

动态报告/行业快评

保险

加息快评

推荐

(维持评级)

2010年12月27日

尽管加息符合预期，仍有望再度成为股价催化剂

分析师： 邵子钦 0755-82130468 shaozq@guosen.com.cn SAC 执业证书编号：S0980210040001
分析师： 童成墩 0755-82130513-1326 tongcd@guosen.com.cn SAC 执业证书编号：S0980210040010

事项：

中国人民银行决定，自 2010 年 12 月 26 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 2.5% 提高到 2.75%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 5.56% 提高到 5.81%。三年期和五年期存款利率调整为 4.15% 和 4.55%，分别上调了 0.3 和 0.35 个百分点，三至五年及五年以上贷款利率上调 0.25-0.26 个百分点。

评论：

■ 保险受益于温和的加息周期。

1.1 投资受益于加息周期。主要源自负债久期长，资产久期短。资产需要持续再投资，才能与负债久期相匹配。由于保险资金 80% 左右配置在固定收益类资产，当利率进入上升周期，投资回报率提升增加公司价值；反之，利率进入下降周期，投资回报率下降拉低公司价值。

1.2 利润受益于温和加息。主要源于温和加息，可以让保险公司在内含价值提升的同时，会计利润受损最小，甚至有所提升。

A. 因保险行业 30%-60% 的债券计入交易类和可供出售类金融资产，加息会导致债市下跌，浮亏增加，温和加息产生的浮亏对净利润和净资产的影响相对较小。

B. 因加息有利于提升传统险准备金计提标准——国债收益率 750 日均线，从而减少传统险准备金当期计提额，增加会计利润。

C. 温和加息对经济和股市影响相对较小，权益回报向下空间有限。

■ 我们维持长期投资回报率 5.2%-5.5% 的假设。

此次加息符合我们“进入加息周期”的预期，维持长期投资回报率 5.2%-5.5% 的假设。我们在 10 月 20 日央行第一次宣布加息时认为：“基于中国经济进入加息周期的判断，此次加息将对保险资金长期投资回报率构成持续性影响。长期投资回报率假设提升至 5.2%-5.5%”。

■ 尽管加息符合市场预期，仍有望再度成为股价催化剂。

3.1 估值具有足够的安全边际，维持行业“谨慎推荐”评级。在 5.2%-5.5% 的长期投资回报率假设下，2011 年中国人寿、中国平安、中国太保估值分别提高至 35.1 元/股、101.1 元/股、35.1 元/股，维持中国平安“推荐”、中国人寿和中国太保“谨慎推荐”投资评级。

3.2 此次加息有望再度成为保险股股价催化剂。10 月 20 日央行宣布加息，沪深 300 指数微涨 0.63%，中国人寿、中国平安、中国太保分别上涨 4.54%、6.95%、6.26%，大幅超越市场。此次加息有望再度成为保险股股价催化剂。

■ 风险因素：

万能险结算利率面临上调压力。加息后 5 年期定期存款利率已高于人寿、平安、太保 11 月份的万能险结算利率，短期结算利率面临上调压力。但这是一个短期问题，长期来看，结算利率体现的是分成后的平滑投资收益，从历史平均数据看，与 3-5 年期存款利率接近，并不妨碍投资受益于加息周期的结论。我们预计万能险结算利率将有计划有步骤地小步上移。

表 1：存贷款利率变化情况

单位：%/基点	加息前利率	加息后利率		利率调整（单位：基点）		合计
		10 月 20 日	12 月 26 日	10 月 20 日	12 月 26 日	
一、存款						
(一)活期存款	0.36	0.36	0.36	0	0	0
(二)整存整取定期存款						
三 个 月	1.71	1.91	2.25	20	34	54
半 年	1.98	2.20	2.50	22	30	52
一 年	2.25	2.50	2.75	25	25	50
二 年	2.79	3.25	3.55	46	30	76
三 年	3.33	3.85	4.15	52	30	82
五 年	3.60	4.20	4.55	60	35	95
二、各项贷款						
六 个 月	4.86	5.10	5.35	24	25	49
一 年	5.31	5.56	5.81	25	25	50
一至三年	5.40	5.60	5.85	20	25	45
三至五年	5.76	5.96	6.22	20	26	46
五年以上	5.94	6.14	6.40	20	26	46

资料来源：PBOC、国信证券研究所

表 2：保险资金长期投资收益率测算

类别	收益率 假设	资产配置						收益率					
		情景 0	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5	情景 0	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5
现金及等价物	2.25%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
定期存款	4.55%	30%	25%	20%	15%	10%	5%	1.4%	1.1%	0.9%	0.7%	0.5%	0.2%
国债	4.16%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
政策性金融债	4.46%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
企业债	5.46%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
股票及股票型基金	8.00%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
未上市企业股权	10.00%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
不动产	8.00%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%
基础设施债权计划	6.00%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
合计	-	100%	100%	100%	100%	100%	100%	5.1%	5.2%	5.4%	5.5%	5.7%	5.8%

资料来源：国信证券

表3: 绝对估值

单位: 百万/元	2010 年			2011 年		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
国信证券假设下估值						
贴现率假设	10.0%	11.0%	11.0%	10.0%	11.0%	11.0%
长期投资回报率假设	5.5%	5.5%	5.2%	5.5%	5.5%	5.2%
未来 5 年 NBEV CAGR	15.0%	18.0%	15.0%	15.0%	18.0%	15.0%
5 年后永续增长率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
新业务乘数 (倍)	24	24	21	24	24	21
每股寿险调整后净资产	6.0	6.9	4.0	7.1	8.3	4.5
每股寿险有效业务价值	6.0	10.0	4.0	7.1	12.7	5.1
每股寿险一年新业务价值	0.78	2.09	0.73	0.87	2.64	0.85
每股寿险内含价值	11.9	16.9	8.1	14.2	21.0	9.6
每股寿险评估价值	30.8	66.0	23.3	35.1	83.1	27.3
每股非寿险业务价值	0.0	16.1	7.0	0.0	18.1	7.7
每股价值	30.8	82.1	30.2	35.1	101.2	35.1
每股价值/股价	38.4%	44.1%	31.4%	57.9%	77.6%	52.5%
投资评级	谨慎推荐	推荐	谨慎推荐	谨慎推荐	推荐	谨慎推荐

注: 非寿险业务中, 产险、银行、证券按 2 倍 PB 估值, 集团及其他业务按 1 倍 PB 估值

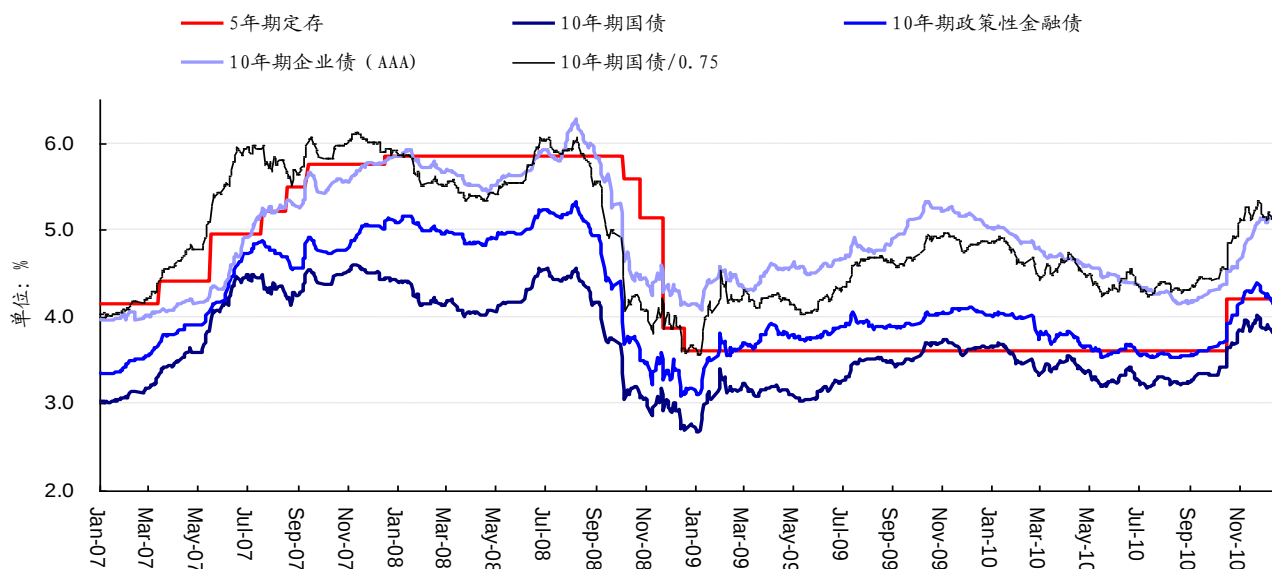
资料来源: 公司数据、国信证券研究所

表 4: 相对估值

单位: 元/倍	股价	EPS				P/E				BPS		P/B	投资评级
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	10E	10E		
601628	中国人寿	22.3	1.16	1.17	1.55	1.99	19.2	19.0	14.3	11.2	7.8	2.9	谨慎推荐
601318	中国平安	57.0	1.89	2.20	2.93	3.67	30.2	25.9	19.4	15.5	14.7	3.9	推荐
601601	中国太保	23.0	0.95	0.76	1.10	1.48	24.2	30.1	20.9	15.5	9.4	2.5	谨慎推荐
-	平均值	-	-	-	-	-	24.5	25.0	18.2	14.1	-	3.1	-
单位: 元/倍	股价	NBEV		EV		NBM		P/EV		BPS		P/B	投资评级
		10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	11E	11E		
601628	中国人寿	22.3	0.70	0.78	11.3	13.5	15.6	11.3	2.0	1.6	8.9	2.5	谨慎推荐
601318	中国平安	57.0	2.09	2.64	26.0	30.9	14.8	9.9	2.2	1.8	17.0	3.4	推荐
601601	中国太保	23.0	0.69	0.80	13.0	14.9	14.6	10.1	1.8	1.5	10.3	2.2	谨慎推荐
-	平均值	-	-	-	-	-	15.0	10.4	2.0	1.7	-	2.7	-

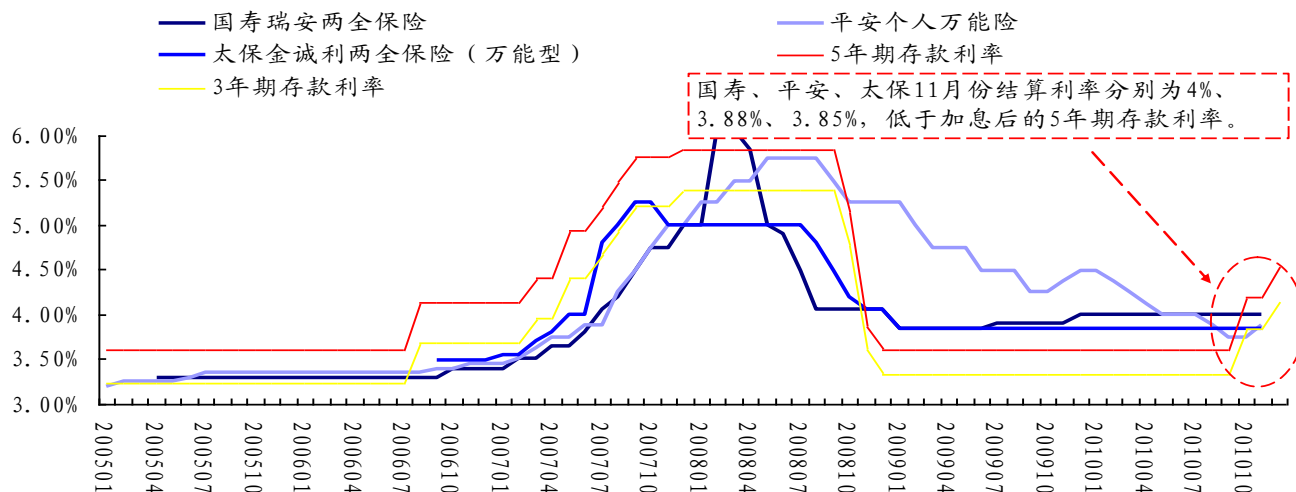
资料来源: 公司数据、国信证券研究所

图 1：10 年期债券收益率走势



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所

图 2：11 月份结算利率低于加息后的 5 年期存款利率



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。