

《保险资金运用管理暂行办法》点评

——投资渠道已拓宽，使用效率待提高

优于大势

维持评级

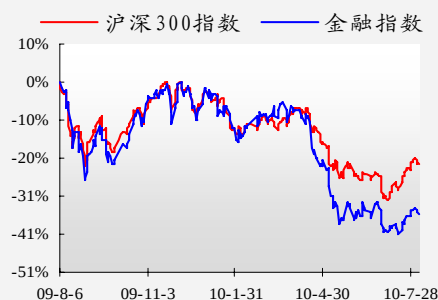
金融/保险行业

发布时间：2010年8月6日

投资要点：

- 从新规定可以看出，保险资金对未上市企业股权和产业基金、不动产、债权投资计划的投资比例大幅度提高，再加上股票和股票型基金的投资比例，对非利率敏感性资产投资从 26%提高到了 45%，债券和银行存款等利率敏感性资产降低到 55%，并且这其中还可以投资 20%的收益率较高的无担保企业（公司）债券。利率敏感性资产投资比例降低，保险资金的投资收益将不再单单受利率波动的约束，大大提高了利差收益。
- 利率敏感性资产投资比例降低，保险公司的投资收益受利率波动的影响减弱，相对于负债成本，将更能获得相对稳定高效的投资收益，对保险公司的保费收入和利润构成将有更多的正面贡献。另外，放开对未上市企业股权和产业基金、不动产的投资，提高债权投资计划的投资比例，这些投资渠道受利率波动的影响较小，也不受股市涨跌的涨跌影响，而且投资期限较长，符合保险资金安全长期的投资要求。
- 从资金的性质上看，保险资金与社保基金具有较高的相似性，都有资产负债的匹配要求，都需要进行长期投资，对投资收益都有较高的安全性和稳定性要求。从投资渠道上来看，保险资金与社保基金的投资渠道也有较强的类似性。社保基金和保险资金的资金性质和投资渠道具有较强的类似性，但与保险资金相比，社保基金的投资收益要高很多。2001 年以来，社保基金的平均投资收益率为 9.75%高出保险资金 5 个百分点。说明社保基金的投资能力和资金利用水平大大高于保险行业。值得注意的是在 2005 年以前，这两类资金投资收益率相差不多，保险资金的投资收益率在有些年份甚至高于社保基金。但随着投资渠道的放开，社保基金的投资收益率大大提高，并与保险资金拉开了距离，说明社保基金的投资渠道使用效率高于保险资金。
- 保险资金投资渠道的放开，投资收益将会大幅度提高，保险股的业绩将会有较好的表现。新会计准则也改变了新业务亏损的局面，使新承保业务在前几个保单年度也能在财报中确认利润。因此，给予保险行业跑赢大市的投资评级，给中国平安、中国太保、中国人寿谨慎推荐的评级。

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

执业证书编号：S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

日前，中国保监会公布了《保险资金运用管理暂行办法》，自2010年8月31日起施行。

根据《保险资金运用管理暂行办法》第十六条规定，保险集团（控股）公司、保险公司从事保险资金运用应当符合下列比例要求：

（一）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%；

（二）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%；

（三）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%；

（四）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%；

（五）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%；

（六）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%；

（七）保险集团（控股）公司、保险公司对其他企业实现控股的股权投资，累计投资成本不得超过其净资产。

点评：

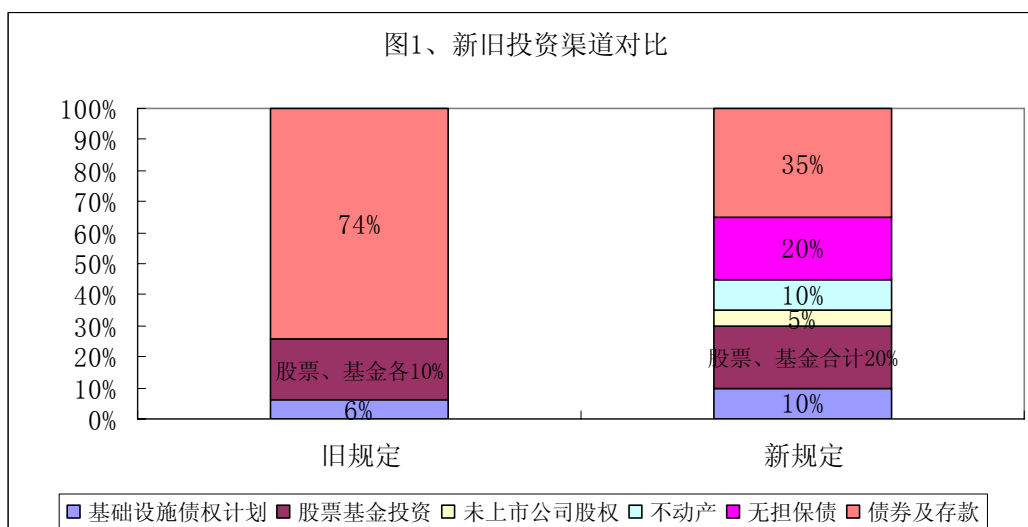
1、投资渠道拓宽，利率敏感性资产降低幅度较大

《保险资金运用管理暂行办法》大大拓宽了保险资金的投资渠道和运用范围，除了明确无担保企业（公司）债券的投资比例外，还规定保险资金可以投资未上市企业股权和产业基金，投资不动产，提高了债权投资计划的投资比例，并且不对股票和股票型基金投资各自做出限制。

从新规定可以看出，保险资金对未上市企业股权和产业基金、不动产、债权投资计划的投资比例大幅度提高，再加上股票和股票型基金的投资比例，对非利率敏感性资产投资从26%提高到了45%，债券和银行存款等利率敏感性资产降低到55%，并且这其中还可以投资20%的收益率较高的无担保企业（公司）债券。

利率敏感性资产投资比例降低，保险资金的投资收益将不再单单受利率波动的约束，大大提高了利差收益。

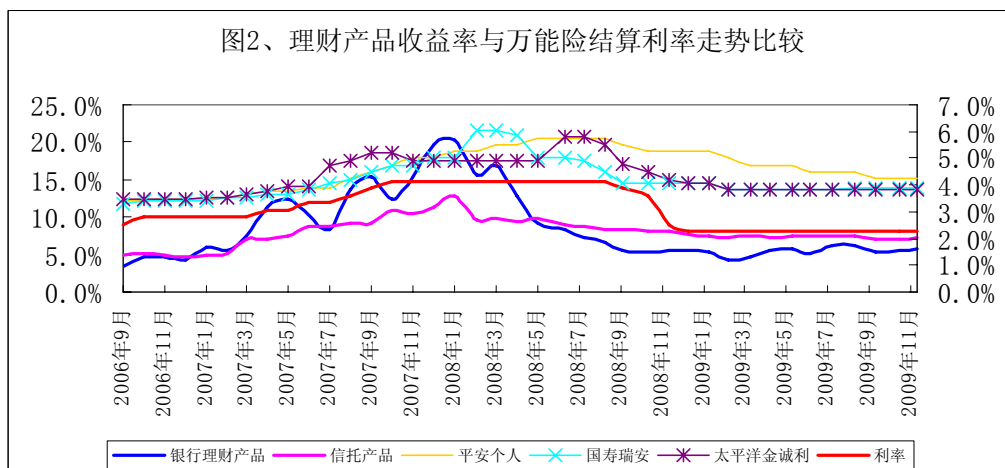
图1、新旧投资渠道对比



资料来源：东北证券

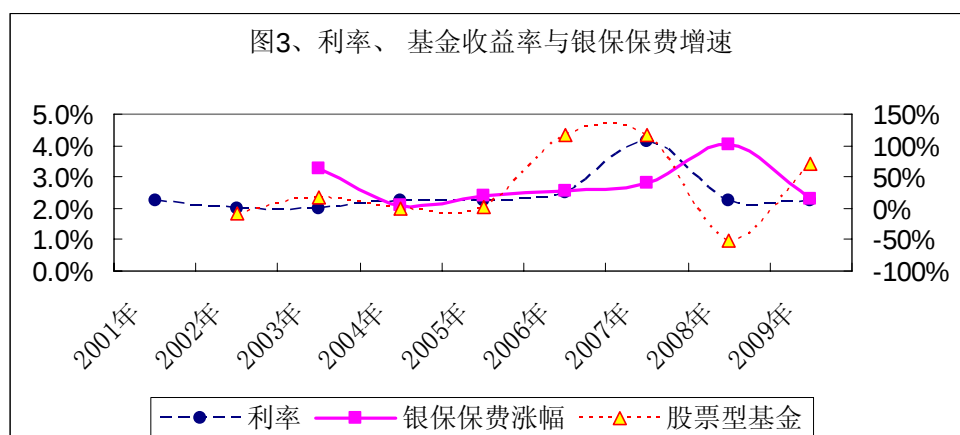
一般情况下，加息将增加投资部门的压力。在银行渠道，居民对寿险保单的认识更多的是储蓄理财的替代品，在利率较低和银行渠道销售的其他金融产品收益率较低时，银行渠道的保单销售良好，银保保费收入增长幅度较快，但随着利息升高及金融市场的火爆，保户的逆向选择将必然造成银行渠道保单的退保和保费收入的下降。银保渠道的保费收入与利率及基金、理财产品的收益率具有较强的负相关性。利率提高，万能险的结算利率也在提高。这无疑增加了投资部门的压力。

图2、理财产品收益率与万能险结算利率走势比较



资料来源：东北证券

另外，加息会分流银保渠道的保费收入。在其他金融产品收益率提高的情况下，银保的万能、分红产品的优势将减弱，将会出现资金分流。从保费发展的历史趋势上看，银保渠道保费收入的涨幅与利息及股票型基金净值的涨幅是负相关的。



资料来源：WIND

利率敏感性资产投资比例降低，保险公司的投资收益受利率波动的影响减弱，相对于负债成本，将更能获得相对稳定高效的投资收益，对保险公司的保费收入和利润构成将有更多的正面贡献。

另外，放开对未上市企业股权和产业基金、不动产的投资，提高债权投资计划的投资比例，这些投资渠道受利率波动的影响较小，也不受股市涨跌的涨跌影响，而且投资期限较长，符合保险资金安全长期的投资要求。

2、投资渠道放宽，投资渠道的使用效率需要提高

从资金的性质上看，保险资金与社保基金具有较高的相似性，都有资产负债的匹配要求，都需要进行长期投资，对投资收益都有较高的安全性和稳定性要求。从投资渠道上来看，保险资金与社保基金的投资渠道也有较强的类似性。

按照规定，社保基金投资银行存款 + 国债 + 政策性金融债的比例不得低于 40%，投资股票的比例不超过 30%；2008 年 4 月，经国务院批准，社保基金投资产业基金和市场化股权投资基金的总体投资比例不超过全国社保基金总资产的 10%。

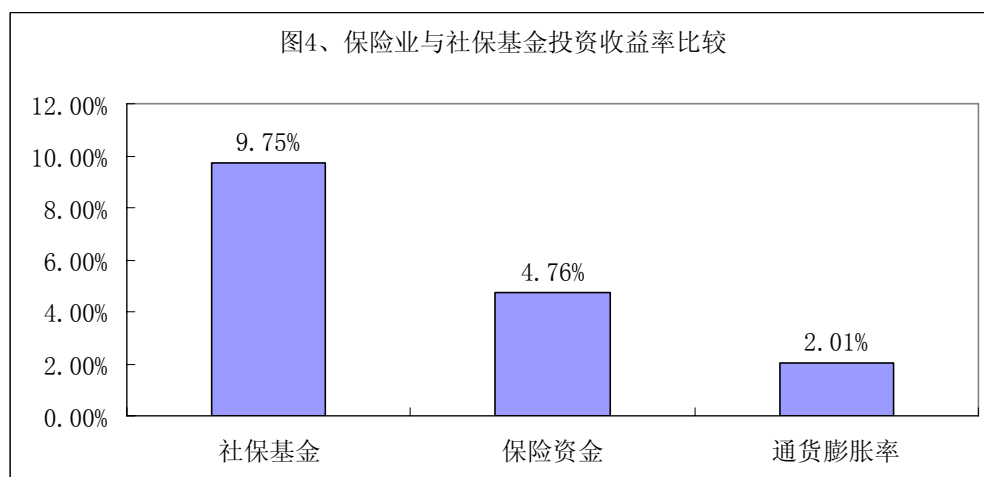
表 1、社保基金资产结构

单位：元

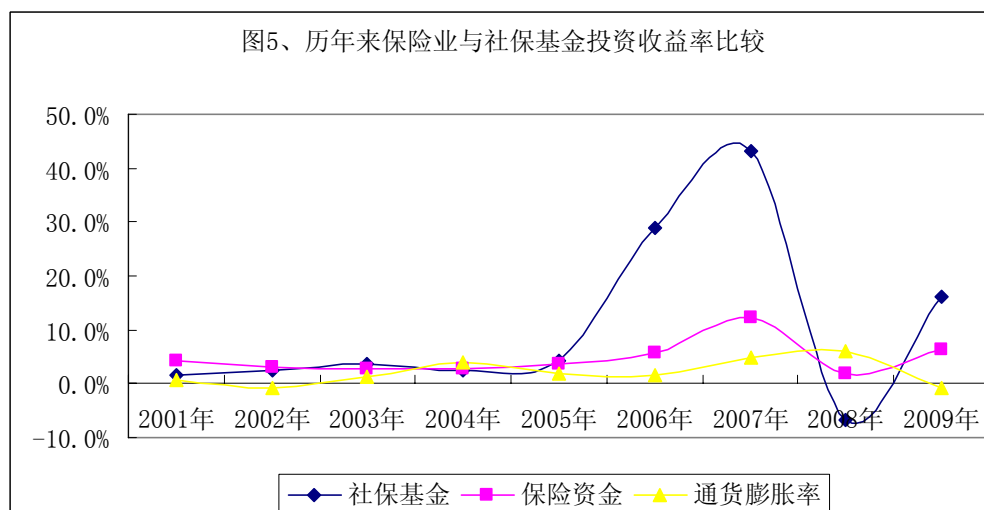
资产	金额	比例
银行存款	76,088,549,691	10%
交易类金融资产	182,850,671,393	24%
可供出售金融资产	170,998,969,302	22%
持有至到期投资	272,760,134,673	35%
长期股权投资	59,324,162,035	8%
其他资产	1,843,614	0.0002%

资料来源：全国社会保障基金

社保基金和保险资金的资金性质和投资渠道具有较强的类似性，但与保险资金相比，社保基金的投资收益要高很多。2001 年以来，社保基金的平均投资收益率为 9.75% 高出保险资金 5 个百分点。说明社保基金的投资能力和资金利用水平大大高于保险行业。值得注意的是在 2005 年以前，这两类资金投资收益率相差不多，保险资金的投资收益率在有些年份甚至高于社保基金。但随着投资渠道的放开，社保基金的投资收益率大大提高，并与保险资金拉开了距离，说明社保基金的投资渠道使用效率高于保险资金。



资料来源：全国社会保障基金



资料来源：全国社会保障基金

在股票投资上，社保基金的投资采取市场化运作。根据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》的规定，股票的投资主要是采用委托投资方式，通过公开招标，在证券市场中选择最适合的投资管理人来投资运作。从成立至今，社保基金会选择了十家境内投资管理人，包括九家基金公司和一家证券公司。截至 2009 底，十家境内委托投资管理人管理了 40 个投资组合。每个投资组合分别由不同的基金经理按照既定的投资策略和投资风格进行独立运作。

表 2、社保基金境内委托投资组合基本情况表

组合名称	性质	投资管理人
全国社保基金 101 组合	股票型	南方基金管理有限公司
全国社保基金 102 组合	股票型	博时基金管理有限公司
全国社保基金 103 组合	股票型	博时基金管理有限公司
全国社保基金 104 组合	股票型	鹏华基金管理有限公司
全国社保基金 105 组合	股票型	长盛基金管理有限公司
全国社保基金 106 组合	股票型	嘉实基金管理有限公司
全国社保基金 107 组合	股票型	华夏基金管理有限公司
全国社保基金 108 组合	股票型	博时基金管理有限公司
全国社保基金 109 组合	股票型	易方达基金管理有限公司
全国社保基金 110 组合	股票型	招商基金管理有限公司
全国社保基金 111 组合	股票型	国泰基金管理有限公司
全国社保基金 112 组合	股票型	中国国际金融有限公司
全国社保基金 201 组合	债券型	南方基金管理有限公司
全国社保基金 202 组合	债券型	博时基金管理有限公司
全国社保基金 203 组合	债券型	华夏基金管理有限公司
全国社保基金 204 组合	债券型	鹏华基金管理有限公司
全国社保基金 205 组合	债券型	长盛基金管理有限公司
全国社保基金 206 组合	债券型	嘉实基金管理有限公司
全国社保基金 601 组合	稳健配置型	易方达基金管理有限公司
全国社保基金 602 组合	稳健配置型	嘉实基金管理有限公司
全国社保基金 603 组合	稳健配置型	长盛基金管理有限公司
全国社保基金 604 组合	稳健配置型	招商基金管理有限公司

资料来源：全国社会保障基金

在股权投资方面，社保资金的投资能力较强。截至 2008 年底，社保基金投资了中比基金、渤海产业基金、弘毅投资基金和鼎晖投资基金等 4 家股权投资基金。2009 年，社保基金又完成了对中信绵阳基金的投资。投资金额达到数百亿元。

3、各家公司在股权及不动产投资方面的优势

目前保监会还没有推出保险资金股权投资、不动产投资的投资细则和投资指引。不动产、股权投资隐含的风险大，需要保险公司更高的风险控制能力和项目选择能力。比较来看，中国人寿、中国太保和中国平安各自具有不同的优势。中国人寿在国有大中型企业的股权投资方面有优势、中国太保在上海的国有企业股权投资方面具有优势，中国平安重要通过平安信托进行股权投资，市场化程度比较高。

平安信托是平安集团进行项目投资的主要平台，随着保险资金股权投资办法的出台，平安信托在人力和项目方面都为保险资金的股权投资做好了充分的准备。，平安集

团的保险资金可以接手平安信托下信托资产投资的项目，进行项目投资，以缩短项目投资的程序，提高投资效率。目前平安信托下的信托资产投资项目是将来保险资金项目投资的蓄水池。

表 3、平安信托投资项目

项目	属性
山西太焦高速公路单一信托计划	股权投资
湖北荆东高速公路单一信托计划	股权投资
平安万企股权投资单一信托计划	股权投资
九号公寓单一信托计划	物业投资
物业投资0801信托计划	物业投资
威立雅昆明	股权投资
威立雅黄河	股权投资
威立雅柳州	股权投资

资料来源：公司公告

4、保险行业投资策略

随着保险资金投资渠道的进一步放开，保险资金的利率敏感性资产投资比例降低，保险公司的投资收益受利率涨跌的限制减弱，相对于负债成本，将更能获得相对稳定高效的投资收益，对保险公司的保费收入和利润构成将有更多的正面贡献。

另外，放开对未上市企业股权和产业基金、不动产的投资，提高债权投资计划的投资比例，这些投资渠道受利率的涨跌影响较小，也不受股市涨跌的波动影响，而且投资期限较长，符合保险资金安全长期的投资要求。

保险资金投资渠道的放开，投资收益将会大幅度提高，保险股的业绩将会有较好的表现。新会计准则也改变了新业务亏损的局面，使新承保业务在前几个保单年度也能在财报中确认利润。因此，给予保险行业跑赢大市的投资评级，给中国平安、中国太保、中国人寿谨慎推荐的评级。

5、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 - 40 倍之间。

表 4、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、中国人寿估值水平

表 5、中国人寿估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.7--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	91,650	120,766	150,037	179,311	208,586
调整后净资产	182,002	182,003	182,073	182,073	182,093
内含价值	273,652	302,769	332,110	361,384	390,679
每股内含价值（元）	10	11	12	13	14
一年期新业务价值	13,650	17,001	20,370	23,768	26,969
每股新业务价值（元）	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
每股估值（元）	21.9	25.8	29.8	33.7	37.6

3、中国平安估值水平

表 6、中国平安估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.5%--5.5%	50bp	100bp
有效业务价值	44,230	59,830	75,621	90,260	104,830
调整后净资产	118,258	118,260	118,367	118,439	118,470
内含价值	162,488	178,090	193,988	208,699	223,300
每股内含价值	22.12	24.25	26.41	28.41	30.40
一年期新业务价值	12,760	13,728	14,756	15,813	16,739
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
每股新业务价值	43.43	46.73	50.22	53.82	56.97
其它业务（1.5 倍 P/B）	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
每股估值	69.64	75.06	80.72	86.32	91.46

4、中国太保估值水平

表 7、中国太保估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.75%--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	16,000	22,528	29,299	35,990	42,650
调整后净资产	84,260	84,260	84,260	84,260	84,260
内含价值	100,260	106,788	113,559	120,250	126,910
每股内含价值	11.7	12.4	13.2	14.0	14.8
一年期新业务价值	4,430	5,150	5,897	6,658	7,379
每股新业务价值	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
其它业务（1.5 倍 P/B）	29,565	29,565	29,565	29,565	29,565
每股估值	28.0	30.8	33.8	36.8	39.6

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。