



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2010 年 1 月 13 日

保险业

研究部

周光

分析员

zhoug@cicc.com.cn

赵慧颖

联系人

zhaohy2@cicc.com.cn

刘欣

联系人

liuxin3@cicc.com.cn

12 月万能险结算利率与投资收益情况综述

行业近况：

2009 年 12 月，平安寿险上调个人寿险万能险结算利率 12.5 个基点至 4.5%，中国人寿上调万能险结算利率 10 个基点至 4.0%，其它各主要寿险公司保持不变。

11 月，银行间市场保险资金债券持有量净增加 592.1 亿元，连续第六个月出现大规模加仓，增持的主要品种包括国债、政策性金融债和刚刚放开投资的中票等。12 月，随着年内发行接近尾声，债券市场仍然没有取得方向性的突破。1 月初，随着 3 个月和 1 年期央票发行利率的上升，央票利率新一轮调整开始。由于市场对此已有预期，所以国债和政策性银行债并没有激烈的反应，收益率仅出现小幅度上升。1 月 12 日，央行宣布上调存款准备金率 0.5%。

12 月以来，A 股市场维持震荡态势，上证指数全月涨幅为 2.6%。

评论：

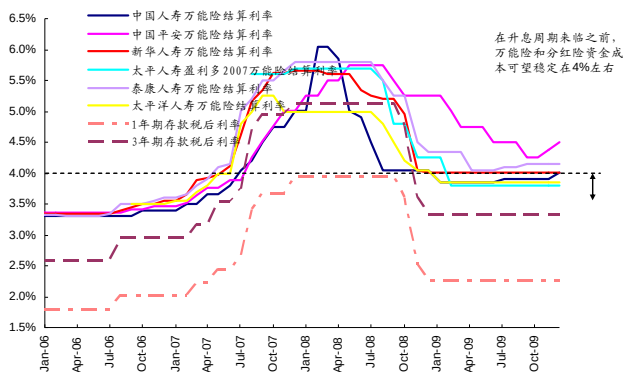
- ▶ **平安万能险结算利率继续策略性微升，寿险保单资金成本总体继续保持稳定。**平安寿险继续小幅调升其 12 月个人渠道万能险结算利率。我们认为，平安该举措仍属策略性微调，意在保持其万能险产品相对主要竞争对手较为突出的吸引力，在显示公司不错的投资收益水平和较为雄厚的万能险平滑准备金储备的同时，也有助于公司获取保费收入增长的“开门红”。总体而言，我们仍维持一直以来的判断，各主要寿险公司短期内不会面临显著的保单资金成本抬升压力，主流产品保单资金成本将在较低水平上基本保持稳定。
- ▶ **央票利率上升和存款准备金率上调将可能驱动中长期债券收益率小幅上扬。**1 月以来，在管理通胀预期、控制信贷投放节奏和应对回笼压力等因素驱动下，沉寂近半年后 3 个月和 1 年期央票利率再次上调。由于市场对此已有预期，所以国债和政策性银行债并没有激烈的反应，中长期债券收益率升幅在 5bp 以内。短期内，随着 1 年期央票利率逐步上升和存款准备金率上调等回收流动性措施的实施，中长端收益率可能还会小幅上扬；但由于年初债券发行量较少，供求关系偏紧将抑制收益率上升的幅度。
- ▶ **中票和无担保企业债投资相继取得实质性进展。**继放开中票投资的限制之后，12 月 29 日，保监会下发《关于保险机构投资无担保企业债券有关事宜的通知》（图表 3），正式明确了保险公司投资境内银行间市场发行的 AAA 级无担保企业债券的具体要求。2009 年，主体评级为 AAA 的无担保企业债发行规模为 881 亿元（图表 4），约占全年企业债发行总规模的 20.7%。但是，由于《通知》要求投资的无担保企业债发行方式必须为招标发行，按现行规定实际可投资的规模小于此。在 2010 年保费收入水平可望实现较为可观增长的情况下，短期内保险公司债券投资配置仍面临一定压力。我们认为，展望未来，中票和无担保企业债投资的规模和范围还将伴随监管层和保险公司的实践继续拓宽，而相关的实质性进展将有助于保险公司缓解资金配置压力，提升投资收益水平。
- ▶ **存款准备金率的上调对保险公司投资收益可能具有双重影响。**尽管准备金率的上调可能驱动债券收益率的上升，从而对保险公司的债券投资构成利好，但由于此次货币政策调整主要基于遏制信贷过快增长和防通胀的考虑，并非由于经济强劲增长，因此市场流动性收紧可能对股市形成一定冲击，对保险公司股票投资收益水平产生负面影响，从而有可能抵消债券收益率上升带来的好处。

建议：

基于内含价值和新业务价值预计将保持强劲增长的趋势，中长期看我们维持对寿险行业“推荐”的投资评级。但由于保险公司业绩和市场情绪短期内可能对货币政策收紧对股市形成的冲击更为敏感，我们亦提示保险股在短期内可能面临风险。

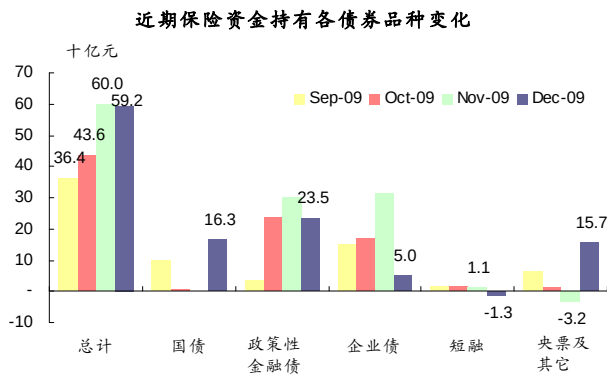
风险提示：短期风险在于 A 股市场再度大幅回调，而中期风险在于中长期债券收益率徘徊不前。

图表 1：各主要寿险公司万能险结算利率



资料来源：公司数据，PBoC，中金公司研究部

图表 2：近期保险资金持有各债券品种变化



资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 3：《关于保险机构投资无担保企业债券有关事宜的通知》主要内容

主要内容
保险机构可以投资境内银行间市场发行的无担保企业债券，其中无担保企业债券应当符合《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》及有关规定条件，具有国内信用评级机构评定的AAA级或者相当于AAA级的长期信用级别
保险机构投资无担保企业债券、非金融企业债务融资工具无担保债券的比例，除按已有规定执行外，还应当符合下列规定： - 保险资金投资单一企业（公司）发行的无担保债券的余额，合计不超过该企业（公司）净资产的20%； - 同一集团保险机构投资同一期单品种无担保债券的份额，合计不超过该期单品种发行额的60%； - 单一保险机构投资具有关联关系企业（公司）发行的无担保债券的余额，不超过该保险机构净资产的10%
《关于保险机构投资无担保企业债券有关事宜的通知》 2009-12-29
保险机构投资的无担保债券，应当采取公开招标方式发行，通过市场化方式确定发行利率、发行价格和相关费率，真实反映市场需求，保险机构不得通过定向认购等方式获取不正当利益
保险机构应当关注地方融资平台的债务风险，理性分析城投债的投资价值和风险收益，充分考虑宏观政策和经济发展对其债券还本付息能力的影响，重点关注发行人负债规模和主营业务现金流等财务状况、偿债资金来源的充分性、担保的有效性，切实防范信用风险和流动性风险

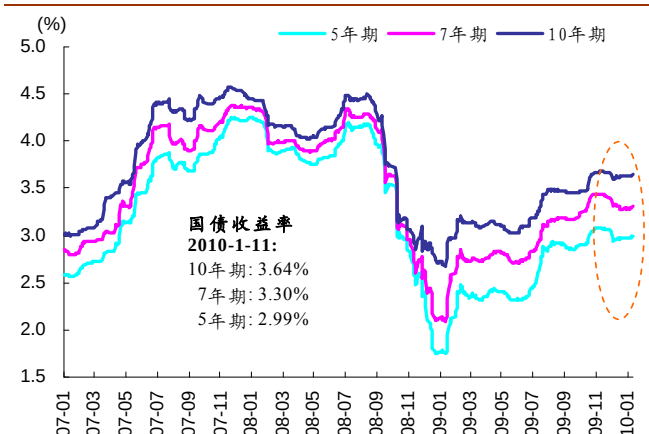
资料来源：CIRC，中金公司研究部

图表 4：2009 年 AAA 级无担保企业债基本发行信息

名称	发行人	期限 (年)	规模 (亿元)	发行起息日	票面利率	主体评级	债项评级	
09 中化转债	中国化工集团公司	5	23.0	09-1-6	3.85%	AAA	AAA	
09 津城投1	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	3	15.0	09-3-25	3.02%	AAA	AAA	
09 津城投2	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	5	20.0	09-3-25	3.75%	AAA	AAA	
09 津城投3	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	7	25.0	09-3-25	4.78%	AAA	AAA	
09 国机债	中国机械工业集团公司	3	8.0	09-3-30	3.00%	AAA	AAA	
09 三峡债1	中国长江三峡工程开发总公司	5	70.0	09-4-8	3.45%	AAA	AAA	
09 三峡债2	中国长江三峡工程开发总公司	7	30.0	09-4-8	4.05%	AAA	AAA	
09 中铝债1	中国铝业公司	5	80.0	09-5-20	3.80%	AAA	AAA	
09 中铝债2	中国铝业公司	7	20.0	09-5-20	4.40%	AAA	AAA	
09 中铝债3	中国铝业公司	10	15.0	09-7-15	4.90%	AAA	AAA	
09 中铝债4	中国铝业公司	10	25.0	09-7-15	4.50%	AAA	AAA	
09 津港债1	天津港（集团）有限公司	5	30.0	09-8-14	4.50%	AAA	AAA	
09 津港债2	天津港（集团）有限公司	7	20.0	09-8-14	5.20%	AAA	AAA	
09 国网债1	国家电网公司	7	150.0	09-9-9	4.80%	AAA	AAA	
09 国网债2	国家电网公司	10	50.0	09-9-9	5.02%	AAA	AAA	
09 中航转债	中国航空工业集团公司	10	60.0	09-10-27	4.70%	AAA	AAA	
09 中航转债	中国航空工业集团公司	7	40.0	09-10-27	1.70%	AAA	AAA	
09 国网03	国家电网公司	7	163.0	09-12-24	4.80%	AAA	AAA	
09 国网04	国家电网公司	10	37.0	09-12-24	5.00%	AAA	AAA	
2009 年 AAA 级无担保企业债发行规模合计			881.0	占 2009 年企业债发行规模		20.72%	占 2009 年末保险公司托管企业债规模	20.51%
2009 年企业债发行总规模			4252.3					
2009 年末保险公司托管企业债总规模			4296.3					

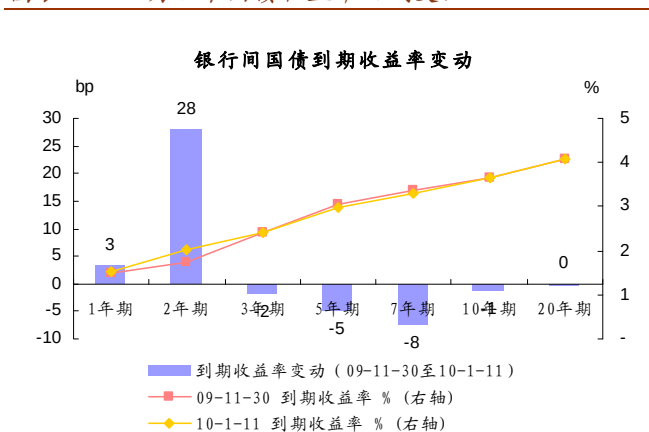
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 5：国债收益率



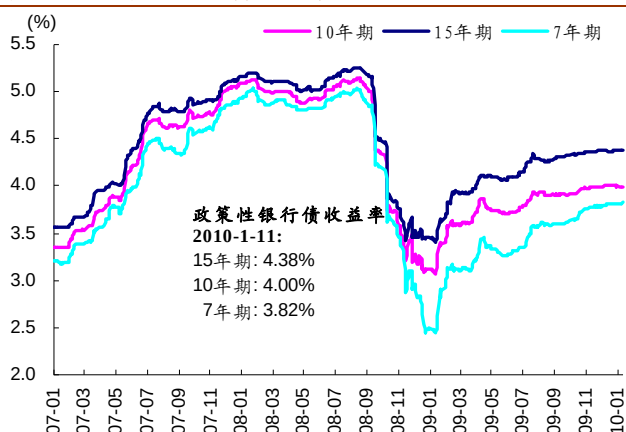
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 6：12 月以来国债收益率曲线变化



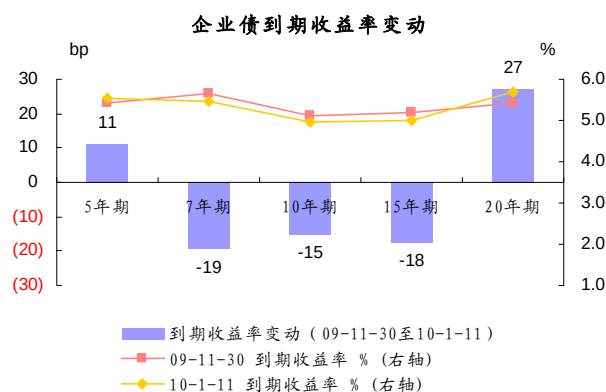
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 7: 政策性银行债收益率



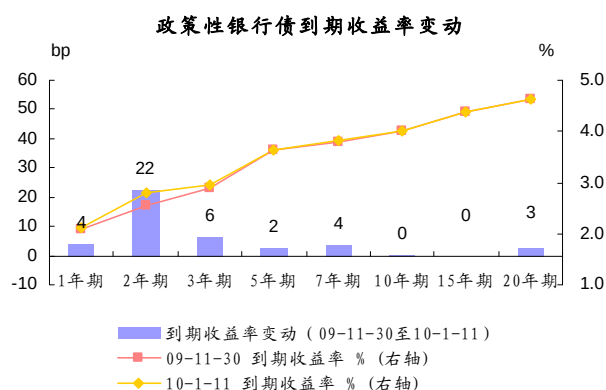
资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图表 10: 12 月以来企业债收益率曲线变化



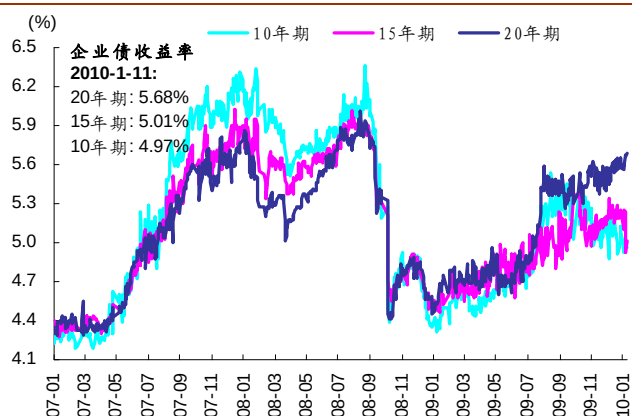
资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图表 8: 12 月以来政策性银行债收益率曲线变化



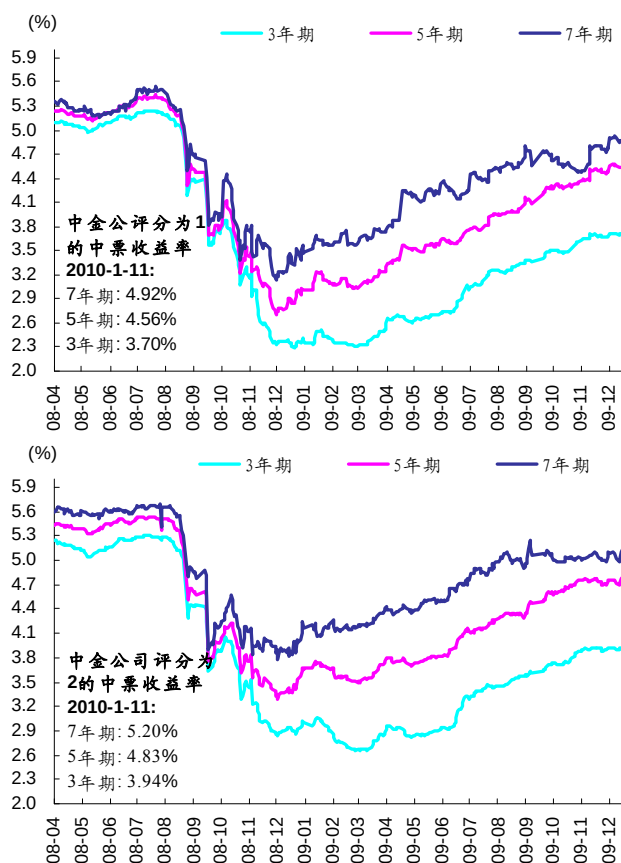
资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图表 9: 企业债收益率

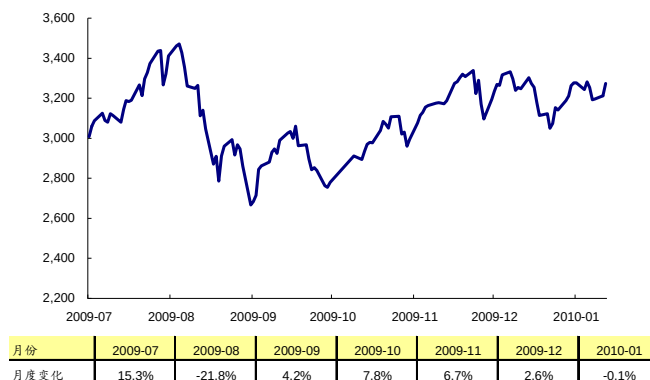


资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图表 11: 中期票据收益率



资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

表 12：上证指数月度表现


资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 13：可比公司估值

公司	市值(百万美元)	货币单位	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产回报率 (%)			
	2010-01-12			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
综合性保险公司															
AIG	20,666	USD	29.63	(0.8)	(4.4)	6.0	3.5	6.3	0.8	0.7	0.6	(183.0)	(17.3)	12.5	3.4
Berkshire Hathaway	154,973	USD	99,999	31.0	20.6	18.7	n.a.	1.4	1.2	1.1	n.a.	4.3	6.2	6.0	n.a.
ING	42,250	EUR	7.60	(21.1)	21.3	6.0	4.3	0.6	0.7	0.6	0.5	(2.3)	4.2	12.0	13.6
Allianz	57,381	EUR	87.13	(16.0)	9.0	8.1	7.3	1.2	1.1	1.0	0.9	(6.0)	11.5	12.3	13.0
平均值				(1.7)	11.6	9.7	5.1	2.4	0.9	0.9	0.7	(1.3)	1.1	10.7	10.0
北美寿险公司															
Manulife Canada	35,141	CAD	20.68	64.6	23.3	9.8	8.7	1.2	1.3	1.2	1.0	1.9	5.4	12.4	13.6
MetLife	31,523	USD	38.50	9.2	13.6	9.4	7.9	1.4	1.0	0.9	0.9	11.7	6.2	9.3	10.6
Prudential Financial Inc	24,819	USD	53.49	(22.1)	9.7	9.6	8.5	1.7	1.1	1.0	0.9	(5.8)	12.0	10.5	11.2
Sun Life Financial Inc	17,930	CAD	32.91	23.5	22.3	10.9	9.6	1.2	1.2	1.1	1.0	5.0	4.1	10.2	11.3
平均值				18.8	17.2	9.9	8.7	1.4	1.1	1.0	0.9	3.2	6.9	10.6	11.7
欧洲寿险公司															
AVIVA	18,065	GBp	405.80	(11.0)	7.7	6.7	5.9	0.9	1.0	0.9	0.8	(7.6)	9.2	13.6	14.7
Prudential	25,467	GBp	625.00	(39.1)	11.1	9.5	9.5	3.1	2.4	2.4	2.3	(7.1)	10.2	16.1	17.3
AXA	56,400	EUR	16.98	38.6	11.1	8.6	7.4	0.9	0.9	0.8	0.8	2.2	8.9	11.6	12.1
CNP Assurances	14,761	EUR	68.49	13.9	9.8	8.4	7.6	0.8	1.1	1.0	0.9	5.7	11.9	12.2	12.8
AEGON	12,493	EUR	4.96	(5.4)	(413.3)	10.3	7.0	0.5	0.9	0.8	0.7	(7.5)	1.8	10.3	13.3
Generali	42,534	EUR	18.83	29.4	18.0	12.5	11.3	2.2	1.9	1.8	1.6	6.6	10.8	14.1	15.1
Fortis	9,694	EUR	2.84	(0.2)	5.7	6.3	11.7	n.a.	0.9	0.9	0.8	n.a.	12.8	5.9	6.4
LEGAL & GEN GRP	7,749	GBp	82.15	(4.6)	9.4	7.6	8.0	1.3	1.4	1.3	1.2	11.1	7.4	13.8	13.0
STANDARD LIFE	7,614	GBp	211.60	46.0	12.5	10.7	10.0	1.4	0.8	0.2	0.4	24.2	8.8	5.9	5.6
平均值				7.5	(36.4)	9.0	8.7	1.4	1.3	1.1	1.1	0.8	9.1	11.1	12.0
亚洲寿险公司															
大东方人寿 (新加坡)	4,699	SGD	13.80	23.8	16.9	15.7	14.6	2.2	2.0	1.9	1.7	8.7	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	12,823	AUD	6.68	(40.5)	23.4	23.2	20.2	3.5	3.1	2.9	2.8	(8.0)	14.3	13.9	14.1
AMP (AU)	12,176	AUD	6.40	20.6	17.1	15.1	13.9	6.2	5.2	4.7	4.2	29.3	32.9	32.7	32.2
台湾人寿	828	TWD	41.15	(5.2)	n.a.	n.a.	n.a.	6.1	n.a.	n.a.	n.a.	(59.1)	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				(0.3)	19.2	18.0	16.2	4.5	3.4	3.2	2.9	(7.3)	23.6	23.3	23.1
中国寿险公司															
中国人寿H股*	128,452	HKD	38.15	43.6	29.4	24.7	20.7	5.1	4.6	4.1	3.6	11.0	16.5	17.6	18.4
中国人寿A股*	128,450	RMB	30.11	84.5	31.8	25.2	22.0	6.3	5.2	4.1	3.3	6.6	17.8	18.1	16.7
中国平安H股*	60,487	HKD	71.00	1,673.5	39.0	29.1	23.2	5.4	4.6	4.0	3.3	0.5	12.7	14.1	14.7
中国平安A股*	60,486	RMB	52.86	586.5	38.8	30.4	25.9	4.9	4.2	3.7	3.3	0.7	11.1	12.1	12.7
中国太平*	5,783	HKD	26.35	(124.4)	32.1	21.9	16.6	8.1	6.1	4.7	3.7	(5.8)	21.8	24.4	25.1
平均值				506.5	35.4	27.2	22.5	5.6	4.7	4.0	3.3	2.5	14.8	16.1	16.4
*为中企预测; 其它数据为市场预测, 来自彭博资讯。															

*为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

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准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述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提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述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提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。