

保险

许守德 中国准精算师

0755-82026751

xushoude@cjis.cn

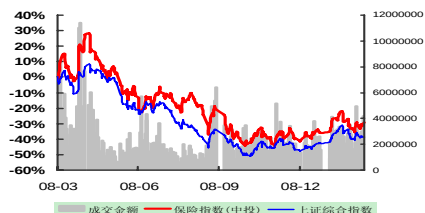
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	3
总市值(亿元)	10415
占 A 股比例(%)	5.38%
平均市盈率(倍)	58.54

行业表现

(%)	1M	3M	6M
保险	13.41	26.22	-3.60
上证综合指数	14.27	28.18	5.75



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

月报--09 年基本面显著转好的判断不变, 但 1 月“开门红”略有隐忧

02/27/2009

09 年 2 季度投资策略--在业务的进与退中权衡保险股的投资机会

03/20/2009

保险行业月报 (200902)

看好

2 月保费收缩迹象明显, 对实现长期利差较为有利

2 月寿险保费表面上增速高于 1 月, 但若剔除平安及考虑春节因素, 实际增速大幅回落。按工作天数换算, 日均寿险保费出现下降, 显示业务明显收缩。

投资要点:

- **保费增速略高于 1 月, 但若剔除平安及考虑春节因素, 则保费增速明显下降。**09 年 2 月, 全行业实现寿险保费 800.39 亿元, 较去年同期的 678.41 亿元, 增长 18.0%。但如果剔除平安, 则保费增速为 10.8%, 仅略高于 1 月 10.0% 的增速。若再考虑春节因素, 按工作天数换算, 日均保费则为下降, 降幅在 15% 左右。
- **万能险结算利率 2 月仅平安下调, 总体仍然偏高。**除平安下调万能险结算利率外, 其他公司基本维持不动。总的来说, 各家公司的万能险结算利率偏高, 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。
- **中长期债券收益率仍然偏低。**本月长期限债券的到期收益率有一定的抬升, 大致在 10-20 个基点左右; 短期限债券的到期收益率略有下降。债券收益曲线略为陡峭些。但 10 年期以上的到期收益率在 3.82%, 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。
- **投资建议:**我们预计 09 年低息环境持续, 寿险公司的成本大幅下降, 业务趋于收缩, 盈利能力将会显著改善。因此, **09 年寿险股作为防御配置的股票十分合适**, 维持看好的行业评级。但由于寿险公司内含价值的长期利差假设的实现与业务策略能否跟随债券市场变化进行调整有关, 我们也建议**投资者高度关注寿险公司在 09 年可能采取扩张业务策略带来的风险**。目前我们对三只保险股的投资排序具体为: 国寿 (推荐) > 平安 (推荐, 下调) > 太保 (中性)。

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	0.36	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	推荐(下调)
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	3
2.1 保费增速略高于 1 月，但若剔除平安及考虑春节因素，则保费增速明显下降.....	3
2.2 万能险结算利率 2 月仅平安下调，总体仍然偏高.....	6
三、债券到期收益率跟踪	7
四、投资建议	8
附录：寿险公司怎样实现长期利差？	8

图 表

图 1 2008 年 1 月-2009 年 2 月寿险保费	4
图 2 2008 年 1 月-2009 年 2 月产险保费	4
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.....	5
表 3 主要寿险公司万能险结算利率	6
表 4 09 年 1 月首尾日中债债券到期收益率.....	7

一、行业动态

保监会要求寿险公司加快业务结构调整。

内容主要包括:

1、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。

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。

3、鼓励消费者长期持有保单，或鼓励消费者持续交费。万能保险、投资连结保险可以提供持续奖金。但按照账户价值、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。按照当期期交保险费的一定比例给付的持续奖金，可在投保人交纳第 2 期保险费时开始给付，给付比例应不得高于当期期交保险费的 2%，未交纳期交保险费的保单年度不应给付持续奖金。

(摘自 20090210《中国保险报》)

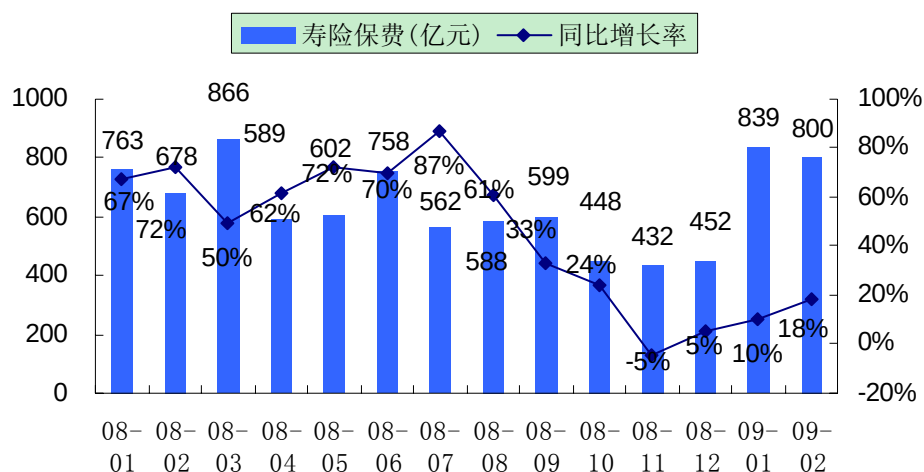
短评：本规定的立足点是鼓励期缴保费，从而错开资产集中配置的压力。在债券收益率处于低位的时期，这种尽量限制当期保费的做法符合我们一再强调的“寿险保费增速比须根据债券市场变化进行调整”的经营要求，对寿险公司未来实现长期利差的假设较为有利，显示监管者较高的监管水准。

二、经营数据分析

2.1 保费增速略高于 1 月，但若剔除平安及考虑春节因素，则保费增速明显下降

09 年 2 月，全行业实现寿险保费 800.39 亿元，较去年同期的 678.41 亿元，增长 18.0%。但如果剔除平安，则保费增速为 10.8%，仅略高于 1 月 10.0% 的增速。若再考虑春节因素，按工作天数换算，日均保费则为下降，降幅在 15% 左右。

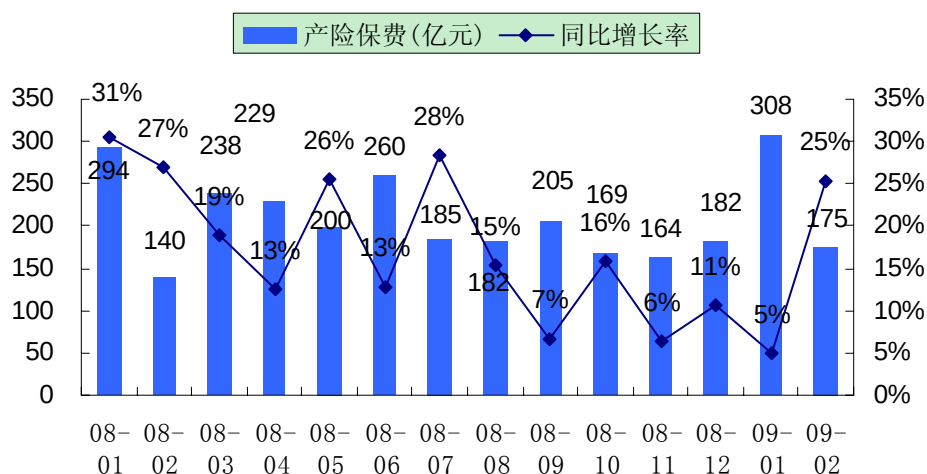
图 1 2008 年 1 月-2009 年 2 月寿险保费



资料来源：保监会、中投证券研究所

09 年 2 月，全行业实现产险保费 175.10 亿元，较去年同期的 139.83 亿元，仅增长 25.2%。导致增幅较大的原因很可能是春节因素。

图 2 2008 年 1 月-2009 年 2 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 2 月实现保费 305.33 亿元，同比增长 5.2%，低于市场平均。平安寿实现保费 140.06 亿元，同比增长 69.8%，增速大幅高于同业；平安产实现保费 21.65 亿元，同比增速 30.5%，增速略大。太保寿实现保费 60.89 亿元，同比虽下降 14.9%，但与去年下半年比，月规模保持适度偏高的水平；太保产实现保费 20.89 亿元，同比增速 21.5%。

国寿增速下滑跟业务结构调整有很大的关系。银保渠道方面，限制银行趸交产品，发展银保期缴业务；个险渠道方面，停售三年缴产品，减少 5-9 年期业务的计划占比，加大对 10 年缴以上业务的考核力度。

平安增速较大，与公司结算利率保持高位以及主推一些期限较短的储蓄性产品有关，如三年期“平安富贵人生两全保险”等。

关于国寿和平安业务策略的不同，很多人认为一个快一个慢，实际上这只是表面现象，不足以说明其背后深层次的区别。国寿在 08 年债券收益率高的环境下，大量的做业务；09 年债券收益率低，公司便适当的收缩业务。这种策略体现出公司跟随债券市场波动调整业务策略的“顺势而为”。相反，平安 08 年采取稳健的业务策略，09 年却显得较为激进，显然是无视债券市场变化的“逆市而动”。

国寿的顺势而为的策略有助于公司实现内含价值中长期利差的假设。而平安的业务策略刚好相反，除非在债券以外的投资大赚一把，否则长期利差恐怕很难实现。这就是两者的根本性区别。

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 1-12 月		08 年 1-12 月		09 年 1-2 月		同比增长	2 月环比
	保费	份额	保费	份额	保费	份额		
国寿	196,611	39.7%	295,591	40.3%	67,174	41.0%	12.6%	
平安	79,177	16.0%	101,178	13.8%	27,318	16.7%	43.3%	
太保	50,687	10.2%	66,092	9.0%	13,089	8.0%	-14.5%	-13.0%
新华	32,606	6.6%	55,683	7.6%	11,064	6.7%	12.4%	
泰康	34,237	6.9%	57,745	7.9%	13,784	8.4%	-8.6%	
人保寿险	4,359	0.9%	28,812	3.9%	9,452	5.8%		
人保健康	2,605	0.5%	13,777	1.9%	595	0.4%		
太平人寿	15,842	3.2%	18,910	2.6%	4,208	2.6%	8.3%	
其他中资	39,194	7.9%	59,869	8.2%	10,908	6.7%	23.0%	
中资小计	455,317	92.0%	697,657	95.1%	157,593	96.1%	16.0%	
友邦	8,896	1.8%	7,581	1.0%	1,184	0.7%	-12.8%	
中英	3,536	0.7%	3,852	0.5%	647	0.4%	-7.1%	
信诚	3,012	0.6%	3,714	0.5%	627	0.4%	5.9%	
其他外资	24,135	4.9%	20,953	2.9%	3,906	2.4%	-30.3%	
外资小计	39,580	8.0%	36,100	4.9%	6,364	3.9%	-22.8%	
合计	494,897	100.0%	733,757	100.0%	163,957	100.0%	13.8%	

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 1-12 月		08 年 1-12 月		09 年 1-2 月		同比增长	2 月环比
	保费	份额	保费	份额	保费	份额		
人保	88,592	42.5%	101,656	41.6%	20,707	42.8%	11.9%	
太保	23,433	11.2%	27,817	11.4%	6,284	13.0%	17.2%	
平安	21,450	10.3%	26,751	10.9%	5,746	11.9%	18.8%	
国寿财	786	0.4%	5,343	2.2%	1,221	2.5%	102.5%	
大地	10,028	4.8%	9,424	3.9%	1,979	4.1%	5.2%	
中华联合	18,311	8.8%	19,125	7.8%	3,194	6.6%	-3.6%	

太平	3,414	1.6%	4,261	1.7%	725	1.5%	1.6%
民安	462	0.2%	940	0.4%	220	0.5%	71.9%
中银	508	0.2%	1,597	0.7%	330	0.7%	56.4%
其他中资	39,752	19.1%	46,423	19.0%	7,700	15.9%	3.2%
中资小计	206,227	98.8%	241,741	98.8%	47,777	98.8%	11.6%
美亚	830	0.4%	847	0.3%	175	0.4%	0.7%
其他外资	1,591	0.8%	2,037	0.8%	403	0.8%	10.2%
外资小计	2,421	1.2%	2,884	1.2%	578	1.2%	7.1%
合计	208,648	100.0%	244,625	100.0%	48,355	100.0%	11.6%

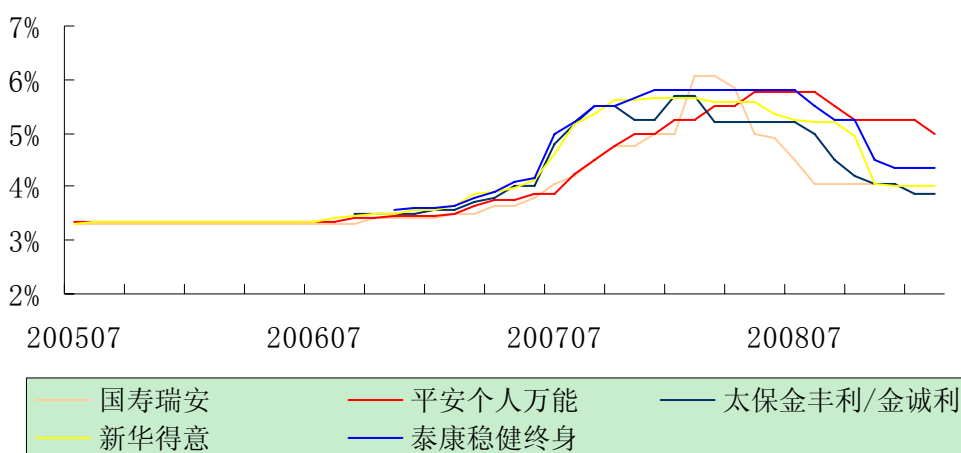
资料来源：保监会、中投证券研究所

2.2 万能险结算利率 2 月仅平安下调，总体仍然偏高

除平安下调万能险结算利率外，其他公司基本维持不动。2 月平安银行渠道的万能险结算利率由 1 月的 5.25% 下调至 4.75%，幅度较大；个人渠道由 1 月的 5.25% 下调至 5.00%，幅度偏小些。

总的来说，各家公司的万能险结算利率偏高，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%
200902	3.85%	5.00%	3.85%	4.00%	4.35%

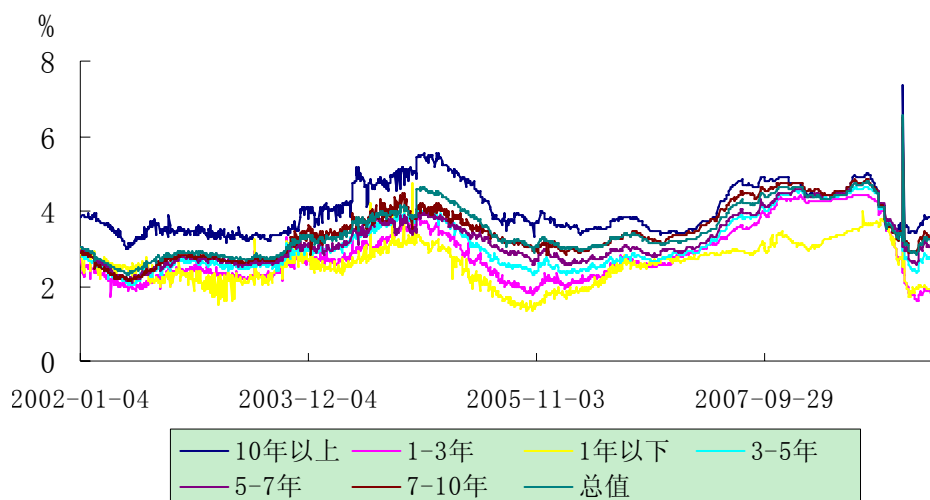
资料来源：各寿险公司网站、中投证券研究所

三、债券到期收益率跟踪

本月长期限债券的到期收益率有一定的抬升，大致在 10-20 个基点左右；短期限债券的到期收益率略有下降。债券收益曲线略为陡峭些。

但 10 年期以上的到期收益率在 3.82%，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	2009-01-24	2009-02-27	2009-03-25
1 年以下	2	1.9461	1.9549
1-3 年	1.7706	1.7852	1.7144
3-5 年	2.6375	2.7256	2.7379
5-7 年	2.9446	3.0561	3.0737

7-10 年	3.2321	3.2926	3.3011
10 年以上	3.6562	3.8211	3.8211
总值	3.1097	3.221	3.2209

资料来源：中债网、中投证券研究所

四、投资建议

我们认为，分析寿险股，短期看 EPS，长期看内含价值。EPS 反映寿险公司的盈利能力，内含价值可以用来衡量股价的低廉程度。盈利能力越强，内含价值的假设越有可能实现。

从内含价值来看，目前寿险股的估值偏贵些，但对应的新业务倍数在 20-25 倍左右，处于可以接受的范围内。从 EPS 来看，我们预计 09 年低息环境持续，寿险公司的成本大幅下降，业务趋于收缩，盈利能力将会显著改善。因此，09 年寿险股作为防御配置的股票十分合适，维持看好的行业评级。

但由于寿险公司内含价值的长期利差假设的实现与业务策略能否跟随债券市场变化进行调整有关，我们也**建议投资者高度关注寿险公司在 09 年可能采取扩张业务策略带来的风险。**

目前我们对三只保险股的投资排序具体为：国寿（推荐）>平安（推荐，下调）>太保（中性）。

附录：寿险公司怎样实现长期利差？

寿险公司怎样实现长期利差？

在债券收益率处于较高的阶段，寿险公司会大量的做业务，并及时配置长期固定利率债券，从而确保长期平均的投资收益率保持在较高的水平。在债券收益率低的阶段，寿险公司通过压缩业务或适度控制增速及大幅下调给客户的回报利率，尽量将长期平均的资金成本率压在一个较低的水平。

寿险公司在低息环境怎样控制业务或者说进行业务结构调整？

具体的说，可以将寿险公司业务分个险渠道和经代渠道来看。个险渠道的业务盈利能力比较确定，一般只是赚多赚少的问题，同时也是保证营销员队伍的稳定，因此这一块业务不存在控制的问题，无论在什么样的情形下，都是要大力发展的。或者说所谓的“控制”一般是通过变更考核体系来引导业务结构调整。而经代渠道的业务相反，手续费高，产品期限短，盈利能力不仅差，还不确定。这一块业务实际上在低息环境下就是控制的重点。

低息环境下，寿险公司做更多的保费，然后通过加大股票配置的比例，是否可以为股东获取超额的回报？

寿险公司的 80% 资产是债券和定期存款，股票所占的比重始终是有限的。此外，寿险公司的资产规模很大，购买股票更多是战略配置的需要，参与波段操作的机会很小，因此很难真正获取超额的回报。

我们认为，债券始终是寿险公司投资收益的本，股票只是起着补充的作用。如在低息环境下可以适当多配置股票，一定程度上可以弥补债券收益率不高的短板。但这种做法不能替代债券的作用，否则寿险公司就会真的成为很多人所误认为的“投资公司”。如果回顾国外的保险巨头 AIG 失败的案例，就不难理解寿险公司忘“本”的危害了。

一些公司万能险平滑准备金历史储备很好，别的公司支持不了，但它就是可以支持很高的结算利率，那这种情形下是不是可以不用控制业务？

我们认为关于平滑准备金的历史储备问题，要从它如何形成来认识。

万能险帐户平滑准备金的形成无非有两种，一种是帐户内可供出售类股票升值，没有兑现，不计入资本公积，直接增加帐户准备金负债。另一种是帐户内交易性金融资产升值或是将帐户内可供出售类资产的升值进行兑现，这种情形下，投资收益增加，同时准备金提转差也增加。无论是哪种情形，都是增加当期帐户准备金负债，而不影响当期损益。

这些年来，寿险公司手上的股票持有很多年不卖，这种现象很少见。也就是说，上述第一种情况很少了。因此保险公司的平滑准备金主要来源于第二种情况。而只要是第二种情况，则平滑准备金都会通过投资收益表现出来。现在有些公司声称储备较多，但又没看到公司总体的投资收益率很高，实际上意味着万能险帐户的储备很可能是其他帐户救济来的。

这里再强调一下，我们不是怀疑一些寿险公司在暗箱操作，或在做假账，我们只是担心在总体的投资收益率并没有很高的前提下，一些公司支付较高的结算利率，表面上万能险的长期利差可能不受影响，但其他产品的长期利差可能会受影响，从而导致内含价值的假设可能难以实现。

因此，寿险公司跟随债券市场波动调整业务策略是十分重要的。有的公司或会通过各种各样的手段或者一些似是而非的幌子试图违背这一规律，后果可能都会十分严重。

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、中国太保、中信证券等。

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