

保险业 (010911)

行业评级

买入

前次评级

买入

转融通业务有望推出，或提升保险公司业绩

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

融券规模小，转融通有望推出

融资融券业务自 3 月 31 日试点以来，虽然规模呈现了递增态势，但是市场规模与所发挥的作用远远低于应有的程度。5、6、7 三个月的融资融券余额分别为 10.3 亿元、14.4 亿元和 24.8 亿元，其中主要以融资交易为主，融资余额占比为 99%，而截至 7 月底的融券余额，仅为 2575 万元。融资融券交易对市场影响还相当小，融券交易更是没有发挥出价格发现机制的作用。造成融资交易小于预期的因素，我们认为这是由于融资融券业务自开展以来，市场呈现连续下跌的趋势，投资者不大可能会在这段时间进行融资买入。而融券业务由于监管层出于审慎推出的原则，符合融券要求的标的股票数量有限，而目前转融通制度还未建立，造成了供给严重不足。参照国际上的经验，我们认为下一步有望建立融资融券业务的转融通机制，扩大供给。

保险公司参与融券，未来有望提升业绩

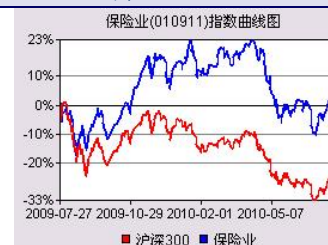
作为长线资本的投资主体，国际上保险公司是整个证券信用交易市场中最为重要的融券方。保险公司通过融出长期持有的证券获得稳定的利息收入，也有利于增加保险公司的收益。由于需要通过专门的金融中介机构参与融券业务，我们假设保险公司能够获得的融券利率在 5% 左右。按照国外经验，融券比例占总投资资产的比重在 8%-11% 左右，我们根据国内三家上市保险公司截至 09 年末可供出售金融资产中，股票资产的规模进行测算，按融券比例为股票可供出售金融资产的 30%（约占总投资资产比例的 2-3%）测算，业务带给公司的净利润增幅预计达到：中国人寿 4.6%，中国太保 3.7%，中国平安 3.6%。如果融券比例占总投资资产的比重达到国际上 10% 的水平，业务带给公司的净利润增幅预计达到：中国人寿 17.2%，中国太保 18.6%，中国平安 14.5%。

我们认为转融通制度建立后，一方面给保险公司带来的收益是净增加的、无风险的，另一方面保险公司还可针对性长期持有一些高股息的股票，股息加上融券获得的回报已经非常可观。

风险提示

转融通机制推出时间延迟的风险。

行业走势

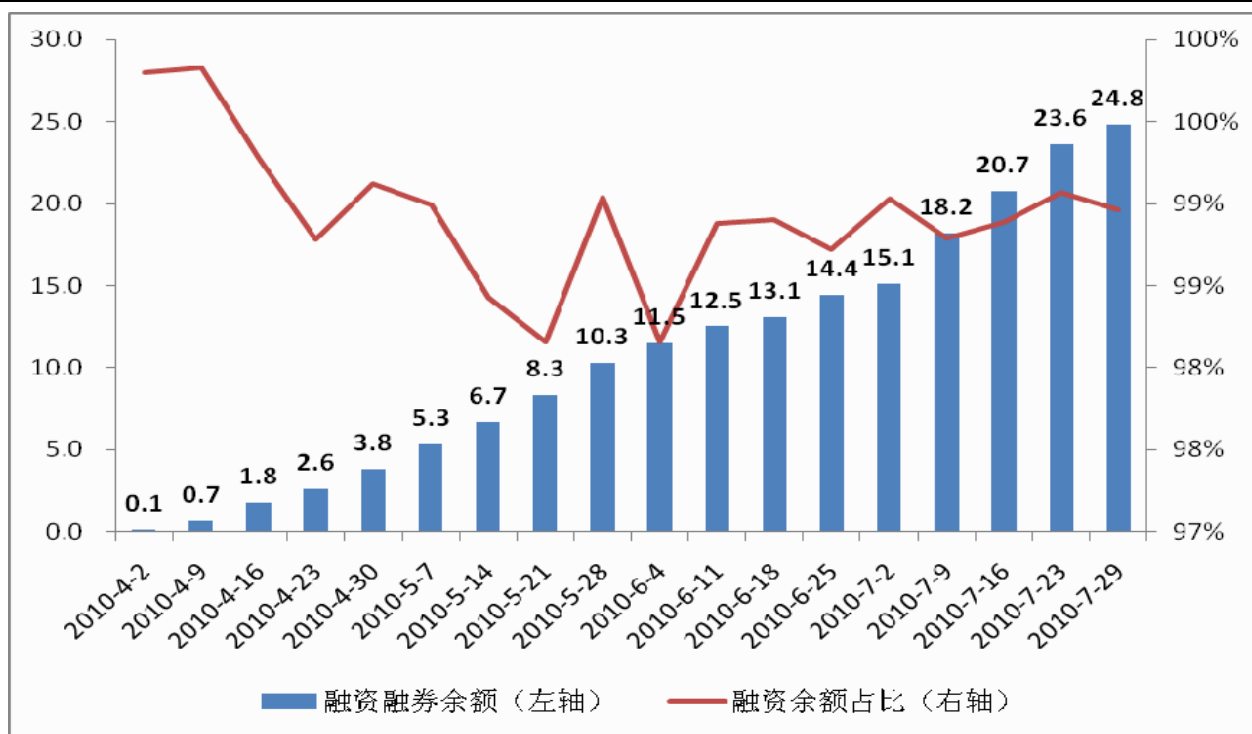


市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	2.37%	-12.45%	2.34%
沪深 300	2.73%	-9.57%	-24.91%

融券规模小，市场企盼转融通制度推出

融资融券业务自3月31日试点以来，虽然规模呈现了递增态势，但是市场规模与所发挥的作用远远低于应有的程度。截至7月份，5、6、7三个月的融资融券余额分别为10.3亿元、14.4亿元和24.8亿元，其中主要以融资交易为主，融资余额占比为99%，而截至7月底的融券余额，仅为2575万元。日融资买入额占两市A股市场日均成交额的比例仅为0.05%。从这个角度来说，相对于整个市场，融资融券交易对市场影响还相当小，融券交易更是没有发挥出价格发现机制的作用。

图 1：融资融券业务的市场整体表现



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

造成这种局面的原因主要有两个，首先从推出的时点来看，由于融资融券业务自开展以来，市场呈现连续下跌的趋势，投资者不大可能在这段时间进行融资买入。其次，对于融券业务来说，由于符合要求的标的股票数量有限，另一方面，目前转融通制度还未建立，监管层仅仅允许获得该项业务资格的券商利用自营证券开展融券业务，而券商也只能从自营部门的长线投资品种中拿出来作为融券标的，这就造成了供给严重不足，导致目前的股票市场依然缺乏做空机制。

所谓转融通，就是由银行、基金和保险公司等机构提供资金和证券，证券公司则作为中介将这些资金和证券提供给融资融券客户。监管层推出融资融券的初衷，一个重要的原因就是为了给中国股市提供做空机制，让市场成为双边市，从而完善资本市场的价格发现机制。因此，我们认为下

一步将有望建立融资融券业务的转融通机制，扩大供给。

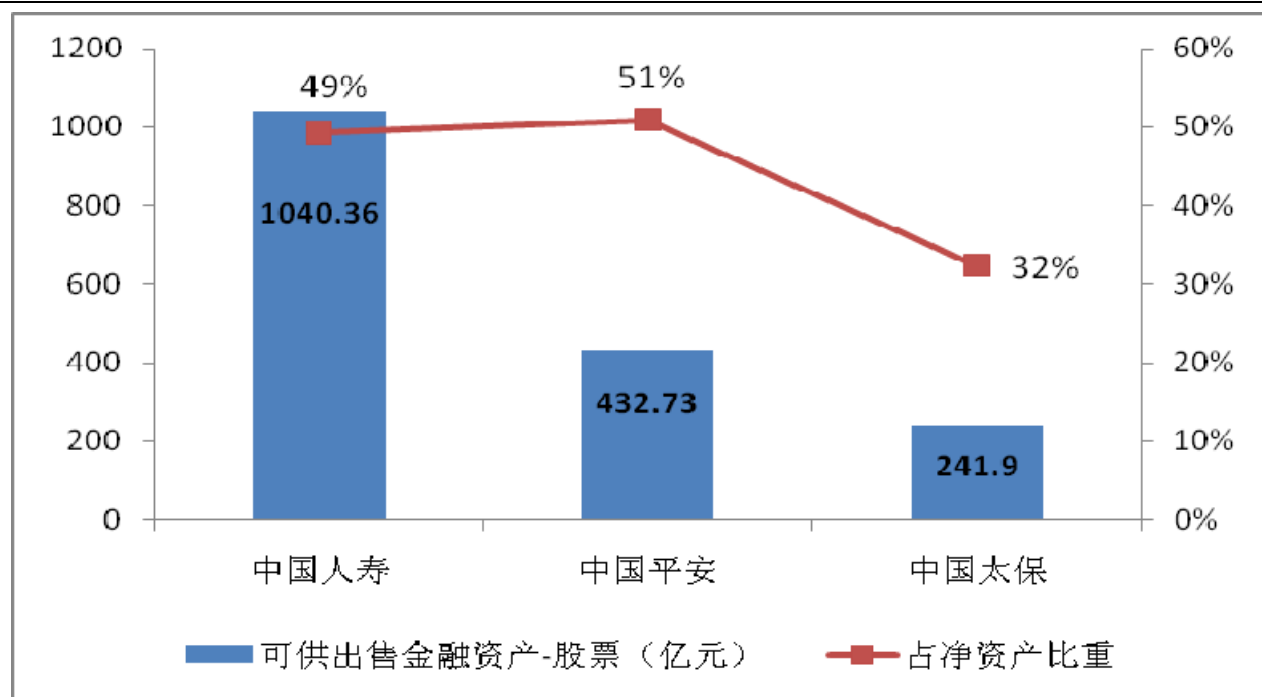
同时，在目前市场缺乏转融通机制的环境下，券商进行融资融券业务从本质上讲还是属于自营业务，证券公司要独力承担融资的机会成本以及融出证券价格下跌的风险，限制了参与的积极性。而建立转融通机制后，证券公司可以作为中介机构参与融资融券，从银行、基金、保险等金融机构获得资金和证券，提供给参与该项业务的客户，这将大大降低公司的风险，有利于提高证券公司从事融资融券业务的积极性。

保险公司参与融券，有望提升收益

从国际经验来看，无论是使用集中授信模式还是使用分散信用模式的国家，作为长线资本的投资主体，保险公司是整个证券信用交易市场中最为重要的借券方。对于保险公司来说，为了保证偿付能力，需要寻找一个收益稳定，风险较低的保值增值渠道，而保险公司持有大量的证券，如果从中拿出一部分参与转融通的融券业务，可以给保险公司带来一笔稳定的融券利息收入，拓宽了收益渠道后，有利于提高保险公司的长期投资收益。

根据国内三家上市保险公司披露的财务数据来看，截至09年末，三家保险公司的可供出售金融资产中，股票资产的规模分别达到了中国人寿1040.36亿元，中国平安432.73亿元，中国太保241.90亿元，占净资产的比重为49%，51%和32%。

图 2：09 年末保险公司可供出售金融资产中股票资产的规模及占比

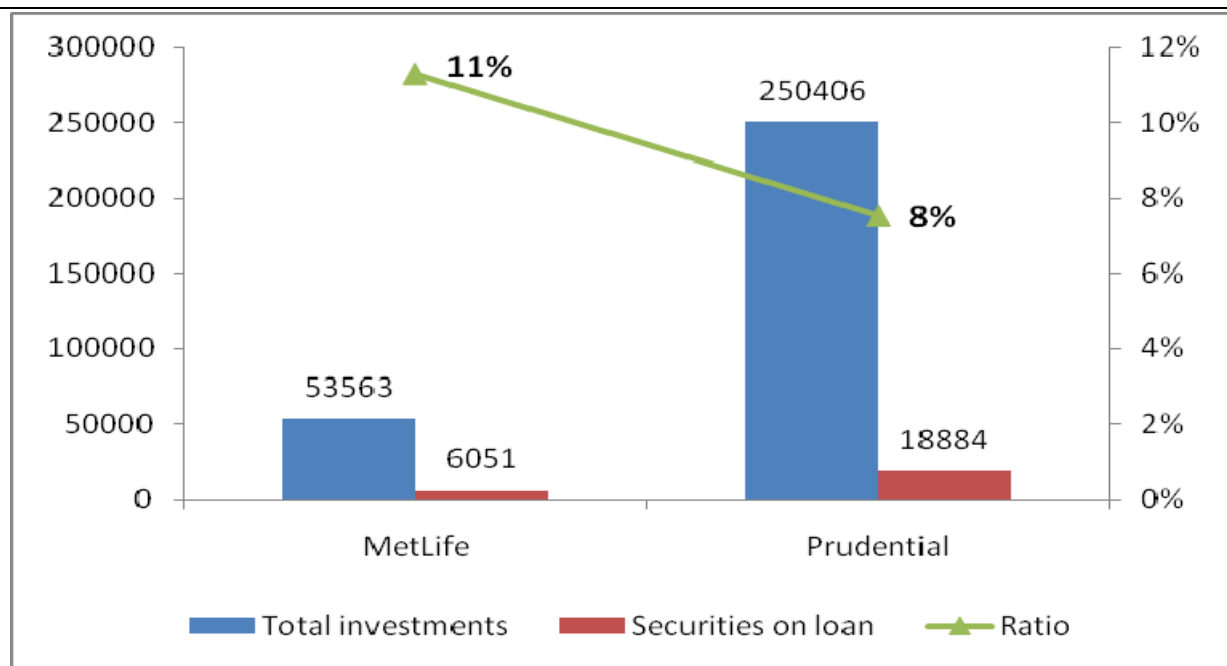


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

根据国外已经开展转融通业务的情况，以美国大都会人寿保险公司（MetLife）09年的数据来看，其09年末以公允价值计量的总投资资产为535.6亿美元，融出证券总额为60.5亿美元，占比为11%；而英国保诚集

团 (Prudential) 09年末的总投资资产为2504.1亿美元，融出证券总额为188.8亿美元，占比8%。

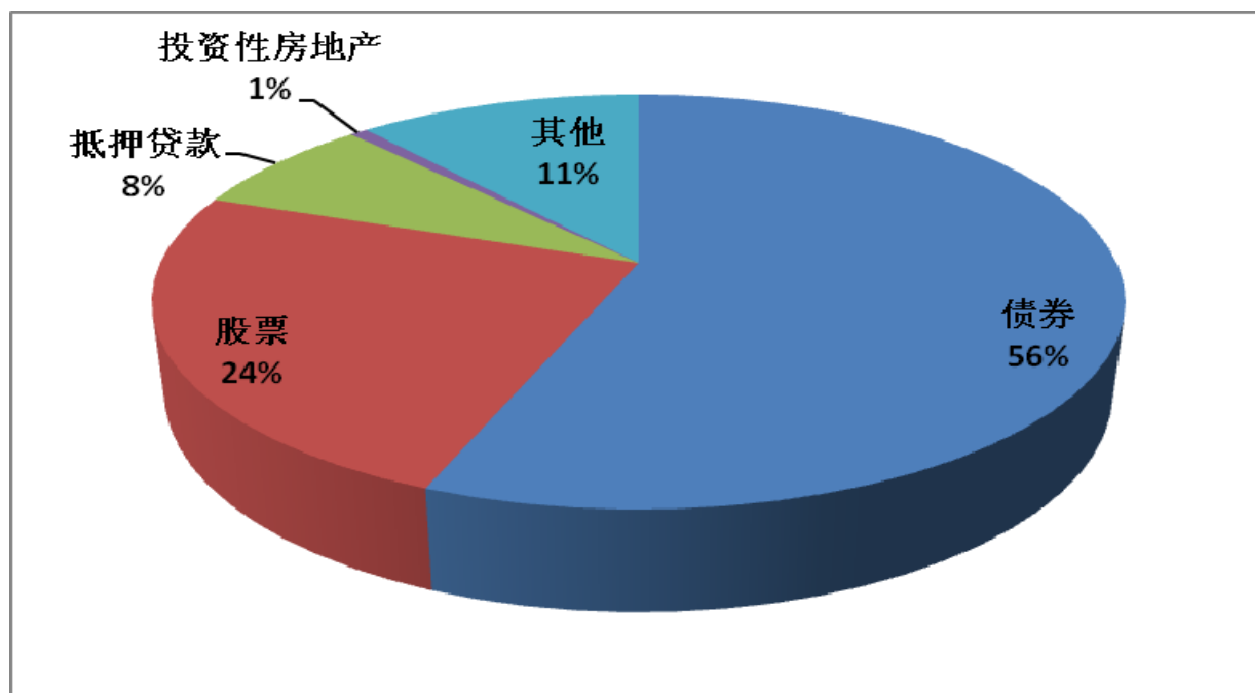
图 3: 国外保险公司总投资资产与融券规模及占比情况 (百万美元)



数据来源: 公司财报、Bloomberg、广发证券发展研究中心

从美国的寿险投资资产结构来看，股票资产的占比达到24%，而国内保险公司的这个比例一般在10%以内。

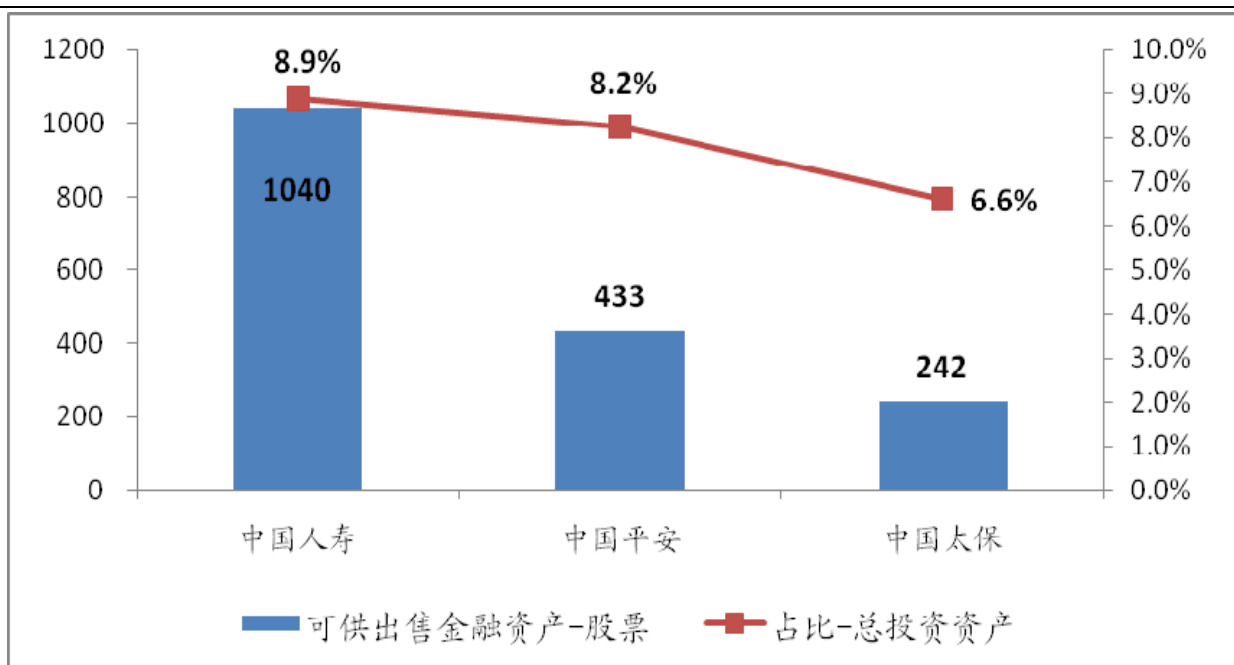
图 4: 2008 年美国保险公司寿险投资资产结构



数据来源: Life insurance fact book 2009 (U.S), ACLI、广发证券发展研究中心

由于国内目前允许的融券标的仅仅局限于股票，而保险公司的股票投资标的一般以经营稳健，换手率较高的大盘股为主。从上市的三家保险公司09年年报的数据来看，可供出售金融资产中股票的规模大约占总投资资产的6%-9%之间。

图 5：2009 年国内上市保险公司可供出售金融资产股票规模及占总投资资产比例（亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

我们假设在开展初期，国内融券比例占总投资资产的比例为3%（09年末中国人寿的寿险投资资产为1.2万亿，按照3%的融券比例，融券规模大约为352亿元），也就是说，可供出售金融资产中股票的融券比例大约为30%。从目前参与试点的券商来看，融券利率初步在8%-10%之间，而保险公司因为需要通过专门的金融中介机构参与融券业务，因此回报会稍低一些，我们预计保险公司能够获得的融券利率在5%左右，按照这样的假设进行测算，以中国人寿为例，如果开展融券业务，将带给公司的净利润增幅将达到4.6%，随着保险公司投资股票规模的进一步放开，如果保险公司融出的股票可供出售金融资产，占总投资资产的比例达到10%，开展融券业务后的利润增幅将达到17.2%（各项指标以2010年预测值为基准测算）。

表 1：保险公司融券收入测算（亿元）

	平安	国寿	太保
预计股票可供出售金融资产的规模	525	1249	289
融券占股票可供出售金融资产的比例	30%	30%	30%
保险公司融券利率	5%	5%	5%
融券利润	7.9	18.7	4.3
融券净利润	6.5	15.6	3.7
预测净利润	183	339	100
利润增幅	3.6%	4.6%	3.7%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2: 融出股票比例对利润增幅的敏感性分析

融出可供出售股票/总投资资产	平安	国寿	太保
3.5%	5.1%	6.0%	6.5%
5%	7.2%	8.6%	9.3%
6%	8.7%	10.3%	11.2%
7.5%	10.8%	12.9%	14.0%
10%	14.5%	17.2%	18.6%

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示

存在转融通机制推出时间延迟的风险。

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。