

保险业 3 月数据跟踪

——兼论寿险公司投资价值与分析方法

行业评级

保险行业： 增持（维持）

重点公司 3 月 20 日收盘价

	07A	08E	09E
中国平安 (36.34 元) 推荐 (维持)			
EPS	2.11	-0.53	1.38
P/E	17.2	-	26.3
P/B	2.5	3.6	3.2
中国人寿 (21.31 元) 观望 (维持)			
EPS	0.99	0.41	0.67
P/E	21.5	52.0	31.8
P/B	3.5	4.3	3.8
中国太保 (14.91 元) 推荐 (维持)			
EPS	1.12	0.42	0.63
P/E	13.3	35.5	23.7
P/B	1.8	2.6	2.3

相关研究：

效益与规模之间的取舍——保险业2月跟踪报告（2009年2月23日）

重股指，轻利率——保险行业2009年投资策略报告（2008年12月29日）

投资风险已充分释放，保险业务仍面临挑战——2008年四季度保险业投资策略报告（2008年9月20日）

长期价值明显，短期风险犹存——2008年三季度保险业投资策略报告（2008年6月20日）

南京市中山东路90号

电话：(8625) 84457777

http://www.htsc.com.cn

行 业：保险行业

研究员：刘鹏

电 话：025-84457777-355

E-mail: tpeng.liu@hotmail.com

2009年3月23日

投资要点：

- 3月保险股表现略优于指数，其中，中国平安、中国太保表现较好，中国人寿股价仍较低迷。国外保险股随指数演绎先抑后扬行情，总体维持震荡格局，其中产险股表现好于寿险股。在股价震荡过程中，仍表现出下跌时跌得更多，上升时涨得更快的特征。
- 1-2月寿险保费同比增长14%，增速比上月上升4个百分点，比上年同期低47个百分点；产险保费同比增长11%，增速比上月上升6个百分点，比上年同期低14个百分点。在中国人寿，平安人寿、新华人寿等公司带动下，中资公司保费同比增长了16%；外资公司同比负增长23%，但与上月相比，保费下滑之势有所放缓。
- 投资方面，3月股市仍维持震荡盘升，债券收益率曲线与上月基本持平。其中，关键期限为5年的国债、金融债、企业债到期收益率分别为2.34%、2.69%和3.83%，仍高于寿险保单预定利率。
- 我们认为，寿险公司业绩不能从短期，静态的角度来考察，我们不同意寿险公司利差来源于收益率曲线长短端利差的观点（这恰恰是一种短期、静态的视角）。**寿险业务利差的真正来源是：**保险公司作为大型机构投资者与投保人作为个人投资者所能获取的投资收益之差。造成这种差别的主要原因包括：1）资产管理能力的差异；2）可投资标的范围的差异。在经济繁荣阶段，这种利差迅速扩大（包括公司股权，物业等资产价格上涨，固定收益产品信用利差扩大），经济萧条阶段，该利差急剧缩小甚至倒挂。
- 目前，保险公司投资收益率与保单成本之差处在底部甚至倒挂阶段，在宏观经济和资本市场没有明显反转之前，保险公司短期会计利润不容乐观。但并不能因此否认保险业长期盈利能力和投资价值，也不能说明现在就不是投资保险股的良好时机。我们认为，目前三只保险股市价均已隐含较低新业务乘数，处在价值投资区间。我们仍维持行业“增持”评级。

目录

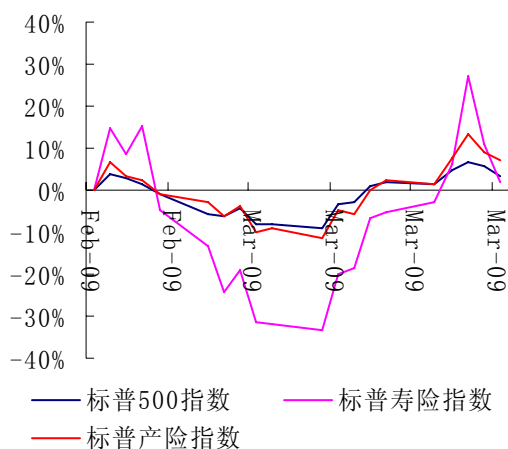
一、3月保险股延续震荡向上行情	2
二、保费增速略有回升	3
三、股指震荡回升、利率低位企稳	6
四、弱市更应重视保险股的长期投资价值	9
（一）我国保险市场增长空间毋庸置疑	9
（二）保险股投资逻辑	10
1、寿险业务是上市保险公司主要价值构成部分	10
2、寿险公司的利润从哪里来？	10
五、投资策略	11

一、3月保险股延续震荡向上行情

在2月的跟踪报告中，我们维持了年度策略报告中“重股指，轻利率”的操作策略，即在股指基本见底的前提下，保险公司业绩也已见底。我们维持了保险行业的“增持”评级，中国平安、中国太保“推荐”评级，中国人寿“观望”评级。从2月23日（上期报告日）至3月20日，上证指数上涨了3%，中国平安上涨了9%，太保上涨了6%，而中国人寿上涨了1%，基本验证了我们的观点。

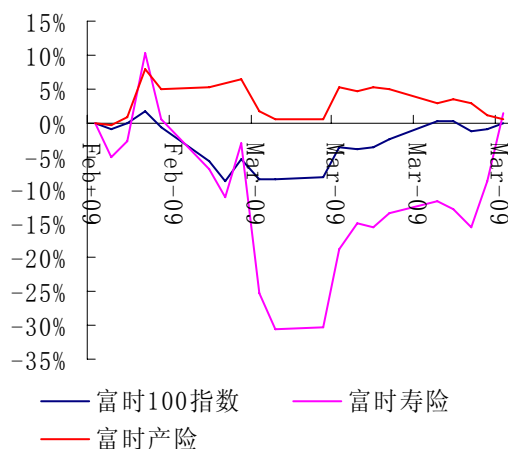
3月国外保险股大多维持振荡格局，其中产险股表现好于寿险股。2月23日至3月20日，标普寿险股指数上涨2%，弱于标普500指数涨幅（标普500指数涨幅为3%），而标普产险股指数上涨达7%。富时产险股指数同步富时100指数，涨幅均为0%，而富时寿险股指数微涨1%。日经保险股指数跑赢大盘2个百分点，其中产险表现更优。台湾人寿下跌了5%，新产上涨了16%，而台湾证交所股价加权指数上涨了11%。三月国外保险股走势仍表现出弱市弱于大盘，而股指向上时强于大盘的特征。

图表 1 美国标普保险股指数



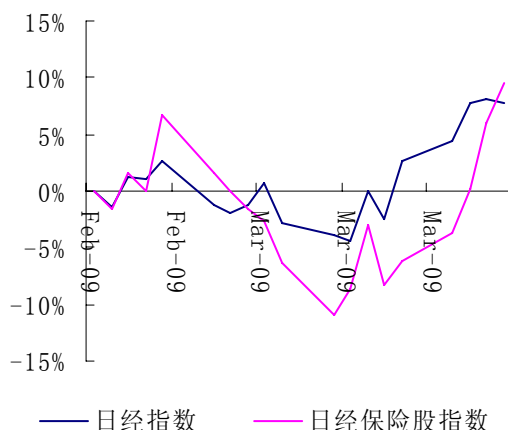
资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

图表 2 英国富时保险股指数



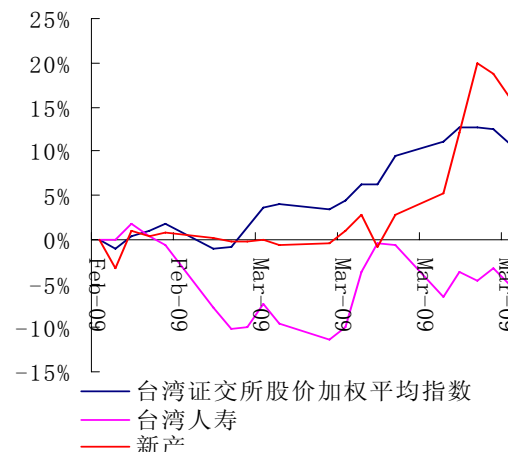
资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

图表 3 日本保险指数



资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

图表 4 台湾保险股走势



资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

二、保费增速略有回升

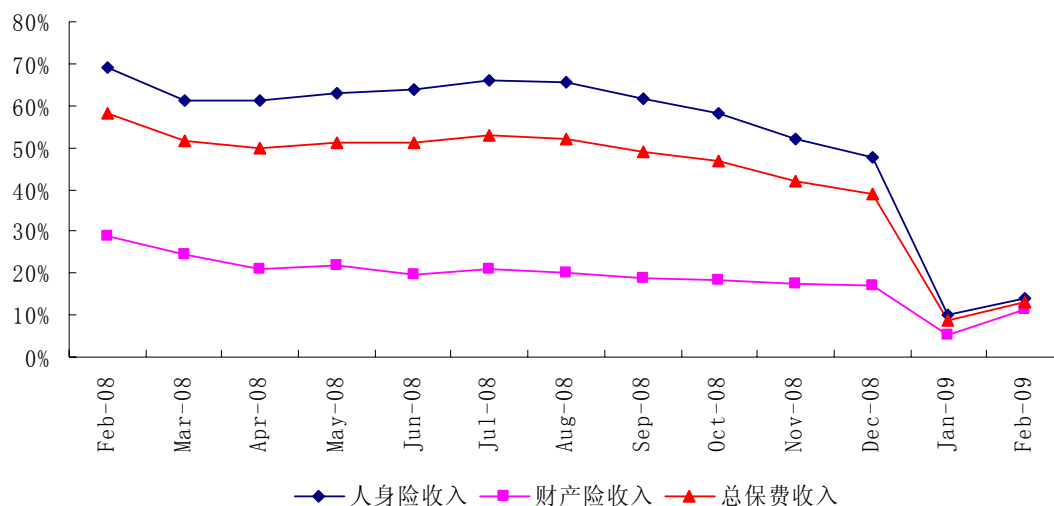
2009 年 1-2 月总保费收入 2,123 亿元，同比增长 13%，增速比上月上升 4 个百分点，比上年同期低 39 个百分点。其中寿险保费收入 1,658 亿元，同比增长 14%，增速比上月上升 4 个百分点，比上年同期低 47 个百分点；财产险保费收入 465 亿元，同比增长 11%，比上月上升 6 个百分点，比

上年同期下滑 14 个百分点。

中资寿险公司中，中国人寿保费增速分别为 12.6%，比上月低 7.4 个百分点，平安为 43.3%，比上月高 20 个百分点，新华人寿为 12.4%，比上月高 2.4 个百分点。太保和泰康保费延续同比下降趋势，保费分别负增长 14.5%和 8.6%，上月分别为负增长 20%和 15.8%，下滑趋势均有所放缓。人保寿险保费依然飞速增长，保费收入同比增长 335.8%，市场份额达 5.8%，直逼排名第五的新华人寿。外资寿险公司保费收入同比负增长 22.8%，但下滑速度比上月有所放缓。

1-2 月保费增长趋势与我们的在年度策略报告中的预期完全一致（见《重股指，轻利率》），我们仍然维持 2009 年全年寿险业保费规模略有增长的判断。

图表 5 2 月保费增速略有回升



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 6 中资寿险公司市场份额变化

	2008-02	2008-12	2009-02	同比增长
国寿股份	41.4%	国寿股份 40.28%	国寿股份 41.0%	12.6%
平安寿	13.2%	平安寿 13.79%	平安寿 16.7%	43.3%
太保寿	10.6%	太保寿 9.01%	泰康 8.4%	-8.6%

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

泰康	10.5%	泰康	7.87%	太保寿	8.0%	-14.5%
新华	6.8%	新华	7.59%	新华	6.7%	12.4%
太平人寿	2.7%	人保寿险	3.93%	人保寿险	5.8%	335.8%
人保寿险	1.5%	太平人寿	2.58%	太平人寿	2.6%	8.3%
生命人寿	1.5%	国寿存续	2.39%	国寿存续	1.0%	-16.1%
人保健康	1.4%	人保健康险	1.88%	正德人寿	0.7%	142.0%
国寿存续	1.3%	生命人寿	1.09%	合众人寿	0.7%	26.1%
中资寿险合计	94.3%	中资寿险合计	95.08%	中资寿险合计	96.1%	16.0%

资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 7 外资寿险公司同比大幅负增长

2008-2		2008-12		2009-2		同比
友邦	0.9%	友邦保险	1.03%	中意	0.8%	122.5%
招商信诺	0.6%	中英人寿	0.52%	友邦	0.7%	-12.8%
中英人寿	0.5%	中德安联	0.33%	中英人寿	0.4%	-7.1%
首创安泰	0.4%	中意人寿	0.29%	信诚	0.4%	5.9%
中意	0.4%	恒安标准	0.28%	海康人寿	0.3%	58.3%
中德安联	0.4%	首创安泰	0.25%	恒安标准	0.2%	10.2%
信诚	0.4%	中美大都会	0.22%	中美大都会	0.1%	-48.0%
光大永明	0.4%	招商信诺	0.21%	中宏人寿	0.1%	25.5%
中美大都会	0.3%	海康人寿	0.21%	中德安联	0.1%	-74.0%
联泰大都会	0.2%	光大永明	0.20%	太平洋安泰	0.1%	26.4%
外资寿险合计	5.7%	外资寿险合计	4.92%	外资寿险合计	3.9%	-22.8%

资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

产险业依然是中资公司占绝对主导地位, 外资产险公司市场份额不足 1%。市场份额前 10 位的产险公司中, 排名前五位的产险公司地位相对稳固, 后 5 位之间排名竞争激烈。其中, 人寿财险市场份额迅速上升, 2008 年 2 月市场份额尚在前十之外, 到 2009 年 2 月市场份额已上升至第 6 位。

2008 年 12 月以来, 产险保费收入环比出现较快增长, 主要原因是车险和责任险业务有所回暖, 预计全年产险保费将维持平稳增长。2009 年 1 月, 财产险简单赔付率为 42%, 环比下降 19 个百分点, 但比上年同期高出 5 个百分点, 2009 年财产承保业绩改善空间仍有待观察。

图表 8 财产险公司市场份额变化

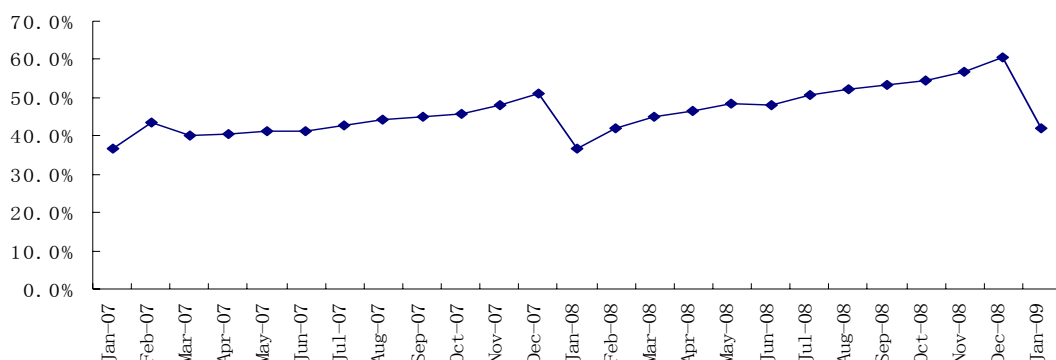
2008-02		2008-12		2009-02		同比增长
人保股份	43.2%	人保股份	42.1%	人保股份	43.3%	11.9%

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

太保财	12.5%	平安财	11.5%	太保财	13.2%	17.2%
平安财	11.3%	平安财	11.1%	平安财	12.0%	18.8%
中华联合	7.7%	中华联合	7.9%	中华联合	6.7%	-3.6%
大地财产	4.4%	大地财产	3.9%	大地财产	4.1%	5.2%
安邦	3.1%	天安	2.8%	国寿财产	2.6%	102.5%
天安	2.8%	永安	2.3%	永安	2.1%	4.1%
永安	2.2%	国寿财产	2.2%	天安	1.9%	-21.5%
阳光财产	1.8%	阳光财产	2.2%	阳光财产	1.8%	8.3%
太平保险	1.7%	安邦财产	2.0%	太平保险	1.5%	1.6%
产险合计	100%	产险合计	100%	产险合计	100%	11%

资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 9 财产险简单赔付率



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

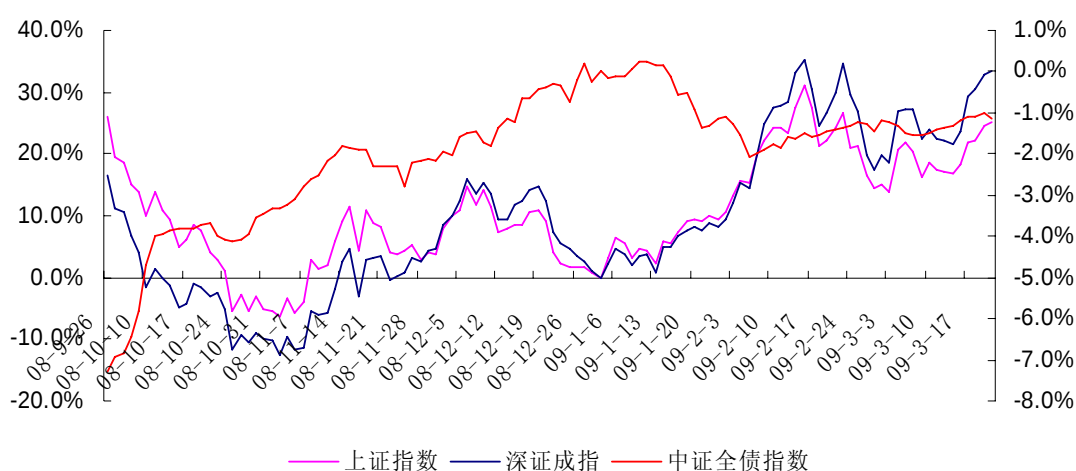
三、股指震荡回升、利率低位企稳

3月(3月1日至3月20日)上证指数上涨了9.5%,深证成指上涨了13.7%。债券收益率曲线基本企稳,其中关键期限为5年的国债与企业债收益率分别为2.34%和3.83%,分别下降了2和5个基点;关键期限为5年的金融债收益率2.69%,上升了4个基点。从期限结构来看,随着央行连续降息,债券收益率曲线不断陡峭化,按照利率周期的历史规律,长短债利差将在利率的谷底达到顶峰。

2月保险资金运用余额为3.09万亿元,比上月增加389亿元。其中银行存款8,885亿元,比上月增加690亿元;投资2.2万亿元,比上月减少301亿元,保险资金投资2月趋于谨慎。2月单月保费收入976亿元,赔付245亿元,业务与管理费用84亿元。当月保费收入与当月赔付以

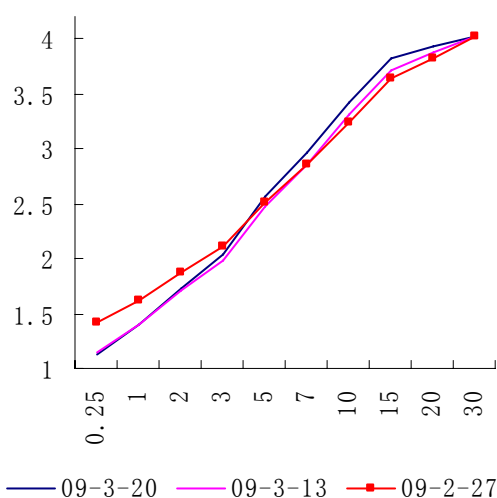
及业务管理费用之差远大于保险资金运用余额的增加额。2 月股市、债市均有不同程度的上涨，根据以往统计，当股市、债市出现上涨时，通常保险资金运用余额的增量要大于保费收入与当月赔付以及业务管理费用之差，我们认为 2 月该差额可能是保险公司会计上的收支列报与真实现金流在时间上的不一致造成。

图表 10 股指与中证全债指数（右轴为中债指数）



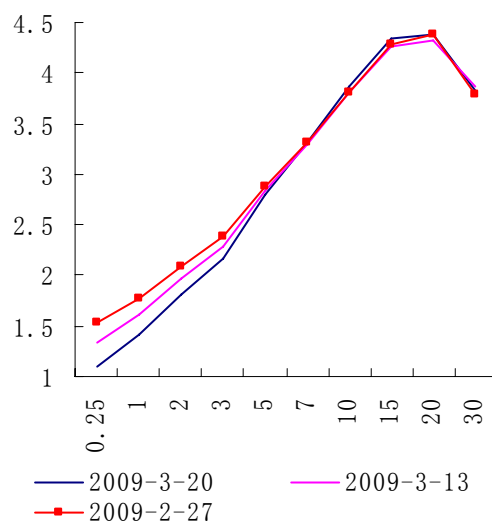
资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 11 银行间国债收益率曲线



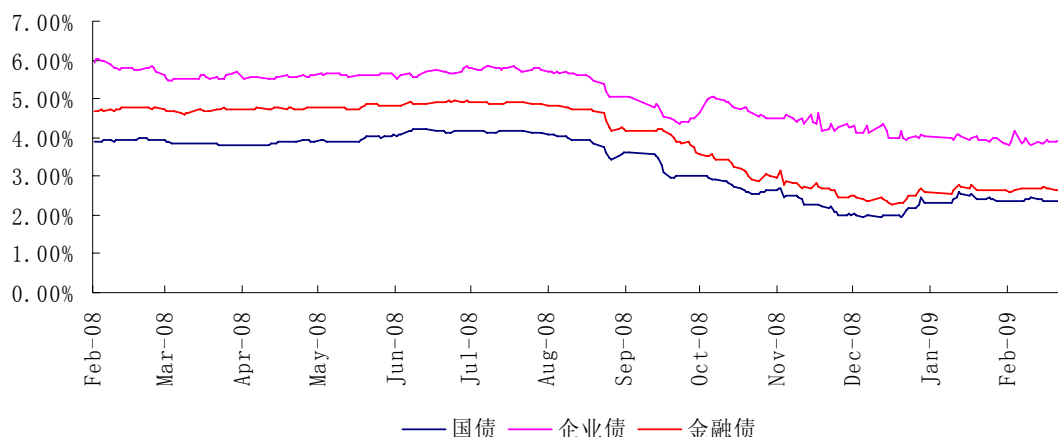
资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 12 银行间金融债收益率曲线



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 13 中证债券到期收益率走势（关键期限：五年）



资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

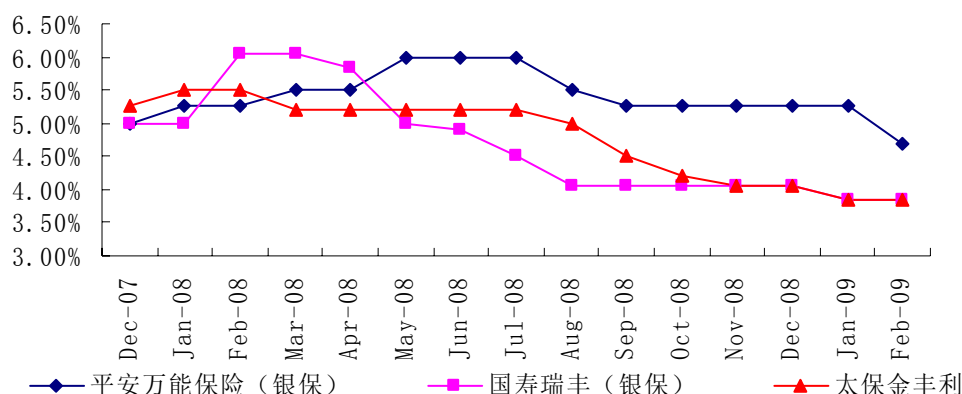
图表 14 保险业资金运用情况 单位：万元

	银行存款	投资	资金运用余 额	资金运用余 额增加额	当月保费收 入减赔付
2008-01	72,312,423	190,797,330	263,109,753	-4,109,689	7,489,236
2008-02	74,051,981	193,812,692	267,864,672	4,754,919	5,981,224
2008-03	69,060,245	196,945,942	266,006,187	-1,858,485	7,879,099
2008-04	67,420,131	206,089,185	273,509,317	7,503,129	5,864,027
2008-05	66,762,951	207,213,286	273,976,237	466,920	5,860,767
2008-06	69,777,598	200,855,550	270,633,148	-3,343,089	7,665,908
2008-07	76,483,541	199,317,398	275,800,939	5,167,791	5,259,651
2008-08	71,770,561	200,954,874	272,725,435	-3,075,504	5,496,081
2008-09	70,397,223	217,215,926	287,613,149	14,887,714	5,628,017
2008-10	72,271,639	216,304,255	288,575,894	962,745	4,038,410
2008-11	80,393,291	217,330,781	297,724,072	9,148,178	3,591,793
2008-12	80,875,509	224,652,161	305,527,670	7,803,598	3,375,095
2009-01	81,948,011	223,636,241	305,584,251	56,581	8,639,155
2009-02	88,846,208	220,627,736	309,473,944	3,889,692	7,306,627

资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 15 万能险结算利率

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。



资料来源：公司数据，华泰证券研究所

四、弱市更应重视保险股的长期投资价值

(一) 我国保险市场增长空间毋庸置疑

截至 2007 年，全球保费增长仍快于 GDP 的增长。其中，工业化国家非寿险业务已基本为零增长，寿险业务仍保持较快增长。新兴市场寿险、非寿险业务均表现较强劲增长。根据全球保险业发展经验，一国人均 GDP 达到 2000-3000 美元时，保费收入将经历一段较长期的高速增长过程，目前我国正处于这个阶段的起点。截至 2007 年底，我国保险业市场份额仅占全球的 2%；保险深度为 3%，世界平均水平为 7%；人均保费为 70 美元，全球平均水平为 608 美元，增长空间不言而喻。

图表 16 新兴市场带动全球保费增长

	寿险		非寿险	
	2007	2006	2007	2006
工业化国家	4.7%	6.6%	-0.3%	0.6%
新兴市场	13.1%	21.1%	10.2%	10.8%
全球	5.4%	7.7%	0.7%	1.5%

资料来源：瑞士再保险《Sigma》，华泰证券研究所

图表 17 我国保费增长空间巨大

全球市场份额	扣除通胀后的增长率	保费占 GDP 的比例	人均保费(美元)
--------	-----------	-------------	----------

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

北美	33%	2%	9%	3,985
拉美	2%	10%	3%	154
西欧	40%	3%	9%	3,138
中、东欧	2%	13%	3%	229
日本和亚洲工业化经济体	16%	-2%	10%	3,018
新兴亚洲市场	4%	16%	3%	51
中东和中亚	1%	12%	1%	75
大洋洲	2%	2%	7%	2,060
非洲	1%	17%	4%	55
全球	100%	3%	7%	608
中国	2%	19%	3%	70

资料来源：瑞士再保险《Sigma》，华泰证券研究所

（二）保险股投资逻辑

1、寿险业务是上市保险公司主要价值构成部分

根据世界保险业发展经验，寿险业的发展空间远高于财产险。我国保险业早期以财产险为主，寿险业务中，团险业务占主要地位。1997 年，寿险保费收入首次超过财产险保费收入，达 602 亿元，自此，二者差距不断拉大，至 2008 年底，寿险保费在总保费收入中占比达 76%。同时由于财产险保费收入一般是短期性业务，而寿险是长期性业务，寿险资金规模更是远远超越财产险。

2、寿险公司的利润从哪里来？

分析寿险业务的方法是三差分析：死差、费差和利差，市场共识是死差和费差占比很小，寿险公司利润主要来源于利差，关键问题是：利差从何而来，市场存在不同意见。我们不认同利差来源债券收益率曲线长短端利差的观点，这种观点的错误在于其从一个静态的，短期的视角来看待保险股的业绩和投资价值，忽视了寿险业务的特殊性。

首先，寿险保单是长期业务，对于长期期缴保单，保单存续期内成本主要发生在前面几年，特别是首年保费收入甚至不能弥补相关费用，因此

出现新单做的越多，从短期看亏损越多的情况。这是从保险业务本身特点的角度说明不能从短期、静态的观点来分析保险股。

其次，寿险资金是长期资金，投保人应该也必须在长期内获得较好回报，以达到抵御通胀风险，发挥保险本应具有的长期储蓄功能。就是说，投保人应该获得收益率曲线长端的收益率，认为寿险公司盈利模式是依靠收益率曲线长短端利差的观点是靠不住的。

再次，实证分析结果表明，升息周期中，收益率曲线长短端利差会缩小，而降息周期中，该利差会扩大，利率的波峰与波谷恰好是利差的波谷与波峰。因此，保险公司盈利依靠收益率曲线长短期利差的观点也与目前普遍认同的寿险公司受益于升息周期的观点相悖。

我们认为，寿险公司利差真正来源是：保险公司作为大型机构投资者与投保人作为个人投资者所能获取到的投资收益之差。造成这种差别的原因是：1）资产管理能力的差异；2）投资渠道差异。投保人所能获取的投资收益率我们以低风险的固定收益品种参考，如长期定期存款和长期限国债；保险公司所能获取的投资收益率以其投资范围内的整个资产组合的收益率为参考。**在经济繁荣阶段，保险公司资产组合与投保人参考收益率之差扩大（股权投资增值，固定收益产品信用利差扩大），经济萧条阶段，该收益率之差急剧缩小甚至倒挂。**

保险股的业绩对经济周期特别是资本市场的周期具有非常大的弹性，实证分析的结果表明，投资保险股的超额收益率（用市场收益率调整后的收益率）与股指收益率显著相关，而与利率的相关关系并不显著。因此，我们对保险股的投资策略是顺资本市场大势而为，详见我们 2009 年保险业投资策略报告《重股指，轻利率》。

五、投资策略

目前，保险公司资产组合收益率与投保人参考利率之差处在底部甚至倒挂的阶段，在宏观经济和资本市场没有明显反转之时，保险股短期业绩

不容乐观。

但并不能因此否认保险业长期盈利能力和投资价值。我们认为，分析保险股的价值，应该跨越经济周期来考虑，而不是短期的、静态地去分析。从价值投资的角度，目前三只保险股市价均已隐含较低新业务乘数，处在价值投资区间，我们仍维持行业“增持”评级。

我们看好中国平安业务增长潜力和业务品质，完善的金控架构，领先的公司治理水平和管理层能力，维持其“推荐”评级，维持评估价 37.13 元（2009 年每股内含价值 18.05 元，一年新业务价值 1.06 元，给予 18 倍新业务乘数）。维持中国太保“推荐”评级，维持评估价 16.58 元（2009 年每股内含价值 9.02 元，每股新业务价值 0.42 元，参照平安给予 18 倍新业务乘数）。维持中国人寿“观望”评级，维持评估价 21.68 元（2009 年每股内含价值 8.43 元，每股新业务价值 0.53 元，25 倍新业务乘数）。

图表 18 相对估值比较

	股价	投资评级	EPS			P/E		
			07A	08E	09E	07A	08E	09E
中国平安	36.34	推荐	2.11	-0.53	1.38	17.22	-	26.33
中国人寿	21.31	观望	0.99	0.41	0.67	21.53	51.98	31.81
中国太保	14.91	推荐	1.12	0.42	0.63	13.31	35.50	23.67

数据来源：华泰证券研究所

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

增持 : 超越大盘;
中性 : 基本与大盘持平;
减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入 : 相对强于市场表现15%以上;
推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。