



2009 年 4 月 13 日

保险业

观点聚焦

周光

分析员

zhoug@cicc.com.cn

赵慧颖/刘欣

联系人

zhaohy2@cicc.com.cn/liuxin3@cicc.com.cn

再通胀预期的受益者

投资提示:

我们修正对中国低利率环境将持续很长时间的判断。经济复苏迹象和流动性的重新泛滥使市场产生再通胀预期。本轮低利率周期持续的时间可能短于我们之前的预期。而寿险公司通常是降息周期末期和升息周期初期的受益者。

我们上调 A 股和 H 股寿险行业的评级至“审慎推荐”。

理由:

- 理论上讲,在降息周期的最后阶段,寿险公司保单资金成本已大幅下降,而实体经济出现好转和再通胀的预期已经开始反映于债券价格中,债券收益率很可能已经触底,并出现一定程度的反弹。同时,股票市场的前瞻性使得其可能先于实体经济出现反弹,而宽松货币政策下充裕的流动性将助长反弹的幅度,使得寿险公司投资收益水平明显提升。此时,寿险公司的利差空间将逐渐扩大,盈利能力好转,盈利水平提升,结构性投资机会显现。
- 近期以来,国内外宏观经济、货币政策等均出现了许多新的动向,多个领先指标均显示中国实体经济出现企稳迹象。同时,银行信贷持续超预期增长为市场提供了充裕的流动性,国内外宽松货币政策和大规模经济刺激计划亦改变了市场对通胀压力的预期,进而影响债券市场与股票市场,使得中国保险公司面临的投资环境正在发生微妙变化。
- 中国保险业仍是一个持续增长的故事。2009 年,尽管受到银保渠道收缩和 08 年同期高基数作用的影响,寿险全行业保费收入总体仍保持稳健增长,低渗透率的中国寿险市场蕴含的增长潜力仍不可小视。与此同时,通胀预期对中长期债券收益率形成的有效支撑和充裕流动性推升股票投资收益的作用将对寿险公司利差水平的反弹形成支持。稳健增加的保费规模和触底反弹的投资收益水平会使保险公司盈利同比明显上升。
- 短期内,2009 年一季度保险公司业绩有望强劲增长,将成为推动股价的催化剂。

估值:

基于合理假设的内含价值/新业务价值模型推导出:中国太保 A 股“推荐”的投资评级,每股合理估值为 Rmb25.82 元;中国人寿 A 股和 H 股“审慎推荐”,每股合理估值分别为 Rmb26.35 元和 HK\$29.94 元;中国平安 A 股和 H 股“审慎推荐”,每股合理估值分别为 Rmb48.78 元和 HK\$55.43 元。

风险:

长期来看,最终是否能够演化为结构性投资机会还取决于实体经济是否能够有效复苏。未来如果经济能够有效复苏,并且处于温和通胀的状态,则寿险公司将在这一过程中充分享受到负债贬值和资产价格提升的好处,利差水平可望持续回升,结构性投资机会形成。反之,如果中国经济未能如愿走出低谷而被迫大幅降息,并且低利率持续很长时间,股市表现前高后低,则寿险公司投资收益率严重下滑,利差崩溃。

目录

降息周期中的结构性投资机会主要出现于降息周期的最后阶段.....	4
降息周期中寿险公司的结构性投资机会主要出现于降息周期的最后阶段	4
低利率环境持续的时间可能短于预期.....	4
再通胀预期形成的原因及其影响	5
国内外宏观经济和货币政策新动向引发再通胀预期萌芽	5
再通胀预期：时间和持续性仍存在不确定性	10
降息周期尾声与再通胀预期下的寿险公司盈利能力：保费收入可望保持稳健增长，利差水平完成探底并出现回升.....	11
保费收入可望保持稳健增长.....	11
降息预期改变和通胀预期萌芽驱动中长期债券收益率上升	13
再通胀预期作用下股票投资存在一定表现机会	16
保单资金成本水平已基本见底，但在升息出现之前亦缺乏上行压力	20
盈利预测	21
估值与评级.....	24

插图

图表 1：货币供应量、利率、汇率对总需求以及通胀的传导机制	6
图表 2：制造业 PMI 6 个月来首次回到收缩线以上	6
图表 3：多项宏观经济领先指标出现企稳反弹迹象	7
图表 4：GDP 同比和环比增速及预测	7
图表 5：2005-2009 月度新增贷款量及新增贷款增速	8
图表 6：M1 及 M2 同比增速	8
图表 7：新增贷款中票据贴现比重下降	9
图表 8：发达国家已纷纷步入零利率和数量型宽松政策	9
图表 9：通胀预期：美国 10 年期国债与 10 年期 TIPS（抗通胀债券）利差	10
图表 10：中国寿险业保费收入	12
图表 11：寿险密度、人均 GDP、人均收入与人均储蓄存款年度增速	12
图表 12：主要经济体寿险深度	12
图表 13：国债、政策性银行债收益率	13
图表 14：1 月中旬以来国债和政策性银行债收益率曲线变化	13
图表 15：各类型债券的单月发行量和发行支数	14
图表 16：企业债/中期票据收益率	14
图表 17：美国基础利率与十年期国债收益率走势	15
图表 18：英国央行基础利率与七至十年期国债收益率走势	16
图表 19：美国经济复苏阶段股市表现和估值(1992、2003)	17
图表 20：S&P 500 寿险指数：1991 年 1 月-1994 年 6 月降息周期后期与升息周期前期	18
图表 21：S&P 500 寿险指数：2001 年 12 月-2006 年 5 月降息周期后期与升息周期前期	18
图表 22：美国经济反弹未企稳阶段股市表现和估值（1980，1990 前期）	19
图表 23：S&P 500 寿险指数：1990 年美国经济反弹未企稳阶段表现	19
图表 24：万能险结算利率	20
图表 25：中国人寿损益表（中国会计准则下）	21
图表 26：中国平安损益表（中国会计准则下）	22
图表 27：中国太保损益表（中国会计准则下）	23
图表 28：中国人寿三阶段一年新业务价值折现模型	24
图表 29：中国人寿每股合理价值敏感性分析	25
图表 30：中国平安三阶段一年新业务价值折现模型	25
图表 31：中国平安每股合理价值敏感性分析	26

图表 32: 中国太保三阶段一年新业务价值折现模型	26
图表 33: 中国太保每股合理价值敏感性分析	27
图表 34: 可比公司估值	27

降息周期中的结构性投资机会主要出现于降息周期的最后阶段

降息周期中寿险公司的结构性投资机会主要出现于降息周期的最后阶段

在09年行业策略报告中，我们进行过如下判断：寿险公司的结构性投资机会主要出现于升息周期的前期和降息周期的最后阶段。

这是由于，从利差分析的角度而言，随着降息进程的深入，寿险投保人的机会成本，即中长期定期存款利率的大幅降低使寿险公司得以大幅下调万能险结算利率和分红险分红水平，保单资金成本压力得到明显缓解。

而另一方面，对于寿险公司来说，投资收益率持续低迷的时间长短将成为判断其投资机会出现时点的关键因素。这是因为，在持续大幅降息时，寿险公司资金成本的大幅降低仅能够保证公司利差损大大减轻，而何时能够获得合理的利差空间，则取决于债券和股市投资收益率中所反映的实体经济增长和CPI走势预期。

我们知道，债券收益率曲线会受到基础利率、通胀预期和供求关系等因素的影响而发生改变，这样，寿险公司的资金成本和投资环境也就不断发生变化。不仅如此，债券收益率还将反映投资者对未来货币政策和通胀水平的预期，从而使得在货币政策出现方向性变动时，比货币政策调整更为敏感和迅速。当降息周期接近尾声，实体经济出现好转和再通胀的预期已经开始反映于债券价格中，债券收益率很可能已经触底，并出现一定程度的反弹。同时，当实体经济接近或到达底部，股票市场的前瞻性使得其可能先于实体经济出现反弹，而宽松货币政策下充裕的流动性将助长反弹的幅度，使得寿险公司股票投资收益出现一定程度的提升。

因此，综上所述，随着降息进程的深入，尽管寿险公司严重的利差倒挂问题将会得到一定程度的缓解，但在投资收益率反映未来经济增长的乐观预期之前，获得可观的利润空间仍远非易事。而到降息周期的最后阶段，寿险公司保单资金成本已大幅下降，而投资收益率由于能够反映一定的预期，应已经先行触底甚至出现反转。此时，寿险公司的利差空间将逐渐扩大，盈利能力好转，盈利水平提升，结构性投资机会显现。

低利率环境持续的时间可能短于预期

在2008年末，我们对当时情况的判断是，低利率环境还将深入并持续较长时间，从而抑制寿险公司的固定收益类投资收益。震荡的股市对寿险公司投资水平提出考验，总体上难以提供合理稳定的投资收益。低利率环境下利差益持续在低位徘徊，成为寿险公司盈利环境最基本的特征。

然而，近期以来国内外宏观经济和货币政策出现的显著变化使我们修正对中国低利率环境将持续很长时间的判断。不断出台的政府巨额经济刺激计划显著减轻了经济紧缩的担忧，惊人的银行信贷增长使得大幅降息显得多余，降息周期接近尾声。

经济复苏迹象和流动性的重新泛滥使市场产生再通胀预期。本轮低利率周期持续的时间可能短于我们之前的预期。而寿险公司通常是降息周期末期和升息周期初期的受益者。

再通胀预期形成的原因及其影响

2009 年以来，国内外宏观经济、货币政策等均出现了许多新的动向，近期多个领先指标均显示中国实体经济出现企稳迹象，中金宏观组认为，来自国内外的若干信号预示 2 季度中国经济环比将显著反弹。

同时，银行信贷持续超预期增长为市场提供了充裕的流动性，国内外宽松货币政策和大规模经济刺激计划亦改变了市场对通胀压力的预期，进而影响债券市场与股票市场，使得中国保险公司面临的投资环境正在发生微妙变化。

展望未来，各国经济体的数量型宽松货币政策从长期来看会加大通胀发生的可能性，但发生的时间以及幅度仍存在很大的不确定性。我们认为，中短期内通胀预期对中长期债券收益率形成的有效支撑和充裕流动性推升股票投资收益的作用将对寿险公司利差水平的反弹形成支持，但最终是否能够演化为结构性投资机会还取决于实体经济是否能够有效复苏。

国内外宏观经济和货币政策新动向引发再通胀预期萌芽

通货膨胀的传导机制

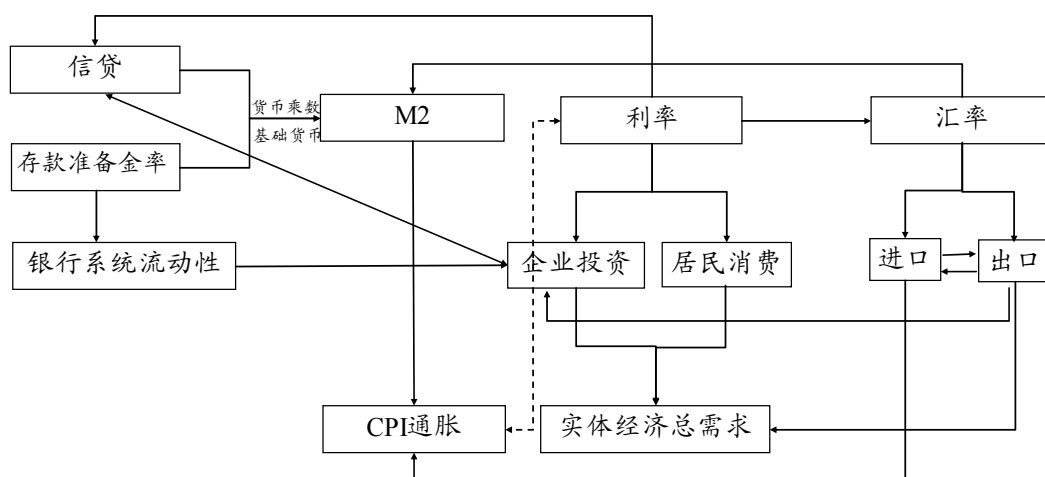
理论上讲，货币供应量、利率以及汇率的变化均可以通过各自的传导渠道影响实体经济总需求和通胀水平，彼此间也相互影响。根据中金宏观组的分析框架，其传导机制如下：

货币供应渠道：货币供应总量（M2）变化（通过信贷额度控制以及调整准备金率等数量政策工具）— 银行系统流动性和实体经济信贷供应 — 企业投资 — 总需求。此外，通货膨胀归根结底是一种货币现象，因此货币供应的变化也将影响通胀水平。

利率渠道：存贷款利率变化（通过改变资本借贷成本、存款利率以及消费信贷成本）— 企业投资以及家庭支出和储蓄计划 — 总需求和 M2。此外，利率的变化也直接影响通胀预期和本国货币汇率。

汇率渠道：在一个开放的经济体系下，其他条件不变，官方汇率变化（本国货币相对于其他货币的变化）— 影响出口竞争力和进口购买力，同时可能影响对本国货币的需求 — 总需求（贸易净额）、通胀水平以及 M2。

图表 1: 货币供应量、利率、汇率对总需求以及通胀的传导机制



资料来源：中金公司研究部

财政刺激初见成效，实体经济呈现企稳迹象

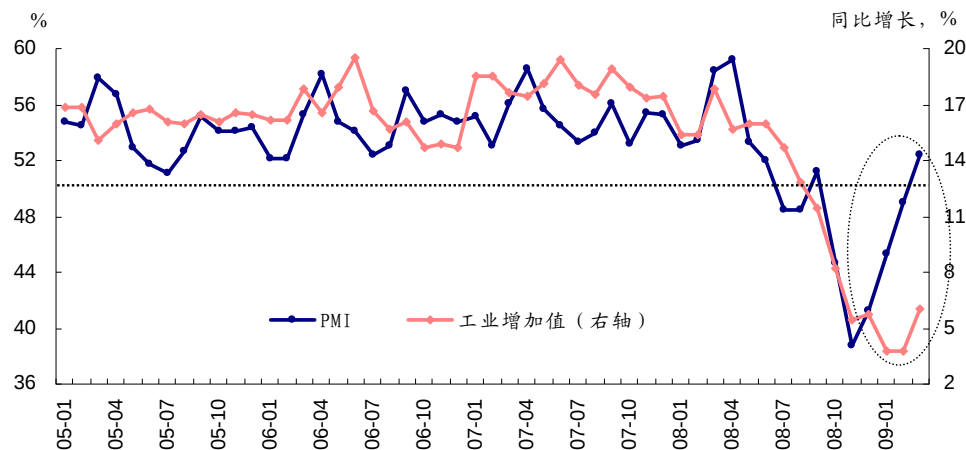
近期以来，政府的四万亿刺激内需的计划初见成效，多个领先指标均显示中国实体经济出现企稳迹象。

3 月份中国制造业 PMI 进一步攀升至 52.4%，6 个月以来首次回到 50% 的收缩线以上。3 月份 PMI 的强劲反弹反映了近期国内经济活动受基建项目拉动有回暖的迹象，其中包括发电量、房地产和汽车销量、新开工项目计划投资、港口吞吐量等多个实体经济领先指标均出现反弹。

本周将陆续公布 1 季度 GDP 数据及 3 月份中国经济相关的宏观数据，尽管目前未及数据公布，但是市场已有普遍预期，预计与 1-2 月份数据相比，环比均呈现进一步改善的迹象，特别是固定资产投资、工业增加值、货币供应量、进出口及贸易顺差、PMI、CPI 等数据均有不同程度上升。

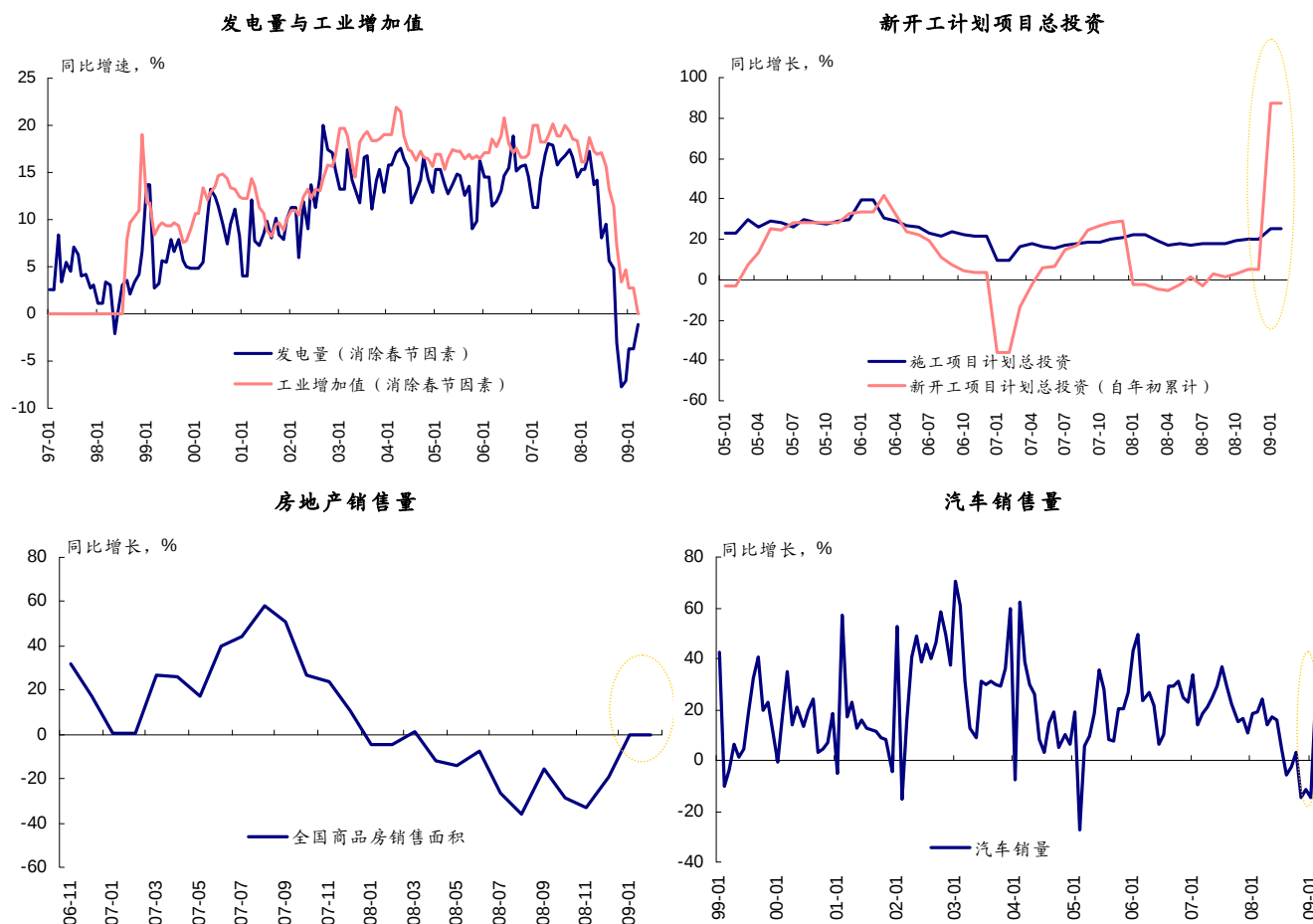
中金宏观组认为，中国目前实行的财政刺激势大力猛，已经有效拉动内需，结合近期多个实体经济领先指标的复苏，以及信贷扩张带来的“准财政刺激”，预计 2、3 季度环比增长将显著反弹，下半年同比增速重回 8% 以上，09 年 GDP 增长 7.6~8%。

图表 2: 制造业 PMI 6 个月以来首次回到收缩线以上



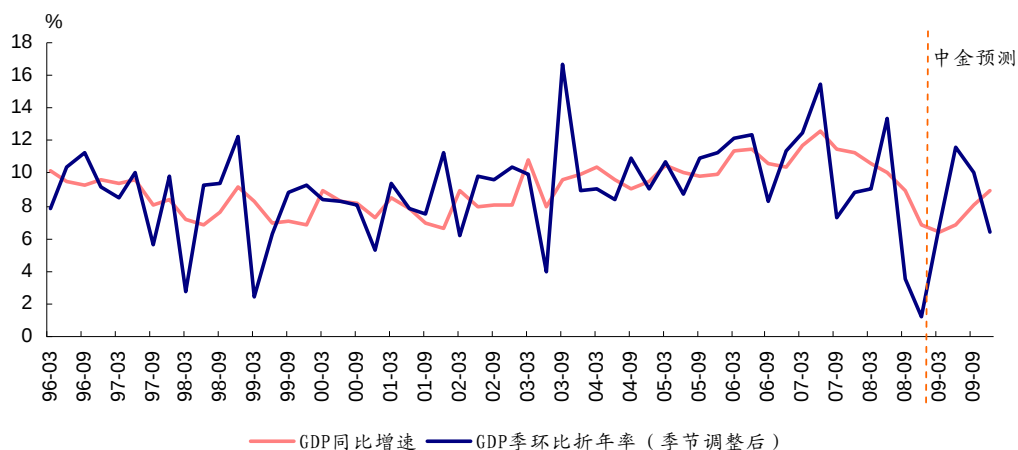
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 3: 多项宏观经济领先指标出现企稳反弹迹象



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 4: GDP 同比和环比增速及预测



资料来源: CEIC、中金公司研究部

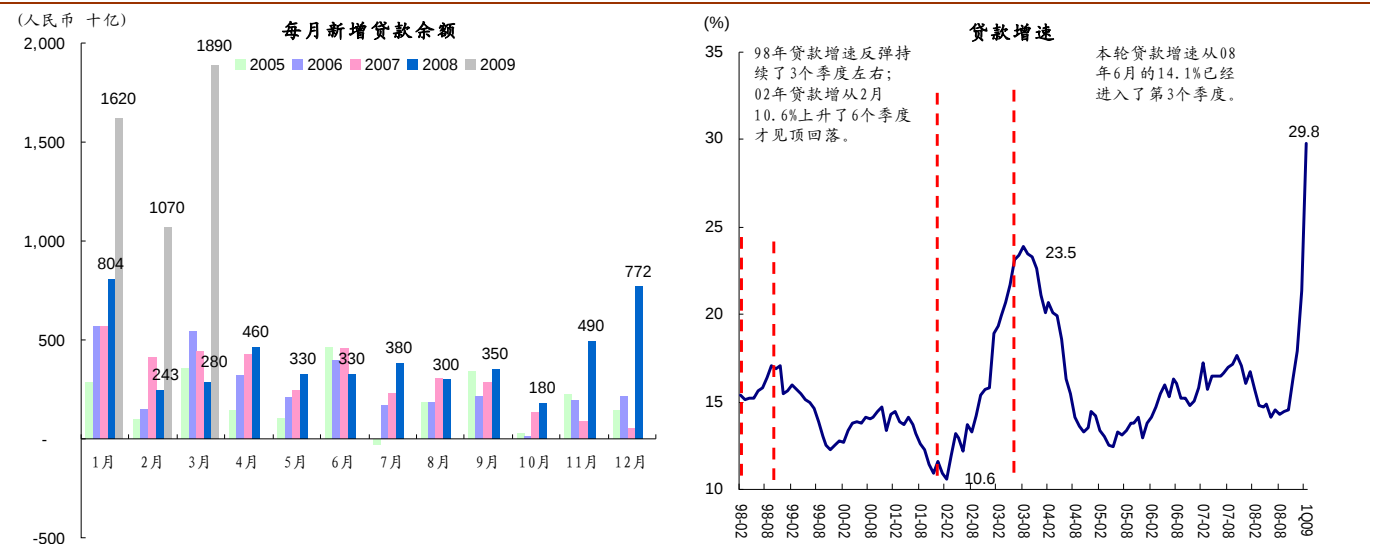
信贷扩张带来充裕流动性，有助于推升资产价格

近几个月来国内银行信贷增速持续以惊人的速度飙升。银行贷款增速自去年八月低见 14.3% 后开始稳步提升，十一月开始明显加速到 16.3%，而新增贷款额达 4900 亿元。今年前三个月信贷贷款额分别达 1.62 万亿元、1.07 万亿元及 1.89 万亿元，使一季度新增贷款超过 4.5 万亿元，已接近去年全年新增贷款水平。

近期信贷爆发性增长使得 M2 货币供应量增速高企，2009 年 3 月已达到 25.5%，比 2 月上升 5 个百分点，远高于其历史平均增速水平。中金宏观组编制的“中金中国货币条件指数”显示，综合而言目前中国的货币条件已处于历史上最为宽松的水平。

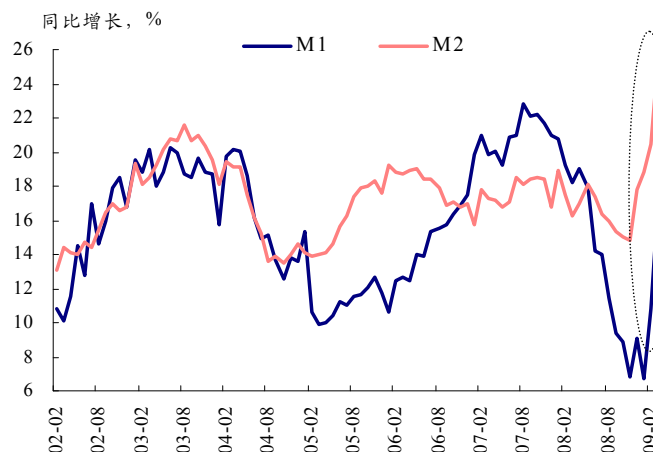
同时，3 月 M1 与 M2 的差距缩小，以及票据贴现比重下降，均显示目前流动性更多的进入实体经济。尽管新增贷款结构仍须观察，市场对信贷爆发性增长是否能够持续有效传导至实体经济尚存疑问，但宽松的货币政策及信贷扩张带来的充裕流动性却毋庸置疑。充裕的流动性在中短期内将为资产价格的上升起到推波助澜的作用。

图表 5: 2005-2009 月度新增贷款量及新增贷款增速



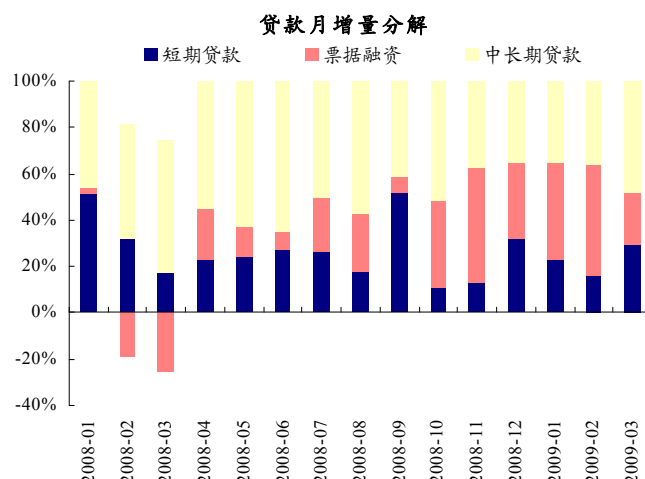
资料来源：人民银行、中金公司研究部

图表 6: M1 及 M2 同比增速



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 7: 新增贷款中票据贴现比重下降



资料来源: CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

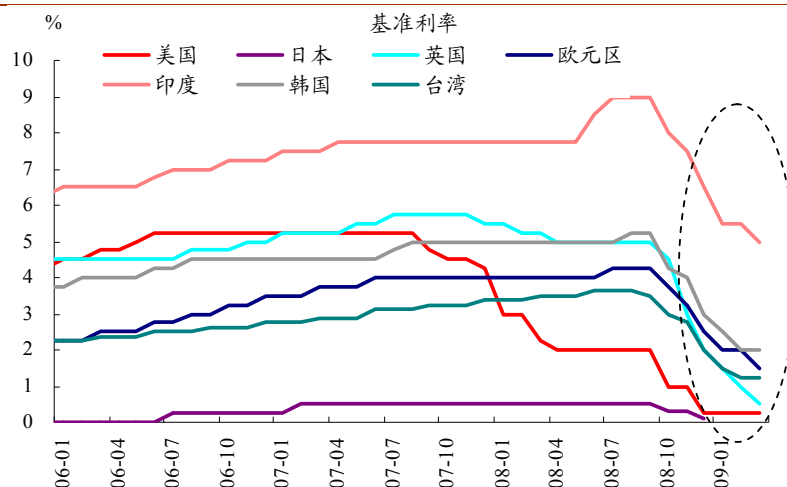
国际经济环境有所好转，数量型宽松的货币政策加重国内通胀预期

与此同时，国际经济环境总体上亦有所好转，主要表现为美国房市新屋开工数、房屋销售大幅上涨；美国消费市场改善，核心零售连续好于预期，消费者预期指数回升；费城制造业指数和耐用品订单回升；CPI 和 PPI 止跌回升。德国 IFO 及 ZEW 预期指数回升，汽车销量强劲反弹。欧洲制造业与非制造业 PMI 趋稳等。

为刺激经济，发达国家已纷纷步入零利率和数量型宽松货币政策时期，去年 4 季度的通缩状况得到了显著的扭转。以美国为例，其基础货币供应量在短时间内暴涨，尽管货币乘数的萎缩抑制了广义货币数量的增长，但一旦去杠杆化逐渐完成带来货币乘数反弹，必然引发广义货币供给大幅上升。3 月中旬美联储计划购买长期国债，导致美元暴跌及大宗商品价格大幅上涨，市场对未来的通胀预期也随之上升。

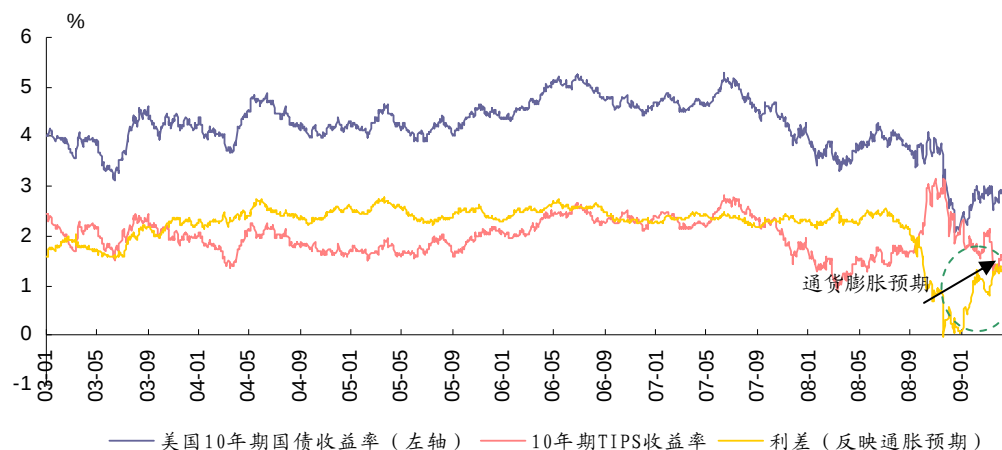
受此影响，市场对中国的通胀预期亦进一步加剧：如果大宗商品价格上涨，中国作为石油及基础金属等主要资源的净输入国，又是以出口为导向的高外贸依存度经济体，则能源及大宗商品价格上升将带来输入性通胀，加上国内充沛的流动性，将大大增加中国潜在的通胀压力。

图 8: 发达国家已纷纷步入零利率和数量型宽松政策时期



资料来源: CEIC, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表9：通胀预期：美国10年期国债与10年期TIPS（抗通胀债券）利差



资料来源：CEIC，彭博资讯，中金公司研究部

3月末，中金宏观组已将中国2009年的CPI与PPI的预期从此前的-1%和-6.3%分别上调至-0.3%和-5%，2010年的CPI与PPI预期上调至1.6%和4%。月度CPI可望在下半年转为正增长。

再通胀预期：时间和持续性仍存在不确定性

目前，市场上对货币通胀最终将必然引发实体经济的通胀并无太大异议，但是其中的传导机制使这两者在发生的时间上有一定的时滞，通胀发生的时间以及幅度都存在很大的不确定性。

中短期内，通胀预期对中长期债券收益率形成的有效支撑和充裕流动性推升股票投资收益的作用将对寿险公司利差水平的反弹形成支持。但最终是否能够演化为结构性投资机会还取决于实体经济是否能够有效复苏。

最为理想的情况是，如果经济能够有效复苏，并且在此之后央行开始加大数量调控的回笼力度，将通胀水平控制在温和的状态，则寿险公司将在这一过程中充分享受到负债贬值和资产价格提升的好处，利差水平可望持续回升，结构性投资机会形成。

但是，潜在通胀压力的不断累积亦可能增加未来的政策不确定性风险。未来，如果通胀水平在经济真正复苏之前即高企，进入经济滞胀期，则宏观经济政策制定的难度将大大增加，而债市和股市的表现也将存在很大不确定性。

中金海外策略分析师的研究表明，高通胀的真正出现并不会有利于经济和股市。但是当市场从通缩预期逐渐转回到“正常范围内”的通胀预期时，股市往往会有较好表现。股市要有持续良好的表现，将取决于这种通胀预期需要多少时间来转化为真实的物价通胀。如果这一过程较慢，则对股市相对较为有利；反之，如果这一过程很快出现，则股市的表现将反而受到负面影响。

降息周期尾声与再通胀预期下的寿险公司盈利能力：保费收入可望保持稳健增长，利差水平完成探底并出现回升

目前，中国保险业仍是一个持续增长的故事。2009 年，尽管受到银保渠道收缩和 08 年同期高基数作用的影响，寿险业全行业保费收入总体仍保持稳健增长，低渗透率的中国寿险市场蕴含的增长潜力仍不可小视。与此同时，通胀预期对中长期债券收益率形成的有效支撑和充裕流动性推升股票投资收益的作用将对寿险公司利差水平的反弹形成支持。尽管新增业务的利润率未必能够达到历史高位，但稳健增加的保费规模和触底反弹的投资收益水平仍会使保险公司盈利同比明显上升。

我们亦可以从资产负债的角度来分析中国寿险公司目前面临的情况。在存在通胀预期而通胀并未来临的情况下，寿险公司得以享受投资资产收益率的明显提升，而负债成本则能够维持在相对较低的水平。

长期来看，最终是否能够演化为结构性投资机会还取决于实体经济是否能够有效复苏。未来如果经济能够有效复苏，并且处于温和通胀的状态，则寿险公司将在这一过程中充分享受到负债贬值和资产价格提升的好处，利差水平可望持续回升，结构性投资机会形成。反之，如果中国经济未能如愿走出低谷，股市表现前高后低，则寿险公司的投资收益率水平仍存在下行的风险。

保费收入可望保持稳健增长

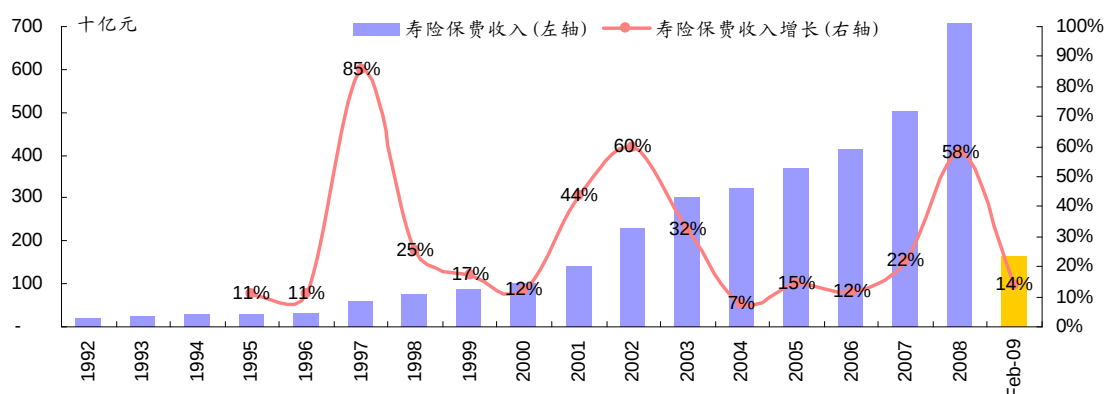
中国保险业仍是一个持续增长的故事，长期来看，中国保险业仍然蕴含着巨大的发展潜力。

自从 20 世纪 90 年代中期各主要保险公司开始意识到个人寿险业务的发展潜力和增长前景，中国的寿险业务规模便开始了快速扩张的进程。从基本面角度看，寿险业保费收入主要受到居民收入的持续增加和方兴未艾的老龄化进程的驱动，总体呈现出与之相匹配的快速增长。

同时，寿险保费收入的增长还受到其他许多因素的影响，如市场准入放开，新公司和新产品进入市场，寿险产品与其他替代理财产品的相对吸引力，销售渠道营销意愿高低，分公司的竞争压力与个体利益等等。历史上由于受到快速降息和高预定利率（1997 年）、行业扩容、业务重组、管制放开、投连风波（2001-2002 年）、投资型产品销售火爆和银保渠道飙升（2007 年和 2008 年上半年）等各种因素的影响，寿险公司保费收入年度间增速水平存在较大波动。

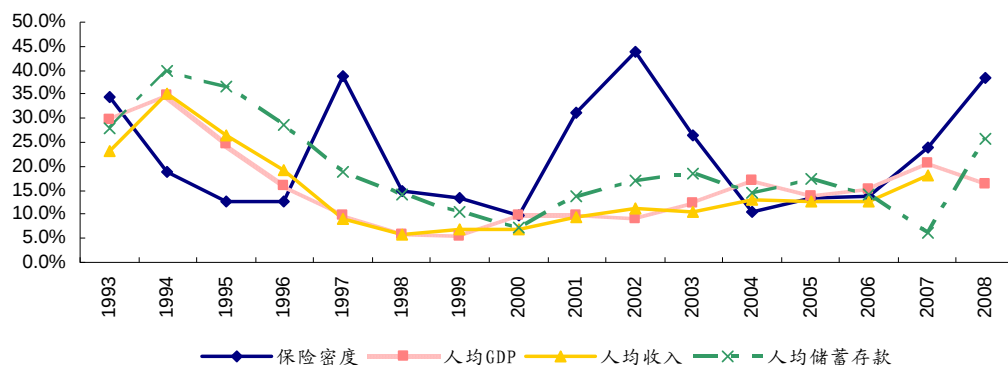
进入 2009 年，尽管受到银保渠道收缩和 08 年同期高基数作用的影响，寿险业全行业保费收入总体仍保持稳健增长，1-2 月保费收入同比增速达到 14%，低渗透率的中国寿险市场蕴含的增长潜力仍不可小视。同时，在居民收入仍保持平稳较快增长，投资渠道依然有限且投资者对股票和基金投资风险的担忧增加的情况下，保险公司的主流产品往往兼具保障和投资功能，且提供的收益率高于银行三年期定期存款利率，对许多潜在投保人仍是具有明显吸引力的。

图表 10：中国寿险业保费收入



资料来源：CIRC、中金公司研究部

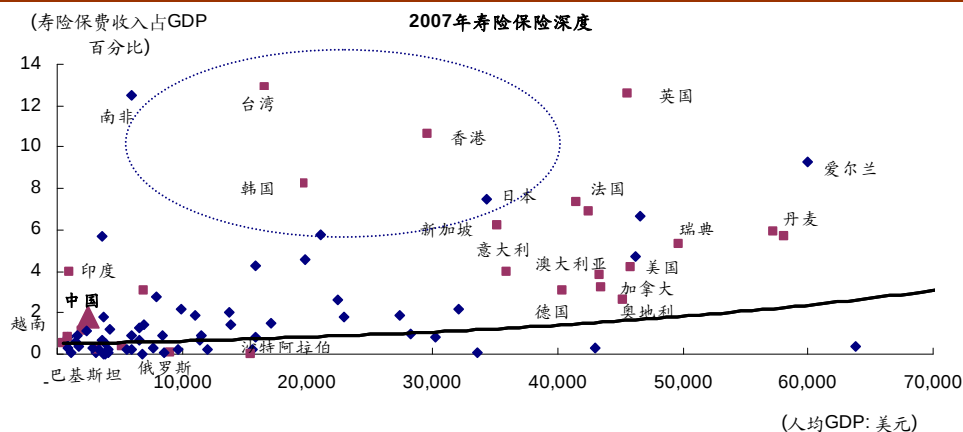
图表 11：寿险密度、人均 GDP、人均收入与人均储蓄存款年度增速



资料来源：CEIC、中金公司研究部

2008 年中国大陆的寿险保险深度是 2.0%。我们相信东亚的经济体如台湾、韩国、香港和新加坡的保险深度现状对中国大陆最具有参考意义。一方面中国大陆的经济发展在很大程度上正在重复这些经济体的发展过程，另一方面中国大陆和这些经济体在居民消费和储蓄习惯、文化理念等很多方面颇为相似，比如高储蓄率。一般来说，高储蓄率都会导致高寿险深度，因为很多寿险产品具有很强的储蓄甚至投资功能。相对于这些经济体 6-12% 的高寿险深度，中国大陆目前 2.0% 的寿险深度隐含着巨大的发展潜力。

图表 12：主要经济体寿险深度



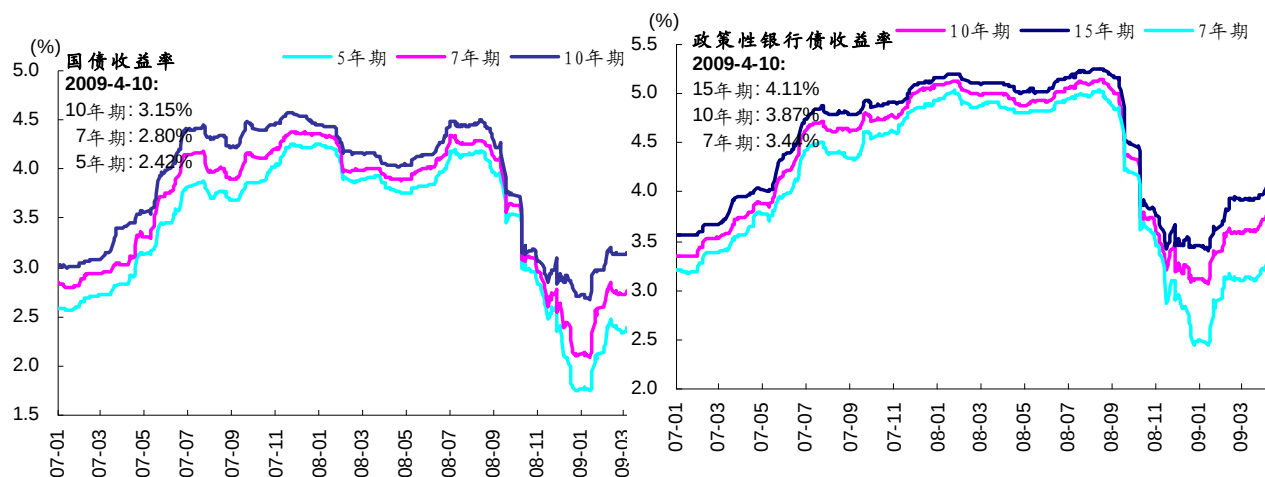
资料来源：2008 年第 3 期瑞士再保险公司《Sigma Report》，中金公司研究部

降息预期改变和通胀预期萌芽驱动中长期债券收益率上升

2009 年 1 月以来，信贷超预期增加、宏观经济领先指标出现反弹、通胀预期萌芽等一系列因素显著改变了债券市场的运行节奏。

2009 年 1 月中旬至 2 月中旬，由于信贷超预期增加导致降息预期的改变和股市的中级反弹，债券市场出现大幅调整，随后的一个月基本维持震荡态势。3 月 19 日（即美联储宣布购买国债的次日）以来，受通胀预期上升的影响，前期企稳的中长期债券收益率水平再次明显反弹。

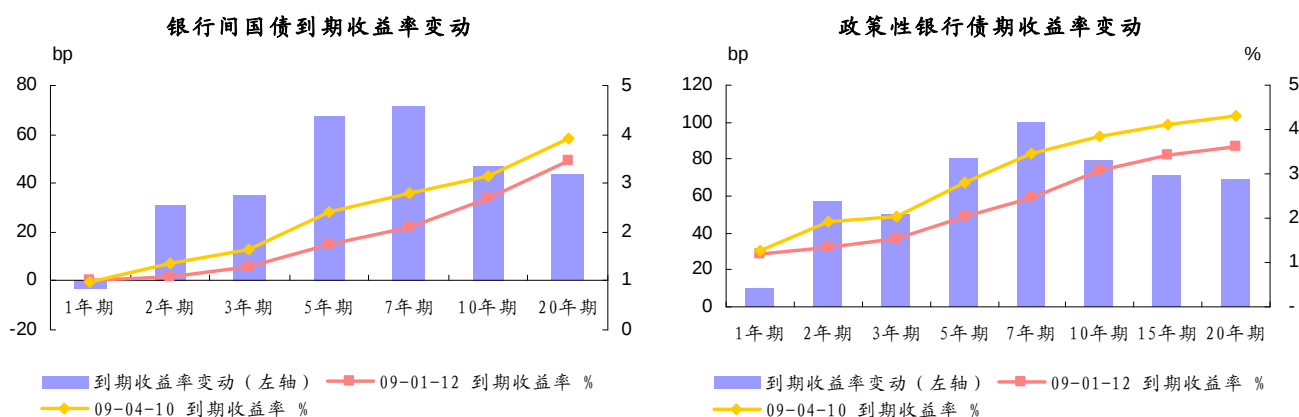
图表 13: 国债、政策性银行债收益率



资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

自 1 月 12 日的低点至今，5 年期、7 年期和 10 年期国债收益率分别上升 67、71 和 47 个基点；而政策性银行债在国开行改制和基金参与力度减弱的影响下，近期利差亦呈现明显扩大的趋势，5 年期、7 年期和 10 年期政策性银行债收益率分别上升 80、99.5 和 80 个基点。与此同时，债券收益率曲线陡峭化的趋势亦得到延续。

图表 14: 1 月中旬以来国债和政策性银行债收益率曲线变化



资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

从供求关系上看，进入第二季度，利率产品的供给量迅速增加，体现在国债和政策性银行债的发行会更加频繁，而地方政府债也将逐渐迎来发行高峰。从需求角度看，债券市场的供求关系将回到银行主导的模式，银行信贷增速逐步回落的进程和信贷结构的变化将对债券市场资金面的充裕程度形成影响。但从目前的情况看，在供给和需求均明显增加的情况下，供求关系难以

成为影响中长期债券收益率走势的决定性力量。

图表 15: 各类型债券的单月发行量和发行支数

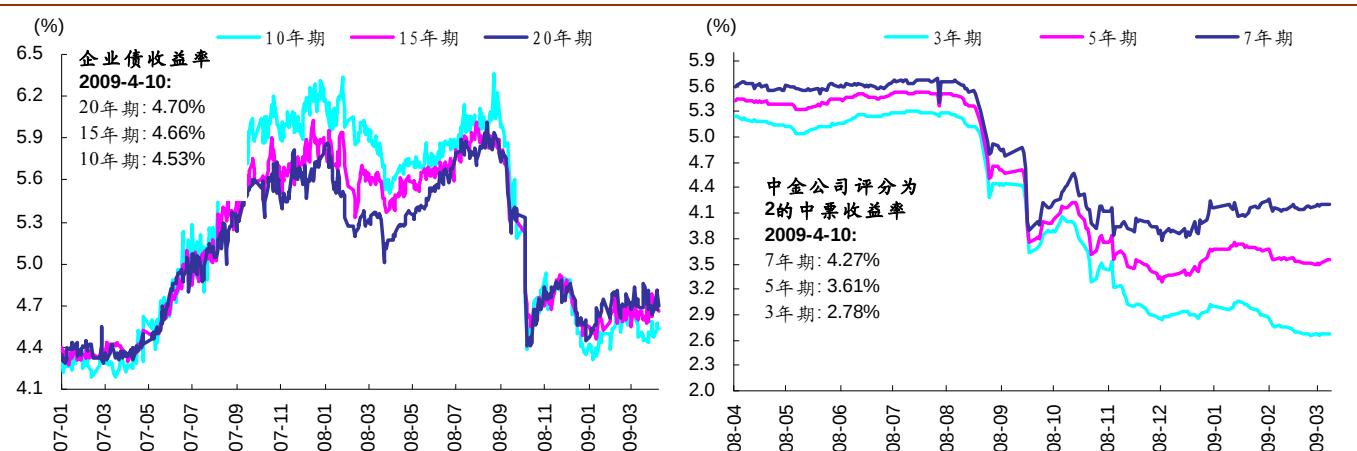
	国债		政策性银行债		短融		公司债、企业债、可分离债、中期票据		总计
	发行量	支数	发行量	支数	发行量	支数	发行量	支数	发行量
08-01	0	0	849.1	5	259.2	28	71.5	5	1179.8
08-02	569.7	2	985.4	5	282	24	573.5	5	2410.6
08-03	279.4	1	700	3	579.7	33	55.9	4	1615
08-04	540.7	2	622	4	159.3	20	483	14	1805
08-05	831.5	3	431.5	3	123	9	262	9	1648
08-06	537.6	2	700	5	332	19	309	11	1878.6
08-07	506	2	619	4	416	24	413	12	1954
08-08	706	3	1149.7	6	442	23	191	12	2488.7
08-09	759.9	3	570	3	290	22	626	14	2245.9
08-10	473.8	2	787.5	4	442.97	25	735	19	2439.27
08-11	705	3	1151.8	6	110	10	689	11	2655.8
08-12	700	3	1621.2	7	832	27	577	16	3730.2
09-01	0	0	167.7	1	212	16	522	14	901.7
09-02	460	2	270	2	339	13	377	19	1296
09-03	290	2	615.5	4	374	26	1373.3	44	2652.8
09-04	1700-2100	11-16	800-1100	5-7	200-400	20-30	700-1200	25-45	约4100

注：09年4月份为估计值。此外，我们将地方政府债纳入国债进行统计。

资料来源：中国债券信息网、中金公司研究

信用市场方面，在政策性银行债收益率回升，产品发行节奏进一步加快，且银行需求相对减弱等因素的驱动下，各类信用产品的收益率也开始出现回升。

图表 16: 企业债/中期票据收益率

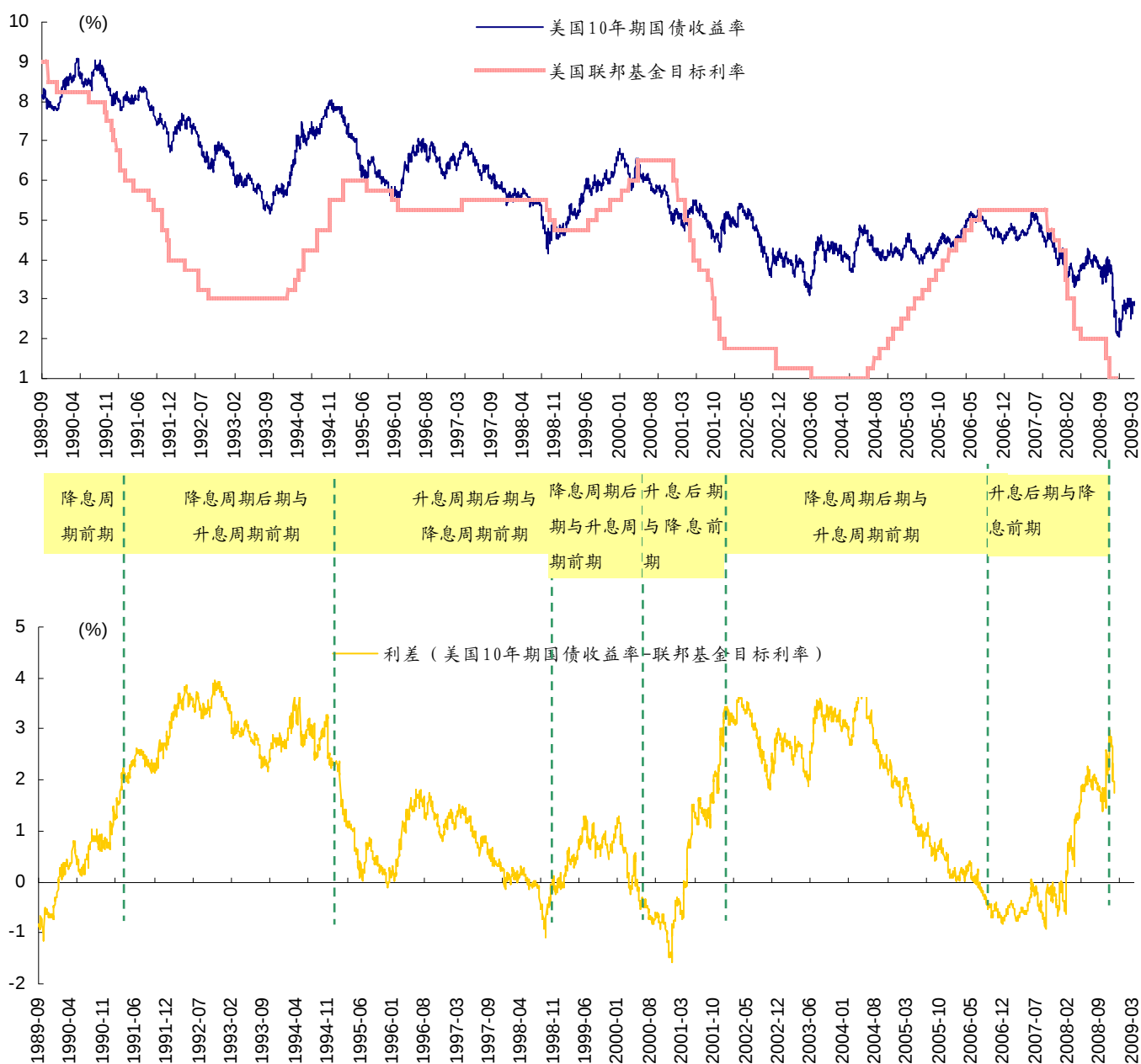


资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

影响长债收益率的两个最主要因素是通胀（及预期）水平和基准利率（及预期）水平，前者影响风险溢价，后者影响资金成本。中期内 CPI 走势和通胀预期将成为制约债券收益率水平的关键性因素。美国和英国的经验表明，降息周期接近尾声时，寿险公司债券投资面临的利差水平将显著扩大。

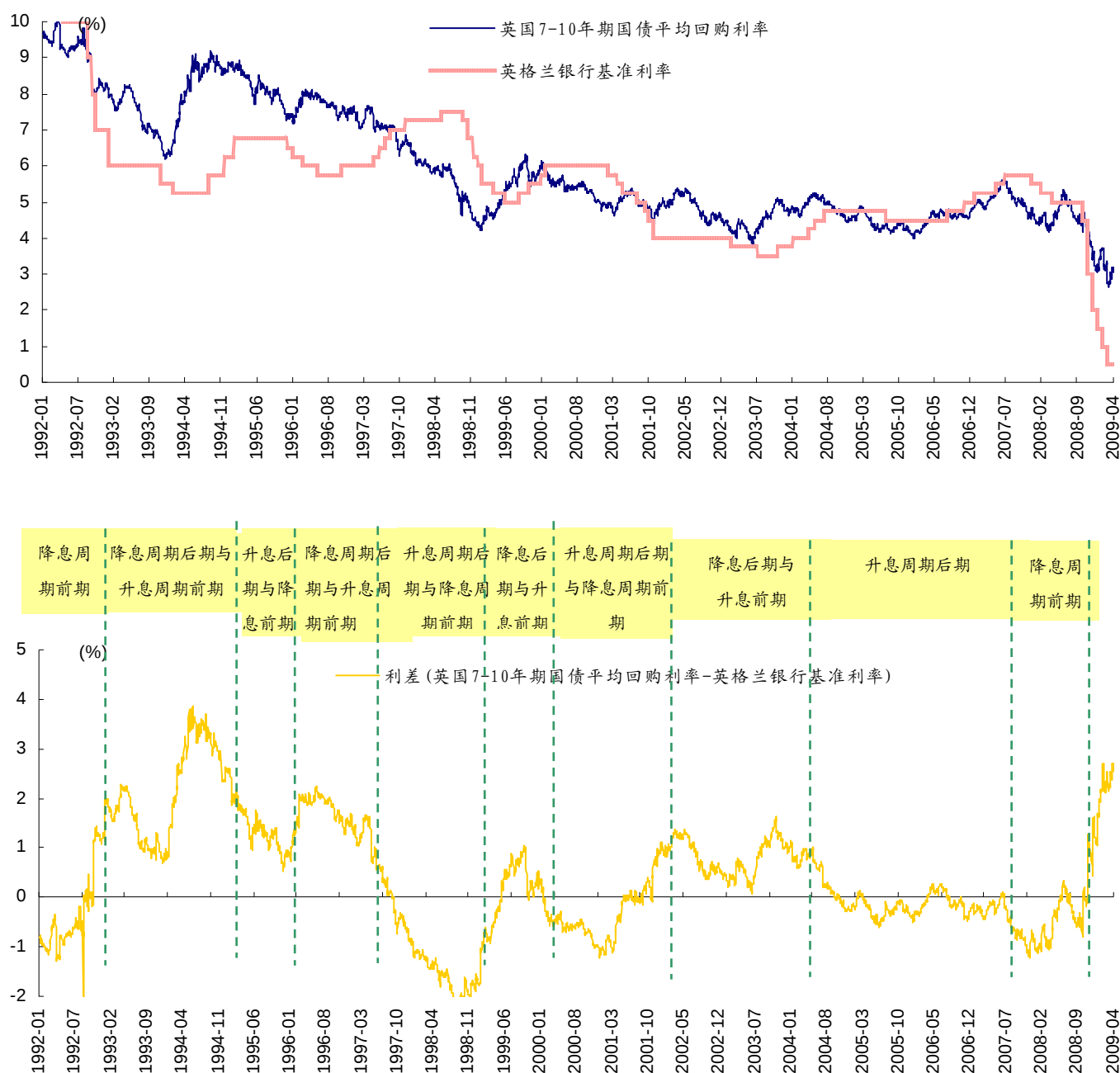
展望未来，全球宽松货币政策和高债务将抬高未来通胀压力，在此背景下，即使通胀在经济复苏的初期不至于很快来临，但市场预期亦将逐渐推高中长期债券收益率。因此，低利率环境可能并不会如我们之前预期的那样持续太长时间，降息周期已经接近底部，而中国寿险公司面临的投资环境中最好的时期则已经过去。

图表 17: 美国基础利率与十年期国债收益率走势



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 18：英国央行基础利率与七至十年期国债收益率走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

再通胀预期作用下股票投资存在一定表现机会

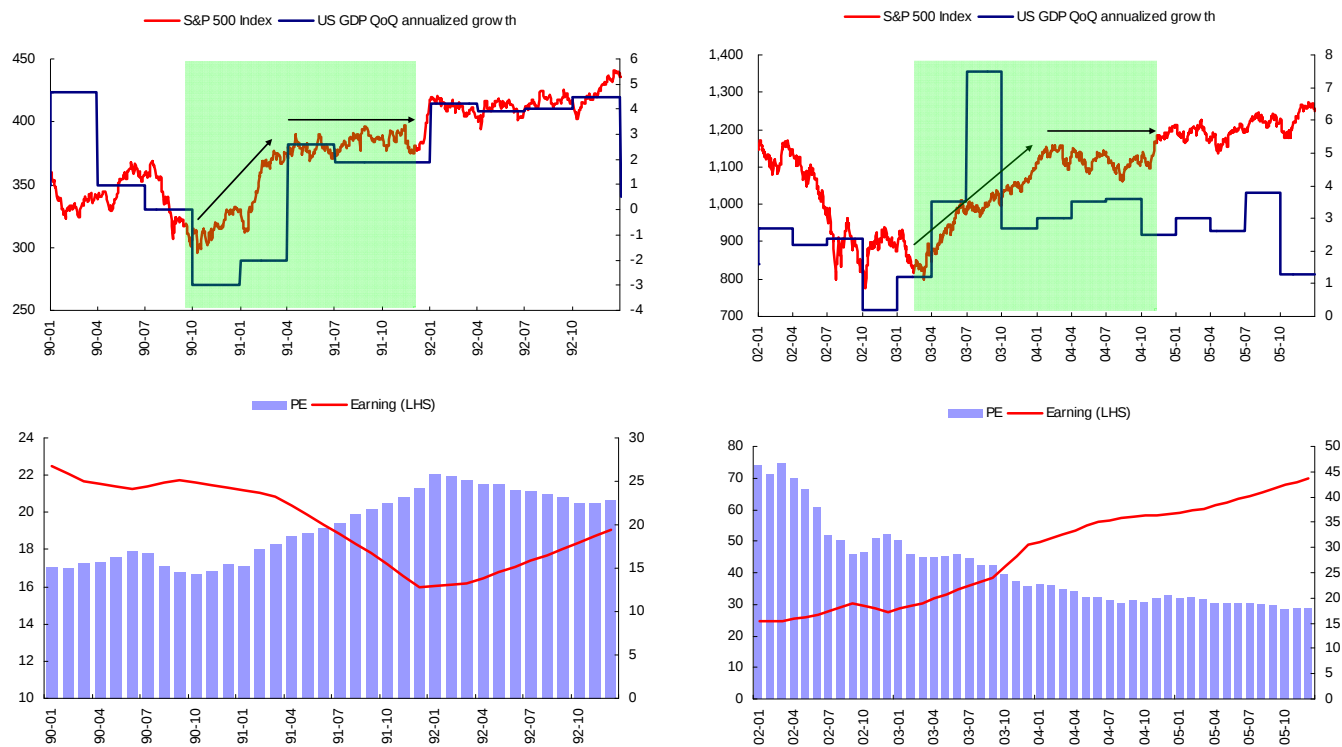
降息周期末期和通胀预期作用下的股票市场表现具有一定的不确定性,最终将取决于经济复苏是否能够持续。

中金海外策略分析师的研究表明,高通胀的真正出现并不会有利于经济和股市。但是当市场从通缩预期逐渐转回到“正常范围内”的通胀预期时,股市往往会有较好表现。股市要有持续良好的表现,将取决于这种通胀预期需要多少时间来转化为真实的物价通胀。如果这一过程较慢,则对股市相对较为有利;反之,如果这一过程很快出现,则股市的表现将反而受到负面影响。

中短期看，我们认为，通胀预期转化为真实通胀的情况可能并不会很快到来，宽松的货币条件和经济指标的环比反弹将有助于股市表现，因此寿险公司股权投资收益水平将可望由 2008 年的巨额亏损状态得到明显回升。

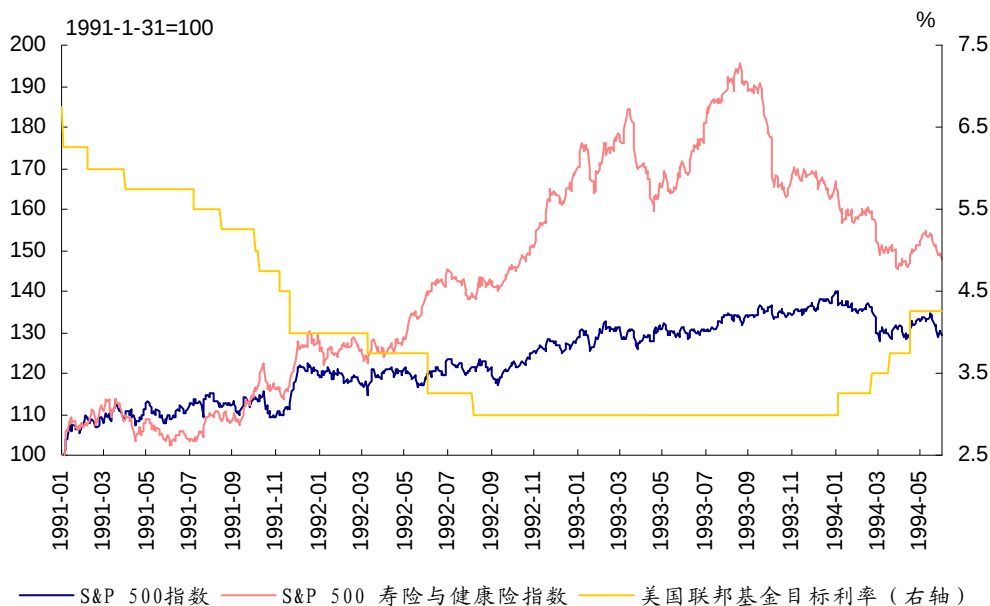
长期而言，则仍存在一定的不确定性。从作为成熟市场典型代表的美国股市的历史表现来看，经济复苏后如果能持续走稳的话（82、92、03 年），股市表现为先冲高后走平，快速上升期平均持续大约 8 个月，而后经历长达 10 个月的横盘震荡阶段。在经济复苏并走稳的整个阶段，美国 S&P 500 寿险与健康现指数明显跑赢大盘。

图表 19：美国经济复苏阶段股市表现和估值(1992、2003)



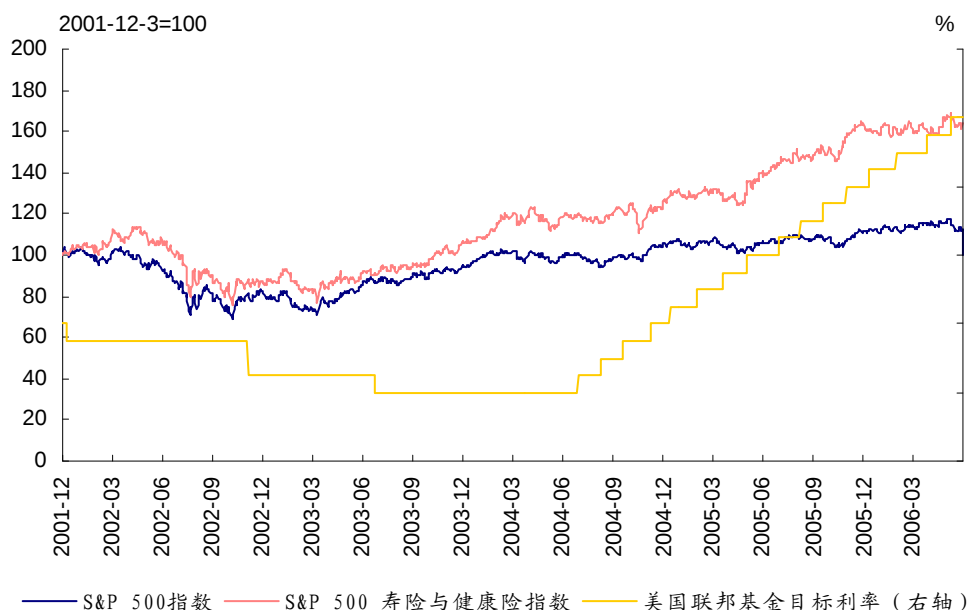
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 20: S&P 500 寿险指数: 1991 年 1 月-1994 年 6 月降息周期后期与升息周期前期



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

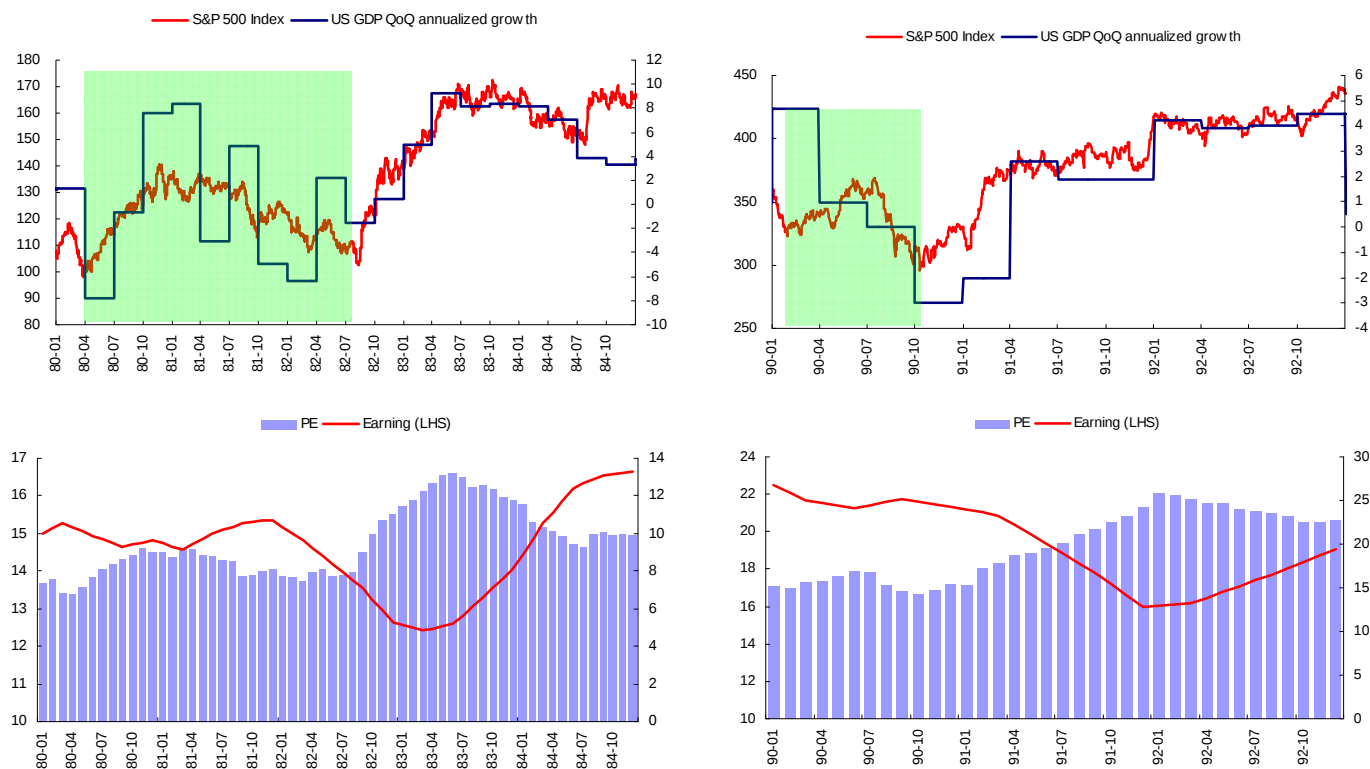
图表 21: S&P 500 寿险指数: 2001 年 12 月-2006 年 5 月降息周期后期与升息周期前期



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

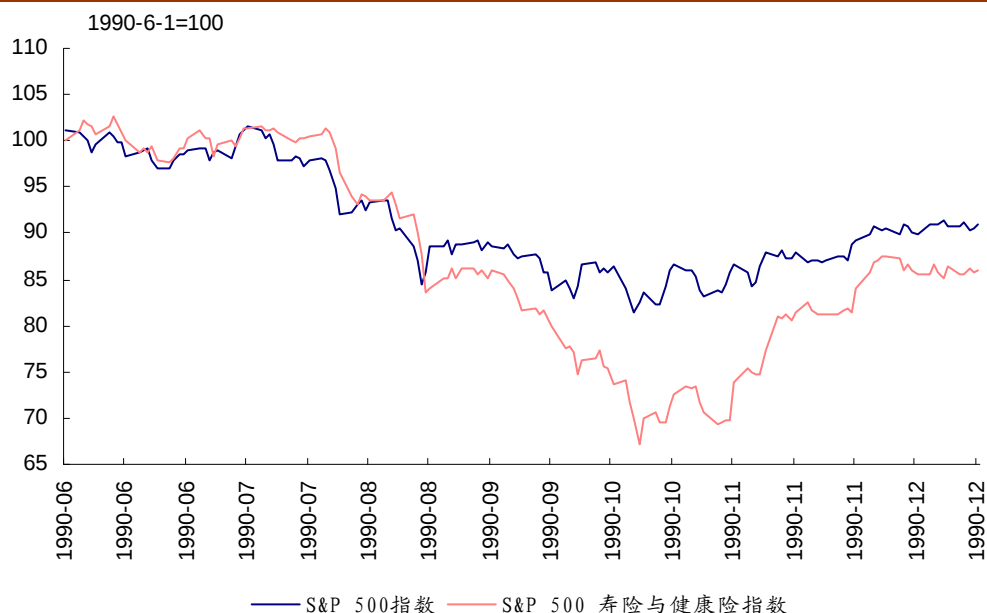
反之, 如果经济反弹之后未能企稳 (复苏错觉) (如美国 1980、1990 前期), 股市前高后低, 重新探底。在股市重新探底的阶段, 寿险指数表现明显落后于大盘。

图表 22: 美国经济反弹未企稳阶段股市表现和估值 (1980, 1990 前期)



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 23: S&P 500 寿险指数: 1990 年美国经济反弹未企稳阶段表现

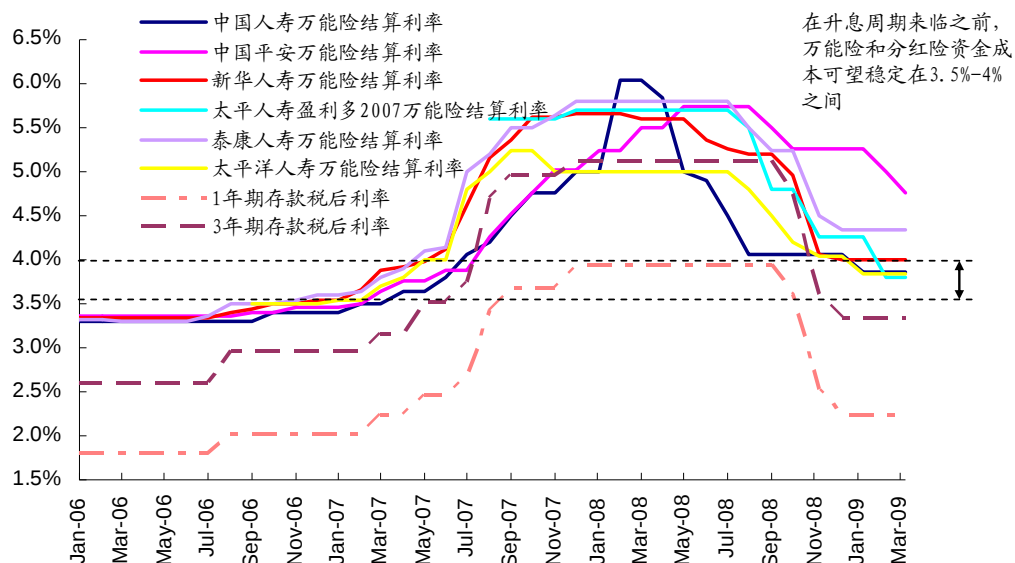


资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

保单资金成本水平已基本见底，但在升息出现之前亦缺乏上行压力

随着降息预期的减弱，我们预计，各主要寿险公司万能险和分红险资金成本将逐步稳定在3.5%-4%之间。在降息空间已经有限，且各公司必须保持产品相对吸引力以获得稳定的保费收入增长的背景下，保单资金成本在当前水平上已具有明显的向下刚性。同时，由于万能险和分红险很大程度上受到三至五年期定期存款利率的影响，在加息周期到来之前，寿险公司的资金成本亦不存在明显的上行压力。

图表 24：万能险结算利率



资料来源：公司数据，中国人民银行，中金公司研究部

同时，与国际同业公司相比，中国现行的2.5%预定利率监管发挥了有效防范承保风险的作用，使得在低利率环境下寿险公司面临的利差损风险基本可以得到有效控制。

综上所述，我们认为，中短期内，通胀预期对中长期债券收益率形成的有效支撑和充裕流动性推升股票投资收益的作用将对寿险公司利差水平的反弹形成支持。尽管新增业务的利润率未必能够达到历史高位，但稳健增加的保费规模和触底反弹的投资收益水平仍会使保险公司盈利同比明显上升。

我们亦可以从资产负债的角度来分析中国寿险公司目前面临的情况。在存在通胀预期而通胀并未来临的情况下，寿险公司得以享受投资资产收益率的明显提升，而负债成本则能够维持在相对较低的水平。

长期来看，最终是否能够演化为结构性投资机会还取决于实体经济是否能够有效复苏。未来如果经济能够有效复苏，并且处于温和通胀的状态，则寿险公司将在这一过程中充分享受到负债贬值和资产价格提升的好处，利差水平可望持续回升，结构性投资机会形成。

反之，如果中国经济未能如愿走出低谷，股市表现前高后低，则寿险公司的投资收益率水平仍存在下行的风险。

盈利预测

图 25-图 27 分别列示了中国人寿、中国平安和中国太保的盈利预测情况。

图表 25: 中国人寿损益表 (中国会计准则下)

(人民币百万元)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
一、营业收入	177,768	228,220	281,294	341,074	378,213	437,418
已赚保费	159,556	179,749	195,440	294,939	332,392	383,583
保险业务收入	160,953	181,173	196,626	295,579	333,968	385,284
减: 分出保费	(1,327)	(1,167)	(805)	287	(845)	(913)
提取未到期责任准备金	(70)	(257)	(381)	(927)	(730)	(789)
投资收益	17,172	30,951	91,377	53,339	43,723	51,413
公允价值变动收益	-	16,085	(6,388)	(8,316)	232	420
汇兑收益	(634)	(639)	(1,032)	(907)	(250)	(325)
其他业务收入	1,674	2,074	1,897	2,019	2,115	2,327
二、营业支出	(171,975)	(210,842)	(246,475)	(333,169)	(355,981)	(413,587)
退保金	(26,892)	(28,958)	(43,661)	(39,131)	(54,478)	(68,001)
赔付支出	(18,274)	(24,377)	(69,406)	(79,235)	(88,003)	(105,001)
减: 摊回赔付支出	699	708	488	77	440	525
提取保险责任准备金	(99,612)	(113,220)	(67,185)	(155,911)	(158,285)	(175,703)
减: 摊回保险责任准备金	-	137	(36)	(134)	-	-
保单红利支出	(4,200)	(16,586)	(27,473)	(1,671)	(5,050)	(7,975)
分保费用	-	(8)	(4)	-	-	-
营业税金及附加	(212)	(580)	(2,982)	(1,026)	(3,636)	(4,198)
手续费及佣金支出	(12,666)	(14,647)	(16,056)	(24,200)	(27,230)	(30,489)
业务及管理费	(10,649)	(13,211)	(16,323)	(17,340)	(19,074)	(21,935)
减: 摊回分保费用	303	185	130	49	54	54
其他业务支出	(472)	(271)	(538)	(900)	(720)	(864)
资产减值准备	-	(14)	(3,429)	(13,747)	0	0
三、营业利润	5,793	17,378	34,819	7,905	22,232	23,831
加: 营业外收入	13	27	41	77	77	77
减: 营业外支出	(46)	(116)	(66)	(123)	(123)	(123)
四、利润总额	5,760	17,289	34,794	7,859	22,186	23,785
减: 所得税费用	(246)	(2,810)	(6,497)	2,346	(3,328)	(3,568)
少数股东损益	(58)	(95)	(181)	(137)	(144)	(151)
五、净利润	5,456	14,384	28,116	10,068	18,714	20,066
同比增长率	86.9%	163.6%	95.5%	-64.2%	85.9%	7.2%
每股净利润	0.19	0.51	0.99	0.36	0.66	0.71
平均净资产回报率	9.0%	16.0%	19.6%	6.6%	12.7%	11.6%
市盈率	126.4	47.9	24.5	68.5	36.9	34.4
每股净资产	2.23	4.09	6.02	4.77	5.60	6.52
市净率	11.0	6.0	4.1	5.1	4.4	3.7

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 26：中国平安损益表（中国会计准则下）

(人民币, 百万元)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	75,796	107,919	165,263	139,803	177,486	209,154
已赚保费	66,011	78,845	94,032	121,790	149,630	172,308
保险业务收入	71,624	85,405	100,945	129,383	159,027	182,881
银行业务利息净收入	-	112	3,749	4,343	4,861	9,284
手续费及佣金净收入	210	565	2,312	1,776	1,517	1,960
投资收益	9,768	21,965	58,182	28,248	17,240	21,229
公允价值变动收益	-	6,895	6,885	(17,668)	2,665	2,844
营业支出	(71,974)	(100,208)	(148,096)	(142,110)	(166,758)	(195,575)
退保金	(6,956)	(8,617)	(13,333)	(13,362)	(17,117)	(18,505)
赔付支出	(12,394)	(18,081)	(26,998)	(34,592)	(38,039)	(40,622)
提取保险责任准备金	(38,745)	(56,160)	(77,545)	(38,792)	(74,286)	(91,170)
保单红利支出	(1,064)	(1,487)	(3,514)	(6,276)	(7,417)	(8,832)
营业税金及附加	(910)	(1,637)	(3,656)	(2,576)	(4,489)	(5,514)
保险业务手续费及佣金支出	(5,926)	(8,074)	(10,838)	(14,637)	(15,747)	(18,110)
业务及管理费	(7,032)	(10,008)	(15,524)	(14,025)	(16,160)	(18,092)
其他业务成本	(316)	(158)	(585)	(1,931)	(2,124)	(2,337)
资产减值损失	-	(5)	(289)	(26,120)	0	0
营业利润	3,822	7,711	17,167	(2,307)	10,728	13,579
减：所得税费用	(388)	(240)	(1,902)	3,326	(1,058)	(1,342)
归属于母公司所有者的净利润	3,338	7,342	15,086	662	9,238	11,714
同比增长率	28.0%	120.0%	105.5%	-95.6%	1295.4%	26.8%
每股净利润	0.45	1.00	2.05	0.09	1.26	1.59
市盈率	93.3	42.4	20.6	470.2	33.7	26.6
每股净资产	4.45	6.16	14.60	10.72	11.87	13.33
市净率	9.5	6.9	2.9	4.0	3.6	3.2
平均净资产收益率	10.5%	18.4%	19.4%	0.7%	10.8%	12.2%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 27: 中国太保损益表 (中国会计准则下)

(人民币 百万元)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
一、营业收入	51,924	57,526	93,008	97,835	101,923	114,169
已赚保费	45,580	47,964	65,536	84,274	87,764	97,787
保险业务收入	50,914	56,034	74,236	94,016	98,205	109,631
减: 分出保费	-4,914	-6,393	-6,761	-8,435	-8,811	-9,836
提取未到期责任准备金	-420	-1,677	-1,939	-1,307	-1,629	-2,007
总投资收益	6,265	9,516	27,244	13,266	13,849	16,057
投资收益	6,199	9,105	27,009	14,008	13,049	15,057
公允价值变动收益/(损失)	66	411	235	-742	800	1,000
汇兑收益/(损失)	-7	-153	-252	-132	-139	-146
其他业务收入	86	199	480	427	448	471
二、营业支出	-50,415	-55,522	-84,512	-98,584	-95,349	-106,333
退保金	-6,475	-4,824	-8,222	-7,257	-7,386	-8,569
赔付支出(净额)	-10,539	-13,126	-17,395	-28,336	-27,954	-31,229
提取保险责任准备金(净额)	-22,412	-25,070	-41,354	-37,139	-38,121	-42,014
营业税金及附加	-933	-1,215	-2,218	-1,677	-1,746	-1,946
手续费及佣金支出	-3,342	-3,693	-5,615	-7,258	-6,986	-7,982
业务及管理费(减: 摊回分保费用)	-4,708	-5,900	-7,624	-8,526	-9,208	-9,945
保单红利支出	-382	-1,105	-1,223	-2,595	-3,320	-3,962
三、营业利润/(亏损)	1,509	2,004	8,496	-749	6,574	7,836
营业外收支净额	-37	22	-53	394	197	197
四、利润/(亏损)总额	1,472	2,026	8,443	-355	6,771	8,033
减: 所得税费用	-565	-719	-1,374	1,770	-1,016	-1,205
五、净利润/(亏损)	907	1,307	7,069	1,415	5,755	6,828
少数股东损益	-224	299	176	76	115	137
归属于母公司股东的净利润/(亏损)	1,131	1,008	6,893	1,339	5,640	6,692
同比增长率	n.m.	-10.9%	583.8%	-80.6%	321.2%	18.7%
每股净利润	0.15	0.13	0.90	0.17	0.73	0.87
平均净资产回报率	24.6%	11.4%	18.6%	2.4%	11.1%	12.0%
市盈率	123.7	138.8	20.3	104.5	24.8	20.9
每股净资产	0.86	1.45	8.16	6.33	6.92	7.61
市净率	21.2	12.5	2.2	2.9	2.6	2.4

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

估值与评级

基于可预期的再通胀环境将使寿险公司受益的判断，我们上调中国太保至“推荐”的投资评级，每股合理价值为 Rmb25.82 元，对应目前股价有 42.1% 的上涨空间；上调中国人寿 A/H 股至“审慎推荐”的投资评级，中国人寿 A 股的每股合理价值为 Rmb26.35 元，H 股的每股合理价值为 HK\$29.94 元，对应目前股价分别有 8.0% 和 7.3% 的上涨空间。我们维持对中国平安 A 股和 H 股“审慎推荐”的投资评级，中国平安 A 股每股合理价值为 Rmb48.78 元，H 股的每股合理价值为 HK\$55.43 元，对应目前股价分别有 15.1% 和 5.8% 的上涨空间。

图 28-图 33 分别为中国人寿、中国平安和中国太保的 DCF 估值模型和敏感性分析。

图表 28：中国人寿三阶段一年新业务价值折现模型

	2008	2009E	2010— 2019E	2020— 2029E	永续增长阶 段
中国人寿假设：					
折现率		11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
中国人寿寿险保费增长率	50.1%	12.1%	16.0%	9.3%	3.0%
隐含的中国人寿市场份额	40%	40%	40%	35%	33%
寿险保费收入(人民币百万元)	297,870	333,968	8,228,221	24,931,303	43,652,933
首年寿险保费收入	210,958	236,523	5,827,404	17,656,890	30,915,955
首年年度化保费(APE, 人民币百万元)	52,951	72,613	1,631,673	6,533,049	14,221,339
新业务价值利润率	26%	26%	20%	12%	10%
一年新业务价值(人民币百万元)	13,924	18,879	326,335	783,966	1,422,134
经调整后的净资产价值(人民币百万元)	A	137,816	158,422		
有效业务价值(人民币百万元)	B	102,271	135,919		
内含价值(人民币百万元)	C=A+B	240,087	294,341		
一年新业务价值折现值之和(人民币百万元)	D	420,851	450,370		
评估价值(人民币百万元)	E=C+D	660,938	744,710		
总股数(百万股)	F	28,265	28,265		
每股内含价值(人民币元)	G=C/F	8.49	10.41		
每股评估价值(人民币元)	H=E/F	23.38	26.35		
每股评估价值(港币元)		27.19	29.94		
隐含的一年新业务价值倍数		30.2	23.9		
隐含的市净率(中国会计准则)		4.9	4.7		
隐含的市净率(香港会计准则)		3.7	3.7		
隐含的每股评估价值/每股内含价值		2.8	2.5		

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 29: 中国人寿 A 股每股合理价值敏感性分析

每股评估价值 (人民币元)		中国人寿投资收益率								
		-100bps	-75bps	-50bps	-25bps	基本假设	+25bps	+50bps	+75bps	+100bps
中国人寿 折现率	10.5%	21.05	23.34	25.46	27.42	29.25	31.07	33.04	35.16	37.44
	11.0%	20.04	22.17	24.15	25.99	27.69	29.40	31.24	33.22	35.35
	11.5%	19.16	21.16	23.02	24.75	26.35	27.95	29.68	31.53	33.54
	12.0%	18.39	20.28	22.03	23.66	25.17	26.68	28.31	30.07	31.96
	12.5%	17.72	19.51	21.17	22.71	24.14	25.57	27.12	28.78	30.57

基本假设: 投资回报率从2008年的4.25%逐年递增到2013年的5.5% (此后保持不变)

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 30: 中国平安三阶段一年新业务价值折现模型

	2008	2009E	2010— 2019E	2020— 2029E	永续增长阶 段
平安人寿假设:					
贴现率		11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
寿险保费增长率	29.1%	25.0%	16.9%	7.7%	3.0%
隐含的平安人寿市场份额	14%	16%	16%	15%	12%
寿险保费收入(人民币百万元)	102,369	127,961	3,311,632	9,373,764	15,465,644
首年寿险保费收入	45,423	56,779	1,469,432	4,159,311	6,862,390
首年年度化保费(APE, 人民币百万元)	22,349	28,162	742,063	2,287,621	4,083,122
新业务价值利润率	38%	35%	25%	15%	10%
一年新业务价值(人民币百万元)	8,541	9,857	185,516	343,143	408,312
经调整后的净资产价值(人民币百万元)	A	79,016	90,174		
有效业务价值(人民币百万元)	B	43,843	59,875		
内含价值(人民币百万元)	C=A+B	122,859	150,049		
集团拥有的平安寿险内含价值(人民币百万元)	D	68,947	87,359		
一年新业务价值折现值之和(人民币百万元)	E	183,834	195,216		
寿险业务评估价值(人民币百万元)	F=D+E	252,780	282,575		
总股数(百万股)	G	7,345	7,345		
每股内含价值(人民币元)	H=C/G	16.73	20.43		
每股一年新业务价值(人民币元)		1.16	1.34		
平安寿险每股评估价值(人民币元)	I=F/G	34.42	38.47		
平安财险每股价值 2.0xP/B	1.63	1.75			
银行业务每股价值 2.0xP/B	2.15	2.31			
证券业务每股价值 2.0xP/B	0.91	0.97			
平安集团拥有的其他业务每股价值 1.0xP/B	4.57	5.28			
平安每股价值(人民币元)	43.68	48.78			
平安每股价值(港币元)	50.79	55.43			
隐含的一年新业务价值倍数	21.5	19.8			
隐含的市净率(国际会计准则)	3.9	3.9			
隐含的市净率(中国会计准则)	4.1	4.1			
隐含的每股价值/每股内含价值	2.6	2.4			
寿险隐含的每股评估价值/寿险每股内含价值	3.7	3.2			

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 31：中国平安 A 股每股合理价值敏感性分析

每股评估价值 (人民币元)		中国平安投资收益率								
		-100bps	-75bps	-50bps	-25bps	基本假设	+25bps	+50bps	+75bps	+100bps
中国平安 折现率	10.5%	45.57	47.52	49.34	51.04	52.62	54.21	55.90	57.72	59.68
	11.0%	43.66	45.57	47.35	49.00	50.54	52.08	53.73	55.50	57.41
	11.5%	42.03	43.91	45.65	47.27	48.78	50.29	51.91	53.66	55.54
	12.0%	40.50	42.33	44.03	45.61	47.07	48.54	50.12	51.81	53.65
	12.5%	39.18	40.98	42.64	44.19	45.62	47.06	48.60	50.27	52.07

长期投资回报率基本假设：从2009年的4.25%逐年递增到2014年的5.5%(之后保持不变)。

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 32：中国太保三阶段一年新业务价值折现模型

	2008	2009E	2010— 2019E	2020— 2029E	永续增长阶 段
关于太保寿险的假设：					
折现率		11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
太保寿险保费增长率	30.4%	0.0%	16.4%	9.9%	3.0%
隐含的太保寿险市场份额	9%	10%	10%	9%	9%
太保寿险保费收入(人民币百万元)	66,092	66,092	1,578,789	4,956,198	8,855,437
首年寿险保费收入	46,663	46,663	1,064,342	3,341,224	5,969,899
首年年度化保费(APE, 人民币百万元)	10,821	15,165	393,807	1,536,963	3,283,444
首年年度化保费利润率	34%	33%	23%	13%	10%
一年新业务价值(人民币百万元)	3,651	5,005	79,042	216,117	328,344
经调整后的净资产价值(人民币百万元)	A	51,876	53,257		
有效业务价值(人民币百万元)	B	18,103	25,513		
内含价值(人民币百万元)	C=A+B	69,979	78,770		
寿险内含价值	C	42,038	47,990		
一年新业务价值折现值之和(人民币百万元)	D	104,883	112,797		
寿险业务评估价值(人民币百万元)	E=C+D	146,921	160,787		
总股数(百万股)	F	7,700	7,700		
每股内含价值(人民币元)	G=C/F	9.09	10.23		
每股一年新业务价值(人民币元)		0.46	0.64		
太保寿险每股评估价值(人民币元)	H=E/F	19.08	20.88		
太保财险每股价值(人民币元) 2.0xP/B		1.91	2.09		
其他业务每股价值(人民币元) 1.0xP/B		2.67	2.84		
太保集团每股价值(人民币元)		23.66	25.82		
隐含的一年新业务价值倍数		29.4	22.9		
隐含的市净率(中国会计准则)		3.7	3.7		
隐含的每股评估价值/每股内含价值		2.6	2.5		
寿险隐含的每股评估价值/寿险每股内含价值		3.5	3.4		

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 33: 中国太保每股合理价值敏感性分析

每股评估价值 (人民币元)		投资收益率								
		-100bps	-75bps	-50bps	-25bps	基本假设	+25bps	+50bps	+75bps	+100bps
折现率	10.5%	21.97	23.76	25.42	26.95	28.36	29.77	31.30	32.96	34.75
	11.0%	20.93	22.64	24.21	25.66	27.00	28.34	29.79	31.36	33.06
	11.5%	20.04	21.67	23.17	24.55	25.82	27.09	28.47	29.97	31.60
	12.0%	19.25	20.81	22.25	23.57	24.78	26.00	27.32	28.75	30.31
	12.5%	18.55	20.06	21.44	22.70	23.87	25.03	26.30	27.68	29.18

长期投资回报率基本假设: 寿险从2006年的4.10%逐年递增到2014年的5.20%(之后保持不变)

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 34: 可比公司估值

公司	市值(百万美元)	货币单位	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产回报率 (%)			
	2009-04-10			07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
综合性保险公司															
AIG	15,529	USD	1.16	0.5	(0.2)	4.8	3.8	0.0	0.1	0.1	0.1	6.3	(15.4)	2.0	4.6
Berkshire Hathaway	143,118	USD	92,400	10.8	18.4	17.4	15.3	1.2	1.0	1.0	0.9	11.5	n.a.	n.a.	n.a.
ING	16,798	EUR	6.19	1.4	(17.1)	7.9	4.0	0.4	0.4	0.5	0.4	24.5	2.8	7.3	12.0
Allianz	41,522	EUR	69.70	3.9	11.2	7.5	5.9	0.7	0.9	0.9	0.8	16.2	2.7	12.7	14.5
平均值				4.1	3.1	9.4	7.2	0.6	0.6	0.6	0.6	14.6	2.8	7.3	10.3
北美寿险公司															
Manulife Canada	24,259	CAD	18.50	6.7	29.5	9.4	6.6	1.2	1.1	1.0	0.9	16.4	4.0	10.7	14.3
MetLife	22,105	USD	27.02	4.8	7.3	8.0	6.3	0.6	0.6	0.7	0.7	12.5	8.3	8.4	10.4
Prudential Financial Inc	11,660	USD	27.50	3.5	8.2	5.2	4.5	0.5	0.6	0.6	0.6	16.0	7.0	12.0	13.6
Sun Life Financial Inc	12,211	CAD	26.80	6.9	22.2	9.7	7.9	1.0	0.9	0.9	0.8	14.1	3.4	9.8	10.9
平均值				5.5	16.8	8.1	6.3	0.8	0.8	0.8	0.8	14.8	5.7	10.2	12.3
欧洲寿险公司															
AVIVA	9,106	GBp	234.00	4.8	3.4	4.2	3.6	0.5	0.5	0.6	0.6	10.6	8.8	16.3	18.2
Prudential	12,411	GBp	339.50	8.1	4.7	4.5	4.3	1.4	1.7	1.7	1.6	17.5	(4.9)	10.3	14.2
AXA	29,778	EUR	10.84	3.9	6.0	6.6	5.1	0.5	0.6	0.6	0.6	12.1	6.3	10.5	12.2
CNP Assurances	10,296	EUR	52.72	6.4	6.7	7.9	6.7	0.7	0.8	0.8	0.7	12.0	7.4	10.5	10.8
AEGON	6,892	EUR	3.32	2.3	(7.6)	15.2	5.5	0.3	0.5	0.6	0.5	13.1	(2.7)	8.6	11.8
Generali	24,735	EUR	13.34	6.3	12.1	9.5	8.0	1.2	1.3	1.3	1.2	19.4	11.1	14.1	16.4
平均值	4,403	EUR	1.42	0.7	(1.7)	1.8	1.3	0.1	0.1	0.1	0.1	14.9	(15.7)	6.0	10.1
亚洲寿险公司															
大东方人寿 (新加坡)	2,557	SGD	8.20	7.1	16.1	12.2	9.3	1.2	1.3	1.2	1.1	17.6	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	5,098	AUD	3.80	10.2	(950.0)	14.0	8.9	1.7	2.2	2.1	2.0	16.8	(0.5)	13.0	14.4
AMP (AU)	7,505	AUD	5.24	9.8	18.3	15.0	13.5	5.0	4.8	5.0	4.3	45.4	25.5	31.0	32.0
台湾人寿	344	TWD	18.20	4.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	n.a.	16.9	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				7.8	(305.2)	13.8	10.6	2.2	2.7	2.8	2.5	24.2	12.5	22.0	23.2
中国寿险公司															
中国人寿H股*	101,139	HKD	27.90	19.1	31.9	24.2	23.7	3.6	3.8	3.4	3.1	22.4	11.0	14.8	14.0
中国人寿A股*	101,139	RMB	24.40	24.5	68.5	36.9	34.4	4.1	5.1	4.4	3.7	19.6	6.6	12.7	11.6
中国平安H股*	46,982	HKD	52.40	19.4	1,235.1	31.6	26.1	3.2	4.0	3.7	3.5	23.8	0.5	12.2	13.8
中国平安A股*	46,982	RMB	42.38	20.6	470.2	33.7	26.6	2.9	4.0	3.6	3.2	19.4	0.7	10.8	12.2
中保国际*	2,469	HKD	13.46	12.3	(63.5)	26.2	20.7	3.3	4.1	3.5	3.4	31.4	(5.8)	14.6	16.9
中国太保*	20,474	RMB	18.17	20.3	104.5	24.8	20.9	2.2	2.9	2.6	2.4	18.6	2.4	11.1	12.0
平均值				20.8	68.3	30.2	26.3	3.2	3.9	3.5	3.2	20.8	6.6	12.3	12.7

*为中金预测; 其它数据为市场预测, 来自彭博资讯。

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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准确性及完整性不作任何保证。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提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。