

简评加息对保险行业的影响

事件

中国人民银行决定，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，一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点。五年期存款利率从 3.6% 提高到 4.2%，增加 60bp。

研究方法

我们无法预测加息能持续多久，但是可以使用增量方法评估加息对保险行业的影响。

研究结论

- 存量业务：负债久期约在 20 年左右，资产久期平均 6-7 年左右，因此，续期保费带来的现金流入和定息资产的到期再投资收益率将上升，总投资收益率预期上升。传统险受益最多，分红险和万能险收益于分成绝对值的提高。
- 新增业务：目前保险公司的新业务主要是分红险和万能险。个险渠道受益较多，销售方式和产品复杂性使得该渠道的销售几乎不会受到影响，分成绝对值相应提高。银保渠道受存款利率提高带来的竞争压力影响较大。
- 结论：
增量的角度来看，加息与不加息相比，存量的传统险业务受益最大，新增业务中个险渠道受益较多，银保渠道销售的影响略偏负面，**总体而言，保险行业受益于加息。**
存量业务中平安和太保的传统险准备金的占比较高，而新增业务中平安的个险业务占比最高，银保业务占比最小。**因此，加息受益的行业排序为：平安>太保>国寿。**
- 风险因素：权益市场长期萎靡不振。



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

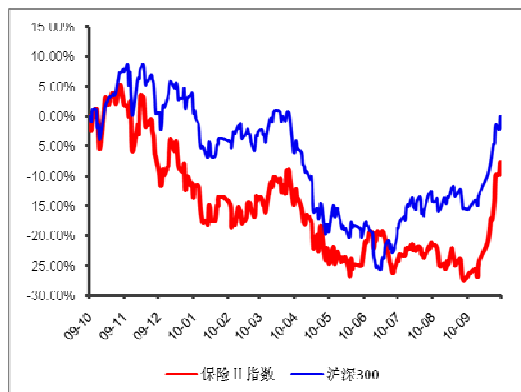
中国/A 股

行业

保险

报告日期

2010 年 10 月 19 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	26.67	增持
中国平安	1.89	2.05	2.48	62.63	买入
中国太保	0.95	1.03	1.30	26.98	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
《保险行业 2010 年三季度报前瞻》	2010.10.11

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、增量方法看加息对保险行业的影响

事实上，我们无法预测加息能持续多久，但是我们可以运用增量方法来评估加息对保险行业的影响是正向的还是负向的。

增量方法就是通过比较如果加息后和加息前对保险公司的综合影响进行评估的方法。

下面分为两个部分考虑：存量业务和新增业务。分别独立的看加息对存量业务和新增业务的影响容易让复杂的问题变得更加简单。

二、存量业务受加息的影响

大前提：保险公司的负债久期远远高于资产久期。负债久期平均 20 年左右，资产久期平均 6-7 年左右，因此加息后，续期保费带来的现金流入和大量到期定息资产的再投资收益率将明显上升，总投资收益率预期上升（长期看，权益收益率在加息前和加息后的波动性本质不变，并且权益投资的占比较小，因此忽略权益收益率的变化）。

存量业务分解：传统险业务和非传统险业务（分红、万能）。

通过以下简单示例（见表 1），可以发现：传统险和非传统险最大的区别在于客户是否参与分成。传统险由于风险全部由公司承担，相应的收益也是公司独自享受。非传统险由于风险共担的模式，收益也是共享的。因此，在加息后，受益最大的是传统险存量保单。

由于历史积累原因，平安和太保的存量业务中传统险准备金占比较高，因此存量业务上平安和太保受益于加息更多一些。

表 1：存量业务中传统险与非传统险加息前后影响对比的示例

	传统险	加息前假设	加息后假设	非传统险	加息前假设	加息后假设
投资收益	上升	4.5%	5.1%	上升	4.5%	5.1%
保证成本	不变	2.5%	2.5%	可以不变	2.5%	2.5%
利差	上升	2%	2.6%	上升	2%	2.6%
公司分成部分	100%	2%	2.6%	30%	0.6%	0.78%
综合影响	受益最大	增加 60bp		受益但相对较小	增加 18bp	

注：表格中数据只是作为示例使用

资料来源：东方证券研究所整理

三、新增业务受加息的影响

由于新增业务大多数是非传统险，因此按照个险渠道和非个险渠道（主要看银保渠道）来考虑。

1、个险渠道：新业务以分红险和万能险为主

- 保证成本端：由于个险渠道的产品主要靠销售驱动，同时产品期限长并且非常复杂，客户对于销售的价格本身不是很敏感，保证成本几乎不会有大的变化。
- 投资收益端：投资收益率将上升。

因此，个险渠道新业务总体来说受益于投资收益率的上升，利差提高的前提下，公司分成部分提高。

2、银保渠道：新业务以分红险为主

- 销售端：由于银保渠道的产品非常同质化，直接竞争对手就是银行存款，因此销售端将有较大压力。
- 保证成本端：可能出于竞争通过适当降低价格来吸引客户，相应隐含的保证成本提高。
- 投资收益端：投资收益率将上升。

总体而言，银保渠道销售将面临较大的来自定期存款的竞争压力，适当降低价格是很可能采取的手段，相应的隐含保证成本提高。尽管分红险的产品特性决定保险公司在投资收益率和保证成本同时上升时，仍能保持几乎不变的利差和公司分成，但一旦未来投资收益率下降，公司将面临利差缩小甚至为负的风险。

四、结论

1、增量的角度来看，加息与不加息相比，存量的传统险业务受益最大，新增业务中个险渠道受益较多，银保渠道销售的影响略偏负面。

总体而言，保险行业受益于加息。

2、存量业务中平安和太保的传统险准备金的占比较高，而新增业务中平安的个险业务占比最高，银保业务占比最小。

因此，加息受益的行业排序为：平安>太保>国寿。

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