

保险行业 2009 年二季度投资策略

寿险增长已无悬念，银保业务质量改善

余晓宜 银行业 首席研究员
电话: 020-87555888-648
email: yxy2@gf.com.cn

曹恒乾 非银行金融行业 研究助理
电话: 020-87555888-419
eMail: chq@gf.com.cn

寿险保费高增长已无悬念

2009 年寿险市场与 2003 相似，虽然 2008 年银保业务增速达到 107%，但市场需求依然很旺盛，未达到饱和，**2010 年人身险保费收入突破一万亿应无悬念**，与 2000 年人身险保费收入 997 亿相比，**10 年增长 10 倍**。

高储蓄率与高居民储蓄余额推动寿险保费增长

寿险产品中储蓄含量高达 **90%以上**，是长期储蓄很好的替代品，而增长的个人财富与高储蓄率会放大这一效应。此外，**强劲增长的居民储蓄余额**（2009 年 1-2 月月均增长 9800 亿）以及**较低的利率水平**使部分存量储蓄向寿险产品转移。而中等收入阶层的出现，更是加快了这一进程。

寿险行业趋势与最新变化

寿险市场继续呈现几家大公司垄断的格局，前六家寿险公司占市场 87%的份额，这种**强者恒强的格局**的合理性在于**寿险保单的长期性**、**大公司的品牌效应**以及价格上小公司并没有特多的优势。

重点上市公司

中国人寿，预计 1-8 月维持低增长，9 月后增速提升，全年寿险保费增速预计为 **13%**，新业务价值增长 **16%**，目标价 23.1 元，给予**持有**评级。

中国平安，预计 2009 年银保业务占比提升到 25%，全年寿险保费增速预计为 **40%**，新业务价值增长 **28%**。由于**中国平安高比例的续期保费与良好的管理带来费差收益、死差收益**，预计 2008 年每股收益 0.07 元，2009 年 2.04 元，目标价 44.6 元，给予**买入**评级。

中国太保，预计 1-3 月份同比负增长，4 月份开始单月寿险保费正增长，7 月份后累计保费实现正增长，全年寿险保费增速预计为 **4%**，新业务价值增长 **8%**。目标价 19.6 元，给予**持有**评级。

风险因素

长期低利率的风险，重大灾害风险。

行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-3.05%	17.25%	-46.32%
上证综指	-4.52%	6.25%	-48.18%

目录索引

一、寿险保费高增长已无悬念.....	4
(一) 历史重现, 09年寿险市场需求旺盛.....	4
(二) 2010年人身险保费将突破一万亿.....	5
二、高储蓄率与高居民储蓄余额推动寿险保费增长.....	5
(一) 寿险产品中高储蓄含量与居民储蓄分流.....	6
(二) 高储蓄率放大分流效应, 促进寿险发展.....	6
(三) 低利率使存量居民储蓄部分向保险转移.....	7
(四) 中等收入阶层的出现.....	9
三、寿险行业趋势与最新变化.....	9
(一) 市场份额高度集中, 前六家寿险公司占87%市场份额.....	9
(二) 银保质量改善与三家上市保险公司增长的差异化.....	10
四、重点上市公司.....	11
(一) 中国人寿, 持有.....	11
(二) 中国平安, 预计保费连续两年保持40%增速, 买入.....	13
(三) 中国太保, 持有.....	15
五、风险因素.....	17
(一) 长期低利率的风险.....	17
(二) 重大灾害风险.....	17

图表索引

图1: 银行保险保费收入及预测.....	4
图2: 寿险公司单月保费收入及增速.....	4
图3: 中国人身险保费收入及预测.....	5
图4: 亚洲主要发展中国家保费的储蓄含量及国内总储蓄率(1999年).....	6
图5: 城镇居民人均可支配收入.....	6
图6: 国内总储蓄与储蓄率.....	7
图7: 居民储蓄存款余额.....	8
图8: 利率走势图.....	8
图9: 三家上市保险公司寿险市场占有率.....	9
图10: 中国人寿单月保费收入.....	10
图11: 中国太保寿险业务单月保费收入.....	10
图12: 中国平安寿险业务单月保费收入.....	11
图13: 中国人寿保费结构.....	11
图14: 中国人寿保费收入.....	12
图15: 中国人寿首年期缴标准保费及趸缴标准保费.....	12
图16: 中国平安保费结构.....	13
图17: 中国平安保费收入.....	13
图18: 中国平安首年期缴标准保费及趸缴标准保费.....	14
图19: 中国太保保费结构.....	15
图20: 中国太保保费收入.....	16

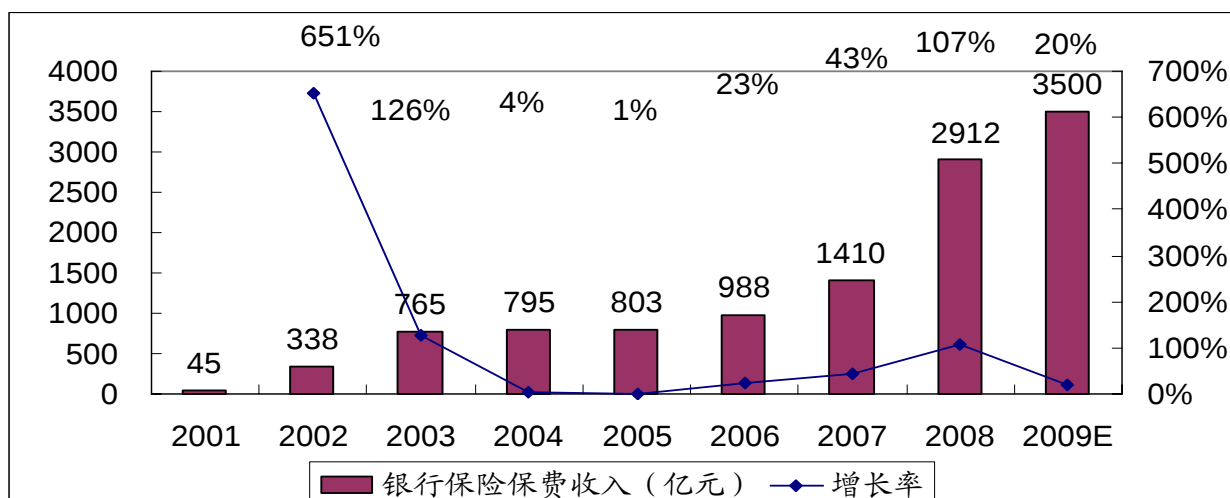
图21: 中国太保首年期缴标准保费及趸缴标准保费.....	16
图22: 日本保险行业投资收益率.....	17
表1: 2009年中国人寿估值.....	12
表2: 中国平安利润分利源分析.....	14
表3: 2009年中国平安估值.....	15
表4: 2009年中国太保估值.....	16

一、寿险保费高增长已无悬念

（一）历史重现，09年寿险市场需求旺盛

2002年，由于银保业务（主要是分红险的销售）的迅猛发展（如图1 银行保险保费收入从45亿元，上升到338亿元），带动寿险保费增长达到了十年内的最高点，同比增长60%，在之后的2003年，寿险保费依然维持了32%的增速，这主要是由于同期银行保险增长没有达到瓶颈，在保费收入在2003年增长到795亿元。

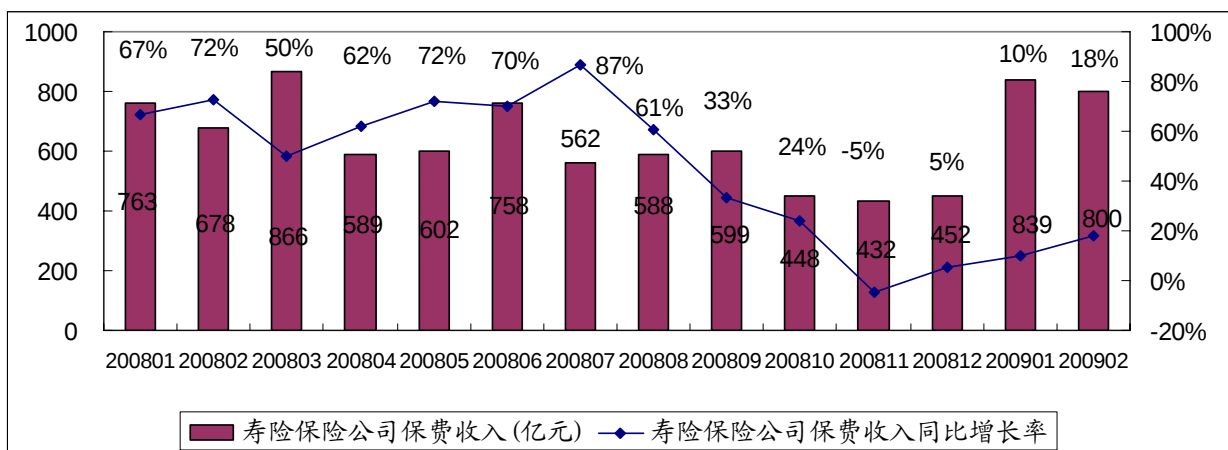
图1：银行保险保费收入及预测



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

2009年的情形与2003年相似，虽然2008年银行保险增速高达107%，但市场需求依然没有达到瓶颈，目前银保个别月份的低增长主要是由于保监会与保险公司出于稳定增长角度而对银保业务发展采取限制，而不是市场需求达到瓶颈。

图2：寿险公司单月保费收入及增速



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

(二) 2010年人身险保费将突破一万亿

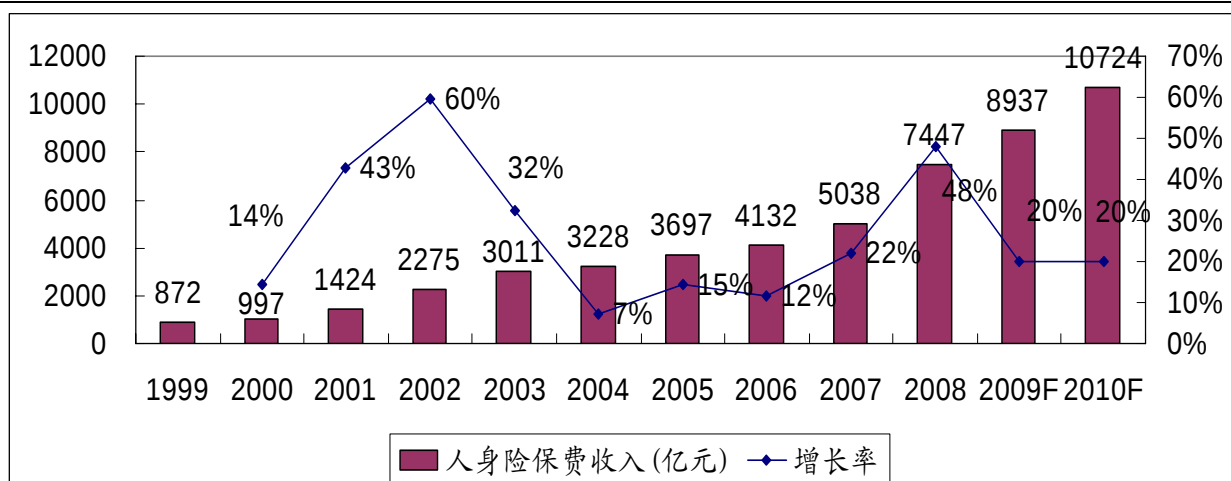
在2009年银行保险的市场份额保持不变的假设下，我们预计银行保险的增速为20%，事实上，由于市场对银保产品的需求非常旺盛，2月份部分保险公司的增长，也显示出银行保险的保费可以很迅速的增长。

我们预计2009年全年人身险保费收入8937亿元，同比增长20%，从目前寿险市场销售的情形来分析，2009年增速超过20%的几率较大。

从历史数据分析，在2002年、2003年寿险保费保持高增长之后，2004年增速较低，仅增长7%，这是由于当时银保业务在连续两年超过100%增长之后，发展出现暂时的瓶颈，而2008年银保增速超过100%之后，保险公司自我克制了银保在2009年的增长，因此2010年出现低增长的几率不大。

正是因为目前的增长并没有完全反应出市场需求的增长，而是保险公司自我克制的结果，因此对2010年的保费增长继续保持乐观，预计人身险保费收入在2010年突破1万亿应无悬念。

图3：中国人身险保费收入及预测



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

二、高储蓄率与高居民储蓄余额推动寿险保费增长

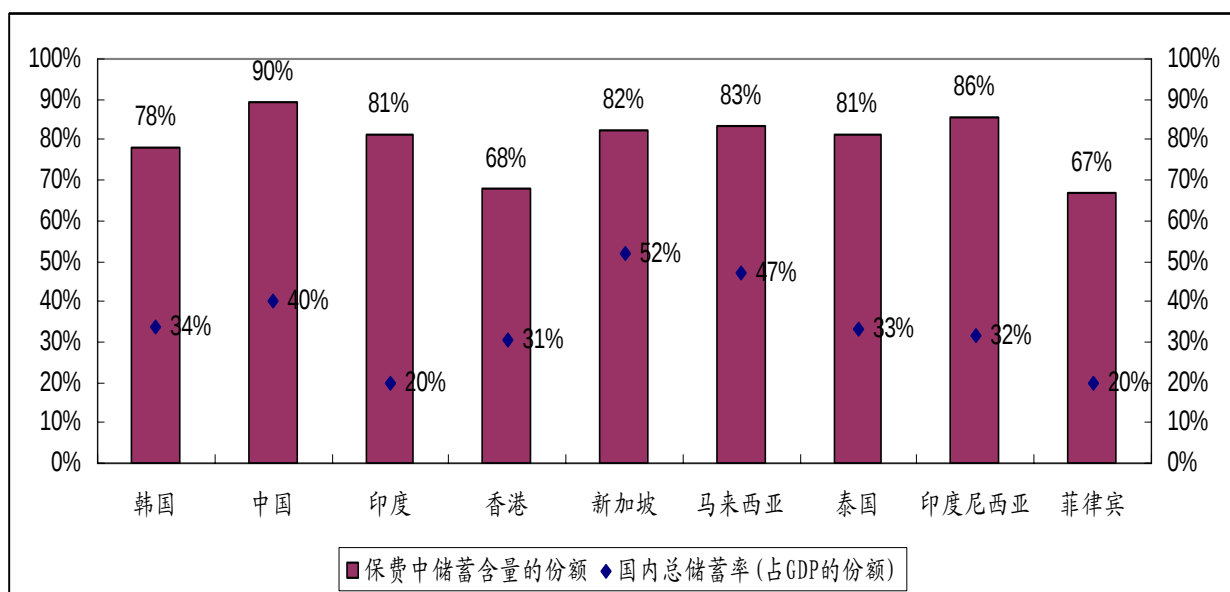
在保险行业2009年投资策略中，我们指出“目前影响我国寿险保费增长的主要因素包括经济增长、收入分配、储蓄率、人口结构、风险意识、对保险的信赖、产品提供、分销渠道、退休金制度等”。

而2009年寿险保费的增长除了经济增长等常规因素之外，主要是由于高储蓄率、高居民储蓄余额推动寿险保费的增长。

（一）寿险产品中高储蓄含量与居民储蓄分流

根据瑞士再保险公司估算的亚洲国家寿险产品中的储蓄含量，我们发现亚洲寿险产品的储蓄含量普遍较高，特别是在中国，寿险产品中储蓄含量高达90%（1999年），在1999年-2008年期间，国内又推出了万能险、投连险等具备理财功能的新险种，进一步加强了寿险产品的储蓄含量。

图4：亚洲主要发展中国家保费的储蓄含量及国内总储蓄率（1999年）

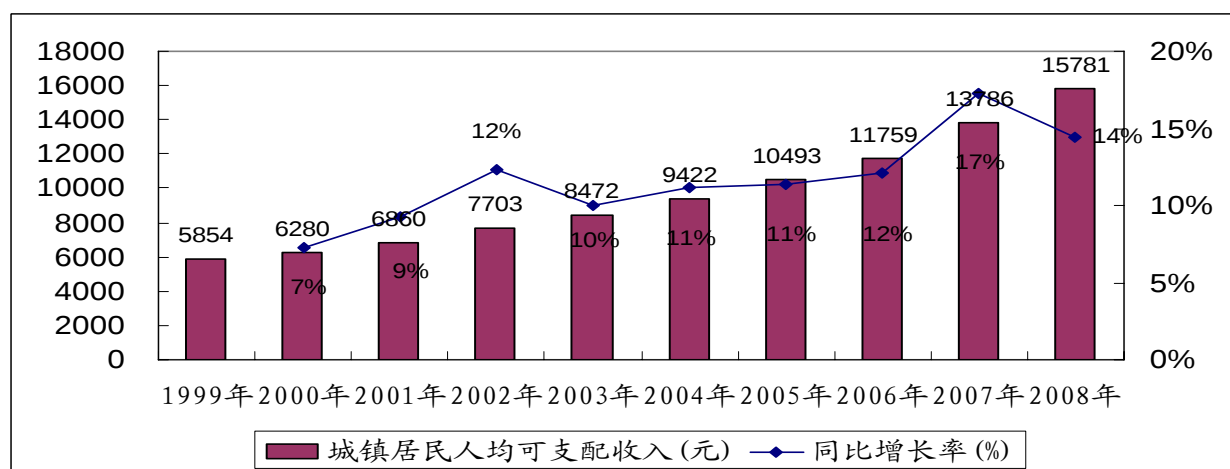


数据来源：世界银行、瑞士再保险公司、广发证券发展研究中心

（二）高储蓄率放大分流效应，促进寿险发展

从新增个人财富向储蓄的转化可以看出，寿险产品的高储蓄含量会使寿险产品代替了一部分储蓄，而增长的个人财富与高的储蓄率会放大这一效应，导致出现较高的寿险渗透度，因此高储蓄率会促进寿险业务的发展。

图5：城镇居民人均可支配收入



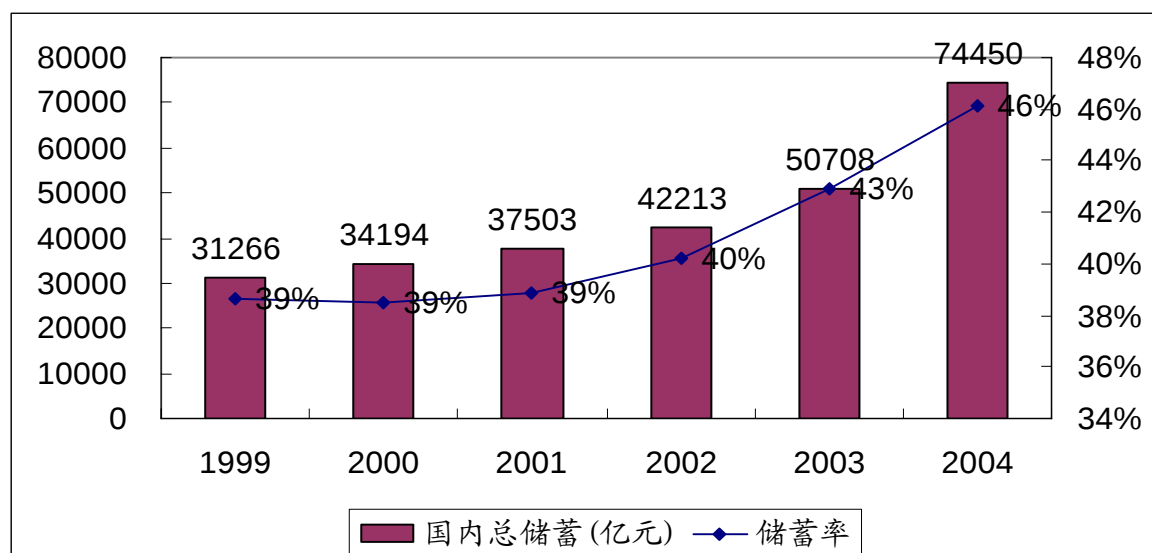
数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

高储蓄率促进寿险业务的发展，在亚洲特别明显。几乎大部分亚洲国家及地区（韩国、日本、香港、马来西亚、泰国等）保险深度都偏高，也就是说这些国家的寿险开支高于相同经济条件下全球的平均水平，这不应认为是投保过度，其原因是因为这些国家的储蓄率较高。

大部分亚洲国家及地区，民间都有重视储蓄的习俗。**在中国，高储蓄率的主要原因**是中国国家资助的社会保障体系还不够完善，私人寿险是养老金的主要支柱，以及民间传统中重视储蓄的习俗，出于对未来可能发生的风险的防范，使人们倾向于将更多的收入用于储蓄而不是消费，因此在中国目前阶段出现的高储蓄率是正常的现象，并且将在相当长时间内继续存在。

根据世界银行的估算，中国的储蓄率在1999年高达40%，远远高出美国、欧洲，即使在储蓄率相对较高的亚洲，也高于大部分亚洲国家，并且呈稳步上升的态势，在2004年国内总储蓄达到7.4 万亿，储蓄率上升到46%。

图6：国内总储蓄与储蓄率



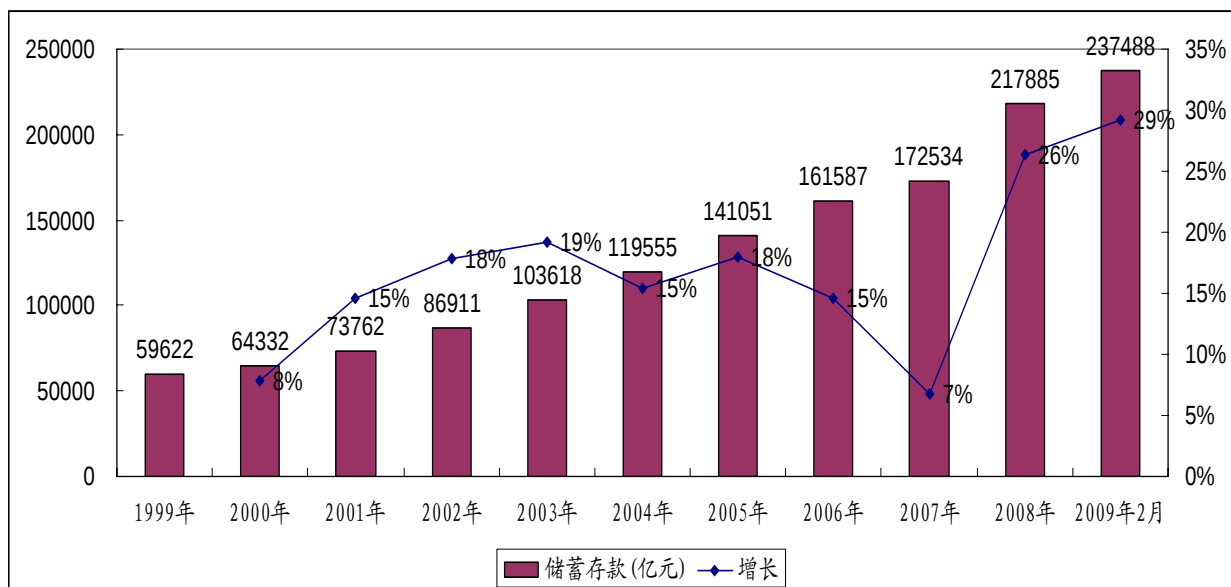
数据来源：中国统计年鉴、广发证券发展研究中心

（三）低利率使存量居民储蓄部分向保险转移

在中国，2001年人均GDP达到1,000美元以后，衡量个人财富的主要指标之一居民储蓄存款余额有了强劲的增长，2001年底仅7.4万亿，到2008年底增长到21.8 万亿，在2008年平均每月居民存款储蓄增长3800 亿元。

在2009年前2月份，平均每月居民存款储蓄增长9800亿元，而中国寿险产品中高达九成的储蓄含量使寿险产品具有储蓄的功能，对居民储蓄形成有强烈的替代效应。目前中国仍不断增长的居民储蓄存款的存量部分向寿险产品转换对寿险行业的发展起到了推动的作用。

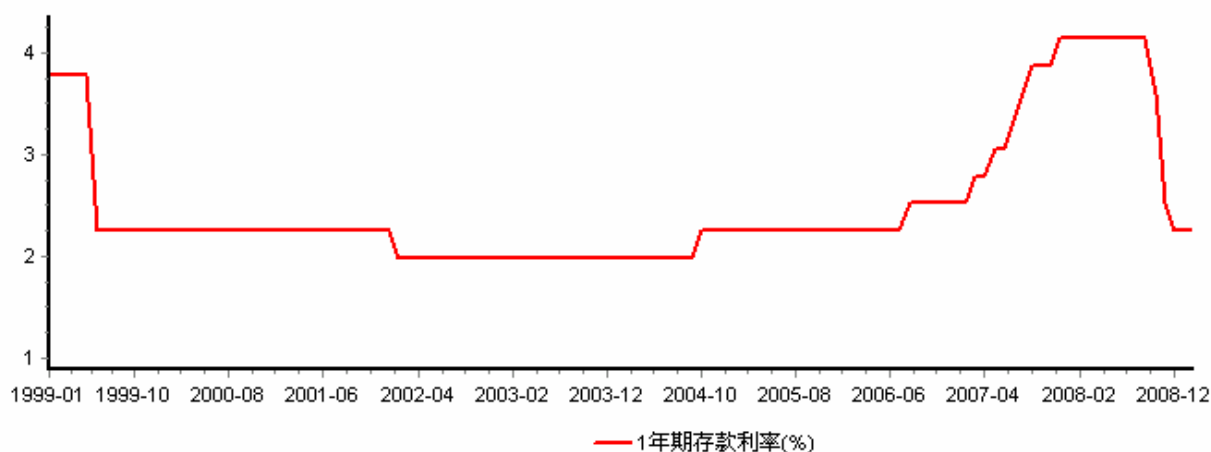
图7: 居民储蓄存款余额



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

较低的存款利率也助长了储蓄分流。此外，中国利率水平较低，目前一年期定期存款利率为2.25%，而不少保险产品投资渠道比较灵活，可以投资一定比例的债券和股票，而获取较高的收益，也吸引了一部分储蓄转移成寿险保费。

图8: 利率走势图



数据来源: Wind资讯

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

（四）中等收入阶层的出现

经济增长、人均收入的增加带动中等收入阶层的出现，特别是在GDP达到1,000美元以后，一个以专业技术人员、农业中的专业大户、自我雇佣者和中小企业主为主的社会中间阶层已经产生，并在逐渐成长。1999年，中国的社会中间阶层约占全国就业劳动者总数的15%左右，近些年来平均每年增加约1个百分点，2007年约为23%，到2020年有望达到38%。

这一阶层的消费者对寿险产品的需求十分强烈，倾向于将收入中更大的比例用于购买保险产品，极大的带动了中国寿险行业的发展2001-2008年在中国，寿险保费增速是GDP增长的2.6倍。

三、寿险行业趋势与最新变化

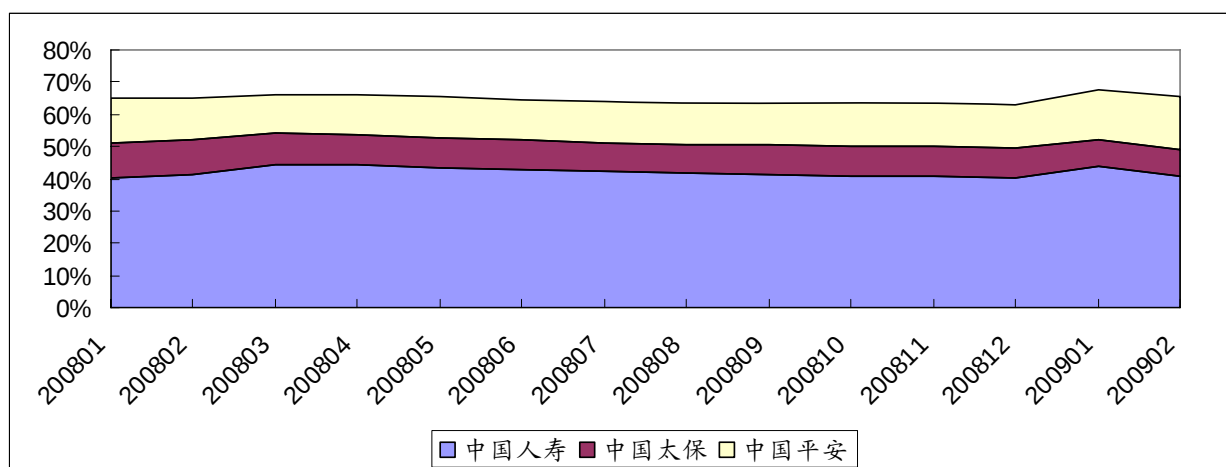
（一）市场份额高度集中，前六家寿险公司占87%市场份额

2009年1-2月份，中国人寿市场占有率41%，比2008年全年上升1%；中国平安市场占有率为17%，比2008年全年提升3%；中国太保市场占有率8%，比2008年全年下降1%。

寿险市场继续呈现几家大保险公司垄断的格局，2009年1-2月份，三家上市保险公司和新华、泰康、人保寿险等六家保险公司寿险保费收入占市场份额的87%，而其余保险公司仅占市场份额的13%。

寿险市场上目前市场份额高度集中，强者恒强的局面，有其必然性和合理性，首先，寿险产品是一项长期性的保障，因此人们更愿意购买大公司的产品，来避免因保险公司自身发生问题给投保人带来的损失。其次，寿险产品定价上以保监会公布的生命表、预定利率为基准，保险公司并没有太多的定价权，而且寿险产品价格难以比较，小保险公司并没有太多价格上的优势。

图9：三家上市保险公司寿险市场占有率

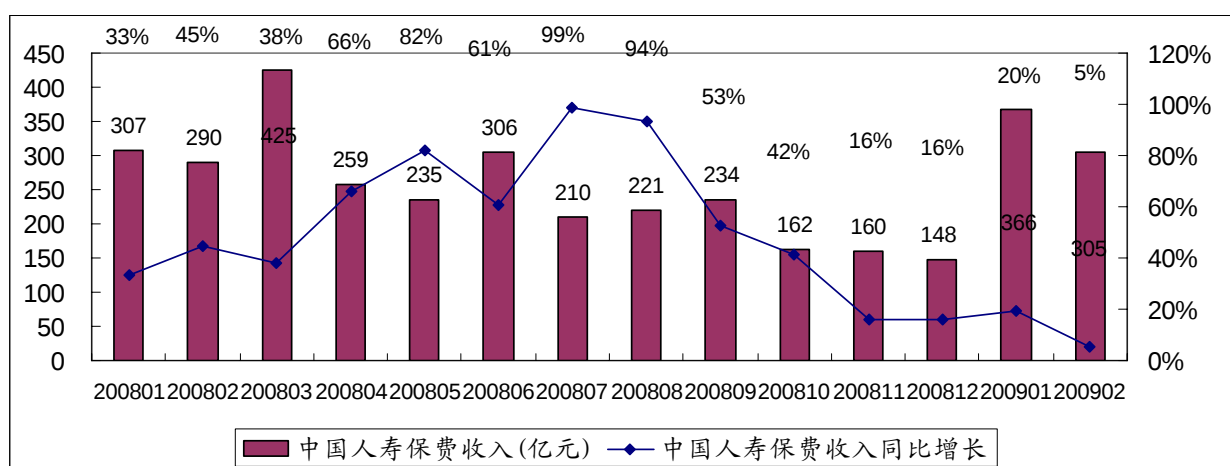


数据来源：保监会、广发证券发展研究中

(二) 银保质量改善与三家上市保险公司增长的差异化

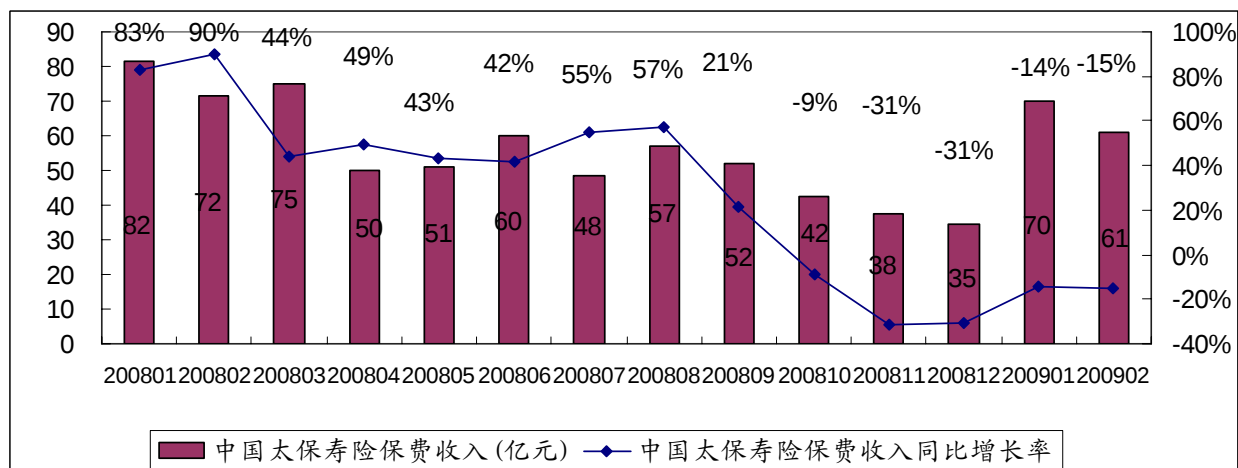
中国人寿和中国太保在2008年下半年开始调整业务结构，限制银保业务占比，着重发展个人寿险业务，并开展银保业务期缴化与推出保障功能更强的银保新产品等举措，优化公司保费结构，但也造成了暂时的低增长，如图10、图11所示，自2008年9月中国人寿与中国太保限制银保业务发展以后，10月-12月保费收入接连创出年内新低，2009年2月同比增速分别为5%与-15%。

图10：中国人寿单月保费收入



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

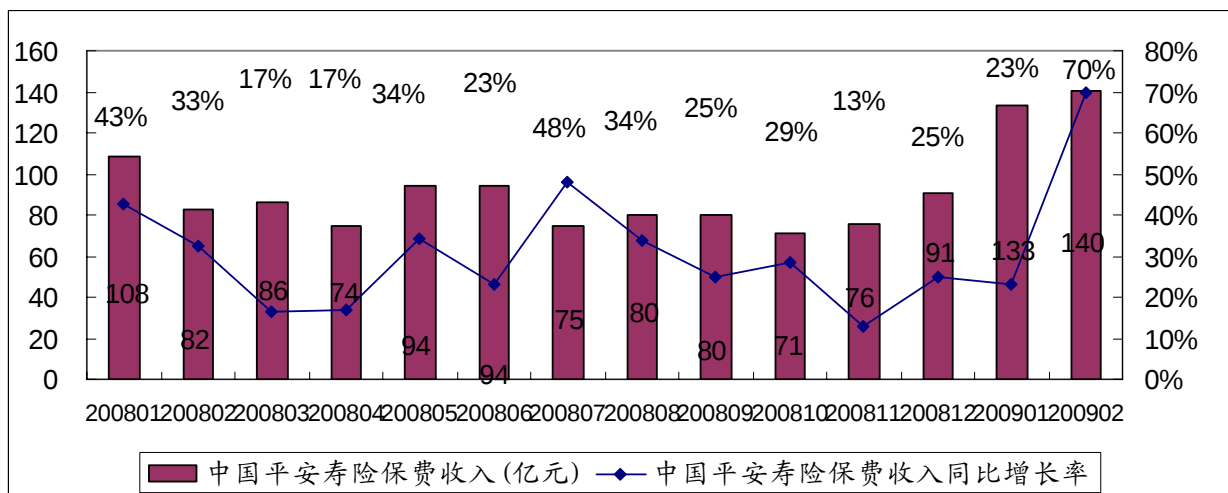
图11：中国太保寿险业务单月保费收入



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

中国平安银保业务占保费的比重较少，因此在2008年基本未受影响，公司在2009年通过合理提升银保业务占比，使保费快速增长，2月份单月保费同比增长70%，但根据我们测算，2月份中国平安的寿险保费结构中银保的占比大幅度提升，预期中国人寿、中国太保银保占比已经比较接近。

图12: 中国平安寿险业务单月保费收入



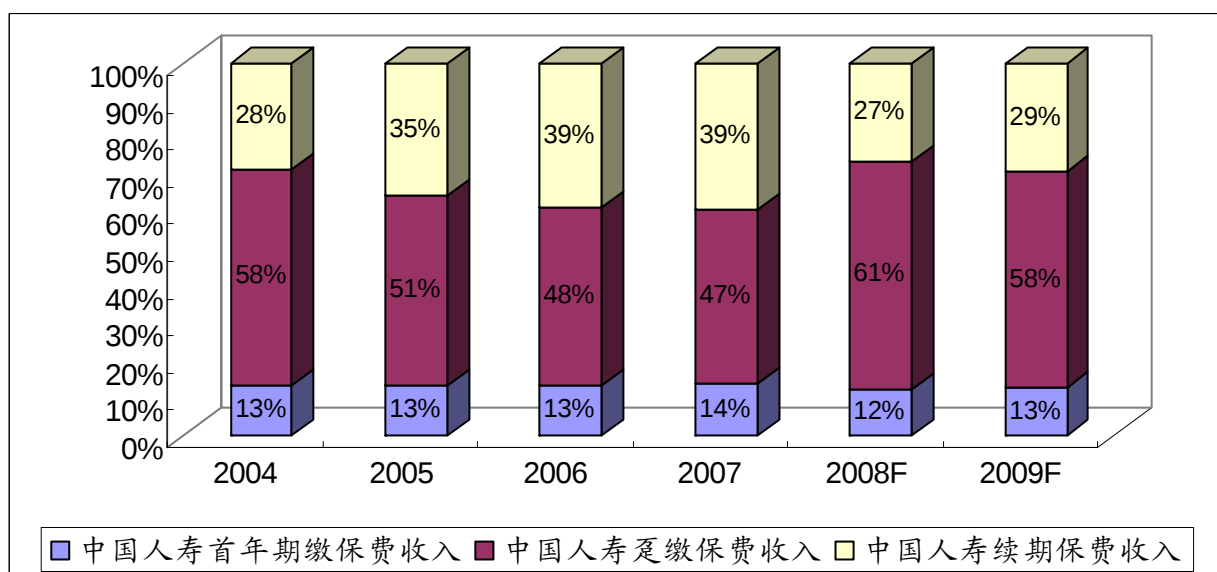
数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

四、重点上市公司

(一) 中国人寿, 持有

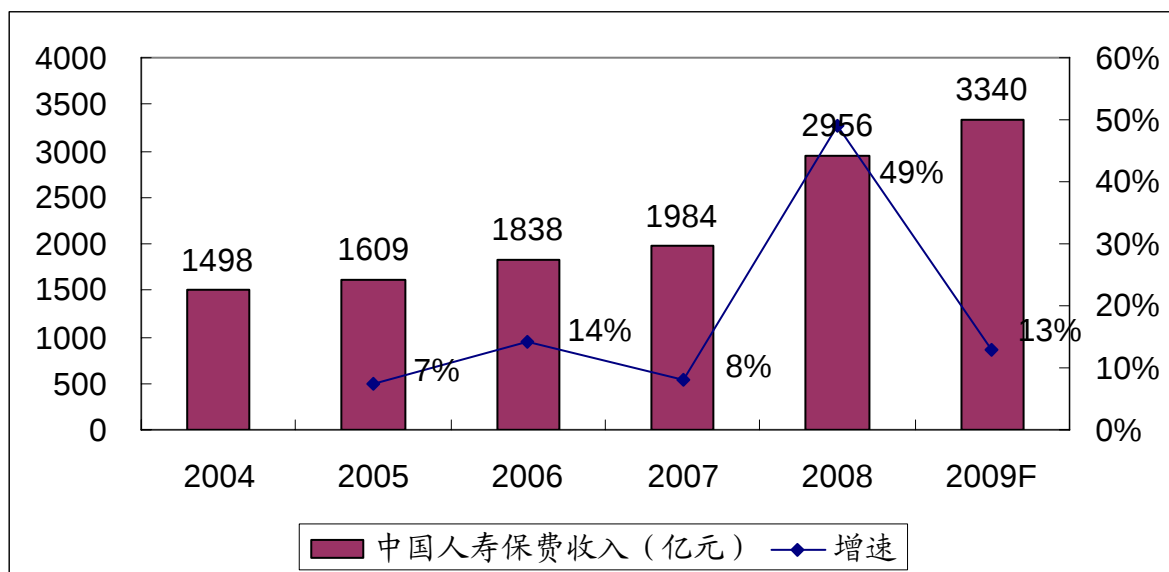
2008年上半年中国人寿银保业务占保费收入的比重为48%，因此目前的策略是调低银保业务在保费收入中的比重。预计中国人寿1-8月份维持低增长，9月份后增速提升，假设全年银保业务增长6%（隐含银保占比下降到45%），个险业务增长20%，全年寿险保费增速预计为13%，新业务价值增长16%。

图13: 中国人寿保费结构



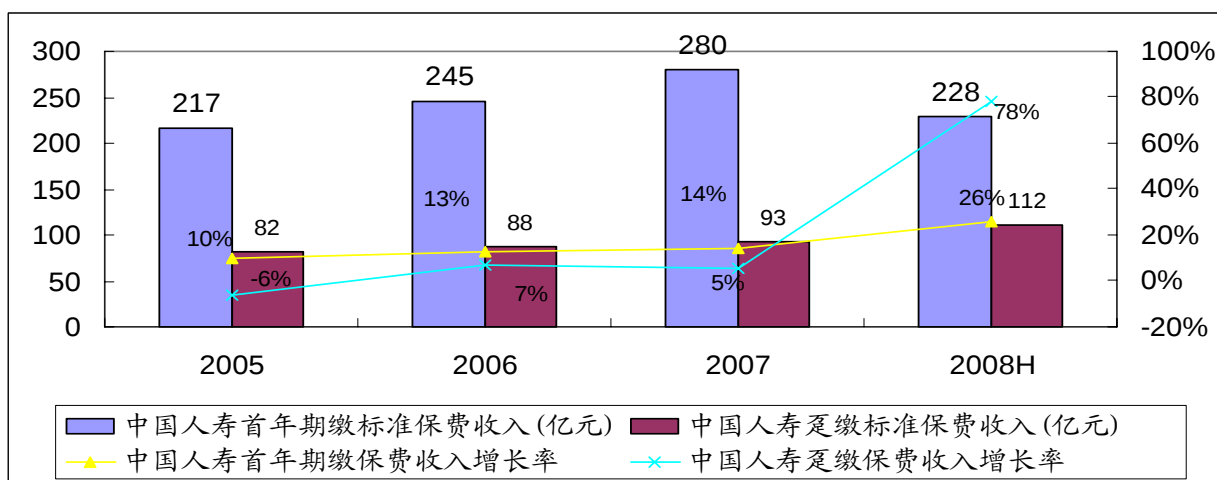
数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图14: 中国人寿保费收入



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图15: 中国人寿首年期缴标准保费及趸缴标准保费



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

2009年中国人寿每股内含价值调整为8.7元, 每股评估价值调整为23.1元, 给予持有评级, 其中2009年对应的新业务的资本市场倍数为30.4倍, 其中非寿险业务按1倍PB估值。

表1: 2009年中国人寿估值

内含价值(假设有效业务价值投资收益率下降 50 个基点)	8.7 元
新业务价值(假设投资收益率下降 100 个基点)	0.47 元
新业务倍数(假设贴现率 11%)	30.4 倍
估值	23.1 元

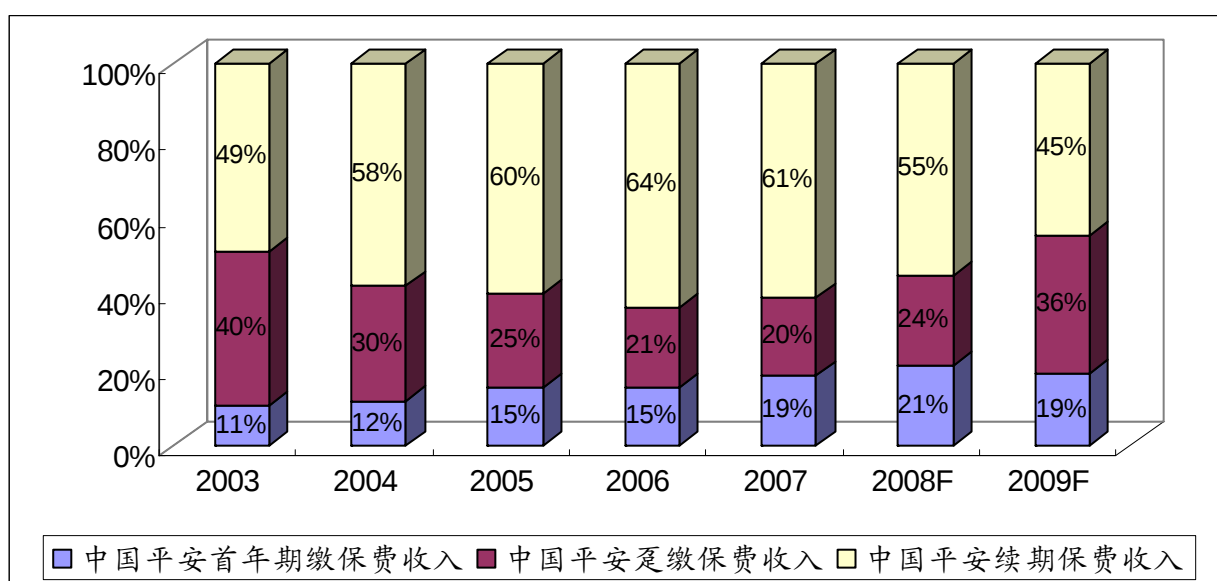
数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 中国平安，预计保费连续两年保持40%增速，买入

2008年上半年中国平安银保业务占保费收入的比重为13%，因此中国平安在2009年1、2月份大幅度调高银保业务占保费收入的比重，预计中国平安2月份单月寿险保费中银保的占比已经与中国人寿、中国太保接近，假设中国平安将银保业务占比从13%提升到25%，个险业务增长20%，全年寿险保费增速预计为40%，新业务价值增长28%。

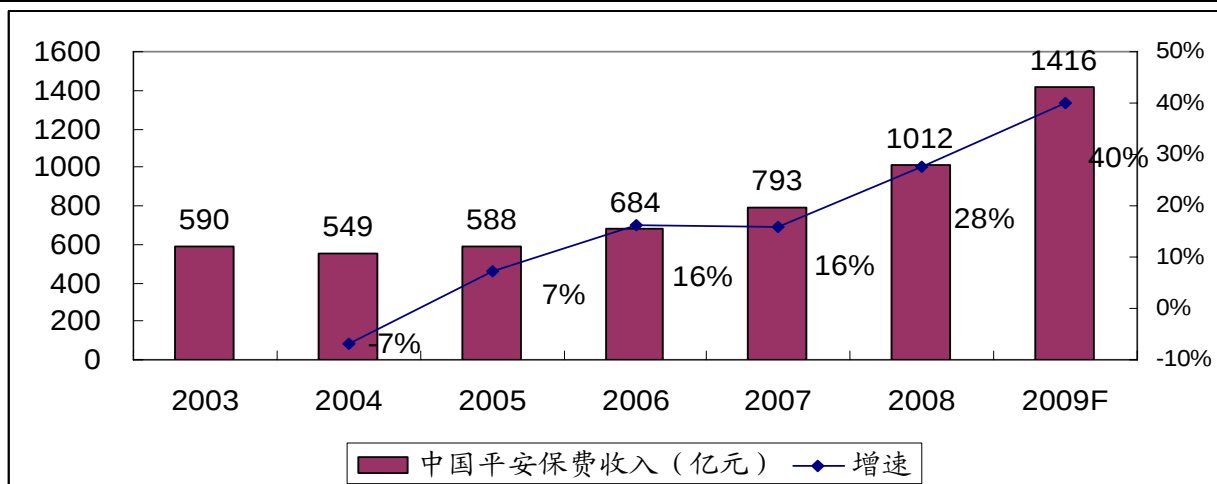
此外，由于中国平安保费收入结构与良好的管理带来的费差收益、死差收益为中国平安的利润做出了极大的贡献，经过公司一系列的对利润的调节后，所公布的2005、2006年的业绩，主要是反应了公司费差收益、死差收益。

图16：中国平安保费结构



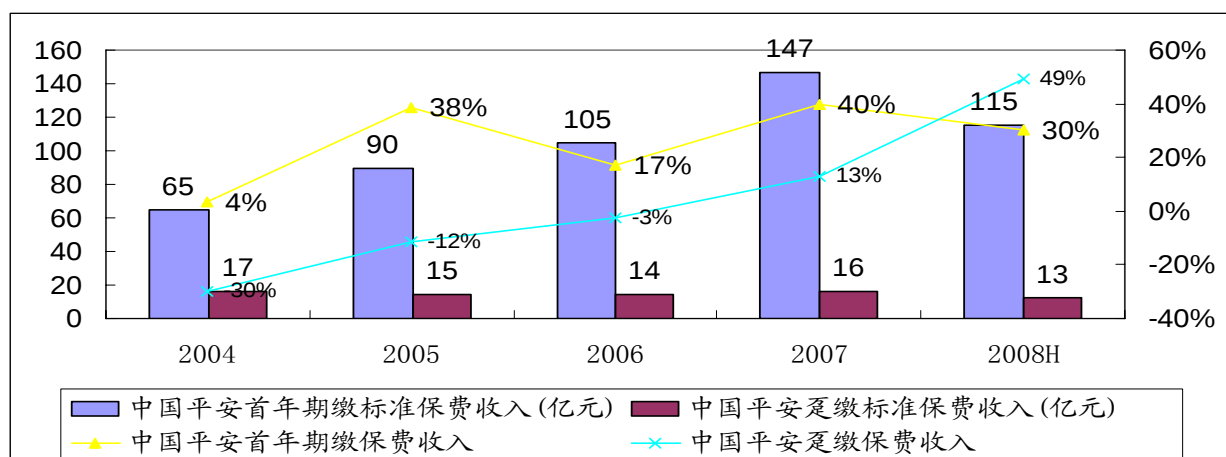
数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

图17：中国平安保费收入



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

图18: 中国平安首年期缴标准保费及趸缴标准保费



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

我们采用利源分析来预测中国平安2008年与2009年的每股收益，我们可以看出，费差收益与死差收益是非常稳定的，在2005年，投资出现利差损时，为公司赢利做出了贡献，这几块收益的加总，才是保险公司真正创造的价值。

我们可以看到，在2006年、2007年，2008年上半年投资收益率较好的时候，中国平安为高利率保单计提准备金，直接冲减了当期利润27.4亿元，97亿元，38.1亿元，通过利源分析，能真实了解到保险公司的盈利模式与盈利结构。

表2: 中国平安利润分利源分析

	2005	2006	2007	2008F	2009F
寿险保费收入	588.5	684.1	792.8	1012.0	1416.0
费差	34.2	37.3	31.8	40.6	48.7
死差	13.0	15.9	20.8	24.3	29.1
利差(不包括投资收益中计入分红特储、平滑准备金的部分)	(11.1)	31.4	151.1	182.8	37.2
退保收益其他收益	3.2	4.5	7.6	9.7	11.6
用利源分析估算的利润(来自死差、费差、利差、退保益)	39.3	89.1	211.3	257.4	126.6
新单带来的亏损(由于中国会计准则下不允许递延费用)	(8.9)	(5.0)	(36.0)	(22.3)	(26.7)
根据利源分析得出的寿险业务利润	30.5	84.2	175.3	235.1	99.9
误差(由于平均负债成本只公布到小数点后一位)	2.1				
股权投资计提减值准备				(242.0)	
为高利率保单计提准备金前的利润	28.3	84.2	175.3	(10.9)	99.9
高利率保单调整准备金减少的利润	0.0	(27.4)	(97.0)	(38.1)	
寿险报表利润	28.3	56.7	78.3	(49.0)	99.9
其他业务利润	5.4	18.3	77.5	50.0	50.0
总利润	33.7	75.0	155.8	5.0	149.9
每股基本收益	0.54	1.19	2.11	0.07	2.04

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表3: 2009年中国平安估值

每股净资产(假设沪深 300 指数下跌到 1200 点,投资富通资产全部损失)	8.5 元
有效业务价值(假设投资收益率下降 150 个基点)	3.4 元
新业务价值(假设投资收益率下降 200 个基点)	1.1 元
新业务倍数(假设贴现率 11.5%, 期缴保单未来 10 年的增长是过去 5 年增长平均值的 60%,银保未来 3 年零增长)	29.7 倍
估值	44.6 元

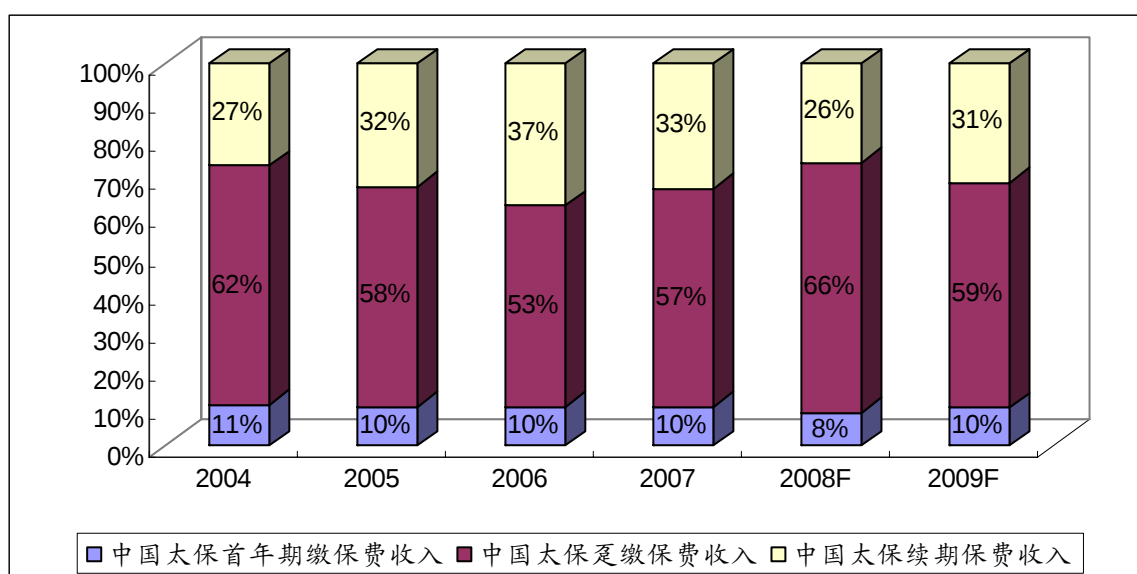
数据来源: 广发证券发展研究中心

(三) 中国太保, 持有

中国太保2008年上半年银保业务占保费收入的比重55%，因此在2009年大幅调低银保业务占保费收入的比重导致保费负增长。预计中国太保1-3月份同比负增长，4月份开始单月寿险保费正增长，7月份后累计保费实现正增长。

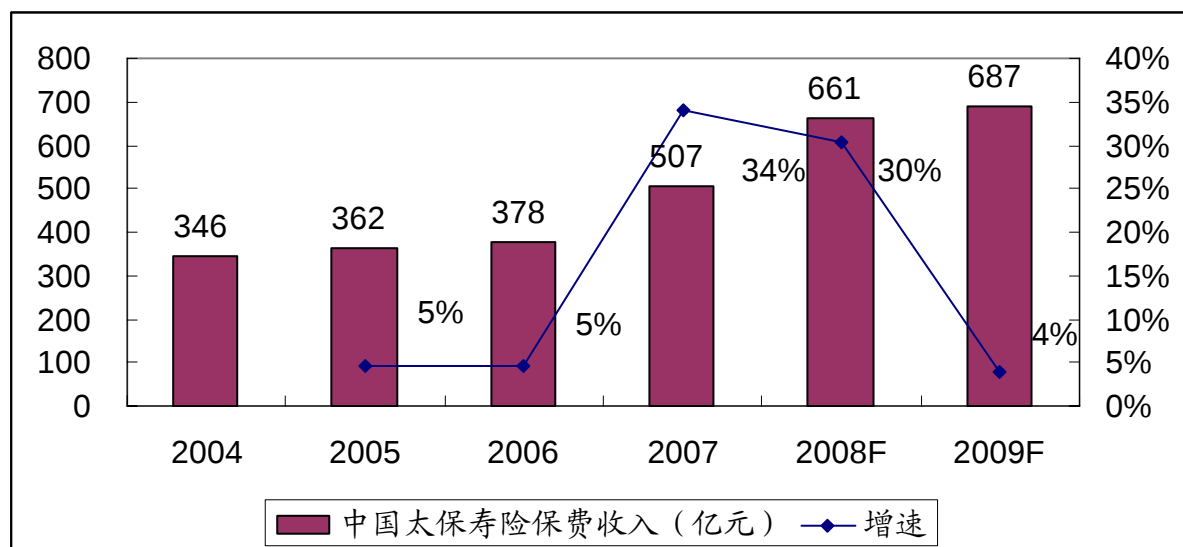
假设中国太保全年银保业务增速-10%（隐含银保占比下降到占比下降到48%），全年寿险保费增速预计为4%，新业务价值增长8%。

图19: 中国太保保费结构



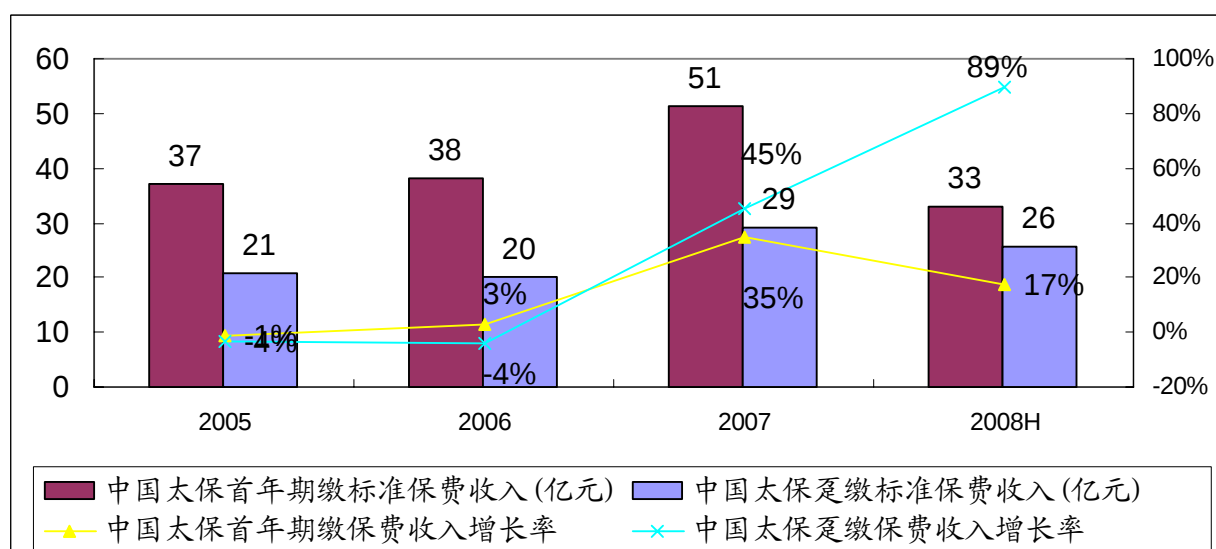
数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图20: 中国太保保费收入



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

图21: 中国太保首年期缴标准保费及趸缴标准保费



数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

表4: 2009年中国太保估值

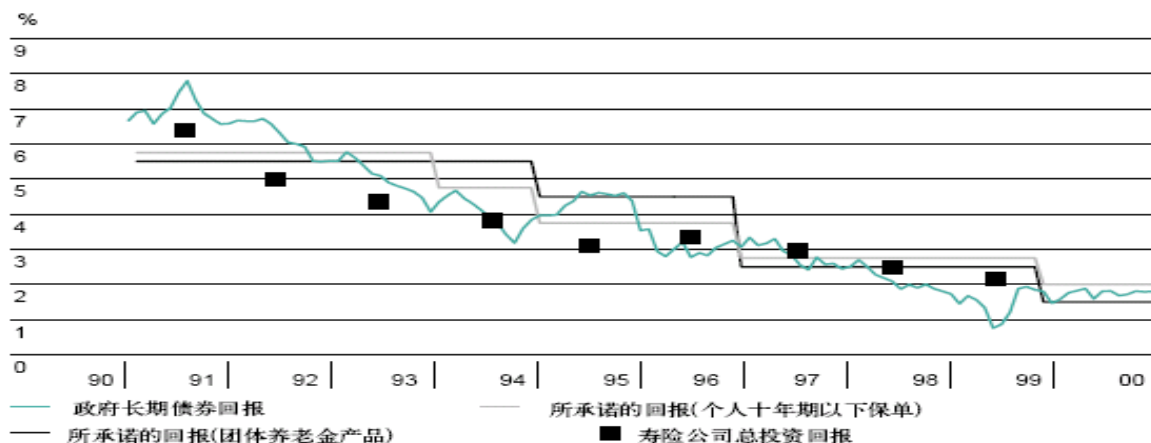
内含价值(假设有效业务价值投资收益率下降 150 个基点)	8.7 元
新业务价值(假设投资收益率下降 100 个基点)	0.43 元
新业务倍数(假设贴现率 12%)	25.3 倍
估值	19.6 元

数据来源: 广发证券发展研究中心

五、风险因素

（一）长期低利率的风险

图22：日本保险行业投资收益率



数据来源：瑞士再保险公司、广发证券发展研究中心

利率风险是保险行业的主要风险因素之一，这是因为保险公司的寿险保费收入，对公司来说是可以认为是一项长期负债，从行业平均水平来看平均期限在20年以上，而且保单的预定利率隐含着对回报有一定的要求。

由于保险公司投资的的债券、定期存款的久期低于保单的久期，客观原因导致资产和负债无法完全匹配，利率的下降和长期保持低的利率水平会导致公司持有的债券、定期存款到期后再投资只能获得较低的收益率，并且可能会导致公司的投资收益率长期低于其平均保证负债成本，形成“利差损”。因此，长期低利率环境可能为寿险行业持续经营带来较大风险。

由于国内金融市场长期金融产品不足，资产负债匹配难度大，加大了保险行业在利率下调时的风险。特别是当出现日本90年代利率下调后，长期保持低利率的情况，会对保险公司带来极大的经营风险。

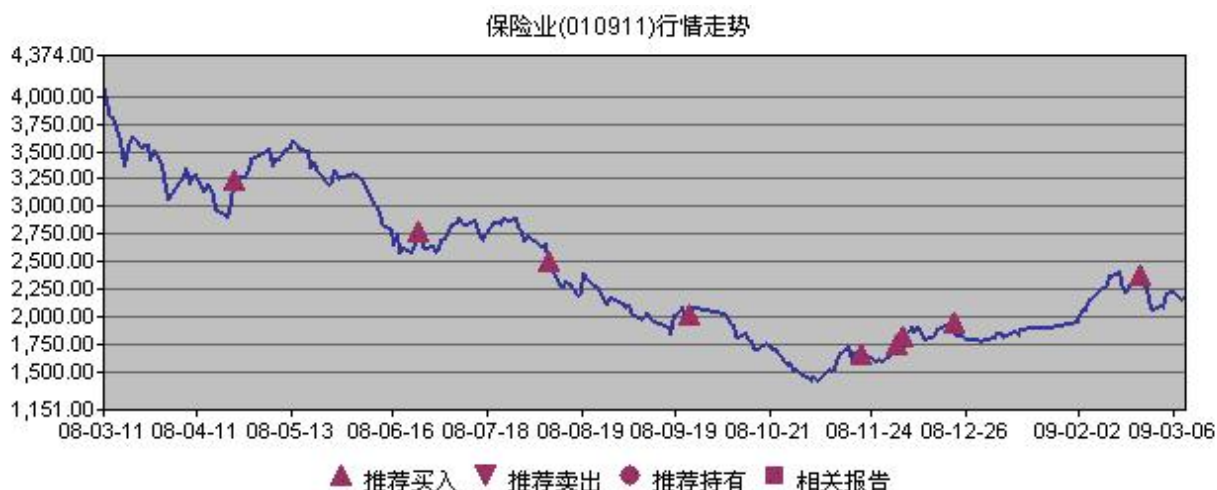
但短期的低利率环境对保险公司的影响不大，原因是原先高利率的债券并未到期，并且计入交易性金融资产的债券价格上涨可以弥补新投资债券的低回报。

（二）重大灾害风险

在缴纳保费一定的情况下，如果疾病，死亡，灾害出现的少于预期，保险公司当期的盈利就会增加。如果遇到重大灾害（包括台风、暴雨、洪水、地震、海啸等自然灾害以及恐怖主义活动、重大人为灾害、战争等对整个社会的经济活动和金融体系会造成重大危害的事件），保险公司的各项金融业务特别是保险业务也会受到重大影响，带来的巨额赔偿会对公司的财务状况和经营成果带来不利影响。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。