

保险

许守德 中国准精算师

0755-82026751

xushoude@cjis.cn

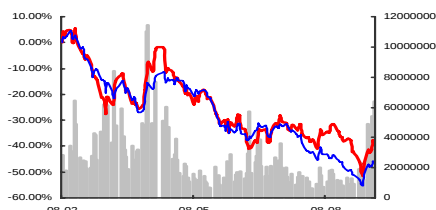
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	3
总市值(亿元)	9516
占 A 股比例(%)	5.28%
平均市盈率(倍)	39.24

行业表现

(%)	1M	3M	6M
保险	8.86	14.42	-18.69
上证综合指数	10.27	14.46	-10.56



相关报告

行业报告--关于降息影响的点评

11/27/2008

保险行业 2009 年投资策略--盈利能力有保证, 行业前景值得期待

12/26/2008

保险行业月报(200901)

看好

09 年基本面显著转好的判断不变, 但 1 月“开门红”略有隐忧

我们在 08 年 11 月 27 日的降息点评报告中认为, 本轮降息对保险行业是利好。主要原因是, 虽然新增保费面临资产配置的压力, 但存量资产由于在 07-08 年配置较高到期收益率的债券, 降息通道下的盈利水平将会显著提高。这个比较乐观的判断是建立在两大前提的基础上: 一是保险公司给客户的回报率大幅下降; 二是新单业务保持零增长或适度萎缩。因此, 09 年 1 月各保险公司保费“开门红”, 虽然不少人在津津乐道, 但在我们看来却是略有隐忧。

投资要点:

- 1 月寿险保费名义增速大幅低于往年同期, 但若考虑春节因素, 按工作日折算, 日均寿险保费增速仍较为惊人。09 年 1 月, 全行业实现寿险保费 839 亿元, 较去年同期的 763 亿元, 仅增长 10.0%, 但由于正值春节放假, 本月实际工作日仅 17 天, 较去年同期的 22 天少 5 天。按日均寿险保费计算, 同比增速实际上为 42.4%, 此增速较为惊人。我们认为, 保费增长加大了保险公司资产配置的压力。
- 万能险结算利率的下调较为缓慢。有的公司万能险结算利率仍保持高位, 如平安 1 月的结算利率仍维持 5.25%; 有的公司虽有下调, 但下调的幅度仍然不够, 如国寿、太保下调万能险结算利率至 3.85%, 仍高于 05-06 年低息环境的结算政策。我们认为, 09 年的低息环境是保险公司下调结算利率的绝好机会, 只有这样, 保险公司才能获取稳定的长期利差。如果保险公司没有抓住这种机遇, 则未来要实现内含价值的假设将会难上加难。
- 基于上述两个因素, 我们对 09 年 1 月的看法是经营表现不容乐观。但考虑到保险公司在 1 月份有冲保费的传统, 以及今年可能实行“前高后低”的保费策略, 我们暂维持看好行业的评级。预计业务调整的力度在 3 月份以后会逐渐加大。
- 上市公司经营表现及其投资建议: (1) 国寿 1 月实现保费 366.41 亿元, 同比增长 19.5%, 高于市场平均; 公司 08 年抓住债券收益率较高的机会, 大量做保费并及时配置, 虽然短期形成亏损, 但长期盈利能力较有保证。维持推荐评级。(2) 平安寿实现保费 133.11 亿元, 同比增长 23.0%, 增速高于主要竞争对手; 平安产实现保费 35.80 亿元, 同比增速 11.6%, 保持平稳增长; 我们认为平安将在未上市企业股权投资有优势, 此外, 银行业务未来也会有不俗表现, 因此继续给予强烈推荐评级。(3) 太保寿实现保费 70.00 亿元, 虽同比下滑 14.2%, 但环比增速 101.7%; 太保产实现保费 41.95 亿元, 同比增速 13.6%。由于公司费差损的困境短期内很难扭转, 因此, 我们认为, 公司虽然在三只保险 A 股中最有爆发性的机会, 但目前还不是可以介入的时点。我们认为内含价值法暂不适用于太保。

股票代码	股票名称	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	投资评级
601628	中国人寿	0.99	0.41	0.56	0.66	20.44	49.59	36.30	30.80	推荐
601318	中国平安	2.05	0.07	1.02	1.16	15.68	460.14	31.58	27.77	强烈推荐
601601	中国太保	0.90	0.23	0.09	0.14	14.97	58.26	148.89	95.71	中性

目 录

一、行业动态	3
二、经营数据分析	4
2.1 保费增速大幅回落，但若考虑春节因素，保费增长仍较为惊人	4
2.2 万能险结算利率的下调步伐略显缓慢	6
三、债券到期收益率跟踪	7
四、08 年第四季度及 09 年全年业绩预测	8
4.1 09 年国寿不考虑股权类投资的全年每股收益 0.31 元，考虑股权类投资的每股收益 0.56 元	9
4.2 09 年平安不考虑股权类投资的全年每股收益 0.54 元，考虑股权类投资的每股收益 1.02 元	10
4.3 09 年太保不考虑股权类投资的全年每股收益-0.29 元，考虑股权类投资的每股收益 0.09 元	11
五、投资建议	12
附录：过去三个月的保险行业评论摘编	12

图 表

图 1 2008 年 1 月-2009 年 1 月寿险保费	4
图 2 2008 年 1 月-2009 年 1 月产险保费	5
图 3 主要寿险公司万能险结算利率	6
图 4 中债债券到期收益率	7
表 1 重点关注寿险公司保费增长及市场份额	5
表 2 重点关注产险公司保费增长及市场份额	6
表 3 主要寿险公司万能险结算利率	7
表 4 09 年 1 月首尾日中债债券到期收益率	8

一、行业动态

1、保险分类监管制度正式实施，D类保险公司风险等级最高或将遭遇整顿接管等严厉监管措施。在总结前一阶段分类监管工作的基础上，中国保监会今天同时公布两项通知，决定从2009年1月1日起正式实施对产、寿险公司及保险专业中介机构的分类监管。

所谓分类监管，是指监管部门在对保险机构的风险进行综合评价的基础上，集中有限的监管资源，用于对风险较高公司采取有针对性的监管措施，从而实现提高监管效率、切实防范与化解行业风险的目的。按照通知要求，保监会将在每年初根据上一年度审计后的数据，对所有保险公司进行一次全面评价分类并决定对各公司采取监管措施。在此基础上，再根据每季度的数据评估一次，对年度评价结果和监管措施进行相应调整。2009年上半年，保监会将根据保险公司2008年末的数据进行首次分类评价。

按照监测指标，保监会依据风险等级将保险公司分为A、B、C、D四类。其中A类公司风险最低，偿付能力达标，公司治理、资金运用、市场行为等方面均正常，因而不采取特别的监管措施。B类公司风险中等，监管机构将有针对性地采取监管谈话、风险提示、限期整改、现场检查及要求提交和实施预防偿付能力不达标计划等监管措施。C类公司是指在某方面存在较大风险的公司，监管机构将采取责令增加资本金、限制向股东分红、限制董事和高级管理人员的薪酬水平和在职消费水平、限制商业性广告、限制增设分支机构、限制资金运用渠道或范围、调整负责人及有关管理人员、向董事会和监事会或主要股东通报公司经营状况等较为严厉的监管手段。对于偿付能力严重不达标，或者偿付能力虽然达标，但公司治理、资金运用、市场行为等至少一个方面存在严重问题的D类公司，监管机构除可采取对B、C类公司的监管措施外，还可以采取整顿、接管或中国保监会认为必要的其他监管措施。（摘自20090104《金融时报》）

短评：保险行业的分类监管目的与证券行业有所不同，后者与业务的审批挂钩，而前者更像是风险预警机制。

2、保监会发布《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》。主要要求如下：（一）“统一执行，一步到位”。“统一执行”是指所有保险公司，无论是否在境内、境外上市，均执行新的统一的会计政策；“一步到位”是指保险公司在编制2009年年度财务报告时，对目前导致境内外会计报表差异的各项会计政策同时进行变更。（二）包括境内、境外上市保险公司在内的所有保险公司，编制2009年年度境内、境外财务报告时应遵循以下会计政策：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。重大保险风险测试标准、保费分拆标准、新准备金评估标准另行发布。在上述新标准发布实施前，各公司暂按目前会计政策核算，待新标准实施后，再对以前年度数据进行追溯调整。

短评：即便有再多的“看好”理由，这种做帐规则的变化也只是数据记录而已，对行业及公司的基本面不会产生任何影响。至于有的认为会对业务结构形成“指挥棒”的效果，个人觉得效果有多大，值得商榷。

3、中期票据酝酿“迎客”保险机构。保监会资金运用监管部主任孙建勇上周末在“2009 中国财富与资产管理论坛”上表示，正在考虑调整保险投资结构，实行新的政策组合，包括“增加债券投资品种，提高债券投资比例，逐步开放一些无担保债券和资产证券化发展”。

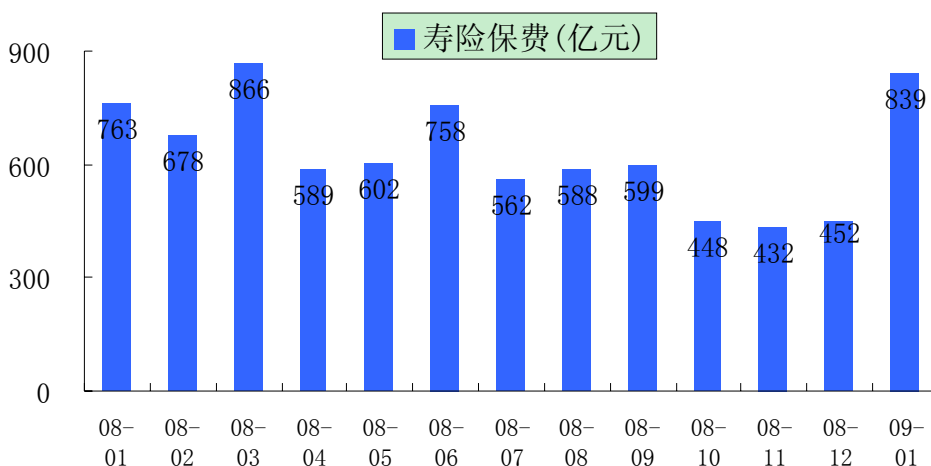
短评：允许投资无担保债券，虽然会加大保险公司的资产风险，但多个选择终归是好事。

二、经营数据分析

2.1 保费增速大幅回落，但若考虑春节因素，保费增长仍较为惊人

09 年 1 月，全行业实现寿险保费 839 亿元，较去年同期的 763 亿元，仅增长 10.0%，但由于正值春节放假，本月实际工作日仅 17 天，较去年同期的 22 天少 5 天。按日均寿险保费计算，同比增速实际上为 42.4%，此增速较为惊人。我们认为，保费增长加大了保险公司资产配置的压力。

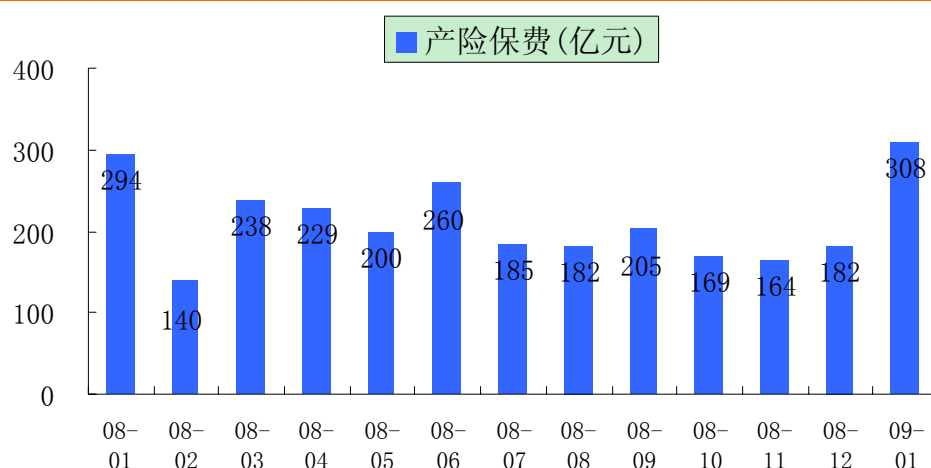
图 1 2008 年 1 月-2009 年 1 月寿险保费



资料来源：保监会、中投证券研究所

09 年 1 月，全行业实现寿险保费 308 亿元，较去年同期的 294 亿元，仅增长 5.1%。导致增长的原因可能是市场的规范、新车数量的增加等。

图2 2008年1月-2009年1月产险保费



资料来源：保监会、中投证券研究所

重点关注公司方面：

国寿1月实现保费366.41亿元，同比增长19.5%，高于市场平均；平安寿实现保费133.11亿元，同比增长23.0%，增速高于主要竞争对手；平安产实现保费35.80亿元，同比增速11.6%，保持平稳增长；太保寿实现保费70.00亿元，虽同比下滑14.2%，但环比增速101.7%；太保产实现保费41.95亿元，同比增速13.6%。

表1 重点关注寿险公司保费增长及市场份额

单位：百万元

	07年12月		08年12月		09年1月		09年1月	
	保费	份额	保费	份额	保费	份额	同比增长	环比增长
国寿	196,611	39.7%	295,591	40.3%	36,641	43.7%	19.5%	
平安	79,177	16.0%	101,178	13.8%	13,311	15.9%	23.0%	
太保	50,687	10.2%	66,092	9.0%	7,000	8.3%	-14.2%	101.7%
新华	32,606	6.6%	55,683	7.6%	5,261	6.3%	10.4%	
泰康	34,237	6.9%	57,745	7.9%	6,939	8.3%	-20.4%	
人保寿险	4,359	0.9%	28,812	3.9%	4,456	5.3%		
人保健康	2,605	0.5%	13,777	1.9%	292	0.3%		
太平人寿	15,842	3.2%	18,910	2.6%	1,962	2.3%	2.4%	
其他中资	39,194	7.9%	59,869	8.2%	5,187	6.2%	15.2%	
中资小计	455,317	92.0%	697,657	95.1%	81,049	96.6%	13.6%	
友邦	8,896	1.8%	7,581	1.0%	617	0.7%	-23.0%	
中英	3,536	0.7%	3,852	0.5%	255	0.3%	-36.3%	
信诚	3,012	0.6%	3,714	0.5%	367	0.4%	1.1%	
其他外资	24,135	4.9%	20,953	2.9%	1,629	1.9%	-52.1%	
外资小计	39,580	8.0%	36,100	4.9%	2,868	3.4%	-42.2%	
合计	494,897	100.0%	733,757	100.0%	83,917	100.0%	10.0%	

资料来源：保监会、中投证券研究所

表 2 重点关注产险公司保费增长及市场份额

单位：百万元

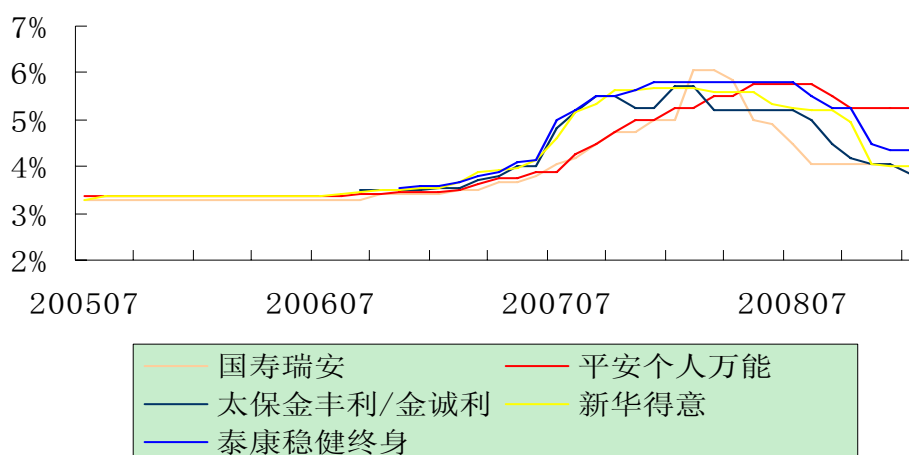
	07 年 12 月		08 年 12 月		09 年 1 月		09 年 1 月	
	保费	份额	保费	份额	保费	份额	同比增长	环比增长
人保	88,592	42.5%	101,656	41.6%	13,484	43.7%	6.1%	
太保	23,433	11.2%	27,817	11.4%	4,195	13.6%	15.2%	
平安	21,450	10.3%	26,751	10.9%	3,580	11.6%	12.7%	
国寿财	786	0.4%	5,343	2.2%	723	2.3%	95.4%	
大地	10,028	4.8%	9,424	3.9%	1,290	4.2%	2.2%	
中华联合	18,311	8.8%	19,125	7.8%	1,966	6.4%	-17.1%	
太平	3,414	1.6%	4,261	1.7%	452	1.5%	-3.3%	
民安	462	0.2%	940	0.4%	136	0.4%	40.9%	
中银	508	0.2%	1,597	0.7%	158	0.5%	33.2%	
其他中资	39,752	19.1%	46,423	19.0%	4,727	15.3%	-4.4%	
中资小计	206,227	98.8%	241,741	98.8%	30,553	99.1%	5.2%	
美亚	830	0.4%	847	0.3%	97	0.3%	-14.9%	
其他外资	1,591	0.8%	2,037	0.8%	195	0.6%	-8.0%	
外资小计	2,421	1.2%	2,884	1.2%	291	0.9%	-10.4%	
合计	208,648	100.0%	244,625	100.0%	30,845	100.0%	5.1%	

资料来源：保监会、中投证券研究所

2.2 万能险结算利率的下调步伐略显缓慢

有的公司万能险结算利率仍保持高位，如平安 1 月的结算利率仍维持 5.25%；有的公司虽有下调，但下调的幅度仍然不够，如国寿、太保下调万能险结算利率至 3.85%，仍高于 05-06 年低息环境的结算政策。我们认为，09 年的低息环境是保险公司下调结算利率的绝好机会，只有这样，保险公司才能获取稳定的长期利差。如果保险公司没有抓住这种机遇，则未来要实现内含价值的假设将会难上加难。

图 3 主要寿险公司万能险结算利率



资料来源：各寿险公司网站、中投证券研究所

表 3 主要寿险公司万能险结算利率

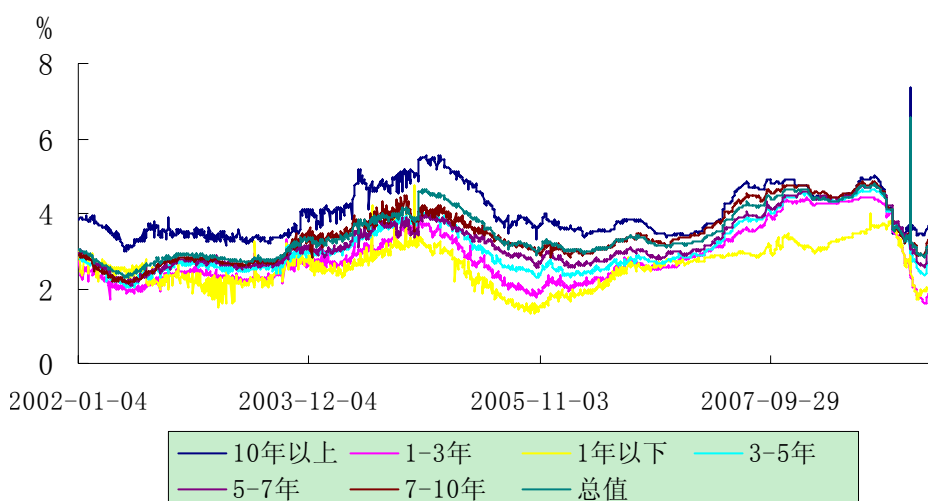
	国寿瑞安	平安个人万能	太保金丰利/金诚利	新华得意	泰康稳健终身
200801	5.00%	5.25%	5.70%	5.66%	5.80%
200802	6.05%	5.25%	5.70%	5.66%	5.80%
200803	6.05%	5.50%	5.20%	5.60%	5.80%
200804	5.85%	5.50%	5.20%	5.60%	5.80%
200805	5.00%	5.75%	5.20%	5.60%	5.80%
200806	4.90%	5.75%	5.20%	5.35%	5.80%
200807	4.50%	5.75%	5.20%	5.25%	5.80%
200808	4.05%	5.75%	5.00%	5.20%	5.50%
200809	4.05%	5.50%	4.50%	5.20%	5.25%
200810	4.05%	5.25%	4.20%	4.95%	5.25%
200811	4.05%	5.25%	4.05%	4.05%	4.50%
200812	4.05%	5.25%	4.05%	4.00%	4.35%
200901	3.85%	5.25%	3.85%	4.00%	4.35%

资料来源：各寿险公司网站、中投证券研究所

三、债券到期收益率跟踪

本月各期限的债券到期收益率都有一定的提升，大致在 20 个基点左右。10 年期以上的到期收益率提高至 3.66%，仍与保险公司的长期资金成本率有一定的差距。我们预计保险公司的长期资金成本率在 3.8%-4.2%之间。

图 4 中债债券到期收益率



资料来源：中债网、中投证券研究所

表 4 09 年 1 月首尾日中债债券到期收益率

日期	2008-12-31	2009-01-24	2009-02-24
1 年以下	1.8161	2	1.9014
1-3 年	1.7538	1.7706	1.8261
3-5 年	2.4344	2.6375	2.7414
5-7 年	2.6445	2.9446	3.0652
7-10 年	2.9148	3.2321	3.3098
10 年以上	3.4744	3.6562	3.826
总值	2.9105	3.1097	3.2295

资料来源：中债网、中投证券研究所

四、08 年第四季度及 09 年全年业绩预测

主要假设如下：

- 1、假设新增保费的收益与成本持平；
- 2、09 年预测是建立在 08 年三季度末数据的基础上；
- 3、09 年分红险支付利率 2.5%（即红利评估利率 6.05%），万能险结算利率 3.3%。

4.1 09年国寿不考虑股权类投资的全年每股收益0.31元， 考虑股权类投资的每股收益0.56元

	09年每季度预测	08Q4 预测	07至08Q3 季度平均
准备金:			
传统险(剔除利差损保单)	88,328	88,328	78,124
利差损保单			
分红险	618,298	618,298	525,258
万能险	29,443	29,443	17,638
长期健康险	7,952	7,952	4,587
长期健康分红险	0	0	0
合计	744,021	744,021	625,606
资金成本率:			
利差损保单			0.00%
分红险	1.25%	1.63%	1.86%
万能险	0.83%	1.01%	1.24%
其他	0.63%	0.63%	0.64%
资金成本:			
传统险(剔除利差损保单)	552	552	495
利差损保单	0	0	
分红险	7,729	10,047	9,770
万能险	243	298	219
长期健康险	50	50	30
长期健康分红险	0	0	
合计	8,573	10,947	10,515
投资资产:			
存款	229,311	229,311	225,576
债券	524,532	524,532	424,712
股权类	115,421	115,421	132,968
其他	18,818	18,818	16,805
合计	888,082	888,082	800,061
投资收益率:			
存款	0.76%	0.92%	1.07%
债券	1.11%	1.11%	1.07%
股权类	2.00%	-1.50%	6.61%
其他			
投资收益:			
存款	1,750	2,107	2,424
债券	5,816	5,816	4,524
股权类	2,308	-1,731	8,787
其他	0	0	
合计	9,874	6,191	15,735
其中: 投连险			
利差	1,301	-4,756	5,220
死差和正常增速下的费差	1,791	1,569	1,569
增速下滑的费差扩大	1,211		
寿险以外业务剔除投资收益的利润			
利润总额	4,302	-3,187	6,788
法定税率计算的所得税	1,075	-797	
免税收入的影响	-727	-727	
季度净利润预测	3,953	-1,663	5,937
不考虑股权类投资的每股收益	0.08	-0.01	-0.03
考虑股权类投资的每股收益	0.14	-0.06	0.21

资料来源: 中投证券研究所

4.2 09年平安不考虑股权类投资的全年每股收益0.54元， 考虑股权类投资的每股收益1.02元

	09年每季度预测	08Q4 预测	07至08Q3 季度平均
准备金:			
传统险(剔除利差损保单)	39,019	39,019	26,050
利差损保单	107,125	107,125	102,913
分红险	114,968	114,968	108,317
万能险	49,140	49,140	36,371
长期健康险	32,354	32,354	28,017
长期健康分红险	10,387	10,387	8,569
合计	352,993	352,993	310,236
资金成本率:			
利差损保单	1.63%	1.63%	1.58%
分红险	1.25%	1.63%	2.07%
万能险	0.83%	1.31%	1.30%
其他	0.63%	0.63%	0.65%
资金成本:			
传统险(剔除利差损保单)	244	244	174
利差损保单	1,741	1,741	1,622
分红险	1,437	1,868	2,246
万能险	405	645	473
长期健康险	202	202	179
长期健康分红险	130	169	179
合计	4,159	4,869	4,873
投资资产:			
存款	108,737	108,737	112,196
债券	223,841	223,841	189,905
股权类	109,927	109,927	97,357
其他	16,723	16,723	19,138
合计	459,228	459,228	418,595
投资收益率:			
存款	0.52%	0.58%	0.64%
债券	1.18%	1.18%	1.15%
股权类	1.00%	1.50%	4.79%
其他			
投资收益:			
存款	566	632	720
债券	2,633	2,633	2,178
股权类	1,099	1,649	4,663
其他	0	0	
合计	4,298	4,914	7,561
其中: 投连险			1,628
利差	139	45	1,060
死差和正常增速下的费差	608	528	528
增速下滑的费差扩大	918		
寿险以外业务剔除投资收益的利润	349	349	349
利润总额	2,015	922	1,937
法定税率计算的所得税	403	231	
免税收入的影响	-263	-329	
季度净利润预测	1,875	1,021	2,150
不考虑股权类投资的每股收益	0.14	-0.04	-0.10
考虑股权类投资的每股收益	0.26	0.14	0.29

资料来源: 中投证券研究所

4.3 09 年太保不考虑股权类投资的全年每股收益-0.29 元，考虑股权类投资的每股收益 0.09 元

	09 年每季度预测	08Q4 预测	07 至 08Q3 季度平均
准备金:			
传统险(剔除利差损保单)	74,409	74,409	71,994
利差损保单	42,252	42,252	39,322
分红险	51,167	51,167	43,392
万能险	36,840	36,840	18,861
长期健康险	8,247	8,247	6,523
长期健康分红险	0	0	0
合计	212,915	212,915	180,091
资金成本率:			
利差损保单	1.63%	1.63%	1.65%
分红险	1.25%	1.63%	1.71%
万能险	0.83%	1.03%	1.44%
其他	0.63%	0.63%	0.63%
资金成本:			
传统险(剔除利差损保单)	465	465	455
利差损保单	687	687	648
分红险	640	831	740
万能险	304	378	271
长期健康险	52	52	42
长期健康分红险	0	0	0
合计	2,147	2,412	2,156
投资资产:			
存款	86,855	86,855	85,617
债券	147,403	147,403	137,167
股权类	36,841	36,841	51,139
其他	2,611	2,611	5,503
合计	273,710	273,710	279,427
投资收益率:			
存款	0.57%	0.68%	0.79%
债券	1.12%	1.12%	0.88%
股权类	2.50%	-2.00%	6.87%
其他			
投资收益:			
存款	492	590	677
债券	1,646	1,646	1,200
股权类	921	-737	3,514
其他	0	0	
合计	3,059	1,498	5,391
其中: 投连险			
利差	912	-914	3,235
死差和正常增速下的费差	-1,561	-1,318	-1,318
增速下滑的费差扩大	598		
寿险以外业务剔除投资收益的利润	0	0	-264
利润总额	-51	-2,231	1,654
法定税率计算的所得税	-13		
免税收入的影响	-206		
季度净利润预测	167	-2,231	1,578
不考虑股权类投资的每股收益	-0.07	-0.20	-0.16
考虑股权类投资的每股收益	0.02	-0.30	0.21

资料来源: 中投证券研究所

五、投资建议

国寿 08 年抓住债券收益率较高的机会，大量做保费并及时配置，虽然短期形成亏损，但长期盈利能力较有保证。维持推荐评级。虽然股价偏贵，但公司没有利差损的包袱、业务结构简单、网点庞大以及拥有政府背景等优势，决定着公司享有一定的溢价。我们认为从配置的角度，完全可以考虑。

平安将在未上市企业股权投资有优势，此外，银行业务未来也会有不俗表现，因此继续给予强烈推荐评级。但也要注意目前股价隐含的新业务倍数比较合适，未来往上冲可能有一定的压力。但二级市场股价只要有调整，就是介入的机会。

太保费差损的困境短期内很难扭转，因此公司虽然在三只保险 A 股中最有爆发性的机会，但目前还不是可以介入的时点。我们认为内含价值法暂不适用于太保。

附录：过去三个月的保险行业评论摘编

20081120 三家险企保费公告小评:保险业务下滑的趋势会持续,对保险公司帐面业绩改善有帮助

近期，太保、国寿和平安陆续发布 10 月份保费公告。总体情况大体是：太保业务以银保渠道为主，银保业务又是当前监管重点，其业务下滑是必然。其中，万能险结算利率下调是导火索。国寿业务以分红险为主，其分红政策要在年底才确定，因此，前期公司大幅下调万能险结算利率并没有给业务造成很大的影响，仅仅是增速略有下滑。平安万能险是公司寿险业务的支柱之一，万能险结算利率前期下调的还不多，目前仍高于同业 1-2 个百分点，因此其业务仍维持平稳的增长。

我们判断：下一阶段保险公司会采取收缩的业务策略，保费下滑的趋势会持续下去，而这种做法对保险公司帐面业绩的改善有好处，原因有两点：

1、明年债券收益率可能不高，业务增长不仅要支付较高的结算利息，还会增加保险公司资产配置的压力。

2、根据会计准则，保单获取费用不能资本化，必须计入当期支出，基于这个原因，业务收缩会减轻首年亏损效应的影响，对帐面业绩改善有一定的作用。

20081124 中投证券关于保险股的评论

我们认为，目前能够影响保险股股价的只有两个因素：一个是保险公司盈利能力；另一个是小非。除了部分小非套现意愿较强之外，大部分小非归根结底也是担心保险公司的盈利问题。所以，归纳一下，其实只有一个：盈利能力。

关于保险公司盈利的担忧，市场影响最大的观点是，债券收益率曲线过于平坦，保险公司利润受到挤压，利差倒挂严重。这种观点认为，只有长期限的债券收益率高于短期限的债券收益率，保险公司才能获取盈利。

对此观点，我们难表赞同。

首先，保险公司经营的是长期保单，用短期的视角来解释保险公司的盈利，并不恰当。

其次，债券收益率曲线平坦也好，陡峭也罢，最多只能影响新增资金，而目前能够影响保险公司盈利的是存量资产，因为存量资产规模远大于新增资金。

再次，可能因为万能险结算利率下调幅度不大，导致利润受到挤压，对帐面业绩较为不利，但如果保险公司获取的大量保费收入有足够的高息资产配置，那短期的挤压换取长期的利润井喷，这未必不是一桩好的买卖。

我们认为：

保险公司的利润并非来自于“期限差”，而是“时间差”，即在债券收益率高的时候积极配置高息债券，债券收益率低的时候，保险公司就可以获取丰厚的利差。就目前而言，保险公司的定期存款、债券规模较大，收益率较高，除太保及其他公司以外，保险公司的业绩仍然乐观。

关于投资建议方面，我们认为投资保险股应该结合公司的业绩表现、股价低廉程度、未来增长潜力等因素选择具体的品种。

排序：平安（强烈推荐）>国寿（推荐）>太保（中性）

对于平安，过去我们曾试图去寻找它的股价底部，而如今在此价位下，我们认为，寻找股价底部已毫无意义。从内含价值的角度，目前股价对应的新业务倍数很低，即使保持零增长，个别年份适当下滑，目前的股价也可支撑。

有的投资者认为，为什么非要给保险股特别安上内含价值的概念，我们很赞同这个观点，内含价值模型只是工具，并非教条，一成不变，投资者完全可以灵活使用。比如，为便于同其他行业作比较，可以将有效业务价值和新业务

价值合并理解为“未来价值”。但若是合并，在与其他行业做比较的时候必须注意几点：1、成长性不一样，未来价值不仅有一年新业务价值的增长，也包括有效业务价值的逐年累积。2、准确性不一样，有效业务价值是基于生命表测算，由于规模庞大，一般可以符合大数定律，结果较为准确。3、未实现的部分比实现的部分多得多。有的将保险合同的长期性跟工程合同作比较，这也是一种思路，但需要注意保险合同期限远比工程合同长。4、如果要比较保险公司和其他行业的 EPS，需务必考虑分红特储、平滑准备金及首年亏损效应的影响。

20081126 中投证券关于降息对保险股影响的看法

我们认为，在明年股票收益不够乐观的情况下，降息对保险公司是一大利好。原因如下：

1、保险公司存款相对于债券来说，规模很小，降息对利息收入的负面影响不大。而降息对保险公司结算利率下调会起到推进的作用，保险公司的成本会有很大的下降。

2、07-08 年保险公司通过做大业务规模，收集大量保费，从而配置了许多高息债券，这些债券在今后会为保险公司获取丰厚的利差。

3、明年股票市场是否能够反转尚未确定，债券收益率不断走低，市场难有较多的高息资产配置。保险公司做大业务的意愿性不强，新增资金资产配置的有限。

严格来说，对于保险公司而言，升息降息本身并没有利好和利空之分，主要取决于保险公司的资产结构及业务策略等因素，而在目前这种状况下，我们认为降息对保险股是一大利好。

20081128 为什么我们坚持降息对保险股是一大利好？

有些投资者担心保险公司资产久期和负债久期错配，导致降息利空保险股，我们的观点是，先不论这个错配是否存在，或是多大程度上存在，但在未来 2-3 年内，保险公司不会存在这种资产再投资的压力，也就是说这个问题即使有，也是很遥远的事情。

关于太保，有人认为，已经具备长期投资价值。对此，我们认为，保险股要从短期和长期一起看，短期看 EPS，长期看内含价值。至于太保，虽然从内

含价值来看，股价很有吸引力，但从我们模型来看，很难看到它的盈利能力，也就是说剔除人为投资操作因素的 EPS 是很不乐观。因此，我们认为，还是要回避。我们认为，太保要等成本控制能够取得成效后，才会是投资的机会。

有的认为，保险公司目前存在严重的利差损。这个观点是不准确的，09 年分红险、万能险结算利率肯定会大幅下调，但债券收益率仍然保持较高的水平，因此，利差损将大为改善。

至于新增资金的配置压力，我们判断明年保险公司业务收缩，因此这块压力也是有限。同时由于业务收缩，费差益将会显现。

总之，基于我们对保险公司资产结构、业务策略的判断，降息对保险股是一大利好。

20081128 “过去大家认为升息对保险公司是利好，现在你认为降息也是利好，哪到底错在哪？”

过去保险公司配置的债券是低息的较多，所以加息给保险公司带来配置高息债券的机会，从而提高整体的债券收益率。但这谈不上是利好，因为在原来债券利率普遍较低的情况下，保险为了做业务，不得不支付较高的结算利率，所以呢，07 年股票收益可以掩盖这个问题，但 08 年就掩盖不了。

而如今的情况是，07-08 年保险公司及时配置了很多债券，这些债券收益率较高，按中报的数据，债券平均收益率大致在 4.5% 左右。在这种情况下，一旦降息，保险公司做业务的意愿性不强，因为没有高息资产可以配置，同时呢，结算利率大幅下调，这样保险公司就可以获得丰厚的利差。

其实，我们认为，保险公司的利润主要来源于时间差，即在债券收益率高的时候多配置高息债券，等债券收益率下降后，保险公司就可以获取丰厚的利差。而股票等其他渠道的收益只是配料，或是在低息时代起到短期抵挡的作用，从长期来看，保险公司投资收益的主要来源还是债券。

20081222 中投证券策略会总结（保险行业）

1、支持平安本轮大级别上涨的因素是什么？

市场对此莫衷一是，有的认为是法院判决有利于平安减少浮亏，有的认为是今年有望全部计提富通贬值，而我们的观点是，这些因素只能引发二级市场

股价适度反弹，但不能形成这么大级别的上涨。真正可以促成这种行情的根本性因素，其实是降息导致保险公司结算利率大幅下调，承保成本迅速下降，09年保险公司将会实现真正的盈利。

2、为什么我们坚决反对“加息是利好保险股、降息是利空保险股”这一类的观点？

加息周期给保险公司带来配置高息资产的机会，但由于保险公司结算利率跟随存款利率逐步提高，资金成本明显增加，实际上盈利能力下降，假如过去配置的债券收益率不高，股市又不好，公司立即出现亏损，根本谈不上利好。08年就是典型的例子，保险公司帐面盈利只能通过人为投资操作来实现。

降息是同样的道理。

我们认为，要判断加息或降息是利好，还是利空保险股，必须结合保险公司的资产结构、业务策略等因素综合判断。由于目前处于低息阶段，保险公司做业务的动力不强，明年结算利率必然下调，业务收缩，明年保险公司的盈利能力将会重新显现。

3、我们判断保险公司做业务动力不强的依据是什么？

这与保险公司获取长期利差的运作模式有关。从长期来看，保险公司可以获取稳定的利差。为了实现这种利差，保险公司会在债券收益率高的时候，通过大量的做业务，获取足够的资金来配置较多的高息债券，将长期收益率维持在较高的水平；在债券收益率低的时候，控制业务规模，减少新增资金摊薄存量资产收益率的影响，并通过下调结算利率，将资金成本控制在较低的水平。采用这种运作模式，保险公司可以获取稳定的长期利差。正是基于这种运作模式的理解，我们判断明年保险公司不会去硬性追求业务扩张。如果明年保险公司还是通过较高的结算利率维持业务的增长，则建议坚决看空保险股。

4、如何分析保险股？

我们认为，保险行业与其他行业有较多的不同。比如，业务增长不一定是好事情。假如在低息时期，保险公司还在大量的做业务，则资产配置压力增加，风险加大。这种做法无异于“饮鸩止渴”。还有，保险的利差与银行的息差也有天壤之别。加息周期下，银行的息差可能会扩大。而对于保险公司来说，在加息周期阶段，由于成本上升快于收益，利差其实是缩小，甚至倒挂。

要准确的分析保险股，我们的观点是，短期看 EPS，长期看内含价值。EPS 反映保险公司的盈利能力，内含价值模型用来衡量股价的低廉程度。当 EPS 亏损时，内含价值备受质疑，此时需看空。当 EPS 盈利，则内含价值会

被认可，一些低廉的股票可大胆建仓。（这里的 EPS 必须剔除人为投资操作的因素。）

5、如何看 09 年的保险行业？

我们的主要观点可以概括三句话：从行业基本面来看，由于结算利率大幅下调，09 年保险公司将实现真正的盈利；从内含价值来看，目前保险股股价对应的新业务倍数不高，显示股价较为低廉；从前景来看，保险行业仍充满期待，如未上市股权投资、税收改革等。

维持保险行业跑赢大盘的评级。个股上，强烈推荐平安，推荐国寿。而建议回避太保，原因是我们估计太保很难在 09 年出现实实在在的盈利。

6、什么价位下是再建仓平安的机会？

我们在 11 月 24 日的邮件提及：“对于平安，过去我们曾试图去寻找它的股价底部，而如今在此价位下，我们认为，寻找股价底部已毫无意义。”目前维持我们的看法。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

许守德, 中投证券研究所非银行金融行业分析师, 经济学学士、经济学硕士, 5 年行业经历。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国平安、中信证券、中国太保等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434