

静态测算偏中性, 动态来看将受益于股债双牛

——11月21日降息对于保险行业的影响点评

看好

相关研究

- **事件：**人民银行决定，自2014年11月22日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%，同时将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2。
- **静态测算，非对称降息对于保险的整体影响偏中性。**总的来说，降息对于保险公司影响表现在三方面：1) 利率下降带来 AFS 债券公允价值提升和净资产增加，中国人寿最为受益；2) 新增固定收益类投资收益率小幅下滑，对利润影响2%左右；3) 高利率环境改善对于保单销售的正面影响，此次非对称降息影响基本可以忽略。
- **一年期存款利率上限不变仍为3.3%，对保单销售的正面影响有限；但未来随着银行理财产品收益率下降，保险产品吸引力将提升。**这次降息存款基准利率下降25个基点，但存款利率上浮区间上限由1.1倍调整为1.2，假设商业银行全部上浮20%，则一年期存款利率保持不变。保险公司目前万能险结算利率普遍维持4%左右的水平，相比较高的存款利率和理财产品收益率无明显优势。申万宏观预期未来还将有多次降息，存款利率的下降，有助于改善此前一直困扰保单销售的高利率环境。而如果银行理财收益率能降至4%以下，保险产品的吸引力将有所提升。
- **非对称降息降低新增长期债券和协议存款的收益率，对保险投资略偏利空。**因为其降低了长期债券和协议存款的收益率，影响了保险公司新配置资产的收益率，但负债成本因为存款利率不变而保持，这样将导致保险公司获得利差的能力下降。简单测算此次降息对于2015年利润的负面影响大概在2%。
- **债券收益率下降将导致保险公司的存量债券投资资产的升值，净资产因此受益，中国人寿敏感性最高。**债券投资归类于可供出售金融资产和持有至到期的比例决定了降息对于净资产的影响程度。四家上市公司中，仅中国人寿归类于可供出售的债券占比较高，因此最为受益于降息带来的债券升值和净资产回升。根据2013年年报披露数据测算，如果利率下降50bps，可供出售债券资产的公允价值上升将带来中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险净资产分别提升4.87%、1.31%、0.97%和1.46%。
- **动态来看，保险公司将受益于股债双牛；维持看好，公司排序中国人寿>新华保险>中国平安>中国太保。**行业基本面持续乐观：1) 期待养老支持政策实施，税延型养老保险预计2015年试点。2) 保费/投资基本面持续好转，进入良性循环区间。3) 股票、债券市场持续上涨，带动保险公司投资收益提升，未来保险公司有望增加权益类资产配置提升业绩弹性和股价弹性。

证券分析师

孙婷 A0230511040050
sunting@swsresearch.com

联系人

王丛云
(8621)23297818 × 7430
wangcy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

表 1：利率变动对可债出售债券资产公允价值的影响和净资产的敏感性分析（单位：百万，%）

	利率幅度	对净资产(资本公积)的影响	2013 年末净资产	净资产敏感性
中国人寿	-50 个基点	10,720	220,331	4.87%
中国平安	-50 个基点	2,385	182,709	1.31%
中国太保	-50 个基点	960	98,968	0.97%
新华保险	-50 个基点	575	39,312	1.46%

资料来源：公司数据，申万研究

表 2：保险公司归类为可供出售金融资产的债券占比

债券分类 (20140630)	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
交易性金融资产	28,588	30,594	28,588	4,332
可供出售金融资产	387,582	122,434	98,703	113,231
持有至到期投资	533,578	774,697	295,389	176,667
合计	949,748	927,725	422,680	294,230
各类债券占比	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
交易性金融资产	3.00%	3.30%	6.80%	1.50%
可供出售金融资产	40.80%	13.20%	23.40%	38.50%
持有至到期投资	56.20%	83.50%	69.90%	60.00%
债券占投资资产比例	48.10%	51.20%	55.90%	49.50%
可供出售债券占投资资产比例	19.60%	-	13.00%	19.00%
权益类投资占比	5.30%	8.80%	8.90%	5.10%

资料来源：公司数据，申万研究

附表：A 股保险公司 PEV/NBM 估值比较表

公司	代码	收盘价	EVPS		NBVPS		PEV		NBM	
			2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E
中国人寿	601628	17.22	12.11	13.75	0.75	0.79	1.42	1.25	6.78	4.39
中国平安	601318	43.98	25.65	30.08	2.29	2.64	1.13	0.96	1.45	-0.42
中国太保	601601	21.09	10.74	12.38	0.83	0.95	1.41	1.22	5.26	2.85
新华保险	601336	31.67	20.65	24.97	1.34	1.36	1.53	1.27	8.24	4.94

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。