

内外环境趋好 推动估值上升

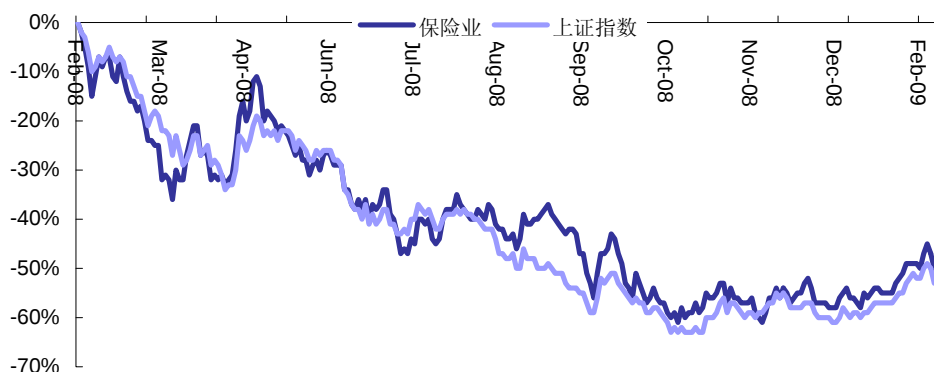
行业评级

增持/ 上调评级

相关研究

- 寿险行业内部环境改善：1、寿险业务转型稳步推进；2、上市公司寿险保费增长强劲。
- 寿险行业外部环境改善：1、债券收益率回升；2、前期股市回暖。
- 内外部环境改善促进估值上升的逻辑在于：内涵价值估值体系下的 3 个核心假设——长期投资收益率、风险贴现率、新业务乘数均由此受到积极影响。
- 长期投资收益率：短期内受益于债券收益率上升和股指回暖的正面支撑，长期来看则受益于 09 年长期限、期缴产品的大力推进，其逻辑在于长期限、分期缴费的方式可以跨越整个甚至多个利率周期，有效稀释当前低利率环境的负面影响，从较长的保险期限中获取平均投资收益率。
- 风险贴现率：受益于利率低位，存在下调空间。
- 新业务乘数：取决于未来新业务价值增速，受益于保费增长超预期以及寿险业务转型带来的首年保费利润率提升。
- 量变的积累已使得保险行业的负面影响因素（权益类损失、保费增速下滑、利差损担忧）逐渐缓和甚至消失，鉴于以上原因，我们上调保险行业评级至“增持”。同时上调中国平安、中国太保评级至“增持”，维持中国人寿“中性”评级。
- 对于行业未来判断：09 年寿险行业保费有望实现质、量双升；但利差空间仍将在低位徘徊。未来寿险行业的质变仍需等待经济企稳后的通胀抬头，进而在随后加息周期中迎来新一轮的繁荣。

最近 52 周股价表现



分析师
 张黎
 +755-82366995
 zhanglisz@lhqz.com

目 录

内部环境改善.....	3
寿险业务转型稳步推进	3
公司寿险保费增长强劲	4
外部环境改善.....	5
债券收益率上扬源于降息预期缓和.....	5
股指上扬源于宏观经济预期的修正.....	5
行业未来判断.....	5
保费质、量双升	5
09 年利差仍将低位徘徊	6
估值提升	7
保险行业：增持（上调）	7
中国人寿：中性（维持）	7
中国平安：增持（上调）	8
中国太保：增持（上调）	8
公司估值	9

内部环境改善

寿险业务转型稳步推进

09年2月2日，保监会下发《关于加快业务结构调整进一步发挥保险保障功能的指导意见》，除了以往通常使用的定性指导外，还加入了具体的定量指导意见。从这些定量指导中，可以明确看出保监会引导寿险行业发展高保障、长期限储蓄型业务以及缓和投资型产品退保风险的积极力行的态度。

鼓励高保障业务

1. “鼓励各保险公司加大力度发展风险保障型人身保险产品，主要包括意外伤害保险、健康保险、养老年金保险、定期寿险和有效保额不低于10倍期交保险费或2倍趸交保险费的终身寿险、两全保险。”

解读：相比低保障型产品，高保障型产品的保费构成中风险保障费占比更高，保费存款占比更低，因此高保障型产品的死差益在保单利润中贡献更大，发展该类产品正好可以弥补低利率环境下利差下滑的负面影响。

鼓励长期限储蓄型业务

2. “鼓励各保险公司强化长期储蓄型人身保险产品的长期储蓄功能。两全保险保险期间不得短于5年，鼓励发展保险期间不短于10年的两全保险。”

解读：长期限储蓄型产品通常为期缴产品，其长期限、分期付费方式有利于稀释当前低利率环境的负面影响，可以跨越整个甚至多个利率周期以获取平均水平的利差。另一方面，长期限储蓄型产品的主要需求来自于养老，而出于养老目的购买保险的人群注重的是保险资金的长期保值增值，通常归于风险厌恶型投资群体，股票、基金等高风险投资产品对该类保险产品的替代性相对较弱，有利于维持寿险保费平稳增长以及较低水平的退保率。

鼓励正面激励，以降低投资型产品退保率

3. “万能险、投连险可以提供持续奖金，以鼓励消费者长期持有保单。按照账户价值、累计已交保险费或趸交保险费的一定比例给付的持续奖金，其首次给付时间应不早于第5个保单年度……”

解读：此前万能险和投连险业务颇受微词的重要原因之一就是包含保单投资回报剧烈波动导致的高退保率，而降低退保风险的最有效方法主要包括正面激励和负面激励。负面激励包括收取初始费用和退保费用，正面激励主要为支付持续奖金。保监会对持续奖金的具体发放提出指导意见，也正是肯定持续奖金在降低退保率上的重要作用，同时引导寿险公司积极发展注重保险长期价值的客户。

中国人寿重分红险

从公司层面来看，根据我们了解的情况，中国人寿95519热线从08年11月开始停售万能险，而投连险一直以来都属于公司的边缘业务，08年两者合计保费占比仅为6%左右，近期公司未推出新的传统险和分红险产品，但是从营销策略上已转而侧重于原有的长期限期缴产品。

中国平安重分红险和万能险

中国平安曾在02年吃过投连风波的教训，因此对于理财型产品的发展历来比较克制，03年以来业务结构一直较为均衡，保费中期缴占比一直大幅领先于国寿和太保，因此近来的产品策略基本保持历史的延续。从平安维持1月份万能险结算利率在5.25%，远高于国寿和太保同期的3.85%，即可看出公司09年的策略仍然是分红险和万能险的平衡发展。

中国太保重分红险

中国太保目前已停售部分原有低保障、短期险的万能险产品，公司至今仍未涉足过投连险业务，另外，公司推出多款侧重风险保障型的新产品。

公司寿险保费增长强劲

剔除春节因素，3家公司寿险保费实际同比增长45%、39%、2%。

根据各家公司公告，中国人寿、中国平安、中国太保09年1月份分别实现寿险保费366亿元、133亿元、70亿元，考虑到今年春节期间保险公司放假，停止出单，即使业务员在假期展业，保费也只能到2月1日开业后计入2月份保费，因此新单业务明显受工作日减少影响；而续期业务通常提前就已经完成缴付，基本不受工作日减少影响。综合起来，剔除春节因素影响后，3家公司寿险保费实际同比增长45%、39%、2%。

表 1、剔除春节因素影响后各公司 09 年 1 月寿险保费同比增速测算

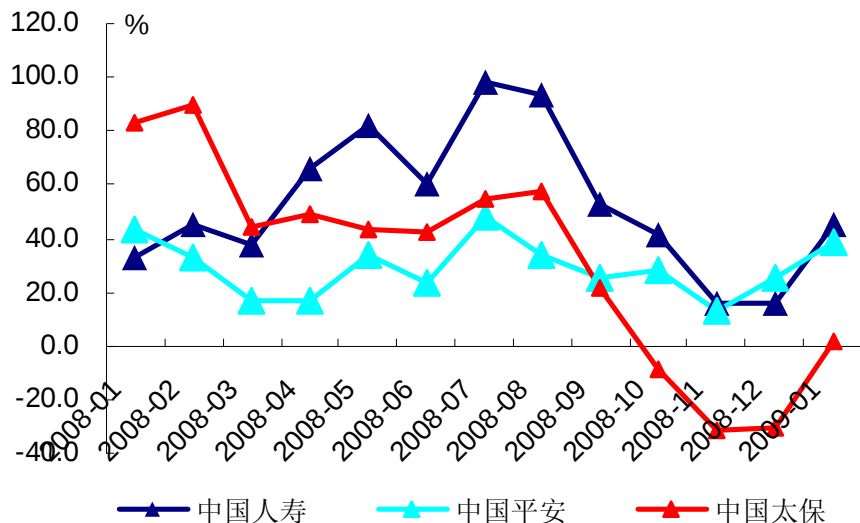
		中国人寿	中国平安	中国太保
A	08 年 1 月寿险保费	30,652	10,820	8,158
B	09 年 1 月寿险保费	36,600	13,311	7,000
C	首年期缴/寿险保费	12.5%	21.5%	8.4%
D	续期保费/寿险保费	26.6%	55.3%	25.9%
E	(首年期缴+续期保费) 续转率 E	85%	90%	91%
$F=A \times (C+D) \times E$	09 年 1 月续期保费 E	10,187	7,479	2,546
$G=B-F$	09 年 1 月首年保费 E	26,413	5,832	4,454
H	08 年 1 月工作日	22	22	22
I	09 年 1 月工作日	17	17	17
$J=(B/A-1) \times 100\%$	09 年 1 月寿险保费简单同比	19%	23%	-14%
$K=[(F+G \cdot H/I)/A-1] \times 100\%$	09 年 1 月寿险保费剔除春节因素同比	45%	39%	2%

数据来源：公司公告，联合证券研究所。

注：C、D 为 08 H 数据，E 根据历史数据测算。

3家公司在继08年12月保费增速下滑趋势企稳后均实现了1月份的反弹，尤其是中国太保，在经历了08年底连续3个月的保费负增长之后首次实现了正增长（剔除春节因素）。

图 1、剔除春节因素影响后各公司寿险保费增速



数据来源：保监会，公司公告，联合证券研究所。

外部环境改善

保险股上涨催化剂：
债券收益率上升；
股指回暖。

进入 09 年，上证指数上涨 21%，中国人寿、中国平安、中国太保股价分别上涨了 18%、21%、33%。债券收益率上升以及股指回暖是 09 年以来保险股上涨的主要催化剂。

债券收益率上扬源于降息预期缓和

09 年初，受益于信贷扩张导致的部分宏观数据向好，降息预期缓和，债券收益率出现显著回升。2 月 14 日，中国人民银行副行长易纲表示，“中国央行反通缩和维护币值稳定的决心坚定，未来降息空间不大，更不可能实行零利率政策。”进一步验证了市场对降息缓和的预期。

图 2、交易所国债即期收益率

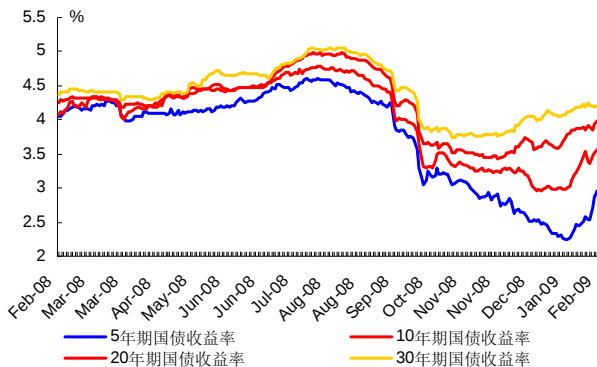
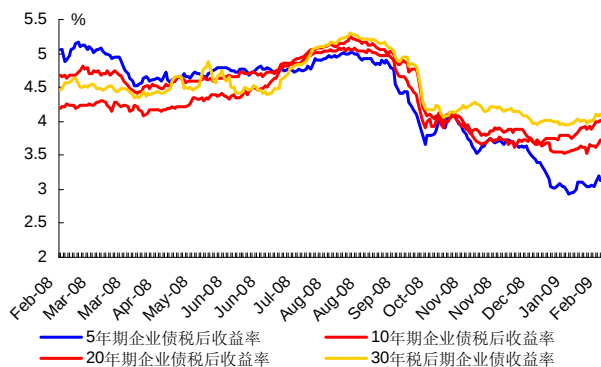


图 3、交易所企业债即期收益率



数据来源：Wind，联合证券研究所。

股指上扬源于宏观经济预期的修正

根据 Jeremy J. Siegel 教授在《投资者的未来》中所提出的研究观点：股票收益取决于增长率与预期之间的差异。该观点很好地解释了国内最近这波股市的反弹。IMF 在 09 年 1 月将中国 09 年 GDP 预测增速从 7.5% 下调至 6.7%，此前对国内宏观经济的普遍悲观预期由此可见一斑，而恰恰是基于如此低的悲观预期，只需小小的超预期即可能造成股市的大幅上涨。

09 年以来股指的大幅上升主要是基于对宏观预期的修正，那么未来股指的走势将主要取决于宏观经济是否能实现或超越当期上调后的乐观预期。

行业未来判断

保费质、量双升

在寿险行业向高保障、长期限、期缴业务转型的方向上，首年保费的利润率和持续率都将获得大幅提升。

即使万能险结算利率、
分红险分红率下调，09
年寿险保费依然有望获
得较快增长。

考虑到 09 年 1 月份各寿险公司保费增长是在 08 年初高基数的基础上实现的，因此对于 09 年全年保费增长的指示性意义更大。我们认为，未来即使万能险结算利率进一步下调，对国寿和太保保费影响也不大，因为 1 月份的数据中已经包含了公司压缩万能险业务的因素，对平安预计会产生一些影响；关于分红险，

考虑到其高保障特征以及分红率的低透明度,即使年中公布的分红险分红率下调,我们认为对于保费增长的影响也相对有限。总体来看,在 08 年下半年寿险保费增速大幅回落甚至负增长的基础上,我们预计各家公司 09 年下半年保费增速有望获得进一步提升。

09 年利差仍将低位徘徊

固定收益类资产配置仍是资产负债匹配的最佳选择。

寿险行业资产负债匹配的经营策略决定了固定收益类资产仍然是保险公司进行投资资产配置的主要选择,而权益类资产配置更多是出于投资标的多元化以及提升短期业绩的考虑,尽管房地产投资(租金收入模式)和基础设施建设投资(利息收入模式)同样具有长期限、收入稳定的特征,可以为寿险业务提供较好的资产负债匹配,但是毕竟在投资资产中占比较小,作用有限。

传统寿险资金成本固定,利差主要由债券收益类决定;分红险资金成本通常为保证利率加上投资收益率扣减保证利率后的 7~8 成,利差也主要由债券收益率所决定;万能险资金成本近似于 5 年定存税后利率,利差可以使用长期债券收益率与 5 年期定存税后利率的差值来模拟;投连险管理费率基本稳定。

在 09 年压缩万能、投连,发展传统、分红险的背景下,债券收益率的直接影响程度更加显著。因此,判断寿险行业是否出现根本性转折的关键在于未来债券收益率能否走出低谷。

尽管近期债券收益率出现了较大幅度的回升,但是其未来走势仍将主要取决于宏观经济和通胀的表现。

宏观经济不容乐观

根据我们宏观研究员观点,在出口前景极其严峻的背景下,信贷增长或是“保八”的唯一着力点,对于经济前景的担忧仍未获得根本缓解。

通缩压力犹在

09 年 1 月份 CPI 同比增长 1.0%,相对 08 年 12 月的 1.2%略有下降,而环比则出现了反弹,上涨 0.9%,但其中主要包含了春节期间食品价格环比上涨 3.3%的因素;09 年 1 月份 PPI 同比-3.3%,相对 08 年 12 月的-1.1%进一步下滑,其中也出现了一些积极因素:原煤、汽油、煤油出厂价格分别上涨 12.3%、2.1%、3.1%。总体来看,截至目前为止,仍无足够证据显示物价出现企稳迹象,通缩压力仍在。

图 4、CPI 同比、环比

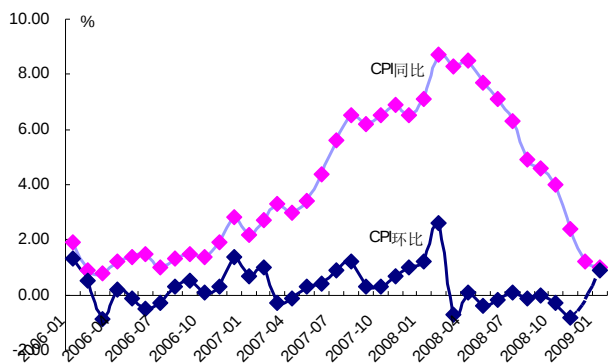
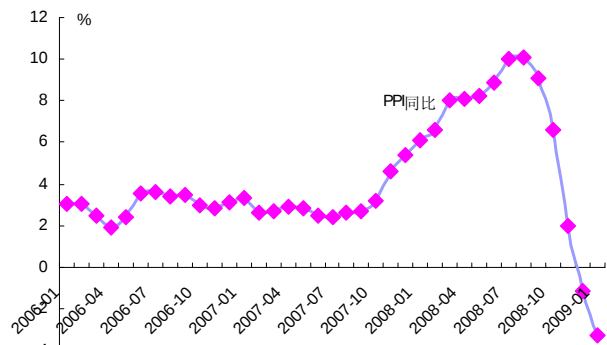


图 5、PPI 同比



数据来源: 联合证券研究所。

09 年寿险行业可获取的利差空间仍将在低位徘徊,但相比 08 年底已出现好转迹象。

在宏观经济尚未企稳、通缩压力犹在的背景下,短期内债券收益率持续上涨的动能明显不足。我们认为,09 年寿险行业可获取的利差空间仍将会在低位徘徊,但相比 08 年底已出现好转迹象。在国内信贷迅猛扩张的背景下,未来出现通胀的时点将会大幅提前,届时,保险股将迎来新一轮的繁荣。

图 6、配置 10 年期国债情景下各险种利差

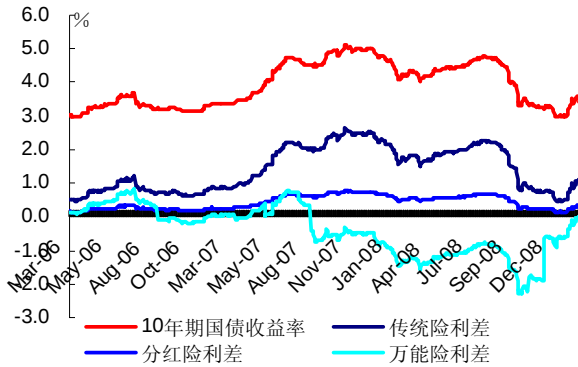
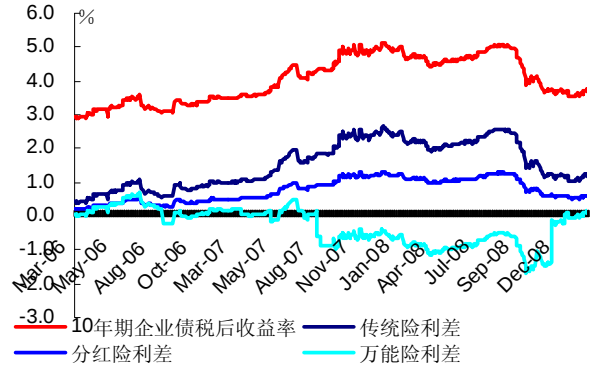


图 7、配置 10 年期企业债情景下各险种利差



数据来源: Wind, 联合证券研究所。

估值提升

保险行业: 增持 (上调)

长期投资收益率、风险贴现率、新业务乘数均受到积极影响。

内外部环境改善促进估值上升的逻辑在于: 内涵价值估值体系下的 3 个核心假设——长期投资收益率、风险贴现率、新业务乘数均由此受到积极影响。

长期投资收益率: 短期内受益于债券收益率上升和股指回暖的正面支撑, 长期来看则受益于 09 年长长期、期缴产品的大力推进, 其逻辑在于长长期、分期缴费的方式可以有效稀释当前低利率环境的不利影响, 从而在整个合同保险期限内获得正常水平下的平均投资收益率。

风险贴现率: 受益于利率低位, 存在下调空间。

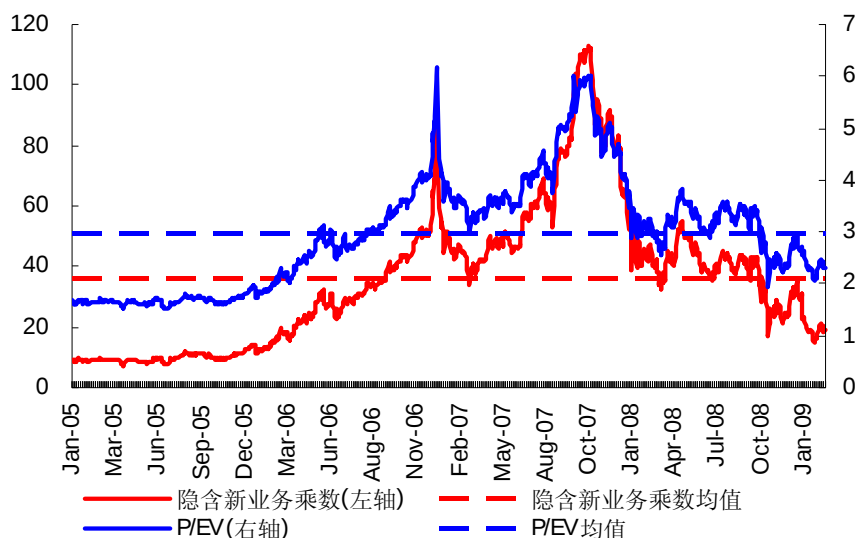
新业务乘数: 取决于未来新业务价值增速, 受益于保费增长超预期以及寿险业务转型带来的首年保费利润率提升。

量变的积累已使得保险行业的负面影响因素(权益类损失、保费增速下滑、利差损担忧)逐渐缓和甚至消失, 鉴于以上原因, 我们上调保险行业评级至“增持”。

中国人寿: 中性 (维持)

参考中国人寿 05 至今的 H 股股价隐含的新业务乘数, 历史波动区间 7~113 倍, 均值 36, 最新值 20; P/EV 历史波动区间 1.5~6.2 倍, 均值 3.0, 最新值 2.3。尽管两者均处于历史低位, 但是考虑到 20 倍的新业务乘数仅仅只能算是合理的长期估值水平, 不能算是低估, 维持中国人寿“中性”评级。

图 8、中国人寿 H 股历史隐含新业务乘数、P/EV

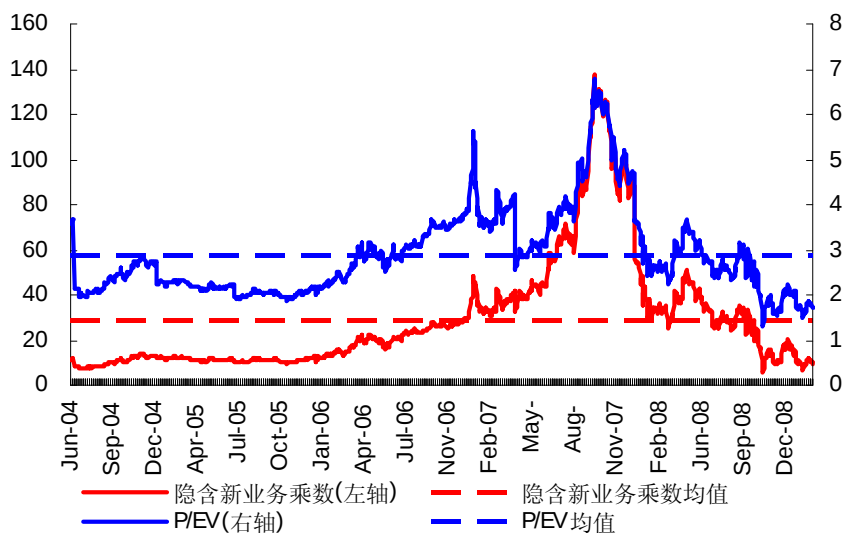


数据来源：Wind, Bloomberg, 公司资料, 联合证券研究所。

中国平安：增持（上调）

04 年至今，在非寿险业务给予 1XPB 估值的基础上，中国平安 H 股股价隐含新业务乘数历史波动区间 5~138 倍，均值 29，最近值 11；P/EV 历史波动区间 1.3~6.8 倍，均值 2.9，最近值 1.8。两者均显著低于历史平均水平，考虑到 10 倍的新业务乘数所隐含的未来新业务价值增速仅为永续 2%，远低于我们通常所采用的分阶段假设，上调中国平安评级至“增持”。

图 9、中国平安 H 股历史隐含新业务乘数、P/EV

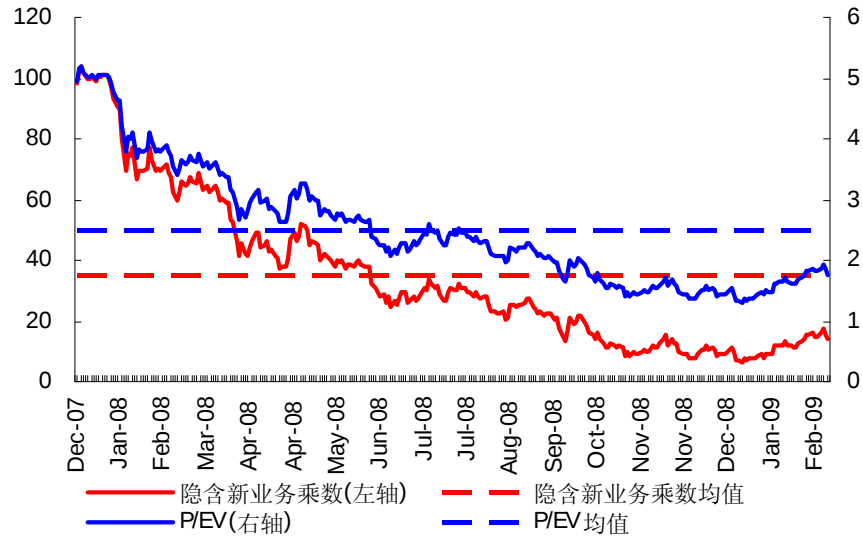


数据来源：Wind, Bloomberg, 公司资料, 联合证券研究所。

中国太保：增持（上调）

中国太保 07 年底上市至今，在非寿险业务给予 1XPB 估值的基础上，A 股股价隐含新业务乘数历史波动区间 6~104 倍，均值 35，最近值 14；P/EV 历史波动区间 1.3~5.2 倍，均值 2.5，最新值 1.8。两者均显著低于历史平均水平，考虑到 14 倍的新业务乘数处于长期估值水平低位，上调中国太保评级至“增持”。

图 10、中国太保 A 股历史隐含新业务乘数、P/EV



数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

公司估值

虽然长期投资收益率和风险贴现率均获得内外部环境转好的正面支撑，出于谨慎性考虑，我们依然维持此前将各公司长期投资收益率基准下降 50BP 的估值假设；同时针对各公司经营表现的波动大小使用不同风险贴现率；给予非寿险业务 1XPB 估值。

由于保险公司频繁调整内含价值的假设条件，使得直接计算的新业务价值增速失真，因此我们使用标准保费增速来模拟各公司的新业务价值增速。

表 2、新业务价值增速预测（使用标准保费模拟）

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010~2015E	2015~2020E	永续
中国人寿		4%	9%	11%	39%	16%	15%	8%	3%
中国平安	-3%	25%	6%	32%	32%	17%	18%	9%	3%
中国太保		3%	6%	22%	21%	11%	12%	6%	3%

数据来源：Wind，联合证券研究所。

根据以上假设进行估值，中国人寿每股价值 18.73 元，中国平安每股价值 40.17 元，中国太保每股价值 16.27 元。

表 3、公司估值		百万元，倍，百万股，元		
		中国人寿	中国平安	中国太保
A	风险贴现率	11.5%	12.5%	12.0%
B	长期投资收益率	5.0%	5.0%	4.7%
C	归属股东的净资产	132,254	74,672	49,095
D	08 年期初有效业务价值	70,685	28,720	9,794
E	07 年一年新业务价值	10,081	6,169	2,637
F	08 年标准保费增速 E	39.4%	32.5%	20.7%
$G=E \times (1+F)$	08 年一年新业务价值 E	14,052	8,173	3,183
H	有效业务价值续转率	87.7%	82.7%	85%
$I=D \times (1+A) \times H+G$	09 年期初有效业务价值 E	83,135	34,885	12,506
J	新业务乘数	22	23	20
K	股本	28,265	7,345	7,700
$L=C+I$	09 年期初内含价值	215,389	109,557	61,601
$M=L/K$	每股内含价值	7.62	14.92	8.00
$N=L+G \times J$	公司价值	529,367	295,034	125,251
$O=N/L$	P/EV	2.5	2.7	2.0
$P=N/K$	每股价值	18.73	40.17	16.27

数据来源：联合证券研究所。

注：C 为 2008 Q3 数据，H 根据历史数据测算。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。