

动态报告/行业快评

保险行业

750 日均线影响原理解析

推荐

(维持)

2010 年 7 月 9 日

750 日移动平均国债收益率的影响有望低于市场预期

分析师：邵子钦 0755-82130468 shaozq@guosen.com.cn SAC 执业证书编号：S0980210040001
分析师：童成墩 0755-82130513 tongcd@guosen.com.cn SAC 执业证书编号：S0980210040010

事项：

如果下半年国债收益率保持目前水平，则年底 20 年期 750 日移动平均国债收益率可能下降 10bp 左右。

评论：

最近市场对 750 日移动平均国债收益率对保险行业净利润和净资产影响的讨论较多。我们认为：首先，这只是对会计报表的影响，与内含价值无关。其次，对准备金的影响是波动的，当收益率上升的时候又会冲抵回来。再次，影响程度有望低于市场预期。主要基于以下理由：

1. 以 20 年期国债收益率为例，假设下半年收益率保持现有水平，则 750 日均线下降 10BP。但下半年国债收益率走势尚难确定。
2. 传统保单在首年新单中占比较低，预计年末传统保单准备金占比较年初有所下降，敏感性应较年初有所降低。
3. 新准则给上市公司预留了准备金调节空间。

■ 为什么今年债券走势对保险公司不利？

—— 债券走势同时影响保险公司资产和负债，若下半年国债收益率保持目前水平，则对净资产构成负面影响。

由于债券收益率走势直接影响保险公司可供出售和交易类债券资产余额波动，750 日移动平均国债收益率影响传统保单的准备金余额提取基准，所以债券走势同时影响保险公司资产和负债。如果下半年国债收益率保持目前水平，则当期收益率和 750 日移动平均收益率同时向下（下面的第④种情况），对净资产的影响虽有相互抵消的效应，但由于债券浮盈只有 30% 强归属股东，综合来看，对净资产构成负面影响。

由于当期债券走势与 750 日移动平均收益率之间存在差异，对净资产产生不同的影响方向，主要体现为以下 4 种组合：

- ①如果当期收益率向上，750 日移动平均收益率向上，则债券浮盈和传统险负债同时减少，影响可部分抵消。
- ②如果当期收益率向上，而 750 日移动平均收益率向下，则债券浮盈减少，传统险负债增加，导致净资产下降。
- ③如果当期收益率向下，而 750 日移动平均收益率向上，则债券浮盈增加，传统险负债减少，导致净资产增加。
- ④如果当期收益率向下，750 日移动平均收益率向下，则债券浮盈和传统险负债同时增加，影响可部分抵消。

■ 对净资产的影响程度如何？

——若下半年国债收益率保持目前水平，下半年 750 日移动平均国债收益率可能下降 10bp 左右。

——预计对净资产影响低于 4%，对净利润影响尚难确定。

我们假设下半年债券收益率维持在 6 月 30 日水平不变，由于 2008 年底迅速降息导致今年下半年 750 日移动平均国债收益率迅速下降，我们测算 10 年期、15 年期、20 年期国债 750 日移动平均收益率分别下降 21bp、12bp、10bp，期限越长降幅越小。由于传统保单的期限相对较长，我们认为下降 10BP 左右。

如果我们以 2009 年年报公布的敏感性简单推算，折现率下调 10bp 的单因素影响约为减少 09 年底净资产 4%。但具体影响程度很可能低于该水平，主要原因是：

1. 今年新增保单中，传统险占比较低，导致实际敏感性低于公司 2009 年年报中披露的数据。
2. 负债对折现率敏感性并非线性关系，中国人寿和中国太保只披露 50BP 和 25BP 的敏感性数据，据此推算不尽合理。
3. 新准则给保险公司 150BP 的折现率溢价空间，公司具有主动权。
4. 下半年实际债券收益率很难持平，存在向上走的可能性。

该因素对净利润的影响取决于债券浮盈释放和补提准备金相抵后的效果，尚难确定。

■ 鉴于不影响内含价值，维持行业“推荐”评级。

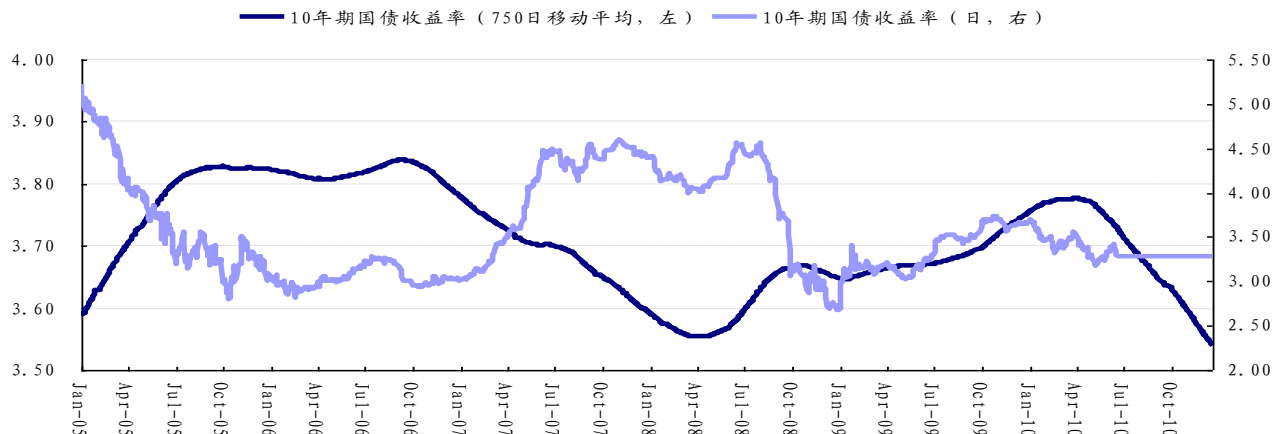
基于保险资产负债平稳快速增长，投资回报率围绕 5% 横向波动的判断，我们认为，保险行业的整体盈利能力波动向上。关键是要判断目前处在投资波动的哪个点上。今年从投资角度而言是比较差的一年，截至目前上涨中证全债上涨 4.5%，沪深 300 下跌 27.3%，带来债券收益率的下降、权益资产的缩水、准备金的补提，预计 2011 年的投资环境会逐步转好，有望形成投保、投资双赢局面，因此维持“推荐”评级。

图表 1：2009 年保险公司债券和传统险负债

单位：百万	中国人寿	中国平安	中国太保
投资资产	1,162,843	589,713	377,706
持有到期债券	235,099	208,299	104,618
AFS 债券	341,025	136,147	70,458
交易类债券	6,362	6,986	47
持有到期占比	20.2%	35.3%	27.7%
AFS+交易类占比	29.9%	24.3%	18.7%
债券久期	5-8 年	5-8 年	5-8 年
传统险准备金占比	-	大于 30%	大于 20%
传统险久期	大于 15 年	大于 15 年	大于 15 年

资料来源：国信证券经济研究所

图表 2: 10 年期国债 750 日移动平均收益率走势



注: 假设 2010 年下半年债券收益率维持在 2010 年 6 月 30 日水平。

资料来源: 国信证券经济研究所

图表 3: 750 日移动平均收益率变化

期限	1 年	2 年	3 年	5 年	7 年	10 年	15 年	20 年	30 年
750 日移动平均收益率 (%)									
2008-12-31	2.58	2.81	2.97	3.23	3.42	3.65	3.89	4.03	4.13
2009-12-31	2.36	2.63	2.88	3.26	3.50	3.75	4.04	4.16	4.26
2010-03-31	2.32	2.60	2.88	3.28	3.52	3.78	4.08	4.20	4.30
2010-06-30	2.27	2.55	2.82	3.22	3.47	3.73	4.06	4.18	4.29
2010 年底	2.08	2.34	2.61	2.99	3.25	3.54	3.92	4.06	4.16
环比变化 (%)									
2010Q1	-0.04	-0.02	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.04	0.04
2010Q2	-0.05	-0.06	-0.06	-0.06	-0.05	-0.05	-0.02	-0.01	-0.01
2010H1	-0.10	-0.08	-0.06	-0.04	-0.03	-0.02	0.02	0.03	0.03
2010 全年	-0.28	-0.29	-0.28	-0.27	-0.24	-0.21	-0.12	-0.10	-0.10

注: 假设 2010 年下半年收益率维持 20100630 水平不变

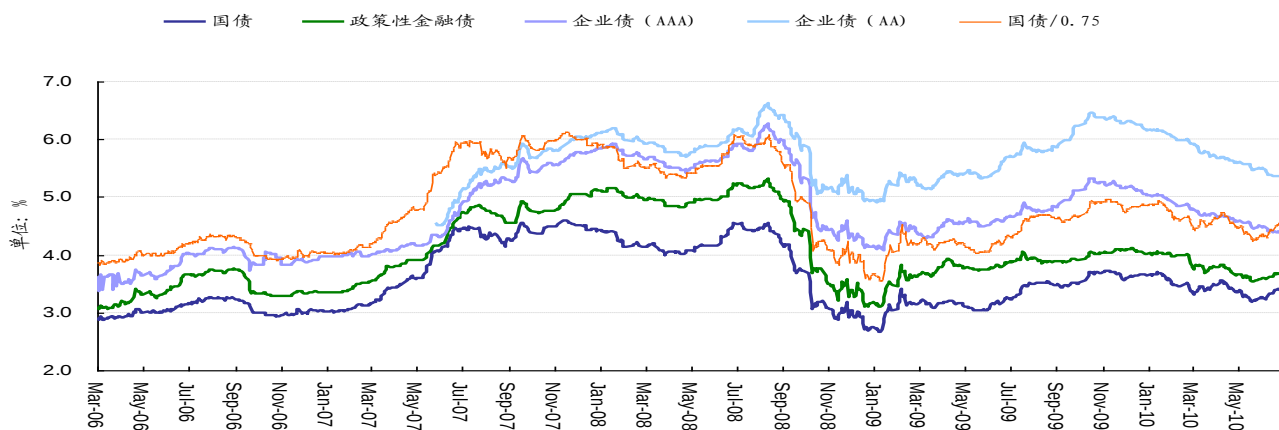
资料来源: 国信证券经济研究所

图表 4: 传统险折现率下调 10BP 影响测算

单位: 百万	09 年报披露敏感性	假设折现率下调 10BP 影响测算			
公司	折现率单项变量变动	对税前利润和税前		对净资产影响金额	影响金额/09 年底净资产
		股东权益影响	09 年底净资产		
中国人寿	减少 50 个基点	减少 262 亿	211,072	-5,240	-2.48%
中国平安	减少 10 个基点	减少 44.42 亿	84,970	-4,442	-5.23%
中国太保	减少 25 个基点	减少 84.22 亿	74,651	-3,369	-4.51%

资料来源: 国信证券经济研究所

图表 5: 10 年期债券收益率走势



资料来源: 国信证券经济研究所

图表 6: 10 年期银行间固定利率债券收益率

单位: %	国债	政策性金融债	企业债 (AAA)	企业债 (AA)
收益率				
2006-12-31	3.03	3.36	3.98	
2007-12-29	4.43	5.11	5.84	6.10
2008-12-31	2.75	3.18	4.15	4.95
2009-12-31	3.64	4.01	5.02	6.15
2010-06-30	3.28	3.60	4.37	5.34
变化				
2007 年	1.40	1.76	1.86	
2008 年	-1.67	-1.93	-1.69	-1.16
2009 年	0.89	0.84	0.88	1.21
2010 上半年	-0.36	-0.42	-0.66	-0.82

资料来源: 国信证券经济研究所

图表 7: 相对估值

公司	股价	每股 NBEV (元)	每股 EV (元)	EPS (元)	BVPS (元)	PE (倍)	PB (倍)	P/EV (倍)	NBM (倍)	评级
中国人寿	25.2	0.77	11.06	1.02	7.45	24.8	3.4	2.3	18.5	谨慎推荐
中国平安	46.8	1.97	25.11	1.98	13.94	23.7	3.4	1.9	11.0	推荐
中国太保	23.7	0.69	12.61	0.76	9.02	31.1	2.6	1.9	16.2	谨慎推荐

资料来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。