

净资产增速预测

——保险行业2010年三季度报前瞻

引言

保险公司的净利润表现很大程度上受公司投资收益的释放动力影响，使实际净利润偏离预期的可能性非常大，但这不影响净资产的预测，因此，**净资产变化能够较好的衡量公司经营的实际表现**。由于寿险经营的长期性，当期净资产变化既反映了当期的经营成果，也很大程度反映了过去的经营成果。

研究结论

- 净资产预期：沪深 300 从 2010-6-30 的 2563 点上涨 14.53% 到 3 季度末的 2935 点，预期国寿净资产较二季度末增长 8.08%，平安净资产增长 9.50%，太保净资产增长 6.47%。
- 回顾 2010 年上半年，在 A 股（沪深 300 指数）下跌 28.3% 的情况下，三家公司的净资产变化分别为：国寿增长 0.21%，平安增长 7.42%，太保下降 0.90%。
- 通过对比分析，我们认为，除受权益市场大幅上涨和债券 AFS 变化影响外，影响三家保险公司净资产表现的主要因素如下：
 - 1、新会计准则（2 号解释）后三家公司的寿险利润释放能力存在差异。受寿险业务的历史积淀影响，相对而言，国寿和平安的利润释放能力更强。
 - 2、非寿险业务的辅助效应。由于投资资产占比较小的原因，这个效应在权益市场涨幅较大的时候相对弱化，但是在权益市场下跌或者涨幅较低的时候，就具有较好的防御和辅助效应。
- 结论：

中长期来看，出于对未来寿险新业务增长和产险承保利润持续向好的预期，我们继续看好保险行业的发展。行业排序为：平安>太保>国寿。

短期来看，主要受寿险业务历史积淀影响，我们预期第 3 季度净资产增速表现为，平安>国寿>太保。
- 风险因素：2010 年末传统险准备金折现率基准——750 天移动平均的国债收益率下降对净资产和净利润的压力。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

李海铎

联系人

AIA

8621-63325888 × 6083

lihaiduo@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

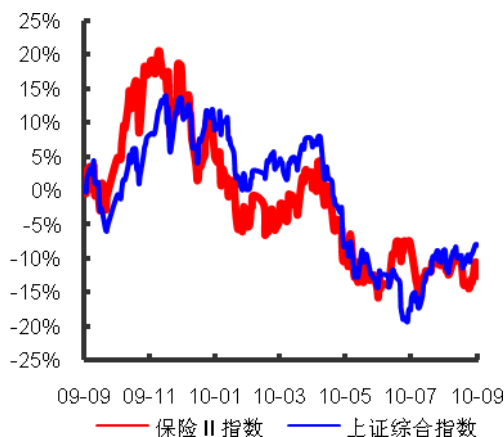
中国/A 股

行业

保险

报告日期

2010 年 10 月 11 日



重点公司盈利预测及投资评级

EPS	09A	10E	11E	股价	评级
中国人寿	1.16	1.18	1.49	22.33	增持
中国平安	1.89	2.05	2.48	49.91	买入
中国太保	0.95	1.03	1.30	23.21	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《产险行业承保盈利能够持续》	2010.09.08
《太保估值具有相对修复空间》	2010.09.14

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

一、2010 年上半年财务报告回顾

回顾 2010 年上半年，三家公司的净资产增速（剔除增资、分红等非经营性因素）和权益投资占比情况如下（见表 1）：

表 1：净资产增速比较-三家公司 2010 半年报

百万元	太保	平安	国寿
平均投资资产	380,957	622,680	1,207,478
总投资收益	9,259	10,365	30,308
其他综合损益（还原所得税影响）	-6,367	-4,068	-23,392
总投资收益（考虑浮盈）	2,892	6,297	6,916
投资收益率（考虑浮盈）	0.76%	1.01%	0.57%
投资收益率（考虑浮盈，年化）	1.52%	2.02%	1.15%
权益投资比重	10.41%	8.10%	11.15%
净资产增速	-0.90%	7.42%	0.21%

资料来源：公司报告，东方证券研究所预测

除了权益投资的占比、当期权益市场的涨跌幅以及 AFS 债券浮盈会影响净资产的增速外，还有其他的原因么？

我们认为，除上述因素外，决定净资产变化关键因素为：

- 寿险业务的利润释放能力。
对于净资产而言，由于寿险业务在整个投资资产中的占比非常大，因此在投资较差的时候，寿险利润释放能力差的公司，净资产增速更慢。而在投资很好的时候，利润释放能力强的公司，净资产增速会更快。
- 产险及其他业务的辅助贡献。
对于净资产而言，产险及其他业务的利润贡献，在投资较差的时候可以提供较好的防御，但受限于在总利润中的占比，其在投资很好的时候助推力不强。

二、寿险业务的利润释放能力——平安和国寿占优

1、寿险业务的利润释放能力——寿险业务 ROIA

想象一下，如果三家公司寿险业务的投资资产一样，投资收益率也一样，但是净利润却差异非常大，会是什么原因呢？很显然，投资收益一样，但是利润释放能力不一样。为此，我们提出 ROIA (return on investment asset) 的概念，用于衡量三家公司寿险业务的利润释放能力。

寿险业务 ROIA=期间寿险净利润 / 期间寿险平均投资资产

回顾 2010 年上半年，我们从三家公司的财务报告中可以发现一个非常有趣同时又非常有意义的现象（见表 2）：

- 太保和国寿在投资收益率相仿的情况下，ROIA 差异非常大，国寿 1.49%，高于太保 0.71%；
- 平安的投资收益率 1.65% 明显低于太保 2.43%，但是 ROIA 为 1.12% 高于太保的 0.71%。

表 2：寿险业务 ROIA（return on investment asset）比较-三家公司 2010 半年报

百万元	太保寿险	平安寿险	国寿寿险
1 平均投资资产	307,925	584,288	1,207,478
2 投资收益（不含浮盈）	7,484	9,640	30,308
3 投资收益率（不含浮盈）=2/1	2.43%	1.65%	2.51%
4 净利润	2,174	6,551	18,034
5 ROIA=4/1	0.71%	1.12%	1.49%

资料来源：公司报告，东方证券研究所预测

为保持可比性，把三家公司的投资收益率都调整到国寿的 2.51%，可以发现（见表 3）：

在同样的投资收益率情况下，ROIA（即寿险业务的利润释放能力）的顺序是，平安>国寿>太保。通俗的说，同样的投资收益水平下，三家公司的净利润水平仍然会不同，差异就在于利润释放能力。

表 3：在同样 2.51% 投资收益率情况下的 ROIA 比较

百万元	太保寿险	平安寿险	国寿寿险
1 平均投资资产	307,925	584,288	1,207,478
2 投资收益	7,729	14,666	30,308
3 投资收益率=2/1	2.51%	2.51%	2.51%
4 净利润	2,419	11,577	18,034
5 ROIA=4/1	0.79%	1.98%	1.49%

资料来源：公司报告，东方证券研究所预测

2、利润释放能力存在差异的主要原因

寿险利润=剩余边际+实际经营与假设的差异+期末折现率变化带来的调整+其他因素

- 剩余边际

国寿没有高利率保单，也就是说全部投资资产对应的保单都贡献剩余边际。在低利率保单的销售渠道、产品结构及利润率与太保相仿的情况下，国寿的剩余边际相对充足。

平安尽管有高利率保单，但平安最主要的销售渠道是利润率较高的代理人渠道，其低利率保单的平均利润高出同业很多，因此平安低利率保单的剩余边际最为丰厚。

● 实际经营与假设的差异

在评估假设中，国寿的分红险折现率和传统险折现率都是最保守的，这样即使是在投资收益率相同的情况下，实际经营与假设的差异贡献也将大于同业。

综上所述，没有历史包袱和折现率假设最保守的国寿、过去销售利润率更高保单的平安在利润释放能力上占优，即在相同的投资结果下，净利润释放更多。当然，还存在公司利用多释放平滑准备金来平滑利润的可能性，这也可以使净利润和净资产同时增加，由于信息披露的局限性，这里不做深入探讨。

三、产险承保利润在 3 季度将更好——太保和平安受益

在我们的产险行业报告《产险行业承保盈利能够持续》（2010-09-08）中，我们提出持续看好车险监管带来的产险行业利好。由于承保利润表现相对于经营表现有一定的滞后性，而车险保费折率的大幅提高是 2009 年下半年开始的，因此 3 季度的产险综合成本率将进一步下降，承保利润将更好。

1、承保利润表现相对于经营表现有一定的滞后性，预期第 3 季度当季度的产险综合成本率在上半年基础上还会下降

已赚保费是当期保费和上年保费共同贡献的结果。

可以看到（见表 4），在 2010 上半年的已赚保费中还有 2009 年上半年（20091H）保费贡献部分（16%-18%），而车险保费的大幅提高是从 2009 年下半年（20092H）开始的。

表 4 2010 年上半年已赚保费的分拆估计（单位：百万）

已赚保费贡献	太保产险	占比	平安产险	占比
2009 年 1H 保费	2,899	18%	3,269	16%
2009 年 2H 保费	4,859	30%	6,973	34%
2010 年 1H 保费	8,417	52%	10,521	51%
合计	16,175	100%	20,763	100%

资料来源：公司资料，东方证券研究所预测

在 2010 年 3Q 的已赚保费中（见表 5），完全没有 2009 年 1H 的保费贡献（0%），全部都是 2009 年下半年到 2010 年 3Q 的保费贡献，因此 3 季度的产险综合成本率相对于 2010 年 1H 还会下降。

表 5 2010 年 3Q 已赚保费的分拆估计（单位：百万）

已赚保费贡献	太保产险	占比	平安产险	占比
2009 年 1H 保费	0	0%	0	0%
2009 年 2H 保费	2,470	26%	3,522	28%
2010 年 1H 保费	4,278	46%	5,314	42%
2010 年 3Q 保费	2,594	28%	3,698	30%
合计	9,342	100%	12,533	100%

资料来源：公司资料，东方证券研究所预测

结论：我们预期第 3 季度当季度的产险综合成本率在上半年基础上还会下降。

原因：一方面，2009 年 1H 保费对第 3 季度当期已赚保费无贡献；另一方面，鉴于产险 2 号后未到期责任准备金计算方法的原因（受业务节奏影响，第 3 季度保费增速放缓，第 3 季度当期保费贡献的已赚保费占比越小，总体综合成本率越低）。

四、2010 年第 3 季度净资产增速预测

测算方法：

1. 计算第 3 季度当季度的投资收益率（考虑浮盈）
2. 基于 2010 上半年的寿险利润释放方式，计算与上半年投资收益率相同情况下的利润和超出部分的超额收益（因重点计算净资产，因此这样的方法非常实用）
3. 估计产险和其他业务的净利润（考虑综合成本率进一步下降）
4. 估计产险和其他业务的浮盈情况
5. 2、3、4 三项相加即得出净资产预测结果

1、投资收益率（考虑浮盈）估计

表 6：投资收益率（考虑浮盈）预测-三家公司 2010 年第 3 季度当季度（未年化）

百万元	太保	平安	国寿
净投资收益率预测	0.89%	0.88%	0.89%
沪深 300 第 3 季度涨幅	14.53%	14.53%	14.53%
权益收益率预测（包括浮盈）	10.17%	10.17%	9.01%
定息投资资产比例	89.59%	91.90%	88.85%
权益投资资产比例	10.41%	8.10%	11.15%
5 总投资收益率预测（包括浮盈）	1.85%	1.63%	1.79%

资料来源：公司报告，东方证券研究所预测

由于上半年的净投资收益中包括了基金分红，下半年权益类分红非常少，因此 3 季度的净投资收益率剔除这部分影响，当季净投资收益率约为 0.88-0.89%；此外，考虑三家公司权益占比不同，同时权益的涨幅要考虑客户部分，所以浮盈不能全部进入净资产，因此，尽管沪深 300 涨幅 14.53%，权益投资收益率只有约 9.01%-10.17%。

2、净资产增速预测

三家公司的净资产测算结果如下（见表 7）：

表 7：净资产增速预测-三家公司 2010 年第 3 季度

百万元	太保	平安	国寿
2010-06-30 净资产	75,374	109,895	191,739
加：寿险利润+浮盈	3,075	7,978	15,496
加：产险利润	1,019	1,086	-
加：产险及其他浮盈+其他利润	784	1,381	-
2010-09-30 净资产（预测）	80,252	120,340	207,235
净资产增长率（预测）	6.47%	9.50%	8.08%

资料来源：公司报告，东方证券研究所预测

寿险部分测算如下（见表 8）：

表 8：寿险部分——净资产增速预测-三家公司 2010 年第 3 季度

百万元	太保寿	平安寿	国寿
(1) 寿险平均投资资产估计	311,751	584,288	1,207,478
(2) 2010 年 1H 净利润	2,174	6,551	18,034
(3) 2010 年 1H 投资收益	7,577	9,640	30,308
(4) 2010 年 1H 简单季度化投资收益率=(3)/(1)*0.5	1.22%	0.82%	1.26%
(5) 3Q 投资收益率（见表 6）	1.85%	1.63%	1.79%
(6) 超额投资收益率=（5）-(4)	0.64%	0.80%	0.54%
(7) 利润估计=(2)*0.5	1,087	3,276	9,017
(8) 超额投资收益=(1) *（6）	1,988	4,702	6,479
(9) 净资产增加估计=（7）+（8）	3,075	7,978	15,496

附图：相关上市公司近期资金流向





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn