

需求与价值双轮驱动下的成长路线图

推荐 评级

核心观点:

- **需求驱动: 寿险有望成为银行储蓄的替代品。** 城市(镇)居民的住房需求基本得到满足, 购房负担逐步减轻。面对老年人抚育率的提高和社会保障替代率的下降, 保障性储蓄将是城市(镇)居民主要的收入安排。寿险的强制性储蓄、保值和保障功能有望成为继住房之后居民银行储蓄的主要替代品。
- **价值驱动: 内含价值和一年新业务价值提升。** 内含价值的提升来自于保单结构的改善和投资收益率的回复两方面因素的作用。在市场估值上将首先体现为投资收益率的回复, 投资利差损的收窄直至消失; 其次为新增期缴型保单对内含价值的提升和一年新业务价值的改善。
- **投资收益的底部已经确立。** 两方面因素确立投资收益的底部, **一是投资利差已见底:** (1) 目前中美市场利差适当, 基准利率进一步下调的空间有限; (2) 债券市场的扩容将改变资金的供需关系, 预期利率曲线上移; (3) 对保户的回报率还有下调的空间。 **二是资产配置最保守:** (1) 2008 年的投资杠杆为历史最低; (2) 权益类资产或交易类资产的配置比重降至最低, 定期存款和持有至到期债券配置达到 50%。
- **投资收益改善空间较大。** 保险公司投资收益的改善来自于: (1) 浮亏损失和减值准备计提压力减轻; (2) 投资资产配置调整空间较大; (3) 投资渠道拓宽, 资产期限结构改善; (4) 股票市场已处低位, 上行空间打开。
- **行业评级为“推荐”。** 2009 年在需求和价值双轮驱动下, 保险公司的盈利状况将大为改观, 给予行业评级为“推荐”。综合考虑公司盈利成长空间及市场估值水平, 给予中国人寿“谨慎推荐”评级, 给予中国平安和中国太保以“推荐”评级。

分析师

张曦

✉: zhangxi@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8223

相关研究

1. 2008 年保险业研究报告 08.01.01
2. 保险业: 不确定环境下的等待 08.06.16
3. 金融业: 寻找不确定环境中的乐观预期 08.08.29
4. 金融业: 资产重估结束, 估值体系重构 08.10.10

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	评级	股价(元)	目标价(元)	PE (X)			08-10EPS CAGR	ROE2009
					2007	2008	2009		
中国人寿	601628	谨慎推荐	20.19	20.64	20	53	33	25.6%	10.7%
中国平安	601318	推荐	30.34	39.82	14	n.a.	15	n.a.	20.0%
中国太保	601601	推荐	13.91	18.47	15	63	14	66.5%	13.3%

资料来源: 中国银河证券研究所

目 录

一、需求与价值双轮驱动下的成长路线图	3
（一）承保业务：需求驱动下的成长	3
1、储蓄功能是我国寿险产品的消费核心	3
2、低利率将成为短期寿险消费增长的驱动力	8
3、2009 年保费收入规模及结构的不确定性	11
4、巨大的潜在市场是永远的投资故事	14
（二）投资业务：收益提升驱动价值增长	18
1、投资收益的底部已确立	18
2、投资收益敏感性分析	20
（三）盈利预测与估值	30
1、实施“2 号解释”对盈利和净资产的影响	30
2、盈利预测假设与结果	31
3、公司估值	35
4、投资建议	36
二、公司分析	37
（一）中国人寿：谨慎推荐，估值 15.7 至 20.64 元	37
（二）中国平安：推荐，估值：27.58—39.82 元	39
（三）中国太保：推荐，估值 16.52—18.47 元	41
插图目录	43
表格目录	44

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

- (1) 城镇居民住房消费需求得到满足后,保单有望取代商品房成为居民储蓄的替代品。城市(镇)居民的住房需求基本得到满足,购房负担逐步减轻。面对老年人抚育率的提高和社会保障替代率的下降,保障性储蓄将是城市(镇)居民主要的收入安排。寿险的强制性储蓄、保值和保障功能有望成为继住房之后居民银行储蓄的主要替代品
- (2) 利率下行拉动寿险保费增长 27%。本轮降息过程中一年期储蓄存款利率预计总计下降 270 个基点,利率下行可拉动寿险保费收入增长 27%。
- (3) 产品结构调整预计使寿险保费收入下降 12%至 32%。我们预期 2009 年三家保险公司的保单结构调整将使首年保费的趸缴比下降 10 个百分点,对应中国人寿、中国平安和中国太保的保费收入将分别下降 24.32%、12.33%和 32.14%;
- (4) 投资收益改善空间较大。保费规模增速及投资杠杆决定的规模因素将使投资收益的波动范围为 1.5%至 35%;由权益资产配置比重和权益资产回报率决定的利率因素将使投资收益的波动范围为 4.44%至 150%

我们与市场的不同观点:

市场普遍认为中国拥有庞大的人口基数,寿险业的新单业务倍数拥有较大的想象空间。但我们认为寿险消费潜能的释放短期因素看政策因素、利率水平和通胀水平;而长期因素则取决于收入水平、金融教育程度、老年人抚育率等多方面因素作用下的逐步释放。

市场普遍认为寿险公司因万能险利率下调存在滞后性,因而 2009 年保险公司仍将承担利差损。但我们认为,保险公司投资收益水平除股票市场作用外,2009 年投资固定收益市场的收益率不会因利率下调而大幅收窄,原因在于:(1)债券市场资金充裕是短期现象,随着债券市场的扩容、资金的流出、经济预期转暖等因素的作用均会导致债券收益率曲线的上移;(2)基准利率大幅下调的可能性较低。在目前中美市场利差水平下,我国基准利率进一步下调的空间有限。因此保险公司利差进一步收窄的可能性较小,随着债券市场投资收益率的改善和股票市场回暖,保险公司的利差损应是短期现象,不会持续。

价值估值与建议:

2009 年在需求和价值双轮驱动下,保险公司的盈利状况将大为改观,给予行业评级为“推荐”。综合考虑公司盈利成长空间及市场估值水平,给予中国人寿“谨慎推荐”评级,给予中国平安和中国太保以“推荐”评级。

行业表现的催化剂:

(1) 宏观经济预期转好,股票市场上行趋势确立;(2) 鼓励居民保障储蓄的所得税改革政策出台;(3) 利于保险公司延长产业链的相关政策出台,相关领域如医疗、养老等的垄断管制被打破;

投资风险

- (1) 宏观经济形势差于预期;
- (2) 降息幅度大于预期;

一、需求与价值双轮驱动下的成长路线图

（一）承保业务：需求驱动下的成长

2008 年在宏观经济承受着较高的通货膨胀压力下，寿险保费收入呈现了快速的增长。细分 2008 年保险产品的结构，通过银保渠道销售的趸缴的投资型保单占据了相当的比例。

金融动荡带来变革的机会。在利率水平处于相对高位的 2008 年，寿险公司为了保持其保险产品对储蓄存款的吸引力，不得以高于一年期存款利率的回报来维持保单的吸引力，而其自身的积累却处于快速消耗中。源于全球金融动荡的股票市值的下跌，使寿险公司失去了 2007 年积累的投资浮盈；为维持保单吸引力，寿险公司消耗着过去积累的平滑准备金；投资资产的减值又进一步侵蚀着寿险公司的资本金。在整体金融行业经历前所未有动荡的同时，也为金融业的变革带来了机会。根据 2009 年度全国保险工作会议的精神，我们可预期到保险业的管理将更趋市场化：（1）投资渠道的拓宽：债权投资、直接投资、房地产投资等渠道的放开；（2）支持产品回归保障：监管导向强调质量与规范，强化资本监管；（3）保险公司成本压力有望减轻：寿险准备金的评估利率固定利率转向最优评估原则等。在新形势下，我们有必要对推动保险业发展的驱动力进行剖析。

1、储蓄功能是我国寿险产品的消费核心

老年人抚养负担决定居民的储蓄倾向

由于社会、文化和社会保障方式的不同，我国寿险产品的消费模式与美国存在较大的区别，主要体现在以下几方面：

- ◇ 劳动力抚育负担不同。我国以独生子女家庭为主，劳动力的抚育负担主要来自于老老年人，而年轻人的抚育负担相对刚性。而美国家庭以多子女为主，年轻人的抚育负担相对较重，而老年人的抚育负担则因拥有相对完善的保障体制，需求相对稳定；
- ◇ 劳动力未来的保障程度不同。我国劳动力目前的保障主要来自于社会保障，社会保障对居民未来保障的替代率较高，但与劳动力未来保障需求相比，目前社会保险提供的保障缺口较大；美国劳动力未来的保障是由国家、企业和个人三根支柱支撑，其体制所提供的养老保障相对充分；
- ◇ 寿险产品的消费模式差异较大。因上述两个因素的存在，我国居民更倾向于储蓄型产品的消费，而美国居民则对消费型产品的需求更大；

未来五年劳动力抚养负担大幅提高。表 1 显示，至 2015 年我国老龄人口占比将较 2010 年提高 1.8 个百分点，且呈现快速上升态势，同时每个劳动力抚养老人的比率亦将达到 0.15 人/每个劳动力，较 2010 年提高 0.03 人/每个劳动力。中国传统的家庭养老方式已无法满足中国未来的养老需求，如何解决自身未来的养老是目前每一个中年人必须面对的问题。

表 1: 劳动人口老人抚育压力逐步增加

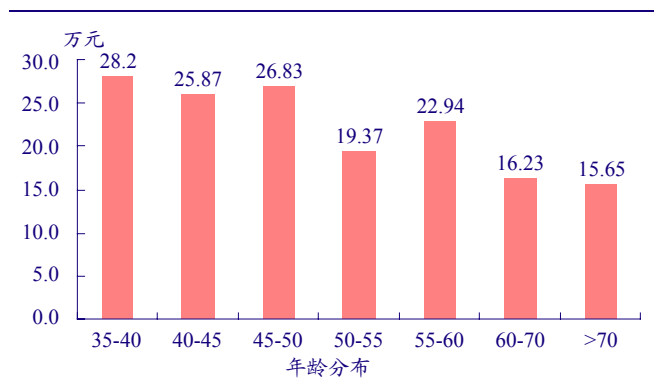
	劳动力人口占比	老龄人口占比	幼童人口占比	平均每个劳动力	平均每个劳动力
	15-64 岁	>65 岁	<15 岁	抚养老人	抚养小孩
1990	62.40%	5.60%	29.0%	0.09	0.46
1995	62.90%	6.20%	27.40%	0.10	0.44
2000	63.90%	7.00%	25.40%	0.11	0.40
2005	66.60%	7.50%	21.40%	0.11	0.32
2010	66.40%	8.20%	21.30%	0.12	0.32
2015	66.10%	10.0%	19.10%	0.15	0.29
2020	62.40%	11.80%	19.20%	0.19	0.31
2025	60.10%	13.90%	18.10%	0.23	0.30
2030	59.40%	16.40%	16.70%	0.28	0.28

资料来源: US Census Bureau 银河证券研究所

社会保障功能的不足强化了居民的储蓄倾向

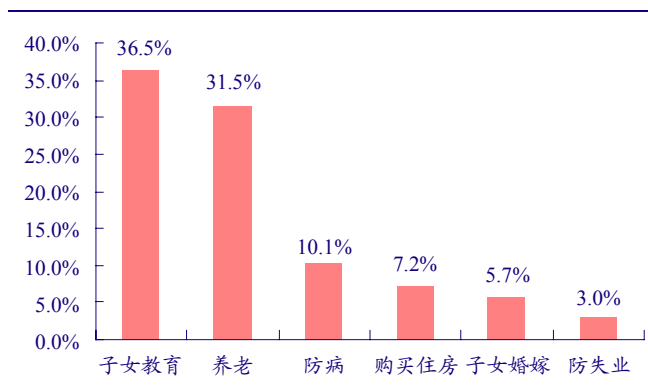
居民对保障的需求主要集中在养老和医疗,且存在较大缺口。如图 1 所示,持有金融资产最多的人群主要分布在 35 至 50 岁之间,调查显示这一年龄段的居民主要的开支集中在子女教育和父母及自身的养老支出,其中父母的养老支出主要包括父母的医疗费用和失能护理费用等。目前我国居民的养老和医疗保障主要依靠社会保障体系,养老金替代率约为 58%,随着社会保障覆盖面的扩大,未来养老金替代率将呈下降趋势,预期将降至 30% 左右。

图 1: 金融资产与年龄分布



资料来源: 国家统计局 银河证券研究所

图 2: 居民储蓄目的调查结果



资料来源: 国家统计局 银河证券研究所

我们参照瑞士再保险对国家保障缺口¹的计算方法,针对城镇中等收入家庭的保障缺口计算如表 2 所示。目前在支撑养老保障体系的三根柱子中,企业在社会保障中承担了社会统筹资金的缴付,负担并不轻松,因而难以支撑起第二根柱子的企业年金。在现行体制下,城镇中等

¹ SIGMA 在测算各个国家的保障需求时,建立了保障缺口计算模型。其中:保障缺口=需求资源-可用资源

需求资源包括:(1)保障家庭成员及其他被抚养人现有生活水平不变的收入;(2)投保人退休需要及子女教育及其他重大支出;(3)支付债务和税款。

可用资源包括:(1)生存者社会保障给付;(2)金融资产与退休储蓄;(3)补充保险计划提供的寿险保障与职工福利。

参考 SIGMA 研究报告,2004 年第 4 期:《死亡保障:寿险核心产品》

收入居民未来的养老保障除依靠社会保障外,就只有自身的储蓄了。假设社会养老保障的替代率为 30%,则城镇中等收入居民要想维持目前生活水平不下降,其储蓄需要达到 26.25 万亿元 (37.5 万亿元*(1-30%)=26.25 万亿元)。

表 2: 保障缺口计算的寿险保费市场容量

项 目	数 量	备 注
台湾人均年工资收入(2002 年)	14468 美元	参考台湾地区确定国内寿险消费目标客户群人均年收入水平
收入补偿乘数(倍)	9.7	国内居民与台湾居民的消费习惯相近,假设维持同样生活水平的总保障需求亦相同
台湾人均保障缺口(美元/人)	39348	SIGMA 2003 年的测算结果,国内居民家庭参照此标准
折合人民币(人民币:美元=7.6:1,元/人)	299044.8	
我国目标保障产品消费家庭数量	5672 万户	
每个家庭被抚养人口	1.5 人	
每个家庭保障缺口	45 万元	
目标人群总保障缺口	25.5 万亿元	
经通货膨胀率调整后的保障需求	37.5 万亿元	假设长期通货膨胀率为 2%

资料来源: SIGMA 银河证券研究所

目前城市中等收入居民人均储蓄缺口 12.85 万元。目前城镇中等收入家庭主要金融资产形态为储蓄存款、持有股票或基金和持有保单。依据 2008 年末相关统计结果我们估算了城镇中等收入居民持有的金融资产为 8.92 亿元,平均人均拥有金融资产 6.6 万元,参照表 2 计算的保障需求,中等收入居民的人均储蓄缺口为 12.86 万元。

表 3 2008 年末城镇中等收入居民储蓄缺口计算

项目	金额	备注
储蓄存款(亿元)	217885	2008 年 11 月余额
股票市值(亿元)	48066	沪深股市 2008 年末流通市值
保单负债(亿元)	59676	假设趸缴比 90%,保单期限十年
合计金融资产(亿元)	325627	
20%最富裕人群占有金融资产(亿元)	216216	2002 年 6 月普查结果,城镇 20%最富裕居民占有 66.4%金融资产
中等收入阶层占有金融资产(亿元)	89222	2002 年 6 月普查结果,城镇 40%中等收入居民占有 27.4%金融资产
人均金融资产(元)	66203	中等收入居民约为 1.3477 亿人
人均储蓄要求(元)	194776	依据表 2 计算得到的保障缺口,户均人口数按 2.97 人计算
储蓄缺口(元)	128573	户均人口数按 2.97 人计算

资料来源: 国家统计局 WIND 中国银河证券研究所

保单成为居民储蓄的主要替代品的优势突显

居民储蓄形态呈现多样化。目前居民储蓄可以体现为多种形式,如储蓄存款、股票资产、保单和住房等,各类资产在储蓄功能方面的所体现的优劣势不同,具体比较如表 4 所示:

表 4 居民储蓄形态比较

储蓄形态	优势比较
房产	已满足住房和改善需求。由于未来房价上涨预期不明，因此储蓄保值功能减弱
储蓄存款	随时可动用，强制储蓄功能不足，抗通胀能力弱
投资资产	价值波动较大，不能作为保障性储蓄
寿险保单	具备强制储蓄功能和抗通胀能力，还具备保障和分散风险的功能

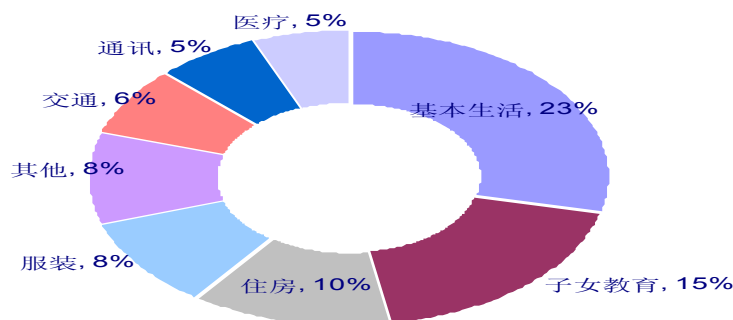
资料来源：中国银河证券研究所

对城市居民储蓄替代性最强的购房需求已基本得到满足。近 10 年来，住宅商品房累计销售 32.87 亿平方米，与此同时，中国城镇化率从 1997 年的 32% 提升至 2008 年的 45%。在城镇化进程中，城市居民的居住需求和改善性需求驱动了房地产市场的发展，商品房也成为对城镇居民储蓄的主要替代品。2005 年 1% 调查结果显示，我国城市人均居住面积为 27.78 平米，城镇人均居住面积为 29.43 平米。从人均拥有房屋套数来看，城市人均拥有房屋套数为 0.88 套，城镇人均拥有房屋套数为 0.98 套，均高于日本人均拥有房屋 0.6 套的水平。而构成城镇中等收入阶层的国家机关工作人员、专业技术人员和相关办事人员等中心城市的人均住房面积为 30.14---34.81 平米，城镇的人均住房面积更高。因此，我们认为城市居民的住房需求已经得到满足，居民住房改善型需求对储蓄的替代作用在下降。在未来房价上涨预期不明的情况下，建立在储蓄保值需求为目的的住房消费需求难以得到释放。

保单的强制储蓄功能优势突显。2008 年股市的波动和较高的通胀水平给居民提供了一次金融教育的机会：（1）存款的抗通胀能力较弱；（2）资本市场的波动对储蓄的消耗能力超出预期，因而不能用作基础保障。而保单在储蓄功能方面的优势在此时得以突显：（1）高于储蓄利率的回报率可替代三至五年的定期存款；（2）十年以上的保单可实现对收入的强制储蓄；（3）分红型保单等具备抗通胀的功能。因而，在城镇居民的住房这一基础保障需求得到满足时，保险产品提供的强制储蓄和保障功能对储蓄的替代作用优势得以突显。

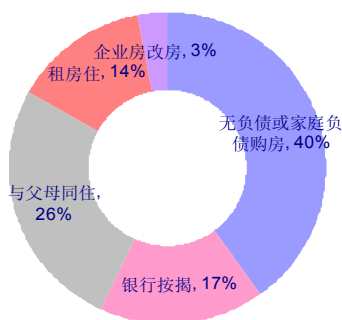
中等收入阶层潜在保险消费需求较大。CLSA 亚太市场研究于 2007 年对覆盖 24 个省 57 个城市的 1235 个年龄在 25 至 45 岁的中等收入家庭进行了入户调查。调查结果显示：（1）城市中等收入家庭在对其收入管理中，20% 的收入是作为储蓄，其他花费如图 3 所示；（2）城市中等收入阶层的住房需求基本得到满足，调查中只有 14% 的家庭是租房居住（图 4），低于国家统计局 2005 年 1% 调查结果：城市租房户数占城市家庭户的 20% 的水平；（3）购房负债较轻。一半以上的中等收入家庭的负债负担为零。图 5 显示，57% 的中等收入家庭的已没有购房负债，只有 1% 的家庭购房负债占家庭收入 50% 以上，7% 的家庭购房负债占家庭收入 30% 以上。城市中等收入家庭的住房支出压力已得到缓解。调查显示的中等收入阶层的家庭理财方式显示，储蓄已经成为该类家庭首要的理财安排，因此，保单作为替代住房的长期储蓄方式的市场潜力已具规模。

图 3 城市中等收入家庭支出安排



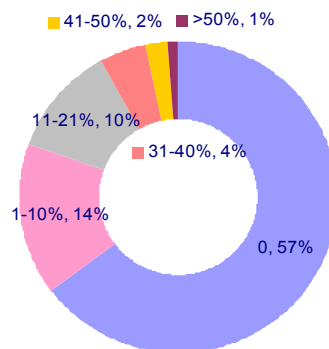
资料来源：CLAC 亚太市场研究

图 4 中等收入阶层住房情况



资料来源：CLSA 亚太市场研究

图 5 中等收入阶层购房负债情况



资料来源：CLSA 亚太市场研究

所得税制度改革是刺激保险需求释放的催化剂

所得税制改革对于我国寿险业发展刺激作用体现为对中等收入阶层储蓄和保障需求的释放。我国目前所得税计税基数的调整滞后于名义收入的增长速度，城市居民可支配收入由于税费的原因滞后于经济的发展速度，也制约了长期储蓄的增长能力。因此，以鼓励居民保障储蓄为目的的所得税制的改革对寿险业发展的刺激作用将首先体现在中等收入阶层的储蓄和保障需求的释放。美国等成熟市场国家经验数据表明，中等收入组（月收入在 3500 至 6750 美金）的保险需求对收入的弹性系数最高为 1.53，而低收入组和高收入组的弹性系数分别为 0.29 和 0.66。目前我国中等收入阶层的实际税赋较高，只要是旨在降低中等收入阶层人士税赋的所得税制度的改革均有利于其保障需求的释放。

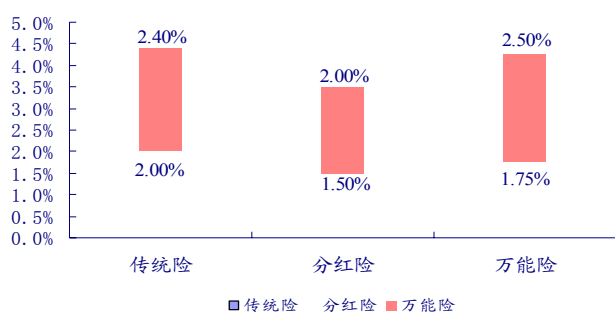
所得税制改变居民的储蓄方式由银行存款转变为寿险保单。美国、英国、匈牙利等东欧国家以及以智利为代表的南美国家等，在所得税制度改革中均将居民的养老保障需求纳入考虑范围，并体现在所得税计税收入的抵扣项中。即缴付年金支出和购买商业保险的支出在规定限额内可免税（英国等欧洲国家）、或递延至退休后按退休后的收入计税（美国）。所得税制的改变

将有利于居民将其银行存款转化为保单，在强化保险的储蓄功能时又可减少税收的实际支出。无论是成熟市场还是新兴市场国家的经验均表明，所得税制度改革短期内刺激寿险消费需求释放的作用是十分明显的。

2、低利率将成为短期寿险消费增长的驱动力

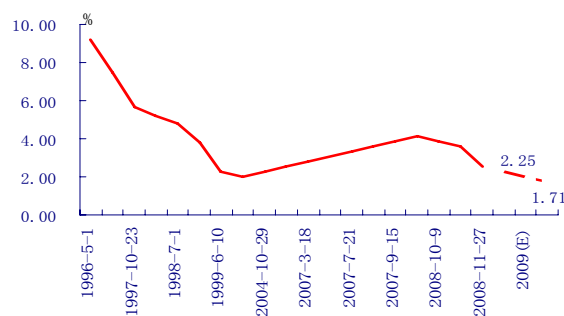
2008 年四季度央行在一百天之内连续五次降息，一年期存款利率下降幅度达到了 189 个基点。截至第五次降息后，一年期存款基准利率已降至 2.25%，低于现行保单的预定利率。基于目前的经济形势，我们认为降息的过程还未结束，2009 年一年期储蓄存款利率将会进一步下降至 2% 以内，从居民储蓄资产的保值角度看，保险产品已具备吸引力。

图 6 商业养老险保单的预定利率



资料来源：银河证券研究所

图 7 一年期定期存款基准利率走势

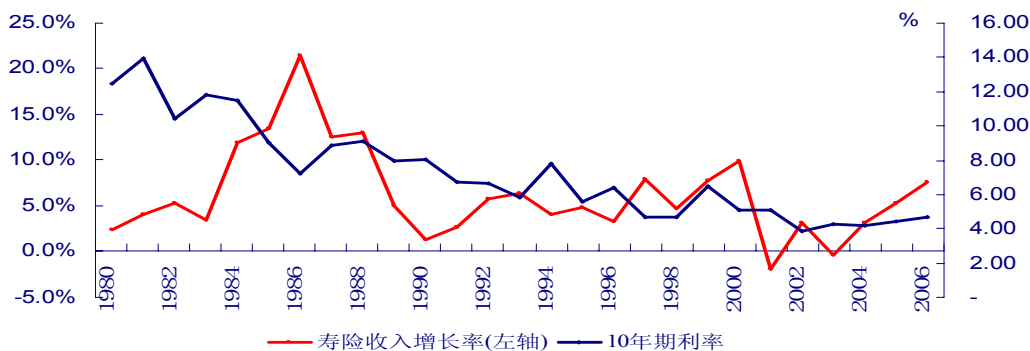


资料来源：中国人民银行 银河证券研究所

个人保费的增长率与利率呈反向关系

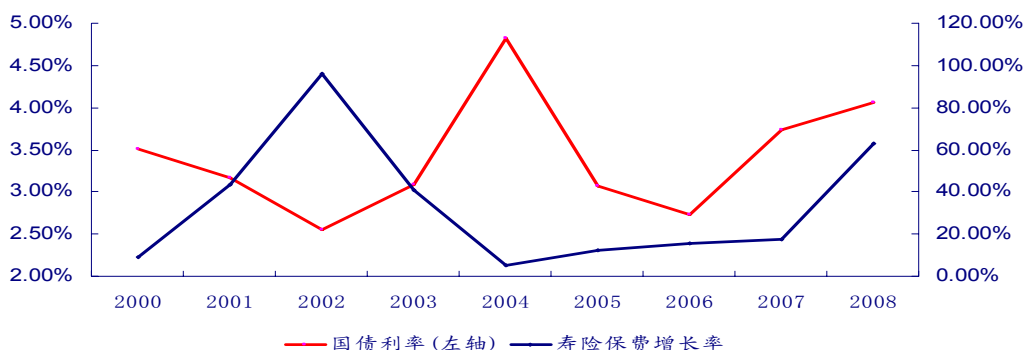
从美国保险市场历史运营情况来看，个人保费的增长率与长期利率水平呈反向关系，当长期利率呈下降趋势时，个人保费收入呈现上涨；反之，当长期利率呈上升趋势时，个人保费的增长率则呈现下跌（个人保费系指个人购买商业保险的风险保费收入）。我国的包括寿险、健康险等人身险保费收入的增长情况也体现了与美国市场类似的情形。我们同样选取交易相对活跃的七年期国债年化收益率与人身险保费收入增长率的比较，结果显示除 2007 年和 2008 年外，其他年份的人身险保费收入与国债的年均到期收益率也呈现反向关系，与美国市场类似。

表 5 美国寿险业务收入增长率与利率的关系



资料来源：ALIC BLOOMBERB 中国银河证券研究所

图 8 我国寿险保费增长率与市场利率的关系



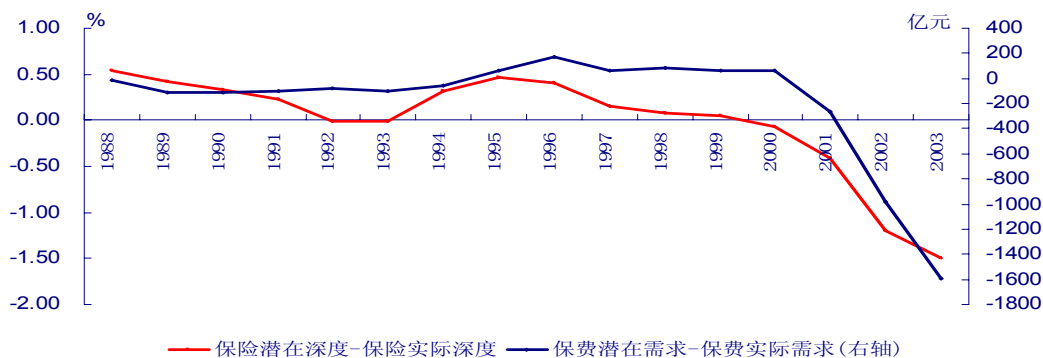
资料来源: WIND 中国银河证券研究所

低利率为刺激寿险消费需求提供了机会

历史数据分析表明,正是由于居民对寿险产品储蓄与保值功能的重视,寿险产品的实际需求与潜在需求的不一致。图 9 显示,2000 年以前寿险的潜在需求大于实际需求,体现为寿险的潜在深度和潜在需求均高于实际深度和实际需求。2000 年以后则呈现相反情形,从影响寿险潜在需求的相关指标上看 2000 年前后三年并没有出现明显的变化,如 GDP 增长率、人均收入增长率等,劳动力对老年人的抚育负担基本稳定,年轻人的抚育负担上呈下降趋势等(如表 1 所示),这些指标均反映寿险的潜在需求应是基本稳定,但实际需求为什么会明显的变化,我们将其归结于以下原因:

- ✧ 体制改革减少了对铁饭碗的依赖。1997 年开始的国有企业改革和国家机构体制改革,改变了原国家完全保障体制,转由企业和个人负担的社会保障体制。社会保障对未来风险的保障不足提高了居民的未来风险意识;
- ✧ 寿险竞争主体增加,产品丰富刺激了消费需求。1996 年产、寿分业以后,寿险业竞争主体迅速增加,寿险产品的丰富和销售渠道覆盖面得到全面的提高;
- ✧ 1999 年以后我国保持了相对较低的利率水平。1999 年以后我国一年期存款利率连续 32 个月维持 2.25%,至 2002 年 2 年一年期居民存款利率调降至 1.98%,并一直维持至 2004 年 10 月,其间国家还开征了利息税。

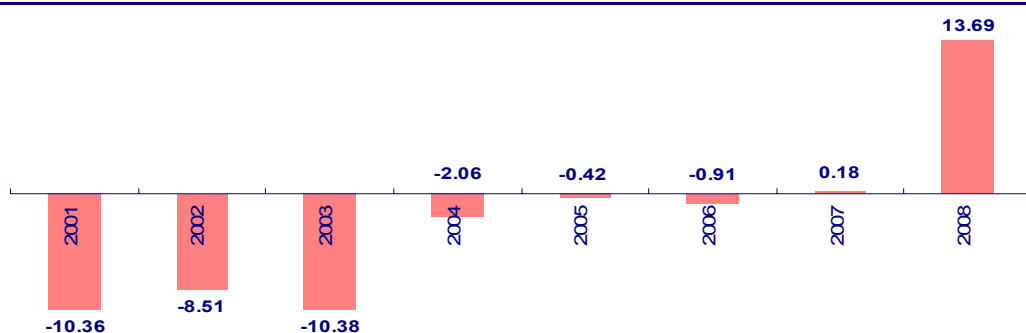
图 9 保险潜在需求与保险实际需求的比较



资料来源: 吴开兵等《保险深度的变化规律与我国保险市场的预测》, 徐爱荣:《中国保险市场需求潜力实证分析》

2000 年以后寿险实际消费需求快速释放的事实说明，利率水平和渠道作用对寿险消费需求释放的作用十分明显：（1）我国寿险保费增长速度与利率水平呈反向关系，如图 8 所示；（2）市场利率上升 10 基点，寿险保费增速将下降近 10 个百分点，如图 10 显示 2001 年至 2003 年保费收入增速的变化情况；（3）渠道作用对保费增速的影响主要体现在 2008 年，图 10 显示当年保费增速对市场利率的弹性达到 13.69。据此我们推断短期因素变化对寿险保费增速的影响弹性为：（1）利率水平：利率变动 10 个基点的弹性系数约为 10 个百分点；（2）产品结构：与上年与当年新增保费的趸缴比有关；（3）销售渠道：2008 年与 2001 年市场利率变化幅度相同，但保费增速的变化情况有差异，假设不考虑 2001 年利息税的作用，则渠道作用的弹性作用约为 3.33。

图 10 寿险保费增速相对市场利率上升 10 个基点的弹性



资料来源：WIND 保监会网站 中国银河证券研究所

低利率为改善保单结构提供了条件

在分析期缴业务能否在 2009 年大举推广之前，我们有必要分析一下为什么在我国寿险市场趸缴产品大行其道的原因，我们的归纳如下：

- 市场主体发展不均衡。除市场份额前五家的寿险公司外，其他的寿险公司均挣扎在生存的边缘，尽可能地扩大资产规模获得投资的规模效益，提高抗风险能力是这类公司推出产品的关键，趸缴产品具有在短期内快速集聚资金的作用，因而成为该类公司的首选产品；
- 保险消费意识不清晰。我国居民所受到的保险知识教育有限，居民无法清楚地区分短期趸缴类产品与定期存款之间的差异，因而短期趸缴型产品成为定期存款的替代品。
- 市场竞争激烈。正是由于居民保险知识有限、消费意识不清，因而在购买保险产品时更多关注的是保单的实际回报率水平，当保单年均回报率水平高于一年期定期存款时，保险产品的吸引力增加，反之则下降。而激烈的市场竞争使保险公司在争取保费资源时，也不得不将保单的实际回报率作为竞争手段，保险公司对保户的回报率水平也将随着基准利率的上升而水涨船高；
- 2008 年股票市场的低迷加剧了保险公司投资资金规模增长的要求。2008 年股票市场

低迷，保险公司投资盈利模式由价值驱动转为规模驱动。在相对较低的固定产品收益率水平下，依靠提高投资资产规模的办法保证目标投资收益成为保险公司的选择；

我们认为市场主体发展的不均衡和居民保险消费意识的不清晰将是长期影响我国寿险市场产品结构的原因，也是我国寿险市场将保留一定比例趸缴产品的原因。短期内影响寿险产品结构的主要原因将是利率水平和投资市场的活跃度，因为：

- **低利率水平为改善保单结构提供了条件。**随着基准利率的下调，居民储蓄存款的收益率水平被大幅压缩，保单的预定利率将高于一年期定期存款的回报率，这使保险公司对支付预定利率以外的分红压力大幅减轻，保单成本负担大幅减轻，对投资资产规模的要求亦将随之下降，保险公司有能力推出期缴型产品。
- **预期投资市场的平淡也为期缴型产品的推出创造了条件。**我们预期 2009 年股票市场将逐步走稳，但限于宏观经济形势的不明朗，股票市场行情难现 2007 年的牛市行情。相对平淡的股票市场降低了居民的投资回报预期，而分红型保单稳定的回报、相对充分的保障和储蓄功能将对居民构成吸引力。

3、2009 年保费收入规模及结构的不确定性

支持保费收入增长的有利因素依然存在。在经历了 2008 年保费规模的快速扩张后，2009 年支持保费收入增长的有利因素依然存在，包括：（1）银行渠道对保险产品的需求和开放依然存在；（2）利率水平较低，居民储蓄资金保值压力较重。

寿险产品的营销压力加大。2009 年寿险及人身险保费增长的压力来自于以下方面：（1）2008 年趸缴保单的大量销售，在产品结构上形成对 2009 年保费增长的压力；（2）2008 年除中国人寿等已上市的寿险公司外，其他寿险公司由于过快的保费增长速度已将其资本金消耗殆尽，在保监会加强寿险公司偿付能力监管的资本监管原则下，资本金不足将限制寿险保费的增长；（3）2008 年趸缴投资型保险产品的快速膨胀已经引起保监会的高度重视，从监管导向上将更加鼓励具有储蓄和保障功能的长期期缴型寿险产品的推出，该类产品的营销难度大于趸缴产品，对于保险公司来说营销压力的加大也会限制寿险保费收入的增长。

影响保费增长的市场行情变化因素取决投资市场形势。在目前国家强力刺激经济复苏的阶段，在货币政策上将采取以下政策：（1）向市场投放流通货币以维持 M2 的增长，避免陷入通缩；（2）大力发展债券市场，以拓宽银行资金向实体经济的流通渠道，债券市场收益率回升；（3）股票市场会对经济刺激政策的作用效果作提前反映。因此我们推断 2009 年市场行情的衍变过程是：货币政策进一步放松、债券市场供应量加大、实体经济流动性改善并显示“见底”迹象、股票市场启动。投资预期的改变将刺激投机活动的活跃，导致保险产品的消费偏好发生改变。

保费规模增长与保费结构的变化对股票市场较为敏感。正如我们以后面对保险公司投资业务的分析中所指出的，在目前各类投资市场中以股票市场对保费收入的放大作用最为明显。来自于对股票市场行情预期的改变将改变保户的对产品的偏好，从而影响到保费收入规模的增速和保费收入的结构，其关系如表 6 所示：（1）当保险资金主要的配置在债券市场时，投资杠杆的放大作用有限，体现为保险公司投资收益的稳定，保户预期的稳定来自于保险公司所给予的回报水平，如万能险结算利率。此时保险公司所推出的险种只要具备储蓄和保值功能都会得到

保户的认同，如长期期缴型保单。在保费收入上则现为稳步增长；（2）当股票市场行情上行、保险资金增加在股票市场的配置时，首先体现为保险公司投资收益的提高，其次保险公司作为最大的机构投资者使得其投资类险种尤如基金份额而被保户所看好。为求得投资收益的最大化，保户偏好中短期趸缴投资类险种，该类险种所需支付的保费，或者说“投资手续费”最低，体现在保费收入上则显示为保费收入规模增速加快，而趸缴比提高。因此，如果 2009 年市场行情的衍变如我们所预期，那么在保费收入增速上亦将呈现前低后高的态势，从保费增长结构来看，将呈现先期缴保单占比提高到趸缴保单占比提高的过程。

表 6 市场行情衍变与保费规模增长

债券市场		行情衍变 	股票市场
保单结构	期缴为主		趸缴为主
投资型保费收入	平稳增长		快速增长，占比提高
风险型保费收入	平稳增长，占比提高		平稳增长，占比下降

资料来源：中国银河证券研究所

综合上述分的，我们对 2009 年寿险保费增长的预测思路如下：

- （3） 利率下行拉动寿险保费增长 27%。2008 年一年期存款利率已调降 189 个基点，我们宏观分析师预期 2009 年还将有 81 个基点的降息空间。本轮降息过程中一年期储蓄存款利率预计下降 270 个基点，基于上述分析利率下行可拉动寿险保费收入增长 27%。
- （4） 通货膨胀率下降 6%，拉动寿险保费收入增长 3%。研究表明，寿险需求对通货膨胀率变动 1 个百分点的敏感度为 0.5%（我国为新兴市场国家，相较成熟市场国家的 0.2 高 2.5 倍），按照我们宏观分析师的预期，2008 年全年我国通货膨胀率将达到 5%，2009 年可能为通缩 1%，则通货膨胀率变化按 6% 计算，通胀率的下降将拉动寿险消费 3%；
- （5） 产品结构调整预计使寿险保费收入下降 12%至 32%。我们基于 2009 年相对 2008 年标准保费不变的假设，仅就保单趸缴比的变化来测算产品结构调整对保费增长率的影响。结果如表 7 所示。由于保单结构调整对保险公司来说是一个渐近过程，因此我们预期 2009 年三家保险公司的保单结构调整将使首年保费的趸缴比下降 10 个百分点，对应中国人寿、中国平安和中国太保的保费收入将分别下降 24.32%、12.33%和 32.14%；

表 7 寿险保费收入因产品结构调整而下降幅度的测算

		2009 年趸缴比									
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
2008 年 趸缴比	10%	0.00%									
	20%	-9.89%	0.00%								
	30%	-19.78%	-10.98%	0.00%							
	40%	-29.67%	-21.95%	-12.33%	0.00%						
	50%	-39.56%	-32.93%	-24.66%	-14.06%	0.00%					
	60%	-49.45%	-43.90%	-36.99%	-28.13%	-16.36%	0.00%				
	70%	-59.34%	-54.88%	-49.32%	-42.19%	-32.73%	-19.57%	0.00%			
	80%	-69.23%	-65.85%	-61.64%	-56.25%	-49.09%	-39.13%	-24.32%	0.00%		
	90%	-79.12%	-76.83%	-73.97%	-70.31%	-65.45%	-58.70%	-48.65%	-32.14%	0.00%	
	100%	-89.01%	-87.80%	-86.30%	-84.38%	-81.82%	-78.26%	-72.97%	-64.29%	-47.37%	0.00%

资料来源：中国银河证券研究所

(6) 银邮渠道对保险产品的销售热情不减，渠道因素对保费增速的影响为零；

(7) 暂不考虑企业和个人所得税制度改革对寿险保费收入的拉动作用。目前，我国人均可支配收入特别是中心城市的居民收入水平已完全具备寿险消费需求产生突变的临界点，与居民收入相关的制度变革均可能带来寿险消费需求的放大。

基于上述分析，我们对三家公司保费收入增速的预期采用自上而下和自下而上两条路径的预测，以求两种方法的彼此相互验证。结果显示，两条路径的预测结果基本相符。

表 8 自上而下的保费收入预测（2009 年）

单位：亿元	中国人寿	中国平安	中国太保
利率下行	27%	27%	27%
通货膨胀	3%	3%	3%
产品结构调整	-24.43%	-12.33%	-32.14%
保费增速	5.57%	17.67%	-2.14%
2009 年寿险保费收入	3,094.15	1,155.75	640.98
2009 年产险保费收入	625.00	326.59	317.08
合计保费收入	3,719.15	1,482.34	958.06

表 9 自下而上的保费收入预测

单位: 亿元	2008E	2009E	2010E
中国人寿			
个人业务	2559.26	2666.03	3138.47
团体业务	243.13	256.99	271.86
短期健康险	128.51	139.97	152.48
财产险	500.00	625.00	750.00
合计保费收入	3430.90	3687.99	4312.81
中国平安			
个人业务	794.23	946.59	1108.79
团体业务	83.07	87.19	91.53
银保业务	100.83	130.45	168.89
财产险	258.32	326.59	365.64
合计保费收入	1236.45	1490.82	1734.85
中国太保			
个人业务	303.76	329.18	385.63
团体业务	278.08	229.26	274.99
银保业务	73.60	80.77	88.71
财产险	272.41	317.08	370.11
合计保费收入	927.85	956.29	1119.44

2009 年寿险保费规模增速不排除超预期的可能。需要特别指明的是，国家目前实行的经济刺激政策其意在制造通胀引导经济走出通缩预期，如政策作用达到预期效果，市场预期发生改变时，货币的创造能力和流动性将会得到改善。届时充裕的流动性就需寻找适当的出口，保险市场亦是其中之一。因此，当市场行情出现变化，特别是股票市场行情向上时，我们的预测结果将略显保守，因为（1）股票市场行情的向上将强化保户的回报预期，在支持寿险业发展的长期因素的支持下，保费收入的增长将超出我们的预期；（2）保监会强化资本与风险监管的措施，将对市场参与主体起到限制作用。市场主体的减少将为三家保险公司让渡部分市场份额，三家保险公司保费增速不排除超出我们预期的可能。基于三家公司保费收入的历史增长趋势，中国人寿和中国太保 2009 年保费规模增长增速不排除达到 20% 的可能性，中国平安的保费增速由于受保单结构调整的影响较小，保费增速将会更高达到 25%。

4、巨大的潜在市场是永远的投资故事²

2009 年是保险业的变革年。2009 年在政府推进和谐社会的建设过程中，与寿险业发展有关的政策将陆续出台，其中包括：（1）农村土地流转制度、以及相关拉动城镇和农村经济，刺激消费的相关政策和措施的出台；（2）养老保险法的修改将使居民养老金实现全国流转；（3）完善保险业会计和监管制度等。这些政策的出台将对我国寿险业的发展带来深远的影响。

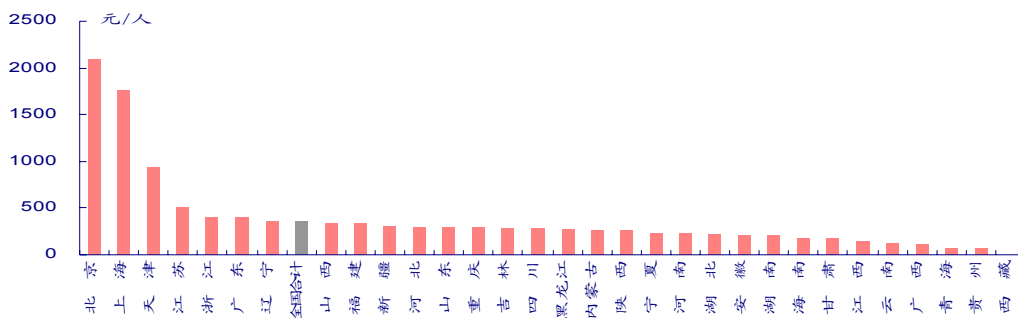
² 该部分斜线所列的研究成果引自近期国内外研究成果。

行业发展的长期驱动要素正在改善

我国作为居民保障度相对较低的发展中国家，寿险需求的收入弹性却与保障体制相对完善、保险市场已步入成熟期的美国相当，这本身就是一个悖论，但却是现实存在。造成我国寿险需求的收入弹性相对较低的原因与：（1）我国居民收入地区分布不均衡；（2）基础养老保障制度安排的不合理；（3）我国居民金融教育水平偏低有关，今年以来上述问题在政府决策层面已经引起重视。

- **城镇化进程将有利于提高保险深度。**在上一轮城市化进程中，北京、上海等城市受益最大。在人均收入快速增长的同时，对金融资产和金融市场的认知度远高于其他中小城市，因而成为支持全国寿险消费的主要地区，但相对我国经济的快速增长，中心大城市的寿险消费增长所反映的弹性系数自然较低。随着下一轮城镇化进程的深入，寿险消费将逐步由中心城市向中小城市扩展，即中小城市的保险深度有望得到快速提高；

图 11 寿险保费密度

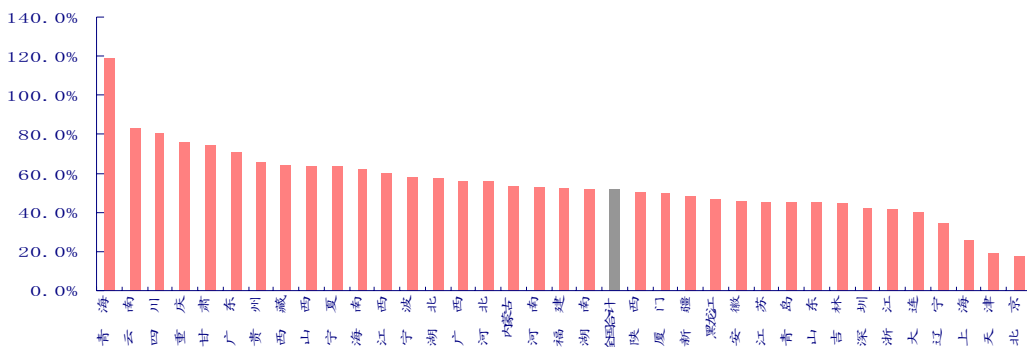


资料来源：WIND 中国银河证券研究所

- **养老保障制度的改革有利于寿险需求的释放。**由于商业保险是对国家基础养老保障的补充，因此基础养老保障制度安排将直接影响商业保险需求的释放。目前我国基础养老保障制度存在以下两个方面的问题：（1）养老保障与劳动力就业之间的矛盾。目前我国社会强制保障尚不能在全国范围内流转，与劳动力的流动状况不协调，因而抑制了劳动力对社会保障的需求；（2）国家强制保障的替代率过高。在我国目前的保障体系中，社会强制保险是居民的主要保障来源，其替代率高达 90% 以上，过度的基础保障替代率也会影响商业保险的发展。进入 2009 年，社会保险法的修改已进入法制程序，其中居民养老金实现全国流转即将成为现实。从长期趋势看，随着国家社会保障覆盖面的扩大，社会保障的替代率将逐步降低。因此养老保障制度的改革将有利于商业保险需求的释放。
- **金融教育的普及有利于提高保险的理性消费。**我国居民在其教育过程中，对金融知识的普及严重不足，对保险产品消费更多停留在其投资属性而非保障和储蓄属性上。发达国家的经验是寿险新单的增长速度与 GDP 增速的弹性比略高过 1，即 GDP 增速的 2 倍为合适，否则容易造成寿险市场发展后劲的不足。而我国居民目前对保险产品的消费尚乏理性，将保险产品作为基金和存单的替代品来消费，这一点体现在 2007 年和 2008 年的保险消费上尤其突出。因而所销售产品中短期性的趸缴产品占比较高，

相对寿险 10 至 20 年的产品期限，短期的趸缴产品不仅弱化了其强制性的储蓄功能，其保障功能也基本丧失，不利于保险市场的健康发展。这一问题已经引起了保监会的高度重视，相信随着监管措施的到位和窗口指导的加强，随着城市居民金融知识的丰富，通过各种渠道的信息引导，保险市场从产品源头上将起到引导居民提高保险理性消费的能力。图 12 显示 2008 年人身险保费收入增长最快的地区是西部地区而非金融业相对发达的东部地区，该类地区保费收入高速增长的一方面是基数较低，另一方面我们也应看到金融产品在该类地区的普及度增加，居民的金融知识教育的覆盖面提高。

图 12 2008 年 11 月人身险保费收入同比增长率地区间比较



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

长期寿险消费需求的弹性分析

➤ 寿险消费的收入弹性为 1.8 至 3.25

研究表明: 我国寿险需求的收入弹性范围为 0.72 至 1.3, 美国的收入弹性范围为 0.89 至 1.26。

我国寿险消费收入弹性有望达到 1.8 至 3.25 倍。由于发展中国家所处的经济环境和制度环境不同, 对于发展中国家来说, 寿险消费固然与收入因素相关, 但制度因素在较短时间内对寿险市场的影响更加明显。墨西哥等发展中国家寿险市场发展的经验证明, 发展中国家寿险需求对收入的弹性约为发达国家的 2.5 倍, 基于我国目前寿险需求对收入的弹性状况, 我们预期我国寿险消费弹性有望达到 1.8 至 3.25 倍。

➤ 寿险消费需求因人口老龄化而上升 0.38%

研究表明: 从长期看, 老年抚养率提高 1%, 我国寿险消费将提高 3%; 从短期看, 老年抚养率对寿险需求的影响略低, 老年抚养率增加 1%, 我国寿险需求增加 1.9%。

表 1 显示, 至 2010 年我国劳动力的老年人抚育率将上升 1 个百分点, 达到 12%。2010 年以后第一个五年年均老年抚育率将上升 0.6 个百分点, 至 2015 年达到 15%, 以后每五年的老年人抚育将上升 1 个百分点, 这一结果是基于全国劳动力数量作为基数平均的结果, 由于农村劳动力的老年人抚育低于城市, 因此至 2010 年预计城市劳动力实际的老年人抚育负担将高于 12%。我国第五次人口普查结果表明农村户均家庭人口数量为 3.65 人, 城市户均家庭人口数量为 2.97 人, 按此比例推算至 2010 年城市劳动力的老年抚育负担为 13.5%。基于上述分析,

我们认为 2025 年以前我国寿险消费需求将随老年人抚育率的提高 1 个百分点而提高 0.38%，至 2025 年后，寿险消费需求将随老年人抚育率提高 1 个百分点而提高 3 个百分点。

➤ 金融发展水平将使寿险需求上升 0.2%

研究表明：发达国家的金融发展水平提高 10%，发达国家寿险需求上升 1.2%，发展中国家寿险需求提高 0.2%。

目前我国的金融市场尚处发展初期，基于寿险保单开发的产品几乎没有，居民投放在保单上的资金在相当长期的期间内变成了流动性较低的长期储蓄。保单作为有价证券其价值还远未得到开发。相较银行对个人信用的开发（推出信用卡），保险业在保单现金价值的开发方面相对滞后，其原因在于：（1）我国五年期左右的短期寿险保单持有量较高，而现金价值较高的长期保单持有数量相对较小，现金价值的积累额较低不足以刺激寿险公司在产品创新上投入；（2）金融市场的割裂限制了寿险公司的金融创新，以保单贷款为例，目前寿险保单贷款只能是投保人向保险公司贷款，但如果寿险保单可以作为抵押品向银行贷款时，保单的流动性将得到大幅提高。因此，保险业的发展还与金融市场的发展有关，当保单的流动性提高时，意味着居民购买保单可创造出大于未来现金价值的价值增值，保单的吸引力相应也会得到提高。

➤ 通胀因素提高寿险需求弹性-0.5%

研究表明：大部分国家的经验数据表明，寿险需求与通货膨胀成反比。OECD 国家的通货膨胀率每上升 1%，寿险需求量约下降 0.2%。发展中国家的通货膨胀对寿险需求的影响比发达国家要大，前者约为后者的 2.5 倍。

寿险保单的给付是以现金形式的体现的，通胀因素将直接影响保单的现金价值。通胀因素对寿险保单现金价值的影响来源于两方面：（1）如通货膨胀率低于保单的到期收益率时，保单的现金价值为正；如通货膨胀率高于保单的到期收益率时，保单的现金价值将为负。因此，当经济处于通缩时，保单的现金价值为正；（2）通货膨胀率与经济稳定程度相关联。通货膨胀率的高企意味着经济的不稳定，保单作为金融资产其价值的波动风险加大。

卡梅隆对债券市场所反映的到期收益率与通货膨胀率之间关系的研究表明：（1）实际通货膨胀可以分为两个部分，一部分是能预期的通货膨胀，约占实际通胀的 2/3，另一部分是没有预计到的通胀，约占实际通胀的 1/3；（2）债券市场上的利率与预期通货膨胀同步变化，但事实上只有 3/4 的利率与预期通货膨胀率同步变化，1/4 没有同步变化；（3）债券市场上平均实际投资收益要比完全是新的资产收益低，约为新资产的收益的 2/3；（4）由于寿险产品大部分是长期性产品，期限较长的产品无法作适时调整，保险人资产的上升只是债券市场利率的 2/3。

在通货膨胀时期，寿险保单收益只能获得 2/9 的补偿。基于上述卡梅隆的分析，假设保单持有人所获收益与投资资产收益相等，在通货膨胀时期保单持有人可获得的收益为实际通货膨胀的 2/9（能预期的通胀*债券市场利率能反映的通胀*债券市场实际平均投资收益*保险投资价值上升=2/3*3/4*2/3*2/3=2/9）。在通货膨胀时期保单持有人所能获得的最大补偿仅占通货膨胀率的 2/9，而剩余部分对于保单持有人来说意味着保单现金价值的损失。因此，在通胀时期长期限的保险产品销售难度较大，短期限的投资型产品更受欢迎；反之，在通缩时期债券收益曲线变得陡峭，保单投资资产因期限较长将获得更高的利差。因此，保单消费需求与通货膨胀率成反向波动。

上述分析表明，我国的居民收入、人口结构、教育水平和通胀因素等构成对寿险消费需求的长期影响，也是支持寿险类上市公司价值快速成长的投资故事。

(二) 投资业务：收益提升驱动价值增长

1、投资收益的底部已确立

2008 年寿险公司在投资业务经历了最为艰难的一年，其困难主要来自于以下几方面：（1）基准利率水平的不断提高使投资资金来源成本“水涨船高”；（2）不断下挫的股票市场消耗了 2007 年所积累的全部浮盈；（3）债券市场则因通货膨胀的持续，直到四季度才见行情。三家公司预期 2008 年的投资收益情况如表 10 所示。

表 10 2008 年预期组合配置及投资收益率

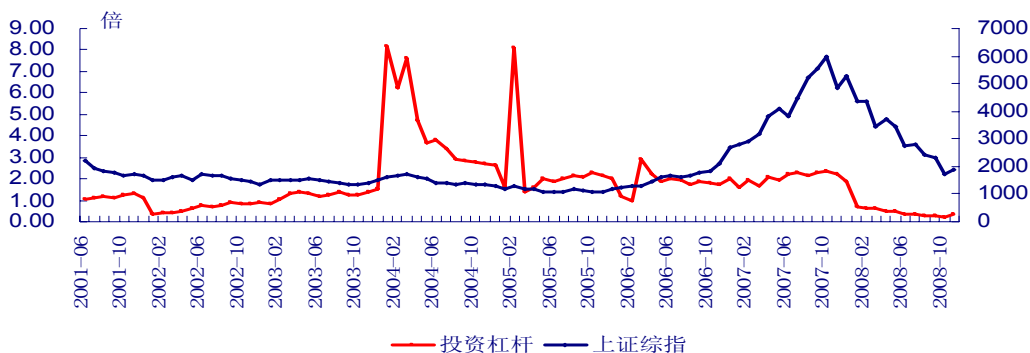
	回报率假设	中国人寿	平安寿险	太保寿险
债券投资	3%	67.27%	81.57%	65.12%
权益投资	15%	4.00%	3.98%	2.98%
定期存款	3.50%	21.62%	11.18%	25.31%
其他投资	1%	7.11%	3.27%	6.59%
预期投资组合收益率		3.45%	3.47%	3.35%

资料来源：公司资料 中国银河证券研究所

2008 年年报将反映投资收益的底部已确立。判断 2008 年年报将反映投资业务的最坏情形的依据包括：

- （1）投资杠杆为历史最低。如图 13 所示，历史上保险公司投资杠杆系数（资产规模增幅/保费收入增幅）的低点首次出现在 2002 年的一季度，最低水平为 0.35，但持续时间较短。2008 年保险公司的投资杠杆呈现持续下降态势，从 2008 年 6 月开始投资杠杆系数连续两月接近历史最低点，9 月以后则迭创历史新低直至 11 月达到 0.22。2008 年所经历的市场动荡在 2009 年将趋于稳定，总体股票市场的表现将好于 2008 年，权益资产损失的停止和新增资产的价值增值将带动投资资产价值的增加，投资杠杆有望起底反弹。

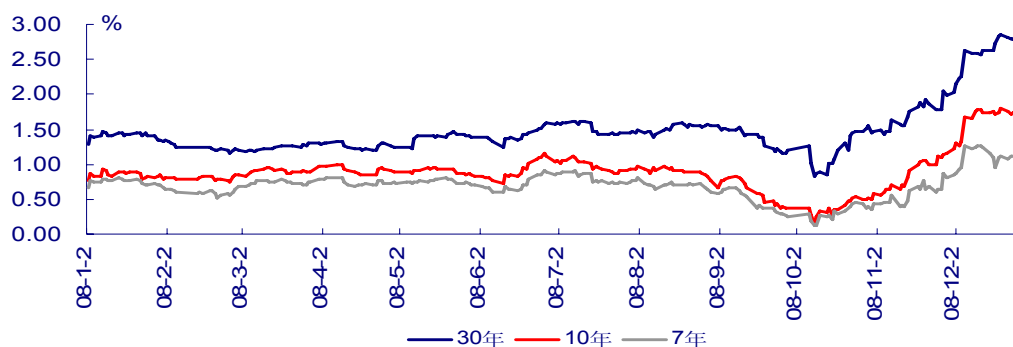
图 13 投资杠杆与上证综指



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

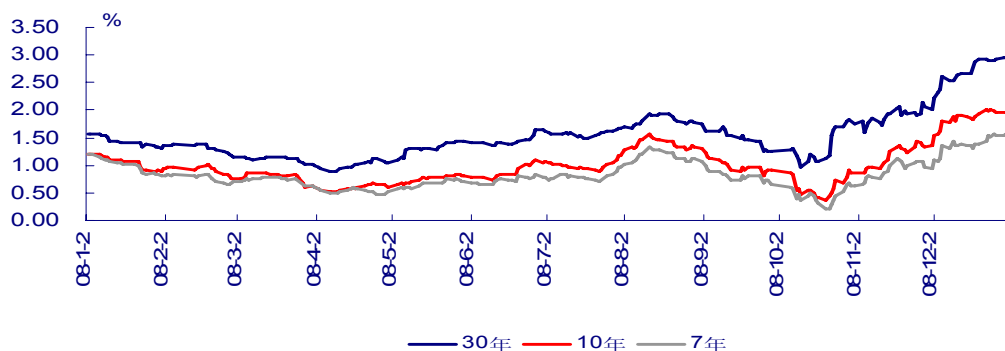
- (2) 股票市场估值风险已在 2008 年全面反映。比较 2008 年投资杠杆系数的下降与 2002 年有着本质的区别, 即 2002 年系由于保险创新品种 (投连险等投资型险种) 的推出引发保费收入的爆增 (同比增幅达到 103.2%) 而导致; 而 2008 年投资杠杆的下降则是由于股票市场下挫所导致的资产价值缩水 and 损失。从股票指数未来走势来看, 股票市场风险在 2008 年已经得到充分体现, 与之相关的资产减值支出、市值损失和投资损失均将反映在保险公司 2008 年年度的财务数据中。
- (3) 债券市场不再平淡。在保险公司的资产配置中占比 80% 左右的资金是配置在债券资产上的, 其中以国债和金融债为主。2008 年 10 月以前的债券市场则显得过于平淡, 保险公司在 2008 年四分之三的时间里难以表现。同时, 平缓的收益率曲线也没有给予足够的风险补偿。2009 年对于债券市场来说影响因素较多, 盈利机会亦增加, 包括: (1) 债券品种之间信用风险溢价存差异; (2) 流动性的波动带来的套利机会增多。作为债券市场最大的非银行系投资群体, 保险公司债券投资的规模效益将使得有能力最大限度的规避风险、获得收益。

图 14 国债时间性溢价



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

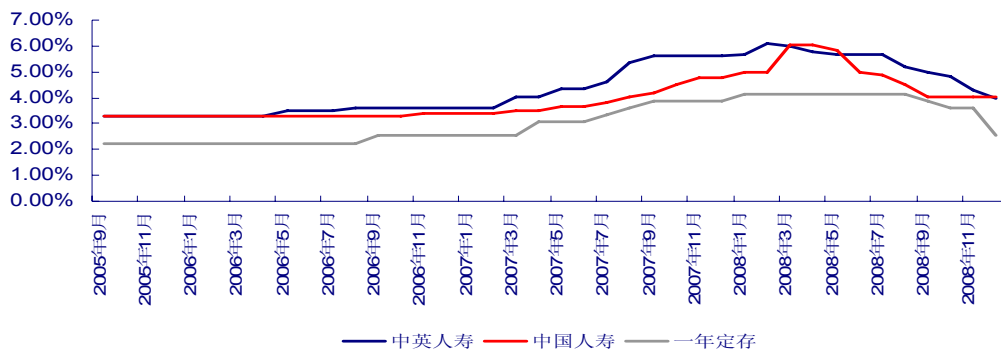
图 15 金融债时间性溢价



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

- (4) 投资渠道拓宽带来的机会。2008 年全保工作会议已明确保险企业的投资方向包括：(1) 债券资产：积极支持政府和企业融资；(2) 债权投资：投资交通、通讯、资源等基础设施项目；(3) 股权投资试点：金融企业和其他优质企业股权以支持产业调整和企业改革，择机投资与保险业务相关的医疗机构和养老实体。其中第 (2) 和 (3) 项投资在降低流动性风险以及优化业务结构等方面将起到重大作用。同时，由于 (2) 和 (3) 项投资期限较长，相对收益率水平较高有利于保险公司投资利差水平的扩大；
- (5) 投资资金来源成本呈下降趋势。基准利率的快速下调降低了保户的回报要求，使保险公司的资金成本压力得以释放。比较中国人寿和中国人寿两家公司万能险结算利率，在基准利率下调过程中，两家公司万能险结算利率的走势存较大差异。其中中国人寿显示了与基准利率同步的走势，而中国人寿则维持相对稳定。我们认为利率下调过程中保险公司对资金成本的控制已由利率上升过程中的被动调整转为主动控制。万能险结算利率的差异一方面反映了公司市场战略，另一方面也是公司实力的较量，拥有充足积累的公司其对资金成本的承受能力更强，更加有利于稳定保户的预期。同时，寿险公司万能险结算利率也反映公司的投资收益率能够维持股东回报所要求的利差水平。我们预期 2009 年利率仍将下调，投资资金成本仍存下降空间，即使不考虑 2009 年基准利率的进一步下调，仅是投资收益率的提高，也将使保险公司的利差水平呈现扩大趋势。

图 16 万能险结算利率与一年期定存利率比较



资料来源：中国人寿/中国人寿网站 中国人民银行 中国银河证券研究所

2、投资收益敏感性分析

2008 年保险公司的资产配置渐趋保守。中国人寿和中国太保在 2008 年三季度时已将其交易类资产持有量的比重几乎降到了零。而对于风险与收益的把握则采用了不同的策略，中国人寿以持有可供出售类和持有至到期类资产为主，在保证利息收益的同时增强流动性管理，而中国太保则增加了持有至到期类资产的配置。

表 11 资产组合配置变化

	中国人寿	中国平安	中国太保
2008-6-30			
交易类资产	11.74%	18.38%	9.13%
可供出售类资产	41.14%	33.14%	35.68%
持有至到期类资产	21.37%	32.58%	22.09%
定期存款	18.63%	12.64%	25.90%
2008-9-30			
交易类资产	1.43%	13.01%	0.51%
可供出售类资产	46.68%	35.39%	36.49%
持有至到期类资产	23.69%	24.15%	24.70%
定期存款	21.62%	11.18%	25.31%

资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

从保险公司持有的投资品种来看，对权益类资产的配置已接近底部。如表 12 所示，至 2008 年 6 月末，三家保险公司持有权益类资产为 13.08%至 22.23%，而至 2008 年 9 月末，三家保险公司持有权益类资产（按三季报中公告的证券投资明细表计算）占投资资产的比重则降至 2.98%至 4%。

表 12 2008/06/30 保险公司投资资产分类

	中国人寿	平安寿险	太保寿险
债券投资	52.03%	63.27%	54.43%
权益投资	22.23%	20.83%	13.08%
定期存款	18.63%	12.64%	25.90%
其他投资	7.11%	3.27%	6.59%

资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

投资亏损将于年报中得以全面反映。根据三家公司三季报所披露的权益类资产投资明细，假设组合不变，则分类至可供出售类资产项下的权益类资产预期浮亏额及对净资产的影响表 13 所示。

表 13 2008 年四季度投资浮亏预期

单位：百万元	中国人寿	中国平安	中国太保
股票	6986.23	7207.68	2606.52
基金	1367.31	626.01	481.32
合计浮亏	8353.54	7833.69	3087.84
每股净资产减少（元/股）	0.222	0.800	0.301

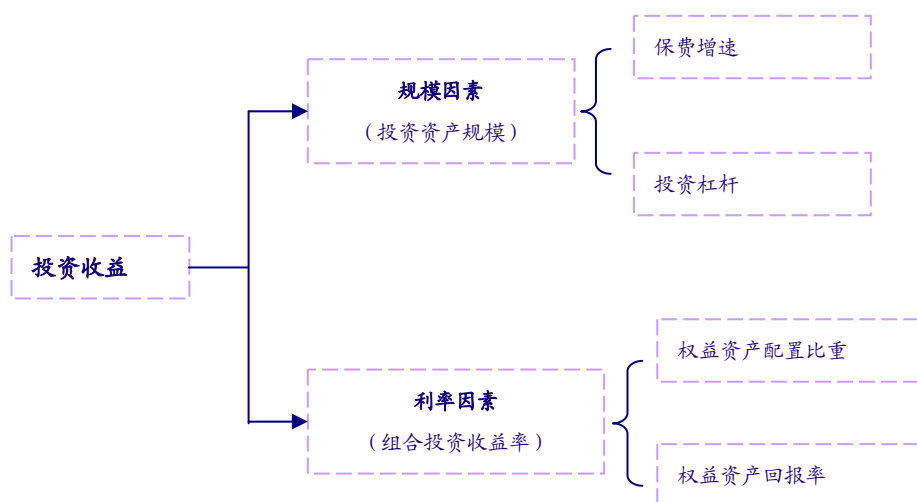
资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

保险公司相对保守的资产配置使其投资资产在 2009 年拥有较大的调控空间，保险公司的投资收益变化弹性较大。根据杜邦分析原理，影响保险公司投资收益水平的两个因素是投资资产规模和投资收益率。当投资收益率稳定时，投资资产规模决定投资收益水平，即投资收益的增长由投资资产的规模驱动；反之当投资资产规模变化不大时，投资收益率的高低则决定投资

收益水平，投资收益体现为价值驱动。目前只有债券市场和股票市场是保险公司主要的参与市场。从资产放大能力来看，债券市场对资产的放大倍数在一倍左右，而股票市场的资产放大倍数则取决于股指的变化和股票组合的配置。因此，在股票市场相对低迷时，保险公司的投资收益将主要依赖于规模驱动，投资杠杆相对较低；当股票市场活跃时，则投资收益主要体现为价值增值的驱动，投资杠杆相对较高。综合上述，我们认为驱动保险公司投资收益的因素包括以下三个方面：

- **投资资产规模。**在股票市场由低迷转向启动初期时，债券市场相对活跃，投资杠杆倍数相对较低，此时的投资收益取决于保费的增速。
- **股票市场的表现。**股票市场活跃时对于保险公司的影响在规模和收益率两方面均起作用。在规模上体现为对保费收入的放大能力增强；在收益率上一方面体现为保险公司对权益类资产配置的增加，另一方面体现为组合投资收益率水平的提高。
- **保费增速。**对上述两项因素的分析均涉及到保费增速，但不同的市场回报率，保费收入转为投资资产过程中的放大作用亦将不同；

我们将影响保险公司投资收益的因素归结为规模因素和利率因素两个大的方面，并对两大类因素分解如下图所示：



2009 年投资收益的成长空间——权益类投资的贡献

首先，2009 年投资收益的成长空间来自于规模因素，具体分析如下：

- 确定投资杠杆区域为 0.3 至 1.4。自 1990 年 1 月至 2008 年 11 月的数据显示，我国保险公司投资杠杆最高达到 8.2，发生时间为 2004 年 1 月，且与当期保费收入下降幅度较大有关（保费同比增速下降 45.82%）；投资杠杆最低的为 0.22，发生时间为 2008 年 10 月。我们将投资杠杆高于 2 倍以上的数据作为异常数据去除，计算投资杠杆的中位值为 1.37，故确定 2009 年保险公司的投资杠杆为 0.3 至 1.4。

- 投资收益率对保费规模增速的敏感度较高，其变化范围预期在 1.5%至 35%。如表 14 所示，基于三家保险公司目前的资产配置状况，投资收益对投资杠杆和保费增速的敏感度相对较高。如按投资杠杆 0.3 至 1.4，和我们所预期的保费增速，-2.14%至 17.67%，以及基于乐观所预期的 20%至 25%，我们预期三家保险公司投资收益的变化范围在 1.5%至 35%，其中中国人寿和中国太保的变化范围为 1.5%至 28%，中国平安的变化范围为 4.5%至 35%。

表 14 投资收益增长对规模因素变化的弹性分析

		保费增速									
		5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
投 资 杠 杆	0.10	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
	0.20	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%
	0.30	1.50%	3.00%	4.50%	6.00%	7.50%	9.00%	10.50%	12.00%	13.50%	15.00%
	0.40	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%	10.00%	12.00%	14.00%	16.00%	18.00%	20.00%
	0.50	2.50%	5.00%	7.50%	10.00%	12.50%	15.00%	17.50%	20.00%	22.50%	25.00%
	0.60	3.00%	6.00%	9.00%	12.00%	15.00%	18.00%	21.00%	24.00%	27.00%	30.00%
	0.70	3.50%	7.00%	10.50%	14.00%	17.50%	21.00%	24.50%	28.00%	31.50%	35.00%
	0.80	4.00%	8.00%	12.00%	16.00%	20.00%	24.00%	28.00%	32.00%	36.00%	40.00%
	0.90	4.50%	9.00%	13.50%	18.00%	22.50%	27.00%	31.50%	36.00%	40.50%	45.00%
	1.00	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%	35.00%	40.00%	45.00%	50.00%
	1.10	5.50%	11.00%	16.50%	22.00%	27.50%	33.00%	38.50%	44.00%	49.50%	55.00%
	1.20	6.00%	12.00%	18.00%	24.00%	30.00%	36.00%	42.00%	48.00%	54.00%	60.00%
	1.30	6.50%	13.00%	19.50%	26.00%	32.50%	39.00%	45.50%	52.00%	58.50%	65.00%
	1.40	7.00%	14.00%	21.00%	28.00%	35.00%	42.00%	49.00%	56.00%	63.00%	70.00%
	1.50	7.50%	15.00%	22.50%	30.00%	37.50%	45.00%	52.50%	60.00%	67.50%	75.00%
	1.60	8.00%	16.00%	24.00%	32.00%	40.00%	48.00%	56.00%	64.00%	72.00%	80.00%
	1.70	8.50%	17.00%	25.50%	34.00%	42.50%	51.00%	59.50%	68.00%	76.50%	85.00%
	1.80	9.00%	18.00%	27.00%	36.00%	45.00%	54.00%	63.00%	72.00%	81.00%	90.00%
	1.90	9.50%	19.00%	28.50%	38.00%	47.50%	57.00%	66.50%	76.00%	85.50%	95.00%
	2.00	10.00%	20.00%	30.00%	40.00%	50.00%	60.00%	70.00%	80.00%	90.00%	100.00%

资料来源：中国银河证券研究所

其次，决定 2009 年投资收益成长空间的是利率因素。利率因素主要体现为投资收益率水平的高低，该项指标取决于保险公司的资产配置策略和股票市场回报率有关。

- 对于股票市场回报率，我们按 2008 年三季度财务数据计算 A 股市场的 TTM 平均回报率为 14.8%，以及我们的策略分析师对 2009 年 A 股市场回报率为 30%的预期，确定权益投资回报率变动范围为 5%至 15%。
- 对于保险公司的资产配置策略对投资收益的影响，我们则以敏感性分析加以体现，其中权益类资产的下限是依据 2008 年末三家公司权益类资产占比而定，上限则依照目前的监管规定，即权益类投资资产持有上限为 20%。敏感性分析结果如下：

✓ 中国人寿：权益类资产配置可增加 15 个百分点，则投资收益增长范围为

5.8%至 135% (表 15);

✓ 中国平安: 权益类资产配置可增加 16 个百分点, 对应投资收益增长范围为 5.74%至 142% (表 16);

✓ 中国太保: 权益类资产配置可增加 17 个百分点, 对应投资收益增长范围为 4.44%至 150% (表 17);

表 15 中国人寿投资收益率对权益类资产配置比重与投资收益的弹性分析

		权益类投资回报率增加									
		5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
权 益 类 资 产 配 置 比 重 增 加	0.0%	5.80%	11.61%	17.41%	23.22%	29.02%	34.82%	40.63%	46.43%	52.24%	58.04%
	1.0%	10.74%	17.99%	25.25%	32.50%	39.76%	47.01%	54.27%	61.52%	68.78%	76.03%
	2.0%	15.67%	24.38%	33.08%	41.79%	50.49%	59.20%	67.91%	76.61%	85.32%	94.02%
	4.0%	25.54%	37.15%	48.75%	60.36%	71.97%	83.58%	95.19%	106.79%	118.40%	130.01%
	5.0%	30.47%	43.53%	56.59%	69.65%	82.71%	95.77%	108.82%	121.88%	134.94%	148.00%
	6.0%	35.40%	49.91%	64.42%	78.93%	93.44%	107.95%	122.46%	136.97%	151.48%	165.99%
	7.0%	40.34%	56.30%	72.26%	88.22%	104.18%	120.14%	136.10%	152.06%	168.03%	183.99%
	8.0%	45.27%	62.68%	80.10%	97.51%	114.92%	132.33%	149.74%	167.16%	184.57%	201.98%
	9.0%	50.20%	69.07%	87.93%	106.79%	125.66%	144.52%	163.38%	182.25%	201.11%	219.97%
	10.0%	55.14%	75.45%	95.77%	116.08%	136.39%	156.71%	177.02%	197.34%	217.65%	237.96%
	11.0%	60.07%	81.84%	103.60%	125.37%	147.13%	168.90%	190.66%	212.43%	234.19%	255.96%
	12.0%	65.00%	88.22%	111.44%	134.65%	157.87%	181.08%	204.30%	227.52%	250.73%	273.95%
	13.0%	69.94%	94.61%	119.27%	143.94%	168.61%	193.27%	217.94%	242.61%	267.27%	291.94%
	14.0%	74.87%	100.99%	127.11%	153.23%	179.34%	205.46%	231.58%	257.70%	283.82%	309.93%
	15.0%	79.80%	107.37%	134.94%	162.51%	190.08%	217.65%	245.22%	272.79%	300.36%	327.93%

资料来源: 中国银河证券研究所

表 16 中国平安投资收益率对权益类资产配置比重与投资收益的弹性分析

		权益类投资回报率增加									
		5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
权 益 类	0.0%	5.74%	11.48%	17.21%	22.95%	28.69%	34.43%	40.17%	45.90%	51.64%	57.38%
	1.0%	10.64%	17.82%	25.00%	32.18%	39.36%	46.54%	53.72%	60.90%	68.08%	75.26%
	2.0%	15.54%	24.16%	32.78%	41.41%	50.03%	58.65%	67.27%	75.89%	84.51%	93.13%
	4.0%	25.35%	36.85%	48.36%	59.86%	71.36%	82.87%	94.37%	105.88%	117.38%	128.89%
	5.0%	30.25%	43.19%	56.14%	69.09%	82.03%	94.98%	107.93%	120.87%	133.82%	146.77%
	6.0%	35.15%	49.54%	63.93%	78.31%	92.70%	107.09%	121.48%	135.87%	150.26%	164.64%

资	7.0%	40.05%	55.88%	71.71%	87.54%	103.37%	119.20%	135.03%	150.86%	166.69%	182.52%
产	8.0%	44.95%	62.22%	79.50%	96.77%	114.04%	131.31%	148.58%	165.85%	183.13%	200.40%
配	9.0%	49.85%	68.57%	87.28%	105.99%	124.71%	143.42%	162.13%	180.85%	199.56%	218.28%
置	10.0%	54.76%	74.91%	95.07%	115.22%	135.38%	155.53%	175.69%	195.84%	216.00%	236.15%
比	11.0%	59.66%	81.25%	102.85%	124.45%	146.05%	167.64%	189.24%	210.84%	232.43%	254.03%
重	12.0%	64.56%	87.60%	110.64%	133.68%	156.71%	179.75%	202.79%	225.83%	248.87%	271.91%
增	13.0%	69.46%	93.94%	118.42%	142.90%	167.38%	191.86%	216.34%	240.82%	265.30%	289.78%
加	14.0%	74.36%	100.29%	126.21%	152.13%	178.05%	203.97%	229.90%	255.82%	281.74%	307.66%
	15.0%	79.27%	106.63%	133.99%	161.36%	188.72%	216.08%	243.45%	270.81%	298.17%	325.54%
	16.0%	84.17%	112.97%	141.78%	170.58%	199.39%	228.19%	257.00%	285.80%	314.61%	343.42%
	17.0%	89.07%	119.32%	149.56%	179.81%	210.06%	240.30%	270.55%	300.80%	331.05%	361.29%
	18.0%	93.97%	125.66%	157.35%	189.04%	220.73%	252.41%	284.10%	315.79%	347.48%	379.17%
	19.0%	98.87%	132.00%	165.13%	198.26%	231.39%	264.53%	297.66%	330.79%	363.92%	397.05%
	20.0%	103.77%	138.35%	172.92%	207.49%	242.06%	276.64%	311.21%	345.78%	380.35%	414.92%

资料来源：中国银河证券研究所

表 17 中国太保投资收益率对权益类资产配置比重与投资收益的弹性分析

		权益类投资回报率增加									
		5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
	0.0%	4.44%	8.89%	13.33%	17.78%	22.22%	26.67%	31.11%	35.56%	40.00%	44.45%
	1.0%	9.52%	15.45%	21.39%	27.32%	33.26%	39.20%	45.13%	51.07%	57.00%	62.94%
	2.0%	14.59%	22.01%	29.44%	36.87%	44.30%	51.72%	59.15%	66.58%	74.01%	81.44%
权	4.0%	24.73%	35.14%	45.55%	55.96%	66.37%	76.78%	87.19%	97.60%	108.01%	118.42%
益	5.0%	29.80%	41.70%	53.60%	65.51%	77.41%	89.31%	101.21%	113.11%	125.02%	136.92%
类	6.0%	34.87%	48.26%	61.66%	75.05%	88.45%	101.84%	115.23%	128.63%	142.02%	155.41%
资	7.0%	39.94%	54.83%	69.71%	84.60%	99.48%	114.37%	129.25%	144.14%	159.02%	173.91%
产	8.0%	45.01%	61.39%	77.77%	94.14%	110.52%	126.90%	143.27%	159.65%	176.03%	192.40%
配	9.0%	50.08%	67.95%	85.82%	103.69%	121.56%	139.42%	157.29%	175.16%	193.03%	210.90%
置	10.0%	55.16%	74.51%	93.87%	113.23%	132.59%	151.95%	171.31%	190.67%	210.03%	229.39%
比	11.0%	60.23%	81.08%	101.93%	122.78%	143.63%	164.48%	185.33%	206.18%	227.03%	247.89%
重	12.0%	65.30%	87.64%	109.98%	132.33%	154.67%	177.01%	199.35%	221.70%	244.04%	266.38%
增	13.0%	70.37%	94.20%	118.04%	141.87%	165.70%	189.54%	213.37%	237.21%	261.04%	284.87%
加	14.0%	75.44%	100.77%	126.09%	151.42%	176.74%	202.07%	227.39%	252.72%	278.04%	303.37%
	15.0%	80.51%	107.33%	134.14%	160.96%	187.78%	214.60%	241.41%	268.23%	295.05%	321.86%
	16.0%	85.58%	113.89%	142.20%	170.51%	198.82%	227.12%	255.43%	283.74%	312.05%	340.36%
	17.0%	90.65%	120.45%	150.25%	180.05%	209.85%	239.65%	269.45%	299.25%	329.05%	358.85%
	18.0%	95.72%	127.02%	158.31%	189.60%	220.89%	252.18%	283.47%	314.76%	346.06%	377.35%
	19.0%	100.79%	133.58%	166.36%	199.14%	231.93%	264.71%	297.49%	330.28%	363.06%	395.84%
	20.0%	105.87%	140.14%	174.41%	208.69%	242.96%	277.24%	311.51%	345.79%	380.06%	414.34%

资料来源：中国银河证券研究所

综合上述对影响投资收益的规模和利率因素的分析,结果显示影响投资收益的各项因素中如投资杠杆和权益投资回报率等因素对三家保险公司投资收益的作用弹性差异不大。三家保险公司的投资收益的差异性将主要体现在主观因素,如保费增速和投资资产的配置等。

表 18 影响投资收益增长因素的弹性比例

	保费增速	投资收益影响因素			
		投资杠杆 (0.1)	保费规模增速 (5%)	权益资产配置 (1%)	权益投资回报率 (5%)
中国人寿	5%--20%	0.5%	1.5%	4.94%	5.81%
中国平安	17%--25%	0.5%	1.5%	4.90%	5.74%
中国太保	5--20%	0.5%	1.5%	5.08%	4.44%

资料来源: 中国银河证券研究所

2009 年投资收益的成长空间——固定收益类投资的贡献

保险公司组合投资收益率对债券组合收益率的变化敏感度相对较低。如表 19 所示, 三家公司投资组合收益率相对债券组合收益率的弹性为 0.6 至 0.8。其中中国人寿的弹性相对中国平安和中国太保略低。

表 19 债券组合收益率对组合投资收益率的影响

	债券组合收益率提高							
	0.05%	0.10%	0.15%	0.20%	0.25%	0.30%	0.35%	0.40%
中国人寿	3.48%	3.51%	3.55%	3.58%	3.61%	3.65%	3.68%	3.71%
中国平安	3.51%	3.55%	3.59%	3.63%	3.67%	3.71%	3.75%	3.79%
中国太保	3.38%	3.42%	3.45%	3.48%	3.52%	3.55%	3.58%	3.61%

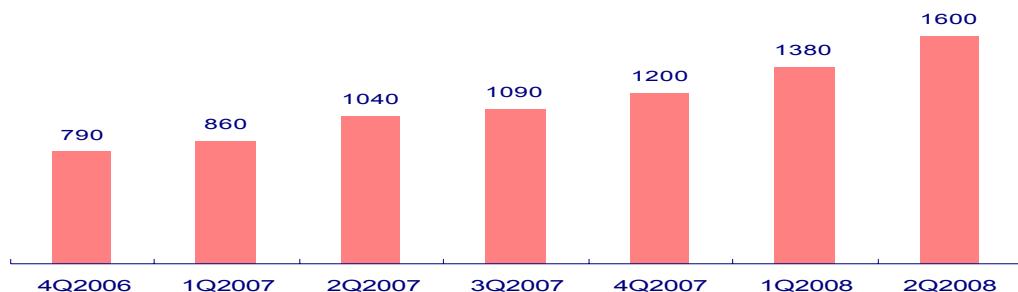
资料来源: 中国银河证券研究所

固定收益类资产的收益率有望提高。保险公司持有固定收益类产品的投资收益主要来自于两个方面: 一是持有证券的票面利息收入, 另一个是证券的交易性收入。其中持有债券的票面利息收入是保险公司固定收益类资产的主要收入来源。在政府强力经济刺激政策下, 固定收益类资产的收益率有望提高。自 2008 年 10 月份起随着基准利率的快速下调, 和存款准备金率下调所释放的流动性, 致使银行间债券市场的交易价格一路走高, 国债到期收益率降至历史低点。我们认为债券市场收益率较低的状况难以持续, 在政府强力经济刺激政策下, 固定收益类资产的收益率有望提高, 具体分析如下:

- 政府出台的政策将围绕刺激经济, 制造通胀。政府出台了“四万亿”投资计划, 意在通过加大国家财政投入稳定经济的活跃度, 刺激经济走出通缩。另一方面, 政府推行了成品油和居民水价的改革, 意在制造通胀, 因此目前债券市场收益率所反映的对通货膨胀的贴水将难以持续, 预期债券市场收益率水平将呈上升趋势;
- 债券市场将迎来大扩容, 资金的供需状况将改变目前过低的到期收益率。国债、政策性金融债、企业债等发行量的增大, 对资金需求加大将改变债券市场资金充裕的现状, 我们的债券分析师预计 2009 年将新增 1.87 万亿, 新增债券需求 2.51 万亿元, 债券供需缺口为 0.64 亿元(资金富裕), 但如果扣除一年内到期的短期外债偿还规模

1600 亿美元(图 17), 则新增债券需求资金将降至 1.42 万亿元, 市场将出现 0.45 亿元资金缺口。

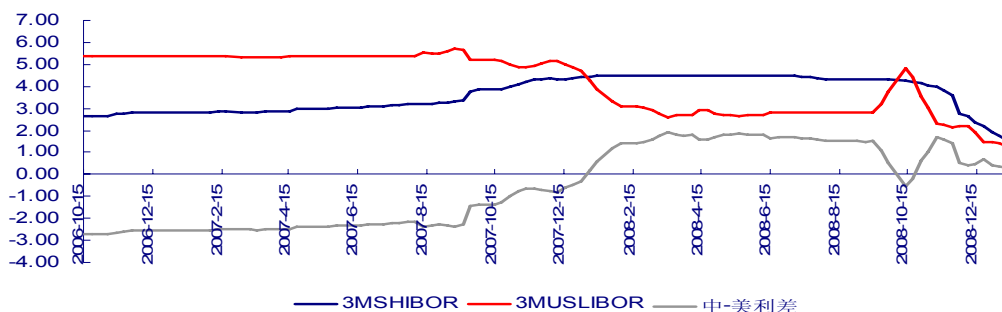
图 17 BIS 公布的中国一年期以内的外债余额 (单位: 亿美元)



资料来源: 国际清算银行 (BIS) 中国银河证券研究所

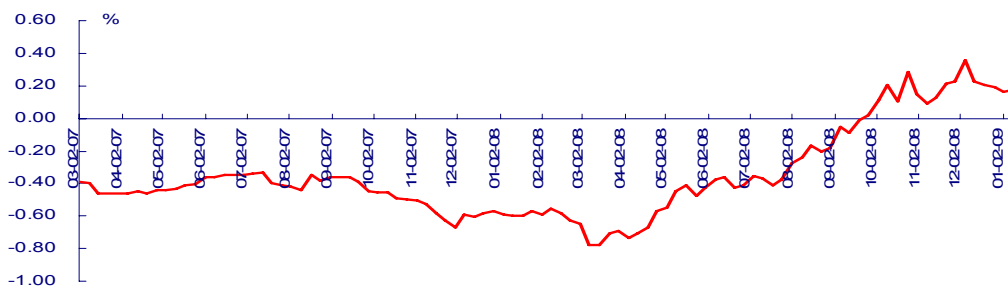
- 市场利率显示我国利率水平合适, 进一步降息的空间收窄。比较我国与美国市场短期资金利率水平显示, 我国 3 个月 SHIBOR 和美国 3 个月的 LIBOR 为正利差 29.4 个基点。这样的利差水平可对冲人民币兑美元贬值 26 个基点。因此, 目前我国短期资金市场利率水平合适, 如央行进一步降息则将增加套利资金流出的风险。目前央行外汇管理的策略是, 对人民币名义汇率采用盯紧美元, 通过保持中美合理利差来稳定资金的流动速度。因此, 我们认为央行采取进一步降息的措施会十分谨慎。

图 18 中美短期资金市场利率利差平衡



资料来源: BLOOMBERG 中国银河证券研究所

图 19 人民币 12 个月 NDF SWAP 利差

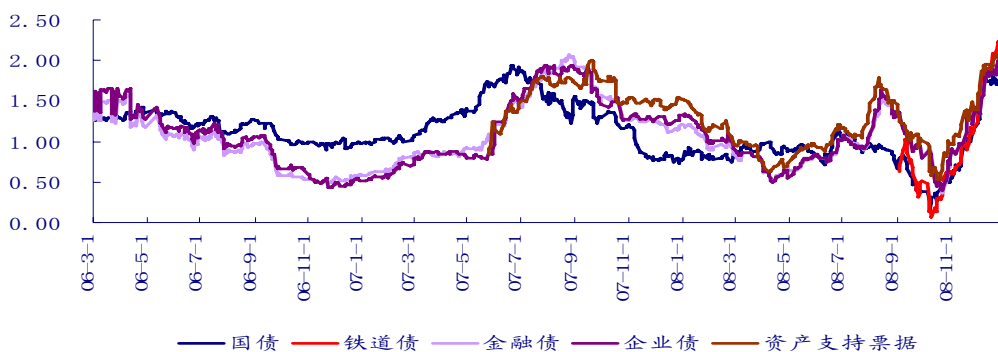


资料来源: BLOOMBERG 中国银河证券研究所

保险公司提高固定收益资产的投资回报率的途径是改变资产配置。在经济预期不明朗时期，投资人出于避险需求将资金主要配置在短期无风险收益品种上，造成近期国债和央票到期收益率水平的一降再降。但是，保险公司在投资配置上拥有优于其他类型金融机构的最大优势是：保险公司资金来源期限结构较长，在资金运用上允许配置期限结构相对较长的资产，因而在投资资产配置上可以更加注重长期回报率水平。因此，保险公司在资产配置上在风险与收益方面拥有更大的调整空间，基于目前债券市场状况，保险公司提高固定收益资产回报率的途径如下：

- 债券收益率曲线陡峭，增配中长期债券。如图 20 所示，债券市场各类交易证券的收益率曲线均较为陡峭，保险公司可通过增加中长期债券的配置提高组合回报率；

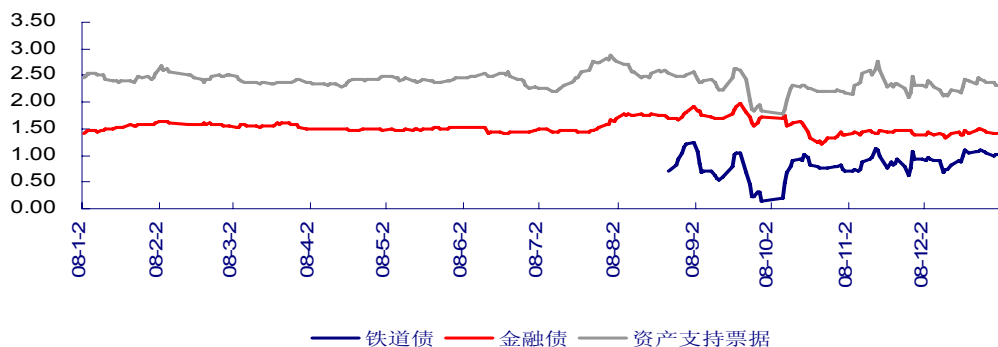
图 20 债券时间性利差比较



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

- 信用价差保持高位，增加配置信用债。图 21 显示，包括铁道债等信用债相对同期限国债的利差水平在基准利率下降过程中保持相对稳定。相较 2008 年初信用利差水平并未收窄，我们认为在 2009 年我国经济调整过程中，信用利差仍将保持相对稳定。因此保险公司可通过增加信用债的配置来提高债券组合收益率。

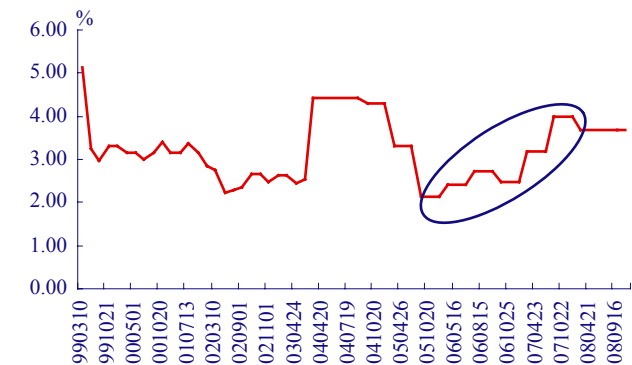
图 21 信用债利差比较



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

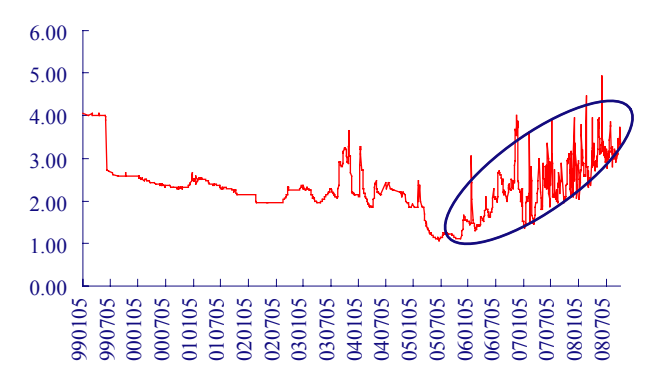
- 中性偏紧的市场资金供求将使发行债券的票面利率维持相对稳定。我们对全部已发行国债的票面利率统计显示，债券票面利率的确定与市场利率具有相关度。而市场利率则取决于市场资金的供求关系。基于我们对债券市场资金供应中性偏紧的判断，我们认为目前债券市场资金过度充裕的状况难以持续。因此，我们判断 2009 年债券市场新发债券票面利率不会随基准利率大幅下调，而将保持相对稳定；

图 22：五年期国债发行票面利率



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

图 23：R07D 利率走势



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

基于上述对三家保险公司投资收益增长与规模因素和利率因素之间的分析，我们认为 2009 年三家保险公司投资收益的增长空间较大。表 20 和表 21 列示的是我们对投资收益增长的预测和基于 2008 年三季度末三家保险公司投资资产规模计算的投资收益。结果显示，中国平安投资收益的弹性空间最大。

表 20 投资收益增长率预测

	规模因素		利率因素		投资收益增长	
	下限	上限	下限	上限	下限	上限
中国人寿	5%	21%	6%	135%	11%	156%
中国平安	15%	35%	6%	142%	21%	177%
中国太保	5%	21%	4%	150%	9%	171%

资料来源：中国银河证券研究所

表 21 投资收益预测

	3Q2008 投资资产余额	投资收益		折合每股投资收益(元/股)	
	百万元	下限	上限	下限	上限
中国人寿	897,332.00	34301	79252	1.21	2.80
中国平安	468,985.00	19691	45078	2.68	6.14
中国太保	272,192.00	9939	24711	1.29	3.21

资料来源：中国银河证券研究所

（三）盈利预测与估值

1、实施“2号解释”对盈利和净资产的影响

保监会发布了关于保险业实施《企业会计准则解释第2号》有关事项的通知。通知的主要内容是：在编制2009年财务报告时，境内、外财务报告应遵循以下原则：（1）保费收入的确认和计量引入重大保险风险测试和分拆处理；（2）保单获取成本不递延，计入当期损益；（3）采用新的基于最佳估计原则下的准备金评估标准。

准备金评估标准未明确使得新核算规则下的财务数据存变数。通知中所涉及的各项会计核算制度的变更中，只有保单获取成本不递延是明确的。其他如保费收入计量和准备金评估均需出台细则做进一步的明确。在我们的盈利预测中，对保费收入一项将参照中国人寿和中国平安的国际会计准则下的保费收入；而准备金评估与计提在细则没有出台前需要做一番探讨。

保险公司现行准备金评估标准系根据保监会的相关规定而定。根据保监会发布的分红险、投连险和万能险的责任准备金和保单现金价值计算的相关规定，与利率有关的规定包括：（1）分红险：最低法定责任准备金计算所采用的折现率不得高于“保监会每年公布的未到期责任准备金评估利率”和“预定利息率”两项的最低值；（2）投连险：责任准备金计算所采用折现率不得高于5%；（3）万能险：结算利率不得高于实际投资收益率，或为最低保证利率。目前保监会设定的预定利息率为2.5%，因此分红险和规定了最高折现率的投连险的责任准备金的计提基本不受本次会计核算规定变化的影响。而万能险则不同，其评估利率与结算利率相同，而结算利率则与投资回报率挂钩，而目前市场万能险产品的结算利率均高于结算利率。

“通知”中明确了对准备金的计提应基于最佳估计原则，寿险公司盈利的波动性可能提高。在决定准备金评估的诸多因素中，失效率、费用率等因素均以保险公司的数据分析为基础，我们不作深究。我们认为对准备金评估影响较大的是评估利率（折现率）的选择。基于国际准则，评估责任准备金时应采用支持资产的投资收益率作为折现率。如果参照国际准则确定评估利率，责任准备金的评估利率将随不同的保单组所对应的资产收益率而定。当资产投资收益率上升时，对应的责任准备金的计提相应减少；反之，当投资收益率减小时，责任准备金的计提额则相应增加，责任准备金计提额的变化将造成保险公司盈利的大幅波动。

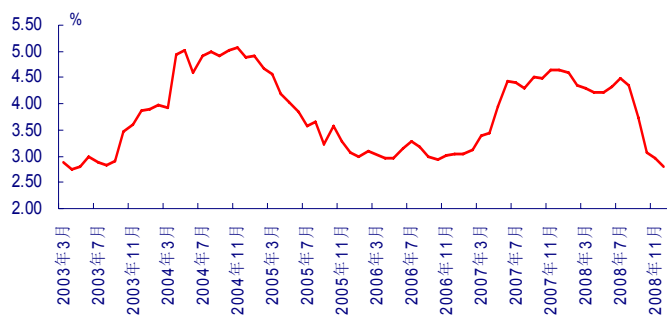
目前的利率水平将使寿险公司的责任准备金的计提达到阶段性的峰值。2008年末十年期国债到期收益率已降至2.81%历史较低水平，接近预定利率2.5%。基于我们在“投资业务”中的分析，债券市场收益率将呈上升趋势，保险公司的投资收益率亦将随之提高。如果参照国际会计准则，寿险责任准备金的计提额将呈下降趋势。即使不考虑责任准备金评估利率的调整，目前市场利率所隐含的投资收益率水平也将是寿险责任准备金提取的阶段性高值。因此，在新会计核算规则下，当投资收益率提高时，保险公司的盈利水平亦将随之提高。

2008年的经营风险在国际准则下将得到最大限度的反映。以中国人寿为例，中国人寿在进行准备金评估时对投资收益率假设设定了25至50个基点的不利偏差。由于2008年寿险公司投资收益率为历史低点，预期为3.45%，低于保险精算假设的3.5%至5%。对于万能险来说，按精算假设计提准备金与实际经营状况的偏离风险不大。但对于分红险来说，2008年的实际投资收益率将导致按精算假设计提的准备金不足。在国际会计准则下中国人寿和中国平安所应计提的责任准备金将超过精算假设的计提要求，反映在损益表中则体现为责任准备金的提转差与赚保费的比超过历史平均水平，即2008年国际准则下的净利润将最大幅度地反映2008年寿

险的经营风险。

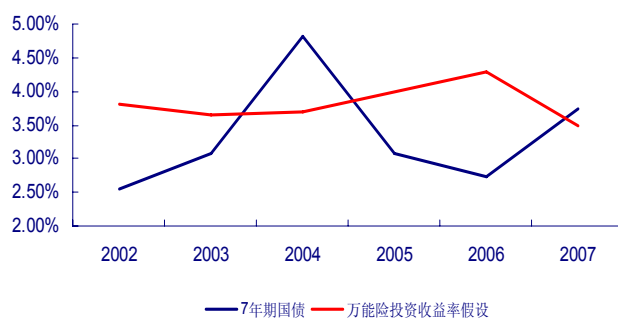
2009 年承保利润将呈现恢复。假设中国人寿不调整准备金的收益率假设，基于 2009 年预期投资收益率将有较大幅度改善的预期，按照最保守的估计增长 20% 计算，分红险的折现率将上升至 4.14%。如果假设保单的现金流不发生改变，那么 10 年保单的责任准备金的计提额将因折现率提高 69 个基点而降低 3.6%，保单年限每增加 5 年，准备金计提额的减少幅度将提高 1.4%。

图 24 十年期国债到期收益率



资料来源：BLOOMBERG 中国银河证券研究所

图 25 中国人寿万能险投资收益率假设与国债年均到期收益率



资料来源：BLOOMBERG 中国银河证券研究所

2、盈利预测假设与结果

中国人寿：中国准则 2009 年净利润同比增长 59%

表 22 中国人寿盈利预测假设（国际准则）

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
个人风险保费收入增长率	26.7%	14.2%	25.0%	21.3%	21.6%
个人投资型保费增长率	12.6%	2.4%	100.2%	-9.2%	13.6%
团体险保费增长率	2.05%	7.29%	8.00%	8.92%	8.93%
健康险保费增长率	23.2%	12.9%	23.0%	20.1%	20.4%
国际准则保费增长率	8.40%	10.62%	3.09%	2.85%	2.91%
中国准则保费增长率	23.2%	12.9%	23.0%	20.1%	20.4%
赔付与给付/已赚保费	14.2%	8.0%	49.0%	4.6%	16.3%
责任准备金/已赚保费	18.0%	21.3%	19.3%	18.8%	18.3%
收购成本分摊/已赚保费	44.8%	40.7%	53.8%	49.8%	45.7%
保单红利/已赚保费	10.4%	12.1%	9.3%	8.1%	7.8%
佣金及手续费/已赚保费	5.4%	4.8%	2.7%	2.7%	2.7%
总投资收益率	11.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
有效税率	14.7%	9.1%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司资料 中国银河证券研究所

表 23 中国人寿盈利预测结果（国际准则）

单位: 百万元, 元/股	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
保险费收入净额	98,847	111,404	127,536	153,156	184,430
投资净收益	46,581	78,248	32,773	36,087	40,213
其他收入	1,883	2,129	2,564	3,079	3,707
总收入合计	147,311	191,781	162,873	192,322	228,351
佣金/手续及管理费用	11,754	14,523	16,580	19,910	23,976
保险金与赔偿金	17,796	23,773	24,574	28,739	33,776
收购成本分摊	10,259	13,461	11,829	12,376	14,398
责任准备金提转差	44,238	45,334	68,565	76,267	84,298
投资支出	7,382	8,319	8,657	6,552	7,446
递延收益	11,607	9,859	10,343	16,183	25,402
保户红利支出	5,359	5,398	5,714	6,933	8,430
其他支出	1,053	1,870	1,538	1,847	2,224
税前利润	37,863	69,244	15,073	23,513	28,401
所得税	5,554	6,331	1,507	2,351	2,840
未含非经常项目的利润	32,309	62,913	13,566	21,162	25,561
少数股东权益	95	181	15	24	28
净利润 (IFRC GAAP)	32,214	62,732	13,551	21,138	25,533
加: 会计制度差异调整	-22,613	-34,616	-2,873	-3,865	-2,730
净利润 (PRC GAAP)	9,601	28,116	10,678	17,273	22,803
EPS(IFRC GAAP)	1.14	2.22	0.48	0.75	0.90
EPS(PRC GAAP)	0.34	0.99	0.38	0.61	0.81

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

中国平安: 中国准则 2009 年净利润大幅增长

表 24 中国平安盈利预测假设（国际准则）

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
寿险业务					
个人渠道收入增长率	19.5%	16.5%	25.5%	20.0%	23.5%
银邮渠道保费增长率	18.9%	16.5%	18.1%	-33.3%	0.0%
团险渠道保费增长率	-6.5%	20.1%	10.0%	10.0%	10.0%
国际准则保费增长率	14.2%	11.7%	20.8%	21.1%	21.8%
中国准则保费增长率	16.2%	15.9%	23.4%	19.0%	17.6%
责任准备金/已赚保费	104.8%	125.5%	96.7%	94.4%	94.2%
收购成本分摊/已赚保费	-4.1%	-7.2%	-8.7%	-12.7%	-12.8%
佣金及手续费/已赚保费	9.6%	11.1%	12.8%	14.7%	14.3%
财险业务					

毛保费增长率	33.1%	27.5%	26.1%	26.4%	12.0%
综合成本率	97.47%	72.10%	103.82%	101.82%	101.82%

银行业务

贷款总额增长率	n. a.	32%	30%	30%	25%
生息资产收益率	n. a.	2.4%	2.7%	2.5%	2.5%
信贷成本	n. a.	1.0%	1.00%	1.00%	1.00%

投资业务

总投资收益率	5.30%	14.70%	-0.11%	4.46%	5.31%
有效税率	6.4%	12.7%	6.5%	6.5%	6.5%

资料来源：公司资料 中国银河证券研究所

表 25 中国平安盈利预测结果(国际准则)

单位：百万元，元/股	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
保险费收入净额	63,013	73,606	88,152	107,668	129,035
投资净收益	21,871	51,744	-462	23,202	33,354
银行净利息收入	192	5,314	5,345	6,268	7,316
其他收入	2,867	6,387	2,736	3,156	3,432
总收入合计	85,076	130,664	93,035	137,138	169,704
佣金/手续费及管理费用	8,078	10,854	12,615	15,325	18,376
保险责任准备金	66,068	92,392	85,213	101,686	121,560
收购成本分摊	-5,480	-9,372	-11,324	-13,749	-16,667
贷款减值准备	3	-118	328	492	738
管理费支出	10,230	18,655	13,919	16,934	20,233
其他支出	496	2,636	620	452	540
支出合计	79,395	115,047	101,372	121,140	144,780
税前利润	5,681	15,617	-8,337	15,998	24,925
所得税	548	2,785	-364	1,245	1,843
少数股东权益	0	531	-84	287	425
保险业净利润 (IFRC GAAP)	5,133	12,301	-7,889	14,466	22,656
加：银行等其他业务净利润	n. a.	n. a.	1,100	1,450	1,585
加：会计制度差异调整	-1,260	-2,944	-3,085	-4,307	-5,161
净利润(PRC GAAP)	3,873	9,357	-10,974	10,159	17,495
EPS(IFRC GAAP)	1.29	2.54	-0.55	2.60	3.77
EPS(PRC GAAP)	1.09	2.14	-0.97	2.01	3.06

资料来源：公司资料 中国银河证券研究所

中国太保：2009 年净利润同比增长 354%

表 26 中国太保盈利预测假设

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
寿险业务					
个人渠道收入增长率	16.6%	99.6%	30.8%	8.7%	17.4%
银邮渠道保费增长率	9.5%	142.7%	34.2%	-17.6%	20.0%
团险渠道保费增长率	-24.2%	54.2%	10.5%	9.8%	9.8%
中国准则保费增长率	4.5%	106.6%	29.5%	-2.2%	17.4%
赔款及保户利益/已赚保费	99.9%	116.9%	82.2%	81.3%	80.7%
佣金及手续费/已赚保费	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
财险业务					
毛保费增长率	23.8%	79.0%	19.8%	20.3%	20.8%
综合成本率	99.90%	99.90%	121.00%	102.00%	102.00%
投资业务					
总投资收益率	5.90%	11.70%	3.49%	3.75%	3.97%
有效税率	35.5%	16.3%	33.1%	12.8%	14.8%

资料来源：公司资料 中国银河证券研究所

表 27 中国太保盈利预测结果（中国准则）

百万元，元/股	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
保险费收入净额	47,844	65,392	85,436	88,296	104,514
其中：寿险业务	35,590	48,639	64,345	62,920	73,849
财险业务	12,254	16,753	21,091	25,376	30,665
投资净收益	9,431	26,663	12,183	15,893	18,813
其中：寿险业务	8,319	22,881	9,652	11,326	13,293
财险业务	1,112	3,782	2,531	4,568	5,520
其他收入	251	953	336	336	336
总收入合计	57,526	93,008	97,954	104,526	123,662
佣金/手续费及管理费用	3,693	5,603	7,065	7,382	8,753
其中：寿险业务	2,753	3,746	4,956	4,845	5,686
财险业务	940	1,857	2,109	2,538	3,066
保险金与赔偿金	17,885	25,522	38,571	36,619	43,508
其中：寿险业务	10,991	17,118	23,808	21,393	25,109
财险业务	6,894	8,404	14,764	15,226	18,399
提取责任准备金	25,056	41,350	31,398	32,323	37,518
其中：寿险业务	24,555	39,747	29,078	29,785	34,451
财险业务	501	1,603	2,320	2,538	3,066
业务管理费支出	7,673	11,557	13,419	14,310	17,016
营业税金及附加	1,215	533	4,699	4,856	5,748

营业费用总额	55,522	84,565	95,152	95,490	112,543
税前利润	2,004	8,443	2,803	9,035	11,120
所得税	719	1,374	927	1,154	1,642
少数股东权益	299	176	176	176	176
净利润	986	6,893	1,700	7,706	9,302
股本总额（百万股）	4300	7700	7700	7700	7700
每股收益（元/股）	0.23	0.90	0.22	1.00	1.21

资料来源：公司资料 中国银河证券研究所

3、公司估值

均衡市场环境中的估值水平为市净率 2.75 倍³。2008 年股票市场单边下行对保险公司投资收益带来较大的冲击，保险公司的投资收益率水平相对较低，相对资金来源成本和其他成本支出，保险公司的折现现金流为负的净流出，不符合现金流折现模型的基本假设，因此我们采用市净率法估值，直至折现现金流回复至正的净流入。我们的研究表明，在均衡市场环境中，基于寿险公司长期盈利水平考量，其合理估值水平为 2.75 倍市净率。如果不考虑公司经营素质、业务质量等其他非财务性指标，市净率法给出的估值水平应为低限估值。

表 28 市净率法估值

	中国人寿	中国平安	中国太保
每股净资产			
2008E	4.29	7.58	6.55
2009E	5.71	10.03	7.51
市净率估值	15.70	27.58	16.52

资料来源：中国银河证券研究所

新业务倍数为 20 倍。我们预期股票市场如 2008 年那样的单边下行走势不再会出现，权益投资的风险亦在 2008 年年报中得以全面体现。2009 年随着权益资产投资收益率将逐步回复，并随着万能险结算利率和分红率的下降，保险公司的折现现金流将由负转正，新业务倍数法将可重新运用于对寿险公司的估值中。由于新业务倍数的高低是由预期投资回报率确定的，与市场利率有着紧密的联系。面对目前不确定因素较多的宏观经济环境，市场利率的变动亦将较大。在目前市场平均市盈率为 15 倍的环境中，适用于保险公司的新业务倍数可达 20 倍；市场平均市盈率水平提高，适用的新业务倍数亦将随之提高。加之投资收益的提高，保险股的估值水平的上升幅度将是投资收益增速与新业务倍数的乘积。

表 29 新业务倍数法估值（单位：元/股）

	每股内涵价值	每股一年新业务价值
中国人寿	9.44	0.56
中国平安	15.42	1.22
中国太保	9.27	0.46

³ 参见报告《金融业：资产重估结束，重构估值体系》2008 年 9 月 25 日

新业务倍数	10	15	20	25	30	35
每股新业务						
中国人寿	5.6	8.4	11.2	14	16.8	19.6
中国平安	14.2	21.3	28.4	35.5	42.6	49.7
中国太保	4.6	6.9	9.2	11.5	13.8	16.1
每股公司价值						
中国人寿	15.04	17.84	20.64	23.44	26.24	29.04
中国平安	27.62	33.72	39.82	45.92	52.02	58.12
中国太保	13.87	16.17	18.47	20.77	23.07	25.37

资料来源：中国银河证券研究所

综合上述分析，在目前市场环境下（平均市场市盈率为 15 倍），我们可以确定中国人寿的估值水平为 15.7—20.64 元/股；中国平安为 27.58—39.82 元；中国太保 16.52—18.47 元。中国平安和中国太保均因其基本面因素存在不足，故而市场估值水平体现为对中国人寿的折价，折价幅度约为 25%。

4、投资建议

给予行业评级为“推荐”。2008 年三家寿险公司经历了国内外金融市场波动的洗礼，2008 年年报保险公司经营风险将得到充分暴露（中国平安因存在再融资的可能，2008 年盈利可能不会如我们所预期的体现亏损）。我们预期 2009 年大幅降息的可能大幅减少，保险公司的利差已接近底部，随着市场环境的转暖，保险公司的投资收益状况将大幅改变。因此，给予行业“推荐”评级，给予中国人寿、中国平安和中国太保以“推荐”评级。

二、公司分析

(一) 中国人寿：谨慎推荐，估值 15.7 至 20.64 元

十七大确立了旨在消除城乡差别，改善民生的治国方向。未来城镇化进程将给农村城镇金融业的发展带来发展机遇。公司已经形成的庞大的、覆盖全国大部城乡的网络将最大限度地受益于下一轮城镇化中金融业的高速增长。

盈利驱动的因素：

- 2008 年公司资产规模实现了快速增长，为 2009 年提高投资收益率打下了资产规模基础，投资规模效益有望提高。2008 年公司保费规模月均同比增速达到 47%，投资资产规模实现了快速增长，随着 2009 年投资收益率水平的回升，公司投资收益亦将呈现快速增长，投资规模效益突出。
- 投资渠道的扩大，公司投资优势明显。公司 2009 年投资业务最大的优势体现在：（1）能够参与国家重大项目的投资和债权融资计划中，获得稳定现金流的资产；（2）有机会参与农业银行、国家开发银行等国有大型金融机构的商业化改革；（3）相对充足的资本金使公司有实力把握重大的并购机会。
- 行业监管加强，有利于公司保费市场份额的提高。经历了 2008 年的高速扩张之后，众多小型保险公司的偿付能力已显不足，保监会对该类公司将采取限制业务的措施。该类公司的退出将为公司让出市场份额，公司的保费增长压力减轻。
- 新会计核算规则的实施减少成本支出。保监会发布的实施新会计准则解释 2 号的通知中明确了对寿险责任准备金的核算由规定评估利率改为最优评估模型。其中，分红险因其评估利率固定使用预定利率，故核算规则的改变将减少该类险种的准备金的计提从而降低损益成本支出。公司分红险责任准备金约占全部负债的 60%，规则的改变将提高公司的盈利水平。
- 投资评级“谨慎推荐”。公司市场估值相对较高，未来盈利成长空间不及中国平安和中国太保，给予“谨慎推荐”评级。

估值结果：

基于 2009 年经营业绩估值，和我们对中国人寿业估值的假设，寿险业务单元估值为每股 15.7 元至 20.64 元。

风险因素：

主要为行业风险因素。

表 30 中国人寿财务数据摘要 (单位: 百万元, 元/股)

利润表	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
保费收入净额	111,404	127,536	153,156	184,430	每股收益 (IFRC GAAP)	2.22	0.48	0.75	0.90
净投资收益	78,248	32,773	36,087	40,213	每股收益 (PRC GAAP)	0.99	0.38	0.61	0.81
其他净收入	2,129	2,564	3,079	3,707	每股净资产 (IFRC GAAP)	7.27	7.45	8.20	9.11
收入合计	191,781	162,873	192,322	228,351	每股净资产 (PRC GAAP)	6.05	4.29	5.71	7.50
佣金及手续费	14,523	16,580	19,910	23,976	每股内涵价值	8.94	7.88	9.44	11.06
赔付与保户利益	69,107	93,139	105,006	118,074	每股新业务价值	0.43	0.49	0.56	0.60
成本分摊与递延收益	23,320	22,172	28,559	39,800	盈利与风险				
利息及红利支出	13,717	14,371	13,486	15,876	ROEA	36.3%	6.5%	9.6%	10.4%
其他支出	1,870	1,538	1,847	2,224	ROAA	7.39%	1.35%	1.92%	2.11%
支出合计	122,537	147,800	168,808	199,949	偿付能力	5.25	4.12	3.89	3.59
营业利润	69,244	15,073	23,513	28,401	实际偿付能力/权益	0.82	0.75	0.75	0.75
所得税	6,331	1,507	2,351	2,840	法定偿付能力/权益	0.16	0.18	0.19	0.21
少数股东权益	181	15	24	28	偿付能力溢额/权益	0.66	0.57	0.56	0.54
净利润	62,732	13,551	21,138	25,533	承保业务				
资产负债表					个人业务:				
现金及定期存款	193,911	279,977	298,698	334,378	首年风险保费增速	12.4%	25.0%	30.0%	30.0%
交易类资产	25,110	49,209	52,605	58,620	续期风险保费增速	14.8%	25.0%	18.0%	18.0%
可供出售类资产	417,515	403,514	431,362	480,685	风险保费趸缴比	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
持有至到期类资产	195,703	255,887	273,546	304,824	首年投资保费增速	6.4%	120.0%	-10.0%	15.0%
其他投资	24,420	19,684	21,042	23,448	团险保费增长率	3.6%	5.6%	62.3%	11.8%
投资资产合计	856,659	1,008,271	1,077,253	1,201,955	健意险保费增长率	7.3%	8.0%	8.9%	8.9%
递延保单获取成本	40,851	48,181	50,303	59,107	首年风险保费合计	108,659	188,537	186,284	218,134
有形固定资产	16,771	19,674	20,540	24,135	首年风险保费增速	7.1%	73.5%	45.7%	15.7%
其他资产	19,423	15,738	16,798	21,201	标准保费合计	36,044	33,342	49,558	57,119
资产总计	933,704	1,091,864	1,164,894	1,306,398	标准保费增速	12.0%	37.5%	15.3%	25.0%
未决赔付和未到期责任准备金	8,119	9,036	9,918	10,895	投资业务				
长期保险合同	218,165	285,688	346,666	421,488	总投资收益率	10.6%	3.6%	3.5%	3.6%
长期投资合同	335,890	360,721	327,623	372,311	投资杠杆	14.79	1.02	2.95	1.93
其他负债	165,154	195,486	212,156	200,350	投资资产增长率	29.4%	18.4%	6.9%	11.4%
负债合计	727,328	850,931	896,364	1,005,044					
权益合计	206,376	211,589	232,751	258,312					

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

（二）中国平安：推荐，估值：27.58—39.82 元

作为金融控股公司，公司拥有全部的金融业务，在 2008 年金融市场动荡中，公司的价值损失高于单一业务的金融公司。但是可以预见的是 2009 年国内外金融市场将逐步走稳，并逐步活跃。公司拥有综合金融平台将为公司业务贡献正收益，并将体现协同效应。

盈利驱动的因素：

- 综合平台体现协同效应。公司综合金融平台中的各类子业务，按行业周期的波动性排序应为银行<信托<证券<保险。由于公司主要盈利来源于寿险，加之其他子行业的同向贡献，因此公司盈利受市场波动的影响较单一业务的中国人寿更大。但是，当市场由向下趋势转为向上时，全部金融子行业对公司盈利将形成正向贡献，公司盈利的增长弹性亦较单一业务的公司更大。
- 信托业务将在综合经营中起到关键性的作用。2009 年政府对金融业的管制有望进一步放松，但分业经营的格局短期内不会改变。此时，公司的信托业务对公司经营将起到关键性作用：（1）公司的信托公司拥有大量的基础设施和商用房地产项目，如果允许推出 REITS 等金融创新产品，公司所积累的项目即可转化为盈利资产；（2）信托公司的直投作用。经济调整为直接投资创造了机会，公司拥有的信托公司可以从事直投业务，实现对未来高回报的低成本投入；（3）与公司银行、保险和证券开展银信、保信和证信合作，开发新产品提高业务间的协同效应。
- 投资收益弹性空间较大。公司对富通集团的投资损失将于 2008 年全面体现，投资风险将全部得以释放，因此，公司投资收益状况改善的空间较大。如表 12 所示，公司投资收益的改善和成长空间较大。
- 投资评级：“推荐”。公司市场估值相对较低，相对中国人寿折让 25%，公司未来盈利成长空间较大，相对市场波动的弹性亦较大，在确定股票市场向下空间有限时，估值弹性所赋予公司估值将是正向推动作用，故给予“推荐”评级。

估值结果：

基于 2009 年经营业绩估值，和我们对中国寿险业估值的假设，寿险业务单元估值为每股 27.58 元至 39.86 元。

风险因素：

主要为行业风险因素。

表 31 中国平安财务数据摘要 (单位: 百万元, 元/股)

利润表	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
业务收入净额	73606	88152	107668	129035	寿险偿付能力	349%	249%	237%	252%
净投资收益	51744	-462	23202	33354	实际寿险偿付能力	66,301	58,638	69,026	86,681
其他净收入	11701	8081	9424	10748	法定寿险偿付能力	19353	24012	29667	35115
收入合计	137051	95772	140294	173137	偿付能力溢额	46,949	34,626	39,359	51,566
佣金及手续费	10854	12615	15325	18376					
保险准备金	92392	85213	101686	121560	递延保单/保险负债	9.79%	9.82%	9.82%	9.82%
收购成本分摊	-9372	-11324	-13749	-16667	递延保单成本/权益	36.3%	49.2%	50.7%	51.8%
贷款减值准备	-118	328	492	738	权益/总资产	28%	22%	21%	21%
其他支出	21291	14540	17386	20772	权益/保单总额	27%	20%	19%	19%
支出合计	115047	101372	121140	144780	权益/业务收入净额	155%	116%	113%	110%
营业利润	22004	-5601	19154	28357					
所得税	2785	-364	1245	1843	每股收益(国际准则)	2.54	-0.55	2.60	3.77
少数股东权益	531	-84	287	425	每股收益(中国准则)	2.14	-0.97	2.01	3.06
净利润	18688	-4053	19072	27673	每股净资产(国际准则)	15.22	8.26	10.87	13.70
					每股净资产(中国准则)	13.90	7.58	10.03	12.70
资产负债表					每股内涵价值	15.20	14.32	14.77	14.87
债权类投资	274241	349462	427499	510776	每股一年新业务价值	1.34	0.95	1.22	1.45
权益类投资	128931	116487	142500	170259					
物业投资	3882	2330	2850	3405	ROEA	23.6%	-3.8%	17.2%	21.2%
其他投资	1649	0	0	0	ROA A	3.15%	-0.53%	2.05%	2.46%
投资资产合计	408703	468280	572849	684440					
现金及现金等价物	20794	15532	19000	22701	投资绩效				
递延保单获取成本	41305	50478	61750	73779	总投资收益率	14.7%	-0.1%	4.5%	5.3%
有形固定资产	12565	10096	12350	14756	投资杠杆	13.65	4.10	5.36	5.22
其他资产	207931	291995	357199	426782	投资资产增长率	54.8%	14.6%	22.3%	19.5%
资产总计	691298	836380	1023148	1222458					
赔付和责任准备金	416474	507571	620914	741868	业务结构				
长期保险合同	5421	6460	7903	9442	寿险业务	43.0%	74.4%	61.5%	60.7%
长期投资合同	0	0	0	0	财险业务	15.0%	17.7%	15.2%	13.8%
其他负债	155552	219786	272601	328615	银行业务	2.7%	5.6%	4.5%	4.2%
负债合计	577447	733817	901417	1079926	投资业务	33.0%	-0.5%	16.5%	19.3%
权益合计	113851	102563	121730	142532	其他业务	6.3%	2.9%	2.2%	2.0%

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

（三）中国太保：推荐， 估值 16.52—18.47 元

公司限售股的解禁对市场估值起到的较强的压制作用,加之市场环境恶劣使公司估值水平降至 1.68 倍市净率(2008 年三季末每股净资产计算),远低于行业均衡市场中的合理估值水平。较低的市场价格提高了公司的投资吸引力。

盈利驱动的因素:

- 公司保费规模增速因 2008 年趸缴保单占比较高而下降。监管层目前鼓励期缴、保障型产品的销售,由于公司 2008 年保单构成中趸缴保单的比重相对较高,假设银保渠道保持销售量的不变,公司保费增速也会因保单结构的变化而下降,预期降幅将达到 32.14%。
- 公司财险收入有望获得改善。公司财险业务的改善将来自于以下三方面:(1) 2008 年的地震使得公司财险的赔付成本有所提高,2009 年预期赔付成本将有所下降;(2) 目前汽车价格的下跌和鼓励汽车消费的相关税收政策的出台均有利于经济型轿车的销售,预计汽车保险业务将保持稳步增长;(3) 2009 年众多小型财险公司将面临资本金不足的问题,在监管层强化资本监管的前提下,该类公司的业务将受到一定的限制,这将有利于公司财险市场份额的提高。
- 投资业务改善空间较大。2008 年公司在投资资产上配置最为保守,体现为交易类资产和权益类资产的配置比重最低,相对中国人寿和中国平安,公司投资业务的改善空间较大,如表 12 所示。
- 相对谨慎的精算假设,财务风险得到控制。与中国人寿和中国平安相比,公司的精算假设相对谨慎,体现在:(1) 折现率 12%,高于中国人寿和中国平安所采用的 11.5%;(2) 投资收益假设为 4.5%递增至 5.2%,相对中国人寿和中国平安更加谨慎。公司采用相对谨慎的精算假设系出于对高保障利率保单风险的覆盖要求,总体财务风险得到控制。

估值结果:

基于 2009 年经营业绩估值,和我们对中国人寿业估值的假设,寿险业务单元估值为每股 16.52 元至 18.47 元。

风险因素:

主要为行业风险因素。

表 32 中国太保财务数据摘要 (单位: 百万元, 元/股)

利润表	2007E	2008E	2009E	2010E		2007E	2008E	2009E	2010E
保费收入净额	65,536	85,436	88,296	104,514	偿付能力	1532%	292%	323%	310%
净投资收益	27,244	12,183	15,893	18,813	实际偿付能力	50,246	40,362	46,254	52,463
其他净收入	228	336	336	336	法定偿付能力	3280.52	13841.7	14305.1	16932.3
收入合计	93,008	97,954	104,526	123,662	偿付能力溢额	46,965	26,520	31,949	35,530
佣金手续费	5,615	7,065	7,382	8,753					
保险金与赔偿金	25,617	38,571	36,619	43,508	短险负债/权益	36.6%	59.3%	53.6%	56.0%
提取责任准备金	41,354	31,398	32,323	37,518	长期险负债/权益	294.7%	586.7%	529.8%	553.5%
业务管理费	7,624	13,419	14,310	17,016	长期投资负债/权益	11%	84%	76%	79%
其他支出	4,355	4,699	4,856	5,748	权益/保单总额	29%	14%	15%	15%
支出合计	84,565	95,152	95,490	112,543	权益/业务收入净额	68%	52%	56%	53%
营业利润	8,443	2,803	9,035	11,120					
所得税	1,374	927	1,154	1,642	每股收益	0.90	0.22	1.00	1.21
少数股东权益	176	176	176	176	每股净资产	8.16	6.55	7.51	8.52
净利润	6,893	1,700	7,706	9,302	每股内涵价值	8.91	8.61	9.27	10.79
					每股一年新业务价值	0.39	0.45	0.46	0.52
资产负债表									
现金及现金等价物	23,622	26,039	34,599	40,954					
定期存款	59,262	74,396	76,887	91,009					
投资资产	193,826	297,585	307,549	364,037	ROEA	23.6%	-4.7%	27.1%	30.7%
股权投资	256	439	454	537	ROA A	3.15%	-0.53%	2.05%	2.46%
其他投资	8,405	14,413	14,895	17,631					
投资资产合计	285,371	412,872	434,385	514,168	保险业务结构				
有形固定资产	4,962	8,509	8,794	10,409	寿险业务				
其他资产	18,677	12,186	17,302	19,179	个人渠道	46.0%	46.4%	51.6%	51.7%
资产总计	309,010	433,566	460,481	543,756	银保渠道	40.9%	42.4%	35.7%	36.5%
未决赔付和未到期责任准备金	23,195	30,238	31,251	36,990	团体渠道	13.1%	11.2%	12.6%	11.8%
长期保险合同	186,626	299,025	309,038	365,799	团险业务				
长期投资合同	7,103	42,718	44,148	52,257	机动车辆保险	70.2%	73.2%	76.1%	78.7%
其他负债	28,765	10,619	17,712	22,618	企财及工程保险	21.1%	10.0%	18.3%	8.6%
负债合计	245,689	382,600	402,149	477,664	短期意外险	4.6%	4.5%	4.3%	4.1%
权益合计	63,321	50,966	58,332	66,092	货物运输险	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%
负债与权益合计	309,010	433,566	460,481	543,757	其他险	4.1%	3.9%	3.7%	3.5%

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

插图目录

图 1: 金融资产与年龄分布	4
图 2: 居民储蓄目的调查结果	4
图 3 城市中等收入家庭支出安排	7
图 4 中等收入阶层住房情况	7
图 5 中等收入阶层购房负债情况	7
图 6 商业养老险保单的预定利率	8
图 7 一年期定期存款基准利率走势	8
图 8 我国寿险保费增长率与市场利率的关系	9
图 9 保险潜在需求与保险实际需求的比较	9
图 10 寿险保费增速相对市场利率上升 10 个基点的弹性	10
图 11 寿险保费密度	15
图 12 2008 年 11 月人身险保费收入同比增长率地区间比较	16
图 13 投资杠杆与上证综指	18
图 14 国债时间性溢价	19
图 15 金融债时间性溢价	19
图 16 万能险结算利率与一年期定存利率比较	20
图 17 BIS公布的中国一年期以内的外债余额（单位：亿美元）	27
图 18 中美短期资金市场利率利差平衡	27
图 19 人民币 12 个月 NDF SWAP 利差	27
图 20 债券时间性利差比较	28
图 21 信用债利差比较	28
图 22: 五年期国债发行票面利率	29
图 23: R07D 利率走势	29
图 24 十年期国债到期收益率	31
图 25 中国人寿万能险投资收益率假设与国债年均到期收益率	31

表格目录

表 1: 劳动人口老人抚育压力逐步增加	4
表 2: 保障缺口计算的寿险保费市场容量	5
表 3 2008 年末城镇中等收入居民储蓄缺口计算	5
表 4 居民储蓄形态比较	6
表 5 美国寿险业务收入增长率与利率的关系	8
表 6 市场行情衍变与保费规模增长	12
表 7 寿险保费收入因产品结构调整而下降幅度的测算	13
表 8 自上而下的保费收入预测 (2009 年)	13
表 9 自下而上的保费收入预测	14
表 10 2008 年预期组合配置及投资收益率	18
表 11 资产组合配置变化	21
表 12 2008/06/30 保险公司投资资产分类	21
表 13 2008 年四季度投资浮亏预期	21
表 14 投资收益增长对规模因素变化的弹性分析	23
表 15 中国人寿投资收益率对权益类资产配置比重与投资收益的弹性分析	24
表 16 中国平安投资收益率对权益类资产配置比重与投资收益的弹性分析	24
表 17 中国太保投资收益率对权益类资产配置比重与投资收益的弹性分析	25
表 18 影响投资收益增长因素的弹性比例	26
表 19 债券组合收益率对组合投资收益率的影响	26
表 20 投资收益增长率预测	29
表 21 投资收益预测	29
表 22 中国人寿盈利预测假设 (国际准则)	31
表 23 中国人寿盈利预测结果 (国际准则)	32
表 24 中国平安盈利预测假设 (国际准则)	32
表 25 中国平安盈利预测结果(国际准则)	33
表 26 中国太保盈利预测假设	34
表 27 中国太保盈利预测结果 (中国准则)	34
表 28 市净率法估值	35
表 29 新业务倍数法估值 (单位: 元/股)	35
表 30 中国人寿财务数据摘要 (单位: 百万元, 元/股)	38
表 31 中国平安财务数据摘要 (单位: 百万元, 元/股)	40
表 32 中国太保财务数据摘要 (单位: 百万元, 元/股)	42

分析师简介

张曦：中国银河证券股份有限公司高级分析师。具有五年证券研究从业经验，九年企业财务管理及审计咨询从业经验。主要负责银行、保险行业及相关上市公司研究。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908