

# 资金成本下降将带来趋势性机会

## 保险行业 2014 年中期投资策略

### 核心观点:

- **基本面良好: 估值仍在低点, 保费、盈利增长稳定**

基本面: 1) 保费已出现明显改善, 预计今年新业务价值将两位数增长; 2) 远未到领取期, 资产管理规模将保持快速稳定增长; 3) 保险公司资金成本维持在 3-3.5% 左右, 仍然较低; 4) 投资渠道放开有望显著提高投资收益率; 5) 14 年保险股估值仍处于低位, 价值优势明显。

- **资金成本下降将带来趋势性机会**

为什么利率下行将给保险带来趋势性机会? 目前, 工行的分红率已经超过了 7%, 但由于信托刚性兑付未有打破, 市场利率畸形, 不具备 08 年的吸引力。随着刚性兑付即将被打破, 将有利于市场利率的下降。在历史上资金成本下降背景下, 市场对高盈利高分红的股票的偏好会提升。

港股对比: 无风险收益率水平导致 A 股保险股折价于港股。 无风险收益率较低的地区, 如香港, 投资者更愿意持有保险股之类有较高盈利能力、净资产收益率与分红率的股票, 因此 H 股相对 A 股有溢价。国内保险股价的历史数据也支持这一结论, SHIBOR 维持高位时保险股估值较低, 而 SHIBOR 下降到低位时保险股通常有较好的反弹。

海外启示: 美国无风险利率下降背景下, 保险公司持续增长的净利润助推股价飙升。 在无风险收益率下行时, 投资者更愿意持有保险股之类有较高盈利能力与分红率的股票; 无风险收益率下降的背景下, 美国保险公司资产规模依然保持高速扩张, 股价曲线与净利润曲线高度拟合, 持续增长的净利润增强了持有人的信心, 助推股价飙升。

目前市场收益下降的趋势已经显现, 下半年保险股有望估值修复。 随着房地产市场的降温、销售的下降, 未来融资周转的速率降低, 将有可能催生局部的流动性风险。我们有理由相信, 信托刚性兑付必将被打破, 由此导致的市场利率水平下降, 必将带来稳定增长公司的价值重估, 保险等盈利稳定且持续增长的行业吸引力将会得到明显提升, 我们看好下半年保险股出现估值修复的行情。

- **投资建议: “买入” 评级, 建议重点关注无风险收益率指标**

受益于市场资金成本的下降, 我们认为下半年保险股大概率会出现估值修复的行情, 维持保险行业“买入”的评级。我们推荐标的 首选为估值低+互联网平台建设全面铺开的中国平安, 其次为稳健的中国太保与保费有所改善的中国人寿。

推荐顺序: 中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险。

- **风险提示: 投资环境恶化**

### 行业评级

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2014-07-22

### 相对市场表现



分析师: 李 聪 S0260512080001  
021-60750635  
licong@gf.com.cn

分析师: 曹恒乾 S0260511010006  
020-87555888-8419  
chq@gf.com.cn

分析师: 张 黎 S0260512080002  
0755-88286925  
gfzhangli@gf.com.cn

### 相关研究:

银保误导有望避免、未来个险为主: 保监会进一步规范银保销售点评	2014-01-17
利率市场化下的受益者: 保险行业 2014 年投资策略	2014-01-17
鼓励长期持有、难有增量资金: 保监会试点历史存量保单投资蓝筹股点评	2014-01-09

## 目录索引

观点综述 .....	5
基本面良好: 估值仍在低点, 保费、盈利增长稳定 .....	7
保费已经出现明显改善, 预计今年新业务价值将两位数增长 .....	7
由于远未到领取期, 资产规模稳定增长 .....	8
保险公司资金成本维持在 3-3.5% 左右, 保单成本依然较低 .....	10
随着保险公司投资渠道的放开, 投资收益率有望显著提高 .....	11
我们判断 12%-15% 的净资产增长仍可持续 .....	12
14 年保险股估值仍在历史低点, 价值优势明显 .....	14
资金成本的下降将带来趋势性机会 .....	15
为什么利率下行将给保险带来趋势性机会? .....	15
港股对比: 无风险收益率水平导致 A 股保险股折价于港股 .....	16
海外启示: 美国无风险利率下降背景下, 保险公司持续增长的净利润助推股价飙升 .....	19
目前市场收益下降的趋势已经显现, 下半年保险股有望估值修复 .....	23
市场关心的问题 .....	24
投资建议: “买入”评级, 建议重点关注无风险收益率指标 .....	25
风险提示: 投资环境恶化 .....	26

## 图表索引

图 1: 基本面良好, 资金成本下降将带来趋势性机会	6
图 2: 中国人寿银保渠道首年保费收入及同比增速	7
图 3: 中国平安银保渠道首年保费收入及同比增速	7
图 4: 中国太保银保渠道首年保费收入及同比增速	7
图 5: 新华保险银保渠道首年保费收入及同比增速	7
图 6: 中国人寿新业务价值及同比增速	8
图 7: 中国平安新业务价值及同比增速	8
图 8: 中国太保新业务价值及同比增速	8
图 9: 新华保险新业务价值及同比增速	8
图 10: 国内保险公司赔付支出、退保金、费用占已赚保费的比例较低	8
图 11: 中国人寿资产规模稳定增长	9
图 12: 中国平安资产规模稳定增长	9
图 13: 中国太保资产规模稳定增长	9
图 14: 新华保险资产规模稳定增长	9
图 15: 中国人寿投资资产规模持续增长	9
图 16: 中国平安投资资产规模持续增长	9
图 17: 中国太保投资资产规模持续增长	10
图 18: 新华保险投资资产规模持续增长	10
图 19: 上市保险公司续期保费占比维持在 50-70%	11
图 20: 利差将逐渐趋于稳定	12
图 21: 中国人寿每股净资产及增速	13
图 22: 中国平安每股净资产及增速	13
图 23: 中国太保每股净资产及增速	13
图 24: 新华保险每股净资产及增速	13
图 25: 四家上市保险公司 PB 估值处于低位	14
图 26: 目前的估值水平基本上与过去几个历史低点时期的的估值水平持平	14
图 27: 信托产品年化收益率 远远高于银行存款利率	15
图 28: 陆金所产品与余额宝年化收益率大幅高于银行存款利率	16
图 29: HIBOR (12 个月) 与 SHIBOR(1 年)对比	17
图 30: 中国人寿 A/H 股股价走势对比	17
图 31: 中国平安 A/H 股股价走势对比	17
图 32: 中国太保 A/H 股股价走势对比	18
图 33: 新华保险 A/H 股股价走势对比	18
图 34: 保险指数与 SHIBOR(1 年)对比	18
图 35: 1987 年开始, 美国 10 年期国债收益率趋于下降	19
图 36: 无风险收益率下降的背景下, 美国保险股出现大涨	20
图 37: AIG 总资产与净利润的变化趋势	21
图 38: Aflac 总资产与净利润的变化趋势	21
图 39: ANAT 总资产与净利润的变化趋势	21
图 40: CIGNA 总资产与净利润的变化趋势	21
图 41: AIG 总资产中总投资资产与其他资产构成	22

图 42: Aflac 总资产中总投资资产与其他资产构成 .....	22
图 43: AIG 历年的投资收入 .....	22
图 44: Aflac 历年的投资收入 .....	22
图 45: 余额宝七日年化收益率 .....	23
表 1: 中国太保除财险外杠杆系数 .....	10
表 2: 中国人寿杠杆系数 .....	10
表 3: 中国太保 (剔除财险) 及中国人寿历史存量保单平均负债成本约为 3-3.5% .....	11
表 4: 保险资金投向历史收益率数据与预测 .....	12
表 5: 基于投资收益率与保单成本间的 ROE 敏感性测试 (假设负债/净资产=6.5) .....	13
表 6: 金融上市公司 08 年分红率与定期存款利率 .....	15
表 7: 保险上市公司 H 股比 A 股溢价 (14 年 7 月 18 日收盘价) .....	16
表 8: 保险上市公司历史净资产增速 .....	24
表 9: 保险公司盈利预测与估值 .....	26

## 观点综述

从2013年开始，保险公司保费收入的情况已出现明显的回升，新业务价值同比已经出现了明显的回升，我们预计今年新业务价值将有两位数的增长。但是，股价却一直鲜有强势的表现。为了便于大家更好的去衡量保险的价值，我们还是回到最为原始的方式，通过ROE与P/B之间的关系来衡量。

净资产增速 (ROE)=(投资收益率-**保单成本率**)\*(负债/净资产)+投资收益率

根据以上公式，我们逐一关注，从负债/净资产的角度。国内保险行业近十年来才逐渐发展壮大起来，投保人还远未到领取期（大多数保单从购买到被领取有几十年的时间），因此保险公司管理规模仍在快速稳定的增长，并且在未来相当成的时间内都可以保持。因此负债/净资产基本可以保持稳定。

从保单成本来看，根据我们的测算，目前保险公司的保单的全成本大约3%-3.5%左右，具体测算过程请参见我们以往的深度报告《财务报表的推荐》，《勿要一叶障目，不见泰山》，

保险公司每年的保费收入中50%-70%为成本较为确定的续期保费，保单成本变化缓慢，资金成本维持在3-3.5%左右，而每年投资资产中约占投资资产10%-20%的到期的债券、定期存款等资产会重置，随着保险公司投资渠道的放开，重置后投资收益率会有显著提高。从投资收益率的角度而言，投资收益会逐渐趋于稳定且客观。

从资产的安全性来看，保险公司的资产以债券、定期存款为主，可变现程度高，负债基于对保险公司较有利的保守的精算假设，可以说保险公司净资产的质量非常的高。

从盈利的能力与目前的估值关系来看，保险股基于14年盈利预测的P/B在1.4-1.6倍，每年的净资产增长在12%-20%左右，按当前股价和平安净资产增速维持在20%左右计算，2年后平安只有1倍P/B。同样，按人寿、太保、新华净资产增速在12%-15%计算，3-4年后，P/B也只有1倍。P/EV更是跌到一倍附近，估值处于历史上的低位，价值优势明显。

既然，保险股的基本面有所改善，而且从上述分析来看保险公司在常态下，基本维持在两位数的净资产增速是大概率事件。**那为什么目前的保险股没有像样的表现，一直在底部徘徊呢？**

在08年市场利率水平低于银行保险等金融企业分红率时，市场抄底就是从金融开始。但近年来，自房地产贷款开始被收紧开始，信托业迎来了一轮迅猛的发展，信托的年化收益率远远高于了银行存款利率，从8%到10%的年化收益率，甚至13-15%的回报率，特别是信托产品在“刚性兑付”的潜规则下，似乎已经成了保本保收益的产品。因此虽然今年以来，市场利率水平有显著的下降，工行的分红率已经超过7%，远远高于市场利率水平，但市场也没有之前的热情。我们认为，随着经济的下行，信托刚性兑付必将被打破，随着市场利率水平下降，保险等盈利稳定且持续增长的行业吸引力将会得到明显提升。



我们认为，2014年下半年的保险行业，有望迎来估值修复的趋势性行情。

**一、基本面良好：估值仍在低点，保费、盈利增长稳定**

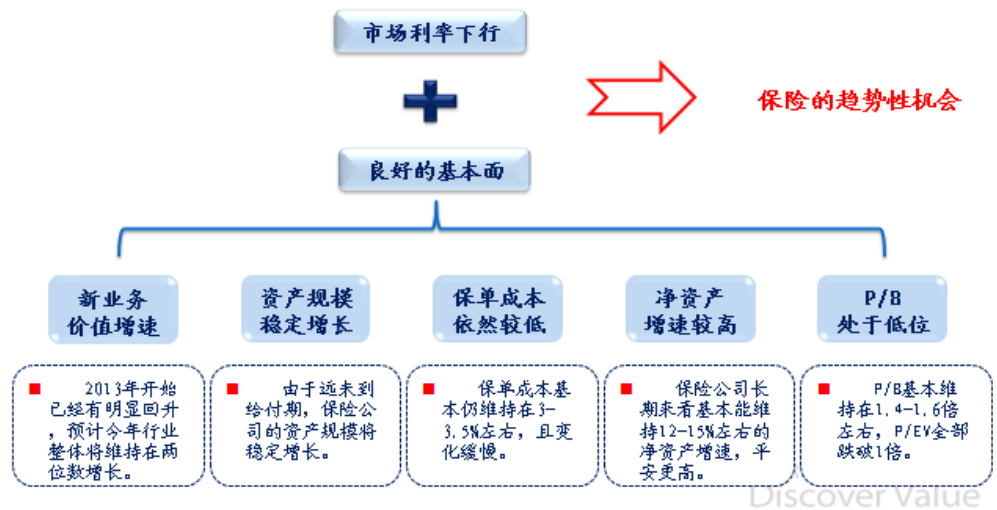
- 1) 14年保险股估值仍处于低位，价值优势明显；
- 2) 从2013年开始，保费收入的情况已出现明显回升，预计今年新业务价值将两位数增长；
- 3) 由于远未到领取期，资产管理规模将保持快速稳定增长；
- 4) 保险公司资金成本维持在3-3.5%左右，成本端依然具有明显优势。
- 5) 随着保险公司投资渠道的放开，投资收益率有望显著提高

**二、资金成本的下降将带来趋势性机会**

- 1) 对比港股，无风险收益率水平导致H股保险股目前估值高于A股
- 2) 对比美国，无风险利率下降背景下，保险公司持续增长的净利润助推股价飙升

整体而言，国内无风险利率已开始下降，结合良好的基本面表现，下半年保险股有望迎来估值修复的趋势性行情。

图1：基本面良好，资金成本下降将带来趋势性机会



数据来源：广发证券发展研究中心

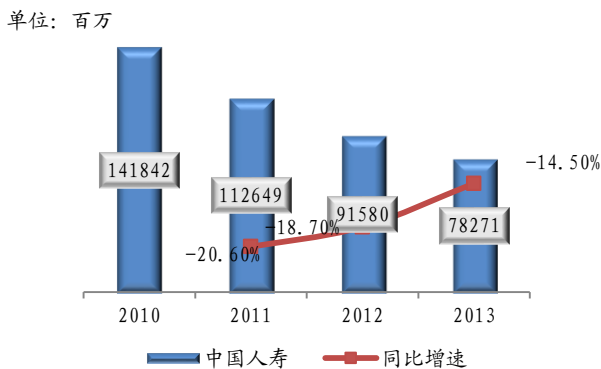
## 基本面良好：估值仍在低点，保费、盈利增长稳定

### 保费已经出现明显改善，预计今年新业务价值将两位数增长

虽然银保渠道保费收入近几年一直在下降，但13年银保的首年保费已经下降到10年高点时期的一半左右，在总保费的占比也已下降到20%左右。我们认为，银保渠道的保费收入已经跌倒底部，将不会再有大幅的下降，并有望回升。

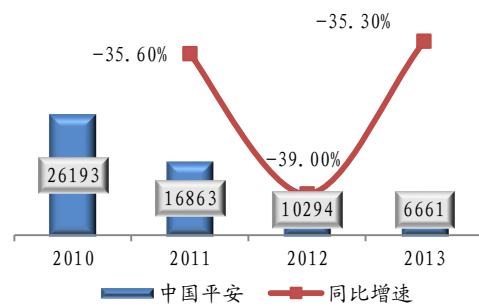
同时，考虑到银行3-4%的手续费，以投资型产品见长的银保渠道对险企的利润贡献能力有限。4月起施行的银保新规，将引导行业在渠道及产品形式上开始转型，长周期及保障型产品的增加，有望提升银保渠道的保费质量和产品利润率。

图2：中国人寿银保渠道首年保费收入及同比增速



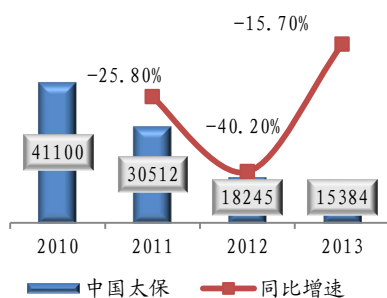
数据来源：广发证券发展研究中心

图3：中国平安银保渠道首年保费收入及同比增速



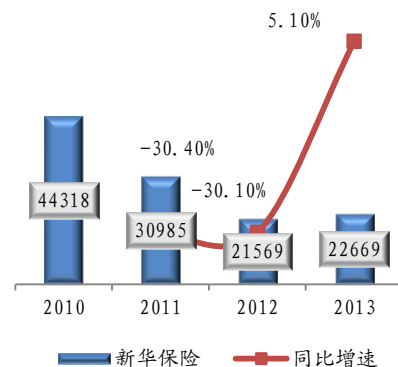
数据来源：广发证券发展研究中心

图4：中国太保银保渠道首年保费收入及同比增速



数据来源：广发证券发展研究中心

图5：新华保险银保渠道首年保费收入及同比增速



数据来源：广发证券发展研究中心

12年下半年开始多家保险公司新业务价值同比已出现明显的回升，保费结构及保险销售已经出现改善迹象。13年四家上市保险公司新业务价值均实现了正增长，新业务利润率也均有所提升，可见预定利率市场化并没有带来行业利润率显著的下降。

14年销售持续改善，尤其是平安和太保在代理人增速、新业务价值增速上已显示出公司新单销售表现突出。我们预计，今年保险公司新业务价值将两位数增长。

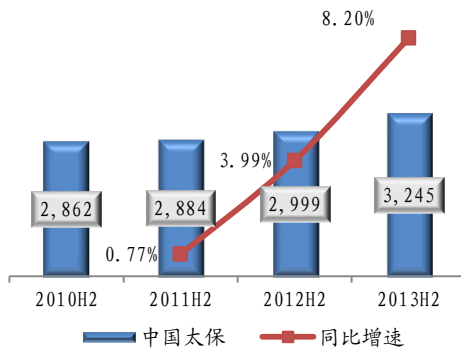
图6: 中国人寿新业务价值及同比增速

单位: 百万



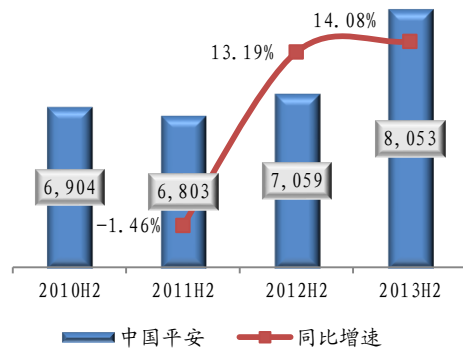
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图8: 中国太保新业务价值及同比增速



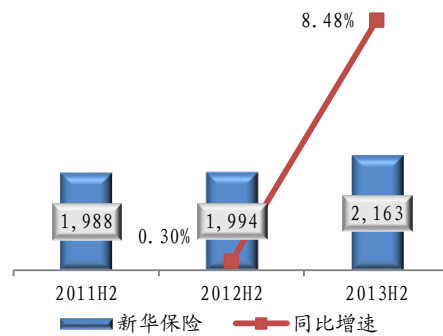
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图7: 中国平安新业务价值及同比增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图9: 新华保险新业务价值及同比增速



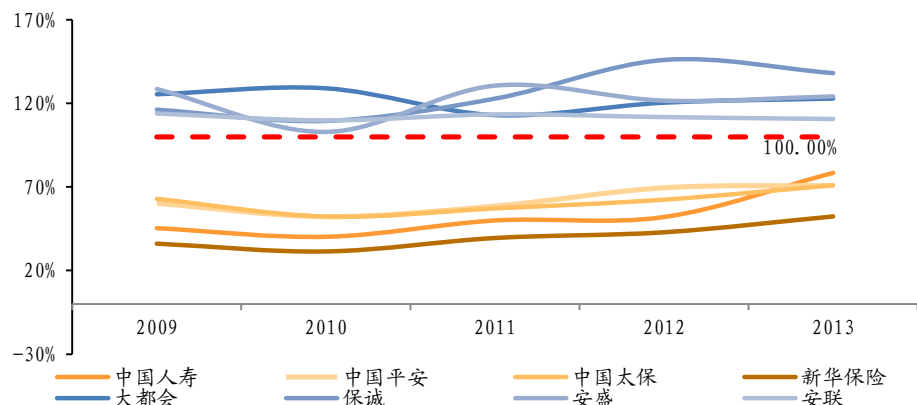
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 由于远未到领取期, 资产规模稳定增长

大多数保单从购买到被领取有几十年的时间, 海外保险公司由于已经经历了长时间的发展, 目前到了集中的领取期, 因此每年的赔付与费用等支出合计远远高于当期的保费, 资产规模几乎没有太多的增长。

而国内保险行业近十年来才逐渐发展壮大起来, 还远未来领取期, 因此保险公司资产规模未来相当长的时间都可以保持稳定的增长。

图10: 国内保险公司赔付支出、退保金、费用占已赚保费的比例较低



数据来源: 广发证券发展研究中心



以人寿为例，每年依然有三千多亿的保费收入（其中超过50%是很稳定的续期保费），而目前保险公司的赔付、费用与退保等支出约占当期已赚保费的比例比较低（约31%-72%），保费收入远大于当期的支出就意味着投资资产在不断累积，正如我们在过去几年数据中所看到的，行业还处于快速发展期，投资资产规模每年持续在增长。

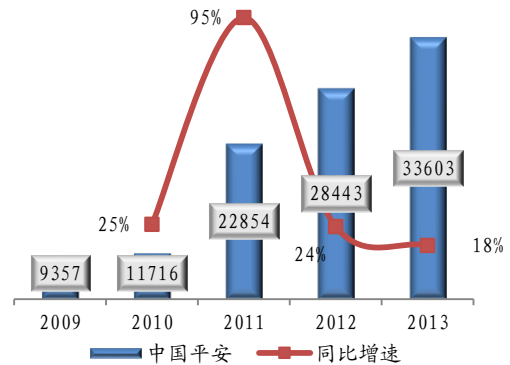
图11: 中国人寿资产规模稳定增长

单位: 百万



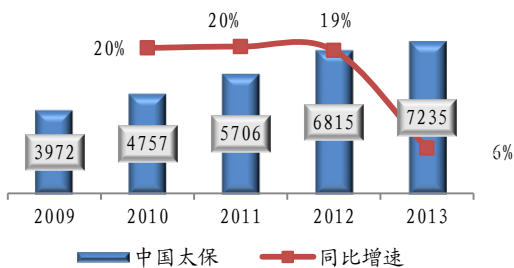
数据来源: 广发证券发展研究中心

图12: 中国平安资产规模稳定增长



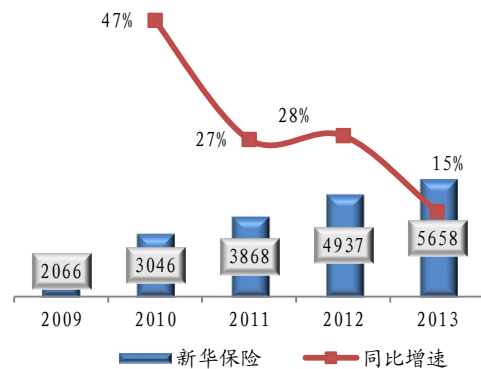
数据来源: 广发证券发展研究中心

图13: 中国太保资产规模稳定增长



数据来源: 广发证券发展研究中心

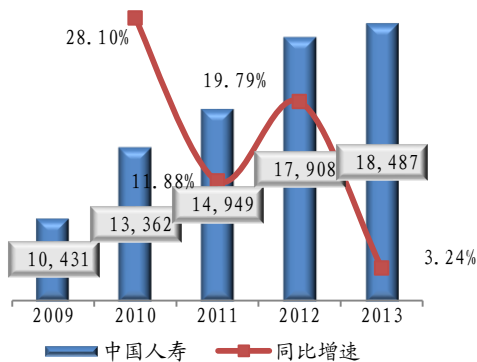
图14: 新华保险资产规模稳定增长



数据来源: 广发证券发展研究中心

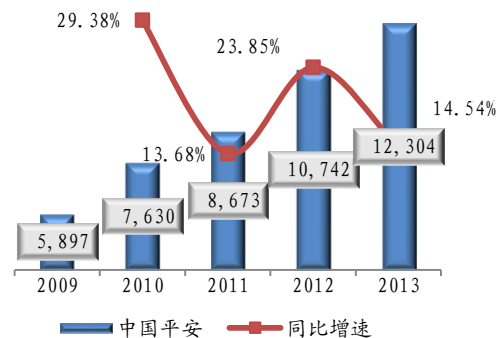
图15: 中国人寿投资资产规模持续增长

单位: 百万



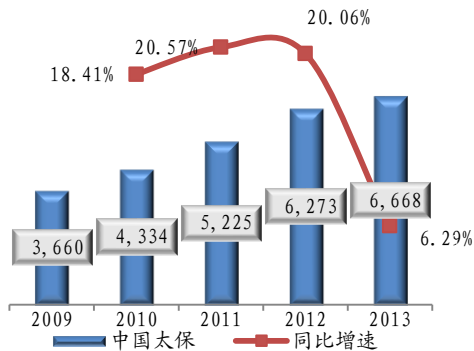
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图16: 中国平安投资资产规模持续增长



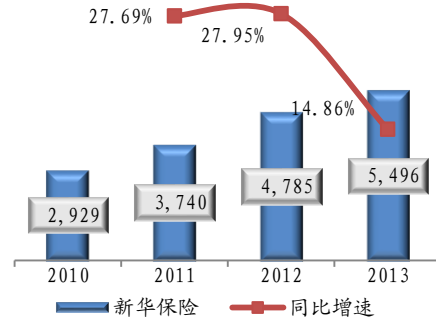
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图17: 中国太保投资资产规模持续增长



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图18: 新华保险投资资产规模持续增长



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 保险公司资金成本维持在 3-3.5%左右, 保单成本依然较低

经过我们的测算, 可以看到中国太保和人寿的平均负债成本均在3%-3.5%左右, 换言之, 我们基本上可以认为中国保险公司的实际负债成本在3-3.5%左右, 换言之, 当保险公司的投资收益率超过3.5%以后, 基本上就可以实现盈利了。

测算原理如下:

$$\text{盈利} = (\text{投资收益率} - \text{保单成本率}) * \text{负债} + \text{净资产} * \text{投资收益率};$$

等式左右同除净资产, 即;

$$\text{净资产增速 (ROE)} = (\text{投资收益率} - \text{保单成本率}) * (\text{负债} / \text{净资产}) + \text{投资收益率}.$$

(详见我们之前的深度报告《勿要一叶障目、不见泰山》以及《云开见日——从财报看价值》里的具体测算过程)

虽然, 这样的测算, 不算特别精确, 但是其成本范围较为明确。

表 1: 中国太保除财险外杠杆系数

单位: 百万	2009	2010	2011	2012	2013
总资产:	351,531	410,591	484,974	592,174	623,177
净资产:	62,267	66,000	52,813	71,847	75,331
杠杆倍数:	5.6	6.2	9.2	8.2	8.3

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 2: 中国人寿杠杆系数

单位: 百万	2011	2012	2013
总资产:	1,583,907	1,898,916	1,972,941
净资产:	191,530	221,085	220,331
杠杆倍数:	8.3	8.6	9.0

数据来源: 广发证券发展研究中心

表3: 中国太保(剔除财险)及中国人寿历史存量保单平均负债成本约为3-3.5%

	中国太保				中国人寿	
	2010	2011	2012	2013	2012	2013
净值增长率:	3.7%	1.2%	5.5%	4.3%	5.0%	3.2%
杠杆率: (总资产/净资产)	5.9	7.7	8.7	8.3	8.4	8.8
杠杆率: (总负债/净资产)	4.9	6.7	7.7	7.3	7.4	7.8
净资产增速:	6%	-15%	26%	9%	19%	2%
<b>负债平均成本:</b>	<b>3.31%</b>	<b>3.68%</b>	<b>2.82%</b>	<b>3.62%</b>	<b>3.11%</b>	<b>3.38%</b>

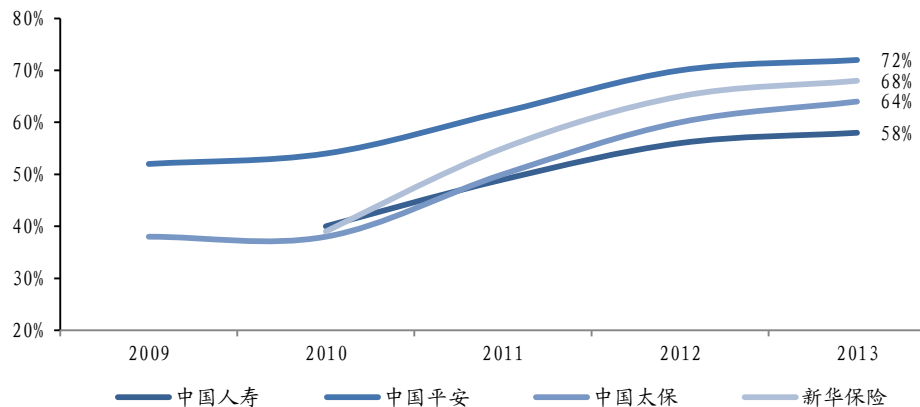
注: 中国太保2011年的财险业务达到历史盈利高峰, 综合成本率较低为93.1%, 大大的补贴了整个保单的成本, 为了剔除此影响, 我们将近五年, 太保财险的全部盈利以及资产进行了剔除; 杠杆率采用最近两年平均杠杆率倍数, 此处净资产增速将分红等因素加回;

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 随着保险公司投资渠道的放开, 投资收益率有望显著提高

由于保险公司保费收入中成本较为确定的续期保费占50%-70%, 保单成本变化缓慢。而每年投资资产中约占投资资产10%-20%的到期的债券、定期存款等资产会重置, 随着保险公司投资渠道的放开, 重置后投资收益率会有显著提高。

图19: 上市保险公司续期保费占比维持在50-70%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

随着保险公司投资渠道的放开, 每年投资资产中约占投资资产10%-20%的到期的债券、定期存款等资产会重置, 重置后投资收益率有望显著提高。

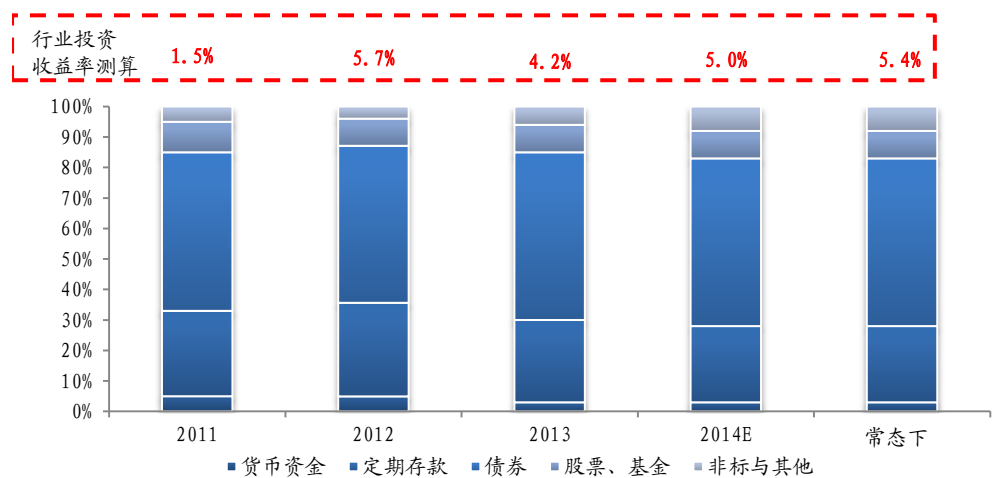
根据目前保险公司资产的投向, 我们测算实际的投资收益率水平能维持在4.5-5.5%, 高于中国保险公司3-3.5%的实际负债成本, 除了类似2011资本市场大幅下跌以外, 保险公司投资都是盈利的。

表 4: 保险资金投向历史收益率数据与预测

	2011	2012	2013	2014E	常态下
上证企债指数	3.51%	7.49%	4.36%	5%	5%
沪深 300 指数	-25.01%	7.55%	-7.65%	0%	5%
货币资金	3.0%	3.0%	3.5%	3.5%	3.5%
定期存款	5.0%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
持有到期债券	4.5%	5.0%	5.5%	5.5%	5.5%
非标	5.5%	6.0%	6.5%	6.5%	6.5%

数据来源: 广发证券发展研究中心

图 20: 利差将逐渐趋于稳定



数据来源: 广发证券发展研究中心

### 我们判断 12%-15%的净资产增长仍可持续

我们可以看到, 在正常年份, 当投资收益率正常的情况, 其净资产增速 (ROE) 基本上可以维持在 12%—15% 左右。换言之, 这是正常盈利的一个中枢水平。当然, 公司每年的盈利会有所波动, 但是长期而言, 这样的盈利水平应该是有所保证的。因此, 我们完全可以把这样的一个水平作为我们衡量保险股的基础。

表5: 基于投资收益率与保单成本间的ROE敏感性测试 (假设负债/净资产=6.5)

保单成本	投资收益率:												
	3.00%	3.25%	3.50%	3.75%	4.00%	4.25%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	5.75%	6.00%
2.5%	6.25%	8.13%	10.00%	11.88%	13.75%	15.63%	17.50%	19.38%	21.25%	23.13%	25.00%	26.88%	28.75%
2.8%	4.63%	6.50%	8.38%	10.25%	12.13%	14.00%	15.88%	17.75%	19.63%	21.50%	23.38%	25.25%	27.13%
3.0%	3.00%	4.88%	6.75%	8.63%	10.50%	12.38%	14.25%	16.13%	18.00%	19.88%	21.75%	23.63%	25.50%
3.3%	1.38%	3.25%	5.13%	7.00%	8.88%	10.75%	12.63%	14.50%	16.38%	18.25%	20.13%	22.00%	23.88%
3.5%	-0.25%	1.63%	3.50%	5.38%	7.25%	9.13%	11.00%	12.88%	14.75%	16.63%	18.50%	20.38%	22.25%
3.8%	-1.88%	0.00%	1.88%	3.75%	5.63%	7.50%	9.38%	11.25%	13.13%	15.00%	16.88%	18.75%	20.63%
4.0%	-3.50%	-1.63%	0.25%	2.13%	4.00%	5.88%	7.75%	9.63%	11.50%	13.38%	15.25%	17.13%	19.00%
4.3%	-5.13%	-3.25%	-1.38%	0.50%	2.38%	4.25%	6.13%	8.00%	9.88%	11.75%	13.63%	15.50%	17.38%
4.5%	-6.75%	-4.88%	-3.00%	-1.13%	0.75%	2.63%	4.50%	6.38%	8.25%	10.13%	12.00%	13.88%	15.75%

杠杆率: 6.5

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

13年货币市场出现“钱荒”，受此影响，债券价格在四季度出现了较大幅度的下跌，保险公司持有债券占比较高，因此13年的净资产增速略低于我们预期。**14年一季度**由于债券市场回暖，保险公司净资产增长在1.8%-6%，充分体现了保险公司的高盈利性。

图21: 中国人寿每股净资产及增速

单位: 元



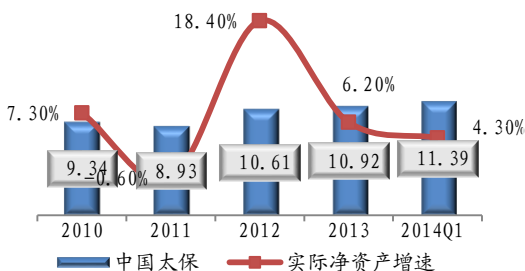
数据来源: 广发证券发展研究中心

图22: 中国平安每股净资产及增速



数据来源: 广发证券发展研究中心

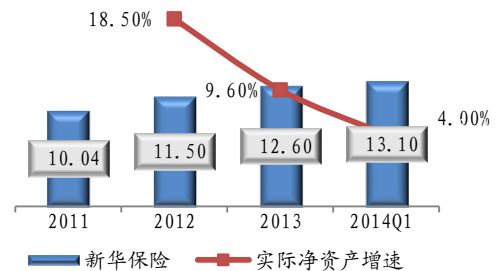
图23: 中国太保每股净资产及增速



数据来源: 广发证券发展研究中心

注: 实际净资产增速计算时扣除融资加回分红后

图24: 新华保险每股净资产及增速



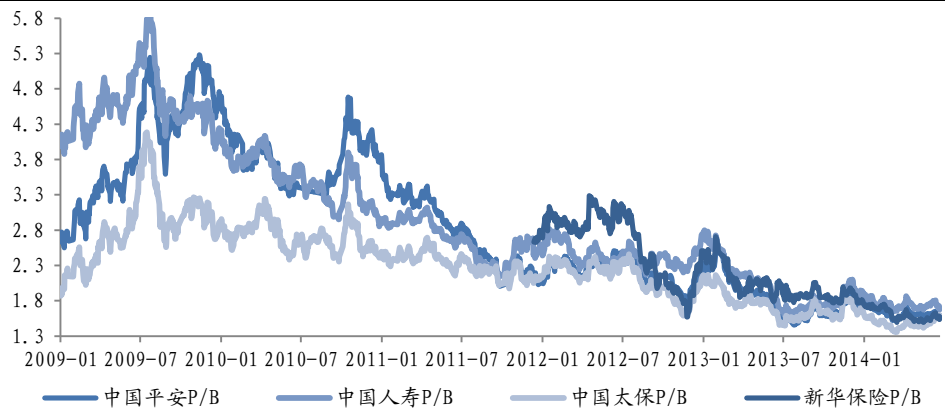
数据来源: 广发证券发展研究中心

### 14 年保险股估值仍在历史低点，价值优势明显

与其他行业不同，保险的资产主要是债券和定期存款，目前资产的安全性依然较高。

目前上市保险公司每年可持续的净资产增长在12%-20%，但估值仍在历史的底部区域，14年的PB只有1.4-1.6倍，按当前股价和平安净资产增速维持在20%左右计算，2年后平安只有1倍P/B。同样，按人寿、太保、新华净资产增速在12%-15%计算，3-4年后，P/B也只有1倍。

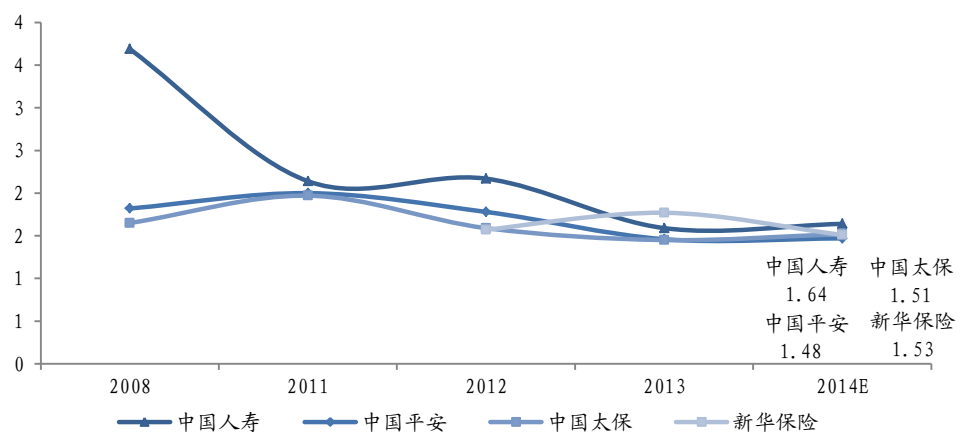
图25：四家上市保险公司PB估值处于低位



数据来源：广发证券发展研究中心

与历史最低点时的PB估值水平相对比，可以看出目前的估值水平基本上与过去几个历史低点时期的的估值水平持平。

图26：目前的估值水平基本上与过去几个历史低点时期的的估值水平持平



注：历史上每日BPS的计算采用已公告的每股BPS按日线性加权平均计算，截至7月4日收盘

数据来源：广发证券发展研究中心



## 资金成本的下降将带来趋势性机会

### 为什么利率下行将给保险带来趋势性机会？

在08年市场利率水平低于银行保险等金融企业分红率时，市场抄底就是从金融开始。当时工行的分红率远远高于一年期定期存款利率，市场广为流传的一句话就是“钱存工行，不如买工行的股票”。目前，工行的分红率已经超过了7%，为什么市场没有了之前的热情？

表 6: 金融上市公司 08 年分红率与定期存款利率

	工商银行	建设银行	中国银行	中国平安	中国人寿	中国太保
08 年分红率	4.25%	5.07%	3.55%	3.52%	2.43%	2.99%
	1 年		3 年		5 年	
定期存款利率	2.25%		3.33%		3.60%	

数据来源：广发证券发展研究中心

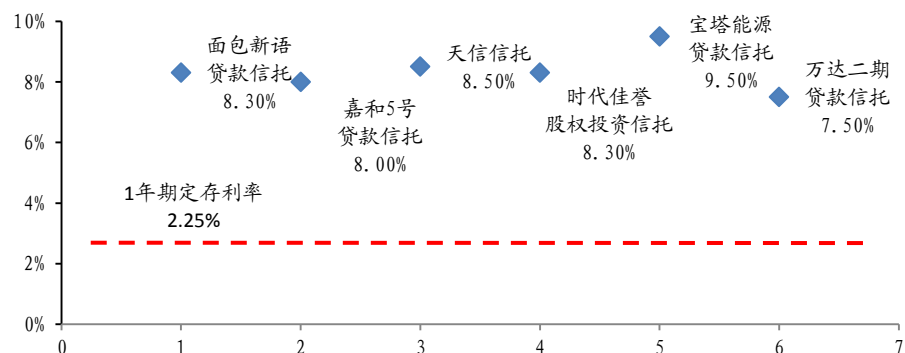
我们认为其背后的原因主要是：刚性兑付仍未打破，市场利率畸形。

一方面，信托业推升了市场利率。自房地产贷款开始被收紧，信托业迎来了一轮迅猛的发展，信托的年化收益率远远高于了银行存款利率，从8%到10%的年化收益率，甚至13-15%的回报率，特别是信托产品在“刚性兑付”的潜规则下，似乎已经成了保本保收益的产品。

另一方面，互联网的发展推升了无风险利率。由于我们的利率市场化并不完善，这也恰恰给了众多货币基金机会，从余额宝的兴起开始，货币基金的收益率基本稳定在了4-6%左右，无风险利率得到提升。

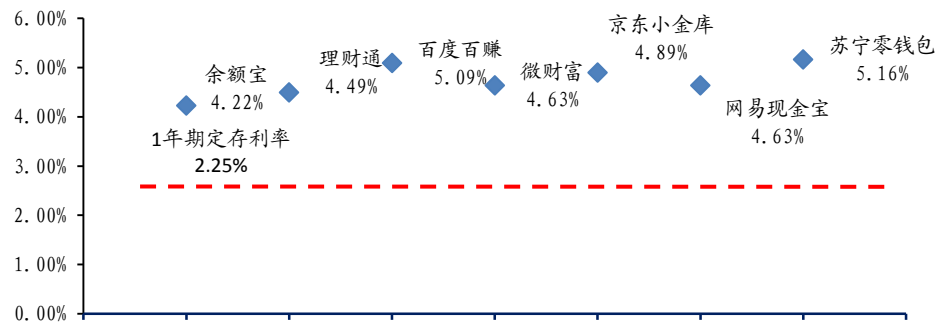
因此，虽然目前工行的分红率已经超过7%，远远高于定存利率水平，但信托及互联网理财产品的高收益，使投资者的期望收益率出现畸高，市场对7%的分红率也就失去了了之前的热情。

图27: 信托产品年化收益率 远远高于银行存款利率



数据来源：广发证券发展研究中心

图28: 陆金所产品与余额宝年化收益率大幅高于银行存款利率



数据来源: 广发证券发展研究中心

### 港股对比: 无风险收益率水平导致 A 股保险股折价于港股

#### 1、投资者结构与利率水平决定了香港市场保险股股价高于A股

对比两地上市的保险公司, 目前人寿、平安、太保H股的股价比A股高出20%以上, 仅新华保险H股股价略低于A股。是哪些因素导致H股保险股的股价持续的高于A股, 且A股保险股的股价滞涨呢?

我们认为: 投资者结构与利率水平决定了香港市场保险股股价高于A股。

➢ 香港的投资者主要是机构为主, 而机构投资者在香港有一个巨大优势就是能够从全球融到非常便宜的资金 (年化利率在1-2%左右), 且容易扩大杠杆率。

➢ 香港的利率水平远低于国内市场, 且远低于国内保险公司的分红率。

正是这样的结构促使了香港的投资者, 愿意去购买一些估值便宜, 增长、分红稳定的公司, 这也是为什么保险等公司在香港会获得溢价 (投资者可以通过放大杠杆, 利用分红率去覆盖融资成本, 同时还赚取利差获得较高收益)。

沪港通的开通, 将有利于海外的机构投资者加大对于中国市场的配置, 建议在沪港通开通之前重点布局!

表 7: 保险上市公司 H 股比 A 股溢价 (14 年 7 月 18 日收盘价)

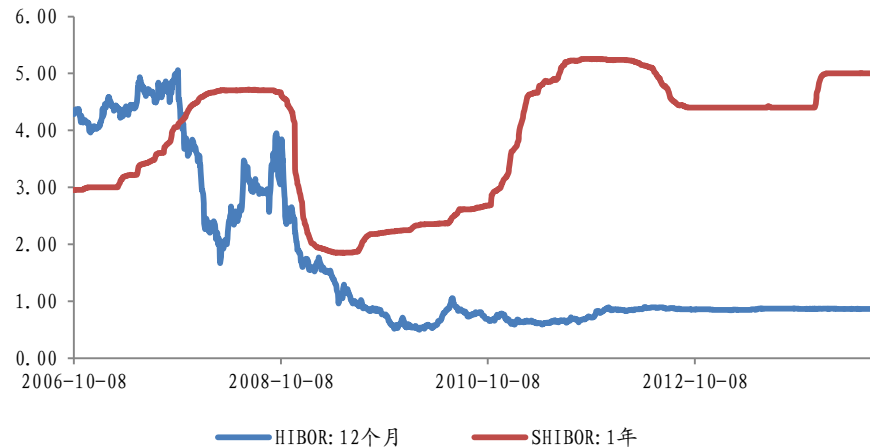
证券简称	H 股比 A 股溢价
中国人寿	19%
中国平安	17%
中国太保	22%
新华保险	1%

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

## 2、无风险收益率下行保险股估值有望修复

我们认为，无风险收益率决定了持有人的成本，因此在目前无风险收益率较低的地区，如香港，投资者更愿意持有保险股之类有较高盈利能力、净资产收益率与分红率的股票，当无风险收益率低于分红率的时候，甚至可以通过借贷的方式增加持有。

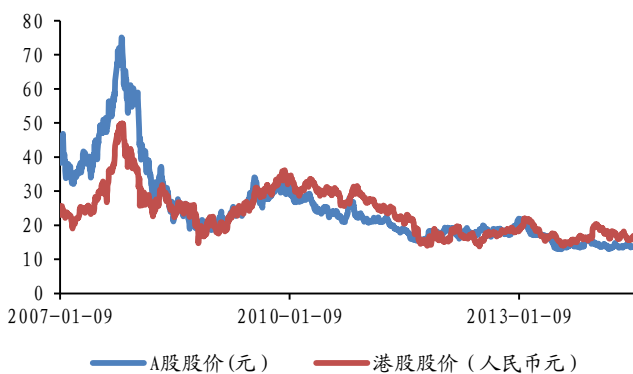
图 29: HIBOR (12个月) 与 SHIBOR(1年)对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

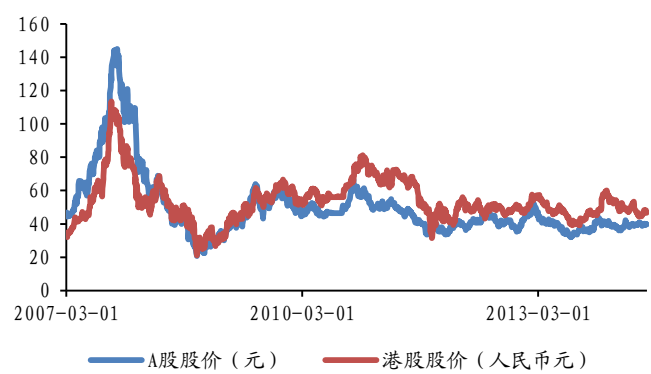
对比两地的无风险收益率走势，可以看出09年以来香港的无风险收益率远远低于国内，H股保险股估值在这期间总体上长期高于A股，而在07年，香港的无风险收益率高于国内时，H股保险股估值在这期间总体上是低于于A股的。

图30: 中国人寿A/H股股价走势对比



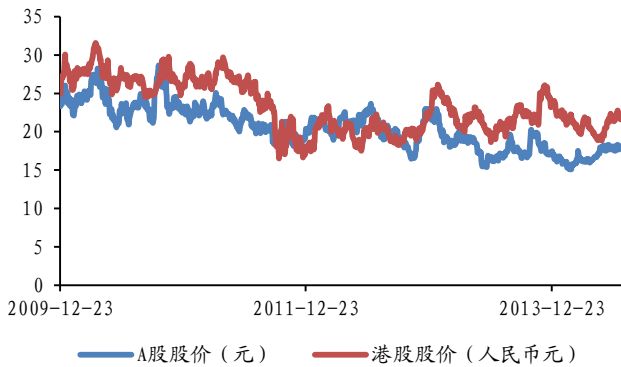
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 中国平安A/H股股价走势对比



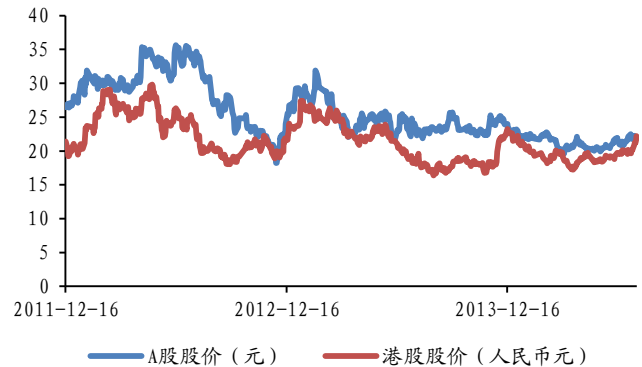
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: 中国太保A/H股股价走势对比



数据来源: 广发证券发展研究中心

图33: 新华保险A/H股股价走势对比



数据来源: 广发证券发展研究中心

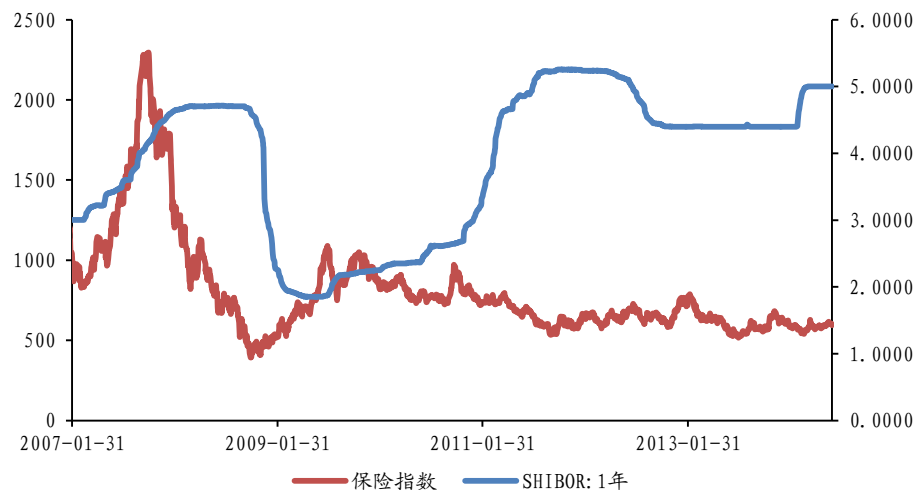
### 3、无风险收益率影响A股保险股估值水平

反观A股市场, SHIBOR与保险指数的相对走势进一步验证了我们的观点: 在历史上资金成本下降背景下, 市场对高盈利高分红的股票的偏好会提升。

可以看出, 历史上08年SHIBOR维持在高位, 年底才开始下降, 由于无风险收益率在高位, 虽然在08年时大的银行股的分红普遍超过5%, 但由于当时SHIBOR较高, 资金成本较高, 通过借贷款杠杆去持有银行、保险等高盈利能力与分红率的股票仍是得不偿失的。

随着09年SHIBOR维持在低位, 保险股价格也有较好的反弹, 但从11年开始资金成本又回到了高位, 保险股则表现出了低迷的态势。

图34: 保险指数与SHIBOR(1年)对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

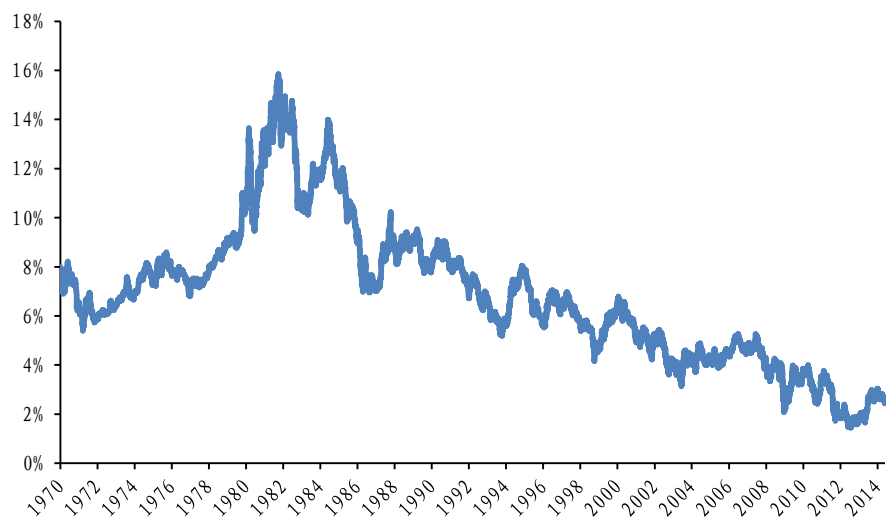
## 海外启示：美国无风险利率下降背景下，保险公司持续增长的净利润助推股价飙升

### 1、美国80年代无风险利率持续下降，同期多家美国保险公司股价大幅上涨

除了香港以外，美国历史上也曾在无风险收益率下降的背景下，保险股出现了大涨。1987年开始，美国由于潜在经济增速下行，10年期国债收益率由的10.13%降至2013年的1.66%。但美国保险公司凭借强大的资产配置能力，减持收益率较低的政府债券，转而增持风险更大收益率更高的股票和公司债券，风险偏好上升，使得净投资收益率仍可以维持在5%-6%的较高水平。

20世纪80年代 AIG公司股价狂飙，股票大幅跑赢标准普尔500指数，从1982年的不到50美元稳健上升至2000年达到顶峰1900美元。与此同时，寿险行业中的佼佼者：美国信诺保险和美国家庭人寿保险的股价走势也与AIG公司基本一致，虽在市场化期间有小幅下降，但从1986年市场化改革完成后股价在波动中上行，并均于1998年达到历史高点。

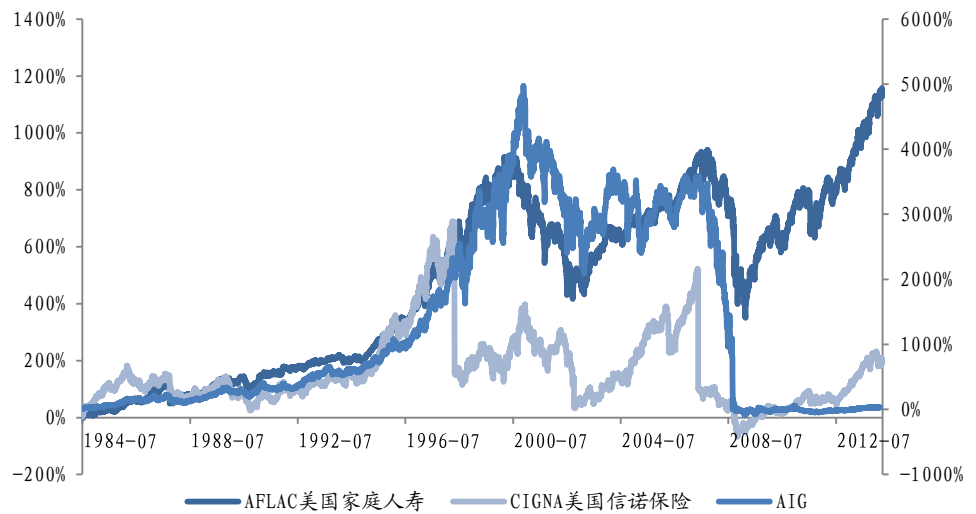
图 35：1987 年开始，美国 10 年期国债收益率趋于下降



注：美国的无风险利率选用美国10年期国债收益率

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图36: 无风险收益率下降的背景下, 美国保险股出现大涨



注: 1.美国家庭人寿最大的市场在日本, 1998年爆发的亚洲金融危机使其股价下跌近60%; 2001年美国911恐怖袭击造成保险公司大量理赔, Aflac公司股价跌幅达到70%; 2008年次贷危机爆发导致Aflac在投资端出现亏损, 股价下跌80%; 2. CIGNA股价两次大幅度下滑原因分别是2001年美国911恐怖袭击造成保险公司大量理赔、2008年次贷危机爆发导致投资端出现亏损; 3. 2008年次贷危机爆发导致AIG销售的大量信贷衍生产品(CDS)出现巨额亏损、现金流危机、AAA信用丧失, 股价跌幅超过90%; 09年美联储拨款850亿美元, AIG被国有化, 股价没有明显复苏趋势

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

**我们感兴趣的是这些寿险公司如何能在无风险利率下行期间股价大幅上涨, 其背后的内在原因是什么?**

我们认为主要是两个方面:

**一方面无风险收益率决定了持有人的成本。**因此在无风险收益率下行的时候, 投资者更愿意持有保险股之类有较高盈利能力与分红率的股票, 香港的数据也支持这一结论, 当无风险收益率低于分红率的时候, 甚至可以通过借贷的方式增加持有。

**另一方面是保险公司持续增长的净利润增强了持有人的信心, 助推股价飙升。**

**2、持续增长的净利润助推股价飙升**

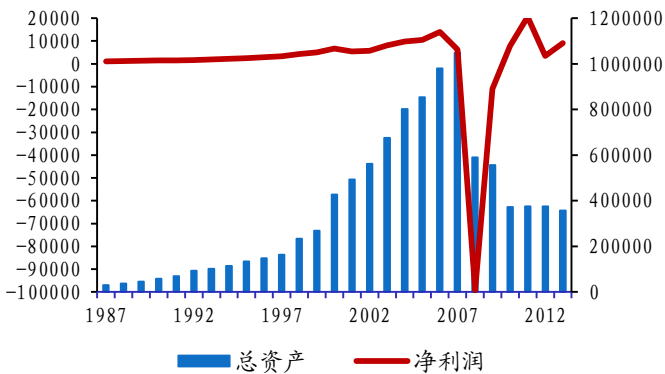
分析AIG的历史数据可以发现该集团在1987-2007这二十年间净利润始终保持着稳定高速增长, 只在2001年一年间有过下降(原因是2001年美国911恐怖袭击造成保险公司大量理赔), 利率市场化改革完成后AIG净利润复合增速达到11.85%。

美国家庭人寿保险在市场化结束后的表现也是非常好的, 净利润曲线平稳上升, 复合增速为18.14%, 公司股票的回报率平均每年都超过20%; 而美国国家保险和美国信诺保险的净利润走势虽未像AIG那样经历平稳增长, 但在市场化改革结束后最关键的10年内是处于上行期。



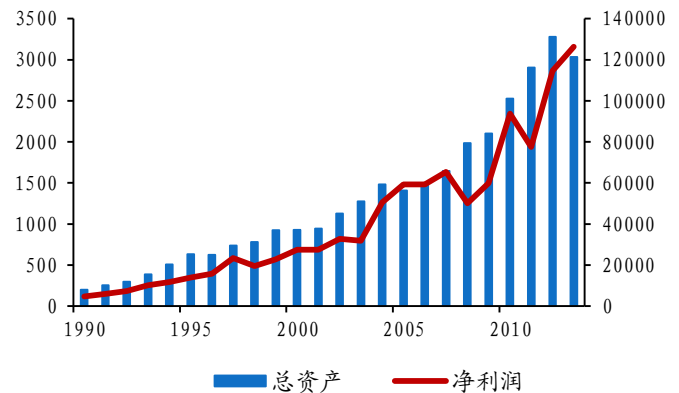
股价曲线与净利润曲线高度拟合，因此，我们认为持续增长的净利润也是寿险公司股价能实现如此大幅度飙升的原因之一。

图37: AIG总资产与净利润的变化趋势



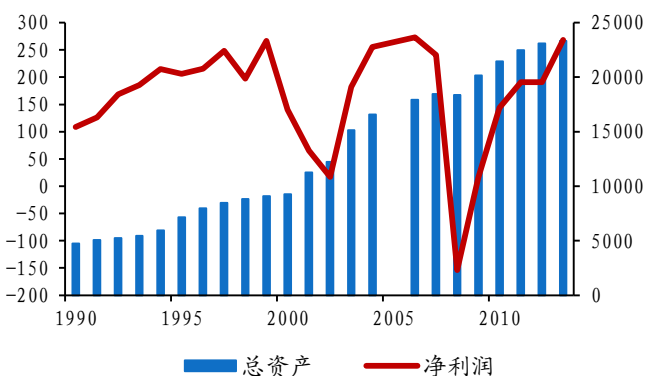
注：2008年次贷危机导致AIG销售的大量信贷衍生产品出现巨额亏损、现金流危机、AAA信用丧失；09年美联储拨款850亿美元，AIG被国有化，10年恢复了正的净利润  
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图38: Aflac总资产与净利润的变化趋势



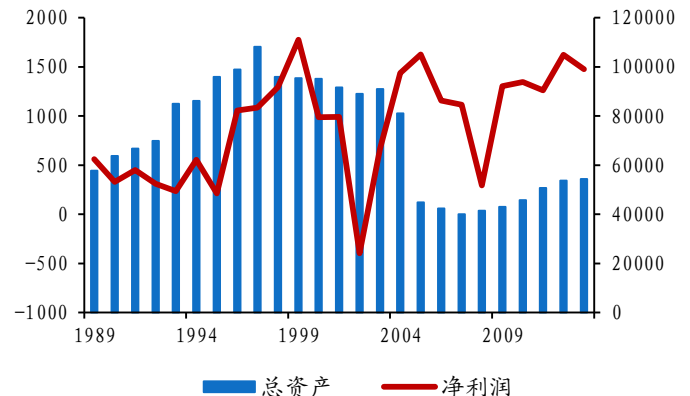
注：2008年次贷危机爆发导致Aflac在投资端出现亏损，净利润小幅下滑，总资产增速下降  
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图39: ANAT总资产与净利润的变化趋势



注：ANAT净利润两次大幅度下滑原因分别是2001年美国911恐怖袭击造成保险公司大量理赔、2008年次贷危机爆发导致投资端出现亏损；2005年数据缺失  
数据来源：广发证券发展研究中心

图40: CIGNA总资产与净利润的变化趋势



注：CIGNA净利润两次大幅度下滑原因分别是2001年美国911恐怖袭击造成保险公司大量理赔、2008年次贷危机爆发导致投资端出现亏损  
数据来源：广发证券发展研究中心

### 3、高速扩张的资产规模带动净利润增长

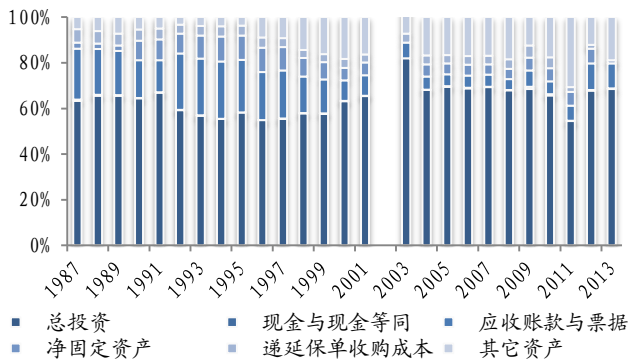
保险公司如何做到在无风险收益率下行的时候，净利润持续增长呢？我们发现美国保险公司高速扩张的资产规模与投资收益可以支持净利润的持续增长。

从总资产规模来分析：AIG公司在1987-2007这二十年间总资产规模从未出现过负增长，并在2000年和2005年实现超额增长，利率市场化改革完成后AIG总资产复合增速达20.13%；美国家庭人寿保险总资产复合增速为13.68%，美国国家保险和美国信诺保险的总资产规模也明显上升。

总资产的增加主要源自于投资资产规模的扩大，以AIG公司和美国家庭人寿保险

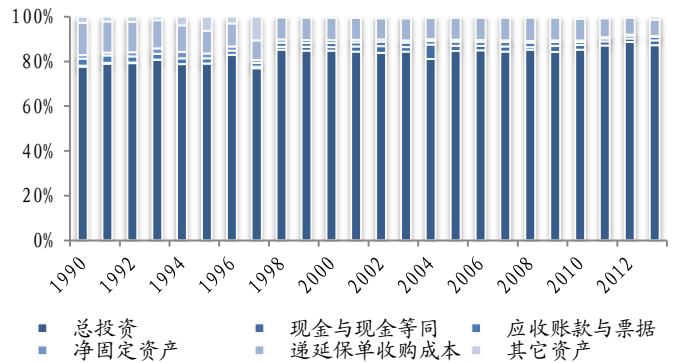
公司为例，投资资产在总资产中所占比重最大。由图所示，AIG公司投资资产占比每年基本保持在60%左右，而美国国家人寿保险公司投资资产占比更高，每年基本都在80%以上。

图41: AIG总资产中总投资资产与其他资产构成



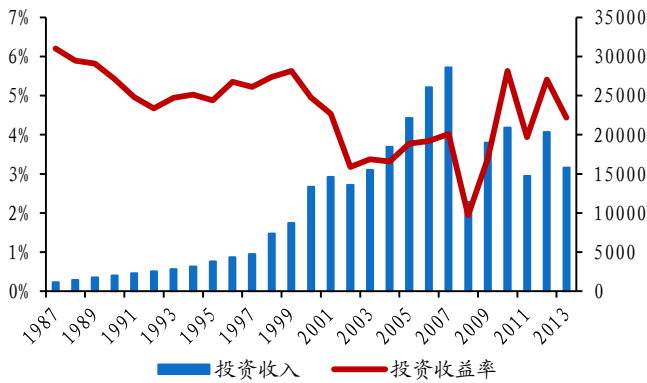
数据来源: 广发证券发展研究中心

图42: Aflac总资产中总投资资产与其他资产构成



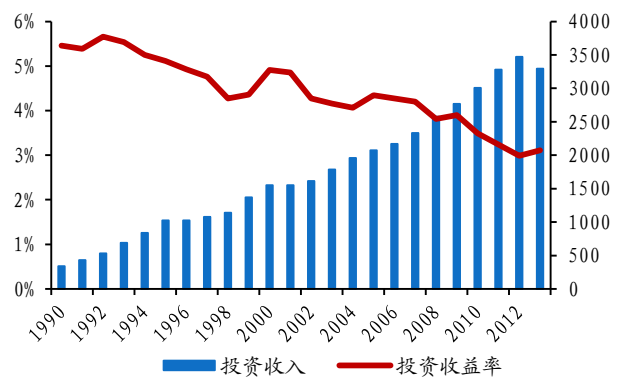
数据来源: 广发证券发展研究中心

图43: AIG历年的投资收入



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图44: Aflac历年的投资收入



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 目前市场收益下降的趋势已经显现，下半年保险股有望估值修复

### 1、市场资金成本已经开始下降

目前市场上最大的货币基金余额宝的年化收益率水平相比SHIBOR，更能反应市场资金成本的短期变动趋势，从近期余额宝七日年化收益率水平的变动看，近期市场资金成本有显著的下降。

图 45: 余额宝七日年化收益率



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

### 2、打破刚性兑付将是明显标志

根据我们最新行业了解信息: 包括陆金所在内的众多机构, 都可能取消在P2P以及在B2C 渠道上的投融资的担保。一旦取消或许, 我们离市场利率的进一步下行更近了一步。

随着房地产市场的降温, 销售的下降, 未来融资周转的速率降低, 将有可能催生局部的流动性风险, 同时随着未来销售的规范, 我们有理由相信, 打破信托的刚性兑付将指日可待。

随着刚性兑付的打破, 市场的资金将会重新重视投资风险, 这将有利于市场利率的下降。

### 3、无风险收益率下行保险股估值有望修复

在历史上资金成本下降背景下, 市场对高盈利高分红股票的偏好会提升, 保险股也曾有较好的表现。同时, 与美国80年代的情况类似的是, 国内的保险公司由于资产规模的持续增长与投资范围的不断放开, 目前有较高的盈利能力与较高的净资产收益率。

因此, 在目前资金成本下降的背景下, 虽然在短期内不太可能像美国与香港市场, 无风险收益率下降到1%左右甚至更低, 我们也不奢望股价在短期内有非常大的

涨幅，但我们认为下半年保险股大概率会有估值修复的行情。

表 8: 保险上市公司历史净资产增速

	2009	2010	2011	2012	2013	年复合增长率
中国人寿	25.1%	8.3%	-2.8%	18.8%	1.4%	9.7%
中国平安	33.4%	17.0%	6.2%	24.4%	14.6%	18.8%
中国太保	19.9%	7.3%	-0.60%	18.4%	6.2%	10.0%
新华保险			-13.6%	18.5%	9.6%	

注：此处变动加回分红扣掉融资，其中新华2011年数据，由于上市前注资以及IPO融资因此变化较大

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 市场关心的问题

1、如果利率下行，会不会影响到保险公司的投资收益率，进而影响到保险公司的盈利？

**A:** 由于保险公司账上持有大量存量债券，利率下行将带来债券价格的提升，增加净资产，同时由于利率下行阶段，通常有利于刺激经济，有望带来其他收益的提升。

2、我们到底应该观察央行的利率（或者国债）还是市场利率？

**A:** 我们倾向于关注市场利率，由于刚性兑付的存在，众多投资者将市场利率等同为无风险利率，因此在投资选择比较的时候，更多的与市场利率比较。

3、为什么选择保险股？

**A:** 在中国，由于保费远未到领取期，保险公司的盈利、资产规模的增长都将得到保证，同时在利率下行的过程中，投资的弹性还将体现。因此，建议选择保险股！

4、为什么会是趋势性行情？

**A:** 我们认为，由于利率的下行之，货币的供应量将不成问题，市场将有可能对这类稳定增长公司进行重定价，因此，其带来的机会将会是持续性和稳定向上的机会，而不是过去一、两年中股价一直在震荡的趋势。

5、市场已经有了一些利率下降的趋势，是否这个趋势性行情已经展开？

**A:** 虽然市场短期内市场利率已经有一些下移，但是由于这个过程仍然极其缓慢，我们认为目前的趋势有利于保险股等稳定增长性公司的价值发现，但是核心还是在于刚性兑付的打破，趋势已经启动，但是过程将取决于利率下行的速度。我们重点建议在沪港通期间，重点关注保险板块的机会。

## 投资建议：“买入”评级，建议重点关注无风险收益率指标

我们推荐标的首选为估值低+互联网平台建设全面铺开的中国平安、其次为稳健的中国太保与保费有所改善的中国人寿。

**1、受益于市场无风险收益率下行：**无风险收益率决定了持有人的成本，因此在无风险受益率较低的地区，如美国和香港，投资者更愿意持有保险股之类有较高的盈利能力、净资产收益率与分红率的股票，也因此香港保险股的股价长期相对A股有溢价。A股的历史数据也表明，当无风险收益率下行的时候，保险股股价表现较好，虽然在短期内不太可能像美国与香港市场，无风险收益率下降到1%左右甚至更低，我们也不奢望股价在短期内有非常大的涨幅，但我们认为在市场资金成本下降的背景下，下半年保险股大概率会出现估值修复的行情。

**2、盈利突出、估值安全、攻守兼备：**保险公司近两年表现出了的盈利能力（12%-20%的净资产增速）让我们对公司更有信心，同时，与其他行业不同，保险的资产主要是债券和定期存款，易变现无坏账，净资产可靠性远高于其他行业，即使把保险公司清算，每股价值也不会低于1倍的P/B。因此，我们更加看好有安全性的低估值的标的，如14年P/B只有1.48倍的中国平安。我们认为目前的估值水平不仅仅是没有泡沫，而且是被大大的低估了。（关于保险公司的盈利能维持在12%-20%且可持续，详见我们之前的深度报告《勿要一叶障目、不见泰山》以及《云开见日——从财报看价值》里的具体测算过程）

**3、平安基本面发生积极改善：**平安互联网金融平台“平安一账通”，“陆金所”，“万里通”的全面推出，已抢占市场先机，我们看好中国平安在互联网金融的布局，因此我们重点推荐中国平安。请参见我们发出的中国平安深度报告《金融互联网的反击》。

基于如上理由：我们维持保险行业“买入”的评级。推荐顺序：中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险。

表9: 保险公司盈利预测与估值

证券简称	价格	EV				1YrVNB				P/EV				VNBX			
		12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E
中国人寿	13.67	11.94	12.11	13.32	14.57	0.74	0.75	0.79	0.82	1.14	1.13	1.03	0.94	2.34	2.07	0.44	-1.10
中国平安	39.81	36.11	41.64	47.05	53.95	2.01	2.29	2.56	2.82	1.10	0.96	0.85	0.74	1.84	-0.80	-2.82	-5.02
中国太保	17.91	14.93	15.93	17.12	18.39	0.78	0.83	0.89	0.93	1.20	1.12	1.05	0.97	3.83	2.39	0.89	-0.51
新华保险	21.51	18.23	20.64	22.70	24.91	1.34	1.36	1.37	1.44	1.18	1.04	0.95	0.86	2.45	0.64	-0.87	-2.36

证券简称	价格	EPS				BVPS				P/E				P/B			
		12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E
中国人寿	13.67	0.39	0.88	0.93	1.02	7.82	7.80	8.36	8.95	34.93	15.60	14.68	13.34	1.75	1.75	1.64	1.53
中国平安	39.81	2.53	3.56	4.45	5.39	20.16	23.08	26.90	31.45	15.72	11.19	8.94	7.39	1.97	1.72	1.48	1.27
中国太保	17.91	0.56	1.02	1.16	1.31	10.61	10.92	11.83	12.82	31.97	17.53	15.47	13.64	1.69	1.64	1.51	1.40
新华保险	21.51	0.94	1.42	1.63	1.81	11.50	12.60	14.09	15.69	22.88	15.16	13.21	11.88	1.87	1.71	1.53	1.37

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 风险提示: 投资环境恶化

保险公司目前利润主要来自投资收益, 如果投资环境继续恶化会对公司业绩有较大影响。



## 广发非银行金融行业研究小组

- 李 聪: 首席分析师, 伦敦城市大学卡斯商学院保险精算学硕士。曾在普华永道担任高级精算顾问、长江证券研究所担任非银行金融高级研究员、华泰联合证券研究所担任非银行金融首席分析师及社会服务业产业链总监, 2012 年进入广发证券发展研究中心。2011 年至 2013 年连续三年获“新财富”非银行金融第一名。
- 张 黎: 分析师, 浙江大学工商管理专业(MBA)管理学硕士, 2012 年进入广发证券发展研究中心。2011 年至 2013 年连续三年获“新财富”非银行金融第一名(团队)。
- 曹恒乾: 分析师, 英国达勒姆大学(University of Durham)金融学硕士, 2008 年进入广发证券发展研究中心。2012 年至 2013 年获“新财富”非银行金融第一名(团队)。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	<a href="mailto:qfyf@gf.com.cn">qfyf@gf.com.cn</a>			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

