

2010-12-27

证券研究报告
行业研究 / 行业动态

保险行业

增持/维持评级

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:s1000210020007

(021)6849 8610

licong@mail.htlhsc.com.cn

联系人

威海鹏

(021)5010 6012

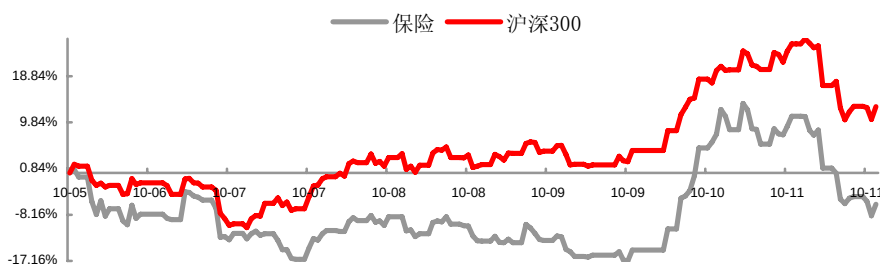
qihp@mail.htlhsc.com.cn

加息周期中的甜蜜期

- 2010 年 12 月 26 日加息点评

- 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 12 月 26 日起。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，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：
- 此次加息，是今年的第二次加息，也强化了我们对于进入加息周期的判断，在这样的周期中，我们看好保险股在周期的中前期的表现，行情延续到开始预期最后一次加息结束。
- 我们看好保险公司在通胀环境下的表现，明年政府对 CPI 容忍度为 4% 左右，如果我们剔除汽车、家电等下降因素，实际 CPI 可能高达 6% 以上，保险公司的投资收益率如果能达到 CPI 的水平，则其业绩必然出现超预期增长，预期明年的净资产增速，中国平安将达到 30% 左右，中国太保超 20%，中国人寿 15% 左右。
- 中国保险企业高权益类占比及保单低成本的特点仍将延续，中国保险企业的高弹性以及高增长的特性仍将延续。
- 保费收入前景依然看好，维持未来 5 年复合增长率 15% 以上的预期。
- 此次加息进一步缓解由于 750 日移动平均线下滑对于公司资产负债表的压力。同时将 750 天移动平均线产生向上拐点的时间点提前。
- 目前保险股估值几乎到达历史低点，下跌空间几无，但潜在上涨空间较大。基于 2011 年假设，中国平安隐含的 P/EV 为 1.8 倍，中国人寿 P/EV 为 1.8 倍，中国太保 P/EV 为 1.5 倍。平安、人寿、太保隐含的一年期新业务价值倍数分别为 10.0 倍、11.9 倍和 9.0 倍。行业估值优势明显，基于对于未来行业增速的预期，维持保险行业“增持”的评级，维持中国平安和中国太保“买入”的评级。
- **风险提示：**整体权益市场的调整以及政策的调整。

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

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 12 月 26 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。

表格 1、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	1.91	2.25
半年	2.20	2.50
一年	2.50	2.75
二年	3.25	3.55
三年	3.85	4.15
五年	4.20	4.55
二、各项贷款		
六个月	5.10	5.35
一年	5.56	5.81
一至三年	5.60	5.85
三至五年	5.96	6.22
五年以上	6.14	6.40

数据来源：中国人民银行网站

对此，我们点评如下。

在之前 10 月 20 日的加息后，我们发布了点评报告《初次加息的甜蜜》，在上次的报告中，我们也判断了上次是一个加息周期的开始，此次加息验证了我们的观点，目前我们仍处于加息的初期阶段，至少在这个阶段，我们还没有开始去预期加息周期的结束。因此，我们依然维持对整个保险行业“推荐”的评级。

加息周期中，我们看好保险股在周期的中前期的表现，行情到开始预期最后一次加息结束。

从我们对于历史的数据跟踪发现，整个保险业在整个加息周期中都是明显受益，特别是加息的中、前期表现最为抢眼。

对此，我们的逻辑如下：

- 1、加息的过程，其实伴随着的是通胀的高企，换句话说，在这个阶段，各项投资的机会成本出现明显的上涨，也就是基础的投资收益率出现明显的上涨，理所当然，保险公司的投资收益率也将出现明显的上涨。**
- 2、我们看好保险在加息前半段的股价表现，并不是因为债券收益率的上行，而是因为潜在伴随着的是这个阶段的各项投资收益率都出现了明显的上涨。而不仅仅是债券的收益率出现了上涨，同时由于保险公司债券的存量远远大于新增量，在收益率上涨的同时，存量债券的价格将会出现明显的下降。这也将影响到保险公司的净资产。因此，我们看好保险的逻辑是看好这个阶段的各项投资收益率的上涨。
- 3、此外，从保险资金的性质上来讲，保险公司的存量资金在这个 CPI 上行的过程中，

其成本段上行的幅度与速度远远落后于 CPI 的涨幅，保险公司潜在的利差空间不断扩大。明年政府容忍 CPI 到 4% 左右，如果我们剔除掉汽车，家电等下行因素，实际 CPI 容忍度可能到达 6% 及以上，假如保险公司能够取得 6% 的投资收益率，那么明年业绩必将超预期，中国平安净资产增速将超 30%。

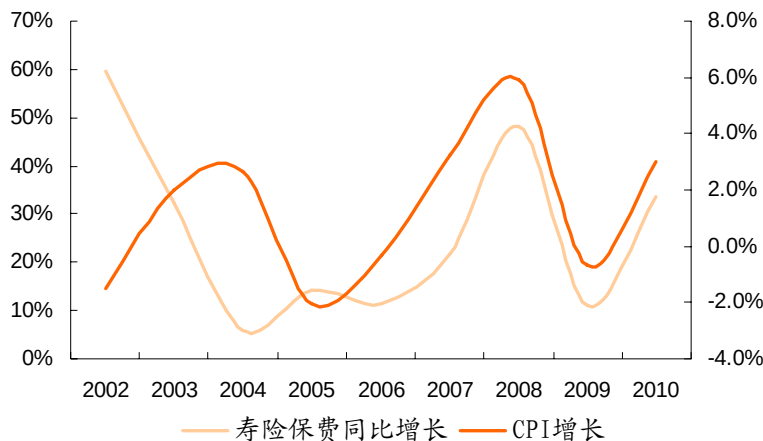
- 4、对于新增资金而言，我们认为只要中国的保单没有改变其高额前期费用的特点，保险公司保单的利润仍将维持在高位。
- 5、在目前的保单结构下，根据我们跟踪数据显示，在 CPI 上行的过程中，保单的销售量也呈现出正向的反应。

在我们对于历史数据的跟踪下，我们发现，自从 2005 年以后，每年的保费收入都跟 CPI 有着较高的相关性，这也主要是在 2005 年以后，保险公司的产品发生了一定的变化，分红与万能逐渐占据主导，而这些产品都有一个特点就是，其名义回报率相对市场化，在 CPI 一直高企的环境下，消费者出于保值的需要，对存款利率将会更加敏感。

保险产品，特别是银行渠道发售的保险产品，作为银行存款的替代工具，其产品说明书中的增长利率往往高于银行存款，下表是最常见的一种银保渠道的产品说明书，其提供的利率为年复利 4.5%，而目前银行 5 年期整存整取利率为年单利 4.2%。因此，在通胀背景下，保险产品也成为存款转移的一个方向。

证明了通胀对寿险保费的促进作用。

图表 1、通胀对寿险保费增长的促进作用



数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

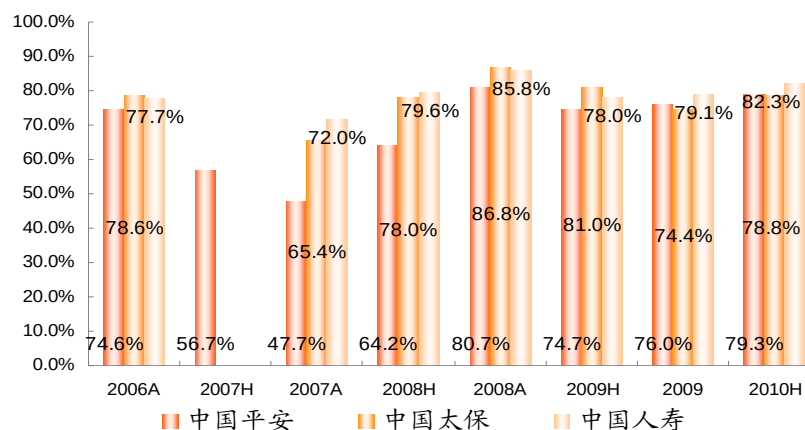
因此，对于整个加息周期而言，我们看好在加息的前半段保险公司的股价表现，而这个周期通常延续到预期到整个加息周期的最后一次加息结束，通常伴随着，当期经济开始走弱

图表 2、2007 年加息周期中的保险股价走势



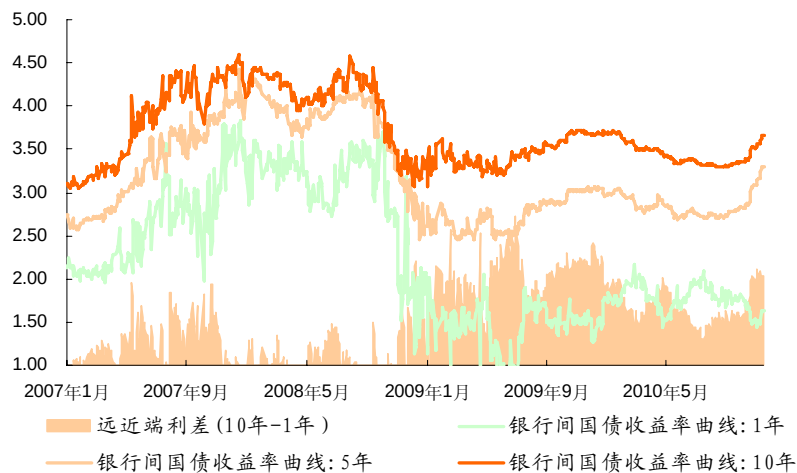
数据来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图表 3、人寿、平安、太保历年固定到期类投资配置比例



数据来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

图表 4、银行间国债收益率走势



数据来源：中债网，华泰联合证券研究所

加息周期中，保单的成本端的变动滞后于收益端的变动

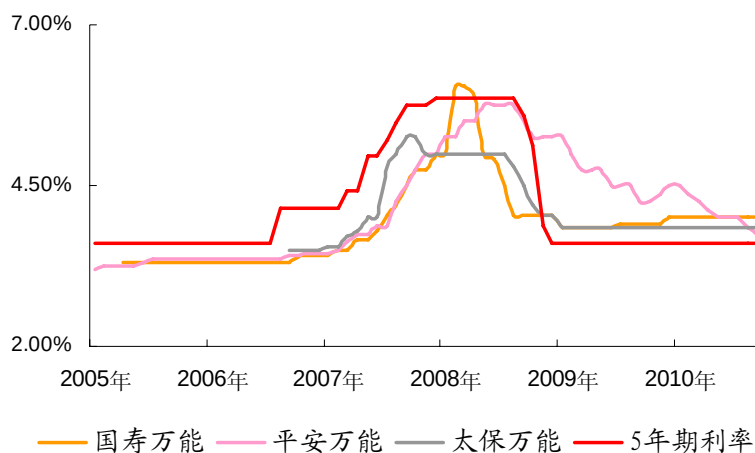
加息初期，由于各项投资收益率的上涨，保险公司投资收益也相应增多，但同时支付给客户的成本却增幅缓慢。

接下来，我们采用市场上对于成本的变动理解最为直接的万能险的结算利率来做例证。（虽然，我们认为保险公司实际的成本远低于万能险的结算利率，我们将在后面的章节进行详述）。

万能险结算利率通常每周公布一次，通过 3 家上市公司 2005 年以来个人万能险结算利率与 5 年期存款利率的对比，我们看到这样几个非常明显的现象。

- 结算利率的变动明显滞后于 5 年期存款利率的变动。
- 在整个加息周期中，5 年期存款利率与万能险的结算利率之间的差额是明显高于加息开始前的阶段。同时，这个趋势保持到最后一次加息预期的来临时结束。

图表 5、成本端的上升滞后于收益端的上升



数据来源：3 家公司网站万能险结算利率披露，华泰联合证券研究所

10 月 20 日加息后，11 月份 3 家公司万能险结算利率的变化也证实了这一点。除去平安将万能险结算利率上调 13PB 外，其他 2 家公司都没有动。但需要注意，平安结算利率 9、10 月份时为 3.75%，低于人寿的 4.00%和太保的 3.85%，因此仅出于市场竞争的考虑，它也有可能上调利率。

表格 2、3 家公司万能险结算利率变化

	人寿	平安	太保
2010 年 11 月	4.00%	3.88%	3.85%
2010 年 10 月	4.00%	3.75%	3.85%
2010 年 9 月	4.00%	3.75%	3.85%
2010 年 8 月	4.00%	3.85%	3.85%

数据来源：华泰联合证券研究所

对称性加息进一步缓解 750 日均线对准备金评估的影响

2 次加息可以缓解投资者由于 750 日均线进一步下移对年末资产负债表的担忧，从下表可以看出，12 月以来，750 日均线已经开始明显停止下滑趋势，而 40 年、50 年长端甚至开始回升，2 次加息无疑会加强这一趋势。

与 10 月 20 日非对称性加息相比，此次对称性加息更有利于短端均线的止跌。10 月 20 日加息的特点是，短端加息少，例如三个月存款加 20BP；长端加息多，五年存款加 60BP，因此我们从 750 均线的变化可以看到长端止跌的速度要快于短端。而这次对称性加息长短端都上调 25BP，使 750 日均线整体变化更为均匀。

表格 3、750 日均线变化情况

	1y	2y	3y	5y	10y	15y	20y	30y	40y	50y
2009 年 12 月 31 日	2.39	2.66	2.92	3.32	3.86	4.21	4.35	4.48	4.49	4.65
2010 年 3 月 31 日	2.35	2.64	2.92	3.34	3.89	4.26	4.40	4.53	4.51	4.67
2010 年 6 月 30 日	2.30	2.58	2.86	3.28	3.84	4.24	4.39	4.52	4.49	4.64
2010 年 9 月 30 日	2.20	2.48	2.75	3.17	3.74	4.16	4.33	4.45	4.42	4.55
2010 年 10 月 29 日	2.18	2.45	2.73	3.14	3.72	4.15	4.31	4.43	4.41	4.54
2010 年 11 月 16 日	2.15	2.43	2.71	3.13	3.71	4.14	4.31	4.43	4.41	4.54
2010 年 12 月 17 日	2.12	2.40	2.68	3.11	3.69	4.12	4.29	4.41	4.43	4.56
2010 年 12 月 24 日	2.12	2.39	2.67	3.11	3.68	4.12	4.28	4.41	4.44	4.56

数据来源：中债网，华泰联合证券研究所

根据我们的测算，即便后面没有加息，整个保险 750 天移动平均线将从 2011 年中期开始掉头向上，到年底即便是保险公司没有任何经营，也将有不小的利润释放。

加息对公允价值的影响

加息会带来债券价格的下跌，短期而言，分类为交易性金融资产和可供出售金融资产的债券公允价值下跌将对财务报表有影响，

表格 4、2009 年末 3 家公司投资资产分类状况

	中国平安	中国人寿	中国太保
定期存款	15.53%	29.40%	23.60%
债券投资	59.59%	49.70%	49.94%
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	1.18%	0.50%	2.10%
可供出售的金融资产	23.09%	29.00%	19.25%
持有至到期的金融资产	35.32%	20.10%	28.58%
其它固定到期日投资	0.92%	0.00%	0.91%
股权投资	7.53%	8.80%	6.61%
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	0.37%	0.20%	0.00%
可供出售的金融资产	7.13%	8.60%	6.61%
成本法核算的长期股权投资于联营公司的投资	0.03%	0.00%	0.00%
证券投资基金	3.26%	6.50%	5.18%
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	0.19%	0.10%	0.08%
可供出售的金融资产	3.07%	6.50%	5.10%

权益投资合计	10.78%	15.30%	12.27%
其他投资	1.51%	2.50%	5.03%
现金及现金等价物及其它	11.66%	3.10%	8.26%
投资资产合计	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：公司数据，华泰联合证券研究所

从上表可以看出，由于加息而公允价值发生变动的仅是分类为以公允价值计量且变动计入损益的金融资产和可供出售的金融资产的债券投资，这些资产在总资产中的占比，平安为 24.27%，人寿为 29.50%，太保为 21.35%。10 月 20 日加息至今，中证债券指数下跌 2% 左右，经我们测算，2% 的下跌对公司综合收益的影响为 0.6% 左右，最终对财报结果的影响有限。

估值较低，具有支撑

根据目前的股价，中国平安的 2011 隐含 P/EV 为 1.8 倍，中国人寿 P/EV 为 1.8 倍，中国太保 P/EV 为 1.5 倍。平安、人寿、太保 2011 隐含一年期新业务价值倍数分别为 10.0 倍、11.9 倍和 9.0 倍。

表格 5、中国人寿静态估值结果

中国人寿目前股价：	22.25		
	2009 年	2010 年（预计）	2011 年（预计）
每股内涵价值：	10.1	10.9	12.4
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	2.2	2.1	1.8
每股一年期新业务价值：	0.6	0.7	0.8
目前隐含的一年期新业务价值乘数	19.4	15.8	11.9

数据来源：华泰联合证券研究所

表格 6、中国平安静态估值结果

中国平安目前股价：	56.99		
	2009 年	2010 年（预计）	2011 年（预计）
每股内涵价值：	21.1	26.3	31.0
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	2.7	2.2	1.8
每股一年期新业务价值：	1.6	2.1	2.7
目前隐含的一年期新业务价值乘数	22.3	14.7	10.0

数据来源：华泰联合证券研究所

表格 7、中国太保静态估值结果

中国太保目前股价：	22.99		
	2009 年	2010 年（预计）	2011 年（预计）
每股内涵价值：	11.6	13.5	15.8
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	2.0	1.7	1.5
每股一年期新业务价值：	0.6	0.7	0.8
目前隐含的一年期新业务价值乘数	19.3	14.2	9.0

数据来源：华泰联合证券研究所

目前保险股估值几乎到达历史低点，下跌空间几无，但潜在上涨空间较大。基于 2011 年假设，中国平安隐含的 P/EV 为 1.8 倍，中国人寿 P/EV 为 1.8 倍，中国太保 P/EV 为 1.5 倍。平安、人寿、太保隐含的一年期新业务价值倍数分别为 10.0 倍、11.9 倍

和 9.0 倍。行业估值优势明显，基于对于未来行业增速的预期，维持保险行业“增持”的评级，维持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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn