

保险行业

保险板块继续潜伏，凤凰涅槃有待时日

——750 日移动平均线下的交易策略

撰写日期：2010 年 12 月 27 日

发布日期：2010 年 12 月 28 日

投资要点：

◇会计准则重大变革，“单向主导”变为“双向主导”。

从 2009 年年底开始，上市保险公司的年报编制开始采用新的准则，新准则中对准备金计量政策的调整对公司的净利润和净资产都产生重大影响。

原先评估利率是固定的，不受市场利率变化的影响，因此利率的变动只影响到存量资产，而不影响存量负债，我们称之为“单向主导”。按照新的准则，评估利率是随市场利率波动的，并且以 750 日移动平均线作为参考依据，750 天移动平均线和即期利率的变化会产生 4 种不同的结果，我们称之为“双向主导”。

◇历史走势表现一般，两段时期值得回味。

黄金时期 I（绝对表现时期）：在此期间，保险板块走出一波凌厉的攻势，最大涨幅将近 100%，尽管如此，其涨幅仍然落后于大盘涨幅。

黄金时期 II（相对表现时期）：在此期间，尽管保险板块绝对涨幅不大，但走势大幅超越大盘，最高时一度超越大盘将近 22%。

◇两线粘合面临拐点，加息步伐仍在前行。

目前 750 日移动平均线继续下移，10 年期国债收益率曲线继续向上，两者即将粘合，市场面临拐点。

央行于今年的 10 月 20 日启动加息，预示着中国经济又迎来了新一轮的加息周期，我们预计加息和调整存款准备金将会贯穿明年。

◇以史为鉴，现阶段市场环境接近黄金时期 I 初期。

从市场环境、债券市场、货币市场三方面综合来看，现阶段比较接近于黄金时期 I 初期。

投资策略：保险板块有望上涨，超越大盘尚有难度。

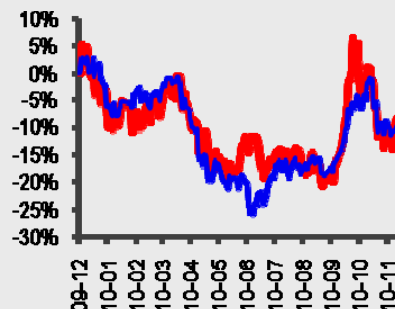
会计准则的变革会对公司财务报表产生影响，但其本身不对公司的经营，行业基本面产生重大影响，因此我们仍然维持对三家公司的原有评级。

我们预计 2011 年第二季度和第三季度，保险板块有望迎来新一波上涨，但其涨幅未必能够超越大盘，并且无论是从上涨幅度还是上涨时间来看都无法和黄金时期 I 相比，因此仍然给予行业“中性”评级。（附加预测：如果以上预测都得到验证，则可以反推出大盘在明年第二季度和第三季度有望迎来全年最佳的投资机会。）

行业评级：中性（维持）

行业市盈率(2010 年预测值)：21.88

行业表现：2010.12.27



—申万保险费行业指数 —上证指数

评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-3.8	-2.8	-14.46
相对表现 (%)	-0.84	-12.51	-1.68

资料来源：爱建证券研究部

重点公司盈利预测及投资评级

名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
中国平安	强烈推荐	1.82	2.29	2.52
中国太保	推荐	0.86	0.89	1.01
中国人寿	中性	1.16	1.19	1.25

汪思伟 执业编号：S0820210100001

电话 021-32229888*3506
邮箱 wangsiwei@ajzq.com

相关报告

目录

1.会计准则重大变革，“单向主导”变为“双向主导”	3
2.历史走势表现一般，两段时期值得回味.....	4
3.两线粘合面临拐点，加息步伐仍在前行.....	7
4.以史为鉴，现阶段市场环境接近黄金时期 I 初期.....	8
5.投资策略：保险板块有望上涨，超越大盘尚有难度.....	9

表格

表 1：即期收益率与 750 日移动平均线变化对净资产的影响.....	4
表 2：黄金时期 I 期间存款利率变动	5
表 3：黄金时期 II 期间存款利率变动	7
表 4：2010 年以来存款利率变动.....	8
表 5：现阶段与黄金时期 I 相同.....	9
表 6：三家上市公司盈利预测.....	9

图形

图 1：黄金时期 I 期间保险板块和上证综合指数走势比较	4
图 2：黄金时期 I 期间 10 年期国债收益率曲线和 750 日移动平均线.....	5
图 3：黄金时期 II 期间保险板块和上证综合指数走势比较.....	6
图 4：黄金时期 II 期间 10 年期国债收益率和 750 日移动平均线.....	6
图 5：2010 年保险行业和上证综合指数走势比较.....	7
图 6：现阶段 10 年期国债收益率和 750 日移动平均线.....	8

1. 会计准则重大变革，“单向主导”变为“双向主导”

从 2009 年年底开始，上市保险公司的年报编制开始采用新的准则：《保险合同相关会计处理规定》（以下简称：《新准则》），新的准则对旧准则中“保险混合合同分拆”、“重大保险风险测试”、“保险合同准备金计量等会计政策”三部分都进行了一定程度的调整。在这三部分中，“保险合同准备金计量等会计政策”调整对公司的净利润和净资产影响最大，而影响准备金计量的核心就是折现率的确定。

折现率是指计算准备金时所使用的贴现率，准备金计量涉及包括未来现金流量的估计、货币时间价值等因素，而货币时间价值涉及到对现金流进行贴现，而使用的贴现率就是折现率，因此折现率的确定很大程度上决定了公司的准备金提取，从而影响公司的净资产和净利润。

《新准则》规定：

（1）对于未来保险利益不受对应资产组合投资收益影响的保险合同（通常指传统险），用于计算未到期责任准备金的折现率，应当根据与负债现流出期限和风险相当的市场利率确定。保险会推荐以 750 日移动平均的银行间固定利率国债即期收益率曲线为基础加上一定的溢价。

（2）对于未来保险利益随对应资产组合投资收益变化的保险合同（通常指分红险和万能险），用于计算未到期责任准备金的折现率，应当根据对应资产组合预期产生的未来投资收益率确定。

按照旧准则，评估利率是固定的，不受市场利率变化的影响，因此，利率变化只影响到存量资产，而不影响存量负债。因此我们称之为“单向主导”。

按照新准则，评估利率是随市场利率变动的，并以 750 日移动平均线作为参考依据，它的高低直接影响到公司的负债；同时即期利率的变化通过二级市场债券净价的变化影响到公司的资产，然而 750 日移动平均线和即期利率的变化不一定是正向的，因此我们称之为“双向主导”。即期利率和 750 日移动平均线变化会出现四种结果：

1) 即期收益率与 750 天移动平均线都向上，公司存量债券价值和传统险负债会同时减少，两者影响可以部分或完全抵消。

2) 即期收益率向上，而 750 天移动平均线向下，公司的存量债券价值会减少，而传统险负债会增加，导致净资产减少。

3) 即期收益率向下，而 750 天移动平均线向上，公司的存量债券价值会增加，而传统险负债会减少，导致净资产增加。

4) 即期收益率与 750 天移动平均线都向下，公司存量债券价值和传统险负债会同时增加，两者影响可以部分或完全抵消。

表 1：即期收益率与 750 日移动平均线变化对净资产的影响

即期收益率	750 日移动平均线	资产	-	负债	= 净资产
↑↑	↑↑	↓↓		↓↓	↓↓↑↑
↑↑	↓↓	↓↓		↑↑	↓↓↓
↓↓	↑↑	↑↑		↓↓	↑↑↑
↓↓	↓↓	↑↑		↑↑	↑↑↓

资料来源：爱建研究发展总部

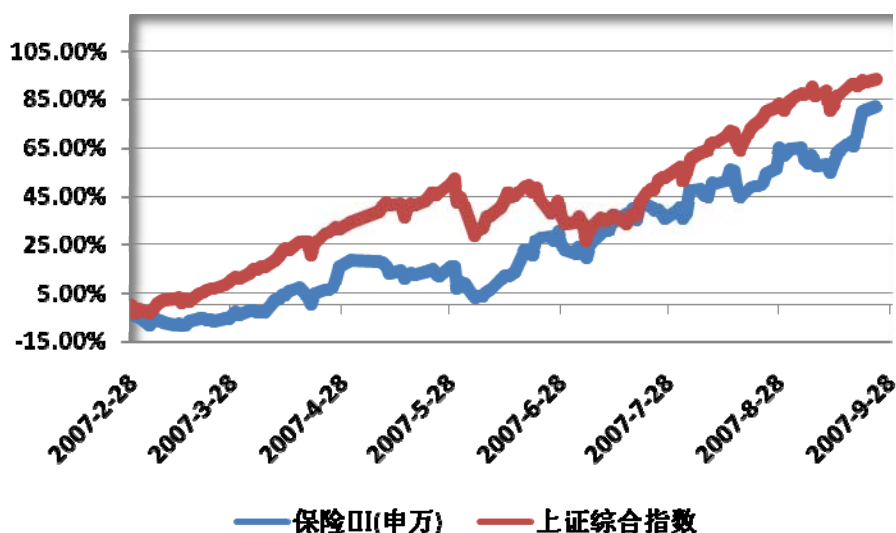
2. 历史走势表现一般，两段时期值得回味

2007年1月9日中国人寿登陆A股，两市迎来了第一家保险上市公司至今，虽然只有短短四个春秋，保险板块却经历过冰与火的历练，天堂与地狱的交融，其中有两个黄金时期值得我们关注：1）黄金时期 I（绝对表现时期）；2）黄金时期 II（相对表现时期）。

1）黄金时期 I（绝对表现时期）：

2007年2月整个保险板块大幅上涨，截止同年9月，保险板块涨幅将近80%，是保险板块历史上绝对涨幅最大的时间段。尽管如此，其涨幅还是落后于同期上证指数涨幅。

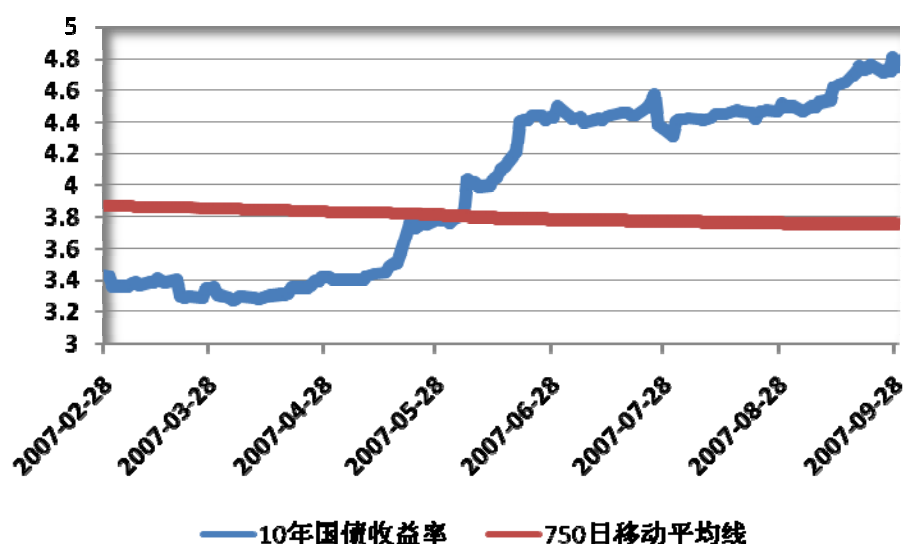
图 1：黄金时期 I 期间保险板块和上证综合指数走势比较



资料来源：WIND, 爱建研究发展总部

在债券市场上，10年期国债收益率曲线逐步上移并迅速上穿750日移动平均线，同时750日移动平均线一直都处于下降通道，并且随着10年期国债收益率曲线上移750日移动平均线越来越平滑。（为了便于分析，我们统一选取了最常用的10年期国债收益率曲线）

图 2：黄金时期 I 期间 10 年期国债收益率曲线和 750 日移动平均线（单位：%）



资料来源：WIND, 爱建研究发展总部

在货币市场上，由于通货膨胀愈发严重，央行在此期间连续加息4次，但中长期存款利率上调幅度始终不小于短期存款利率上调幅度。

表2：黄金时期 I 期间存款利率变动（单位：%）

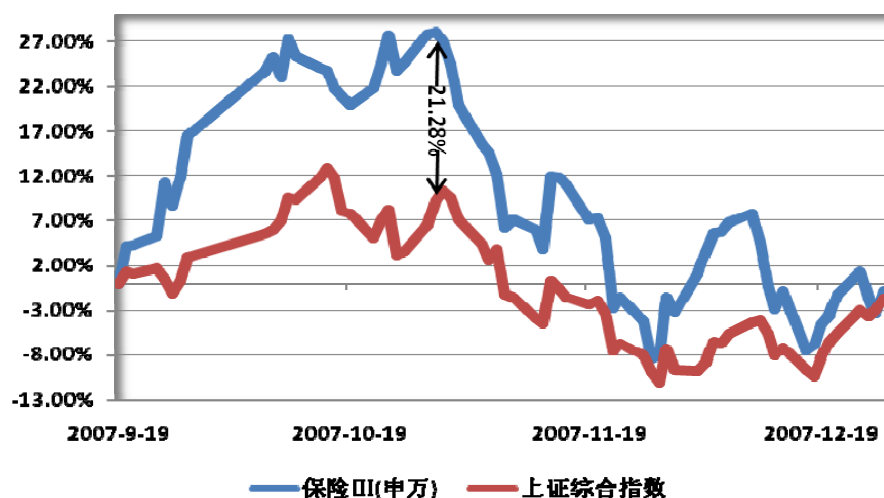
日期	1 年定期存款利率	3 年定期存款利率	5 年定期存款利率
2006-08	2.52	3.69	4.14
2007-03	2.79(+27bp)	3.96(+27bp)	4.41(+27bp)
2007-05	3.06(+27bp)	4.41(+44bp)	4.95(+54bp)
2007-07	3.33(+27bp)	4.68(+27bp)	5.22(+27bp)
2007-08	3.60(+27bp)	4.95(+27bp)	5.49(+27bp)

资料来源：WIND,爱建研究发展总部

2) 黄金时期 II（相对表现时期）：

在2007年9月至2007年12月期间，尽管保险板块绝对涨幅不大，但走势大幅超越上证指数，最高时一度超越大盘将近21.28%。虽然只有短短3个多月，却是历史上保险板块为数不多的几次。

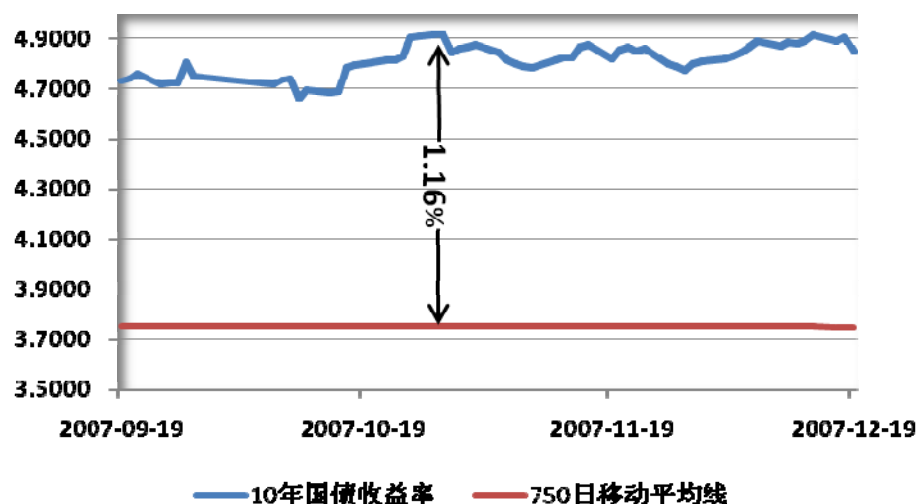
图 3：黄金时期Ⅱ期间保险板块和上证综合指数走势比较



资料来源：WIND,爱建研究发展总部

在债券市场上，10年期国债收益率曲线和750日移动平均线的间距逐步扩大，并形成峰值1.16%，此后两线间距收窄，保险板块超越大盘幅度也逐渐回归至常态。

图 4：黄金时期Ⅱ期间 10 年期国债收益率和 750 日移动平均线（单位：%）



资料来源：WIND,爱建研究发展总部

在货币市场上，尽管之前已经上调四次利率，但通货膨胀仍在继续恶化，资产泡沫愈发严重，因此央行又先后上调2次利率，但与以往加息不同，在后两次加息中，中长期存款利率上调幅度小于短期存款利率上调幅度。

表3：黄金时期II期间存款利率变动（单位：%）

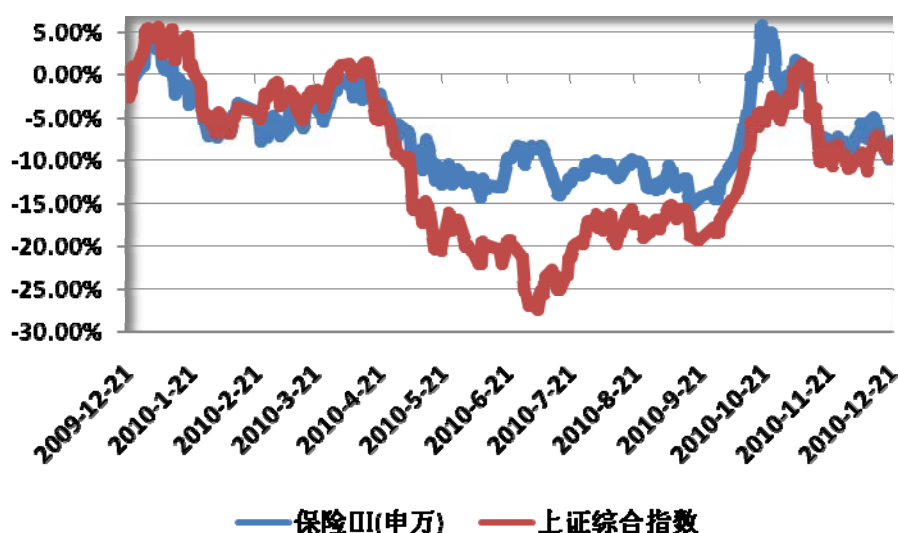
日期	1年定期存款利率	3年定期存款利率	5年定期存款利率
2007-08	3.60	4.95	5.49
2007-09	3.87 (+27bp)	5.22(+27bp)	5.76(+27bp)
2007-12	4.14(+27bp)	5.40(+18bp)	5.85(+9bp)

资料来源：WIND,爱建研究发展总部

3. 两线粘合面临拐点，加息步伐仍在前行

2010年保险板块一直跟随大盘震荡，并没有出现大幅超越上证指数的另类表现，一方面因为保险行业本身亮点不多，人们已经开始对传统保险行业高增长产生“审美疲劳”；另一方面国内经济形势不支持其有超越市场的表现。

图 5：2010 年保险行业和上证综合指数走势比较

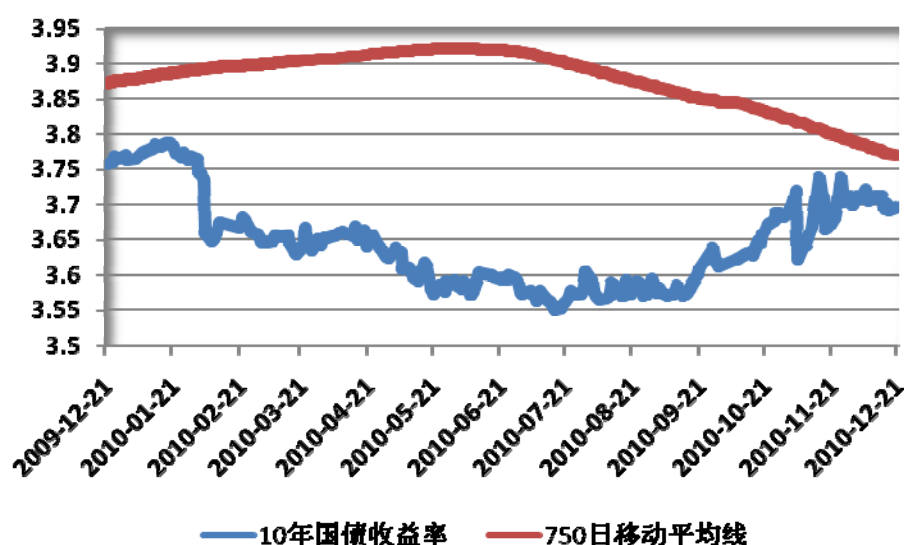


资料来源：WIND,爱建研究发展总部

在债券市场上，目前 750 日移动平均线继续下移，10 年期国债收益率曲线继续向上，两者即将粘合，市场面临拐点。

现阶段“两线”变动情况类似于表 1 中的第二种情况，即 10 年期国债收益率曲线不断抬头，750 日移动平均线继续下移。750 日移动平均线下移会导致保险公司需要计提的准备金增多，10 年期国债收益率曲线向上会导致存量债券净价下跌，两者合力结果会导致公司的股东权益减少。

图 6：现阶段 10 年期国债收益率和 750 日移动平均线(单位：%)



资料来源：WIND,爱建研究发展总部

在货币市场上，今年以来，市场流动性泛滥，CPI高企并且价格上涨有逐步加剧之势，为了缓解国内通货膨胀加剧的态势，央行于今年连续加息两次，这预示着中国经济正式驶入加息通道，由于目前通货膨胀仍然处在比较危险的状态，我们预计在明年的货币市场中，加息和调整存款准备金将会贯穿全年。从这两次的加息幅度来看，中长期存款利率上调幅度大于短期存款利率上调幅度。

表4：2010年以来存款利率变动（单位：%）

日期	1年定期存款利率	3年定期存款利率	5年定期存款利率
2008-12	2.25	3.33	3.6
2010-10	2.5(+25bp)	3.85(+52bp)	4.2(+60bp)
2010-12	2.75(+25bp)	4.15(+30bp)	4.55(+35bp)
.....			
.....			

资料来源：WIND,爱建研究发展总部

4. 以史为鉴，现阶段接近于黄金时期 I 初期

从市场环境、债券市场、货币市场三方面综合来看，现阶段比较类似于黄金时期 I 初期。一方面10年期国债收益率曲线不断上移与750日移动平均线日趋接近，750日移动平均线继续下移并开始平滑；另一方面，央行已经连续2次加息，并且预计明年上半年仍然有加息预期。

表 5：现阶段与黄金时期 I 相同点

时间	国债市场	货币市场
黄金时期 I	1) 10 年期国债收益率曲线上穿 750 日移动平均线 2) 750 日移动平均线日趋平滑	1) 央行连续 5 次加息 2) 中长期存款利率上调幅度不小于短期存款利率上调幅度
现阶段	1) 10 年期国债收益率曲线不断上移与 750 日移动平均线日趋接近 2) 750 日移动平均线继续下移，并且开始出现平滑	1) 央行已经连续 2 次加息，并且预计明年上半年仍然有加息可能 2) 两次加息中，中长期存款利率上调幅度不小于短期存款利率上调幅度

数据来源：WIND，爱建证券研发总部

5. 投资策略：保险板块有望上涨，超越大盘尚有难度

我们预计在明年二季度前，市场又将迎来二次加息，两次加息累计幅度预计为50bp—60bp,根据目前10年期国债收益率与750日移动平均线的走势，我们预计明年第二季度750日移动平均线会继续下降10bp。10年期国债收益率的上行和750日移动平均线的下移，会减少公司的股东权益，但这更多的是对会计报表的一种反映，一旦折现率出现反向逆转，准备金又将冲抵回来，虽然我们认为会计政策的调整从形式上会对公司的净资产、内在价值产生影响，但从本质上来说，这种调整并不是由于公司经营出现变化，行业基本面发生转变所造成的，因此我们仍然维持对三家上市公司的原有评级以及目标位。

表6：三家上市公司盈利预测

指标	中国太保	中国平安	中国人寿
2011年EPS（元）	1.01	2.59	1.25
目标位（元）	28.1	78	30

资料来源：WIND，爱建证券研发总部

根据以上数据分析和假设，我们预计现阶段整个保险行业类似于黄金时期 I 的初始阶段，在明年二季度之前可能一直处于“潜伏”状态，随着即期利率迅速上穿 750 日移动平均线后，将会随大盘迎来一波上涨，但无论是从上涨幅度还是上涨时间来看都无法和黄金时期 I 相比。

尽管近几年保险行业无论是寿险还是财产险都呈现出高速增长的态势，但从二级市场的表现来看，市场似乎对其已经出现了“审美疲劳”；和传统保险业务相比，投资业务更容易受到大盘的影响，保险板块整体想要脱离大盘，走出一波特立独行的走势还是相当有难度的。因此我们预计 2011 年第二季度和第三季度，保险板块有望迎来新一波上涨，但其涨幅未必能够超越大盘（根据黄金时期 I 的历史数据加以推测），因此仍然给予行业“中性”评级。（附加预测：如果以上预测都得到验证，则可以反推出大盘在明年第二季度和第三季度有望迎来全年最佳的投资机会。）

风险提示说明：

- 1) 行业基本面出现变化，保费增长率低于市场预期。
- 2) 连续出现重大灾难，使得保险赔付率大幅提高并且影响到公司的准备金提取。
- 3) 通货膨胀失去控制，加息和调整存款准备金失去应有效果，股市大幅下跌，产生系统性风险。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。