

保险行业：债市迎来投资机会

加息对保险行业影响点评

金融/保险：

投资要点：

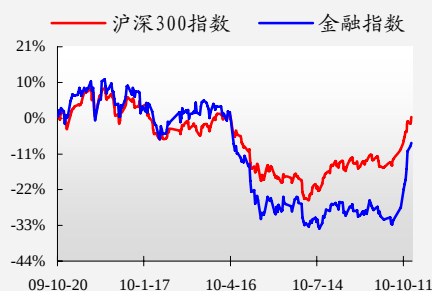
- 随着加息周期的到来，今后一段时间内还有多次加息的措施，保险产品与存款利息倒挂的局面将会重现。因此，加息将影响盈利能力最强的传统险的保费收入增量。
- 加息使得保险理财产品面临同其他金融理财产品更激烈的竞争，保险产品结构将由传统险、分红险为主向万能险投连险为主转变。分红险、传统险占比下降，而投连险、万能险占比上升，将影响保险产品的边际利润率的提高，从而影响保险公司的内含价值。
- 在加息周期内，债市的资金为了追逐更高的收益率，将从债市撤出。随着股市的回升和债市的高位回落，债市资金将向股市回流，股市和债市间的资金配置将出现一些新的变化。
- 利息走势与债券价格走势具有明显的负相关性。随着利率提升，债券将面临价格下跌的压力。随着加息周期的开始，以及通胀预期的增强，债市走势见顶回落，债券收益率逐渐上升。尤其是长债收益率上升速度较快。长期债券的收益率上升，有利于保险资金的配置。在目前的市场格局下，对于保险资金来说，投资机会增加。
- 随着权益投资比例的增加并占有较大份额，保险公司的总投资收益率受固定收益类资产的影响越来越小，而与权益类资产的投资收益率相关度提高。股市的向好为保险公司提供了更多的投资收益。
- 在美元贬值、西方国家货币量化宽松和中国经济转型等多重因素驱动的影响下，A股将迎来新一轮上涨空间。给予保险行业优于大市的投资评级，上调中国平安、中国太保、天茂集团推荐的投资评级，给予中国人寿谨慎推荐的投资评级。

优于大势

维持评级

发布时间：2010年10月20日

走势图



重要公司

评级

中国平安	推荐
中国太保	推荐
中国人寿	谨慎推荐
天茂集团	谨慎推荐

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nescn

地址：上海市延安东路45号20楼

邮编：200002

事件:

中国人民银行宣布:自 10 月 20 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点。

点评:

一、对保费收入的影响

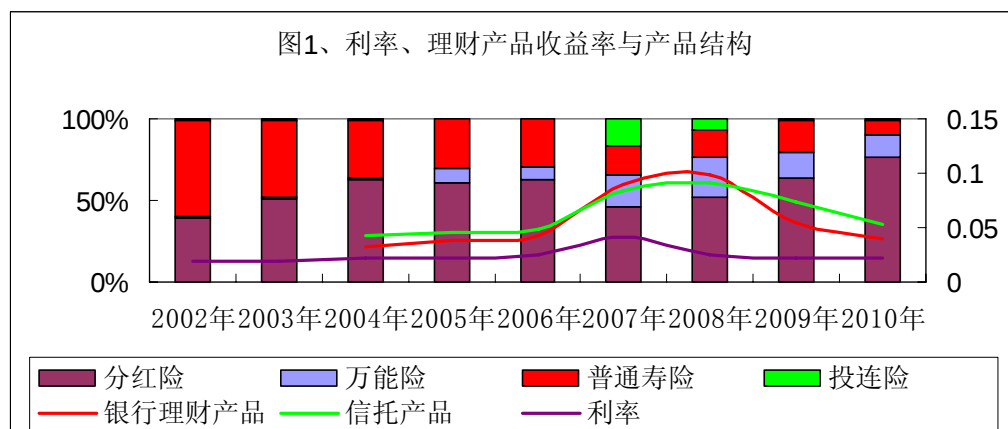
1、影响保费收入的增加

一年期存款的利率加到 2.5%，与传统产品 2.5% 的预定利率水平接近，可以肯定，随着加息周期的到来，今后一段时间内还有多次加息的措施，保险产品与存款利息倒挂的局面将会重现。因此，加息将影响盈利能力最强的传统险的保费收入增量。

2、改变保险产品的结构

从不同的产品来看，受预定利率调整影响最大的是传统险，其次是分红险，最后是万能险和投连险。由于投连险和万能险的保单收益率随行就市，投保人很快就能分享到利率上升带来的收益，而分红险则要在一年之后时间才知道具体收益率情况，这使得投保人在购买分红险时更会与同期存款利率相比较。由此可见，加息使得保险理财产品面临同其他金融理财产品更激烈的竞争，保险产品结构将由传统险、分红险为主向万能险投连险为主转变。分红险、传统险占比下降，而投连险、万能险占比上升，将影响保险产品的边际利润率的提高，从而影响保险公司的内含价值。

2006——2007 年股市的火爆，使保险公司的权益类资产投资收益大幅度提高，为了与其它渠道的投资产品保持竞争优势，万能险的结算利率大幅提高，投连险的净值也大幅度高涨，促使万能险和投连险保费收入上升，当时的情况是不但使产品结构发生改变，产品边际收益率降低，并且给投资部门也产生了很大的压力。投连及万能产品的热销，使得大众对保险产品的需求只注重投资收益忽略保障功能，给保险产品的开发带来难度。保监会虽多次出台政策干预投资型保险产品的扩张，但效果有限。



资料来源：中国保险年鉴

二、对投资的影响

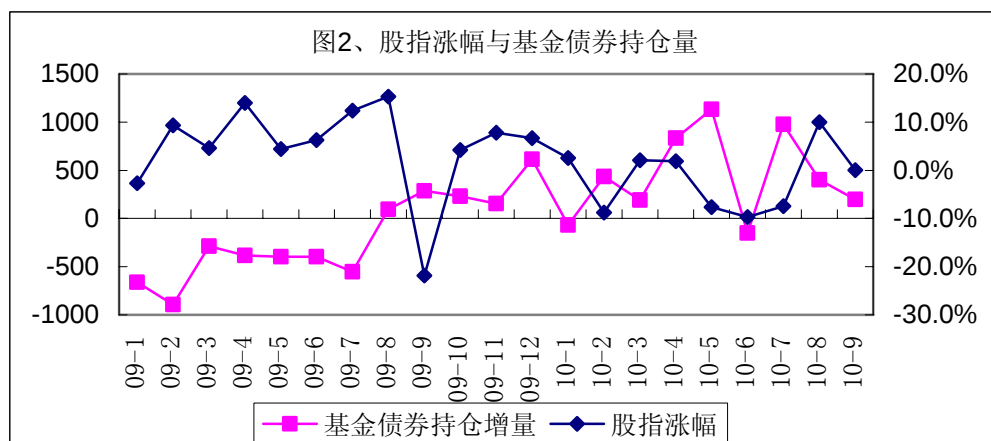
（一）债市资金将出现净流出，债券到期收益率上升

1、基金、非银行金融机构等在债市的增量资金减少

在加息周期内，债市的资金为了追逐更高的收益率，将从债市撤出。随着股市的回升和债市的高位回落，债市资金将向股市回流，股市和债市间的资金配置将出现一些新的变化。

对于基金公司以及以信托、证券为主的非银行金融机构来说，投资领域兼跨股市和债市，在股市低迷时，这些机构在债市的增量资金增加较快，在股市高涨时，基金等机构在债市投入资金减少，这些机构的资金开始向股市回流。

基金对债券市场的参与程度的变化造成收益率曲线陡峭程度变化。基金业作为整体，同时在债券和股票市场中寻找投资机会，影响债券的价格，进而影响债券的到期收益率。

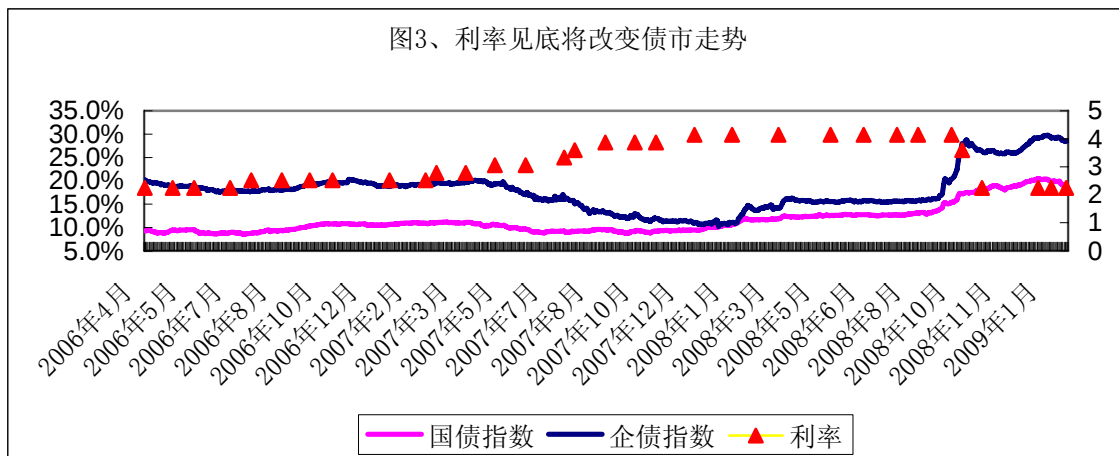


资料来源：东北证券

2、降息预期减弱，债市走势见顶

利息走势与债券价格走势具有明显的负相关性。随着利率提升，债券将面临价格下跌的压力。随着加息周期的开始，以及通胀预期的增强，债市走势见顶回落，债券收益率逐渐上升。尤其是长债收益率上升速度较快。

图3、利率见底将改变债市走势

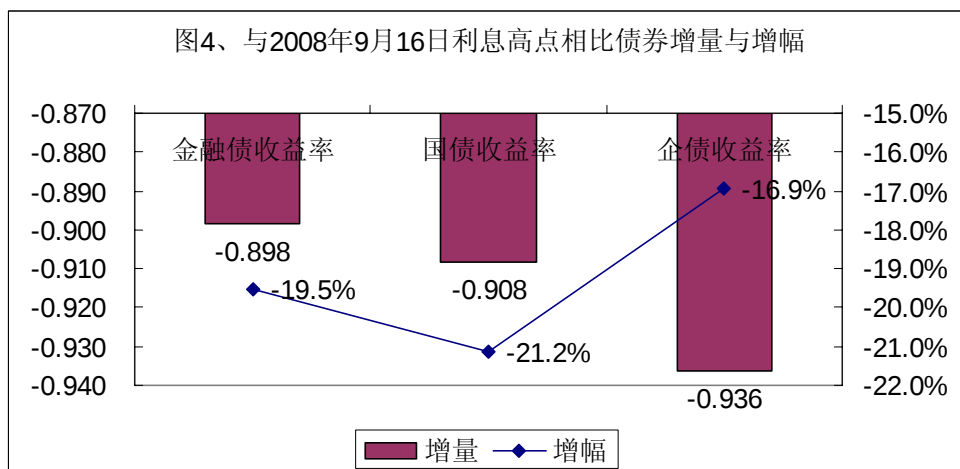


资料来源：东北证券

3、债券到期收益率上升

与2008年9月16日利息高点相比，我国国债、金融债、和企业债的到期收益率分别下降了21.2%、19.5%和16.9%，加息及股市向好将改变资金的流向，降低债券的价格，从而提高债券的收益率。

图4、与2008年9月16日利息高点相比债券增量与增幅



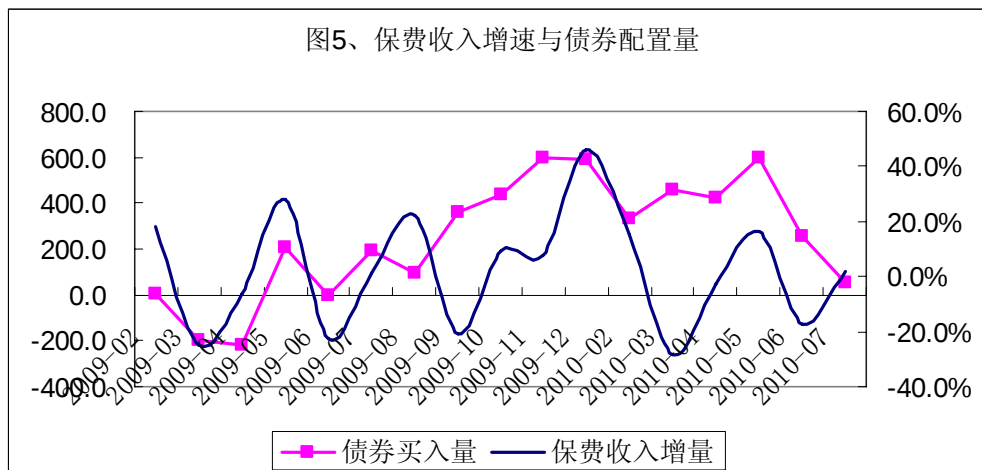
资料来源：东北证券

（二）投资环境的变化对保险资金带来投资机会

首先，长期债券的收益率上升，有利于保险资金的配置。在目前的市场格局下，对于保险资金来说，投资机会增加。

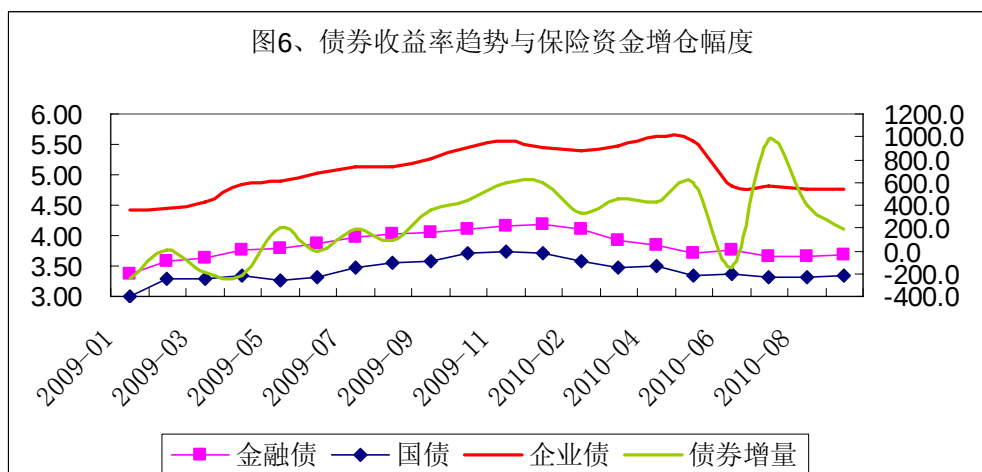
年初以来，随着保费收入的增加，为了缩短资产与负债的久期差距，保险机构加大了对债券的配置量，这些配置都是在债券收益率较低情况下的被动买入。随着加息周期的来临和债市资金流向股市，债券到期收益率上升，将更加有利于保险资金对债券的配置。

图5、保费收入增速与债券配置量



资料来源：东北证券

图6、债券收益率趋势与保险资金增仓幅度



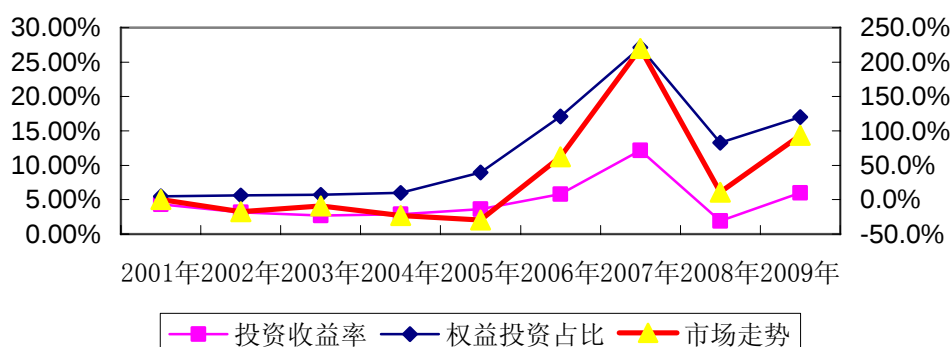
资料来源：东北证券

三、保险行业投资策略

随着权益投资比例的增加并占有较大份额,保险公司的总投资收益率受固定收益类资产的影响越来越小,而与权益类资产的投资收益率相关度提高。股市的向好为保险公司提供了更多的投资收益。

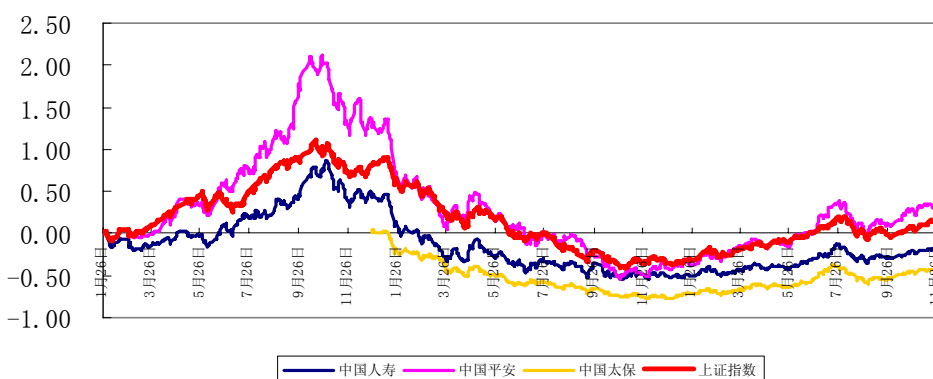
在美元贬值、西方国家货币量化宽松和中国经济转型等多重因素驱动的影响下,A股将迎来新一轮上涨空间。给予保险行业优于大市的投资评级,上调中国平安、中国太保、天茂集团推荐的投资评级,给予中国人寿谨慎推荐的投资评级,

图7、投资收益率、权益占比与市场走势



资料来源：东北证券

图8、保险股股价表现与大盘走势对比



资料来源：东北证券

四、个股估值水平

1、中国平安估值水平

表 1、中国平安估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.5%--5.5%	50bp	100bp
有效业务价值	44,230	59,830	75,621	90,260	104,830
调整后净资产	118,258	118,260	118,367	118,439	118,470
内含价值	162,488	178,090	193,988	208,699	223,300
每股内含价值	22.12	24.25	26.41	28.41	30.40
一年期新业务价值	12,760	13,728	14,756	15,813	16,739
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
每股新业务价值	43.43	46.73	50.22	53.82	56.97
其它业务（1.5 倍 P/B）	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
每股估值	69.64	75.06	80.72	86.32	91.46

2、中国太保估值水平

表 2、中国太保估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.75%--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	16,000	22,528	29,299	35,990	42,650
调整后净资产	84,260	84,260	84,260	84,260	84,260
内含价值	100,260	106,788	113,559	120,250	126,910
每股内含价值	11.7	12.4	13.2	14.0	14.8
一年期新业务价值	4,430	5,150	5,897	6,658	7,379
每股新业务价值	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
其它业务（1.5 倍 P/B）	29,565	29,565	29,565	29,565	29,565
每股估值	28.0	30.8	33.8	36.8	39.6

3、中国人寿估值水平

表 3、中国人寿估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.7--5.2%	50bp	100bp
有效业务价值	91,650	120,766	150,037	179,311	208,586
调整后净资产	182,002	182,003	182,073	182,073	182,093
内含价值	273,652	302,769	332,110	361,384	390,679
每股内含价值（元）	10	11	12	13	14
一年期新业务价值	13,650	17,001	20,370	23,768	26,969
每股新业务价值（元）	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
新业务价值乘数	25	25	25	25	25
每股估值（元）	21.9	25.8	29.8	33.7	37.6

4、天茂集团估值水平

我们预测天茂集团 2010 年的每股收益为 0.07 元，2011 年的每股收益为 0.14 元，尽管目前公司估值比较高，但公司参股的两家保险公司成长速度比较快，贡献的投资收益不断增长，基于此，我们给予推荐投资评级。

表 4、盈利预测

单位：万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	96,460	163,180	191,900	210,000
减：营业成本	86,615	145,965	163,671	170,000
营业税金及附加	85	403	455	590
资产减值损失	83	0	1	0
销售费用	912	1,289	1,455	1500
管理费用	4,287	5,157	5,819	6,200
财务费用	2,131	3,223	3,455	4,500

投资净收益	3,048	4,500	6,500	7,600
二、营业利润	5,320	11,643	23,544	34,810
加：营业外收入	620	620	620	680
减：营业外支出	19	0	0	0
三、利润总额	5,921	12,263	24,164	35,490
减：所得税费用	391	2452.6	4,833	7098
四、净利润	5,529	9,810	19,331	28,392
少数股东权益	503	801	996	1100
归属母公司所有者的净利润	5,027	9,009	18,335	27,292
EPS(全面摊薄/元)	0.07	0.07	0.14	0.20

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。