

[2009.09.30]

投资收益率决定估值水平

——2009 年第 4 季度保险投资策略

彭玉龙

董乐

021-38676683

021-38676650

pengyulong@gtjas.com

dongle@gtjas.com

➤ 保险股估值水平取决于资本市场决定的短期投资收益率，我们判断4季度投资收益难有出色表现，行业中性。

本报告导读：

投资要点：

- 保费增长持续下滑的趋势有望在 9 月得以扭转。第 4 季度寿险保费下降的幅度将逐步缩小，并可能出现同比增长。
- 上半年，盈利同比下降而环比上升，下半年可能恰好相反，业绩环比下降而同比上升。我们预计 3 季度 3 家公司共实现净利润 73.4 亿元，预计前 3 季度实现净利润 279.7 亿元，同比增加 71.8%。
- 在第 4 季度资本市场没有出色表现的前提下，下半年投资收益率将低于上半年，但在下述两种情况下将超出预期：（1）第 4 季度股票市场大幅上涨；（2）由于市场下跌，保险公司大幅减仓兑现浮盈。如果判断将出现第（1）种情况显然可以超配保险股，第（2）种情况对保险股投资者不是利好。
- 从历史类比看，新业务价值增长率无法解释新业务价值倍数的差异。保险股的估值水平理论上取决于新业务价值增长，但事实上取决于资本市场决定的短期投资收益率。
- 2004-2007 年英国保诚集团新业务价值倍数约 10-15 倍，新业务价值倍数与其增长率的关系也不是正相对应，如 2006 年，当年新业务价值增长率为-4.5%，是 5 年内最低的，但新业务价值倍数达到 14.8，是 5 年内最高的。海外成熟资本市场与成熟保险公司的估值水平同样不是由长期业务质量及增长率决定的，短期投资收益率占主导地位。
- 无论是历史分析还是海外比较，拿新业务价值增长率来作为支持目前估值水平的论据都没有说服力。单纯的业绩更是难支撑保险股的股价。显然，资本市场以及由其决定的投资收益率才是关键。我们判断第四季度的市场难有出色表现，下半年的投资收益率也难以超越上半年，因此给予行业中性评级。目前保险股并不算贵，况且有政策、通胀、保费和业绩增长方面的利好预期，在市场反弹的过程中，存在阶段性的投资机会。
- 给予太保增持评级；平安谨慎增持评级；中国人寿中性评级。

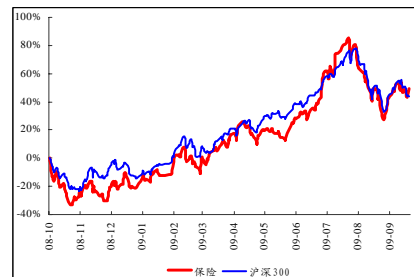
请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

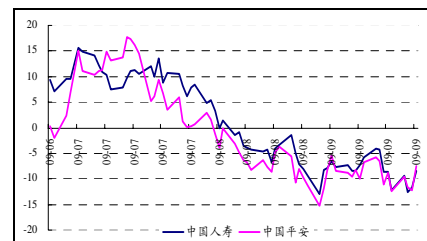
保险 中性

中国太保 增持
中国平安 谨慎增持
中国人寿 中性

行业指数



AH 溢价率（折价率）



相关报告

- 中期业绩：分化明显 (09.09.06)
- 顺势者依然可选太保 (09.07.27)
- 保费增长分化，投资困局犹存 (09.05.14)

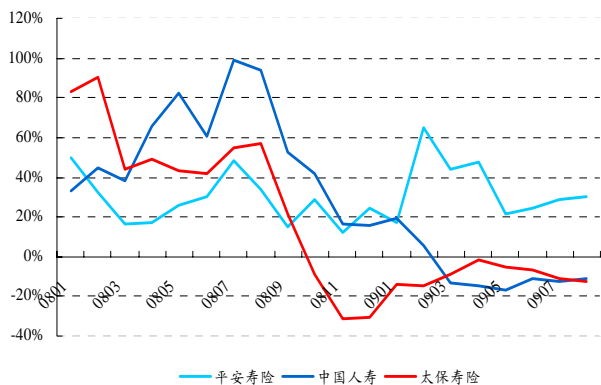
1. 寿险保费降幅将收窄，下半年业绩同升环降

2009年1-8月，平安、国寿与太保的寿险保费增速分别为34.2%、-6.4%与-9.9%。除了平安外，国寿和太保的保费年初以来处于负增长状态，并且降幅未出现缩小的趋势，截至8月，两者的降幅均超过了10%，达到12%左右。

保费增长持续下滑的趋势有望在9月得以扭转。寿险行业的结构调整从去年9月就已经开始，从而结束了去年前8个月的高增长，2008年8月的增速为60%，9月下降到33%。同期，国寿的保费增速从94%下降至53%，12月下降至16%。太保寿险也从57%下降至21%，12更是下降至了-31%。

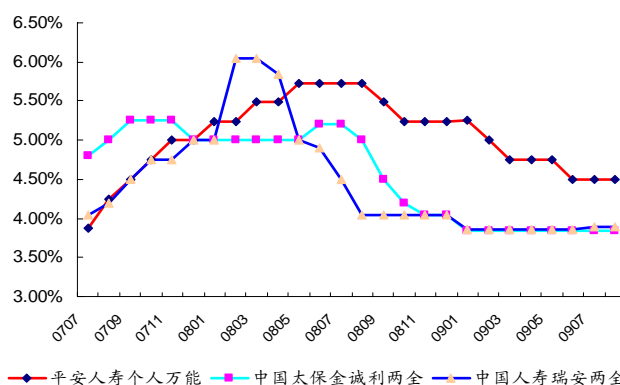
由于上半年投资收益带来的分红预期，以及相对稳定的万能险结算利率，在基数大幅下降的情况下，第4季度寿险保费将逐步缩小下降的幅度，并可能出现同比增长。

图 14 季度保费收入将迎来同比增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 2 万能险结算利率保持稳定



数据来源：公司公告，国泰君安证券

2008年，上半年，股市单边下跌，但保险公司的盈利很好，主要得益于股票出售和基金赎回实现的浮盈；下半年，股市继续大幅下跌，浮盈也已消耗完毕，保险公司出现亏损。2009年，上半年，股市上涨盈利不错，但比上年同期仍下降不少；下半年，虽然投资收益可能难以超越上半年，但依赖于已经储备的浮盈，下半年业绩仍有适当保障。

因此，2009年上半年，保险公司业绩同比下降而环比上升，下半年可能恰好相反，业绩环比下降而同比上升。我们预计3季度3家公司共实现净利润73.4亿元，预计前3季度实现净利润279.7亿元，同比增加71.8%。

表 1 保险公司季度及年度盈利情况

	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保	
1Q08	3,474	4,860	1,790	1-3Q08	13,111	-705	3,876
2Q08	7,298	2,242	3,722	1-3Q09	18,424	6,102	3,446
3Q08	2,339	-7,807	-1,636	%y/y	40.53%	-	-11.10%
4Q08	-3,043	1,367	-2,537	2008	10,068	662	1,339

1Q09	5,387	1,635	200	2009E	23,183	7,978	4,373
2Q09	8,533	2,712	2,164	%y/y	116.64%	1058.82%	166.20%
3Q09 E	4,504	1,755	1,082				
%Q/Q	-47.21%	-35.29%	-50.02%				
%y/y	92.58%	-	-				

数据来源：公司公告，国泰君安证券

2. 投资收益率难以超越上半年

2.1. 权益投资收益率难有惊喜

中期末，国寿、平安、太保权益类资产占比分别为 13.4%、9.6%和 8.7%，分别较 2008 年末增加了 5.4、1.8 和 4.1 个百分点。我们预计第 4 季度的资本市场不会有出色的表现，各公司权益投资比例也不会出现大幅变化，在指数基本持平，各公司兑现中期期末 15%浮盈的假设下，下半年平安、太保、国寿全年投资收益率分别为 5.04%、4.63%以及 5.87%，略低于上半年年化后水平。

投资收益率在下述两种情况下将高于预期：

- (1) 第 4 季度股票市场大幅上涨；
- (2) 由于市场下跌，保险公司大幅减仓兑现浮盈。

第 (1) 种情况我们判断概率不大，第 (2) 种情况导致的投资收益率上升显然不利于保险股的投资者，2008 年上半年的情景已经确切地验证了这一点。

表 2 下半年投资收益率测算

	平安	太保	国寿	平安	太保	国寿
	兑现中期末 15%的浮盈			兑现中期末 30%的浮盈		
权益投资	52,267	29,977	147,889	52,267	29,977	147,889
交易性金融资产	3,643	327	3,057	3,643	327	3,057
可供出售金融资产	48,624	29,651	144,832	48,624	29,651	144,832
债券	286,110	177,477	617,250	286,110	177,477	617,250
定期存款	149,615	91,318	195,474	149,615	91,318	195,474
投资收益						
指数上涨 20%	12,930	7,136	26,333	13,993	7,393	28,726
指数持平	12,202	7,136	26,333	13,264	7,327	28,114
指数下跌 20%	11,473	7,005	25,110	13,993	7,262	27,503
投资收益率						
指数上涨 20%	2.4%	2.1%	2.4%	2.6%	2.1%	2.6%
指数持平	2.2%	2.1%	2.4%	2.4%	2.1%	2.6%
指数下跌 20%	2.1%	2.0%	2.3%	2.6%	2.1%	2.5%

注：假设债券到期收益率较上半年上升 0.5 个百分点

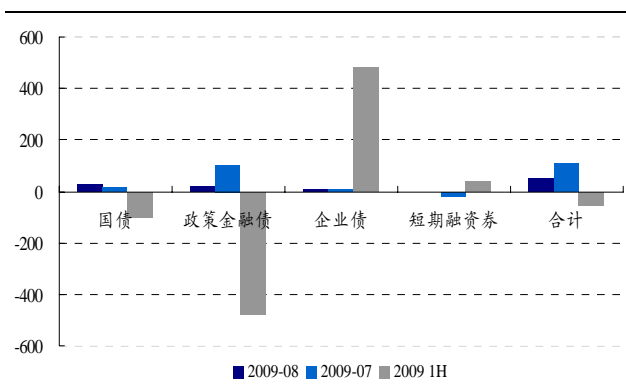
2.2. 固定投资收益率继续上升，但仍低于平均水平

债券投资收益率继续回升。在通胀预期推动下，3 季度债券收益率提升，目前 3 年期与 5 年期国债到期收益率较中期末提升 0.33 个百分点。保险公司债券配置结构较上半年也有所转换，7-8 月减持了部分短期融资券，但增持了上半年大幅减

持的金融债与国债，企业债继续增持。在债券结构调整及通胀预期下，保险公司4季度债券投资收益率有望继续上升。

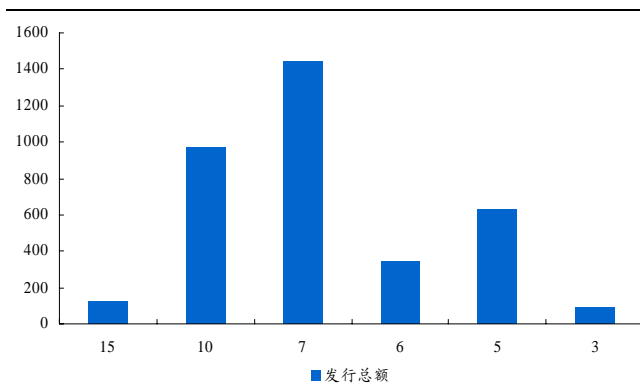
但是，在当前经济形势下，年内加息的可能性很小。即使有通胀预期导致债券收益率回升，固定收益投资的总体收益率显然仍将低于以前年度的平均水平。除了因为债券收益率仍不高外，银行存款收益率下降，债券久期缩短也是导致固定投资收益率不高的重要因素。

图 3 3 季度增持金融债与企业债



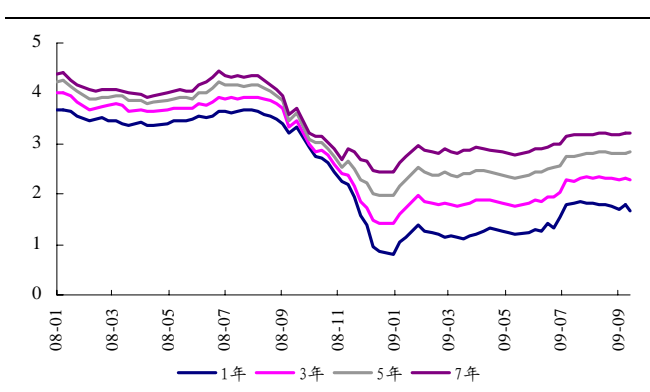
数据来源：中债网，国泰君安证券

图 4 企业债发行期限结构以 7-10 年为主 (年)



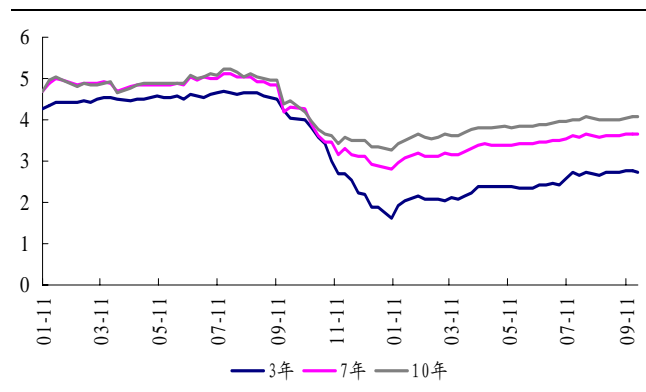
数据来源：中债网，国泰君安证券

图 5 国债收益率曲线



数据来源：WIND，国泰君安证券

图 6 金融债收益率曲线



数据来源：WIND，国泰君安证券

尽管目前通胀预期仍不断提升，但我们债券研究员仍然认为同加息联系最为紧密的因素仍为经济增速。从1990年以来中国利率变动周期看，无论是1993-1994年的加息周期还是2006-2007年的加息周期，都对应对应着GDP增速在10%以上的过热区。而在2000-2001年的通胀周期中，由于GDP增速低于10%，央行并未加息，而2003-2004年的通胀周期中，同样由于GDP增速低于10%，央行仅加息1次。

图 7 GDP 为加息的主导因素

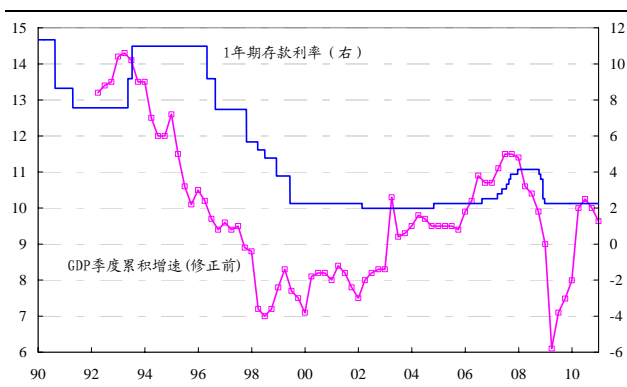
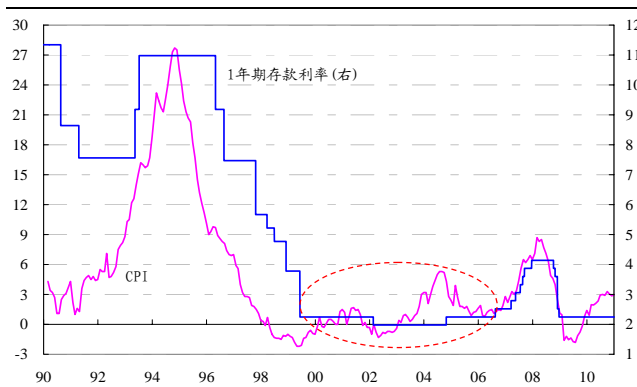


图 8 CPI 对加息周期影响较轻



数据来源：国泰君安证券债券部

3. 估值判断：谁主导新业务价值倍数

3.1. 历史比较：2005 与 2009

从利率环境和寿险保费的情况来看，目前阶段与 2004-2005 年有一些类似，一年期定期存款基准利率均在 2% 左右。保费增长方面，2004 年保费增速经历了快速下滑阶段，从 2003 年的 32% 迅速下降至 7%，2005 年回升至 15%。与此类似，2009 年 1-8 月保费增速由 2008 年的 48% 下降至 2%，我们预期 2010 年保费增速也将回升至 15%-20% 左右。

2005 年，平安、国寿的保费增长率均为 7% 左右，新业务价值增长率分别为 16% 和 15%，新业务价值增长率与保费增长率基本匹配。但是，2009 年上半年，平安、国寿的新业务价值增长率分别为 27%、38%，与保费增长速度 35%、-5% 并不匹配，主要是 2009 年不同保险公司对保费结构调整采用了不同的政策。

2009 年的新业务价值增速高于 2005 年，其估值水平也明显要高，目前平安、国寿 H 股的新业务价值倍数分别为 23 倍、33 倍，远高于两者 2005 年时 10 倍的水平。

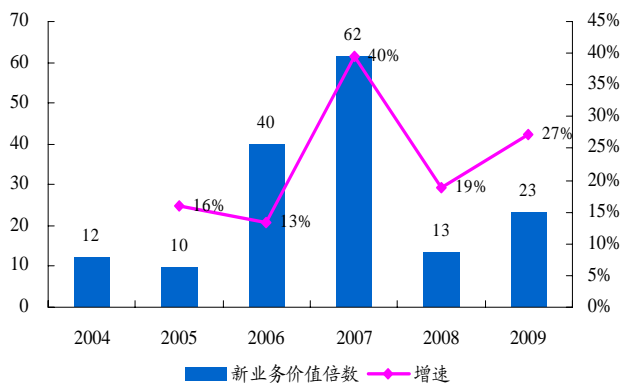
如果说 2009 年与 2005 年的比较，新业务价值倍数与其增长率还正相关的话，那么，在其他很多时候，两者并无关系。如：平安 2006 年的新业务价值增长率为 13%，倍数达到了 40，2008 年增长率上升至 19%，而倍数则下降为 13；国寿 2005 年和 2007 年的增长率均为 15%，倍数则是 10 和 68 的差别。

显然，影响估值倍数的主要因素不是新业务价值的增长，而是另有其因。投资收益率与估值倍数的拟合度要远好于新业务价值增长率。2004-2005 年期间保险行业净投资收益率约 2.9%-3.6%，我们预计 2009 年行业投资收益率约 6%，好于 2004-2005 年的水平。2005 年，中国人寿与中国平安分别为 3.9% 和 4.3%，2009 年分别为 6.6% 和 5.2%。除了这两个时间段外，其他时段的估值倍数也完全与投资收益率正相关。

由于当前与 2004-2005 年的利率环境差不多，投资收益率的差别主要由资本市场

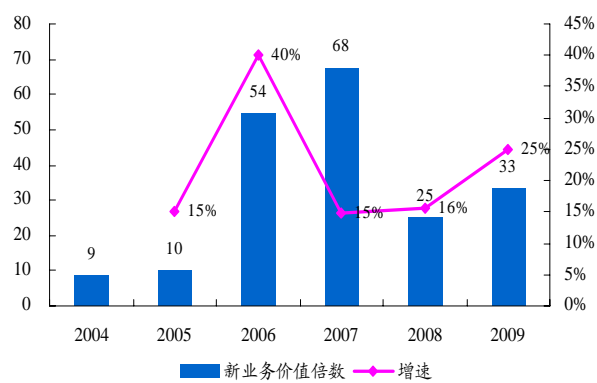
决定。从资本市场和新业务价值倍数的历时数据来看，两者的相关系数超过90%。从历史类比可以看到，新业务价值增长率虽然有所差别，但无法解释新业务价值倍数差距这么大的原因。恰恰是资本市场变化导致投资收益率的差异，决定了保险股的估值水平。很明显，保险股的估值水平理论上取决于业务质量和长期投资收益率的新业务价值增长，事实上取决于短期的投资收益率水平。

图 9 中国平安 (H 股)



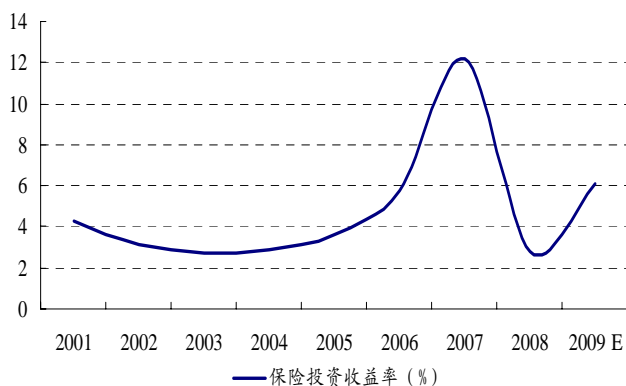
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 10 中国人寿 (H 股)



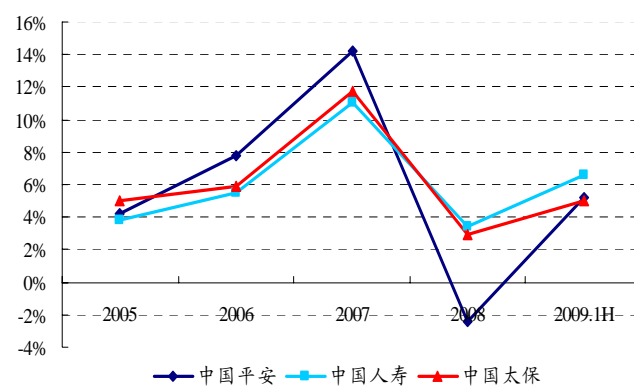
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 11 目前投资收益率水平高于 04-05 年



数据来源：WIND，国泰君安证券

图 12 投资收益水平并不理想



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 13 中国人寿 H 股新业务价值倍数



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 14 中国平安 H 股新业务价值倍数



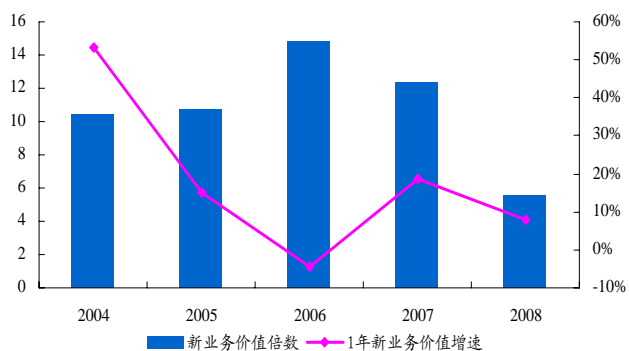
数据来源：公司公告，国泰君安证券

3.2. 保诚集团的估值分析

欧洲保险公司很重视内涵价值，也披露了相关的内涵价值信息，其中，保诚集团很有代表性。2004-2007年英国保诚集团新业务价值倍数约10-15倍，期间一年新业务价值复合增速约18.8%。但是，新业务价值倍数与其增长率的关系并不是正相对应，如2006年，当年新业务价值增长率为-4.5%，是5年内最低的，但新业务价值倍数达到14.8，是5年内最高的。海外成熟资本市场与成熟保险公司的估值水平同样不是由长期业务质量及增长率决定的，短期投资收益率占主导地位。

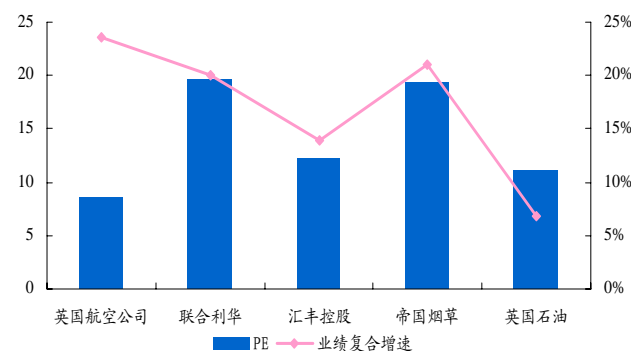
从新业务价值倍数与PE倍数的比较来看，市场给予了保险股与其他行业股票基本相当的估值水平。2004-2007年期内，保诚集团的平均新业务价值倍数为15倍，为期间复合增速的0.8。而对于英国上市的一般企业，我们发现PEG基本在0.8-0.9左右的水平，同新业务价值倍数与新业务价值增速比例基本一致。

图 15 英国保诚集团新业务价值倍数与增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 16 英国部分上市公司 PE 倍数同业绩增速



数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券。注：由于2008年多家公司出现亏损，上述数据仅选择2003-2007年平均PE与对应业绩复合增速

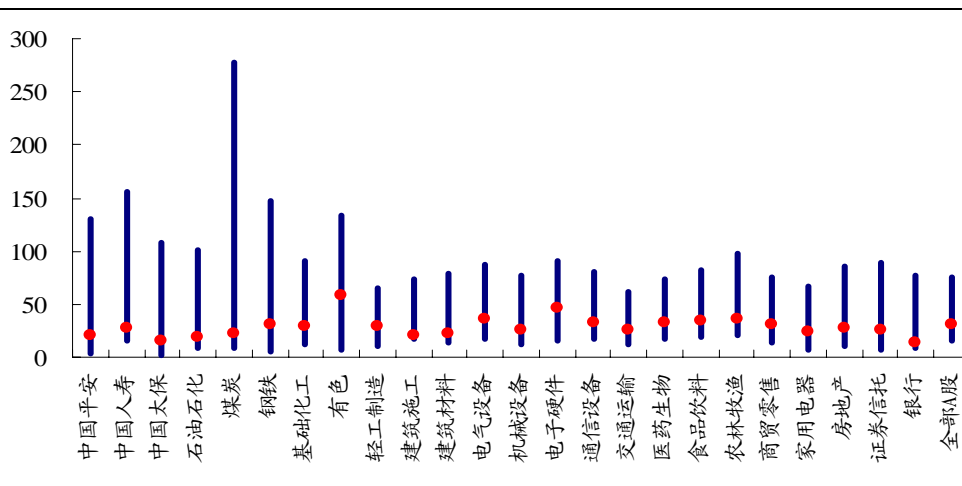
4. 评级与投资策略

无论是历史分析还是海外比较，拿新业务价值增长率来作为支持目前估值水平的论据都没有说服力。单纯的业绩更是难支撑保险股的股价。显然，资本市场以及由其决定的投资收益率才是关键。我们判断第四季度的市场难有出色表现，下半年的投资收益率也难以超越上半年，而目前的估值水平相对类似的历史阶段而言并无安全边际，因此给予行业中性评级。

我们认为我国寿险公司的新业务价值增速在相当长一段时期内仍可维持在15%-20%左右的增速，目前平安、国寿A股和太保的新业务价值倍数分别为19倍、27倍和16倍，估值水平已基本反映了上述增长预期。但是，从横向的行业比较来看，新业务价值倍数仍但低于A股平均PE水平（剔除银行后动态26倍），

目前保险股并不算贵，况且有政策、通胀、保费和业绩增长方面的利好预期，在市场反弹的过程中，存在阶段性的投资机会。

图 17 保险公司新业务价值倍数同 A 股其余行业 PE 对比



数据来源：公司公告，国泰君安证券

中国太保：增持

- 保费结构调整效果明显，标准保费与新业务价值实现快速增长仍有增长空间。
- 受益于上海国际金融中心建设，在个人年金、航运保险等方面具备优先试点优势；
- H 股发行为 A 股股价带来支撑；
- 下半年保费增长可望扭转持续下滑趋势；
- 16 倍新业务价值倍数为，相对较低。

中国平安：谨慎增持

- 公司业务质量、公司管治和创新能力在行业内仍然处于领先地位，竞争优势明显；
- 由于万能险等投资型险种的规模和占比不断扩大，若投资收益率不能持续上升，则保费利润率将下降；
- 收购深发展后金控集团逐渐名符其实，交叉销售等优势将逐步显现；
- 19 倍新业务价值倍数，估值处于中等。

中国人寿：中性

- 长期保费比例上升，但市场份额总体将呈下降趋势；
- 公司新业务价值高速增长；
- 作为寿险龙头国有企业，有大型项目投资机会；
- 下半年保费增长可望扭转持续下滑趋势；
- 28 倍新业务价值倍数，估值相对较高。

表 3 各公司估值水平

	中国人寿		中国平安		中国太保	
	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
寿险业务每股内涵价值	8.49	11.07	9.48	12.48	5.55	6.66
每股新业务价值	0.49	0.62	1.16	1.48	0.47	0.67

每股收益	0.36	0.82	0.09	1.09	0.17	0.55
每股净资产	4.77	6.11	10.72	13.10	6.33	6.92
P/EV	3.37	2.58	3.08	2.54	2.43	2.09
市盈率	80.26	34.86	571.73	47.44	127.20	39.94
市净率	5.99	4.68	4.81	3.93	3.49	3.20
隐含新业务价值倍数	40.79	28.05	27.24	19.32	24.89	15.93

数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 4 国际估值表

	股价	市值(百 万美元)	EPS			PE			PB	ROE
			2008A	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2008E
AIG	1.6	21419	-37.84	0.24	0.26	0	7	6	0.2	1.97
ING	6.6	10305	-0.36	0.78	1.54	-18	8	4	0.5	7.05
Allianz	71.7	24580	-5.43	9.32	11.83	-13	8	6	0.9	12.57
Ace	45.8	15367	3.57	7.62	7.91	13	6	6	0.9	16.00
Manulife Canada	19.2	25703	0.32	1.78	2.79	60	11	7	1.1	9.97
MetLife	28.2	23045	4.19	3.22	4.20	7	9	7	0.8	8.19
Prudential Financial	27.7	11728	-2.42	5.08	5.91	-11	5	5	0.7	11.42
AVIVA	241.0	4272	-0.37	0.56	0.65	-	433	373	0.7	16.32
Prudential	362.8	6040	-0.16	0.74	0.79	-	490	458	1.8	10.28
AXA	11.1	17526	0.44	1.64	2.14	25	7	5	0.6	10.53
Fortis	1.6	2759	-12.72	0.78	1.07	0	2	1	0.1	5.98
Great Eastern Life	9.1	2886	0.58	0.67	0.88	16	14	10	1.4	-
Samsung Fire & Marine Insurance	170500	6079	10406	128191	12931	16	13	13	1.9	15.14
Cathay Financial	37.6	10841	0.23	1.02	1.56	163	37	24	-	8.94

数据来源：Bloomberg，国泰君安证券。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，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。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com