

2008年10月29日

# 保险业行业研究简报

**——央行再次降息点评**
**市场数据**

行业优化平均市盈率	20.10
市场优化平均市盈率	20.60
国金保险业指数	178.66
沪深300指数	1658.22
上证指数	1719.81
深证成指	5798.67
中小板指数	2012.50


**相关报告**

- 1 《上市保险公司10月份月报》，2008.10.22
- 2 《降息周期对于保险行业弊大于利》，2008.10.9
- 3 《不确定性增加 但无需过度担心》，2008.10.7

**金融行业研究小组**
**茅炜**

 (8621)61038330  
 maow@gjzq.com.cn

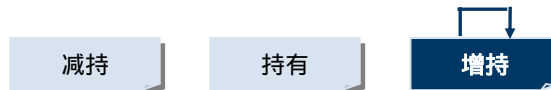
**李伟奇**

 (8621)61038291  
 liweiqi@gjzq.com.cn

**联系人：赵莉**

 (8621)61038257  
 zhaoli@gjzq.com.cn  
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

敬请参阅最后一页之特别声明


**事件**

- 从 2008 年 10 月 30 日起下调金融机构人民币存贷款基准利率，一年期存款基准利率由现行的 3.87% 下调至 3.60%，下调 0.27 个百分点；一年期贷款基准利率由现行的 6.93% 下调至 6.66%，下调 0.27 个百分点；其他各档次存、贷款基准利率相应调整。

**图表1：金融机构人民币存贷款基准利率调整表（单位：%）**

	调整前利率	调整后利率	调整幅度
<b>一、城乡居民和单位存款</b>			
(一) 活期存款	0.72	0.72	0.00
<b>(二) 整存整取定期存款</b>			
三个月	3.15	2.88	-0.27
半年	3.51	3.24	-0.27
一年	3.87	3.60	-0.27
二年	4.41	4.14	-0.27
三年	5.13	4.77	-0.36
五年	5.58	5.13	-0.45
<b>二、各项贷款</b>			
六个月	6.12	6.03	-0.09
一年	6.93	6.66	-0.27
一至三年	7.02	6.75	-0.27
三至五年	7.29	7.02	-0.27
五年以上	7.47	7.20	-0.27
<b>三、个人住房公积金贷款</b>			
五年以下(含五年)	4.05	4.05	0.00
五年以上	4.59	4.59	0.00

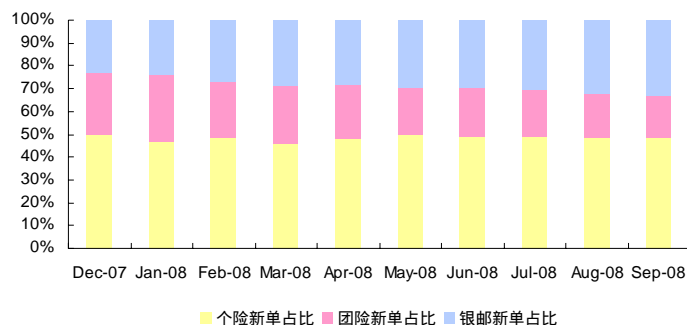
来源：国金证券研究所

**投资要点**

- 我们重申此前的观点，降息对于保险行业主要是寿险行业而言是弊大于利，主要影响就是降低了利差水平，正面影响则是可以改善产品结构，提高利润率水平。
- 本次降息与前次最大的不同有两点，第一，已经没有可以“暂停征收”的利息税影响；第二，三年期以上的存贷款是一个非对称的降息，存款降得多而贷款降得少。因此在此前《降息周期对于保险行业弊大于利》的基础上，我们首先来看看这两点对于保险行业的影响。

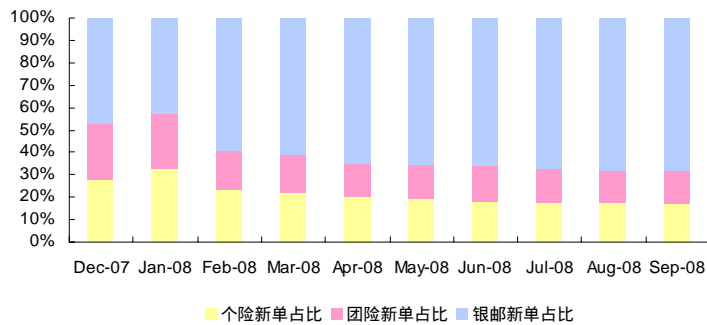
- ◆ 没有了利息税的影响，从保险产品需求的角度而言，对于更看重保险产品理财功能的客户而言，他们更看重的是保险产品的收益率和银行存款“税后”收益率之间的比较。由于前次降息有利息税的影响，使得税后利率降得要比税前利率降得少，因此保单成本下降的幅度事实上要小于投资收益率的下降幅度，对于保险公司而言利差缩小得更多。因此从单次降息的绝对影响上而言，本次降息由于没有了利息税的影响，对于保险公司而言负面影响没有前次降息大；
- ◆ 长期存款利率下降幅度大于长期贷款利率下降幅度，对于保险行业而言相对有利。保险公司尤其是寿险公司更关注的是长期收益率，那么长期存贷款的利率变化对于寿险公司影响更大。我们认为，对于企业债这样的产品，由于融资成本更多地是参考了贷款的收益率水平，使得企业债的收益率下降幅度会小于保险公司资金成本的下降幅度。因此，同样是从单次降息的绝对影响而言，本次降息的负面影响同样要小于前次。
- 总得来说，降息将降低保险公司利差，对于保险行业尤其是寿险行业而言是一个利空。
  - ◆ 对于现有业务，存在再投资风险。由于各家公司的资产久期普遍短于负债久期，因此存在再投资时利差出现降低的风险。
  - ◆ 对于新业务，利差缩小，对银行渠道短期（3~5年期）理财产品的影响较大。利差几乎是短期理财产品利润的全部甚至更多，利差的缩小将影响短期理财产品的生存空间，而对于银行渠道的影响最大。
- 降息将“迫使”寿险行业调整业务结构，回归保障，个人营销渠道实力较强的中国平安在这一过程中将体现出相对优势。
  - ◆ 从供给角度看，利润率降低将影响理财产品供应的积极性。对于银行渠道业务有两种选择，第一，主动出击，延长保险期间，从而以时间换空间，在更长的时间和更薄的利差上寻求利润，第二，被动防守，降低银行渠道的业务要求；
  - ◆ 从需求角度看，收益率降低将短期理财产品的影响需求。由于利差减小，保险理财产品中能够让渡给客户的收益也在收窄，将影响客户购买的积极性；
  - ◆ 保障需求是寿险产品无法替代的功能，产品将重归保障。一方面，由于理财产品销售会遇到一定的困难，销售渠道会更倾向于推销保障类的产品。另一方面，随着基准利率的下调，其与2.5%的定价利率之间的差距正在缩小，销售难度正在降低。
  - ◆ 平安借助良好的销售队伍和业务结构，将在调整过程中获益。从三家上市公司的新单保费结构来看，平安的个人营销渠道新单保费贡献在50%，而中国人寿和中国太保的这一比例则为20%左右。因此结构调整对于平安的压力较小，在这一过程中平安的结构优势将得到体现。

图表2：中国平安新单结构预测



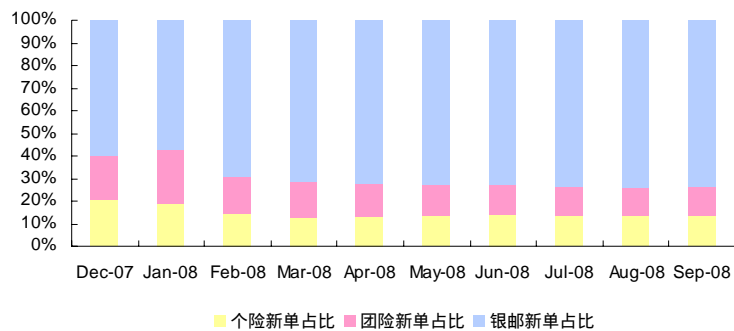
来源：国金证券研究所

图表3：中国人寿新单结构预测



来源：国金证券研究所

图表4：中国太保新单结构预测



来源：国金证券研究所

■ 投资资产结构将影响上市公司的当期业绩表现。

- ◆ 在降息周期中，存量的固定收益类资产的收益率并不随之降低，存量的资产结构将很大程度上影响到三家上市公司的投资收益率水平，从投资资产的配置来看，中国人寿和中国太保更为稳健

图表5：三家上市公司投资资产配置

	中国平安		中国太保		中国人寿	
	2007	1H08	2007	1H08	2007	1H08
债券型投资	50.45%	62.85%	47.42%	53.39%	54.52%	62.54%
定期存款	8.75%	11.06%	23.96%	30.72%	20.74%	22.40%
股权型投资	21.21%	11.79%	13.98%	7.68%	15.42%	8.60%
证券投资基金	10.33%	10.05%	12.32%	7.93%	8.58%	5.55%
贷款	0.51%	0.66%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资物业	0.80%	0.86%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其它	7.95%	2.74%	2.33%	0.27%	0.73%	0.92%

来源：国金证券研究所。

- ◆ 对于当期业绩的影响，我们假设三家公司可供出售类债券为 11 年，交易类都为 8 年，贷款利率下降 0.27 带来债券收益率 0.15 的下降幅度，两次降息总计影响 0.3，可以看出，对于平安的正面影响最大。

图表6：各家公司固定收益产品额度和对于当期业绩的影响（单位：百万元）

		1H08	久期	利率变化	浮盈	股本	APS	影响	
中国平安	交易类	33,156	8	0.30%	796	7,345	21	0.108	EPS
	可供出售类	122,560	10	0.30%	3677			0.501	BVPS
中国人寿	交易类	12,572	8	0.30%	302	28,265	10	0.011	EPS
	可供出售类	282,342	10	0.30%	8470			0.300	BVPS
中国太保	交易类	61	8	0.30%	1	7,700	8	0.000	EPS
	可供出售类	64,760	10	0.30%	1943			0.252	BVPS

来源：国金证券研究所

### 公司投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

### 行业投资评级的说明：

- 增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
- 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。