



保险

2015.12.30

## 增量资金入市，保险板块雄起

**评级:** **增持**

 上次评级: **增持**

### 细分行业评级

多元化保险	增持
人寿与健康保险	增持

	<b>刘欣琦 (分析师)</b>	<b>张为 (研究助理)</b>	<b>耿艳艳 (研究助理)</b>
	021-38676647	021-38674936	021-38676640
	liuxinqi@gtjas.com	zhangwei015779@gtjas.com	Gengyanyan@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880115110069	S0880115060008

### 本报告导读:

2016 年初有较大概率银行理财体系的资金会成为增量资金的主要来源，保险板块有望成为受益板块。

### 摘要:

- **银行体系有望为 16 年贡献增量资金:** 以息差为主要收入来源的理财机构目前均面临资产端收益率下滑的压力，但在目前保险、银行以及互联网金融跨行业竞争理财资金的情况下，负债端由于竞争加剧成本难下。不同理财机构均有提升资产端风险偏好以支撑高负债成本的冲动。目前主要的低风险偏好资金中，收益率已经出现倒挂风险的银行理财是目前仍没有大举进入股市的一块低风险资金，但在目前理财市场的竞争格局下，未来有提升投资端风险偏好的冲动，有望成为市场增量资金的主要来源。
- **从资金偏好分析“保险爱地产”，银行有望爱保险:** 银行、保险都属于低风险偏好资金，根据其持仓分析更加偏好低估值、基本面稳健的蓝筹板块。保险的权益资产占比已经从 2014 年 10 月的 10% 提升到 2015 年 10 月的 14%。特别是近期的保险行业的集中举牌，使得地产板块近一个月上涨了 19%。而银行理财资金的进场预计将加大对于蓝筹板块的配置，同时 2016 年初的保险行业整体开门红的情况预计也将十分乐观，再结合可能出现的商业养老险税延政策预期，我们认为 2016 年初的保险行业将具有投资机会。
- **投资建议:** 预计增量资金的进场、保险行业年初开门红的靓丽数据以及养老税延的政策预期将使得保险板块成为 2016 年初的明星板块。筹码分布、是否是纯粹的寿险标的将成为投资弹性的衡量指标，**板块内推荐真实流通盘相对较低的纯寿险标的新华保险和中国人寿。**
- **风险提示:** 政策推进速度低于预期

### 相关报告

保险:《监管篇: 偿二代, 险企监管新起点》	2015.12.23
保险:《举牌篇: 中小保险公司的突围之路》	2015.12.14
保险:《权益投资篇: 空间仍较大, 结构多元化》	2015.11.02
保险:《全年业绩高增可期, 应对利率下滑为长期逻辑》	2015.11.01
保险:《利率下行路漫漫, 投资稳中求突破》	2015.10.07

## 目 录

1. 核心观点.....	3
2. 银行理财收益率倒挂有望提升投资风险偏好.....	3
3. 资金面的策略思维：保险爱地产，银行爱保险.....	4
4. 基本面及政策面：保费增速阶段维持高位，养老税延预期增强保险投资逻辑.....	6

## 1. 核心观点

我们此前一直在强调近期的保险机会，重要的逻辑在于基于策略的增量资金入市的分母变化、基本面开门红保费高增长预期，以及养老压力加大带来的养老税延预期。

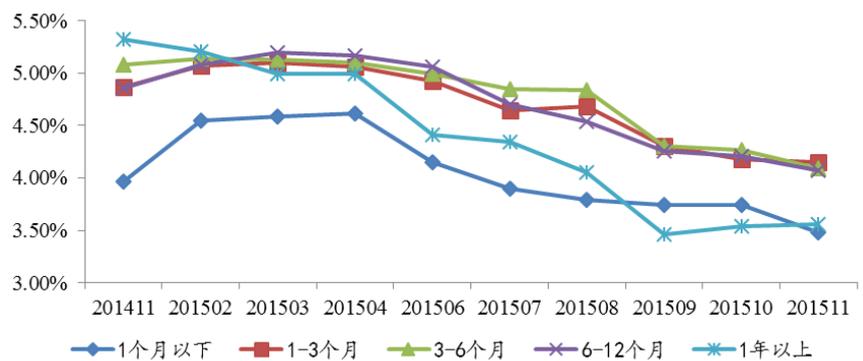
从我们目前微观调研情况来看，我们认为 2016 年初有较大概率银行体系的资金（理财资金是最具有入市需求的部分）会成为增量资金的主要来源。

我们预计增量资金的进场、保险行业年初开门红的靓丽数据以及养老税延的政策预期将使得保险板块成为 2016 年初的明星板块。筹码分布、是否是纯粹的寿险标的将成为投资弹性的衡量指标，板块内推荐真实流通盘相对较低的纯寿险标的新华保险和中国人寿。

## 2. 银行理财收益率倒挂有望提升投资风险偏好

从负债端的角度来看，虽然利率曲线下滑，但我们发现的是与银行理财做竞争的保险产品、大平台发售的互联网金融理财产品的收益率水平并没有显著下滑。这就使得银行理财的收益率水平被迫维持在较高的水平，目前银行理财产品的收益率水平维持在 4% 左右。

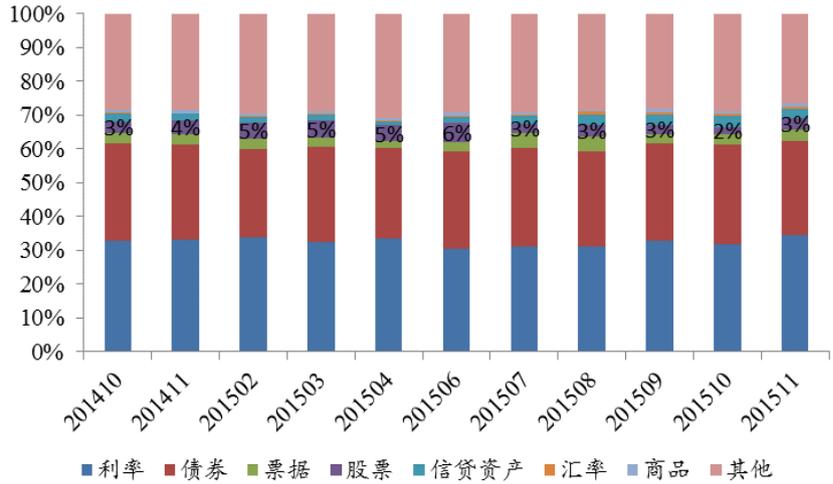
图 1 银行理财产品收益率持续下滑



数据来源：wind，国泰君安证券研究

而从银行理财的资产端来看，目前大部分的资产仍是配置在固定收益上，且从 2014 年 10 月至今，银行整体的资产配置没有发生显著的变化，权益配置比例在 2015 年 11 月仅有 3%，甚至是自从 2014 年 10 月以来的相对低位。

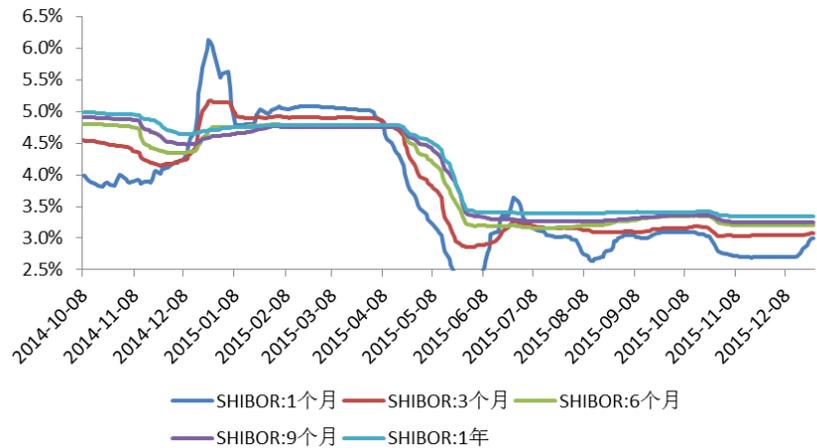
图 2 固定收益类资产目前依然是银行理财产品的主要配置方向



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

随着利率曲线的快速下滑, 目前同业拆借的利率水平已经完全低于同期限的银行理财的负债端成本了。银行理财资金面临资产端和负债端倒挂的压力。

图 3 银行间同业拆借利率低于同期限银行理财产品的收益率水平

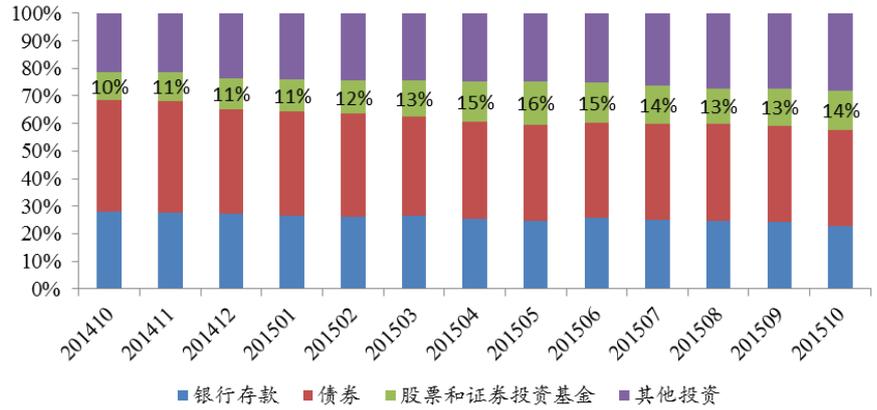


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

### 3. 资金面的策略思维: 保险爱地产, 银行爱保险

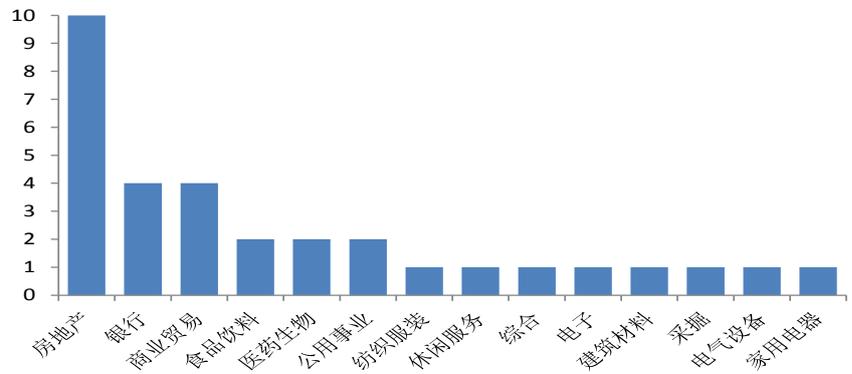
在这样一个背景下, 我们认为银行理财资金提升风险偏好, 增加权益端配置应该是大势所趋。目前与银行风险偏好类似但久期更长的保险资金早就在 2015 年提升了投资端的风险偏好也加到了权益端的配置比例。近期保险资金的进入已经推动了一波以房地产为首的蓝筹板块的投资机会。而由于保险资产投资管理规定, 使得保险资金很难大比例投资上市保险公司, 因此最近保险股的走势与增量资金关系不大。

图 4 保险资金配置权益资产比例 2014 年下半年来逐步提升



数据来源：保监会，国泰君安证券研究

图 5 保险资金举牌上市公司更倾向于房地产公司



数据来源：wind，国泰君安证券研究

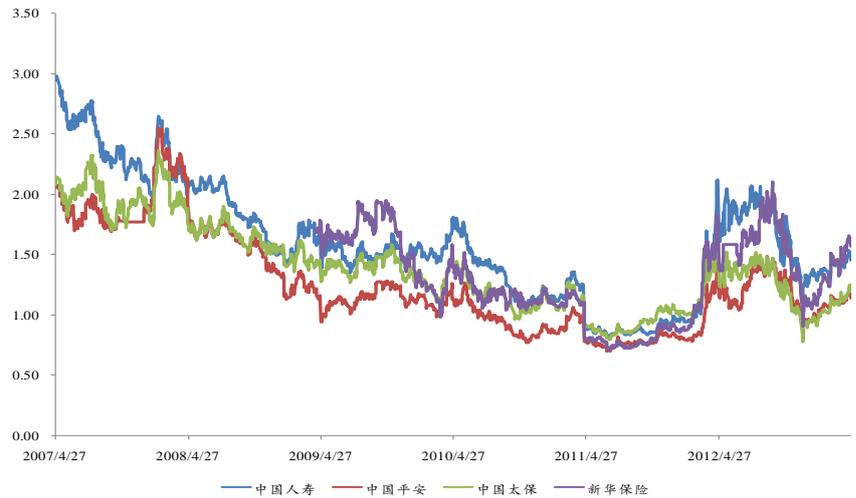
表 1: 房地产板块自 2015 年 12 月以来领涨 A 股

	2015 年 11 月涨幅	2015 年 12 月涨幅
房地产	7.56%	19.06%
保险	2.27%	11.13%
券商	9.99%	10.40%
沪深 300	0.91%	7.62%
银行	3.09%	6.49%
创业板	7.84%	4.57%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

但随着银行资金的入市，作为估值水平已经与 2011 年差不多，但阶段性基本面受到权益市场上涨推动的保险板块将更受偏好。我们预计随着年末考核以及流动性相对收紧的原因，增量资金的入市更有可能在 2016 年初发生。

图 6 目前保险板块估值与 11 年水平接近



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

#### 4. 基本面及政策面：保费增速阶段维持高位，养老税延预期增强保险投资逻辑

目前保险公司的产品收益率仍处于较高的水平，而且从我们微观调研的情况来看保险公司开门红仍有望维持较高收益率的产品策略。这使得2016年开门红的增速仍值得期待。这在基本面上支持了保险板块的投资机会。

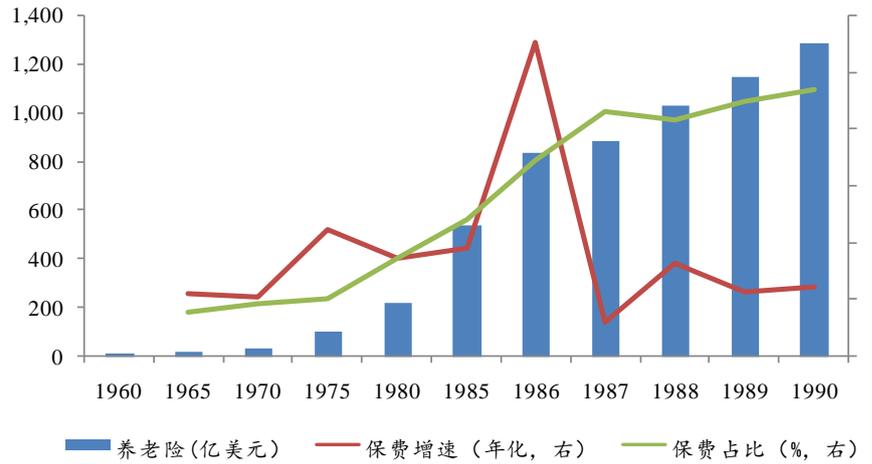
表 2: 保险公司理财型产品收益率仍保持较高水平

公司	产品名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
阳光人寿	理财王两全保险	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
国华人寿	理财宝两全保险	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
前海人寿	聚富五号终身寿险	6.55%	6.55%	6.55%	6.55%	6.55%	6.55%	6.55%	6.55%	6.55%	6.55%	6.55%
生命人寿	招财宝一号年金							7.65%	7.65%	7.65%	7.65%	7.65%
安邦人寿	长寿添利终身寿险	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
华夏人寿	财富一号两全保险	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

数据来源：国泰君安证券研究。

再有一个理由就是养老税延政策的预期。目前国家养老压力剧增，李克强总理也多次提及商业养老险税收递延政策的重要意义。参考美国的经验，养老税收递延政策的推出对于商业养老险长期发展具有重要的意义，因此，税收递延政策出台预期也有望成为保险板块上涨的重要催化剂。

图 7 美国养老税收递延政策出台后年金保费占比显著提升



数据来源：国泰君安证券研究

基于以上理由，我们认为立足 2016 年初的角度，我们再次重申保险的投资价值，并给予保险行业“增持”评级。板块内推荐筹码相对集中流通筹码少以及纯粹的寿险标的的新华保险和中国人寿。

表 3: 推荐公司估值水平

公司名称	股票代码	股价	P/E			P/B			P/EV		
			2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
新华保险	601336	54.37	26.48	17.50	13.80	3.51	2.87	2.43	1.99	1.63	1.43
中国人寿	601628	30.05	26.37	19.74	16.32	2.99	2.61	2.27	1.87	1.51	1.31

数据来源：国泰君安证券研究。股票价格为 2015 年 12 月 25 日股价。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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作为作出投资决策的唯一参考因素，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，需在允许的范围内使用，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

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 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。	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
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 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。	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:	gtjaresearch@gtjas.com		