散的规定作出了整合和修改，使保险资金投资管理更加系统化、规范化。

从风格上来说，此次《暂行办法》符合之前市场的预期，进一步放宽了投资渠道，放松了投资限制比例。总的来说，保险公司有更多的自由，根据自身的需要去决定投资方向和投资数量，**对整个行业来说，是一个利好。**

《暂行办法》中投资者较感兴趣的有3点：

第一、新办法规定：投资于股票和股票型基金的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产（扣除万能险和投连险账户资产后的保险公司总资产）的20%；

这个规定，是将原来的对投资于股票的比例限制与对投资于基金的比例限制做了打通。保监会2004年10月《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》中对保险资金投资股票的范围和行为作出规定，但并未对上限明确规定。2005年2月《关于保险机构投资者股票投资有关问题的通知》中规定了保险机构投资者股票的余额，不得超过本总资产扣除投资连结保险产品资产和万能保险产品资产后的5%。2007年下半年，保监会将5%上限升至10%，一直沿用至今。

关于基金，保监会原有的规定中，并没有区分股票型基金和货币型基金，2003年1月《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》中统一的规定各保险公司投资基金的余额按成本价格计算不得超过总资产的15%。2007年下半年，15%上限下降为10%。

《暂行办法》中将基金分为货币型基金和股票型基金。货币型基金与存款、政府债券等共同作出规定：投资于银行活期存款、政府债券、中央银行票据、政策性银行债券和货币市场基金等资产的账面余额，合计不低于本公司上季末总资产的5%。而将股票型基金上限与股票上限打通，合计不超过总资产20%。

这样做，首先、原来是股票投资不超过10%，股票型基金加货币型基金不超过10%。现在是股票只加股票型基金不超过20%，提高了权益投资的比例。其次，保险公司可以自己决定20%在股票和股票型基金间的分割，理论上，公司可以将20%全用于股票或全用于股票型基金，增加了公司投资的自由度。

但保监会对创业板的态度仍保持了谨慎，在对股票的界定中指出：投资创业板上市公司股票和以外币认购及交易的股票由中国保监会另行规定。

第二、《暂行办法》规定，投资于不动产的账面余额，不高于本公司上季末总资产的10%；投资于不动产相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的3%，两项合计不高于本公司上季末总资产的10%；

开辟了新的投资渠道，也符合之前市场的预期，按2010年1季报，国寿、平安、太保可以用于投资不动产的资金分别为1,281亿、949亿和421亿。但尚不明确的是，《暂行办法》中对“不动产”没有做出明确的定义，具体是指哪类不动产。而只是规定：保险资金投资的不动产，是指土地、建筑物及其它附着于土地上的定着物。具体办法由中国保监会制定。

第三、《暂行办法》规定，投资于未上市企业股权的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 5%；投资于未上市企业股权相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 4%，两项合计不高于本公司上季末总资产的 5%。

PE 股权投资也是一条新的投资渠道。之前的投资规范中只放开了保险公司投资商业银行股权，2006 年 9 月“关于保险机构投资商业银行股权的通知”中规定保险机构投资银行股权不超过该机构上年末总资产的 3%；投资单一银行股权的余额不超过该机构上年末总资产的 1%。

《暂行办法》中的未上市企业股权不仅包含银行，扩大至境内依法设立和注册登记，且未在证券交易所公开上市的股份有限公司和有限责任公司的股权。

我们认为，这次的《暂行办法》放宽了投资渠道，尤其是新增了不动产和 PE 投资 2 个渠道；放松了投资比例，保险资金权益类投资比例实质上提高了。保险资金投资得到了更多的自由，纵观历年来保险监管机构对投资监管的演变过程，可以明显看出是一个逐渐扩宽渠道，放松限制的过程。尽管在短期内，投资限制的放松不会马上推进保险公司的投资回报，但长期来看，对于企业来说，更多的自主权意味着利好。

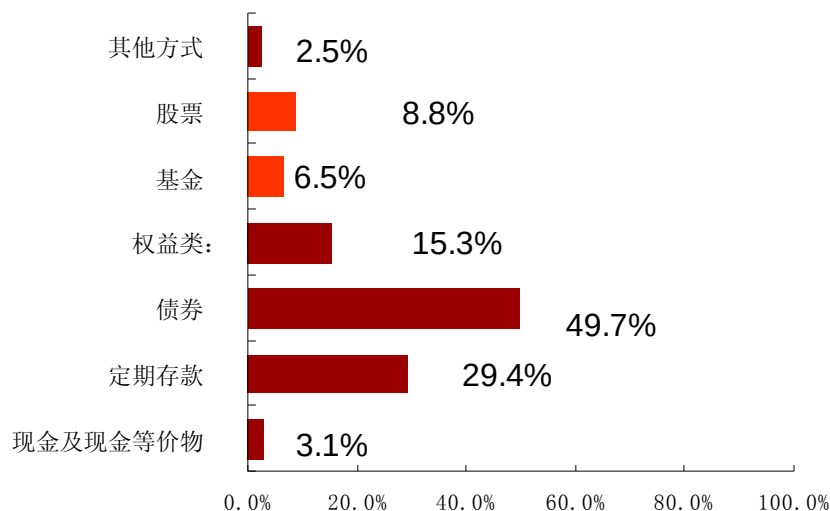
表格 1、新旧投资规范的对比

保险机构投资非上市公司股权		旧规定
1	投资于银行活期存款、政府债券、中央银行票据、政策性银行债券和货币市场基金等资产的账面余额，合计不低于本公司上季末总资产的 5%	1、原投资监管下对于活期存款未作规定； 2、《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》中规定保险机构可以自主配置政府债券、央票、政策性银行债券； 3、旧规定中对货币性基金没有做单独限制，只在《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》中规定投资基金成本价余额不得超过总资产 15%，这一限额于 2007 年 7 月改为 10%。
2	投资于无担保企业（公司）债券和非金融企业债务融资工具的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 20%；	旧规定没有对无担保企业债上限作出限制，《保险公司投资企业债券管理暂行办法》中规定投资企业债按成本价格计价余额不超过总资产 20%，《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》将这一比例升为 30%，“关于债券投资有关事项的通知”将比例升为 40%。
3	投资于股票和股票型基金的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 20%；	旧规定下股票和股票型基金的投资规范是分开的： “保险机构投资者股票投资管理暂行办法”中对股票投资作出了指导，而具体比例是在“关于保险机构投资者股票投资有关问题的通知”中规定投资于股票的余额按成本计算，不能超过扣除投连和万能资产后的总资产的 5%，这一限额于 2007 年提升为 10%。 《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》中规定投资基金成本价余额不得超过总资产 15%，这一限额于 2007 年 7 月改为 10%。

- | | | |
|---|--|--|
| 4 | <p>投资于未上市企业股权的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 5%；投资于未上市企业股权相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 4%，两项合计不高于本公司上季末总资产的 5%；</p> | <p>关于 PE 投资，之前未作规定，仅在“关于保险机构投资商业银行股权的通知”中规定保险机构投资银行股权不超过该机构上年末总资产的 3%；投资单一银行股权的余额不超过该机构上年末总资产的 1%。</p> |
| 5 | <p>投资于不动产的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 10%；投资于不动产相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 3%，两项合计不高于本公司上季末总资产的 10%；</p> | <p>之前未作规定</p> |
| 6 | <p>投资于基础设施等债权投资计划的账面余额不高于本公司上季末总资产的 10%；</p> | <p>“关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知”中规定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%。</p> |

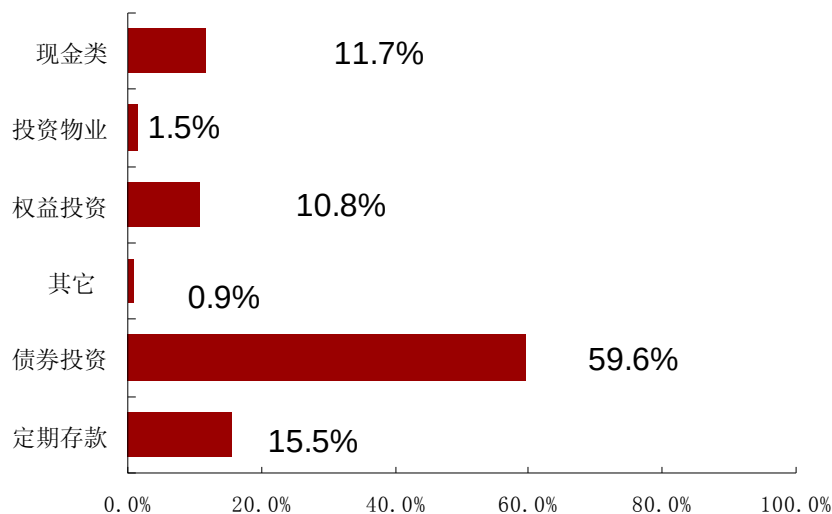
资料来源：CIRC 网站，华泰联合证券研究所

图表 1、中国人寿 2009 年投资结构



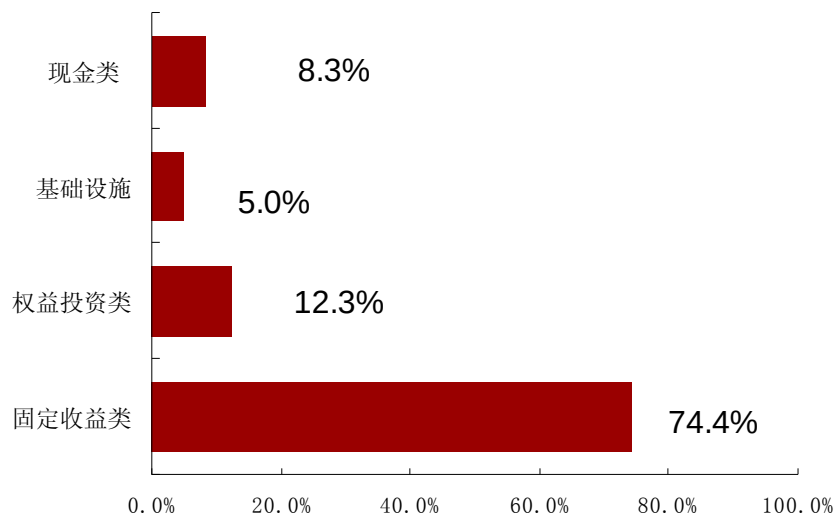
数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图表 2、中国平安 2009 年投资结构



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图表 3、中国太保 2009 年投资结构



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

保险公司处于估值低位，有投资价值

按照保险业 3 家公司目前的股价，都处于估值低位，中国人寿隐含 P/EV 倍数为 2.02 倍，隐含一年期新业务价值乘数为 16.65 倍，预计 2010 年 PB 为 2.92；中国平安按停牌前价格，隐含 P/EV 倍数为 1.84 倍，隐含一年期新业务价值乘数为 11.18 倍，PB 为 3.34；中国太保隐含 P/EV 倍数为 1.71 倍，隐含一年期新业务价值乘数为 14.11 倍，PB 为 2.35，具有投资价值。

表格 2、中国人寿估值

	2008 年	2009 年	2010 年	隐含
每股内涵价值:	8.49	10.09		11.75
目前股价所隐含的 P/EV 倍数				2.02
每股一年期新业务价值:	0.49	0.63		0.72
隐含的一年期新业务价值乘数				16.65
P/B				2.92

数据来源: 华泰联合证券研究所

表格 3、中国平安估值

	2008 年	2009 年	2010 年	隐含
每股内涵价值:	16.73	21.14		25.38
停牌前股价所隐含的 P/EV 倍数				1.84
每股一年期新业务价值:	1.16	1.60		1.92
隐含的一年期新业务价值乘数				11.18
P/B				3.34

数据来源: 华泰联合证券研究所

表格 4、中国太保估值

	2008 年	2009 年	2010 年	隐含
每股内涵价值:	9.09	11.60		13.61
目前股价所隐含的 P/EV 倍数				1.71
每股一年期新业务价值:	0.47	0.58		0.69
隐含的一年期新业务价值乘数				14.11
P/B				2.35

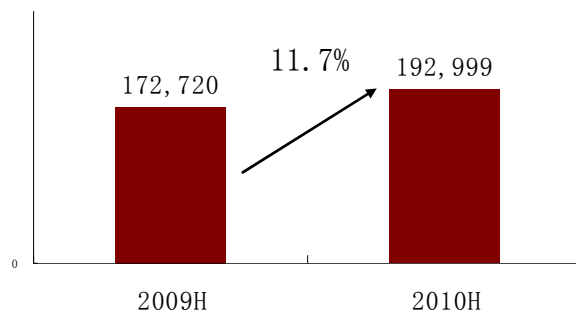
数据来源: 华泰联合证券研究所

从业务发展角度来说, 3 家公司上半年保费收入保持同比增速。

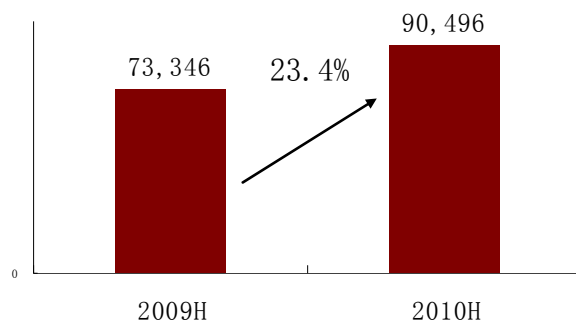
基于业务保持增长和估值较低的考虑, 我们给予保险行业整体增持评级。

图表 4、3 家公司业务增长

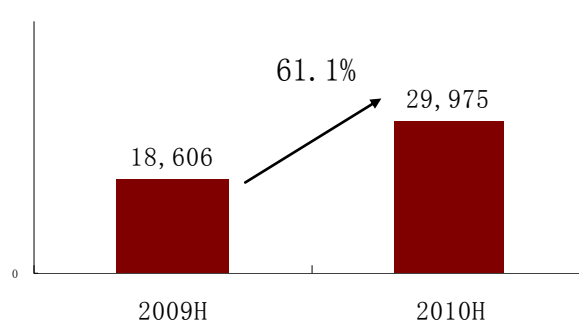
国寿保费增长



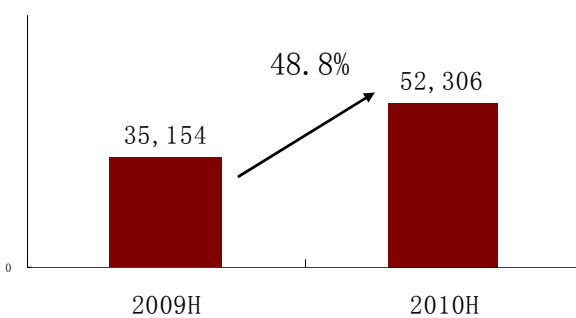
平安寿险保费增长



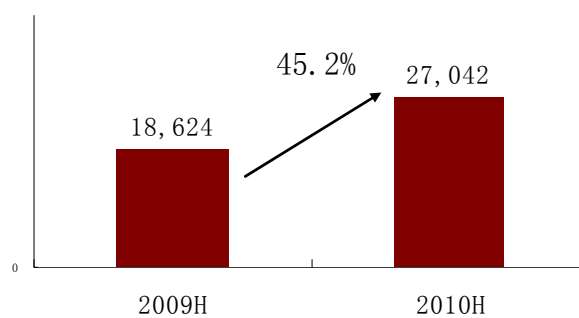
平安财险保费增长



太保寿险保费增长



太保财险保费增长



数据来源: CIRC

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com