



1999-2009

国泰君安证券十周年

行 成 于 思 · 专 业 致 远



Providing Diamond Quality Service
Adding To Our Clients' Value

追随边际利差与总利差的同步趋势

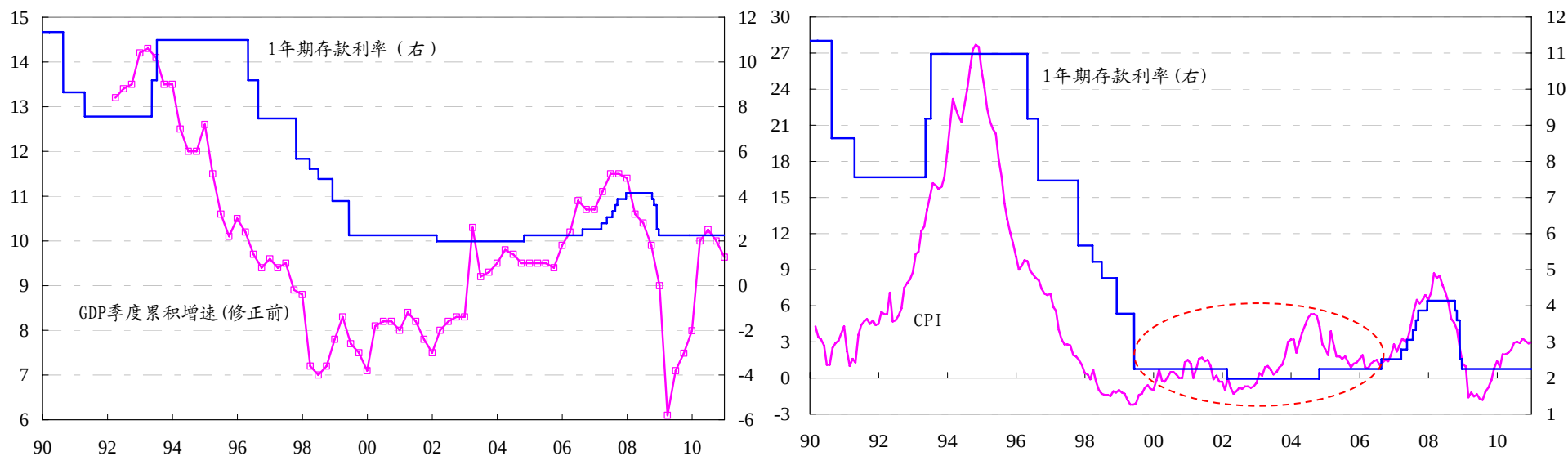
彭玉龙

二零零九年十二月



加息预期

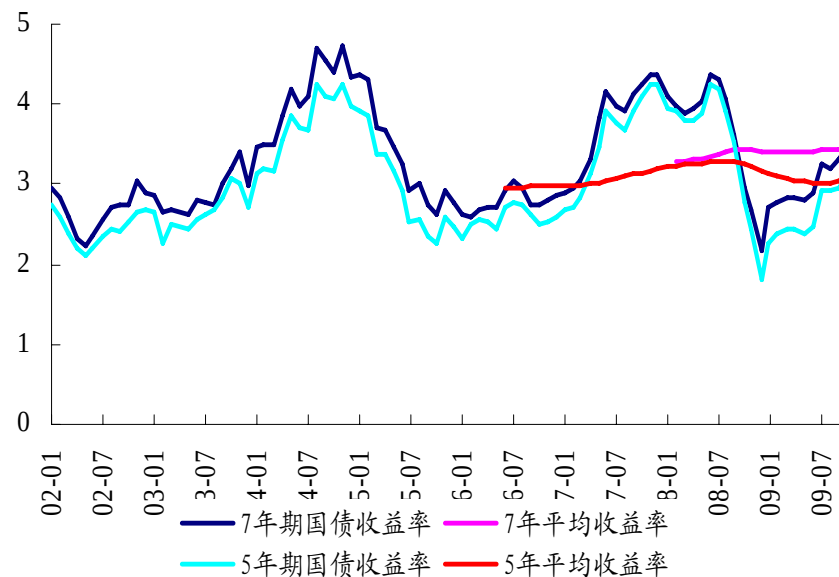
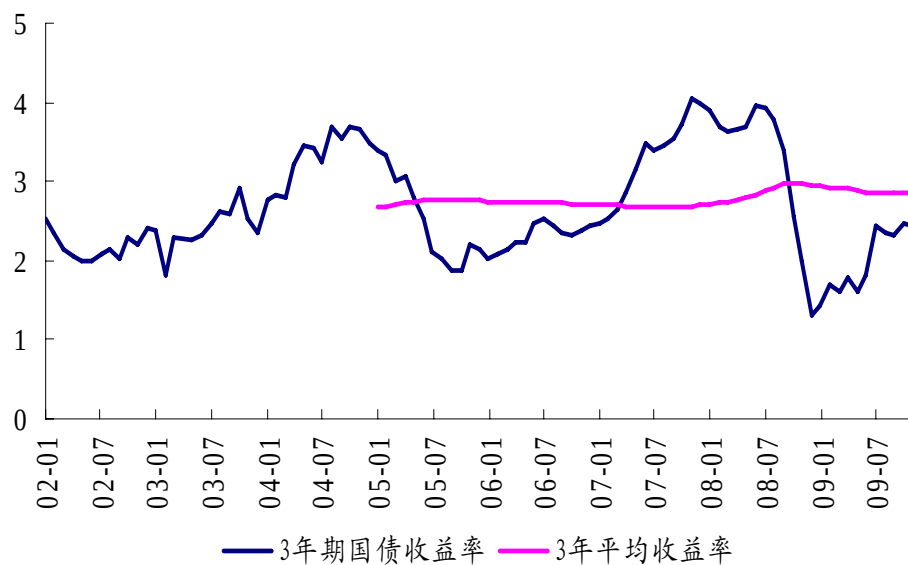
明年难以大幅加息：利率调整与经济增长更相关，与通胀关系的关联度要小





加息预期

债券收益率已接近平均水平





加息预期

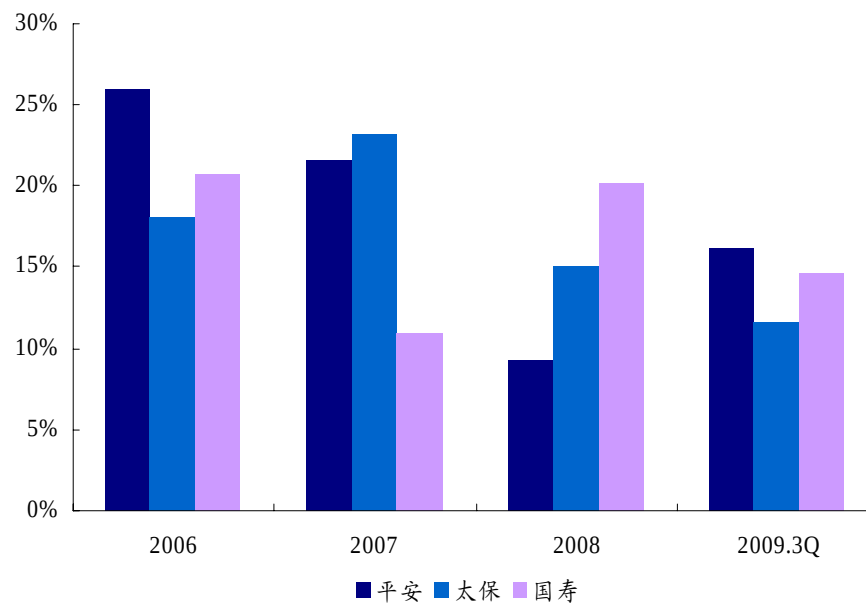
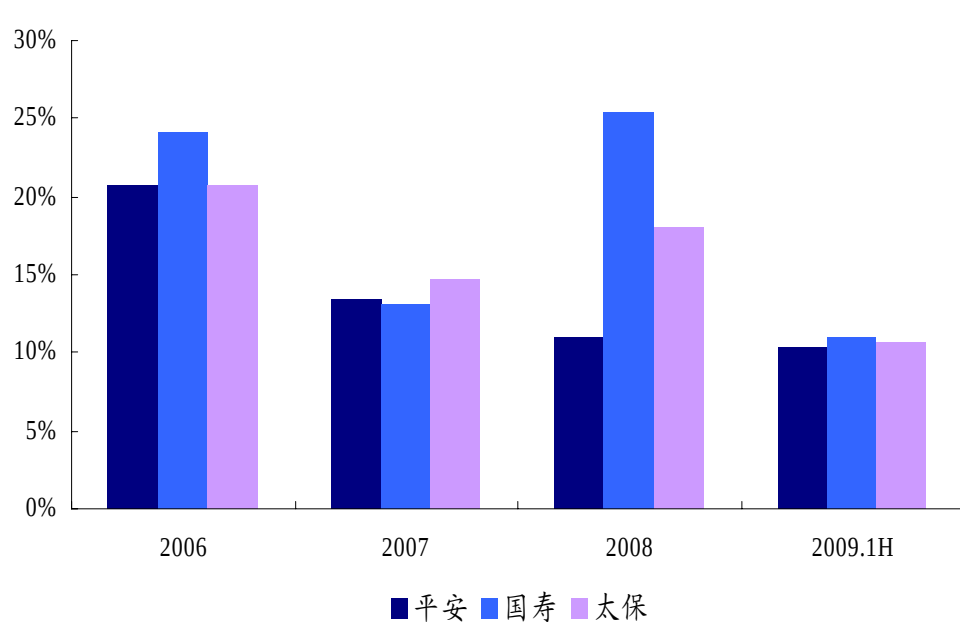
加息情景分析

- 由于债券投资期限较长，可能穿越几个加息周期，加息的影响要结合之前的利率周期来分析。
- 小幅加息，通胀预期下仍可能进一步推高债券收益率，但由于08年开始的降息周期较短，到期再投资的收益率不低，债券总投资收益率的上升幅度不会太大。
- 大幅加息，债券收益率大幅上升，但债券账面价值会受到损失。



总利差分析：边际不代表总量

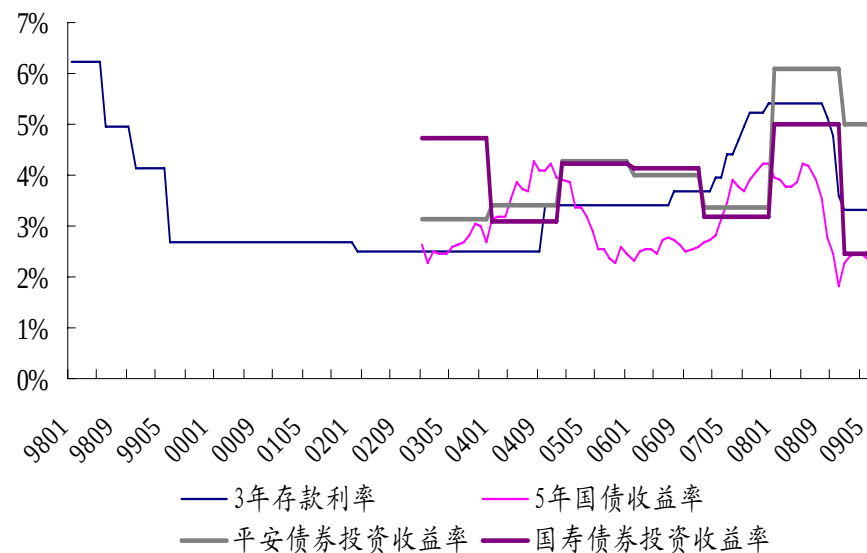
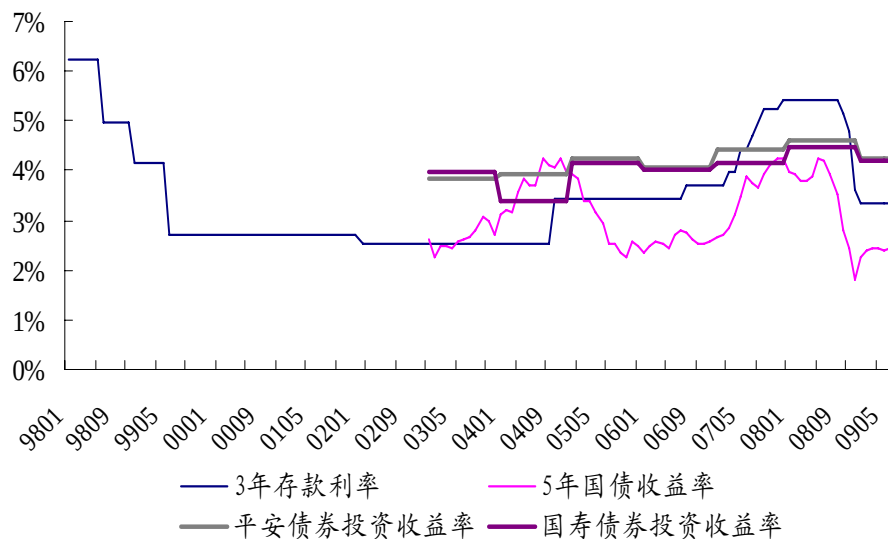
总量重于边际：每年新增投资和新增准备金只占存量的20%左右





总利差分析：边际不代表总量

债券投资收益率与利率变化不同步





总利差分析：边际不代表总量

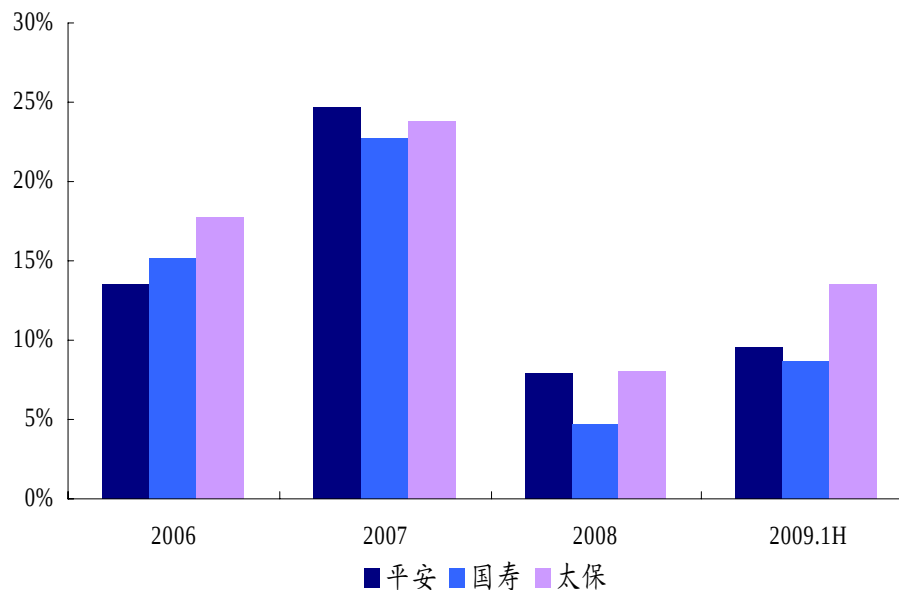
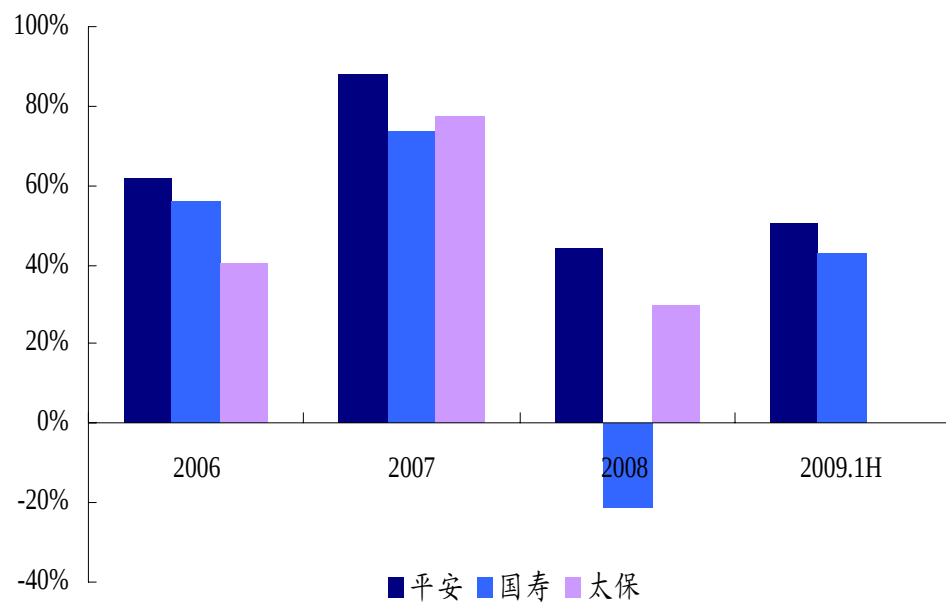
边际利差扩大也许意味着总利差缩小

季度（单位： BP）	边际利差变化	总收益率上升	总成本上升	总利差变化
1	25.00	1.25	0.00	1.25
2	47.50	3.75	2.50	1.25
3	67.50	7.50	7.50	0.00
4	85.00	12.50	15.00	-2.50
5	100.00	18.75	25.00	-6.25
6	120.00	26.25	30.00	-3.75
7	140.00	35.00	35.00	0.00
8	160.00	45.00	40.00	5.00



权益投资的决定性

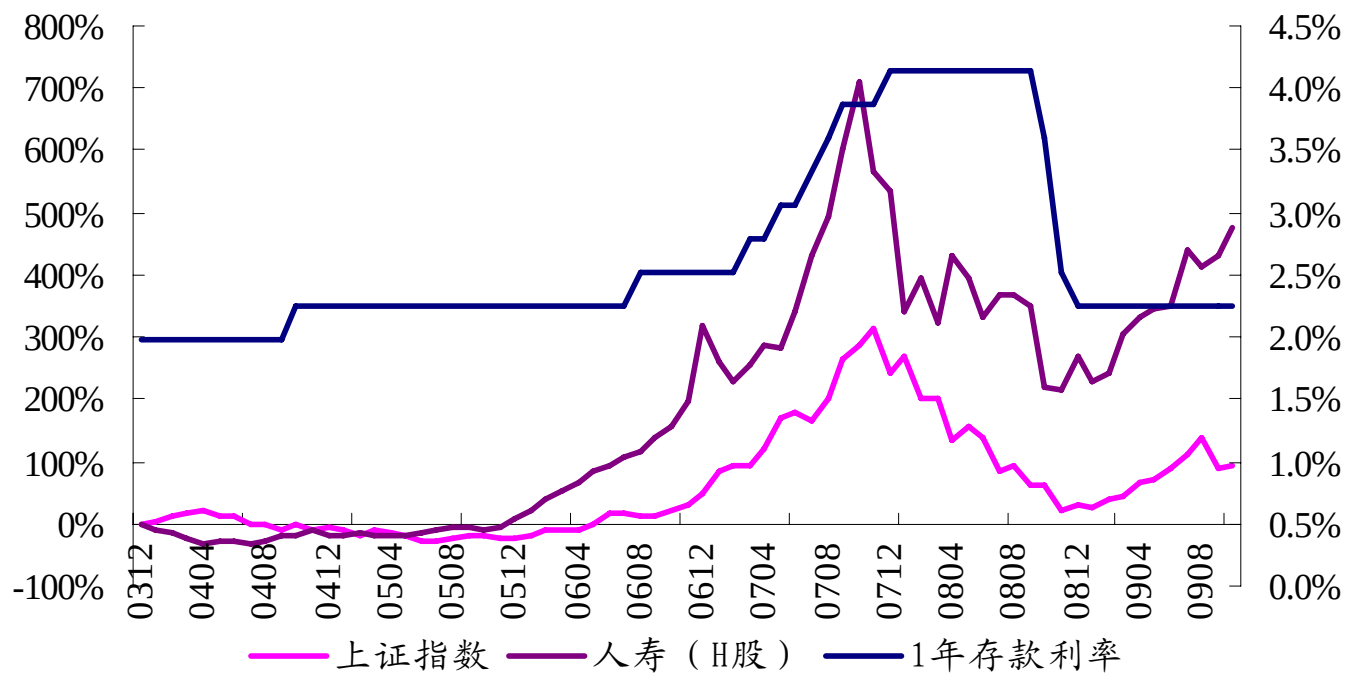
- 2006年以来（2008年除外），主要保险公司的权益投资收益占总投资收益的50%以上，而权益投资比例通常不超过20%





权益投资的决定性

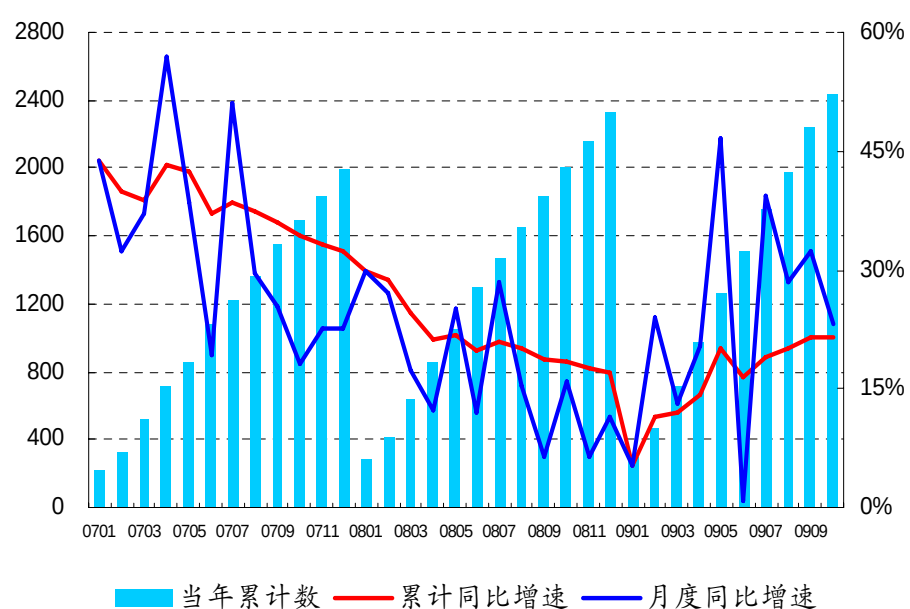
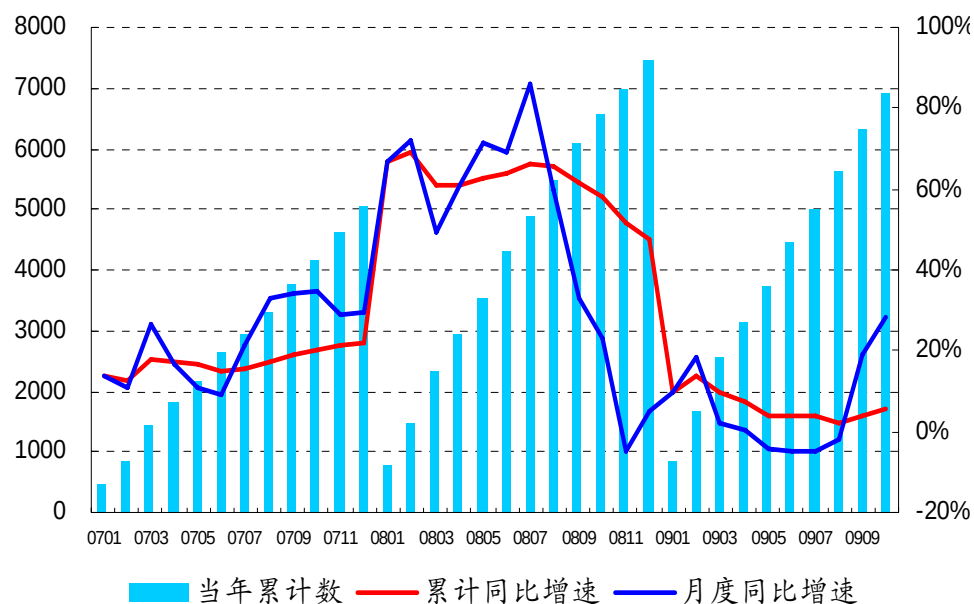
权益投资的决定作用，源于资本市场不仅影响增量，也影响存量，边际影响就是总量影响





保费恢复较快增长

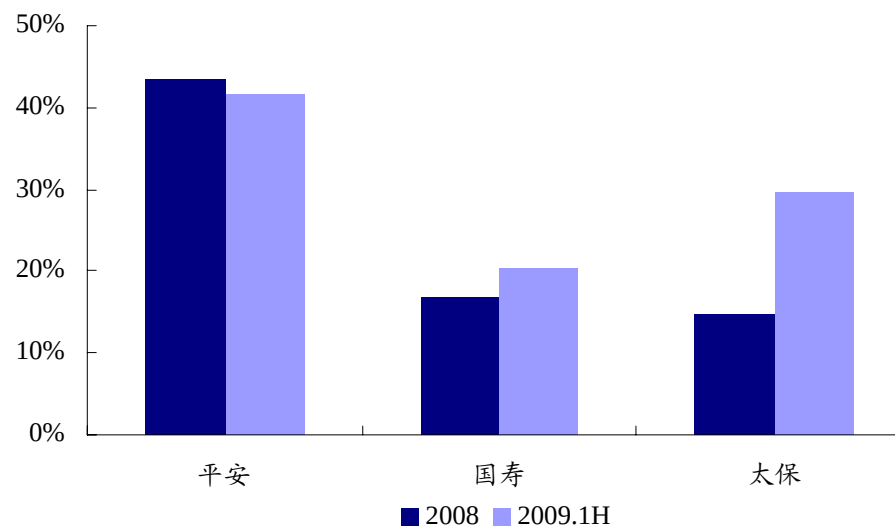
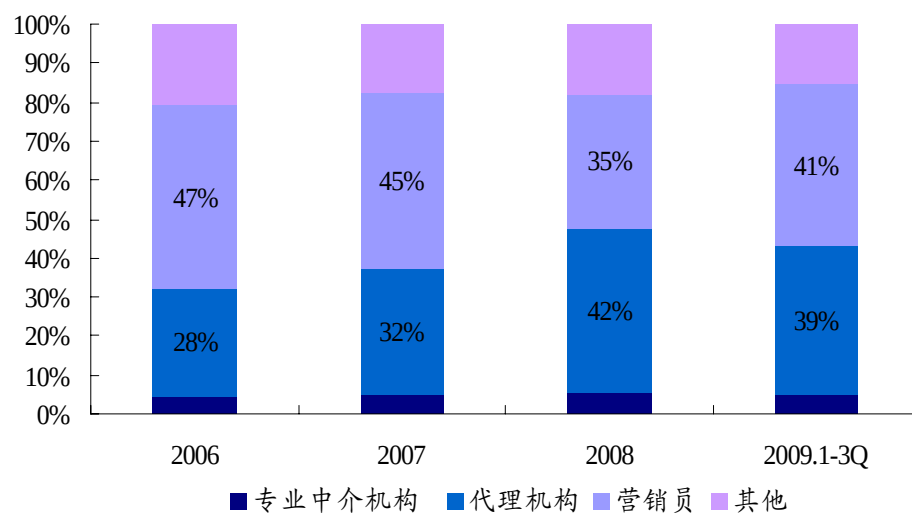
结构调整周年，增长基础得以夯实





保费恢复较快增长

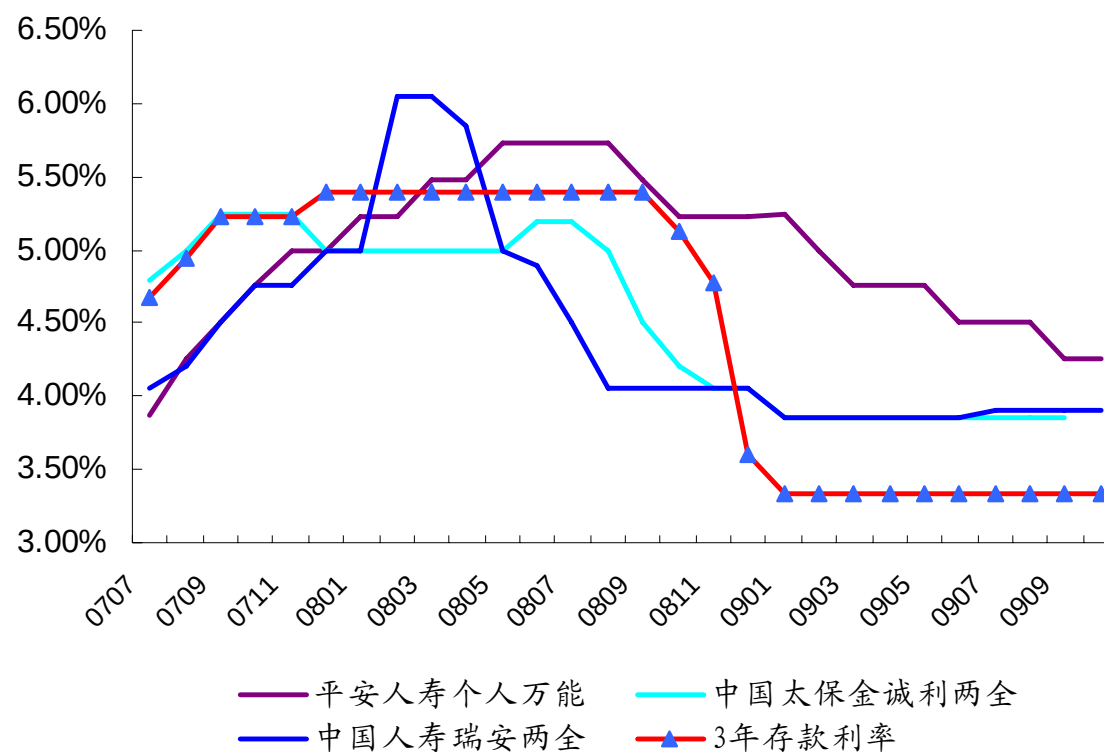
个险营销员销售占比提高，期缴比例上升





保费恢复较快增长

小幅加息对保费影响不大





保费恢复较快增长

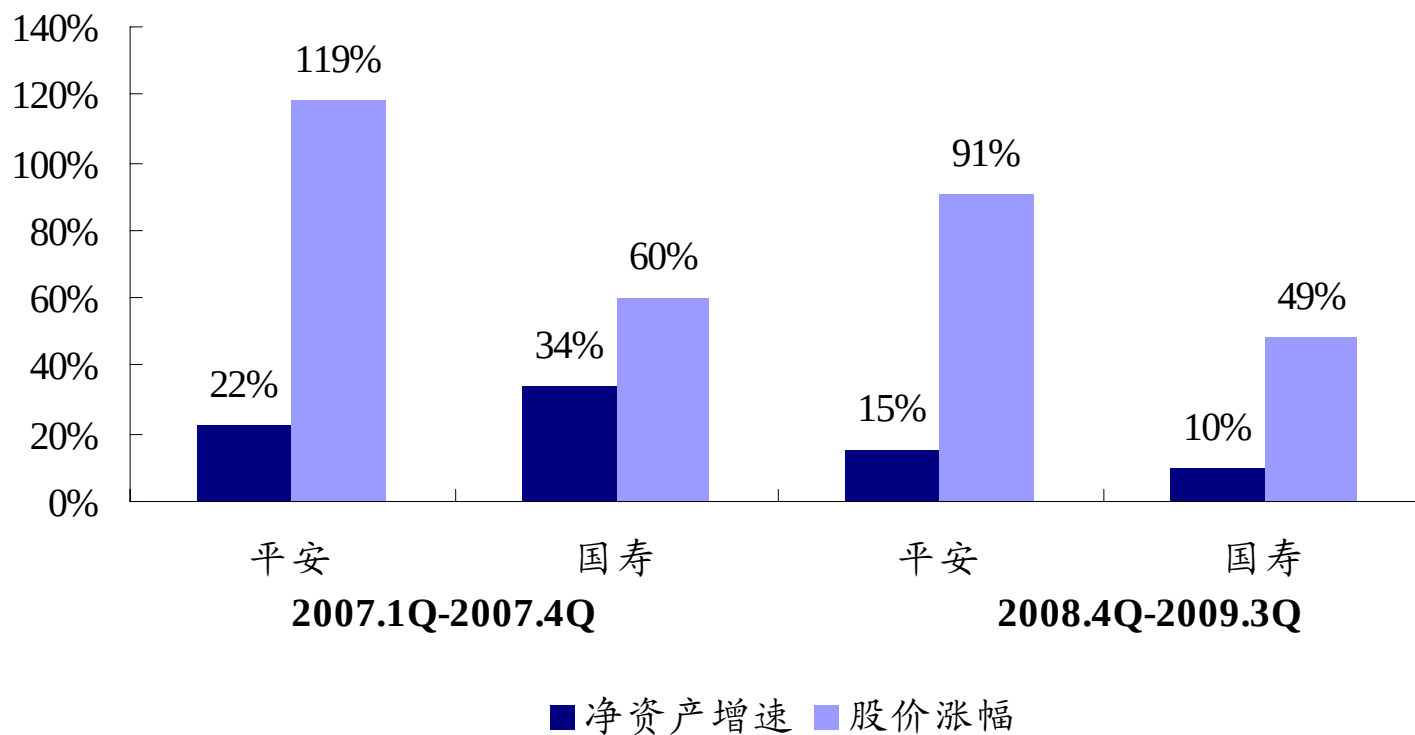
延税型个人养老保险带来边际增长

- 每月限额的选择可能有两个：1000、700和400元；
- 延税的方式也存在三种：当期抵免、税基递延、税款递延
- 假设首年30%的参与率，则2010年可增加寿险保费收入126亿以上。
- 平安的团险在上海市场有较强的竞争力；而太保作为本地的保险公司，与上海市属国有企业的关系较为密切。



估值比较

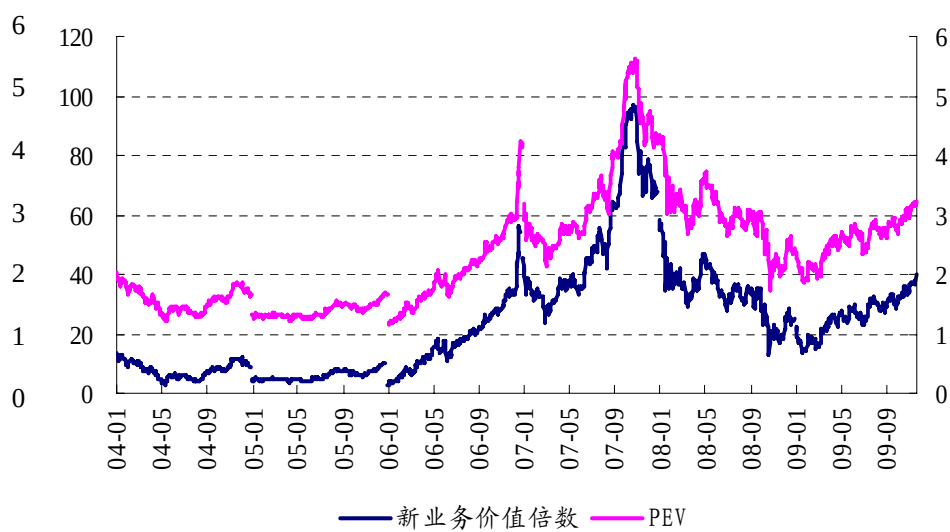
平安最近一年来保险股的涨幅是净资产涨幅的6.1倍，2007年是5.4倍。国寿分别为4.9和1.8倍。





估值比较

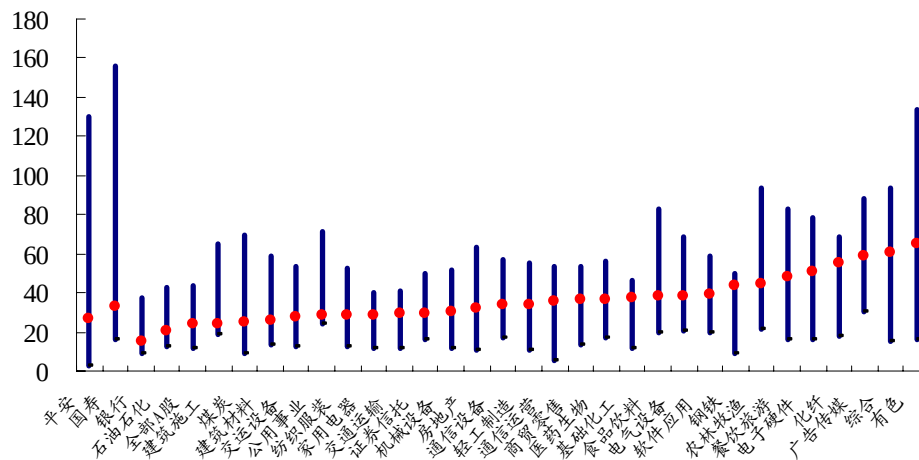
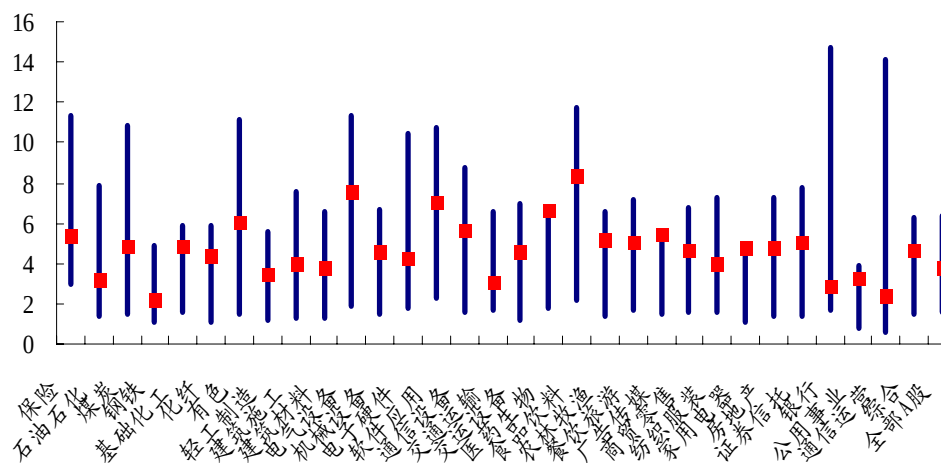
内涵价值估值





估值比较

行业估值比较（PB/PE）比较





投资策略

- **超配情景：**通胀预期持续升温，债券收益率继续上升，但不加息，或只是小幅加息，从而成本调整的压力很小，边际利差和总利差都上升。而且，由于利率不上升或上升很少，对保费不产生负面压力。
- **标配情景：**通胀预期比较温和，债券收益率维持稳定或缓慢上升状态，小幅加息，成本没有大的调整，边际利差和总利差维持稳定或小幅上升，保费受加息影响不大。
- **低配情景：**快速加息，成本向上提升，虽然边际利差上升，但总利差下降，保费受加息影响增长乏力。
- 我们认为等三种情况出现的可能性不大，而超配情景更适用于今年，因而我们判断明年标配情景的可能性更大，建议采取标配策略。考虑到资本市场因素，虽然我们认为明年总体上机会不如今年，但阶段性行情的出现是把握保险股的好机会。



投资策略

中国太保：增持

- H股上市可进一步降低目前的估值水平，特别是PB估值水平，在市场行情不好的情况下，可以大大增强防御性；
 - 结构调整奠定业务持续发展基础；
 - 估值仍有相对优势；
 - 上海国际金融中心建设带来一些政策性机会。
- 经营管理效率和投资能力还有进一步挖掘潜力。



投资策略

中国平安：谨慎增持

- 最具创新能力，拥有高效的经营管理机制和企业文化；
- 业务体系最完备，金控集团基本建立，整合程度较高。培育了处于不同发展阶段的金融业务，为其抵御市场竞争和较长时间的快速增长提供了保障；
- 寿险业务的可持续性和质量仍有明显优势。
 - 历史包袱较重，99年的利差损保单还需要一段时间去消化，对投资收益率下降敏感度较高；
 - 万能险、投连险等直面市场竞争的险种比例较大。



投资策略

中国人寿：中性

- 没有历史包袱，利差损保单均留给了集团；
 - 结构调整后，发展基础更稳健，主要险种是分红险，面临市场直面竞争压力较小，盈利能力较强；
 - 寿险业务的可持续性和质量仍有明显优势；
 - 经营稳健，作为最大机构投资者，可以分享重大项目投资收益
- 估值相对较贵；
- 规模大，市场份额面临越来越激烈的竞争；
- 经营管理效率和创新能力的竞争力不强。



国泰君安证券股份有限公司
GUOTAI JUNAN SECURITIES CO., LTD.

研 究 创 造 价 值

地址：上海市银城中路 168 号上海银行大厦

电话：021-62580818

网址：www.gtja.com