

2008-12-23

保险



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

维持

中性

分析师:

肖超虎

021-50818887-257

xiaoch@ebsecn.com

怕冷冬，更怕长冬

◇ 报告起因：2009 年投资策略

◆利差是衡量寿险业的实际盈利能力的关键因素：

会计利润和新业务价值在衡量寿险业的经营成果方面都有一定的局限性。我们认为寿险业的盈利来源中利差是最重要的一块，可以将寿险看成一家杠杆基金，其实际盈利能力主要取决于三个因素：投资收益率 r 、资金成本率 c 和负债权益比 D/E 。
净资产收益率 $ROE=r+D/E*(r-c)$ 。按照资本市场的长期收益率、保险准备金的资金成本和目前的负债结构来看，长期平均的 ROE 大概在 15% 左右，这与国际经验基本吻合。但对于 2009 年来说，投资收益率和资金成本都会下降，根据我们的分析，资金成本的下降幅度相对更小，对实际盈利能力的影响是负面的。

◆寿险商能承受的低利率时间不超过 3 年：

降息对寿险业的投资收益率影响主要通过新增投资和再投资产生。在降息初期，保险商的投资收益率下降也明显滞后于市场利率。当利率在低位维持时间超过 3 年以后，投资收益率开始与利率同步变动。在长期低利率环境中，保险商不得不投资与久期较长的低利率债券和存款，对升息的反应也会更迟钝。美国网络泡沫破灭后，低利率维持时间较短，保险商受到的影响也较小。在日本 1990 年代的泡沫破灭后，低利率维持长达 10 年之久，保险商的投资收益率长期维持低位。我们认为投资者需要对未来利率走势更加关注。

在 2009 年，市场利率可能会进一步降低，对保险商的投资收益率有负面的影响。国寿、平安和太保的 1 年内到期和浮动利率资产占总投资资产的比例分别为 14%、30%、39%，这部分需要重新定价。对 09 年新增资产，国寿、平安和太保可能新增固定收益类资产占总投资资产的比例分别为 15%、7%和 11%。总体的影响是国寿最小，太保最大。

由于 3 年内到期的资产占比将近一半，如果利率在低位维持 3 年以上，这部分资产将重新定价，对保险商来说是比较难受的。

◆资金成本率下降幅度低于投资收益率：

我们从逻辑上和经验上都发现，保险资金成本是投资收益率的因变量，而且其调整会明显滞后于投资收益。2009 年，分红险的资金成本下调空间不大，万能险结算利率有进一步下调的空间。

从准备金结构上来看，平安万能险和投连险分别占 13%和 9%，其资金成本下调的空间最大；太保万能险占 8%；而国寿万能险占比非常小，成本下调空间非常小。

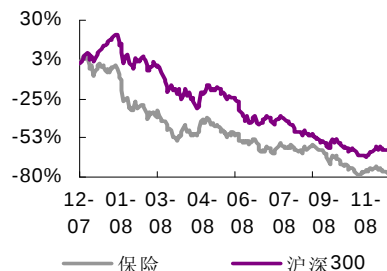
从高利率准备金来看，我们预计 2008 年平安和太保这部分准备金占比分别为 28%和 18%，其平均利率为 6%和 6.38%，平安受到的影响更大。国寿、平安和太保总体资金成本分别为 2.5%、3.82%和 2.95%。

总体上来看，2009 年资金成本下降会小于投资收益。在利差变动上，太保最为不利，其投资收益下降最大，资金成本下降较小。在绝对利差上看，平安压力最大，其平均资金成本最高。

◆2009 年经营异常困难，关注非基本面的机会：

从经营上来看，2009 年寿险业将非常困难，主要是如何避免新保单出现利差损、如何应付快速增长的给付。从实际盈利能力、会计利润和新业务价值等各个方面来看，前景都不是非常明朗。基于基本面的困难，我们认为寿险行业在 2009 年可能缺乏系统性的机会，投资者可关注股市反弹、政策利好带来的短线机会。

行业与上证指数对比图



相关报告：

利差是衡量寿险业的实际盈利能力的关键因素

保险行业的盈利能力有的时候看起来就像一个谜，这主要是指寿险。就拿今年的情形来说吧。上半年，主要寿险公司净资产都减少了 20%以上，而盈利能力却依然保持去年的水平。下半年，净资产并没有大幅度下滑，而盈利能力则大幅下滑，甚至出现亏损。

会计利润实际上与行业的实际盈利能力有较大的区别。理论上，寿险公司的盈利主要来自利差、死差和费差，但这种逻辑并没有办法在一年内体现出来。实际的财务会计报表则采取现收现付的原则编制报表，利润是由当期的保费收入和投资收益，扣除当期准备金、成本和费用之后得出的。由于准备金和投资收益的确认都有较大的主观性，所以寿险公司的会计利润与实际盈利能力之间可能相去甚远。

新业务价值是一种替代的方法，用来计量寿险公司的盈利能力。某种意义上，新业务价值是较好的衡量承保业务的指标，但缺点是对投资业务的变化反应比较迟钝。今年上半年，平安公布了其新业务价值，实现了不错的增长。这种增长是在较为乐观的投资收益率假设下做出的，而实际的投资收益率可能低于预期。这种特点使得新业务价值也不能很好的衡量寿险业的实际盈利能力。

我们本篇报告是希望探讨能衡量保险业的实际盈利能力的体系，给投资者提供有意义的参考。

从长期来看，寿险公司的死差和费差是可以忽略的，因为市场竞争非常激烈，定价技巧也会得到改善，寿险公司的盈利将主要来自于利差。目前，一般认为利差占寿险盈利的 8 成左右。因此，我们主要考虑利差收益的部分。

考虑一个简化的寿险公司的资产负债表。在负债方，由 20%的股东权益(E)和 80%的保险责任准备金(D)构成。而在资产方，剔除少量的用于运营的资产之外，全部用于投资。在投资资产中大约 15%为股票基金类资产、30%为银行存款和现金、55%为债券类资产。

图表 1、简化的寿险公司资产负债表



资料来源：光大证券研究所

对于这家寿险公司来说，利润来自于权益部分的投资收益和寿险责任准备金部分的利差收益。假设投资收益为 r ，而寿险责任准备金的成本为 c ，那么其 ROE 可以表示为：

$$ROE = [E \cdot r + D \cdot (r - c)] / E = r + D/E \cdot (r - c) = r + 4 \cdot (r - c)$$

按照今年的情况来看（剔除平安在富通集团的损失）， r 大约为 4%， c 大约 3.4%，ROE 水平就非常低，大约相当于 6.4%，这与我们今年对寿险业的感受是差不多的。

如果按照长期的经验数据来看， r 大约为 6%， c 大约为 4%，ROE 大约为 14%，这水平也和国际寿险业的实际经营状况相吻合。

我们认为上述公式是能够衡量寿险公司实际盈利能力的，其盈利能力主要取决于三个指标：投资收益率 r 、资金成本率 c 和相对负债水平 D/E 。但这个指标也是有缺陷的，因为我们无法从这种实际盈利中获得股息。

从长期实际盈利能力来看保险业的 ROE 可以达到 15% 左右，而短期来看 ROE 可能会大幅低于长期水平。按照目前的估值来看，中国人寿的 PB 将近 4 倍，而平安和太保的 PB 在 2 倍左右，我们认为估值水平并不算低。

如果考虑到我国寿险业的 D/E 有扩大的潜力，在未来 D/E 扩大一倍，达到 8 倍，那么长期 ROE 将达到 22%。对于这个盈利能力来看，2 倍的 PB 也并不显得很低。

投资收益率：寿险商能承受的低利率时期不超过 3 年

投资收益率是寿险业盈利能力中最具决定性的因素，因为资金成本率在一定程度上是投资收益率的函数。这在后面会继续探讨，我们首先探讨

降息周期中寿险公司的投资收益率。

投资收益可以分成两个部分，净投资收益和资本利得。净投资收益主要包括各种利息收入和股息收入，这一部分相对来说是较为稳定的。资本利得来自资本市场的价格变化，这一部分是较难预测的。我们认为 2009 年，A 股市场将无法为保险公司提供显著的超额收益，故而在此报告中不考虑资本利得部分。

我们着重考察净投资收益部分。在降息周期中，寿险公司的净投资收益率会随之下降，主要通过两个渠道产生影响。一方面，对于新增资产的投资，直接面对低利率的市场，会拉低整体的投资收益率。另一方面，对于存量资产，会面临再投资的问题，当然浮动利率部分也是直接受到降息的影响。这两个渠道同时影响寿险公司的净投资收益率。

我们首先观察 1975 年以来各国保险行业投资收益率，发现有可以分为两种情形。一种以美国为代表，2001 年网络泡沫破灭之后，短期利率有短暂的下调，但长期利率并没有做出明显的反应。美国保险公司的净投资收益率并没有因此而受到很大影响。一种以日本为代表，1990 年代以后，短期利率和长期利率都出现了大幅度而持续的下降，这使得保险业的投资收益率长期不振，低于其他国家同业水平。

图表 2、1975 年以来各国保险行业投资收益率比较



资料来源：瑞士再保险公司经济研究与咨询部。

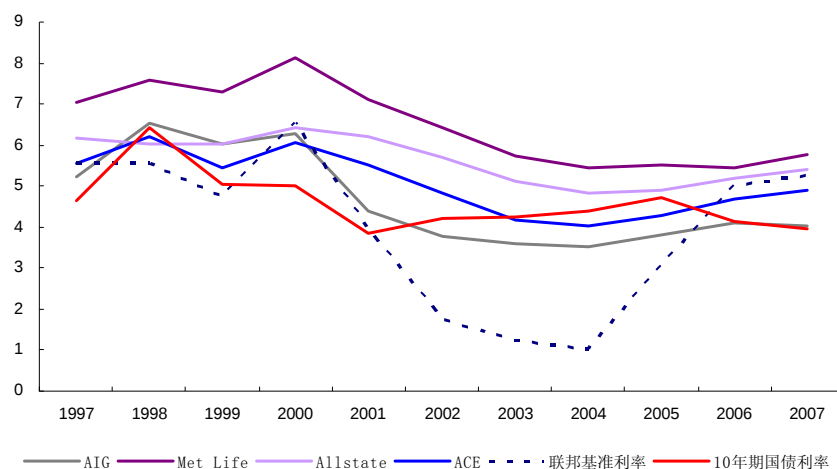
* 投资收益包括实际资本收益占投资资产的百分比。

美国案例：投资收益率短暂下跌

我们观察了 1997 年以来美国市场上主要保险公司的净投资收益的数据，基本上是我们前面的结论相吻合的。在美国，98 年之后长期利率有个快速下降的过程，从 6% 下降到了 4%，在 2001 年至 2005 年长期利率有小幅的反弹。在这个过程中，主要保险公司的净投资收益率的变化趋势

都是滞后于长期利率的变化，在 2000 年之后开始出现下滑，而到 2003 年之后才开始缓慢上涨。

图表 3、1997 年以来美国主要保险商投资收益率变动趋势（单位：%）

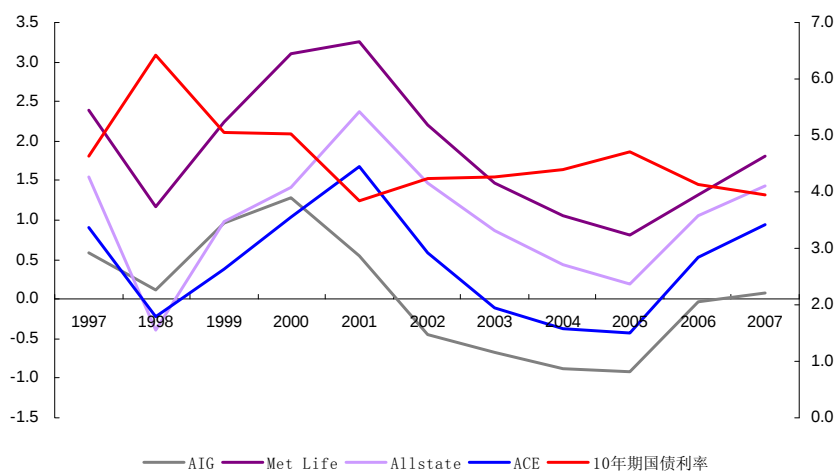


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

净投资收益率滞后于长期利率的变化是很容易理解的。由于保险公司持有的存量债券资产和银行存款的利率是锁定的，其价格调整的速度是滞后于市场利率的。

通过考察超额投资收益率，我们可以更清楚地发现这点，将保险公司的净投资收益率减去长期利率得到超额收益。超额收益来自于两个方面，一方面是来自于信用风险，通过投资信用产品而获得的超额收益；另一方面就来自时间风险，通过投资长期产品而获得的超额收益。数据很明显的显示，在长期利率下降的时候，超额收益是上升的。在长期利率上升的时候，超额收益则是下降的。

图表 4、1997 年以来美国主要保险商超额投资收益率变动趋势（单位：%）

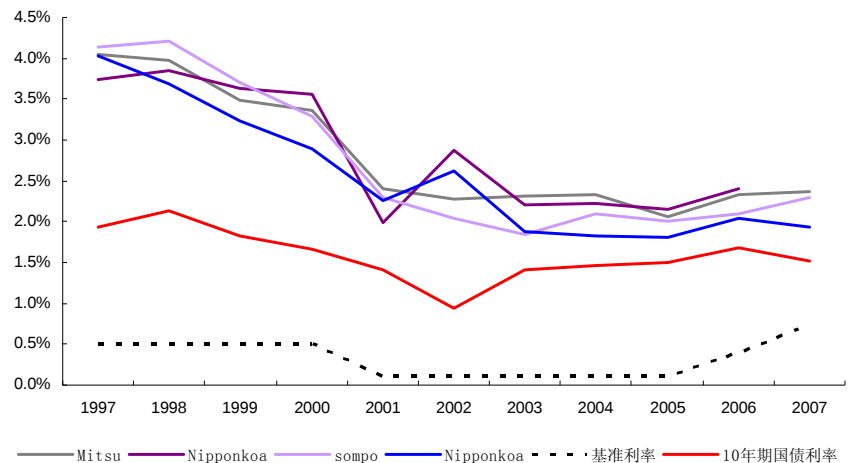


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

日本案例：投资收益率长期下跌

我们近距离观察日本保险业投资收益率和长期利率的关系，发现投资收益率与长期利率同步下降，在 2002 年长期利率见底之后略有反弹，但投资收益率并没有随之反弹，而是维持在低位。

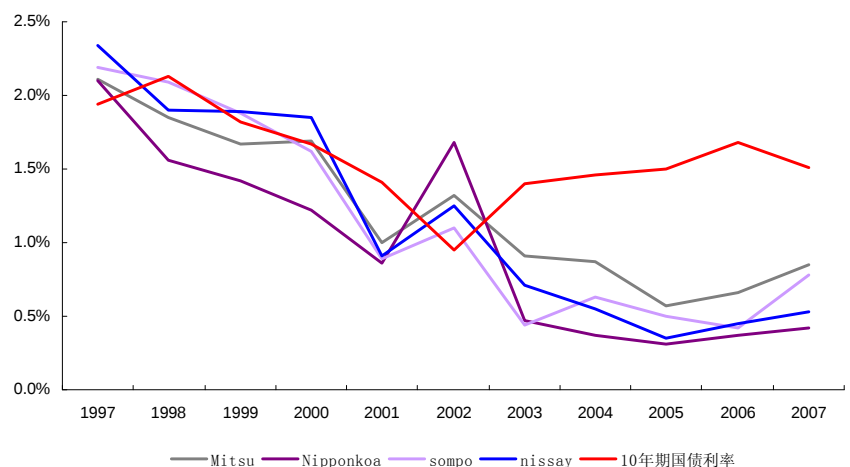
图表 5、1997 年以来日本保险业投资收益率趋势



资料来源：Bloomberg，光大研究所

日本保险业的超额投资收益变动趋势完全不同，没有明显的周期性，而是持续下降，之后维持在低位。出现这种情况，我们认为与日本长期利率长期下跌之后维持低位是相关的。在长期利率开始下跌的时期，由于资产久期的原因，投资收益率的下降是滞后于市场利率的，其超额收益也是逐步下降。之后由于保险商在低利率时期配置了较长久期的债券，使得超额收益也滞后于市场利率。

图表 6、1997 年以来日本保险业超额投资收益率趋势



资料来源：Bloomberg，光大研究所

明年保险资金投资收益率将轻微下降

从美国和日本的案例来看，在降息周期中，保险业的投资收益率会滞后于市场利率的变化，同样升息的时候也会滞后。这主要是由于保险商持有的存款和债券资产久期比较长，再定价的过程比较缓慢。

在今年急速降息的环境中，再投资的收益率会受到较大的影响。我们对 A 股三家保险公司的固定收益类资产的到期情况进行了分析。国寿、平安和太保的 1 年内到期和浮动利率资产占总投资资产的比例分别为 14%、23%、34%，其中平安的资产组合中包括非保险资产，但无法准确划分。即便如此，太保受降息影响最大，其资产的久期最小。根据粗略的计算，收益率每下降 27 个基点，国寿、平安和太保存量资产的整体收益率将下降 3.78、6.21 和 9.18 个基点。

图表 7、2008 年中期主要保险商银行存款期限结构

存款及现金等价物(单位:百万元)						
	国寿	占比	平安	占比	太保	占比
货币资金	42,226	5%	72,775	14%	17,499	6%
定期存款	179,244	21%	49,178	10%	73,196	27%
1 年以内	66,887	8%	1,511	0%	403	0%
1-5 年	99,316	12%	6,354	1%	16,893	6%
5 年以上	13,041	2%	2,043	0%	279	0%
浮动利率			29,427	6%	55,621	20%
投资资产总计	851,318		502,102		271,449	

资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 8、2008 年中期主要保险商债券期限结构

债券(单位:百万元)						
	国寿	占比	平安	占比	太保	占比
债券	500,551	59%	282,113	56%	127,227	47%
1 年以内	12,545	1%	27,369	5%	18,340	7%
1-5 年	92,332	11%	78,821	16%	29,711	11%
5 年以上	383,102	45%	147,314	29%	79,176	29%
浮动利率			19,240	4%		0%
投资资产总计	851,318		502,102		271,449	

资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 9、2008 年中期主要保险商其他固定收益类资产期限结构

其他(单位:百万元)

	国寿	占比	平安	占比	太保	占比
归为贷款及其他应收					15,877	6%
1年以内					4,052	1%
1-5年					1,757	1%
5年以上					3,575	1%
浮动利率					6,493	2%
投资资产总计	851,318		502,102		271,449	

资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

如果考虑到新增保险准备金的影响, 总投资收益率的下降幅度会更大些。根据今年保费收入和准备金提存的情况来看, 国寿、平安和太保可能新增固定收益类资产占总投资资产的比例分别为 15%、7%和 11%。这部分资产的收益率会拉低整体的投资收益率。

我们认为在明年仍然存在降息的空间, 这会对保险公司的再投资收益率造成持续的影响, 仍然是通过即将到期的资产和新增资产的渠道产生影响。对于资产期限较短的太保来说, 无疑是影响最大的。

在不考虑未来会发生的降息, 我们根据各家公司的资产期限结构和新增准备金比例对未来两年固定收益类资产的收益率作了一个测算。2009 年国寿、平安和太保的固定收益类资产的收益率分别同比下降 44、46 和 67 个基点, 下降的幅度是低于同期基准利率下降幅度的。

图表 10、主要寿险公司未来两年固定收益类资产收益率测算



资料来源: 公司数据, 光大证券研究所

从资产的期限结构来看, 我们认为 3 年内会有大量存量资产到期。平安的资产结构披露的较细, 第 1、2、3 年到期的资产占总投资资产的比例分别为 30%、6.0%、5.2%。如果此次降息持续时间或者在低利率水平上

维持的时间达到 3 年以上，对保险商来说，压力就更大了。他们将不得不把陆续到期的资产投资到低利率的长期资产上，这是很可怕的。

资金成本下降空间低于投资收益率

寿险资金成本的决策逻辑

寿险公司的资金成本是一个非常复杂的变量，受到预定利率、投资收益、准备金结构等多方面因素的影响。无须讳言，要精确判断不同寿险公司的资金成本是不可能的。我们希望在探究清楚决定资金成本的逻辑，并借此判断资金成本变化的特点，最后会大致测算资金成本的变动，以供投资者参考。

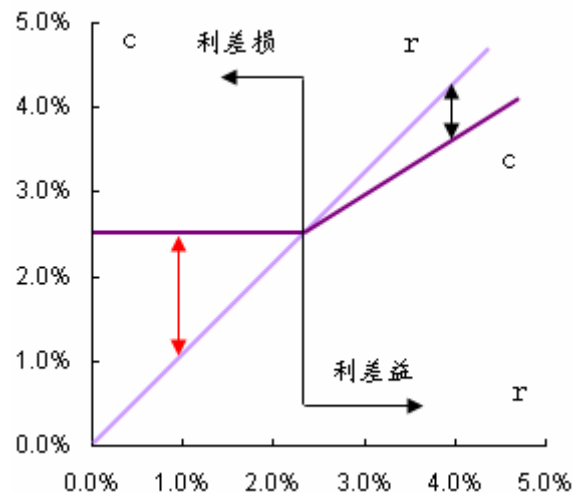
我国寿险准备金主要来自四种保险合同：传统保险、分红保险、万能保险和投资连接保险。根据各家公司的产品组合情况，可以大致估算其负债的资金成本率。在市场上，目前比较容易跟踪的数据是万能险的结算利率，各家寿险公司会定期公布，但分红险的结算利率则比较难跟踪。

不同险种的资金成本率决定方式有较大差别。传统保险的资金成本率是预定利率，目前国内规定预定利率不超过 2.5%，一般情况下就等于 2.5%。分红险和万能险的资金成本率是保底利率加浮动利率的形式，其中保底利率可能为预定利率，也可能低于预定利率。浮动利率部分由保险公司根据经营情况来决定，其中分红险的分红水平每年年底决定，将保单盈余的 70% 用于分红。万能险的结算利率每月公布一次。投资连接险的资金成本是随着投资收益变动，但其利差是固定的，以资产管理费率的形式体现。目前大多数投资连接险的资产管理费率为 2% 左右。

在决定分红水平和万能险结算利率的时候，保险公司会根据自身的投资收益率量体裁衣，虽然可能存在一定的滞后性和平滑因素，但基本上资金成本是受投资收益影响的。

我们对 c 与 r 的关系作了一个简单的示意， r 是自变量， c 是因变量。 c 与 r 之间的关系如图所示。当 r 大于 2.5% 时，寿险保单将会出现利差益，利差益的大小是两条线之间的距离。当 r 小于 2.5% 时，寿险保单将会出现利差损，利差损的大小同样也是两条线之间的距离。

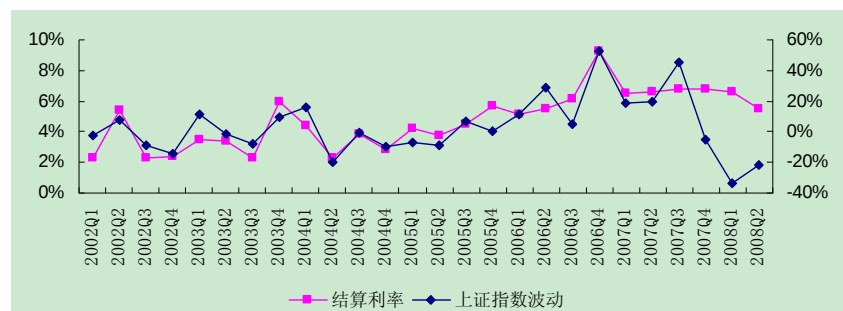
图表 11、保险公司资金成本率与投资收益率之间的关系



资料来源：光大证券研究所

上述模型虽然简单，但与实际情况大致相符。我们观察了太保的一款按季度结算利率的保险产品，其结算利率基本上与上证指数的涨跌幅相吻合，这说明保险公司确实会根据投资收益率来决定投资型保险产品返还给投保人的回报。

图表 12、太保太平盛世-长发两全保险结算利率走势



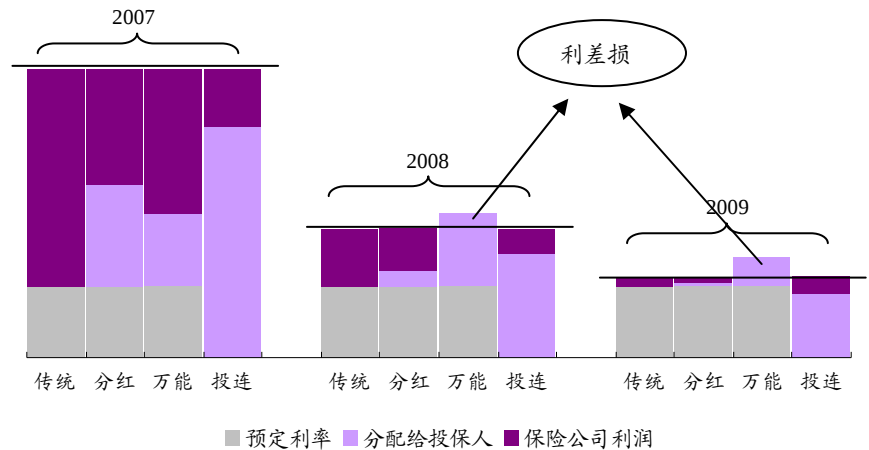
资料来源：公司数据、Wind、光大证券研究所

2009 年寿险资金成本定性研究

我们对 2007-2009 年不同险种的投资收益的分配方式进行了分析，用下图来表示。在 2007 年，是投保人和保险公司皆大欢喜的时刻，投资收益异常丰厚。在 2008 年开始变得艰难起来，投资收益急剧下滑，保险商的利润减少，分配给投保人的红利也大幅减少，不过由于激烈的市场竞争，万能险的资金成本甚至比 2007 年还高，形成了利差损失。到 2009 年，投资收益会进一步减少，传统险种的利润空间进一步缩小，而万能险的盈利能力取决于结算利率，我们认为明年万能险继续出现利差损的概率

很大。

图表 13、2007-2009 年不同险种投资收益分配示意图



资料来源：光大证券研究所

我们对不同公司的寿险责任准备金进行分解，发现资金成本具有弹性的投连险、万能险和分红险的准备金所占比例差异较大。由于各家公司信息披露的差异较大，统计口径不一致，无法精确的比较各家的准备金和保费收入的情况。

数据最完善的是平安，其 2008 年中期的寿险责任准备金中分红险占 30%，万能险占 13%，投连险占 9%，而其他各险种的资金成本都是接近预定利率的。分红险在 2008 年的资金成本估计会调至预定利率附近，在 2009 年调降的空间有限。最具弹性的万能险和投连险占 22%。这一比例与平安需要再定价的资产比例（30%）相当，而资金成本的变化更加缓慢。对平安而言，降息的时候，成本下降比收益慢，轻微负面。

我们根据财务报告中有有限的信息对太保的责任准备金进行了拆分。在 2006 年之前，太保所销售的万能险比例基本稳定在 2%左右，我们根据 2007、2008 年万能险的销售情况估算万能险准备金上升至 8%。由于 2008 年分红险销售比例下降，准备金比例从 40%下降至 35%。太保万能险是具有较强成本调节能力的险种，只占 8%。而太保需要再定价的资产占比为 39%，这使得太保在降息中会非常被动。

对国寿准备金的披露非常有限，传统险康宁终身的准备金占 15%，而鸿丰两全等分红险的准备金占 41%，其他不清楚类型的准备金占 44%。国寿在万能险和投连险上销售量较小，可以粗略地判断国寿的准备金中 20%来自传统险，80%来自分红险。在 2009 年这两种险种都没有降低资金成本的空间。所幸国寿需要再定价的资产占比为 14%，降息对收益率的影响相对较小。

图表 14、2008 年中期主要保险商长期责任准备金构成

长期险准备金(百万元)								
	国寿	占比		平安	占比		太保	占比
康宁终身	105,217	15%	传统寿险	45,279	12%	传统寿险	109,716	53%
鸿丰两全等	287,036	41%	年金	92,474	25%			
其他	312,381	44%	分红险	108,367	30%	分红险	71,000	35%
			万能险	46,319	13%	万能险	17,280	8%
			投资连接险	33,700	9%			
			健康险	40,909	11%	健康险	7,749	4%
合计	704,634	100%	合计	367,048	100%	合计	205,745	100%

注：国寿准备金披露的信息有限，其中康宁终身为传统险，鸿丰两全等为分红险，其他部分无法分拆。

资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 15、2008 年中期主要保险商寿险保费收入构成

寿险保费(百万元)								
	国寿	占比		平安	占比		太保	占比
康宁终身	16,259	9%	传统寿险	2,818	5%	传统寿险	7,700	21%
鸿丰两全等	79,615	45%	年金	3,259	6%			
其他	79,532	45%	分红险	21,597	42%	分红险	15,914	43%
			万能险	14,400	28%	万能险	13,774	37%
			投资连接险	5,298	10%			
			健康险	4,203	8%	健康险		
合计	175,406	100%	合计	51,575	100%	合计	37,388	100%

注：国寿保费披露的信息有限，其中康宁终身为传统险，鸿丰两全等为分红险，其他部分无法分拆。

资料来源：公司数据，光大证券研究所

资金成本下调幅度无法超出投资收益率

在目前股票市场和债券市场的收益率都比较低的情况下，寿险公司的资金成本有下调的必要。但资金成本的下调是否能抵消投资收益率的下降，这仍然是需要探讨的问题。

我们认为资金成本的下调是无法抵消投资收益率下降的。虽然银行存款利率的下调为保单准备金成本下调提供了空间。但保险商是不是会将成本下调到位，仍然要受到市场竞争状况的影响。第一，由于管理层的乐观主义和对保费规模的过分追求，保险公司可能会维持较高的资金成本，以吸引投保人。今年万能险结算利率明显高于保险资金投资收益率，就是这种现金流承保的表现。第二，由于具有较强弹性主要是万能险责任

准备金，而这部分占比相对较小，大约在 15%以内。由于万能险之外的准备金成本下调空间有限，整体成本下降的幅度更小，远小于万能险资金成本的下降幅度。

2009 年寿险资金成本定量研究

我们无法准确判断万能险和分红险的资金成本，因为超额的成本是由保险人决定的，但预定利率成本是基本上确定的，对于这一部分是可以比较精确的计算的。

国寿由于没有高利率保单，其预定资金成本接近 2.5%。而平安和太保的预定资金成本要明显高于 2.5%，所以对他们来说在低利率的环境下，影响要更大。

平安高利率准备金在 2007 年占总准备金 30.67%，资金成本为 6.25%，准备金平均成本大约为 4.11%。根据准备金增长情况和平安对高利率准备金的预测，我们估算 2008-2009 年高利率准备金占比分别为 30.85% 和 28.74%，准备金平均成本分别为 3.99% 和 3.82%。虽然高利率准备金的成本在最近三年显著下降，但高利率准备金占比较高，平安历史负担相对较重。

太保高利率保单在 2007 年占比为 22.8%，成本为 6.38%，准备金平均成本大约为 3.18%。我们预计 08-09 年高利率准备金占比将进一步下降，平均成本也随之下降到 3.05%、2.95%。

从高利率保单的影响来看，平安最为不利，其实际盈亏平衡投资收益率比国寿和太保都要高。如果 2009 年资本市场无法提供 3.82% 的投资回报，平安即无法获得实际的盈利。

图表 17、中国平安高利率准备金变动及准备金平均成本

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
高利率准备金(百万元)				93,961	98,261	103,361	110,661
高利率准备金成本				6.50%	6.25%	6.00%	6.00%
高利率准备金占比	45.30%	42.00%	40.00%	37.30%	30.67%	30.85%	28.74%
准备金平均成本	5.00%	4.80%	4.70%	4.50%	4.11%	3.99%	3.82%
高利率保单利差(百万元)	-1,450	-2,200	-1,950	-1,280			

资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 18、中国太保高利率准备金变动及准备金平均成本

	2004	2005	2006	2007H1	2007	2008	2009	2010
高利率准备金(百万元)				37,939	41,034	43,534	45,651	47,598
高利率准备金成本			6.77%	6.53%	6.38%	6.38%	6.38%	6.38%
高利率准备金占比	28.00%	26.20%	24.40%	23.50%	22.80%	19.79%	18.26%	17.00%
准备金平均成本	3.60%	3.46%	3.34%	3.24%	3.18%	3.05%	2.95%	2.87%
高利率保单利差(百万元)	-1,175	-789	-362	1,256				

资料来源：公司数据，光大证券研究所

负债权益比是把双刃剑

负债权益比是我们关注的第三个因素，其经济含义是寿险公司的杠杆率。由于寿险公司实际上也是特许经营的，法律允许其以较高的杠杆经营，因此可以为其提供较强的盈利能力。实际上我国寿险业近年来通过公开上市，大幅度提高了股东权益，这使得其负债权益比低于美国竞争者的水平。

虽然今年 A 股市场的大幅下跌，会部分的抬高中国寿险公司的负债权益比，但与国际竞争者相比，仍然显得较低。负债权益比较低，其实是公司的经营杠杆较低，而资本充足率则相对更加充分。这也是我们对中国寿险业的偿付能力更有信心的原因所在。

对于投保人来说，更加充足的资本无疑是好事。但对于股东来说则未必如此。在某种程度上，过分充足的资本意味着资本的运用效率还不够高，经过大幅度的融资之后，寿险公司可以销售更多的保单，承担更大的风险，以赚取更多的利润。

图表 19、2003 年以来负债权益比的变化



注：其中太保按右轴，其他按左轴。

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

然而现实状况却更加复杂，杠杆常常都是双刃剑，会同时放大收益和损失。如果出现利差损失的时候，损失会被放大 4 倍，直接侵蚀了本金的收益。寿险公司必须考虑 2009 年如何控制杠杆。

销售保单是扩大负债权益比的有效途径，保险公司也在积极地推进这项工作。但如果无法保证获得正的利差、死差和费差，保单销售得越多，对股东权益的损害则越大。

虽然在存在利差损的时候，销售保单必然会扩大其损失。但我们认为保险公司并不会因此而大幅放松其保单销售，虽然由于需求的原因，可能会导致保单销售遇到困难。

今年各家公司保单销售出现快速增长主要是因为银保，我们认为银保渠道主要销售理财型保险产品，这部分的波动较大。在国内资本市场距离波动、收入预期不稳定的情况下，理财型保险在 09 年将出现负增长。目前已经看到这种迹象。我们预计 09 年这部分需求会减少 10-15%。

个人代理人渠道的产品以保障型为主，其需求相对稳定。在明年宏观经济保 8 的情况下，我们预计这部分的需求增长 10% 左右。

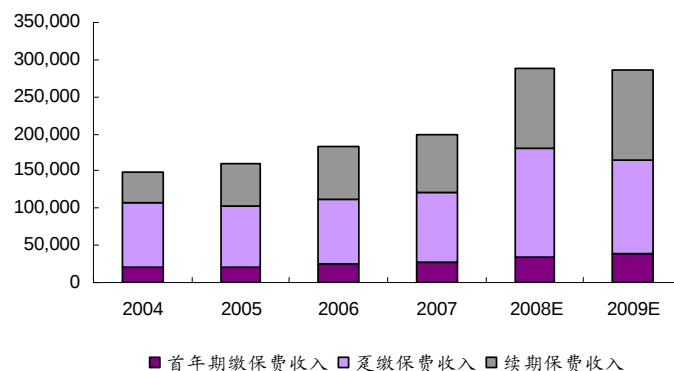
在上述假设下，各家公司的保费增速有所不同，平安仍然维持增长，但国寿和太保将出现负增长。三家公司合计负增长 1%。虽然保费负增长，但准备金依然增长，负债权益会有所提高。

图表 20、2009 年主要寿险商保费增速预计

	2007	2008E	2009E
国寿	9%	47%	-1%
平安	15%	33%	9%
太保	34%	42%	-3%
合计	13%	43%	1%

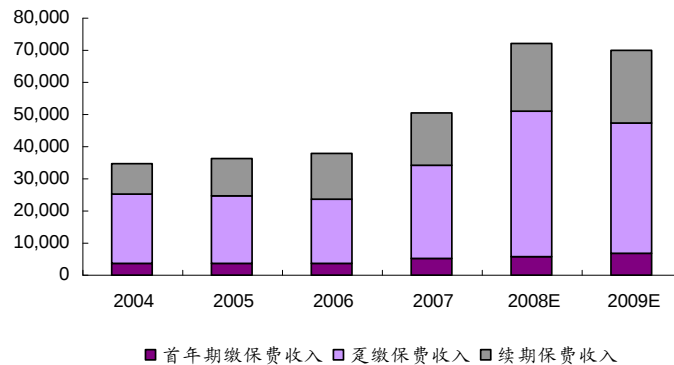
资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 21、2009 年中国人寿分期限保费收入预测（百万元）



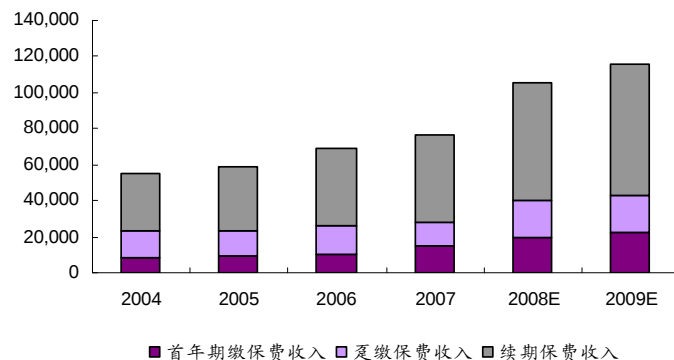
资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 22、2009 年中国太保分期限保费收入预测（百万元）



资料来源：公司数据，光大证券研究所

图表 23、2009 年中国平安分期限保费收入预测（百万元）



资料来源：公司数据，光大证券研究所

2009 年经营异常困难

是否能扭转新保单利差损失的局面，是寿险公司经营的关键。而影响新保单投资收益率的因素主要由资本市场和政府政策，影响成本的因素则主要由监管机构和市场竞争来决定。在这种情况下，对保险公司来说是相对较为困难。

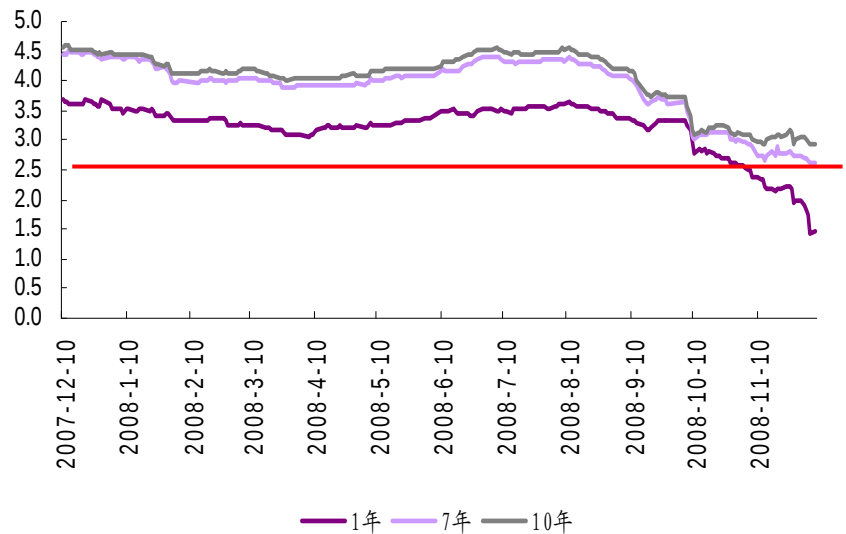
由于今年大幅的降息，以及还持续存在的降息预期，寿险公司不仅面临新保单出现利差损的问题，存量准备金资产的利差也会收窄。我们认为寿险公司在 2009 年的经营决策会非常困难。

新的利差损为保单销售决策带来困难

如何更有效的降低资金成本，是否能够通过创新有效的降低资金成本，这是决定寿险公司能否改善 09 年的实际盈利状况和经营决策的主要问题。

从保单销售来看，监管机构和主要寿险商都希望减少投资型保单和趸缴型保单的销售，而提高保障型保单和期缴型保单的销售，从而控制投资型保单可能大起大落的风险，并提高新保单的内含价值。

图表 24、新保单可能出现利差损（单位：%）



注：图中曲线为国债到期收益率变化曲线

资料来源：公司数据，光大研究所

然而我们认为明年新保单仍然可能出现利差损，因为传统保险产品和分红险等更注重保障的产品的有最低成本制约，其必须为准备金向投保人支付 2.5% 的回报。而目前市场上存在的降息预期，会使得主要债券的收益率都低于 2.5%。

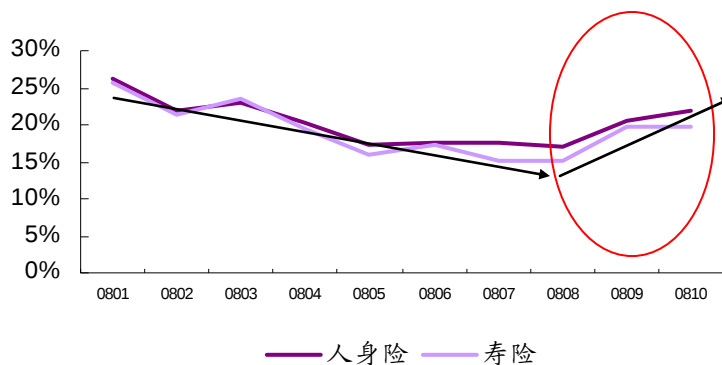
寿险公司面临这个问题有开源、节流两方面的工作可以做。一方面，就是加强承保管理，提高其死差和费差收益，用以弥补利差方面出现的损失。加强投资管理，争取获得更有利的投资收益，以涵盖更多的资金成本。另一方面，就是通过设计新产品，并改善原有的产品结构，从而降低新增保费的资金成本率。

现金流的压力加大影响会计利润

现金流的压力在明年会有所加大，对保险公司而言现金流压力还表现为会计利润的压力。

今年保费收入超高速增长，将赔款、给付等各方面的压力都掩盖起来了。这也对今年承保业绩的改善做出了正面的贡献，我们观察到寿险业的赔付率一直在走低，与去年相比明显要低出很多。但从 9 月份以来，赔付率开始出现向上走的趋势，主要是因为 9 月份开始单月的寿险保费增速放慢，有些险商的保费甚至出现负增长。

图表 25、赔付率开始上升，带来现金流压力



资料来源：保监会，光大证券研究所

在明年，寿险业的保费出现低增长是大概率事件。在这种时候，赔付方面的压力就会显得更大一些，至少在赔付率上会有明显上升。

与此同时，由于 08 年的保单销售以投资型、趸缴型的保单为主，这可能带来较大的退保风险。虽然目前还没有看到大规模退保的迹象，但并不能完全排除这种风险的存在。

2009 年保险业的各种指标

我们积极地向投资者介绍衡量寿险业实际盈利能力的可能，并尽可能准确的测算。但我们也会对会计利润和新业务价值等衡量手段给出评估，让投资者对寿险业的经营有全面的判断。

实际盈利能力出现下滑

根据我们的判断，寿险业实际盈利能力最终还是取决于投资业务。当投资业务在萎缩的时候，公司能做的就只是节流，包括资金成本、保险赔付和销售管理费用。但是人们往往都是由俭入奢易，由奢入俭难，期望通过节约成本来改善盈利能力，那是比较难的。

在节约费用和成本的时候，常常也会出现一些不和谐的现象。节约销售管理费用必然会降低员工和代理人的积极性，对保单销售造成影响，甚至有可能影响到渠道建设。对保险赔付方面的控制，会影响投保人对保障型产品的需求，甚至丧失信誉。对资金成本方面的控制，会削弱投资型产品的竞争力，甚至可能引发退保问题。

当投资收益出现问题的时候，寿险公司的其他努力将只能减轻问题的严重性，是无法根本性扭转问题本身的。

图表 26、主要保险商实际盈利能力预测

	国寿		平安		太保	
	08E	09E	08E	09E	08E	09E
r	4.00%	3.84%	0.60%	3.30%	5.00%	3.70%

c	2.50%	2.50%	3.56%	3.20%	3.05%	2.95%
r-c	1.50%	1.34%	-2.96%	0.10%	1.95%	0.75%
D/E	4.1	4.5	4.9	5.2	4.6	5
ROE	10.15%	9.87%	-13.92%	3.82%	13.97%	7.45%

资料来源：公司数据，光大证券研究所

会计利润同样面临压力

会计利润是目前看来最具没有争议的指标。市场观点认为寿险业的利润已经见底，在明年会逐步好转。我们基本认同这种看法，但需要提醒的是，2008 年见底的原因是确认了大量的股票投资损失，而 09 年将不会有那么大的股票损失。

从财务处理技术上来看，09 年业绩还受到一些不确定的因素影响。

不确定的主要因素在于投资收益。08 年是股票市场剧烈下挫的一年，寿险公司在股市中损失惨重，很多资产损失在今年下半年开始计入利润表，使得投资收益相当糟糕。我们尚不清楚是否会在 08 年将投资损失全部确认。如果部分投资损失放在 09 年确认，那么对 09 年业绩的影响也较大。

对会计利润存在不利影响的因素还包括，赔付率将出现显著上升、仍有部分资产损失需要在明年确认、可能出现的退保风险。

如果不考虑平滑准备金等方面的因素，明年会计利润能否走出低谷尚不确定。但有一点是比较确定的，在降息没有结束的时候，任何对寿险业业绩见底的判断都是不够审慎的，也许这个看法在短期是正确的。而在利率没有开始向上的时候，判断寿险业业绩会显著改善也是有风险的。

当然，资本利得是我们没有考虑的，但实际上对寿险业的业绩有非常重要的影响。我们对 2009 年的股票市场依然持比较悲观的看法，这也是我们没有考虑资本利得的理由所在。

图表 27、主要保险商会计利润预测

公司 名称	价格	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)	
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E
中国平安	28.73	-0.01	1.04	1.25	NA	28	23	2.73	2.59
中国人寿	20.32	0.56	0.58	0.65	36	35	31	4.5	4.4
中国太保	11.74	0.65	0.66	0.72	18	18	16	1.73	1.69

注：股价截至日 2008 年 12 月 22 日

资料来源：公司数据，光大证券研究所

新业务价值将明显下滑

要准确的衡量新业务价值需要考虑保费规模和结构，也需要考虑未来投资收益率的影响。

2009 年保费规模可能会比今年有明显的萎缩，虽然保费结构会出现改善，

但规模萎缩的影响会更大一些。另一方面，是否有必要对未来几年的投资收益率和资金成本率的假设进行重新调整，也是需要斟酌的问题。

按照重新调整后的假设来判断，我们认为分红险、万能险的内含价值将系统性的下调。目前阶段，分红险的资金成本弹性较大、万能险的资金成本受市场竞争的影响具有较强的刚性，我们认为分红险新业务价值高估程度比万能险低。随着不断降息，资金成本都会逐步逼近预定利率，而投资收益率的预期可能会更低，这时分红险和万能险的新业务价值可能为负。我们将未来三年的投资收益率预期下调，并考虑万能险资金成本在 4% 左右（即考虑 2.5% 之外的 1.5%），在这种假设下，分红险和万能险分别被高估了 15% 和 60%。我们对主要险商新业务价值进行了估算，中国人寿的估值相对其他两家仍显得相对较贵。

图表 28、主要保险商新业务价值预测

公司 名称	公司假设		修正假设		内含价值		P/EV(x)		NBV(x)	
	08E	09E	08E	09E	08E	09E	08E	09E	08E	09E
平安	1.35	1.33	0.86	0.84	16.4	17.7	1.75	1.62	14.3	13.1
国寿	0.61	0.58	0.41	0.38	7.71	7.78	2.64	2.61	30.8	33.0
太保	0.56	0.47	0.32	0.27	8.22	8.15	1.43	1.44	11.0	13.3

注：股价截至日 2008 年 12 月 22 日

资料来源：公司数据，光大证券研究所

利率长期维持低位时，各种经营指标都面临压力

如果万一利率在低位维持较长时间，对上述各指标都会有明显的负面影响。按照在日本的情况，投资收益率会长期维持在低位，保单的承诺收益率也会逐步下调，但利差损失大部分时候都存在。保险需求长期低迷，保费收入增长缓慢，导致负债权益比持续的下降，这对寿险公司的盈利能力影响很大。

虽然保险公司通过持续的改善赔付比率、销售佣金和管理费用，取得了不错的效果，承保业绩持续向好。但投资业务状况并没有多少起色，导致寿险盈利能力长期低迷，ROE 水平长期在 8% 以下。

从投资业务来看，日本保险公司也积极的进行资产结构管理，加大了海外债券和股票资产的配置，但投资收益并没有明显改善，超额收益也维持在低位。

简言之，如果投资者判断利率将在低位维持 3 年以上，就没有必要继续持有保险股票。

投资建议

我们认为 09 年寿险行业没有系统性跑赢大盘的机会，只有阶段性的机会。

判断系统性方向的主要指标就是预期利率，当降息预期非常强烈的时候，

会对寿险公司的预期盈利能力造成重大的损害，这就和预期了一年的银行坏账一样，虽然实际上对寿险的会计盈利的影响并没有那么大。

阶段性的机会主要来自政策刺激的股市反弹。虽然保险行业在股票市场中的配置已经较低，但依然是相对具有较大 Beta 的品种。在股票市场反弹的过程中，寿险公司能够显著的跑赢大盘。

在反弹中，表现最好的应当是中国平安，因为其业务结构导致其具有更大的 Beta 值，不仅资产组合中权益类资产占比大，而且还有证券、信托等业务，都受到股票市场的影响。由于中国平安银行业务主要集中在华南地区，其资产质量可能存在较大风险，这也是投资者需要积极关注的。

对于中国人寿，我们认为其业务结构是三家公司中最为稳健的。首先，资产久期比较长，短期内受降息的影响相对较小。其次，由于没有高利率保单，其准备金成本相对最低。不过，其准备金结构中万能险占比很小，资金成本下降的幅度有限。由于资金成本低，中国人寿盈亏临界点要好。中国人寿的股票唯一的问题就是估值相对过高。

对于中国太保，估值相对较低是其优势，可以关注非基本面因素造成股价超跌带来的机会。从基本面来看，太保的情况相对最为糟糕。资产久期相对较短，而万能险准备金占比又不高，使得公司在降息中面临利差缩小的不利影响。

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	价格	流通 A 股 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		投资评级	
				08E	09E	10E	08E	09E	09E	08E	09E	上次	本次
601318	中国平安	28.73	3,927	-0.01	1.04	1.25	NA	28	23	2.43	2.32	中性	中性
601601	中国太保	20.32	1,000	0.56	0.58	0.65	36	35	31	4.26	4.17	中性	中性
601628	中国人寿	11.74	1,500	0.65	0.66	0.72	18	18	16	1.85	1.77	中性	中性

资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

肖超虎，复旦大学经济学硕士。2007 年5 月加盟光大研究所，从事金融保险行业的研究。此前于安永华明会计师事务所从事审计工作，主要服务领域为保险行业。在资本市场动荡不安的2008 年，先于市场和媒体提出了对保险行业偿付能力的担忧，并敏锐的预言了寿险公司内含价值将面临负增长的风险，提出了内含价值的蓄水池理论和投连险准备金的连通器原理。主要研究成果有《关注资产负债表风险》、《新业务价值成长难敌资产损失》、《新业务价值短期向好、中期有忧》、《风险将从BS 向P&L 扩散》等。

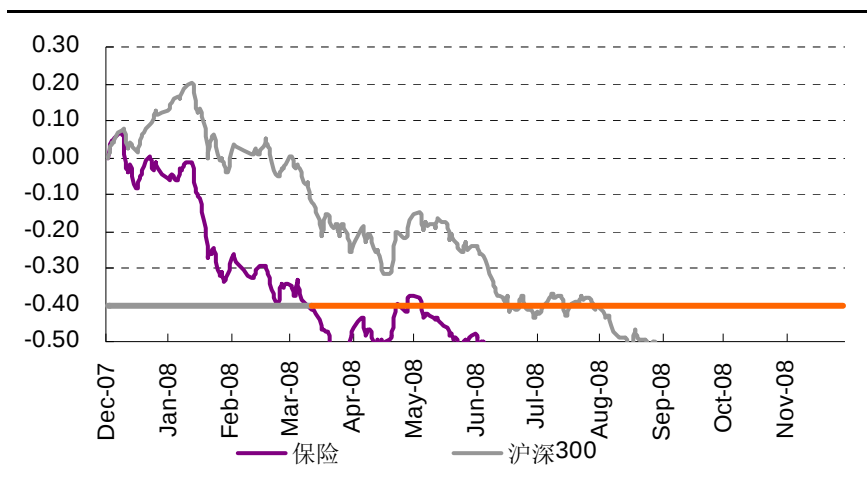
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

保险

分析师：肖超虎



日期	行业评级
2008-07-01	中性
2008-07-30	中性
2008-09-16	中性
2008-09-25	中性
2008-10-29	中性
2008-11-08	中性
2008-11-26	中性

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F 邮编：200120
电话：021-68816000 传真：021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	杨日昕	021-50818887-235	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-50818887-233	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	戴茂戎	021-50818887-296	13585757755	daimr@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-50818887-276	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	满国强	021-68822917	15821755866	mangq@ebsecn.com
	陶奕	021-68822917	13788947019	taoyi@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。