

2010-10-20

行业研究 / 跟踪报告

非银行金融

增持/ 维持评级

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007
021-68498610 licong@lhqz.com

初次加息的甜蜜

—2010 年 10 月加息点评

• 今天央行 34 个月以来首次加息，自 2010 年 10 月 20 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 2.25% 提高到 2.50%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 5.31% 提高到 5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。

• 对此，我们点评如下：

整体而言，我们认为目前的加息对于保险而言将是偏正面的，理由如下：

- 第一、初次加息对于保单的收益端是直接提高的，但是成本端的上涨是滞后的。对于新收入的保单，直接可以投资于较高回报率的债券，但是成本端并没有明显上涨。对于到期的固定收益率投资，公司进行再投资时，收益率将会上涨，但是由于是历史的保单，其成本并不会出现明显的变动，保单收益扩大。保单成本的上涨所导致的利差收窄将在加息中、后期才会显现。目前而言，虽无法判断是否进入加息周期，但目前的加息，无疑将会提升保险公司的投资预期。
- 第二、目前的加息将会减轻很多人对于长期低利率对于保单的配置压力。
- 第三、目前的加息将有利于缓解市场对于 750 日移动平均线下滑对于公司财务报表的压力。
- 第四、就技术处理而言，由于一次性加息，将会带来债券收益率的上涨，同时带来债券价格的下跌。短期而言，可供出售的金融资产的债券将带来一定财务报表的影响。

投资建议：

考虑到目前保险股的估值依然较为便宜，基于 2010 年的估值结果，中国平安的 2010 隐含 P/EV 为 2.38 倍，中国人寿 P/EV 为 2.45 倍，中国太保 P/EV 为 2.00 倍。平安、人寿、太保 2010 隐含一年期新业务价值倍数分别为 17.44 倍、21.93 倍和 20.18 倍。行业估值依然具有优势，依然维持行业“增持”的评级，给予中国平安和中国太保“买入”的评级。

今天中国人民银行决定上调金融机构人民币存贷款基准利率，自 2010 年 10 月 20 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 2.25% 提高到 2.50%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 5.31% 提高到 5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。

表、金融机构人民币存贷款基准利率调整表

	调整前利率	调整后利率
一、城乡居民和单位存款		
（一）活期存款	0.36	0.36
（二）整存整取定期存款		
三个月	1.71	1.91
半年	1.98	2.20
一年	2.25	2.50
二年	2.79	3.25
三年	3.33	3.85
五年	3.60	4.20
二、各项贷款		
六个月	4.86	5.10
一年	5.31	5.56
一至三年	5.40	5.60
三至五年	5.76	5.96
五年以上	5.94	6.14

数据来源：中国人民银行网站

对此，我们点评如下。

初次加息对于收益的立即提升与成本端的滞后反应

此次加息，我相信，目前是否能将其判断为进入加息周期，市场将出现明显的分歧，如果是进入加息周期，毫无疑问，目前的时点对于保险股而言，那将是介入的最佳时机。原因如下：

- 1、债券价格持续上涨，固定收益预期不断上提，而成本端的反应是滞后的。
- 2、通常进入加息通道的话，那么对应的经济环境通常将是过热的状况，这个阶段当中，保险公司的各项投资品的收益率都将出现明显的上升。带来投资回报率的大幅上涨。

如果此次加息，我们只考虑为一次性的加息，我们认为对于保险公司而言，仍是受益的。初次加息对于保单的收益端是直接提高的，但是成本端的是否上涨都不确定，就算上涨，其幅度也一定会低于加息的幅度。

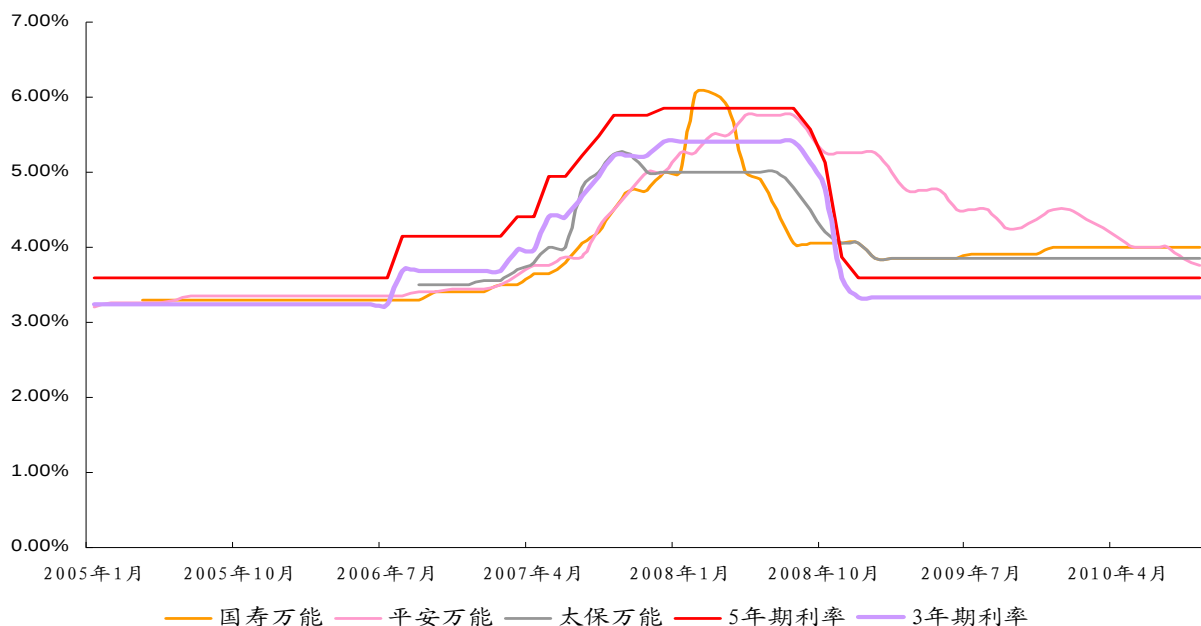
对于新收入的保单，直接可以投资于较高回报率的债券，但是成本端并没有明显上涨。对于到期的固定收益率类投资，公司进行再投资时，收益率将会上涨，但是由于是历史的保单，其成本并不会出现明显的变动，保单收益扩大。

保单成本的上涨所导致的利差收窄将在加息中、后期才会显现。目前而言，虽无法判断是否进入加息周期，但目前的加息，无疑将会提升保险公司的投资预期。

我们以最为显性的万能险结算利率与基准利率的比较来说明

万能险的结算利率公布为每月一次，但从基准利率生息到保险公司投资收益上升，再传导到客户回报预期改变，再传导到保险公司根据市场情况提升结算利率，整个传导过程需要相当的时间，我们从下表的统计中也可以看出，万能险保单成本的提升慢于基准利率的提升，其中我们以 3、5 年期定存利率代表市场利率水平。

图、万能结算利率与 5 年期定存利率的对比



资料来源：公司数据、华泰联合证券研究所

在 2006 年开始的升息周期中，上半年，5 年期定存利率从 4.14% 升至 4.95%，人寿个险万能险结算利率只是从 3.40% 升到 3.65%，平安个险万能险结算利率从 3.45% 升到 3.75%，都远落后于利率的上升速度。同时成本上调的时间点也是滞后的。

加息后，3 年期定存利率从 3.33% 升为 3.85%，5 年期定存利率从 3.60% 升为 4.20%

目前 3 家公司万能险的结算利率在 3.75% 至 4.00% 之间，2010 年中公布的分红险保单收益率在 4.80%，与存款相比仍有一定的竞争能力，保单上升的成本压力有限。

而在加息的中、后期，我们可以看到，即便是利率急速下滑，保险公司的成本也不会立马下滑，下滑的过程将是缓慢的。

加息将会减轻很多人对于长期低利率对于保单的配置压力

前一段时间，在我们的路演中，都有投资者问到，如果长期维持这样的低利率对于保险公司的经营会产生怎样的影响？

我们也一直认为，如果是短期的低利率，保险公司通过调整资产配置的结构以及时间点是可以尽量减少这样的错配带来的影响，但是长期的低利率，将会使保险公司的配置陷入困境，如果持续性配短端的产品，将会降低保险公司的投资收益率，如果配长端产品，又面临着收益率上涨后的机会损失。

此次加息，我们认为其基本打消了大家对于长期低利率这样的一个担心，对于保险公司的固定资产配置而言，无疑是一个好消息。

加息有利于缓解 750 日移动平均线下移对于财务的压力

目前而言，相当多的人都担心，由于 750 日移动平均线开始的下移，在今年年底对于保险公司财务报表的影响，根据测算，假如没有此次加息，750 日移动平均线将较今年中期的评估利率下移 10BP 左右，对于平安大约减少税前利润 40 亿，太保大约为 33 亿，中国人寿大约为 54 亿左右的水平。（基于 2009 年年底的简单测算）。

目前的加息无疑将会减少这一部分对于财务报表的影响。

加息将带来公允价值的下降

就技术处理而言，由于一次性加息，将会带来债券收益率的上涨，同时带来债券价格的下跌。短期而言，可供出售的金融资产的债券将带来一定财务报表的影响。

在这里，我们以债券类可供出售类金融资产占比较多的中国人寿为例：

表、中国人寿投资资产状况

投资组合明细：	投资资产 2009 年年 底占比	投资资产 2010 年 6 月 占比	平均投资比重
	(1)	(2)	(3)
可能定期存款	29.40%	33.70%	31.55%
债券投资	49.70%	48.74%	49.22%
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	0.50%	0.72%	0.61%
可供出售的金融资产	29.00%	27.93%	28.46%
持有至到期的金融资产	20.10%	20.09%	20.10%
其它固定到期日投资	0.00%	0.00%	0.00%
股权投资	8.80%	5.84%	7.32%
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	0.20%	0.12%	0.16%
可供出售的金融资产	8.60%	5.72%	7.16%
成本法核算的长期股权投资于联营公司的投资	0.00%	0.00%	0.00%
证券投资基金	6.50%	0.00%	3.25%
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	0.10%	0.04%	0.07%
可供出售的金融资产	6.50%	5.21%	5.86%
权益投资合计	15.30%	11.09%	13.19%
其他投资	2.50%	2.89%	2.70%
现金及现金等价物及其它	3.10%	3.58%	3.34%
投资资产合计	100%	100%	100%

资料来源：公司数据、华泰联合证券研究所

从上表中，我们可以看到真正影响价格的构成就是可供出售类以及交易类的债券投资，大约占比在 30% 左右，如果考虑短期内的价格上升幅度为 2% 的话，那么公司的

投资收益受到的影响大约为 0.6% 左右，其相对于权益类市场动不动 20%-30% 的影响来讲，这一点对于财务报表的影响将会相对较少的多，而且，同时考虑到对于评估利率的影响，其最终反映到财务报表上的影响将会较小的。

目前估值依然具有优势

自我们 9 月中旬强烈推荐以来，保险股的股价在这段得到了明显反应，但是截止目前为止，我们认为保险股依然较为便宜。

根据目前的股价，中国平安的 2010 隐含 P/EV 为 2.38 倍，中国人寿 P/EV 为 2.45 倍，中国太保 P/EV 为 2.00 倍。平安、人寿、太保 2010 隐含一年期新业务价值倍数分别为 17.44 倍、21.93 倍和 20.18 倍。

表、中国平安估值

中国平安目前股价:	62.63	(2010-10-19)
	2010H	2010 年 (预计)
每股内涵价值:	24.12	26.27
目前股价所隐含的 P/EV 倍数		2.38
每股一年期新业务价值:	1.91	2.08
目前隐含的一年期新业务价值乘数		17.44

数据来源：华泰联合证券研究所

表、中国人寿估值

中国人寿目前股价:	26.67	(2010-10-19)
	2010H	2010 年 (预计)
每股内涵价值:	9.85	10.87
目前股价所隐含的 P/EV 倍数		2.45
每股一年期新业务价值:	0.67	0.72
目前隐含的一年期新业务价值乘数		21.93

数据来源：华泰联合证券研究所

表、中国太保估值

中国太保目前股价:	26.98	(2010-10-19)
	2010H	2010 年 (预计)
每股内涵价值:	12.18	13.48
目前股价所隐含的 P/EV 倍数		2.00
每股一年期新业务价值:	0.64	0.67
目前隐含的一年期新业务价值乘数		20.18

数据来源：华泰联合证券研究所

目前的估值，我们依然认为足以支撑保险股取得明显的相对收益，同时加息对于保险股的偏正面的影响也会促进保险股的表现。依然维持行业“增持”的评级，给予中国平安和中国太保“买入”的评级。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com