

保险 II

2009 年 12 月 22 日

股指、利率、险种结构与保险公司业绩

保险业 2010 年策略报告

投资要点:

- ✓ 我们的研究表明: 1) 收益率曲线的斜率与保险公司的利差无关。根据我们的测算, 保单成本对应收益率曲线的长端, 保险公司不能赚取所谓期限利差; 2) 利率升降对利差的影响有限, 因为, 利率上行时, 原有固定收益资产组合的收益率并不会提高, 只有到期资金和新增资金能获得更高收益率, 但原有保单的成本却会跟随新增保单一起上调, 从而抵消投资收益率上升的影响。
- ✓ 在升息趋势中, 不同类型保单的成本变动情况是不同的。传统险成本基本上不受利率变化影响; 分红险成本的变化对利率具有一定滞后性; 万能险成本对利率变化非常敏感。保单成本对利率变化越敏感, 利差就越难以因为利率上升而扩大。在分红、万能等新型业务占比很大的今天, 我们不能希冀保险公司的业绩仅仅因为利率上升而明显改善。
- ✓ 股权投资收益对保险公司业绩的影响非常显著, 尽管配置于权益类资产的资金只占少部分, 但对投资收益的贡献却占大部分, 特别是其对利差增量的影响是决定性的。
- ✓ 2010 年保险股的投资机会取决于资本市场能否继续向上, 保险股估值水平是否合理。我们认为, 目前保险公司重仓的大盘蓝筹股估值水平偏低, 保险股自身估值水平也还有上升空间, 在宏观经济继续好转的前提下, 保险股仍有投资价值。我们维持行业“增持”评级。

研究员: 刘鹏

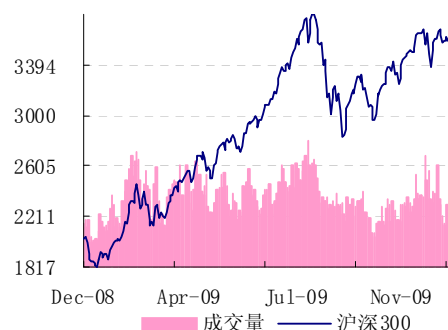
电 话: 025-84457777-355

E-mail: tpeng.liu@hotmail.com

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

行业评级: 增持 (维持)

市场走势



相关研究

低利率环境下的“危”与“机” (2009 年4 月2 日)

重股指, 轻利率——保险行业2009 年投资策略报告 (2008 年12 月29 日)

重点公司

股票名称	收盘价(元) 12/22	投资 评级	EPS			P/E			P/B		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
中国人寿	29.1	推荐	0.36	0.9	1.07	82	32	27	6.1	5.1	4.2
中国太保	23.24	推荐	0.17	0.61	0.85	137	38	27	3.7	2.8	2.5
中国平安	50.91	推荐	0.09	1.31	1.58	565	39	32	4.7	4.0	3.6

目录

一、利差与收益率曲线的斜率无关.....	3
二、利率升降对利差的影响有限.....	5
三、权益类资产收益率是利差的决定因素.....	6
四、其他几个对行业有重要影响的事项分析.....	8
（一）银行进入保险业对银保市场的冲击会逐渐显现出来.....	8
（二）会计新政影响将逐渐平息.....	9
（三）税延政策对行业影响深远，但出台时间和税优力度有不确定性.....	10
五、投资策略.....	10

对寿险公司的当期业绩进行分解，可分为利差、费差、死差、退保差、再保差、评估差等。死差、退保差等占比较小，费差对新公司而言是差损而非差益。尽管具有大量存量期缴业务的老牌公司有稳定的费差益，但对业绩起决定作用的还是利差¹。利差从何而来？我们认为，在成本对利率敏感的分红、万能业务占主体地位的业务结构下，利差的决定因素是权益资产组合的收益率而非利率。

一、利差与收益率曲线的斜率无关

收益率曲线陡峭与否跟寿险公司利差无关。有投资者认为，保单成本对应收益率曲线短端收益率，投资收益对应长端收益率，收益率曲线陡峭时保险公司利差会扩大。根据我们的测算，保单成本对应收益率曲线长端而非短端，因此保险公司并不能获取所谓的期限利差。以银保万能险为例，保单成本包括结算利率、银行手续费、偿付能力资本成本、保险保障基金费用及其他相关费用，扣除收取的初始费用后，年化资金成本达到了 4.7% 以上。截至 12 月 17 日，关键期限为 10 年的国债到期收益率为 3.7%，金融债为 4.1%，企业债为 5.4%。保监会对各类债券投资比例有严格的规定，就算按最为激进组合配置，将资金按 40% 的企业债+50% 的金融债+10% 的国债全部配置与 10 年期债券上，也不过获得 4.58% 的到期收益率，保单成本已超过收益率曲线长端的收益率。因此，收益率曲线斜率变化不是保险公司利差变化的主要原因。

表格 1 保险公司债券投资比例规定

债券种类		投资比例
政府债券		自主确定投资总比例和单项比例，保持一定比例的政府债券
金融债	央票	自主确定投资总比例和单项比例
	政策性银行金融债券和次级债券	自主确定投资总比例和单项比例
	商业银行金融债券和次级债券	按成本价格计算不得超过该保险机构上季末总资产的 30%；
	商业银行次级定期债务	按成本价格计算不得超过该保险机构上季末总资产的 8%
	保险公司次级定期债务	按成本价格计算不得超过该保险机构上季末净资产的 20%
	国际开发机构人民币债券	自主确定投资总比例和单项比例。
企业（公司）债		不超过该保险机构上季末总资产的 40%
其中：无担保债券		不得超过该保险机构上季末总资产的 15%

资料来源：CIRC，华泰证券研究所

¹所谓利差，我们参照保监会的定义：

“利差益”= “普通账户利差益” + “分红账户利差益” + “万能账户利差益” 其中：

“普通账户利差益”= “普通账户净投资收益” - “普通账户评估利息” - “累积生息红利利息成本（若累积生息红利已从分红账户转出）” - “次级债利息支出”。

“分红账户利差益”= “分红账户净投资收益” - “分红账户评估利息” - “保户红利支出中来源于利差益部分” - “损益表分红保险特别储备提转差（来源于利差益部分）” - “累积生息红利利息成本（若累积生息红利未从分红账户转出）”。

“万能账户利差益”= “万能账户净投资收益” - “支付保户结算利息” - “万能持续奖金支出（与投资相关部分）” - “万能非账户准备金提转差（与投资相关部分）” - “损益表万能平滑准备金提转差”。

表格 2 中国人寿各类债券占比 单位: 百万元, %

	2009H1		2008	
	金额	占比	金额	占比
国债	159,857	29.8%	184,122	32.0%
政府机构债券	240,918	44.8%	275,181	47.8%
企业债券	83,754	15.6%	72,420	12.6%
次级债券/ 债务	52,731	9.8%	44,469	7.7%
合计	537,260	100.0%	575,885	100.0%

资料来源: 公司数据, 华泰证券研究所

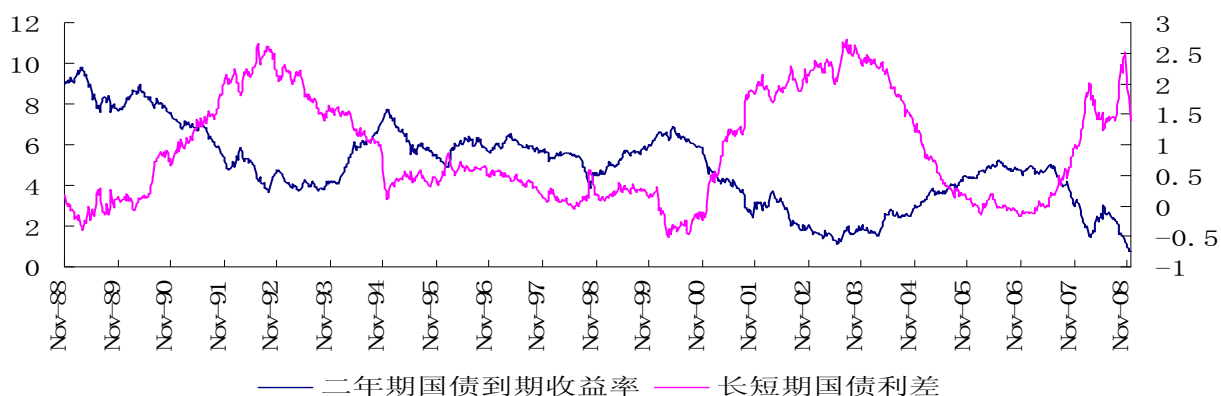
表格 3 中国太保各类债券占比 单位: 百万元, %

	2009H1		2008	
	金额	占比	金额	占比
国债	17,173	10.5%	17,418	11.4%
央行票据	220	0.1%	3,867	2.5%
金融债	63,248	38.5%	57,721	37.6%
企业债	83,596	50.9%	74,359	48.5%
合计	164,237	100.0%	153,365	100.0%

资料来源: 公司数据, 华泰证券研究所

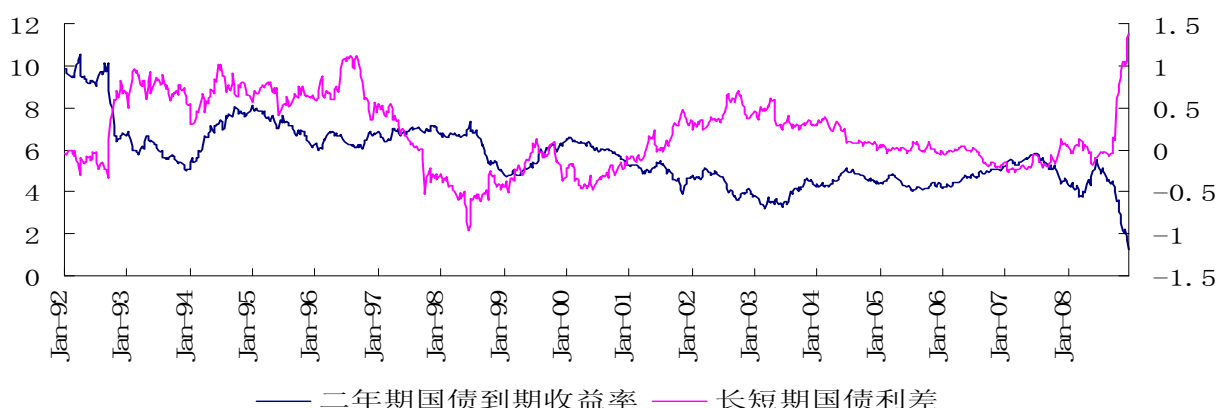
根据我们对各个国家几十年数据的统计, 在一个利率周期中, 收益率曲线在升息过程中变得都平缓, 在降息过程中变得陡峭。如果说利差伴随着收益率曲线陡峭化而扩大, 把这个论断换句话说就是利差随利率下降而扩大 (因为只有在利率下降时收益率曲线才会陡峭化), 这个推论显然不能被大多数投资者接受。

图表 1 利率走势与长短期债券利差变化 (美国)



资料来源: 彭博资讯, 华泰证券研究所

图表 2 利率走势与长短期债券利差变化 (英国)



资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

二、利率升降对利差的影响有限

就固定收益组合来说，利率上升，到期资金和新增资金的投资收益率也会上升，整个固定收益组合的收益率肯定也是上升的。但衡量利差要同时考虑投资收益率和保单成本，问题的关键在于保单成本是不是也随利率变化而变化。

如果保单成本是刚性的，如上世纪 90 年代的日本和中国，利率下降到保证利率以下，这时候利率继续向下但保险公司必须支付保证利率，那保险公司会因为利率的下降很受伤。现在的情况是保证利率很低，按照保监会相关规定，1999 年 6 月以后签发的保单其保证利率在 2.5% 以下，在这个利率以上，理论上保单成本是可以调整的。

除了保证利率外，不同险种的成本对利率的敏感度也不一样。对传统险来说，其赔付或给付应该说和利率没有太大关系，传统险的成本可以认为是利率不敏感的，利率上升会扩大其利差益。对分红险来说，利率上升时，支付给保户的红利也会增加，因此保单成本随利率变化而变化，但成本的变化具有一定滞后性。对于万能险，保单成本随利率的变化体现在按月公布的结算利率调整中，其对利率变化最为敏感。

表格 4 中国人寿主打产品长期寿险责任准备金 单位：百万元，%

产品	险种	2009H1		2008	
		金额	占比	金额	占比
鸿丰两全保险	分红	251,178	29.1%	214,396	27.9%
康宁终身保险	传统	132,305	15.3%	118,650	15.4%
鸿泰两全保险	分红	34,750	4.0%	49,138	6.4%
鸿鑫两全保险	分红	78,075	9.0%	74,551	9.7%
鸿瑞两全保险	分红	14,304	1.7%	24,396	3.2%
其他	N/A	352,632	40.9%	287,990	37.4%

资料来源：公司数据，华泰证券研究所

表格 5 中国太保分险种保费收入 单位：百万元，%

	2009H1		2008H1	
	金额	占比	金额	占比
传统型保险	7,610	21.6%	7,700	19.8%
分红型保险	25,149	71.5%	15,914	41.0%
万能型保险	689	2.0%	13,774	35.4%
短期意外与健康保险	1,706	4.9%	1,467	3.8%
合计	35,154	100.0%	38,855	100.0%

资料来源：公司数据，华泰证券研究所

表格 6 中国平安分险种保费收入 单位：百万元，%

	2009H1		2008H1	
	金额	占比	金额	占比
分红险	28,358	38.4%	21,597	39.6%
万能险	31,293	42.3%	14,400	26.4%
长期健康险	4,354	5.9%	4,203	7.7%
传统险	2,755	3.7%	2,818	5.2%

投连险	2,570	3.5%	5,298	9.7%
年金	1,361	1.8%	3,259	6.0%
短期意外及健康险	3,230	4.4%	2,982	5.5%
合计	73,921	100.0%	54,557	100.0%

资料来源：公司数据，华泰证券研究所

需要特别注意的是，利率上升时，投资收益率的上升只对应新增资金和到期资金，原有的固定收益组合的收益率是不变的，整个固定收益组合的收益率上升会非常有限。但利率敏感类保单的成本却是新、老保单会一起上升，成本的上升会比较显著。就总体效应来看，在分红、万能等成本对利率敏感的保单占主体地位的今天，利差难以仅仅因为利率上升而明显扩大。

当然，有投资者认为，在利率上升初期，保单成本的上升往往滞后于投资收益率的上升，因此该时期利差是扩大的。我们同意利率上升初期利差益通常是快速扩大的，但是，这一时期利差益快速扩大的主要原因是权益投资组合在这一时期往往有非常好的表现，相比较而言，由于利率上升，固定收益组合投资收益的增量非常微小。我们不妨以中国平安三季报数据为例粗略测算一下其固定收益类组合在利率增加 1 个百分点的情形下增加的投资收益。

- 1) 根据历史数据，该公司在 1 年内到期的固定收益率品种约占总量的 10%-16%，我们假定前三季到期资金比例为 12%；
- 2) 新增资金根据保费收入-赔付-退保-手续费佣金-业务及管理费用来估算；
- 3) 假定保费收入、到期资金以及利率的变化在前三季是均匀的。

则到期资金为 480 亿元，新增资金为 650 亿元，合计 1130 亿元。利率上升一个百分点当期增加的利息收入只有 $1/4 \times 1130 \times 0.01 = 2.825$ 亿元，相对于动辄百亿之巨的权益投资收益基本上可以忽略不计。即使考虑以后各期都能享受高一些的利息收入，其对利差益增量的贡献也远不能和权益投资收益相提并论。

三、权益类资产收益率是利差的决定因素

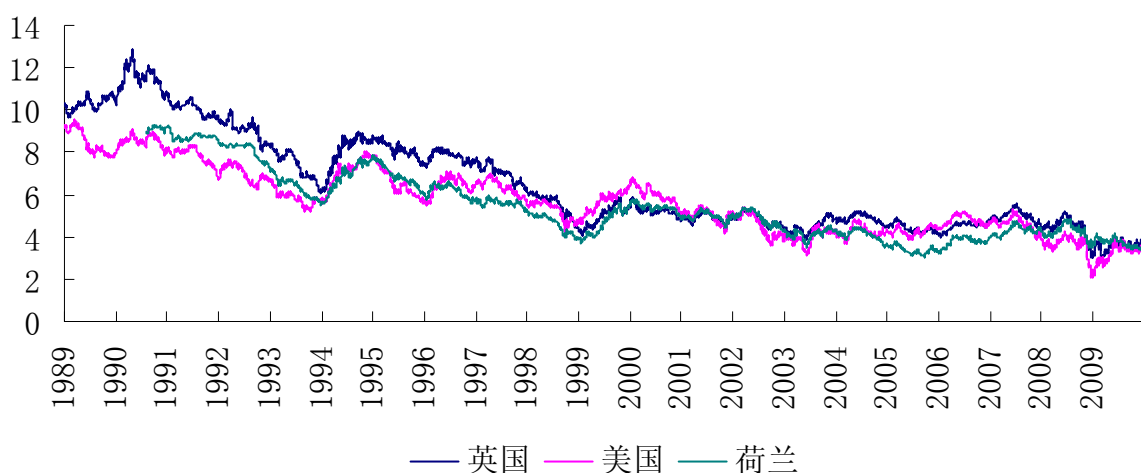
权益资产组合收益率对保险公司业绩的影响非常显著，尽管配置于权益类资产的资金只占少部分，但对投资收益的贡献确占大部分，特别是其对利差增量的影响是决定性的。主要原因在于：1) 权益类资产的收益率变化历来较为剧烈；2) 权益类资产收益率上升或下降会作用于整个组合，不存在固定收益组合要区分原有组合和新增资金的问题。

有些时候，利差的计算方法本身会掩盖权益投资对它的重要贡献。我们在首页尾注里提到的利差公式是把法定会计利润分解成利差、费差、死差等分项部分，但会计利润本身可能没有反映当期的真实业绩。这其中要特别注意两个问题：一是公式中净投资收益未考虑 AFS 中未实现的资产浮盈(亏)；二是分红特别储备以及万能平滑准备金对当期利差的平滑作用。如 2008 年资本市场暴跌之时，如果拿出一些公司利源分析表来看，你依然可能发现其利差

是正确的，但是 AFS 资产中的巨额浮亏和对前期分红特别储备、万能平滑准备金的消耗你却没看见。

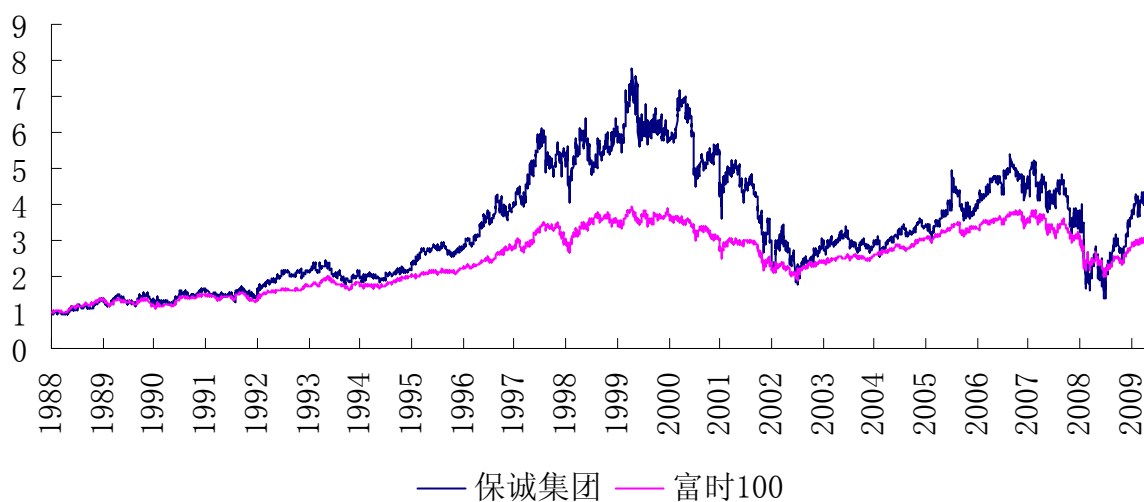
我们用全球主要保险股几十年的历史数据，对股价表现与股指、利率、长短期国债利差的关系做过统计分析，结果表明，去除股指收益率的影响后，投资保险股的超额收益和股指收益率具有统计意义上的正相关关系，与利率和利差的相关关系均不显著。鲜活的例子是，上世纪 80 年代末到 2000 年科技股泡沫破裂前，欧美国家 10 年期国债到期收益率普遍从 10%以上下降到 5%左右，然而这段时期欧美主要寿险股却表现非常优越，多数远远跑赢指数。

图表 3 10 年期国债到期收益率走势



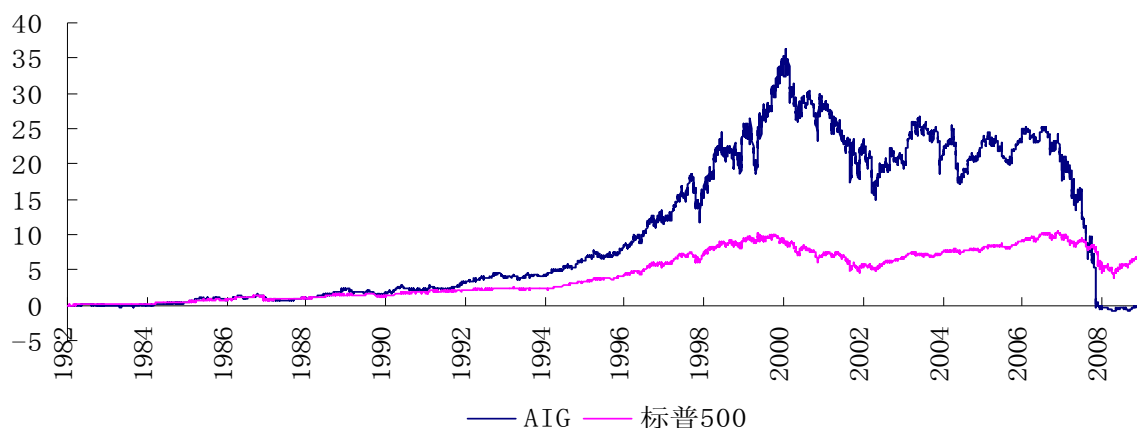
资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

图表 4 保险股牛市更牛，熊市更熊的特征（保诚）



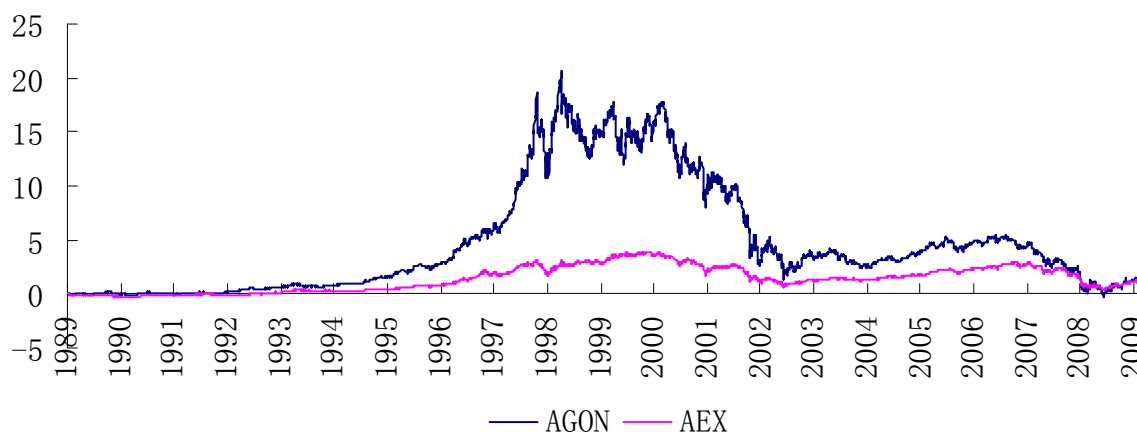
资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

图表 5 保险股牛市更牛，熊市更熊的特征（AIG）



资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

图表 6 保险股牛市更牛，熊市更熊的特征（AGON）



资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

四、其他几个对行业有重要影响的事项分析

（一）银行进入保险业对银保市场的冲击会逐渐显现出来

近期，银监会公布了《商业银行投资保险公司股权试点管理办法》，引起市场对银行竞争威胁的担忧。我们在 2008 年 6 月的报告中评论过，银行进入保险业对保险市场产生的冲击，取决于进入行规模、新设还是参股、被参股公司规模、被参股公司性质、参股比例等因素《进入方式决定冲击力度——银行进入保险业分析》。

四大国有商业银行和邮政系统是银保产品分销的绝对主力，合计份额在 80%以上。如果进入者是这些大机构之一，对市场冲击则可想而知。

保险公司只能在有分支机构的区域展业，而保险公司的分支机构开设受到较严格监管。具体来看，省级分支机构开设审批较严格，三级以下分支机构审批较宽松。如果被参股公司省级分支机构已经开设完备，即使其总体规模不大，短期内依然会对市场产生较大影响。

目前，对外资保险公司的分支机构开设监管较严，一般控制在一年 1-2 个省级分公司。如果被参股公司为外资机构，则对市场影响相对较弱。但如果银行控股后从外资转变为中资，则又另当别论。

银行与被参股保险公司是否展开排他性合作取决于其利益权衡，而这又和参股比例休戚相关。就短期利益来看，参股后银行得到的利益是按参股比例分配的利润。目前，银保资金成本大约在 5% 左右，只有投资收益率超过资金成本，银保业务才有利可图。如果参股比例过低，即使排他性合作后被参股保险公司银保业务能达到银行以前代销保险规模，对银行来说可能仍然是不合算的。从长期利益看，如果参股比例过低，银行难以达到控股被参股公司，实现其混业布局的长期战略意图。

就目前来看，应该是允许银行控股。受资本金约束，被参股公司是中小保险公司，其中，进展最快的交通银行入股中保康联已经获得了保监会和银监会的批准，中国银行入股恒安标准已或保监会原则同意。交行代理销售银保约有 4% 的市场份额，中行有 8% 左右。中保康联目前业务范围尚限制在上海本地，而恒安标准现有 8 家分公司。就短期来看，这两起合作还不足以在银保市场掀起轩然大波。但随着工行、建行、招行、北京银行、光大银行等参股保险相继获批，银保市场重新洗牌不可避免。

（二）会计新政影响将逐渐平息

今年 1 月，保监会下发了“关于保险业实施《企业会计准则解释第 2 号》有关事项的通知”，通知提出，包括境内、境外上市保险公司在内的所有保险公司，编制 2009 年年度境内、境外财务报告时应遵循以下会计政策：

- 1、保费收入的确认和计量引入重大保险风险测试和分拆处理；
- 2、保单获取成本不递延，计入当期损益；
- 3、采用新的基于最佳估计原则下的准备金评估标准。

其中，重大保险风险测试标准、保费分拆标准、新准备金评估标准可能将于近期发布。在 H 股财报中，保费收入是区分保险合同和投资合同的，而 A 股财报都确认为保费。我们估计，新政策实施后，A 股财报投连、万能险进入投资账户的保费将不能确认为保费收入，对于非投连和万能险，则按照《重大保险风险测试实施指引》进行测试决定是否确认为保费。由于平安万能险占比较大，这一条对其保费列示有较大影响。

原会计政策下保单获取成本在 H 股财报中可以递延，在 A 股财报中不允许递延，如果按年初文件，统一规定不允许递延，则对 H 股净资产和利润影响较大。原会计政策下传统人身险准备金在 H 股财报中参考国际会计准则和美国会计准则提取，在 A 股中根据保监会有关精算规定提取，具体是高保证利率保单评估利率不高于保监会每年公布的评估利息率（7.5%）；1999 年 6 月后开发的产品不高于 2.5%。对高保证利率保单来说，目前 A 股财报准备金是低估的；而对 1999 年 6 月开发的产品，A 股财报准备金是过于保守的。新政

策下要求 A/H 财报中均采用新的基于最佳估计原则进行估计。

对于准备金评估具体方法，传统险可能要求按零息国债即期收益率加上一定风险溢价进行评估。对于高利率保单准备金差异，可能允许公司在未来 5 年内均匀摊销。总体来说，由于准备金评估利率应该会给予公司一定自由度，而且，新旧会计政策引起的准备金评估差异应该会允许公司在未来若干年内摊销，因此对净资产和利润的影响不会太剧烈。

而且，值得注意的是，目前具体细则仍没有出台，最后对财报的具体影响仍具有一定不确定性。我们注意到保监会牵头成立的“保险业贯彻实施《2 号解释》领导小组”中，包括三大上市保险公司的财务精算负责人，相关保险公司一定会对政策制定有所影响。而且，管理层在确定最终方案时，也会对资本市场预期反应有所考虑。

尽管最终政策细则未出台，可以预见的是中国人寿的净资产和利润会因此有所增加，中国平安的净资产和利润会因此减少。但这终究是一场数字游戏，预计新政细则正式出台后，其影响将逐渐平息。

（三）税延政策对行业影响深远，但出台时间和税优力度有不确定性

根据中国老龄办的预测，未来的 30 年内中国将进入高速老龄化阶段，到 2020 年，老年人口将达到 2.48 亿，老龄化水平将达到 17.17%，到 2050 年，老年人口总量将超过 4 亿，老龄化水平推进到 30% 以上。

养老险在西方发达国家有税收优惠，而我国税优政策迟迟未能推出。尽管解决老有所养问题已刻不容缓，但税收优惠政策的推出涉及到多个部门协调的问题，尤其是和税务部门的协调工作能否做好成为关键。

我们的预计是，目前政府的工作重心还是放在解决低收入群体基本社会保障上，对于有能力购买商业养老险的群体，税优力度不会太大。

五、投资策略

2010 年保险股的投资机会取决于宏观经济能否持续健康增长，资本市场能否继续向上，保险股估值水平是否合理。我们认为，保险公司重仓的大盘蓝筹股估值水平偏低，保险股自身估值水平也还有上升空间，在宏观经济继续好转的前提下，保险股仍有投资价值。我们维持行业“增持”评级。

中国人寿（601628）：

2009 年坚持结构调整，1-10 月保费负增长 3.8%，其中个险增长约 10%，主要是续期保费增长较快，银保规模保费负增长约 10%，银保期缴保费翻番。

我们认为投资国寿要注意三个关键点：一是其以分红险为主的业务结构。前面分析过，分红险成本是随利率变化而调整的，但其成本对利率的敏感度没有万能险高，在升息周期中盈利能力强于万能险。二是要注意其没有高保证利率保单，目前其准备金计提非常谨慎，如果准备金按最佳估计原则计提，则其估值水平没有现在看起来的那么高。三是公司权益投资仓位较重，如果继续看好明年资本市场，则也应相信其一定有较好表现。我们维持其“推荐”评级。

中国平安 (601318):

1-10 月寿险保费收入 1,122 亿元，同比增长 33%；财产险保费收入 319 亿元，同比增长 40%。寿险与产险保费增速均远远高于行业平均水平。寿险新单以万能险为主，其银保保费仍实现了翻番。由于公司银保业务在全部保费收入中占比相对较小，尽管发展较快，占比仍明显低于国寿与太保，因此适当加快发展，风险仍然可控。特别是如果预期未来投资收益率向好，那么这种规模的扩张，仍然是有效益的。

从三季报情况来看，公司在股市波段操作取得了一定的成效。在三家上市保险公司中，唯有平安实现了净资产的正增长。从其他综合收益项看，1-9 月 59.35 亿元，三季度单季亏损 12.97 亿元。根据我们的测算，截止 9 月底，反映在资本公积中的可供出售金融资产浮盈约 12 亿元。

从估值看，我们预计公司 2009 年每股内含价值约 21 元，一年新业务价值 1.6 元，给予 30 倍新业务乘数，对应估值 69 元，维持“推荐”评级。

中国太保 (601601):

2009 年业务结构调整非常坚决，万能险基本停售，个险、银保渠道均以分红险为主。1-10 月寿险保费负增长 4.5%，增速落后于行业平均水平 10 个百分点；财产险增长 21%，与行业平均水平相当。

2009 年股权投资比较谨慎，到 2009 年中期为止股权投资占比 8.7%；债券组合较为激进，债券组合中企业债占比超过了 50%。前三季已实现投资收益 147 亿元，公允价值变动收益 1.25 亿元，其他综合收益-4.4 亿元。我们估计截至 3 季度末，AFS 累计浮亏约 40 亿元。从中报情况看，前十大归类于可供出售金融资产的股权投资中，有四只为地产股。预计四季度业绩增长有限。

H 股发行已经完成，预计 12 月 23 日在香港联交所主板上市交易。发行价 28 港元，发行 8.613 亿股，其中本公司发行 7.83 亿股，承担减持任务的股东出售 0.783 亿股，扣除佣金、费用后融资净额为 217 亿港元，合人民币 191 亿元，发行后每股净资产增至 8.15 元。

尽管业绩在三保险股中表现不佳，但 H 股发行后，资本实力大为增强，市净率远低于其他两只保险股。我们维持其“推荐”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。