

增持 维持

金融—保险业

2010 年 09 月 16 日

保险股大跌点评

----若加息，则初期利好保险

保险行业核心分析师：潘洪文 AIA
SAC 执业证书编号：S0850209070655
panhw@htsec.com
021-23219389

事件：

昨日下午 2 点后保险股突然大跌，太保、国寿和平安分别下跌 3.83%、3.51% 和 1.64%，上证指数下跌 1.34%。

点评：

1、消息面方面，三家保险公司近期并没有利空事件，行业亦没有利空事件，此前市场担心的《传统险预定利率市场化》，我们认为推出时间延后、很可能暂时不会推出了。而费率市场化正是 7 月份保险股大跌的主要导火索，导致了 7 月份保险股跑输大盘和银行股。我们认为如果该政策推出延后或暂时不推出，对保险股来说无疑是一件好事。近期保险股已经连续 3 周多跑输大盘，考虑到上半年股市大跌下净资产降幅仍较小、消费属性基本抵消了投资的亏损，下半年股市明显好于上半年，在消费属性和投资盈利推动下，我们认为三季报保险公司净资产会出现较快增长，因此我们看好四季度保险股跑赢大盘。

2、昨天市场有传闻加息或是非对称加息，我们重点探讨下加息对保险股的影响，我们认为加息初期对保险偏利好，而不是利空。我们认为保险股大跌固然是因为对大盘下跌的担心，但下跌幅度较大主要是市场情绪因素，因为即便加息对保险也是偏利好。

首先我们分析加息预期或加息对保险公司投资收益率的影响。目前利率处于历史很低的水平，这导致债券收益率处于历史较低位，且持续较长时间，从而对保险公司的资产配置带来较大压力。近期在加息预期下，债券收益率出现了小幅上升，银行间 10 年期国债到期收益率由月初 3.23% 上升到昨天的 3.34%，小幅上升了 11bp。

我们认为债券收益率的进一步大幅上升有赖于加息的确认。因此，从保险公司的投资收益端来看，加息预期增强或加息无疑会迅速增加债券投资的收益率（当然也会使得存量债券价格出现贬值，但考虑到保险公司持有债券很少比例做波段交易，绝大部分是持有到期，影响偏小），能提高保险公司新增投资的投资收益率，是一个利好。

其次我们分险种来探讨加息初期对保单资金成本的影响，认为成本端上升会明显慢于收益端，从而导致利差上升。

从成本端来看，保险公司目前主要产品是分红险（国寿和太保占比在 8 成以上，平安在 4 成以上），而分红产品的成本（分红率）是每年定一次，因此保单资金成本的上升较慢，要等到加息之后且到了宣布分红时候才会上升。对于万能险（平安占比 4 成），每个月会宣布一次结算利率，成本变动的频率会更快。但从目前来看，各家公司由于收益率不佳万能险的结算利率在持续下降，目前主要公司的万能险结算利率由年初 4.5% 左右下降到目前的 3.5%-4%。在加息预期下，我们认为万能险结算利率只是下跌空间变小，短期不大可能出现上升，即加息初期成本端上升速度会明显慢于收益端。对于占比较小的传统险，保单资金成本是固定的，不考虑高利率保单保单资金成本在 2.5%，因此，投资收益率的上升直接导致保险公司利差扩大。

综上所述，我们认为在加息初期，保险公司的投资收益率上升会更快，在加息预期下或是加息一次后预期再加息下，债券收益率会快速上升，但保单资金成本上升相对会很缓慢。因此，在加息初期保险公司的利差会扩大，我们认为加息初期对保险公司偏利好，而不是偏利空。

3、行业观点：维持行业短期缺乏催化剂的观点。从政策面来看政策性利好已基本出台完毕；从承保来看上半年保费增速大幅超预期、下半年很难有超预期因素；投资方面短期缺乏催化剂，虽然我们看好三季报净资产大幅上升，但时机需等到 10 月份。

但考虑到上半年股市最坏时候已经过去，下半年股市会显著好于上半年，且三家保险股目前估值仍十分有吸引力，因此我们对近期保险股不乐观但我们也不悲观。

4、投资建议：继续重申最为看好中国平安（作为大公司拥有超过中小公司的寿险新业务价值增速、非寿险业务对净利润贡献大幅增长、估值最为便宜隐含新业务倍数仅 10.6 倍、复牌后涨幅低于预期）；中国太保如继续下跌建议慢慢买入，看好公司下半年业务和新业务价值快速增长、隐含新业务倍数下降到约 13.2 倍。

5、主要风险。行业代理人增员遭遇瓶颈或增员成本上升、大盘大幅下跌带来风险、传统险预定利率正式出台。

近期重点行业报告：

2010 年保险行业投资策略：保险最大机会在下半年，一季度关注主题性机会首推太保、其次国寿	2009.12.18
保险行业月度观点：建议配置保险股，首选太保	2010.1.15
2010 年 1 月行业保险收入点评	2010.3.4
中国太保 2 月保费点评及新保费口径对寿险行业影响探讨	2010.3.26
中国太保 3 月保费点评及行业最新观点	2010.4.14
保险行业 2009 年业绩回顾系列报告之一：揭开“折现率”的面纱、平安高利率保单缺口还有多大	2010.4.21
2010 年 4 月行业保费收入点评及行业最新观点	2010.5.18
2010 年中期保险投资策略：投资机会仍需等待，但下跌空间不大	2010.6.7
传统险预定利率放开对寿险业影响深远	2010.7.11
《保险资金运用管理暂行办法》点评 100806	2010.8.6
《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》简评 100812	2010.8.12
关注财险行业承保利润大幅超预期带来财险业务估值提升机会，首推太保、其次平安	2010.8.19
保险行业周报-财险业拐点已现估值需重构，提升保险估值水平	2010.8.23
2010 年中报业绩回顾及 9 月行业观点：短期缺乏催化剂，看好平安、太保仍需等待	2010.9.2
保险行业周报（2010.9.6-9.10）-不乐观也不悲观，继续最为看好中国平安	2010.9.13

信息披露

分析师负责的股票研究范围

潘洪文：保险行业

重点研究上市公司：中国平安、中国人寿、中国太保。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。