

[2010.01.15]

四大确定利好 VS 最大不确定利空

——保险行业 1 月报

彭玉龙

董乐

021-38676683

021-38676650

pengyulong@gtjas.com

dongle@gtjas.com

- 保险股全年难有系统性机会，但存在高 β 的阶段性机会，推荐中国太保。

本报告导读：

投资要点：

- 2010 年保险股四大确定利好：一是通胀预期持续，债券收益率仍有上升空间。二是保费增长跨越结构调整周期，增长明显提速。三是新会计准则释放利润，净资产和利润上升。四是政策面仍将吹暖风：税延型养老保险正常推进和投资渠道继续放开。
- 2010 年保险股最大不确定利空：今年资本市场要实现 2009 年的涨幅，概率较低，权益投资收益下降是大概率事件，这是 2010 年保险股最大的不确定利空。就短期而言，权益投资收益对保险股具有决定意义：权益投资不仅影响增量，也影响存量，加之较大的波动幅度，其变化的影响力比债权投资要大得多（债权投资较多影响的是边际）。事实上，无论是美国还是中国的保险股，受资本市场的影响远大于利率变化的影响。
- 2009 年，持续了一年的通胀预期，债券收益率上升和权益投资收益同步增长，但作为负债成本指标的结算利率没有上升，边际利差和总利差同步上升。2010 年，在加息愈来愈临近的情况下，成长上升的压力将增大，而收益率上升的速度将下降，边际利差扩大速度放缓，总利差甚至面临收窄的风险。
- 2010 年，保险股的几大利好基本上是确定的，不太容易超越预期，权益投资收益下降的利空难以确定，但概率不低且影响程度大，因此，保险股全年难有系统性机会。
- 在股指期货推出的 2010 年，资本市场很可能不再是一个单边市场，在确定性利好和我国保险业长期发展前景的保障下，保险股存在阶段性机会，并且这是一种取决于资本市场本身的高 β 机会。
- 基于业务增长潜力、估值水平以及 H 融资带来的强大资本实力，维持对中国太保的推荐。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

保险

中性

中国太保

增持

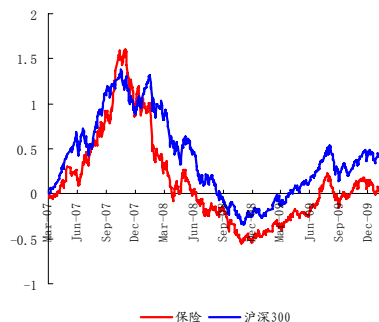
中国平安

谨慎增持

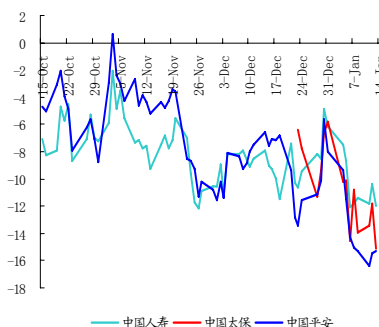
中国人寿

中性

行业指数



A 股折价率



相关报告

会计新规落地，利空悬疑消散

(09.12.30)

保费增长继续上升趋势

(09.12.15)

追随边际利差与总利差的同步趋势

(09.11.30)

1. 2010 年保险股的四大确定利好

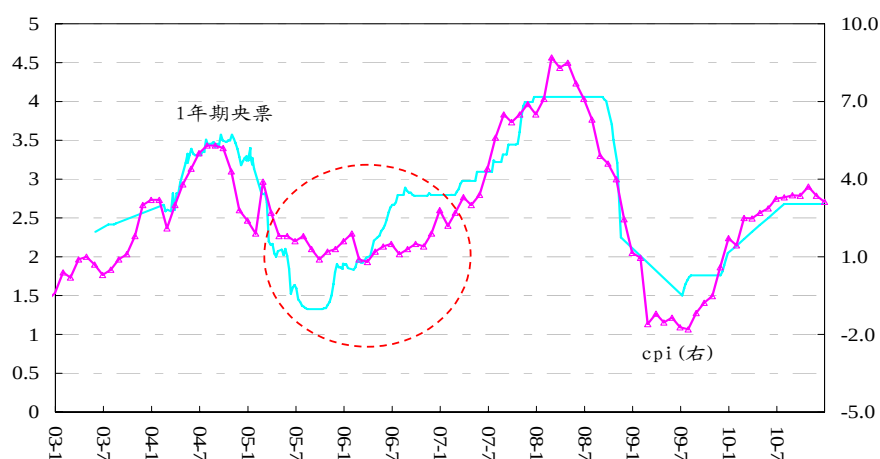
1.1. 通胀预期持续，债券收益率上升

央票利率上调：3 月央票上升 4 个 BP，紧接着 1 年期央票利率也上调，幅度提高到 8 个 BP。

存款准备金率上调：从 2010 年 1 月 18 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，6 大行至 16%，中小商行至 14%。

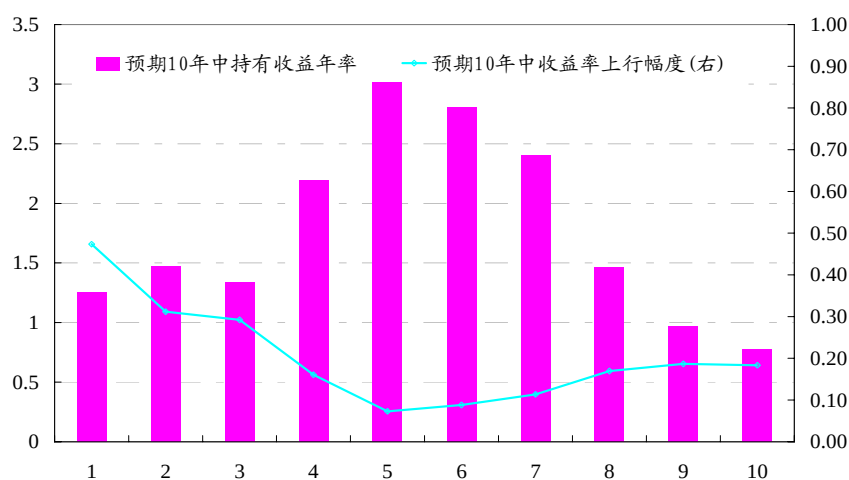
央票利率和存款准备金率的上调，导致货币紧缩的预期增强，根据我们债券研究员的预测，在出口回升和 CPI 上升的压力下，央票利率将继续上升。债券收益率也存在不断上升的空间。

图 1：CPI 和央票利率进入上升期



资料来源：国泰君安证券

图 2：不同年度的债券收益率均有不同程度的上升空间



资料来源：国泰君安债券

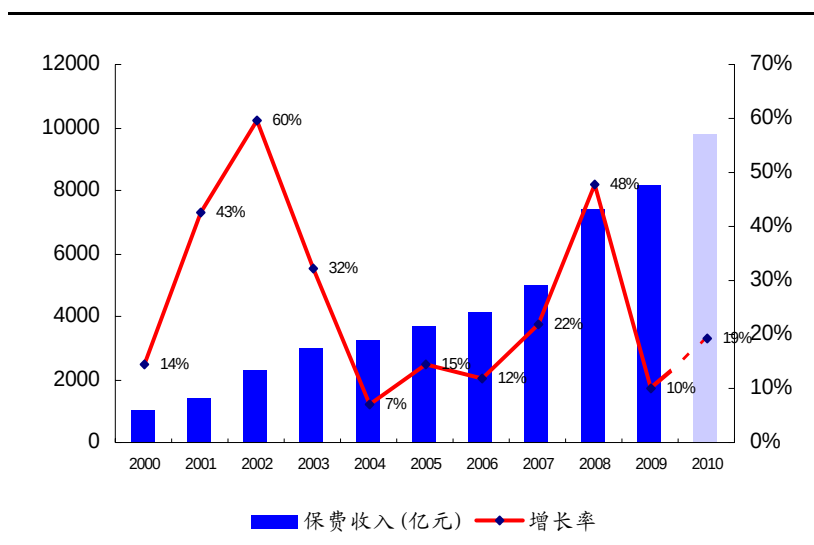
1.2. 保费恢复较快增长

2009 年，在寿险结构调整的背景下，寿险保费增长 10%左右，产险保费在车险的带动下增长 23%左右，全行业保费增速 13%左右。

2010 年，寿险将恢复增速至 20%左右，产险将维持 18%左右的增速，行业增速 19%左右。

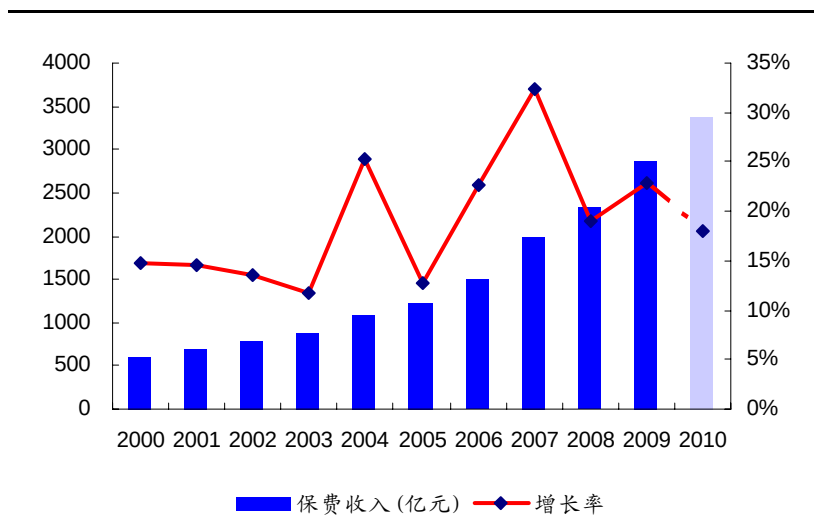
虽然 2009 年寿险保费增速不高，但由于新单期缴比例上升，新业务价值增速不低，估计达到 30%以上，2010 年靠保费增长来提高新业务价值增速的空间有限。

图 3：2010 年来寿险保费增速



资料来源：CIRC，国泰君安证券。

图 4：2010 年产险保费增速



资料来源：CIRC，国泰君安证券。

1.3. 新会计准则释放利润

在现行法定会计原则基础下，出于审慎监管的要求，准备金的计提以监管层规定的折现率计提，会计利润比较保守；按新会计准则的要求，折现率将实行市场化，准备金总体将下降，从而增加财务利润，并增大其波动性。

根据新会计准则，从 2009 年度财务报告开始，保险准备金的折现率将根据市场利率的变化而波动，具体而言：

传统险：未来保险利益不受投资收益影响的保险合同，用于计算未到期责任准备金的折现率，应当根据与负债现金流出期限和风险相当的市场利率确定。

分红险和万能险：对于未来保险利益随对应资产组合投资收益变化的保险合同，用于计算未到期责任准备金的折现率，应当根据对应资产组合预期产生的未来投资收益率确定。根据第一届 CFO 论坛，分红险等确定折现率时需考虑以下因素：

- 当前账户的资产组合及未来的资产组合；
- 当前投资收益情况和资产的预期未来收益；
- 账户的投资管理、投资策略和再投资策略；
- 当前市场利率；
- 投资费用；等等。

如果资产价格，特别是利率敏感型资产价格也按市价计量，并且其价值变动计入利润，则准备金折现率市场化总体上虽然会释放一些利润，但不会增大波动，但由于新会计准则对资产价值的计量没有改变，持有至到期的债券不按市价计，即使按市价计的可供出售债券投资，其波动也只计入净资产而不是利润，因此，新会计准则不但会释放利润，也会增大利润的波动率。

无论是传统险、分红险还是万能险，在利率上升周期，折现率上升，准备金将下降，增加财务利润；在利率下降周期，折现率下降，准备金上升，减少财务利润。因此，准备金折现率的市场化，将导致利润的顺周期变化，增大利润的波动率。

准备金的计算步骤：

第一步：计算合理估计负债 A

$A = \text{基于最优估计的未来赔付和费用的现值}$

第二步：计算风险边际 B

第三步：计算首日利润/首日损失 (Gain/Loss)

当 $C \geq A+B$ 时(见情景 1), $\text{Gain} = C - (A+B)$

首日利得不能确认需作为剩余边际存在；

当 $C < A+B$ 时(见情景 2), $\text{Loss} = A+B-C$

第四步：计算首日保险合同负债 $\text{Res}(0)$

$\text{Res}(0) = \text{Max}(C, A+B)$

当 $C \geq A+B$ 时, $Res(0)=C$
当 $C < A+B$ 时, $Res(0)=A+B$

图 5: 保费充足时的准备金计算

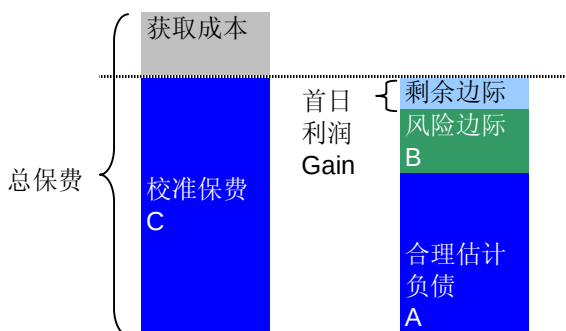
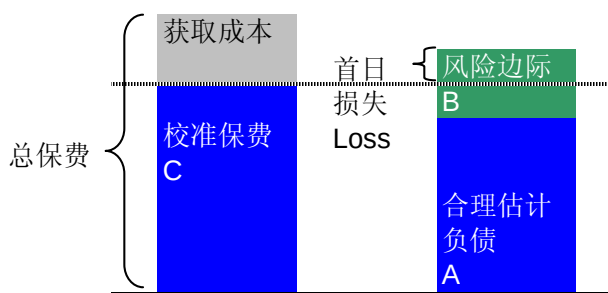


图 6: 保费不足时的准备金计算



资料来源: PWC, 国泰君安证券。

1.4. 政策继续吹暖风

从政策层面来看, 保险业将继续暖风频吹, 主要还是集中在一些政策的兑现上, 如个人税延型养老保险、不动产等投资渠道的放松; 而加强监管方面的一些政策, 如加强偿付能力监管, 不会对上市公司造成影响, 在某种意义上还有助于优化行业发展环境。

无担保债投资进入实施阶段, 有利于提升今年的债权投资收益率。2009 年底, 保监会《关于保险机构投资无担保企业债券有关事宜的通知》规定: 保险资金投资同一企业发行的无担保债券的余额, 合计不超过该企业净资产的 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%。同时, 4 家保险公司“信用风险管理能力”备案获批, 意味着保险资金投资无担保债真正进入实施阶段。

个人税延型养老保险正常推进, 年内很可能推出。2009 年 12 月, 国税总局发布《关于企业年金个人所得税征收管理有关问题的通知》, 提及我国尚不具备将企业年金递延至个人退休领取环节征税的基本条件, 导致市场对个人税延型养老保险能否推进很担忧。然而, 从近期监管部门及各保险公司的反馈来看, 这一工作在正常推进, 年内出台的可能性很大。缴费方案有三种: 1000 元/月、700 元/月、400 元/月; 税收优惠方案也有三种: 税基减免、税基递延、税额递延, 其中税基减免的优惠程度最高。

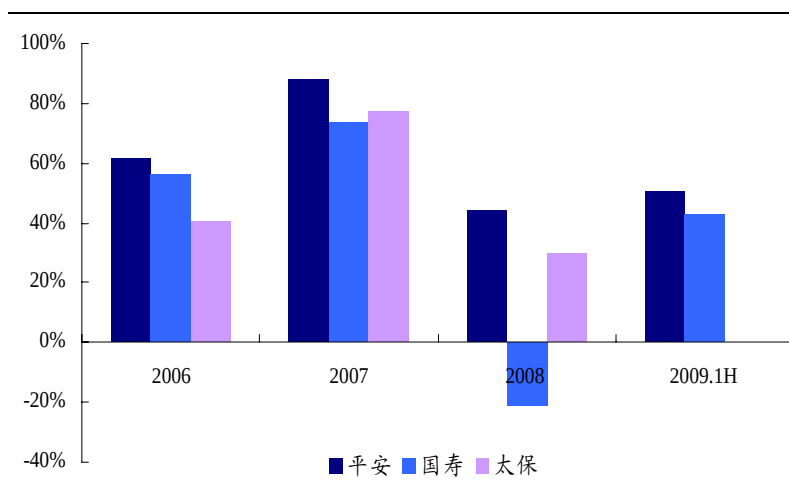
2. 2010 年保险股最大不确定利空

虽然以资本市场来论证股票的投资机会存在循环论证之嫌, 但对于保险股特别是其短期趋势而言, 这是一道无法忽视的坎, 因为 2006 年以来主要保险公司的权益投资收益占总投资收益的 50%以上, 虽然权益投资比例通常不超过 20% (除了 2008 年的金融危机外)。就短期而言, 甚至可以说权益投资收益对保险股具有决定

意义：权益投资不仅影响增量，也影响存量，加之较大的波动幅度，其变化的影响力比债权投资要大得多（债权投资较多影响的是边际）。

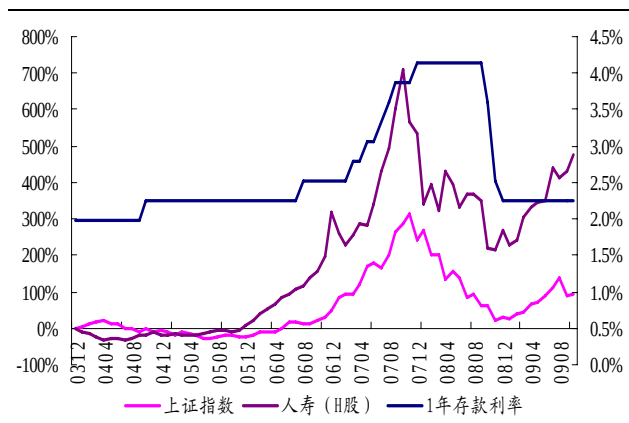
事实上，无论是美国还是中国的保险股，受资本市场的影响远大于利率变化的影响。2010 年，资本市场要实现 2009 年的涨幅，概率较低，权益投资收益下降是大概率事件，这是 2010 年保险股最大的不确定利空。

图 7：权益投资收益占总投资收益比例



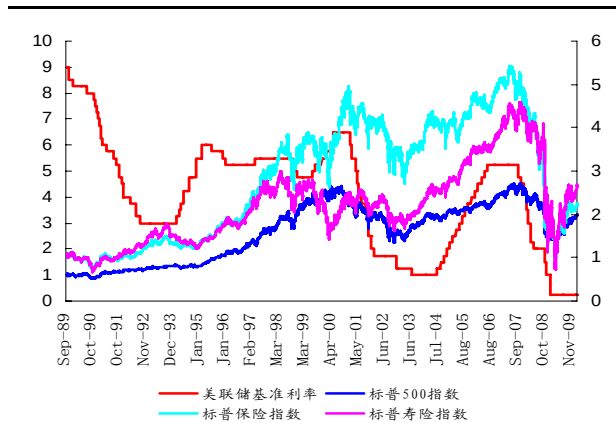
数据来源：公司公告，国泰君安证券。

图 8：利率、股指与保险股走势



数据来源：WIND，国泰君安证券。

图 9：美国保险股走势与资本市场、利率变化的关系



数据来源：彭博资讯，国泰君安证券。

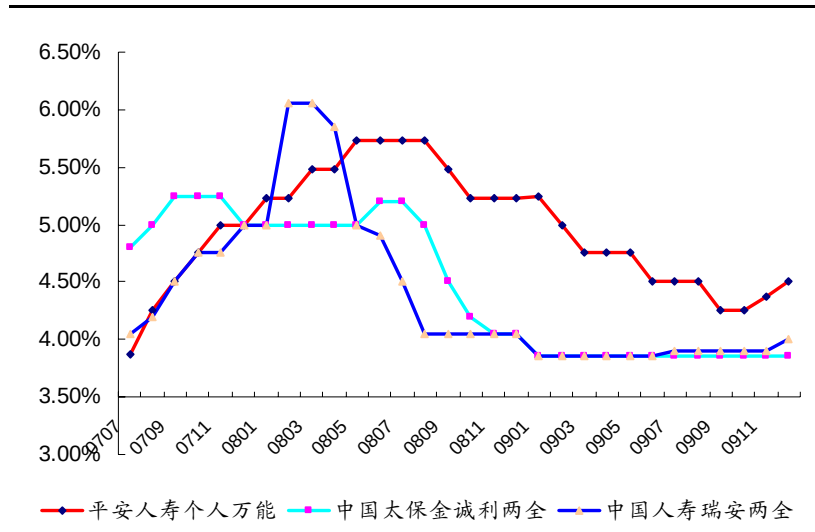
3. 确定利好暂难匹敌不确定利空：系统性机会难再，寻找高 β 阶段性机会

2010 年，保险股的几大利好基本上是确定的，不太容易超越预期，权益投资收益下降的利空难以确定，但概率不低且影响程度大，因此，保险股全年难有系统性机会。

2009 年，持续了一年的通胀预期，债券收益率上升和权益投资收益同步增长，但作为负债成本指标的结算利率没有上升，边际利差和总利差同步上升。2010 年，在加息愈来愈临近的情况下，成本上升的压力将增大，而收益率上升的速度将下降，边际利差扩大速度放缓，总利差面临收窄的风险。

在股指期货推出的 2010 年，资本市场很可能不再是一个单边市场，在确定性利好和我国保险业长期发展前景的保障下，保险股存在阶段性机会，并且这是一种取决于资本市场本身的高 β 机会。

图 10：万能险结算利率出现上调趋势



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

模拟：由于投资收益上升的边际性和成本调整的总体性，边际利差和总利差的变化趋势并不总是一致：若负债成本调整速度较快，则总利差可能随着边际利差的上升反而下降。

表 1：边际收益率上升，负债成本较快调整

季度	新增投资比例	新增投资累计比例	边际收益上升	成本调整率
1	5%	5%	25	5%
2	5%	10%	50	10%
3	5%	15%	75	15%
4	5%	20%	100	20%
5	5%	25%	125	25%
6	5%	30%	150	30%
7	5%	35%	175	35%
8	5%	40%	200	40%

资料来源：国泰君安证券

表 2: 边际利差上升, 但总利差反而下降

季度	边际利差变化	总收益率上升	总成本上升	总利差变化
1	23.75	1.25	1.25	0.00
2	45.00	3.75	5.00	-1.25
3	63.75	7.50	11.25	-3.75
4	80.00	12.50	20.00	-7.50
5	93.75	18.75	31.25	-12.50
6	105.00	26.25	45.00	-18.75
7	113.75	35.00	61.25	-26.25
8	120.00	45.00	80.00	-35.00

资料来源: 国泰君安证券

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，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。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com