

保险业 (010911)

行业评级

买入

前次评级

买入

三季度保险公司净资产环比有望大幅提升

曹恒乾 研究员
电话: 020-87555888-419
eMail: chq@gf.com.cn

温重伟 研究助理

保险公司净资产变动的驱动因素分析

按照此前保监会发布的偿付能力监管规定, 保险公司净资产的规模将直接影响其可承载业务量的大小。

就目前保险公司的收入构成来看, 主要以寿险业务为主, 净资产的变动也主要受寿险业务的影响。对影响因素进行细分, 一方面是承保利润对净资产的提升 (包括死、费差收益与剩余边际、风险边际的释放); 二是银行存款和债券 (包括交易性、可供出售、持有到期类债券) 的利息收入 (过去 4 年平均在 4.2%), 这部分收入与市场涨跌关系不大; 三是投资资产 (债券净价、股票价格) 的公允价值变动 (包括交易性金融资产、可供出售类金融资产) 对净资产的影响, 这部分资产的公允价值变动与市场直接相关, 对保险公司净资产的波动性影响较大 (后两部分的收益需扣除掉资金成本以及分红险保单持有人的分成, 剩余部分才归属于公司)。

利差损无虞, 传统险利差益与自有资金投资收益提供保障

从中国平安利差益模型的测算结果可知, 即使投资收益率下降至 3%, 此时分红险与万能险帐户出现了利差损, 但是传统险依然能够贡献利差益, 加上自有资金的投资收益, 归属于公司的利差益总计依然有 3 亿元。经过我们的测算, 保险公司对应于投资收益率的利差损益平衡点分别为: 中国平安 2.93%, 中国太保 2.83%, 中国人寿 2.50%, 因此保险公司出现利差损的风险不大。

三季度净资产有望明显提升, 平安升幅 11.2%

目前上证指数已经反弹至 2600 点附近, 与二季度末相比, 涨幅达到了 10%。我们在三季度末上证指数 2700 点 (单季上涨 13%) 的假设下, 对净资产的变动进行测算, 三家保险公司的净资产都有显著提升, 相对 09 年期末净资产的增长幅度分别为: 中国人寿 9%, 中国平安 11.5%, 中国太保 6.5%, 其中, 中国平安的提升幅度最大, 我们维持行业的“买入”评级。

风险提示

未来存在股市大幅下滑以及投资出现重大失误的风险。

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	2.37%	-12.45%	2.34%
沪深 300	2.73%	-9.57%	-24.91%

由于保监会在此前发布了《保险公司偿付能力监管规定（征求意见稿）》，对保险公司的偿付能力进行了严格规定。未来各家保险公司净资产的规模大小将直接影响其可承载业务量的多少。在本文中，我们重点关注市场波动对保险公司净资产的影响，基于对投资资产规模以及资产价格涨跌幅的假设，建立净资产的测算模型。

保险公司净资产变动测算模型的建立

我们首先从已公布的09年年报和10年一季度中，计算出三家保险公司在一季度净资产的变动情况。由于太保在一季度以每股28元港币进行了超额配售，此次配股的税后融资额达到28亿元人民币，为了客观反映股票市场波动对净资产的影响，这里我们相应扣减了太保一季度28亿元的净资产增加额。

表 1: 2009、2010Q1 净资产规模及变动情况（亿元）

	2009 年	2010 年一季度	一季度增加额（扣除融资）
中国人寿	2110	2174	64
中国平安	850	897	47
中国太保	747	790	15

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

按照净资产的变动影响因素进行分析，主要分为寿险业务及非寿险业务影响，就目前保险公司的收入构成来看，主要以寿险业务为主，因此我们对寿险业务进行细分，一方面是承保利润对净资产的影响，另一方面是投资资产的公允价值变动对净资产的影响。再进一步地，我们把投资资产的价值变动分为两部分，一部分是相对稳定的，与市场涨跌关系不大的资产增值（主要为银行存款和持有至到期债券的利息收入），根据三家保险公司历年的投资情况（见下表），我们把这部分的年化收益率设定为较为保守的4%。

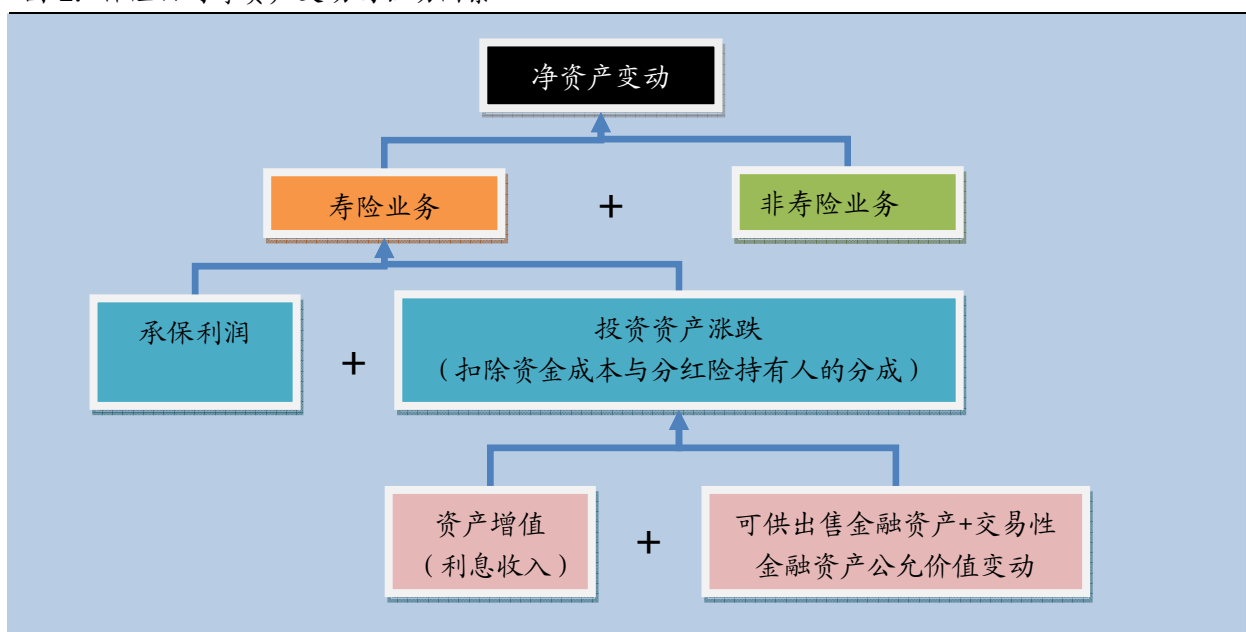
表 2: 2006-2009 债券和银行存款投资收益率对比

投资资产类别	2006	2007	2008	2009	均值
太保-债券	4.0%	3.6%	4.7%	5.5%	4.4%
太保-银行存款	4.3%	4.3%	5.1%	4.4%	4.5%
国寿-债券	2.0%	3.2%	4.9%	4.6%	3.7%
国寿-银行存款	2.0%	5.3%	5.7%	3.8%	4.2%
平安-债券	4.2%	2.8%	4.4%	4.0%	3.9%
平安-银行存款	4.9%	5.4%	4.6%	4.0%	4.7%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

而另一部分则是交易性和可供出售权益类资产以及债券资产，这部分资产的公允价值变动与市场直接相关，对保险公司净资产的波动性影响较大。通过图形表示的净资产影响路径如下所示：

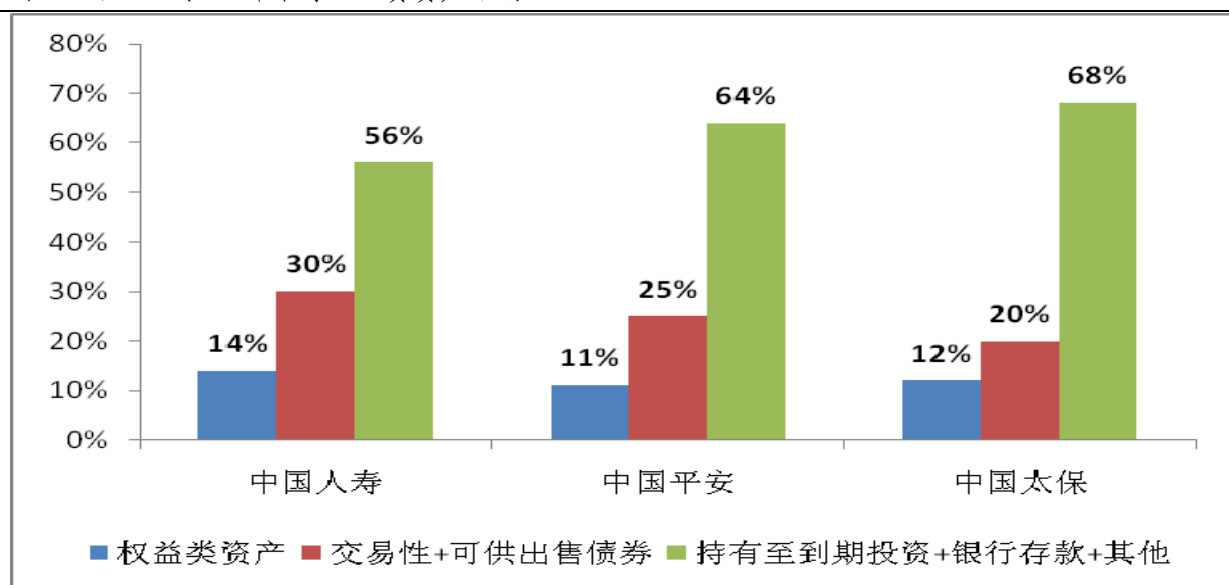
图 1: 保险公司净资产变动的驱动因素



数据来源：广发证券发展研究中心

根据09年的年报数据测算，三家保险公司年末的寿险投资资产结构如下所示：

图 2: 保险公司 09 年末寿险投资资产结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

根据我们之前发布的中国平安深度报告《寿险保费高速增长，承保利润保障盈利能力》所采用的利源分析模型及对应的假设：寿险新增投资资产大约为当年已赚保费的70%；承保利润等于寿险已赚保费与承保利润率（假设与09年相同）的乘积；资产增值等于存量投资资产与年化收益率（假设4%）乘积中，归属于保险公司利差益的部分；可供出售金融资产+交易性金融资产公允价值变动等于其中的权益类和债券类投资资产规模分别乘以对应的涨跌幅，其中由保险公司承担的损益部分计入净资产变动。

对于归属于保险公司利差益的部分以及损益部分计入净资产的比例，

我们以中国平安为例对此加以说明。

表 3: 中国平安 2010 年利差益分析 (亿元)

投资帐户	传统险	分红险	万能险	自有资金	合计
投资资金	2109	1734	1456	509	5,808
投资收益率	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	
资金成本率	2.83%	4.50%	4.50%	0.00%	
投资收益	84	69	58	20	232
归属公司收益基点	1.17%	-0.1%	-0.3%	4.00%	
归属公司的利差益	25	-2	-4	20	40
投资收益率	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	
投资收益	63	52	44	15	174
归属公司的利差益	4	-5	-11	15	3

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

可以看到, 由于分红险的投资收益需要与客户分红 (分红比例80%), 而万能险的投资损益需要平滑准备金, 损益的分配设定为50%, 因此当收益率假设为4%时, 总投资收益为232亿元, 而归属于保险公司的利差益为40亿元, 比例大约为 $40 \div 232 = 17\%$ 。另外, 当投资收益率下降为3%时, 总投资收益降为174亿元, 下降了58亿元, 而归属于公司的利差益降为3, 下降了37亿元, 由保险公司承担的损益比例大约为 $37 \div 58 = 64\%$ 。

我们对一季度净资产变动的测算模型建立如下:

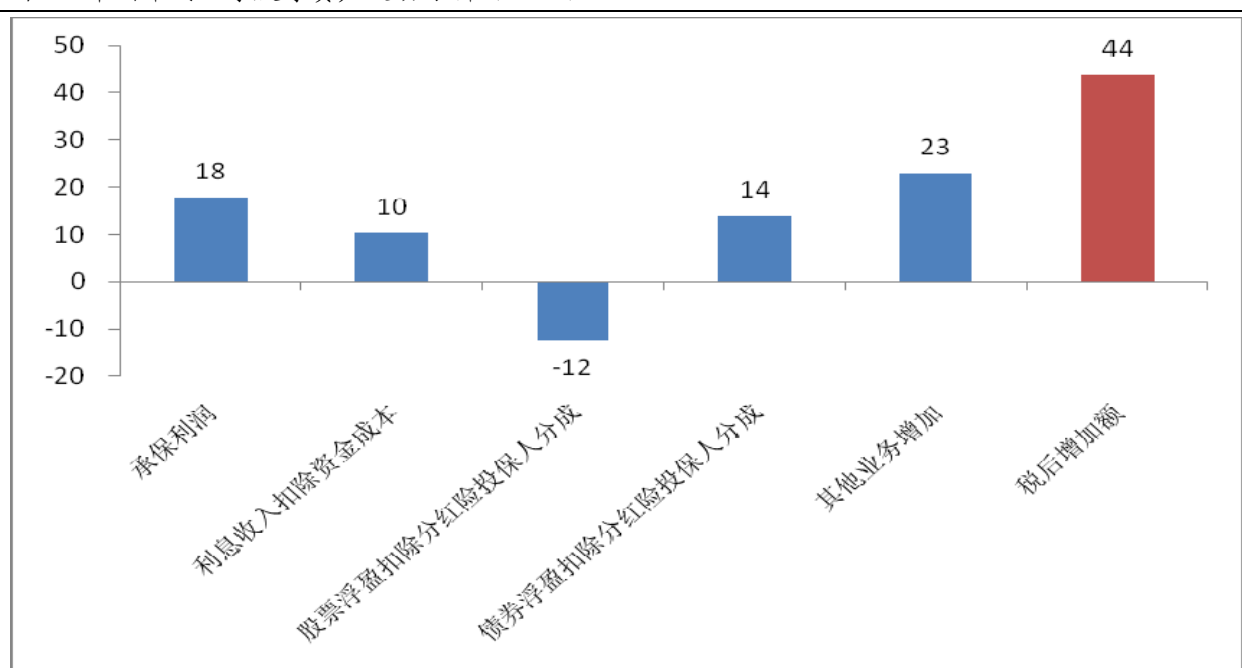
表 4: 一季度净资产变动测算模型 (亿元)

	中国人寿	中国平安	中国太保
10 年平均投资资产	12898	5807	3373
年化利息率	4%	4%	4%
归属保险公司利差	22%	18%	14%
一季度利差	28	10	5
一季度已赚保费	1099	328	284
承保利润率	5.67%	5.42%	4.25%
一季度承保利润	62	18	12
权益类资产占比	14%	11%	12%
股价涨跌幅	-4%	-3%	-3%
保险公司承担占比	57%	64%	55%
一季度股票浮盈	-41	-12	-6
交易性+可供出售债券占比	30%	25%	20%
债券净价涨幅	1.5%	1.5%	1.5%
保险公司承担占比	57%	64%	55%
一季度交易性+可供出售债券浮盈	33	14	6
寿险税前	82	30	16
其他业务增加	0	23	6
所得税	21.23	9.04	7.38
合计	61	44	15

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

以中国平安为例, 用图形来表述的一季度净资产变动如下:

图 3: 中国平安一季度净资产变动分析 (亿元)



数据来源: 广发证券发展研究中心

由于中国平安没有公布经过风险测试和分拆后的保费收入,按照一季报公布的数据进行测算,公司寿险已赚保费大约为328亿元。已经公布的一季报显示,一季度实际增加的净资产,三家保险公司分别为中国人寿64亿元,中国平安47亿元,中国太保15亿元,我们测算的数值与公布的实际值比较接近。

同时从上述中国平安利差益模型的测算结果可知,即使投资收益率下降至3%,此时分红险与万能险帐户出现了利差损,但是传统险依然能够贡献利差益,加上自有资金的投资收益,归属于公司的利差益依然有3亿元。经过我们的测算,保险公司对应于投资收益率的利差损益平衡点分别为:中国平安2.93%,中国太保2.83%,中国人寿2.50%,因此保险公司出现利差损的风险不大。

三季度净资产有望显著提升,平安升幅最大

上证指数已经反弹至2600点附近,与二季度末相比,涨幅已经达到了10%。我们假设保险公司在三季度的投资资产比例、承保利润率以及其他业务对净资产增加额维持一季度的数值不变,二季度保费收入已经公布,假设三季度保费收入与二季度相同,在三季度末上证指数2700点(单季上涨13%)的假设下,对净资产的变动进行测算。

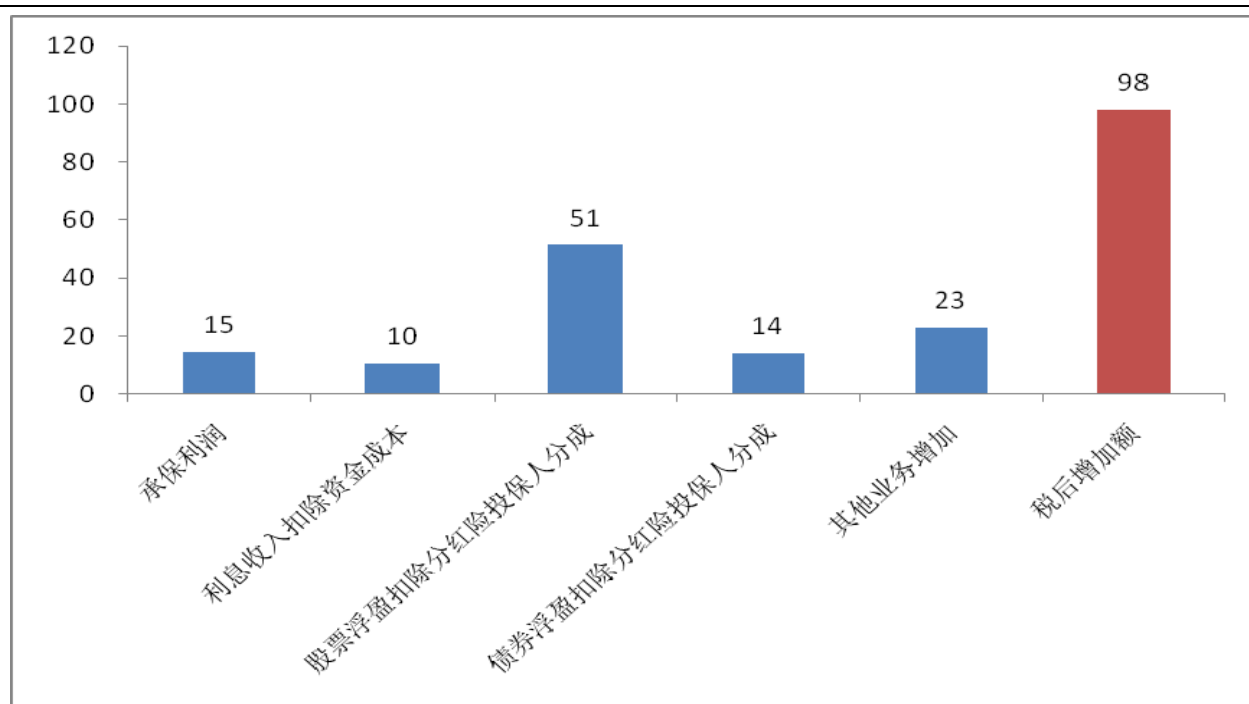
表 5：三季度净资产变动预测模型（亿元）

	中国人寿	中国平安	中国太保
2010 年寿险平均投资资产	12898	5807	3373
年化利息率	4%	4%	4%
归属保险公司利差	22%	18%	14%
三季度寿险利差	28	10	5
三季度已赚保费	740	269	206
承保利润率	5.67%	5.42%	4.25%
三季度承保利润	42	15	9
权益类资产占比	14%	11%	12%
股价涨跌幅（上证指数 2700 点）	13%	13%	13%
保险公司承担占比	57%	64%	55%
三季度股票浮盈	129	51	31
交易性+可供出售债券占比	30%	25%	20%
债券净价涨跌幅	1.5%	1.5%	1.5%
保险公司承担占比	57%	64%	55%
三季度交易性+可供出售债券浮盈	33	14	6
寿险税前	232	90	50
寿险税后	190	75	43
其他业务增加	0	23	6
合计	190	98	49
相比 09 年末变动	9.0%	11.5%	6.5%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

用图形来表述的中国平安三季度净资产变动如下：

图 4：中国平安三季度净资产变动预测（亿元）



数据来源：广发证券发展研究中心

按照我们的模型测算，在三季度末上证指数2700点的假设下，三家保险公司的净资产都有显著提升，相对09年期末净资产的增长幅度分别为：中国人寿9.0%，中国平安11.5%，中国太保6.5%，其中，中国平安的提升幅度最大，通过敏感性分析可知，即使上证指数在三季度末回调至2500点，平安净资产的涨幅依然有8%。我们维持行业的“买入”评级。

表 6: 上证指数对净资产变动的敏感性分析

上证指数	中国人寿	中国平安	中国太保
2500	5.7%	8.0%	4.0%
2600	7.4%	9.6%	5.0%
2700	9.0%	11.2%	6.5%
2800	10.7%	12.8%	7.0%
2900	12.4%	14.4%	8.0%
3000	14.0%	16.0%	9.1%

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

未来存在股市大幅下滑以及投资出现重大失误的风险。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

保险行业 2010 年中期投资策略

曹恒乾

2010-06-20

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。