

2010-07-11

行业研究 / 跟踪报告

非银行金融

增持/ 维持评级

回归保障的尝试

—保监会放开传统险定价利率点评

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007
021-68498610 licong@lhqz.com

事件:

7月9日,保监会在官方网站上公布了:“关于征求对《关于人身保险预定利率有关事项的通知(征求意见稿)》意见的函”。

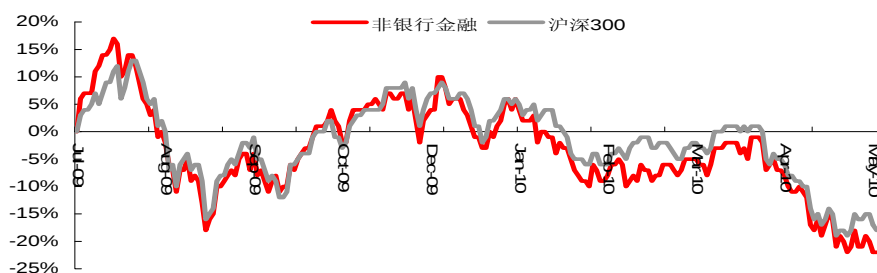
该文件的主要内容如下:

- 1、传统人身保险预定利率由保险公司按照审慎原则自行决定。
- 2、传统人身保险准备金评估利率不得高于保单预定利率和法定最高评估利率中的低者,99年以前的传统险法定最高评估利率为7.5%,99年以后的传统险最高评估利率为3.5%。
- 3、分红险预定利率,万能险最低保证利率不得高于2.5%。

我们观点:

- 首先,对于传统保单的成本必然上升,显性影响为偏负面,但是由于三家上市公司传统保单的销售量占比较小,因此,影响相对有限。
- 销售量的变化将使此政策的最终影响定性,但需要时间观测,如果因为定价利率的上升能够促进传统保单的销售,那么此次定价利率的上升也许还会促进保险公司的价值提升,而保单的退保情况将成为另外一个变数。
- 评估利率限制在3.5%,基本上杜绝保险公司间的恶性竞争,如果公司进行价格战,必然是要付出偿付能力急速下降的风险。因此,我们判断除非公司财雄势大,否则不易出现价格竞争。
- 考虑到目前保险股估值较为便宜,我们认为对于公司的股价影响的空间相对有限,但是短期内可能相对收益会受损。但是长期来讲,保险公司依然极具投资价值,因此我们依然长期看好整个行业的发展,维持“增持”的评级,但是短期内给予“中性”的评级,相对来说等待更好介入时机。

最近52周股价表现



一、传统险定价利率市场化的原因与背景

保监会在数次公开场合已经提及希望保险产品能够回归保障的本源，然而最能体现保险保障本源的产品，毫无疑问将是传统人身保险。可是在实际的过程中，在近几年保险公司传统保单的销售量却是呈现出逐渐下降的趋势。

而出现这个现象的根源还是由于产品的定价利率太低所致，因此，此次保监会发文提高传统人身保险的定价利率也就不足为奇了。

其实这个方案（定价放开、评估利率限制在 3.5% 以内）在 2 年前曾经提到的天津地区的试点方案时已经计提，2 年后的重提也表明了保监会推进此事的决心。

从保监会的角度来讲，此次对于定价利率的放开，而限制评估利率，其目的非常明显：**既要想推动传统保单的销售，同时也要通过评估利率的方式预防定价利率放开后的恶性竞争。**

因此，此次利率市场化，并不影响到目前销售量较大的分红与万能保险

二、直观理解——传统保单利润被压缩

长期以来，传统险的定价利率一直固定在 2.5%。回溯到 1999 年 6 月，由于央行 7 次降息，保监会下发了《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》，规定“将寿险保单（包括含预定利率因素的长期健康险保单）的预定利率调整为不超过年复利 2.5%，从此以后传统险的定价利率上限就封死在 2.5%。省略附加费用等其他定价因素，定价利率 2.5% 相当于说，保险公司向客户承诺，客户交纳的保费在投资账户中以固定 2.5% 的收益率滚存。

这也造成了对客户来说，传统险收益率相对于分红和万能险种偏低。简单的举例：如果保险公司的实际投资利率为 5.5%，在客户和保险公司双方能拿到的利益分割如下表：

表格 1、3 个险种的利益分隔示例

假设实际投资利率为 6%		
	客户能拿到的收益	保险公司能拿到的收益
传统险	2.50%	5.5%-2.5%=3%
分红险	$2.5\% + (5.5\% - 2.5\%) * 70\% = 4.6\%$	$5.5\% - 4.6\% = 0.9\%$
万能险	$5.5\% - 1\% = 4.5\%$	1%

资料来源：华泰联合证券研究所

上面的示例可以从 3 个角度解读：

第一、从客户的角度来看，传统险对他的收益率远低于分红和万能，因此，传统险在销售时缺乏吸引力，这也是长期以来传统险销售难度大，市场份额一直收缩的原因。客户在购买保险产品时最直观的材料就是产品说明书上的利益演示，而传统险的演示要远小于分红和万能，在一些年份中甚至弱于银行存款。

第二、从公司角度来说，收益是相对的，客户收益少意味着保险公司收益多，传统险是保险公司边际利润率最高的产品线。

第三、从保监会的角度，传统险是最能体现保障功能的险种，与保监会一直以来提倡的回归保障的概念相吻合。但传统险难于销售的现状与保监会的精神相背，因此，我们认为此时保监会出台这样的文件符合它长期以来提倡保险应回归保障功能的精神。

放开传统险的定价利率，对产品的影响简单的解读就是 2 点：

1、**传统险价格下降**，传统险精算定价简化来说，是将未来的保险责任用定价利率贴现回现在，定价利率越高，价格越低。这个原理类似于债券收益率越高，公允价值越低的过程。

我们使用自己的精算模型，对这个过程做出模拟。使用市场上常见的传统险形态：趸交，终身保障，身故时赔付保险金额，在不同的定价利率下其费率如下表：

表格 2、不同定价利率下的费率模拟

定价利率	费率	费率变动幅度
2.5%	4587	
3.0%	3819	-16.7%
3.5%	3196	-30.3%
4.0%	2689	-41.4%
4.5%	2275	-50.4%
5.0%	1935	-57.8%

资料来源：华泰联合证券研究所

从上表可以看出，随着定价利率的提高，与定价利率 2.5%相比，费率下降的速度很快。定价利率为 3.5%时，费率下降 30.3%；定价利率为 5%时，费率下降 57.8%。如果传统险价格下降，对客户的吸引力将大幅提高。

2、传统险利润率下降

公司提供服务相同的情况下，产品价格的下降必将导致利润的下降，这一点上保险产品与其他非金融产品的原理相同。例如，在定价利率为 3.5%的情况下，利润在公司与客户之间的分割变为：

表格 3、传统险定价利率 3.5%、其他险种不变情况下的利益分割

定价利率 5.5%		
	客户能拿到的收益	保险公司能拿到的收益
传统险	3.50%	5.5%-3.5%=2%
分红险	$2.5\% + (5.5\% - 2.5\%) * 70\% = 4.6\%$	$5.5\% - 4.6\% = 0.9\%$
万能险	$5.5\% - 1\% = 4.5\%$	1%

资料来源：华泰联合证券研究所

我们仍采用上面的精算模拟模型，看在各种定价利率下的产品利润率。

表格 4、不同定价利率下的利润率变动

定价利率	利润率（利润贴现值/保费）	利润率变动幅度
2.50%	20.12%	
3.00%	18.00%	-11%
3.50%	15.75%	-22%
4.00%	13.36%	-34%

4.50%	10.85%	-46%
5.00%	8.18%	-59%

资料来源：华泰联合证券研究所

上表的模拟意味着，在定价利率为 2.5% 时，每销售出 100 元的传统险，新业务价值增加 20.12；当定价利率升高为 3.5% 时，每 100 元保费贡献的新业务价值为 15.75，下降了 22%。

由于 3 家公司的利润和内含价值并没有根据产品种类做出划分，因此无法对每股价值影响做出评估。因此，此项政策的变化可能引起原来传统保单的利润率下滑 22%。

三、实际情况存在变数

传统险定价利率的放开，对于保户来讲将肯定是好事，毕竟传统保单的收益率上提将会给保户更多的选择的余地，同时也能得到更多的实惠。

对于保险公司而言，其最终的影响将会因为保险产品最终的量以及结构上的变化来决定这次的定价利率放开对于三家上市保险公司的价值以及未来业绩的影响。

情景一、分红、万能的增长并不受影响，传统保单的销量出现上涨，总量上涨

从 2009 年的保费结构中来看，三家保险公司的传统险的占比预计分别为：中国人寿 19% 左右、中国太保 22% 左右，中国平安 11% 左右，需要注意的是，这里所指的保费收入占比包含了续期的保费收入。

然而，我们认为此项政策出来之后，更大程度上还是对新增保单的影响，从公司的价值的角度来讲更大程度上还是对一年期新业务价值的影响而言。

而在 2009 年全年的新增保费收入中，我们预计三家公司的传统险占比分别为：中国人寿 3.4% 左右、中国太保 1.2% 左右，中国平安 0.7% 左右，此项比例在 2008 年分别为：中国人寿 4.1% 左右、中国太保 4.4% 左右，中国平安 2.7% 左右，我们可以看见，三家保险公司目前的新增保费收入中传统保险的保费收入占比也越来越低，基本上处于快消亡的阶段。

假如根据我们的测算，如果传统保单的定价利率提升到 3.5%，产品的一年期新业务价值下降 22%，那么三家公司如果要实现如同 2009 年的传统保单产品的价值即保持一年期新业务价值的增速不变，那么公司需要增加传统险的新增保费收入 33%。对于这一点，我们认为在新的产品推出之后，也并非没有这种可能，毕竟目前的传统险的新增保费收入的量还太少。

表 5、保费收入增速测算

基础保费收入	保费增长率：	利润率：	最终价值：
(1)	(2)	(3)	(4)=(1)*(2)*(3)
100	4%	100%	104
100	33%	78%	104

资料来源：华泰联合证券研究所

如果出现这种结局，那么对于保险公司业绩的影响基本上可以忽略不计，如果传统保单的新增保费出现了高于上述比例的增长，那么对于保险公司的业务量上的影响将起到决定性作用。

场景二、分红、万能的增长受到影响，传统保单的销量出现上涨，总量不变

如果出现传统保单的销量上涨，但是挤占了分红、万能的市场份额，假如考虑价值不变的角度，那么由于传统保单的利润率较高，假如我们以前表 1 和表 3 测算的结果：

表 6、在 2.5%和 3.5%的定价利率下传统保单与其他保单的利润对比(投资收益 5.5%)

	2.5%的定价利率下		3.5%的定价利率下	
	公司能拿到的收益	收益/传统险收益	公司能拿到的收益	收益/传统险收益
传统险	2.5%	100%	2.00%	100%
分红险	0.9%	30%	0.90%	45%
万能险	1%	33%	1%	50%

资料来源：华泰联合证券研究所

从上表中，我们可以看出，如果传统保单的定价利率上涨到 3.5%，那么保险公司在同样的新增保费收入之下，传统保单的赚钱效应将发生明显的下降。

如果我们要维持保险公司的一年期新业务价值的增长不受影响，那么保险公司在保费收入的总量不变的情况下，三家公司需要达到的新增保费收入的结构为：

表 7、保单总量不变情况下的保险结构测算

业务类型	2009 年保费收入结构			假设定价利率 3.5% 下保费收入结构			假设定价利率 3.5% 下保费收入结构		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
分红	91.9%	31.1%	96.3%	88.9%	30.9%	95.3%	-3.0%	-0.2%	-1.1%
传统	3.4%	0.7%	1.2%	6.5%	1.3%	2.3%	3.1%	0.6%	1.1%
万能	4.6%	65.9%	1.7%	4.4%	65.5%	1.6%	-0.1%	-0.4%	0.0%
投连	0.0%	1.9%	0.0%	0.0%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他:	0.1%	0.4%	0.8%	0.1%	0.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
合计:	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%			

资料来源：华泰联合证券研究所

从上表中，我们也可以看出，如果保持原来的一年期新业务价值不变，在定价利率上升到 3.5%的情况下，保费收入结构中，中国人寿需要提高传统寿险在整个新增保费收入结构中的占比 3.1%，中国平安为 0.6%，中国太保为 1.1%

我们看来，这样的情况，如果保险公司能够加大对于传统保险销售，我们认为公司实现不影响现阶段的一年期新业务价值增长将是是可以实现的。如果结构增速超过我们的测算，那么公司的价值也有可能出现正向的增长。

场景三、保费结构没有任何变化，传统险的销量并未因此受益

这种结果也是我们最不愿意看到的结果，也就是说市场并没有因为传统保单的定价利率上涨到 3.5%出现明显的销量上的增加，从理性的角度来讲，目前的传统险即便是定价利率上涨到 3.5%，仍然没有市场吸引力，因为目前的分红以及万能险的回报率都要高过传统保险，特别是在产品销售的演示利率中。在目前也有一种观点就是，目前的传统保单，基本上是在相对落后的农村地区，而在目前购买传统保单的人，在未来 3.5%的情况下也会购买，而在目前没有购买这些保单的人，在未来即使 3.5%的定价利率下，其也不会进行购买，也就是出现我们所预计的这种情况。

如果发生这种情况，我们预计，三家公司的一年期新业务价值都将出现下降，其中中

中国人寿下降 3.5%，中国平安下降 0.7%，中国太保下降 1.3%。（值得注意的是，我们在进行测算的过程中，并没有考虑各项险种新单保费中趸交与期交的占比结构，实际结果可能略比我们测算的结果略大）。

由于目前保险公司新增保单中，传统保单的量并不大，从这个角度上看，这次定价利率的放开，对于公司的冲击并不会很大。但是，新增保单如果出现较高的定价利率，则有可能出现退保旧保单去换成新的保单的情况，而出现这种情况则较为复杂。

场景四、退保成为变数：

如果新的保单按照 3.5%或者比 3.5%更高的定价利率进行发售，则未来有可能出现退保旧保单，购买新的保单的情况，如果出现这种情况，虽然对于短期的利润有所增加，但是对于公司的长期价值来讲将产生损失。因此，这种情况的产生，也将对公司的价值产生一定的损害，这也有可能是目前传统保单较多的公司对此项方案并不赞同的主要原因。

四、恶性竞争受到抑制

目前的市场有一部分人对于定价利率放开后是否会出现盲目的价格竞争存在着一定的担心。我们认为在目前的方案下，公司要进行随意的产品的恶性竞争几乎是不可能的。

第一、定价利率虽然进行放开，但是保监会对于传统保单的定价利率有如下限制：

“传统人身保险准备金评估利率不得高于保单预定利率和法定最高评估利率中的低者，99 年以前的传统险法定最高评估利率为 7.5%，99 年以后的传统险最高评估利率为 3.5%。”这样的方式，就注定，保险公司要把定价利率定在 3.5%以上是需要极大的勇气的。

因为当公司的定价利率在 3.5%以上的时候，由于评估利率是最高 3.5%，因此公司就需要提取更多的责任准备金，因此对于偿付将产生加速消耗的过程，这样一来，就对公司的资本金提出了很高的要求。

（在交流中，很多人将此处所说的评估利率与我们新会计准则中的评估利率进行了混淆，这里所指的评估利率是指进行旧准则责任准备金计算时所采用的评估利率，主要是用于偿付能力的监管，并非新财务报表的结果，新的财务报表不受任何影响）

例如，如果公司出售一张的定价利率为 5%的 10 年期趸交保单，如果公司出售这张保单的价格是 10000 元，那么公司采用 3.5%的评估利率，公司一卖出保单就需要提取 11547 元的责任准备金，因此公司需要额外提供 1547 的资金来支持这张保单的销售，这对公司的资金要求非常大。因此，我们判断短期内市场上的定价利率较难出现较大幅度的上涨，特别是超过 3.5%。

第二、保监会的监管将是另一块不可逾越的鸿沟

从我们目前了解情况来看，保监会并不会任由保险公司自由的定价新的产品，在中国，所有的新产品都需要得到保监会的批准，从目前我们所了解信息，保监会并不会批准定价利率超过 3.5%的产品。因此，这在一定程度上也是限制住了出现定价利率较高的保单的可能性。

综述：整体而言，此次传统保单的定价利率在这个时候的放开应该说是超出了市场的预期，而成本端对于传统保单的上涨已经是没有疑问，而需要观测的指标是保费的量的变化，特别是传统保单是否能够因为定价利率的上升出现明显的上涨，此外对于退保率的影响也是我们需要观测的指标。

目前而言，虽然较为确定的因素就是成本端的上涨，但是我们认为由于目前公司的新增保费中，传统保单所占的量过小，因此，其影响相对有限。而考虑目前的保险股的整体估值已经较为便宜，基于 2010 年的以及预测，国寿、平安、太保的隐含 P/EV 倍数分别为 2.15 倍、1.84 倍和 1.72 倍，隐含一年期新业务价值乘数分别为 18.76 倍、11.18 倍和 14.26 倍。我们认为短期内对于整个行业的股价表现可能有一定程度上的抑制因素，但是长期来讲，保险公司依然极具投资价值，因此我们依然长期看好整个行业的发展，维持“增持”的评级，但是短期内给予“中性”的评级。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com