

中国平安(601318.sh)

寿险保费高速增长，承保利润保障盈利能力

曹恒乾 研究员 温重伟 研究助理
电话: 020-87555888-419
eMail: chq@gf.com.cn

寿险保费高增长，银行存款和债券投资收益率高于预期

中国平安寿险业务在近两年均保持 30%左右的高增速。历年保险资金投资资产中，银行存款与持有至到期债券投资能基本保持不低于 4% 的收益率，与承保利润共同成为公司稳定利润来源的定海神针。

寿险业务的利源解析——利差收益与承保利润

寿险业务利润来自于三差益。其中，利差益取决于存量准备金以及投资收益率与资金成本率的差额，09 年有 98 亿（其中投资收益率下降为 4%依然能赚到的利差益为 32 亿，投资收益率下降为 5%依然能赚到的利差益有 63 亿，投资收益率为 6.12%，能赚到的利差益为 98 亿）；承保利润包括死差益与费差益（09 年有 39 亿），其中费差益主要取决于已赚保费（特别是续期保费）的规模，死差益则主要取决于保费收入带来的准备金存量余额。此外，剩余边际的释放平滑了承保利润。

中国寿险业发展潜力巨大

国内寿险业的发展潜力来自两方面：一是寿险保费增长与 GDP 增长有很大相关性，中国经济的高速发展对寿险业有很强的带动作用；二是国内寿险深度与密度与成熟市场存在较大差距，发展空间巨大。

投资建议与风险提示

综合行业发展潜力与公司业绩增速，通过利源分析得到的中国平安评估价值为 76.81 元，给予买入评级。其中，我们预测在 5% 的投资收益率下 2010 至 2012 年 EPS 分别为 2.39、2.66 和 3.01 元。

预测及评估

单位: 亿元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
已赚保费	823	1,004	1,406	1,630	1,891
营业收入	1,085	1,479	1,912	2,220	2,577
净利润	14	139	181	203	230
净利润增长率	-91%	892%	30%	12%	13%
每股收益 (元)	0.19	1.89	2.39	2.66	3.01
市盈率	239.7	24.1	19.0	17.1	15.1
市净率	4.2	3.9	3.4	2.9	2.5
P/BV	2.7	2.2	1.9	1.6	1.4
每股红利 (元)	0.2	0.45	0.45	0.45	0.45
股息率 (%)	0.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

来源: 中国平安保险(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	45.55
目标价格(元)	76.81
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-8.61%	-6.77%	16.40%
沪深 300	-17.43%	-14.76%	-1.40%

股票数据

总股本(万股)	764,414.2
流通 A 股(万股)	478,640.9
主要股东:	
	汇丰保险控股有限公司
主要股东持股比例	8.10%
流通 A 股比例	62.62%

财务比率

ROE	16.34%
ROA	2.42%
资产负债率	90.20%
每股净资产(元)	11.57

2009 年报数据

目录索引

一、本文研究逻辑.....	4
二、投资要点.....	4
三、平安寿险业务特点分析.....	5
（一）保费高速增长，寿险产品结构经历巨变.....	5
（二）传统险累计准备金存量依然巨大，仍是利差主要来源.....	7
（三）分红险与万能险成为新宠——兼具保障与收益特性.....	8
（四）历年投资资产中各个帐户的占比及变化情况.....	11
（五）银行存款与到期债券投资多年保持 4% 的回报率.....	12
三、寿险业务的利源解析.....	14
（一）利差来自存量准备金.....	15
（二）死差源于准备金余额，费差源于已赚保费.....	17
四、基于利源分析的自由现金流贴现估值模型.....	19
（一）基本假设.....	19
（二）基于利源分析的股价估值模型.....	21
五、世界及中国寿险行业发展情况.....	22
（一）行业发展概况——新兴市场发展动能强劲.....	22
（二）国内寿险业务发展潜力巨大.....	23
六、中国平安概况.....	25
（一）公司简介.....	25
（二）业务结构分析——寿险业务竞争力突出.....	26
七、投资建议.....	29
八、风险提示.....	29

图表索引

表 1: 中国平安寿险产品保费收入情况.....	6
表 2: 09 年中国平安传统险利差益 (亿元)	8
表 3: 09 年中国平安分红险利差益 (亿元)	10
表 4: 09 年中国平安万能险利差益 (亿元)	10
表 5: 09 年中国平安寿险产品收益分成及投资风险对比.....	11
表 6: 各帐户历年 (2003-2009) 投资资产及占比	12
表 7: 各帐户投资收益.....	13
表 8: 分险种投资帐户金额	16
表 9: 中国平安 2009 年利差益分析.....	16
表 10: 中国平安寿险保费增长率假设	19
表 11: 银行存款和持有至到期债券投资占比及收益率	20
表 12: 非寿险业务业绩增长率假设	20
表 13: 中国平安基于利源分析的股价估值 (亿元)	21
表 14: 中国寿险深度与密度较低, 发展潜力巨大	25
表 15: 中国平安 2009 年寿险业务经营概要	28
图 1: 中国平安历年寿险规模保费收入 (亿元)	5
图 2: 中国平安寿险产品保费收入历年占比	6
图 3: 中国平安寿险产品结构经历巨变	6
图 4: 08、09 年各险种投资资金增长率与占比情况 (亿元)	7
图 5: 各险种利差益贡献占比.....	7
图 6: 09 年中国平安传统险收益分成体系	8
图 7: 09 年中国平安投连险收益分成体系	9
图 8: 09 年中国平安分红险收益分成体系	9
图 9: 09 年中国平安万能险收益分成体系	10
图 10: 归属保险公司的利差益	14
图 11: 归属保险公司的死差益	14
图 12: 归属保险公司的费差益	15
图 13: 寿险合同准备金及对应投资帐户	15
图 14: 各险种利差益贡献占比.....	17
图 15: 死差益计算逻辑.....	17
图 16: 费差益计算逻辑.....	18
图 17: 09 年寿险利润利差、死差、费差占比	18
图 18: 基于利源分析的股价估值模型计算逻辑.....	21
图 19: 1980-2008 年全球保费收入增长情况	22
图 20: 1998-2007 年各地区寿险保费收入增长情况.....	23
图 21: 2008 年各地区寿险保费收入增长情况	23
图 22: 国内寿险保费增长与 GDP 增长趋势高度一致 (亿元)	24
图 23: 中国平安保险 (集团) 组成简介	26
图 24: 中国平安 2009 年各业务利润占比.....	27
图 25: 中国平安 2009 年寿险业务市占率.....	27
图 26: 中国平安 2009 年产险业务市占率.....	28

一、本文研究逻辑

寿险业务是中国平安的主要支柱，2009年的净利润中，有72%是由寿险业务贡献的，可以说寿险业绩是决定公司整体经营业绩的风向标。本文从中国平安的寿险业务出发，通过利源分析预测公司未来的收益情况，进而对股价进行合理估值。

首先我们对中国平安寿险业务的结构特点以及保险资金投资收益情况进行分析，表明近几年在寿险保费收入高速增长的同时，分红险与万能险的占比迅速扩大，而传统险则逐年下降。另外，历年的保险资金投资资产中，固定收益类资产占比平均达85%，其中，银行存款与持有至到期债券投资能基本保持不低于4%的收益率；在金融资产投资中，持有至到期金融资产与可供出售金融资产占比达到90%，其中的可供出售金融资产未实现的当期浮盈不记入利润表，可以起到调节投资损益的缓冲作用，提升了公司投资收益的稳定性。

接着对寿险利润分利源进行解析，可以看出，利差益取决于存量准备金以及投资收益率与资金成本率的差额；死亡率与费用率比较稳定，死差益源于准备金余额，而费差益则主要取决于已赚保费的规模。由于剩余边际对承保利润的平滑，因此09年寿险利润表中的死费差益比我们直接测算的低10.37%。然后在利源分析的技术基础上，预测未来每股收益，通过贴现模型对股价进行估值。

最后我们比较了世界与国内寿险业的发展情况，说明国内寿险业正处于高速发展阶段，并且通过分析寿险深度和密度，表明国内寿险市场与成熟市场有较大差距，拥有巨大的发展潜力，结合中国平安在行业内的地位与实力，对公司的寿险业务发展动力保持乐观。

综合行业发展情况与公司业绩增速，中国平安股价估值为76.81元，给予买入评级。其中，2010至2012年EPS分别为2.39、2.66和3.01元。

二、投资要点

2009年，公司寿险规模保费收入为1345亿元，较去年增长31%，远高于保监会公布的行业平均保费增长率11%，在近两年均保持了快速的增长态势，同时，寿险业务市场份额在09年有所上升，达到16.5%，稳居行业第二，随着国内寿险市场的发展，公司寿险保费规模有望进一步提升。

保险投资资金中的银行存款和持有至到期债券投资资产，多年保持4%的平均收益率，高于市场预期，我们预计持续的保费收入增长能给公司带来稳定的利差益增长，是公司盈利增长的有力保证。

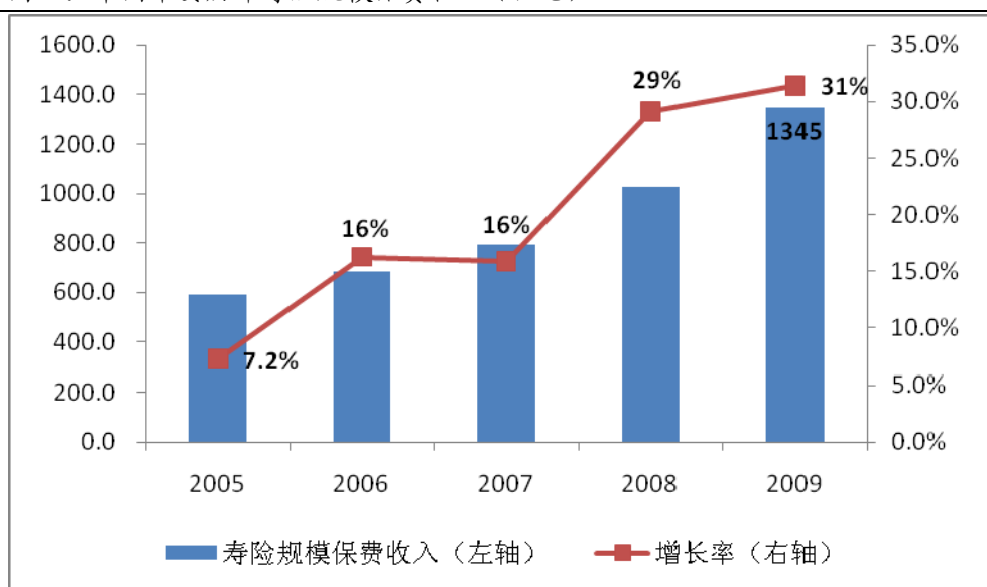
通过利源分析预测中国平安未来每股收益并贴现，股价估值为76.81元，给予买入评级。预测2010至2012年EPS分别为2.39、2.66和3.01元。

三、平安寿险业务特点分析

（一）保费高速增长，寿险产品结构经历巨变

公司寿险业务在近几年保持了高速增长趋势。2009年，公司寿险业务规模保费收入为1345亿元，较去年增长31%，远高于保监会公布的行业平均寿险保费增长率11%，公司寿险业务在近两年均保持30%左右的高增速。

图 1：中国平安历年寿险规模保费收入（亿元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

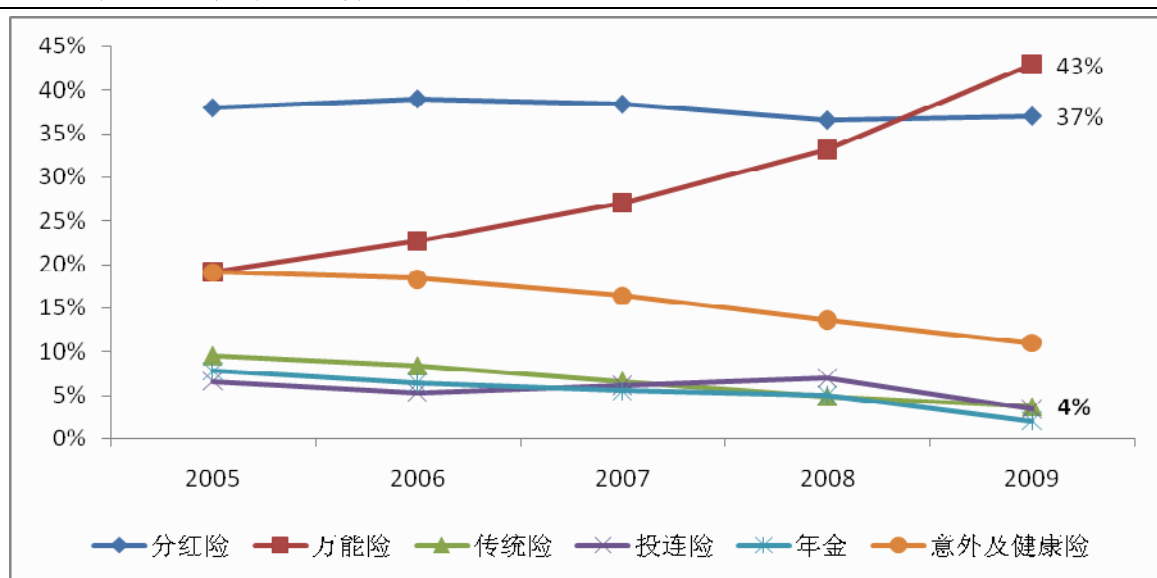
在寿险业务规模不断扩大的同时，寿险产品的结构也发生了深刻的变化。从保费收入占比结构来看，分红险与万能险在2005年的占比为57%，而到了2009年，这一数字则大幅上升为80%，特别是万能险的保费收入，从05年到09年翻了4倍，占比由原来的19%上升为43%，几乎占据了当年寿险保费收入的半壁江山。相比之下，传统险在这几年的增长率不升反降，占比由05年的10%下降到09年的只有4%，这样的变化趋势一方面由于传统险的保费收入基数较大，另一方面也正好反映了随着中国资本市场的发展以及民众投资理财意识的增强，投保人希望能在获得保障的同时兼顾投资回报，欲兼得鱼与熊掌的心理。

表 1: 中国平安寿险产品保费收入情况

险种	保费收入 (亿元)					占比				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
分红险	224	267	304	374	498	38%	39%	38%	37%	37%
万能险	112	155	215	339	576	19%	23%	27%	33%	43%
传统险	56	57	53	49	50	10%	8%	7%	5%	4%
投连险	39	36	49	72	46	7%	5%	6%	7%	3%
年金	46	44	43	51	28	8%	6%	5%	5%	2%
意外及健康险	112	125	130	139	147	19%	18%	16%	14%	11%
合计	589	684	793	1024	1345	100%	100%	100%	100%	100%

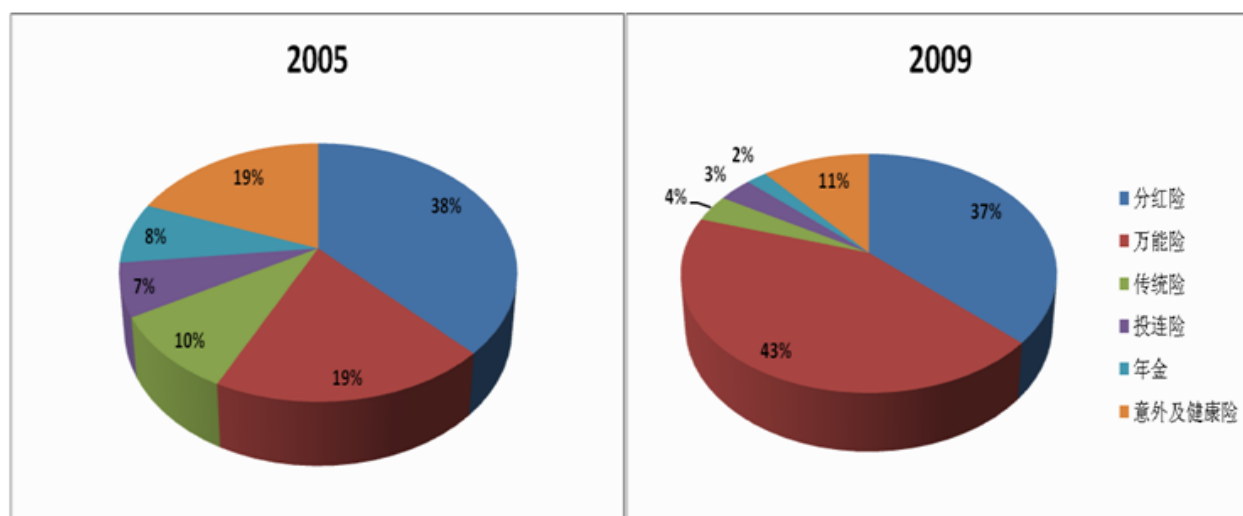
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 2: 中国平安寿险产品保费收入历年占比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 3: 中国平安寿险产品结构经历巨变

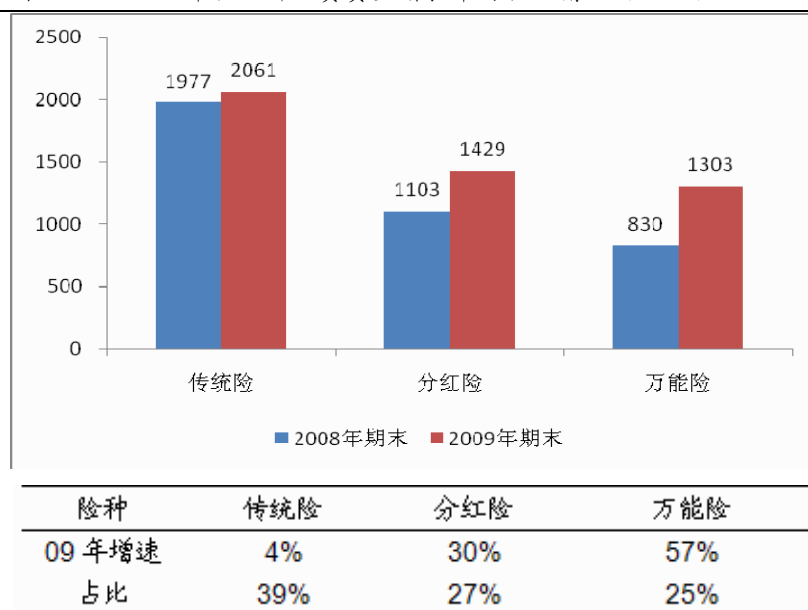


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

（二）传统险累计准备金存量依然巨大，仍是利差主要来源

首先，虽然最近几年分红险与万能险发展强劲，每年的新增保费已经成为当年保费收入的主要来源，但是由于公司之前一直以传统险销售为主，导致传统险准备金的基数较大。因此，目前寿险投资资金中，还有很大一部分来自于传统险的累计准备金存量（09年末占比39%）。

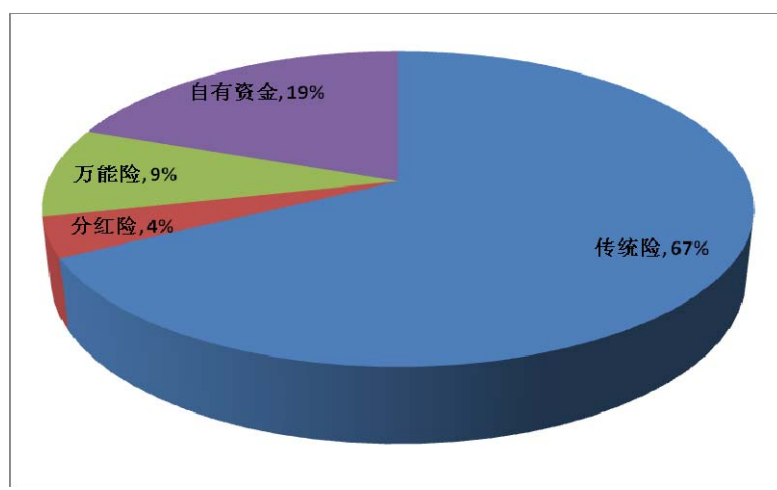
图 4：08、09 年各险种投资资金增长率与占比情况（亿元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

其次，由于传统险投资帐户的超额收益不需要与投保人分成，因此归属于公司的投资收益基点相比分红险与万能险要大得多。通过我们的测算，在投资收益率6.12%的假设下，09年归属于公司的传统险投资收益基点为329bp，而分红险和万能险分别为32bp和81bp，对应的利差益分别为66亿、4亿和9亿。所以，传统险投资资金的投资收益在目前仍然是利差益的主要来源。

图 5：各险种利差益贡献占比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

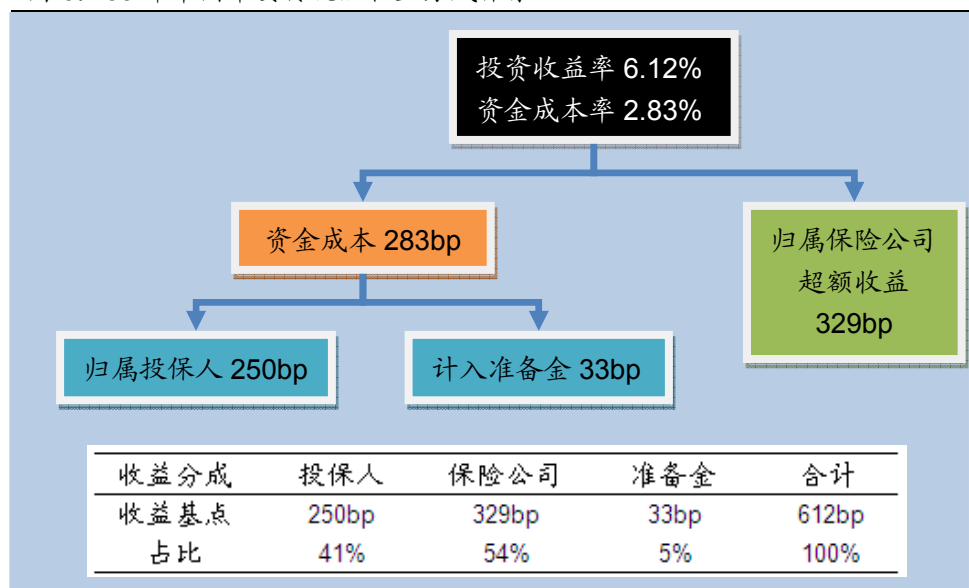
（三）分红险与万能险成为新宠——兼具保障与收益特性

实际从平安寿险这几年各险种的增长可以明显看出，寿险保费的高增长主要来源于分红险和万能险的增长，其他险种的保费甚至出现负增长的情况。下面我们来对比分析一下各险种的特点及收益分成体系，借此说明分红险与万能险发展迅猛的原因。

传统险：传统寿险也就是最基本的寿险形式，是人身保险的一种，以市场上最常见的生死两全保险为例，该险种是指被保险人在保险合同约定的期间里假设身故，身故受益人则领取保险合同约定的身故保险金；被保险人继续生存至保险合同约定的保险期期满，则投保人领取保险合同约定的保险期满金的人寿保险。传统寿险不能享有公司成长与保险资产的投资收益，并且由于具有保障功能，长期的回报率低于银行定期存款。

以09年公布的数据为例（投资收益率6.12%，传统险资金成本率2.83%，具体假设见P16），为了避免新单亏损，新会计准则下首年少提了准备金，因此需要在后续年份从投资收益中补提，因此资金成本高于定价的2.5%，中国平安传统险收益分成如下：

图 6：09 年中国平安传统险收益分成体系



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

根据08、09年末传统险投资资金，测算09年传统险利差益为66亿元。

表 2：09 年中国平安传统险利差益（亿元）

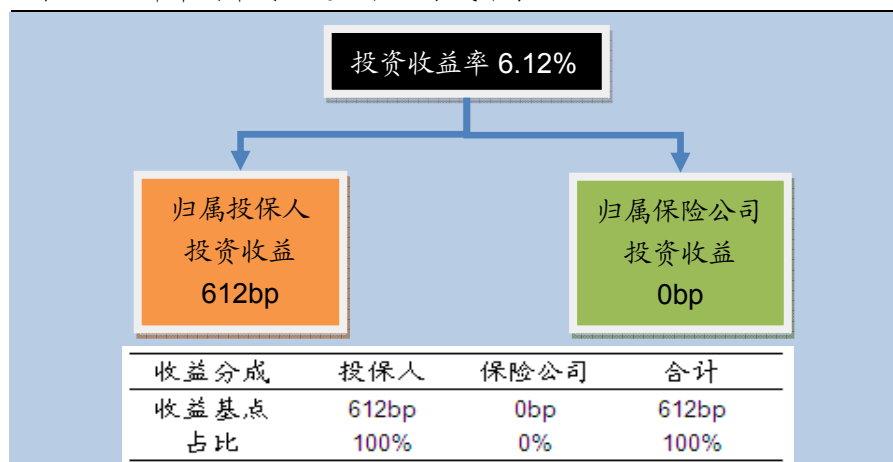
08 年期末 投资资金	09 年期末 投资资金	09 年平均 投资资金	归属公司收益基点	归属公司的利差益
1977	2061	2019	329bp	66

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

投连险：投资连结保险是一种投资型的保险险种，相对于传统寿险产品而言，除了给予生命保障外，还具有较强的投资功能。其主要特点是：保费分成投资和保障两部分，受益主要来源于投资账户的收益，扣除基本管理费用后，所有收益归客户所有，风险由客户自己承担，该类产品没有保底收益，投资风格比较积极，因此风险较大。

假设投连险帐户的平均投资收益率为6.12%（但保险公司可以获得1%-2%的帐户管理费收入），收益分成情况如下：

图 7：09 年中国平安投连险收益分成体系

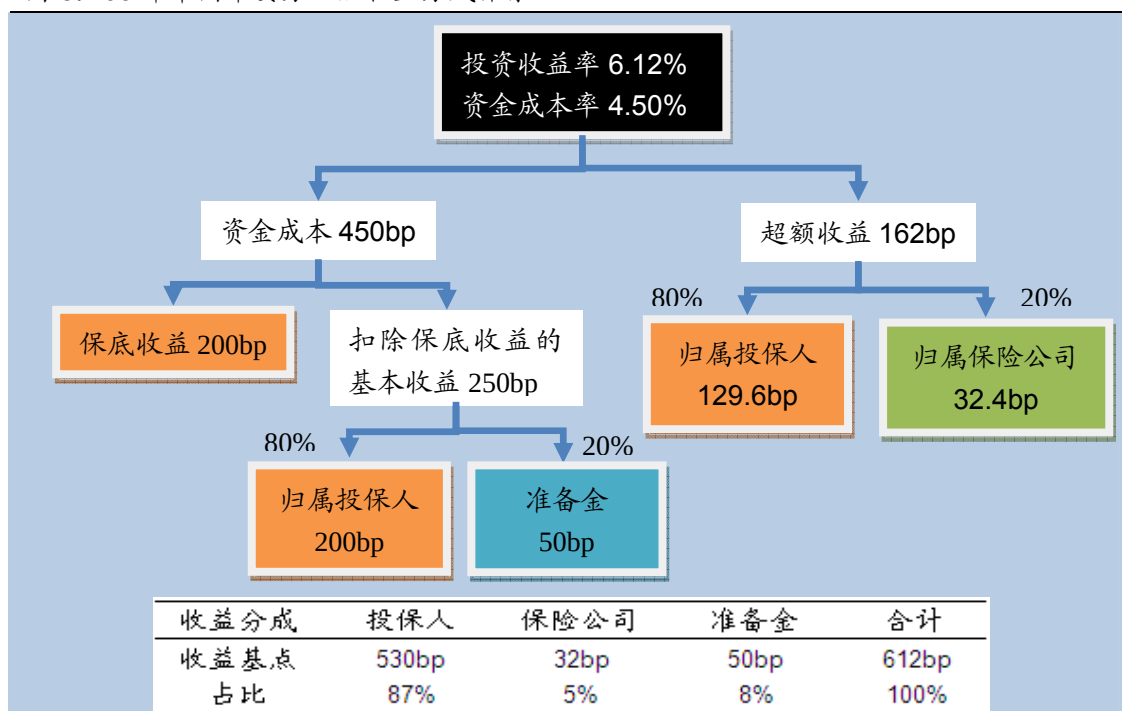


数据来源：广发证券发展研究中心

分红险：分红保险，即分红险，就是指保险公司在每个会计年度结束后，将上一会计年度该类分红保险的可分配盈余，按一定的比例、以现金红利或增值红利的方式，分配给客户的一种人寿保险。目前保监会规定的分红比例为不低于70%，由于分红险的投保人既可以获得2%的保底投资收益，又可以享有超额收益中的70%，并且相对与投连险而言，其投资风格比较稳健，因此在保障性和投资性上具备更好的均衡。

以09年公布的数据为例（投资收益率6.12%，资金成本率4.50%），中国平安分红险的保底收益为2%，分红比例80%（具体假设见P16），为了避免新单亏损，新会计准则下首年少提了准备金，因此需要在后续年份从分红险基本投资收益(4.5%)中补提，中国平安分红险收益分成如下：

图 8：09 年中国平安分红险收益分成体系



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

根据08年末和09年末分红险投资资金，测算出中国平安09年分红险的利差益为4亿元。

表 3: 09 年中国平安分红险利差益（亿元）

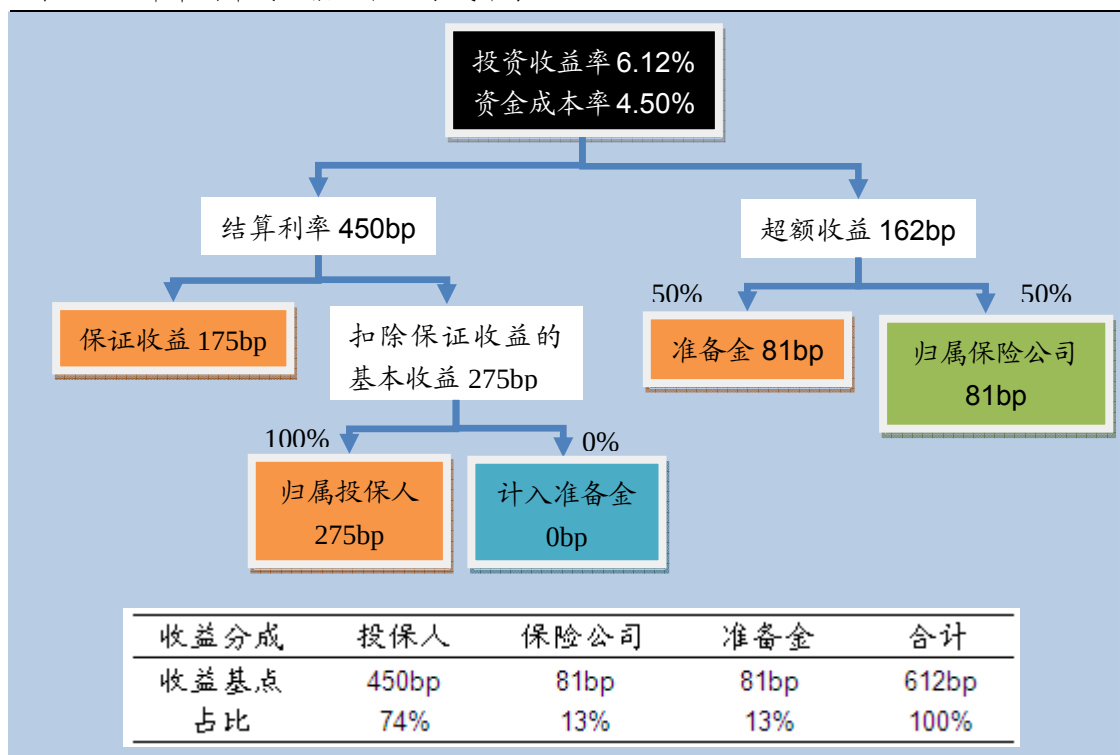
08 年期末 投资资金	09 年期末 投资资金	09 年平均 投资资金	归属公司收益基点	归属公司的利差益
1103	1429	1266	32bp	4

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

万能险：与分红险类似，万能险主要提供储蓄投资和保险保障功能，其一般具有保底收益，所不同的是万能险缴费方式灵活、保额可调整，并且事先规定了保证收益，预期回报相对确定。

以09年公布的数据为例（投资收益率6.12%，资金成本率4.50%），中国平安万能险的保证收益为2%，投资损益由于可以通过准备金来调节，所以盈余分配假设为50%。（具体假设见P16），万能险收益分成如下：

图 9: 09 年中国平安万能险收益分成体系



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

根据08年末和09年末万能险投资资金，测算出中国平安09年万能险的利差益为9亿元。

表 4: 09 年中国平安万能险利差益（亿元）

08 年期末 投资资金	09 年期末 投资资金	09 年平均 投资资金	归属公司收益基点	归属公司的利差益
830	1303	1067	81bp	9

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

综上所述，传统险的收益分成比例最低，但是风险也最低；而投连险

收益分成比例最高，但是风险最高；分红险与万能险在收益分成与风险上处于适中的水平。

表 5: 09 年中国平安寿险产品收益分成及投资风险对比

险种	投保人	保险公司	准备金	投资风险
传统险	41%	54%	5%	全部由保险公司承担，风险低
投连险	100%	0%	0%	全部由投保人承担，风险高
分红险	87%	5%	8%	承诺保底收益，但仍有很大一部分通过红利的波动由投保人承担，风险适中
万能险	74%	13%	13%	给定保障收益，但仍有很大一部分通过结算利率的波动由投保人承担，风险适中

数据来源：广发证券发展研究中心

从各险种的收益分成体系及投资风险特点来看，传统险由于不能享有公司经营及投资收益分红，因此无法抵御利率上升以及通胀带来的损失，也不能满足投保人分享投资收益的心理，因此占有率逐年降低。而投连险在07、08年出现大幅增长后，在09年下降明显，占比降至3%，这说明风险厌恶型还是大多数投保人的投资特点，投保人更多关注的是在获得保障的前提下分享资本市场的超额回报，并且由于投连险与基金的属性非常相似，也在很大程度上降低了它的吸引力。相比而言，**分红险与万能险由于具备保底收益，并且可以享有较大的收益分红比例，因此满足了大部分投保人既希望获得保障又想在不承担过大风险（保底收益）的前提下分享超额回报的心理，成为这些年来保险市场的新宠。**另一方面，与银行存款相比，投保人一般能获得高于银行存款利率的投资回报；与基金相比，则风险较低，对于风险厌恶的投保人来说，分红险与万能险在这两方面取得了很好的平衡，正好满足了这部分投保人的需求。

（四）历年投资资产中各个帐户的占比及变化情况

以下是中国平安2003-2009年投资资产以及占比情况。可以看出，在保险资金的投资组合中，银行存款及债券投资基本上占据了投资资产的80%左右，特别是用于债券的投资资金，从03年到09年都保持了60%左右的资产配置，说明公司投资风格比较稳健，变化不大。

表 6: 各帐户历年 (2003-2009) 投资资产及占比

投资帐户 (亿元)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
银行存款	782	803	690	591	332	844	916
债券	681	1129	1598	1873	1889	2868	3514
其中: 交易性金融资产	21	27	58	69	112	120	70
其中: 可供出售金融资产	279	265	360	603	585	1557	1361
其中: 持有至到期金融资产	381	836	1179	1201	1191	1191	2083
其他固定到期日投资	33	7	15	14	24	37	54
股权投资	2	3	52	320	917	229	444
其中: 交易性金融资产	0	1	7	85	129	30	22
其中: 可供出售金融资产	2	2	45	231	788	198	421
其中: 于联营公司的投资+长期股权投资	0	0	0	4	0	2	2
基金	46	55	101	128	156	134	192
其中: 交易性金融资产	46	32	32	45	62	25	11
其中: 可供出售金融资产	0	23	69	83	94	110	181
投资物业	0	0	0	14	14	55	89
现金及现金等价物及其他	0	0	0	382	1081	479	687
投资资产合计	1,545	1,996	2,455	3,322	4,413	4,647	5,897
帐户资金占比	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
银行存款占比	51%	40%	28%	18%	8%	18%	16%
债券占比	44%	57%	65%	56%	43%	62%	60%
其中: 持有至到期占比	25%	42%	48%	36%	27%	26%	35%
其他固定到期日投资占比	2%	0%	1%	0%	1%	1%	1%
股权投资占比	0%	0%	2%	10%	21%	5%	8%
基金占比	3%	3%	4%	4%	4%	3%	3%
投资物业占比	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%
现金及现金等价物及其他占比	0%	0%	0%	12%	25%	10%	12%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(五) 银行存款与到期债券投资多年保持4%的回报率

由于在年报中仅公布了保险资金的总投资收益,而在细分各类资产的投资收益时,仅公布合并报表后,所有资金来源的投资收益。不过,从历年年报的数据可以看出,来自于保险资金的投资收益贡献了总投资收益的90%以上。因此,我们认为,年报中各类资产的总投资收益基本上可以作为保险资金的投资收益,在计算投资收益率时并不会有很大的误差。

表 7: 各帐户投资收益

投资帐户 (亿元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
银行存款收益	36	35	32	25	27	36
债券收益	31	57	72	63	126	146
其中: 持有至到期投资收益			48	51	50	61
其他固定到期日投资收益	1	1	1	15	11	9
股权投资收益			57	308	-241	91
基金收益	-4	-1	119	241	-1	34
保险资金投资收益合计			207	508	-79	307
总投资资产收益合计	64	92	280	653	-78	315
保险资金投资收益率	3.6%	4.2%	7.8%	14.2%	-1.7%	6.4%
投资收益占比	2004	2005	2006	2007	2008	2009
银行存款收益占比	57%	37%	11%	4%		11%
债券收益占比	49%	62%	26%	10%		46%
其中: 持有至到期投资收益占比			17%	8%		19%
其他固定到期日投资收益占比	1%	1%	0%	2%		3%
股权投资收益占比	0%	0%	20%	47%		29%
基金收益占比	-6%	-1%	43%	37%		11%
投资收益率	2004	2005	2006	2007	2008	2009
银行存款收益率	4.5%	4.6%	4.9%	5.4%	4.6%	4.0%
债券收益率			4.2%	2.8%	4.4%	4.0%
其中: 持有至到期投资收益率			4.3%	3.9%	4.0%	3.6%
其他固定到期日投资收益率	3.5%	5.1%	0.5%	2.0%	1.4%	1.4%
股权投资收益率			31.1%	46.2%	-38.6%	25.2%
基金收益率			70.6%	64.5%	-0.2%	10.8%
平均收益率			7.2%	13.1%	-1.8%	5.8%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

在保险资金所有的投资组合中, 银行存款和持有至到期的债券投资是风险最低的投资资产, 并且在前述的分析中我们发现, 这两项资产的资金配置在历年都保持在保险投资资产的50%左右, 这部分资产的投资回报对于保险公司的当期利润有着十分重要的影响。

而从上面的统计来看, 银行存款和持有至到期的债券投资在最近几年都能保持平均4%左右的投资回报率, 这说明公司在这两项资产上的投资回报并没有随着这几年资本市场的剧烈波动以及货币政策的频繁变动而产生剧烈波动, 预计公司在这部分的投资收益能够在以后带来持续稳定的收入来源。

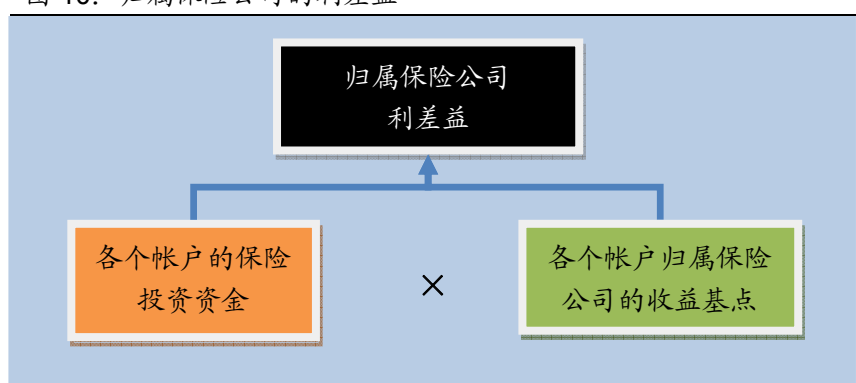
特别值得注意的是, 持有至到期的债券投资在4年里的平均收益率为4%左右, 波动性非常小, 并且大大高于同期发行的国债的收益率, 这可能与公司在债券配置上有较高的水平, 以及在早期购买了大量高利率的国债有关。

三、寿险业务的利源解析

寿险业务的利润主要来自于三差益（利差益、死差益和费差益）的贡献，对三差益的测算也就是通常所说的寿险业务利源分析。

利差益：保险公司通过运用保险资金进行投资，投资收益高于定价时保险合同预定收益的部分，即为公司的利差益来源。由此可见，利差益主要取决于保险资金的多少以及投资收益率与预定收益率的差额。

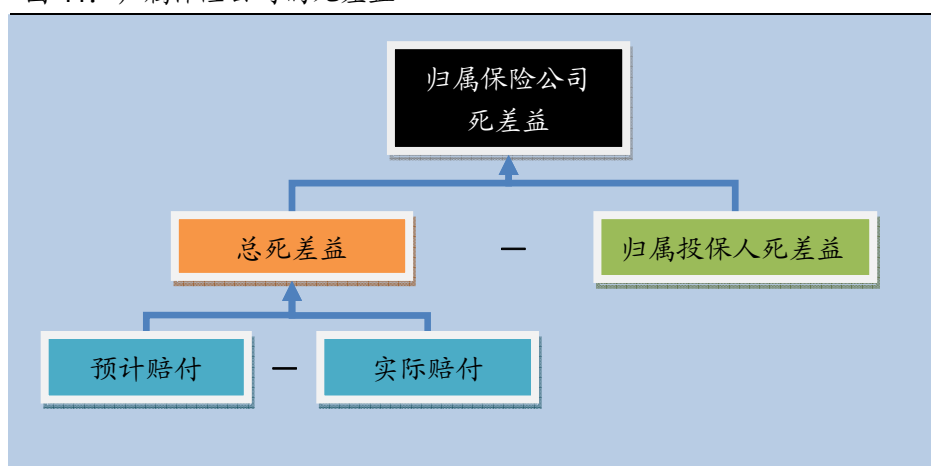
图 10：归属保险公司的利差益



数据来源：广发证券发展研究中心

死差益：由于预期寿命的延长以及医疗水平的提高，保险公司在实际运营的死亡率低于定价时的死亡率，出现实际赔付低于预计赔付的情况，超出的这部分金额即为保险公司的死差收益。

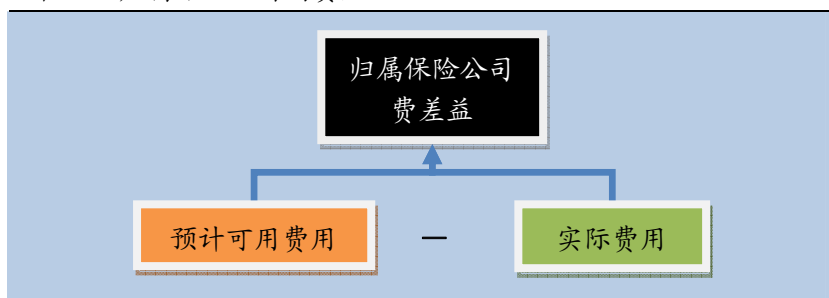
图 11：归属保险公司的死差益



数据来源：广发证券发展研究中心

费差益：当保险公司在实际经营过程中，通过提高经营效率降低费用支出，使得实际的费用支出低于定价时的附加费用，这部分的差额即为归属于保险公司的费差收益。

图 12: 归属保险公司的费差益



数据来源: 广发证券发展研究中心

下面我们以中国平安2009年的经营数据为例, 对寿险业务三差益的测算作一个详细剖析。

(一) 利差来自存量准备金

简单来说, 寿险的利差益等于存量准备金的投资收益与资金成本的差额。按照投资资金来源的不同, 可以将寿险投资资金分为以下四个帐户: 传统险帐户、分红险帐户、万能险帐户以及自有资金帐户。由于年报公布的寿险业务投资资金和投资收益中都不包含投连险的部分, 而投连险保费的规模只占总保费的不到5%, 因此在分拆寿险投资资金时, 我们也不单独考虑投连险帐户, 测算的结果与实际情况不会有很大误差。公司08、09年的寿险合同准备金余额如下(中国平安2009年年报第53页):

图 13: 寿险合同准备金及对应投资帐户

保险合同准备金		2009年 12月31日	2008年 12月31日
(人民币百万元)			
未到期责任准备金			
健康险	传统险帐户	1,585	1,390
意外伤害险		614	617
未到期责任准备金合计		2,199	2,007
未决赔款准备金			
健康险	传统险帐户	1,076	1,098
意外伤害险		135	115
未决赔款准备金合计		1,211	1,213
寿险责任准备金			
寿险及其他	分红险帐户	55,373	52,451
年金		119,295	117,983
分红险		116,327	89,075
投资连结险		3,305	3,216
寿险责任准备金合计		294,300	262,725
长期健康险责任准备金			
健康险	传统险帐户	27,982	24,022
分红险	分红险帐户	11,408	9,200
长期健康险责任准备金合计		39,390	33,222
保险合同准备金合计		337,100	299,167

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心