

中性（维持）

利差空间受挤，平安所受影响较小

2010 年 7 月 12 日

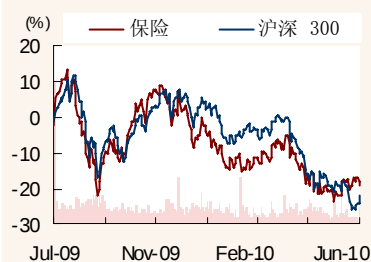
上证指数 2421

## 行业规模

|          |      | 占比% |
|----------|------|-----|
| 股票家数（只）  | 3    | 0.2 |
| 总市值（亿元）  | 8985 | 4.7 |
| 流通市值（亿元） | 8130 | 6.6 |

## 行业指数

| %    | 1m  | 6m    | 12m   |
|------|-----|-------|-------|
| 绝对表现 | 2.2 | -14.7 | -19.8 |
| 相对表现 | 7.1 | 9.2   | 2.2   |



## 相关报告

- 1、《保险行业估值体系重构专题报告-市盈率将主导估值，平安重估空间巨大》2010/5/10
- 2、《主业纵深发展，估值相对安全》2010/6/8

罗毅

 0755-82940797  
 luoyi@cmschina.com.cn  
 S1090208070228

研究助理

洪锦屏

 0755-82960071  
 hongjinping@cmschina.com.cn

敬请阅读末页的重要说明

## 传统险预定利率限制放开点评

保监会放开传统险产品预定利率限制，挤压保险公司利差空间，平安所受影响最小，国寿和太保受影响较大。

- **传统寿险预定利率放开，将加剧传统寿险的竞争程度。**传统险的预定利率 99 年 6 月至今维持在 2.5% 的较低水平，这一行业限制使传统险较大程度上规避了纯价格上的恶性竞争，从而保持了较高的利润率水平。此次保监会酝酿放开预定利率，是降低了传统险的保险价格，有利于提高消费者在传统险中的受益程度，显示管理层对保险产品向传统保障型回归的引导，同时也开启了传统寿险领域的价格竞争和市场化程度提升的大门。
- **利差损保单再次出现的概率不大，但寿险公司的利差益将受到挤压。**首先，历史的高利率保单尚未消化完毕，监管层对预定利率放开后的市场行为将保持关注和警惕；其次，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，而 1999 年 6 月 10 日以后签发的传统人身保险保单法定最高评估利率为 3.5%，如果保险公司采用高于 3.5% 的预定利率，在会计上将导致保单的利润释放往后递延，保单前期的利润下降或者出现承保亏损。因此，我们认为大型的保险公司并不会贸然的大幅上调预定利率，而不排除会有小型保险公司打出非常高的预定利率抢占市场再在后期慢慢调整的情况出现。
- **国寿和太保受影响程度较大，平安最小。**国寿、平安和太保传统险的占比分别为 15%、4% 和 24%，平安所受影响最小。国寿和太保相比，虽然传统险占比较低，但国寿在农村地区的市场占有率超过 60%，竞争相对不充分，而在这些地区销售的绝大部分是传统险，因此作为其他保险公司抢占市场份额的最主要目标，国寿在利润率下降的同时还面临较大的丢失市场份额的压力。静态的测算，假设传统险的预定利率从 2.5% 上升至 3.5%，国寿、平安和太保的整体负债成本分别上升 15、4 和 24 个基点，则三公司的保单费用率假设分别上升 6%、1.14% 和 7.06%，利润下降的幅度分别为 5%、0.2% 和 5.7%。
- **预定利率的放开，一方面提升了保险公司的承保成本，同时可能引发退保率的上升，另一方面对寿险需求有刺激作用，但整体而言偏负面，对保险公司的风险控制和投资能力提出了更高的要求。**国寿和太保由于传统险占比较高，且新业务利润对费用上升较为敏感，所受影响大于平安，新保单利润下降 5% 左右，考虑续期保单利润的释放，对公司的整体影响 3% 左右，短期冲击不大，但需要注意过度竞争导致的利率风险。

## 重点公司主要财务指标

|      | 股价    | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 08PE | 09PE | PB  | 评级     |
|------|-------|-------|-------|-------|------|------|-----|--------|
| 中国人寿 | 23.82 | 0.36  | 1.16  | 1.33  | 20.5 | 17.9 | 3.1 | 审慎推荐-A |
| 中国平安 | 44.54 | 0.09  | 1.87  | 2.47  | 23.8 | 18.0 | 3.8 | 强烈推荐-A |
| 中国太保 | 21.08 | 0.17  | 0.85  | 1.08  | 24.8 | 19.5 | 2.3 | 审慎推荐-A |

资料来源：招商证券

## 事件：

保监会7月9日发布关于征求对《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，主要内容如下：

一、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。保险公司对传统人身保险产品进行定价，应当符合一般精算原理。

二、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。

保险公司在1999年6月10日及以前签发的传统人身保险保单法定最高评估利率为7.5%，1999年6月10日以后签发的传统人身保险保单法定最高评估利率为3.5%。

三、分红保险的预定利率、万能保险的最低保证利率不得高于年复利2.5%。

四、本通知所称传统人身保险是指签发保单时保险费和保单利益确定的人身保险。

五、本通知自发布之日起实施。

## 点评：

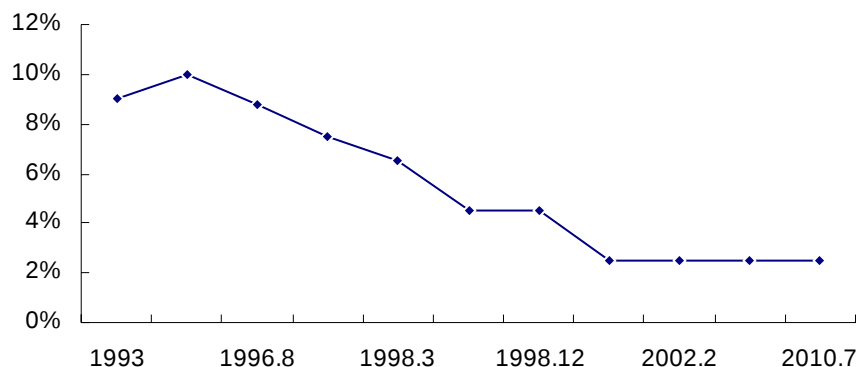
### 1. 传统寿险预定利率放开，将加剧传统寿险的竞争程度

传统险的预定利率1999年6月至今维持在2.5%的较低水平，相较于万能、分红险而言，这一行业限制使传统险较大程度上规避了纯价格上的恶性竞争，从而保持了较高的利润率水平。此次保监会酝酿放开预定利率，是降低了传统险的保险价格，有利于提高消费者在传统险中的受益程度，显示管理层对保险产品向传统保障型回归的引导，同时也开启了传统寿险领域的价格竞争和市场化程度提升的大门。

### 2. 利差损保单再次出现的概率不大，但寿险公司的利差益将受到挤压

传统险的预定利率与存款利率的差异是影响传统险需求的重要因素。我国保险公司的高利率保单主要形成于96-99年，当时我国利率连续8次下调，而预定利率的调整滞后于存款利率，导致保险需求大幅增加，从而在当时积累了大量的利差损保单。

图1：我国保险行业传统险预定利率1999年来维持在2.5%



资料来源：招商证券研发中心

我们认为此次预定利率的放开导致再次出现利差损的概率不大。首先，历史的高利率保

单尚未消化完毕，监管层对预定利率放开后的市场行为将保持关注和警惕，一旦出现利差损的苗头，将积极介入和指导；其次，此次《通知》指出，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，而 1999 年 6 月 10 日以后签发的传统人身保险保单法定最高评估利率为 3.5%，如果保险公司采用高于 3.5% 的预定利率，在会计上将导致保单的利润释放往后递延，保单前期的利润下降或者出现承保亏损。因此，我们认为大型的保险公司并不会贸然的大幅上调预定利率，而不排除会有小型保险公司打出非常高的预定利率抢占市场再在后期慢慢调整的情况出现。

**保险公司的利差空间将受到挤压。**预定利率的提高使保户将分得更大的一块蛋糕，在保险公司投资收益率保持不变的前提下，保户的利益来自保险公司的让渡，因而对其利差而言是负面影响。

### 3. 国寿和太保受影响程度较大，平安最小

预定利率放开影响的是未来的保单现金流，而不影响历史的负债成本，因此过去形成的高利率保单不受影响，而将随着未来保险公司的业务拓展使传统险的成本逐步上升，这体现在利润表中需要时间，因此短期内对保险公司的冲击不大，而长期对保险公司的新业务利润率和产品结构有重大影响。

从财务角度来看，预定利率的提高和此前新会计准则中准备金评估利率的提高所产生的影响正好相反，传统险占比越高的保险公司利润下降的空间越大。国寿、平安和太保传统险的占比分别为 15%、4% 和 24%，因此平安所受影响最小。国寿和太保相比，虽然传统险占比较低，但国寿在农村地区的市场占有率超过 60%，竞争相对不充分，而在这些地区销售的绝大部分是传统险，因此作为其他保险公司抢占市场份额的最主要目标，国寿在利润率下降的同时还面临较大的丢失市场份额的压力。

**表 1: 中国平安传统险占比仅 4%**

|        | 中国平安寿险产品保费收入 |      |      |      |      | 占比   |      |      |      |      |
|--------|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|        | 保费收入 (亿)     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 险种     | 2005         | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| 分红险    | 224          | 267  | 304  | 374  | 498  | 38%  | 39%  | 38%  | 37%  | 37%  |
| 万能险    | 112          | 155  | 215  | 339  | 576  | 19%  | 23%  | 27%  | 33%  | 43%  |
| 传统险    | 56           | 57   | 53   | 49   | 50   | 10%  | 8%   | 7%   | 5%   | 4%   |
| 投连险    | 39           | 36   | 49   | 72   | 46   | 7%   | 5%   | 6%   | 7%   | 3%   |
| 年金     | 46           | 44   | 43   | 51   | 28   | 8%   | 6%   | 5%   | 5%   | 2%   |
| 意外及健康险 | 112          | 125  | 130  | 139  | 147  | 19%  | 18%  | 16%  | 14%  | 11%  |
| 合计     | 589          | 684  | 794  | 1024 | 1345 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

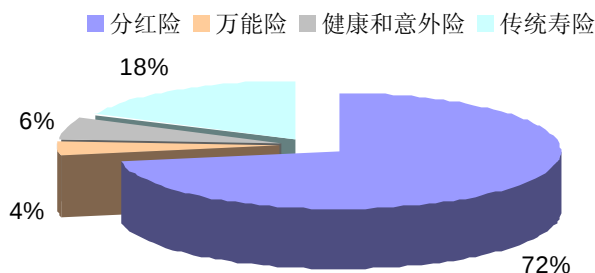
资料来源：公司报告，招商证券研发中心

**表 2: 中国太保传统险占比 24%**

|         | 中国太保寿险产品保费收入 |        |      |        |      |        |      |
|---------|--------------|--------|------|--------|------|--------|------|
|         | 保费收入 (亿)     |        |      |        |      |        |      |
| 险种      | 2006         | 2007 中 | 2007 | 2008 中 | 2008 | 2009 中 | 2009 |
| 万能型     | 4%           | 26%    | 38%  | 35%    | 22%  | 1%     | 5%   |
| 短期意外与健康 | 8%           | 5%     | 5%   | 4%     | 5%   | 5%     | 1%   |
| 分红型     | 46%          | 36%    | 26%  | 41%    | 50%  | 72%    | 70%  |
| 传统型     | 42%          | 33%    | 31%  | 20%    | 23%  | 22%    | 24%  |
| 合计      | 100%         | 100%   | 100% | 100%   | 100% | 100%   | 100% |

资料来源：公司报告，招商证券研发中心

图 2：中国人寿 2008 年传统险占比 18%，09 年下降至 15%左右



资料来源：公司报告，招商证券研发中心

静态的测算，假设传统险的预定利率从 2.5% 上升至 3.5%，国寿、平安和太保的整体负债成本分别上升 15、4 和 24 个基点，则三公司的保单费用率假设分别上升 6%、1.14% 和 7.06%，利润下降的幅度分别为 5%、0.2% 和 5.7%，国寿和太保所受负面影响大于平安。

表 3：预定利率上升至 3.5% 对保险公司利润影响

|    | 传统险占比 | 负债成本上升  | 总负债成本 | 费用率上升 | 新业务价值对费用的敏感性 | 新业务利润下降 |
|----|-------|---------|-------|-------|--------------|---------|
| 国寿 | 15%   | 0.1500% | 2.50% | 6.00% | 0.85%        | -5.09%  |
| 平安 | 4%    | 0.0400% | 3.50% | 1.14% | 0.19%        | -0.21%  |
| 太保 | 24%   | 0.2400% | 3.40% | 7.06% | 0.80%        | -5.66%  |

资料来源：招商证券研发中心

预定利率的放开，一方面提升了保险公司的承保成本，同时可能引发退保率的上升，另一方面对寿险需求有刺激作用，但整体而言偏负面，对保险公司的风险控制和投资能力提出了更高的要求。国寿和太保由于传统险占比较高，且新业务利润对费用上升较为敏感，所受影响大于平安，新保单利润下降 5% 左右，考虑续期保单利润的释放，对公司的整体影响 3% 左右，短期冲击不大，但需要注意过度竞争导致的利率风险。

图 3：保险行业历史 PEBand

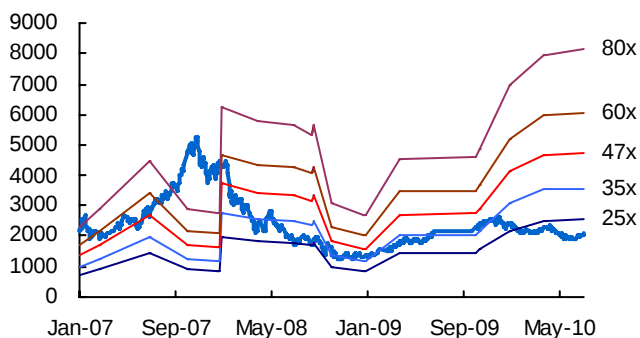
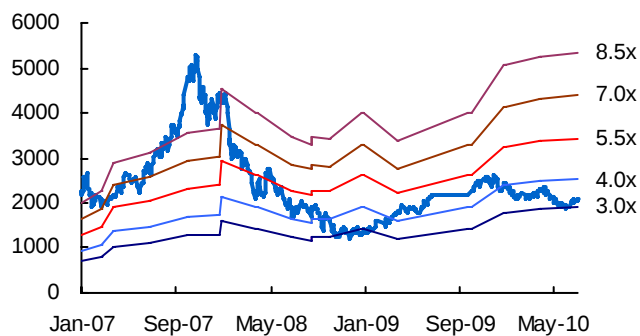


图 4：保险行业历史 PBBand



- 说明：1、资料来源于招商证券研发中心；  
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；  
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；  
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**罗毅，CFA：**毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名，2007年度第三名，证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名，2007年度第二名，金融时报(FINANCIAL TIMES)2007年度最佳分析师金融行业第二名，目前为招商证券金融行业研究副董事

**洪锦屏：**华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。