



保险

2011.04.05

加息累积效应将显现，提升寿险盈利

——2011 年 2 月 6 日加息点评


彭玉龙
 021-38676683
 pengyulong@gtjas.com
 S0880511010025

本报告导读：

加息对保险的利好有：利息收益率上升及准备金减计提升寿险盈利。负面影响主要是权益投资可能受损，但以目前状况看，保险资金所重仓的银行等权重股往下走的概率低，2011 年作为保险股核心决定因素的投资收益率是上升的；而保费增速下降的利空已基本得到消化，因此我们推荐保险股。

摘要：

- **从债券收益率的走势来看，此次加息超出市场预期。**从前期国债收益率的下降趋势来看，作为年内第二次也是此轮加息周期中的第四次加息，超出了市场预期。
- **加息的累积效应将逐步显现，利息收益率可望上升 40-50 个 BP。**本轮加息周期，一年期存贷款利率已经上升了 100 个 BP，按债券和银行存款边际投资收益率上升 100 个 BP 计算，总的利息收益率可上升 40-50 个 BP。
- **准备金折现率进入转折区，上半年走平，四季度明显上升。**2010 年，由于作为准备金折现率基准的 750 天国债移动平均收益率曲线下移，导致中国平安和中国太保准备金分别增加了 21.75 亿和 31.30 亿，减少同等金额的税前利润。此次加完息后，预期 2011 年上半年平均收益率曲线开始走平，四季度明显上升。
- **提升寿险盈利。**2010 年受投资收益下降和准备金增提的双重影响，盈利下降。2011 年，加息导致这两大因素均在朝好的方向发展：投资收益在改善；虽然上半年准备金变化对盈利还不会有贡献，但全年来看，准备金将有适当减提。
- **一季度投资环境已经明显改善。**2010 年一季度，5 年期、10 年期和 15 年期国债平均收益率为 2.88%、3.50% 和 3.89%。今年以来的平均收益率分别为 3.62%、4.04% 和 4.24%，同比上升 40-80 个 BP。股权投资收益也由负转正。2010 年一季度，上证指数下跌了 5.13%，沪深 300 下跌了 6.43%；2011 年则分别上涨了 5.67% 和 4.62%。
- **从经验看，加息与保险股表现之间并没有简单的线性关系，**关键变量是加息对股市从而对保险公司权益投资的影响，由于保险资金所重仓的金融等权重股目前的估值水平再往下走的概率低，我们认为：保险投资收益在 2011 年的加息过程中是上升的，同时保险股目前估值处于历史低位且已经基本消化了保费增速下降的利空，给予行业增持评级。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

细分行业评级

保险 **增持**

中国太保 **增持**

中国平安 **增持**

中国人寿 **增持**

相关报告

保险：《保险股：从补涨到超越》
2011.03.07

保险：《为什么坚持通胀逻辑》
2011.02.10

保险：《银保新政策效果显现，明年仍可增长 20%》
2011.01.18

保险：《2011 年保险监管政策定调》
2011.01.12

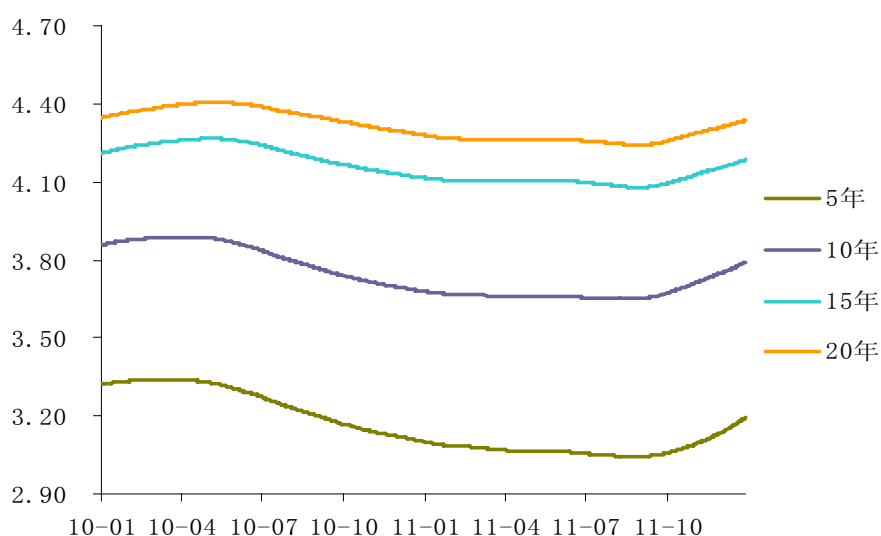
保险：《预期确认，放心超配》
2010.12.26

图 1: 国债收益率的下降表明此次加息超出市场预期



数据来源: 中债网, WIND, 国泰君安证券。

图 2: 准备金基准折现率进入由降转升的区间



数据来源: 中债网, 国泰君安证券。

表 1: 保险合同准备金计量基准收益率变动估计 - 15 年期 (单位: BP)

	2010. 3Q	2010. 4Q	2011. 1Q	2011. 1H	2011. 3Q
2010. 4Q (E)	-4.98				
2011. 1Q (E)	-6.26	-1.28			
2011. 2Q (E)	-6.72	-1.74	-0.47		
2011. 3Q (E)	-7.34	-2.36	-1.08	-0.61	
2011. 4Q (E)	1.86	6.84	8.11	8.58	9.19

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

表 2：当前估值水平

2011 年 4 月 1 日	中国人寿		中国平安		中国太保	
	(股价=21.33 元)		(股价=51.23 元)		(股价=22.83 元)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
每股内涵价值	12.79	14.70	26.29	31.56	12.80	15.32
每股新业务价值	0.76	0.88	2.03	2.28	0.71	0.85
每股收益	1.47	1.83	2.30	2.78	1.00	1.38
每股净资产	9.19	11.31	14.66	17.59	9.34	10.90
P/EV	1.67	1.45	1.95	1.62	1.78	1.49
隐含新业务价值倍数	11.27	7.57	9.67	8.34	10.14	6.48
市盈率	14.47	11.67	22.27	18.41	22.83	16.57
市净率	2.32	1.89	3.50	2.91	2.45	2.09

数据来源：公司公告，国泰君安证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		