

保险行业 5 月份月报

保费总体增速减缓，部分公司业务转型较大

金融/保险

投资要点:

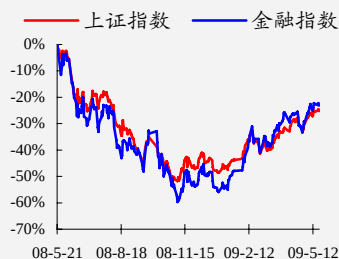
- 2009 年 1 季度，全国寿险总保费收入 2525.55 亿元，同比增长 9.5%，其中，个险新单同比增长 31%，银保新单同比增长 28.4%，个险新单期缴同比增长 42%，银保期缴同比增长 383.5%。银保期缴保费收入同比大幅度增长，保费质量同比提高。
- 从渠道上来说，中国平安保费收入主要以个险业务为主，并且期缴率比较高，银保保费占比较低，因此，个险新单保费的稳定增长保证了中国平安的首年年化保费也保持了一个平稳的增长态势。
- 对于太保来说，在新单保费期缴率提高的背景下，尽管总保费收入同比是下滑的，但首年年化保费同比增长明显，这在 2009 年前 3 个月表现得尤其充分。
- 分渠道来看，中国太保个险新单保费各月同比下降，但银保新单保费各月同比上升，由于公司加强了银保期缴保费的管理，银保期缴率大幅度提高。银保期缴保费收入环比和同比都出现了增长，银保渠道保单质量提高。
- 在边际利润率和首年年化保费两个乘数因子都提高的情况下，一年期新业务价值呈几何级数增长。因此，尽管中国太保寿险的总保费是下降的，但其一年期新业务价值却逆势上升，提高了公司的估值。
- 2009 年 1 月份以来，随着股市的回升和债市的高位回落，债市资金开始向股市回流，股市和债市间的资金配置出现了一些变化，保险公司的投资环境向好。
- 我们分别取新业务倍数为 20 倍，25 倍，在保守、正常两种情形下，中国平安估值分别为 39.3 元和 53.2 元。目前公司隐含新业务倍数为 17.9 倍。维持“谨慎推荐”评级。
- 我们分别取新业务倍数为 20 倍和 25 倍，在保守和正常情形下，中国太保估值分别为 18.54 元和 25.1 元。目前公司隐含新业务倍数为 14.3 倍。给予“谨慎推荐”评级。

同步大势

维持评级

2009 年 5 月 21 日

走势图



重要公司

评级

中国平安	谨慎推荐
中国太保	谨慎推荐
中国人寿	中性

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

一、保费收入分析

1、保费收入总体状况

2009年1季度，全国寿险总保费收入2525.55亿元，同比增长9.5%，其中，个险新单同比增长31%，银保新单同比增长28.4%，个险新单期缴同比增长42%，银保期缴同比增长383.5%。银保期缴保费收入同比大幅度增长，保费质量同比提高。但是从2008年上半年以来，全国寿险保费收入同比持续降低，主要是受投资环境恶劣的影响，投资型保单保费收入大幅度降低。从三家上市保险公司来看，中国人寿和太平洋寿险从2008年上半年以来，保费收入无论是同比都是下降的，但中国平安保费收入却保持了稳定的增长。

表1、全国寿险保费收入同比

单位：万元

	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
2009年					8,361,905	16,395,542	25254768
2008年	59,709,316	64,142,653	68,445,340	73,007,678	7,628,386	14,412,524	23073763
2007年	37,055,748	40,673,303	45,207,375	49,489,681			
同比	61.1%	57.7%	51.4%	47.5%	9.6%	13.8%	9.5%

资料来源：东北证券研究所

表2、2009年1季度寿险行业分渠道保费收入同比

单位：万元

	个险新单	个险期缴	个险续期	银保总保费	银保新单	银保期缴	团险总保费
2009年1季度	2052923	1693141	3454860	7558711	6166443	706886	968327
2008年1季度	1567176	1190494	2596242	6520882	4801403	146198	1269864
同比	31.0%	42%	33.1%	15.9%	28.4%	383.5%	-23.7%

资料来源：东北证券研究所

表3、三家公司总保费同比及环比增长

		2008年10月	2008年11月	2008年12月	2009年1月	2009年2月	2009年3月
中国人寿	同比	55.69%	52.73%	50.34%	19.54%	12.59%	1.8%
	环比	-30.80%	-1.52%	-7.23%	147.35%	-16.67%	
平安人寿	同比	29.65%	28.07%	27.79%	23.02%	43.25%	43.4%
	环比	-11.62%	6.55%	19.91%	46.55%	5.22%	
太保人寿	同比	46.32%	37.08%	30.39%	-14.20%	-14.53%	-12.7%
	环比	-18.39%	-11.51%	-7.64%	101.66%	-13.01%	

资料来源：东北证券研究所

表4、2008年各公司保费收入渠道占比

	个险总保费	银保总保费	团险总保费	个险新单	银保新单
中国人寿	40.40%	48.70%	10.90%	12.00%	47.70%
平安	77.40%	14.60%	7.20%	19.70%	14.10%
太保	39.10%	51.40%	9.60%	10.30%	51.00%

资料来源：东北证券研究所

2、分渠道保费收入

(1) 中国人寿保费收入状况

2009 年 1 季度，中国人寿实现总保费收入 1039.9 亿元，同比增长 1.81%，而 2008 年底总保费收入同比增长 50.33%，1 季度，总保费收入增长速度环比大幅度降低。保费收入主要来自于银保业务的贡献，2008 年银保新单保费为 1410 亿元，同比增长 150.2%，对总保费收入的贡献度达到 47.7%。导致银保保费收入占总保费收入的比重达到了 48.7%，比去年同期增加了 17.7 个百分点。但是，尽管保费总规模增长速度较高，但主要是以银保趸缴保费为主，折合成首年年化保费，增长速度只有 32.63%。

表 5、新单保费收入

单位：百万元

	个险新单	同比	个险期缴	同比	银邮总保费	同比	银保新单	同比
2008 年	3538700	8%	3137300	4%	14386800	144.8%	14108200	150.2%
2007 年	3287000	19%	3016000	23%	5876000	2.4%	5637000	6.0%
2006 年	2771760	-8%	2436377	11%	5739820	29.9%	5314620	

资料来源：东北证券研究所

分渠道看，中国人寿 2008 年个险新保费收入为 353.8 亿元，同比增长 8%，对总保费收入的贡献度为 11.97%，增速同比降低 11 个百分点，对总保费收入的贡献减少。截至 2008 年底，个险销售人力达到 71.6 万人，同比增长 12.2%，人均产能 4.94 万元，同比下降 0.19 万元。个险代理人队伍虽有所增长，但保费收入增长低于这一速度，并且产能下降，说明在经济形势转折的情况下，居民对个人收入的不确定性预期增强，增加了保险业务展业的难度。

(2) 中国平安与中国太保保费收入状况

从中国平安的保费收入状况来看，2008 年下半年以来，总保费收入同比稳定增长，环比波动幅度不大。个险新单和银保新单保费收入都保持了一个稳定的增长速度。

从渠道上来说，中国平安保费收入主要以个险业务为主，并且期缴率比较高，银保保费占比较低，因此，个险新单保费的稳定增长保证了中国平安的首年年化保费也保持了一个平稳的增长态势。

表 6、平安分渠道保费收入同比

	个险新单	个险新单期缴	个险续期	银保总保费	银保新单	银保期缴	团险总保费
2008 年 9 月	31.7%	29.2%	21.4%	107.0%	108.0%		-5.1%
2008 年 10 月	-39.8%	-43.4%	-23.4%	-76.4%	-76.4%	-98.3%	-75.1%
2008 年 11 月	33.4%	27.7%	20.0%	102.1%	102.1%	-10.5%	
2008 年 12 月	32.1%	20.9%	20.6%	104.1%	102.5%	-13.3%	
2009 年 1-2 月	56.6%	59.0%	24.9%	166.8%	168.8%	246.8%	-61.6%
2009 年 3 月	52.6%	51.7%	28.6%	173.2%	175.0%	240.6%	-52.5%

资料来源：东北证券研究所

由于中国平安个险代理人队伍规模庞大，并且人均产能比较高，保单质量比较高，保证了首年年化保费收入的增长。对于太保来说，在新单保费期缴率提高的背景下，尽管总保费收入同比是下滑的，但首年年化保费同比增长明显，这在 2009 年前 3 个月表现得尤其充分。

表 7、中国平安与中国太保保费质量对比

	中国平安		中国太保	
	个险期缴率	银保期缴率	个险期缴	银保期缴
2008 年 9 月	95.2%	0.2%	93.1%	9.4%
2008 年 10 月	92.4%	0.2%	93.2%	15.7%
2008 年 11 月	94.6%	0.3%	90.0%	21.6%
2008 年 12 月	54.7%	0.4%	77.9%	24.3%
2009 年 1 月	96.2%	0.3%	90.1%	20.2%
2009 年 2 月	89.2%	0.1%	89.0%	21.8%
2009 年 3 月	93.3%	0.2%	89.4%	18.4%

资料来源：东北证券研究所

表 8、中国平安与中国太保首年年化保费同比与环比

		2008 年 10 月	2008 年 11 月	2008 年 12 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月
中国平安	同比	34.7%	31.8%	31.6%	26.8%	59.5%
	环比	10.6%	9.3%	5.0%	7.5%	31.9%
中国太保	同比	64.8%	30.4%	28.9%	65.1%	38.0%
	环比	10.2%	3.1%	6.8%		55.0%
中国人寿	同比			32%		

资料来源：东北证券研究所

表 9、1 季度太保与平安保费收入对比

	个险新单	个险新单 期缴	个险续 期	银保总 保费	银保新单	银保期缴	团险总保 费
中国平安	52.6%	51.7%	28.6%	173.2%	175.0%	240.6%	-52.5%
中国太保	4.0%	14.0%	22.0%	-32.0%	-32.0%	3789.0%	-0.2%

资料来源：东北证券研究所

分渠道来看，中国太保个险新单保费各月同比下降，但银保新单保费各月同比上升，由于公司加强了银保期缴保费的管理，银保期缴率大幅度提高。银保期缴保费收入环比和同比都出现了增长，银保渠道保单质量提高。

表 10、中国太保寿险分渠道保费收入同比

	个险新 单	个险新单 期缴	个险续 期	银保总保 费	银保新 单	银保期 缴	团险总 保费
2008 年 9 月	1.6%	25.6%	19.3%	132.7%	143.2%	610.1%	-7.2%
2008 年 10 月	-53.9%	-58.0%	-60.7%	422.5%	439.5%	1966.9%	-18.4%

2008 年 11 月	-4.5%	-4.1%	18.4%	82.1%	860.0%	30.7%	
2008 年 12 月	-4.8%	-4.2%	17.6%	64.0%	1007.3%	49.1%	
2009 年 1-2 月	-11.2%	0.3%	26.0%	-32.4%	-32.7%	4552.7%	-4.3%
2009 年 3 月	4%	14%	22%	-32%	-32%	3789%	-0.2%

资料来源：东北证券研究所

表 11、太保分渠道保费收入环比

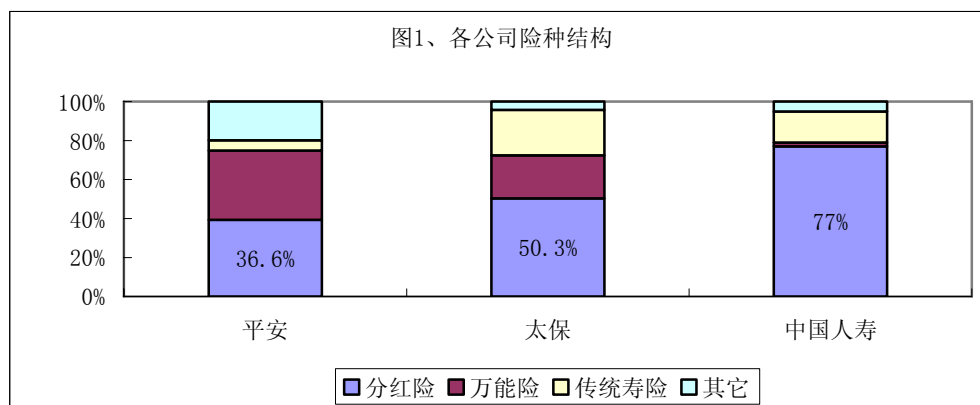
公司名称	个险新单	个险新单期缴	个险续期	银保总保费	银保新单	银保期缴	团险总保费
2008 年 9 月	26.22%	30.28%	23.94%	-32.02%	-32.24%	26.89%	36.48%
2008 年 10 月	-15.2%	-15.1%	-11.3%	-31.2%	-31.4%	14.0%	11.2%
2008 年 11 月	-18.2%	-21.0%	13.5%	-19.7%	-20.1%	10.3%	-45.3%
2008 年 12 月	-10.5%	-22.5%	-4.3%	-12.6%	-12.9%	9.1%	-1.8%
2009 年 1 月	140.2%	177.6%	39.1%	113.4%	115.7%	70.1%	326.1%
2009 年 2 月	-24.6%	-25.4%	-28.4%	35.3%	35.5%	21.1%	-64.2%
2009 年 3 月	57.1%	56.8%	56.4%	51.5%	51.2%	54.5%	40.1%

资料来源：东北证券研究所

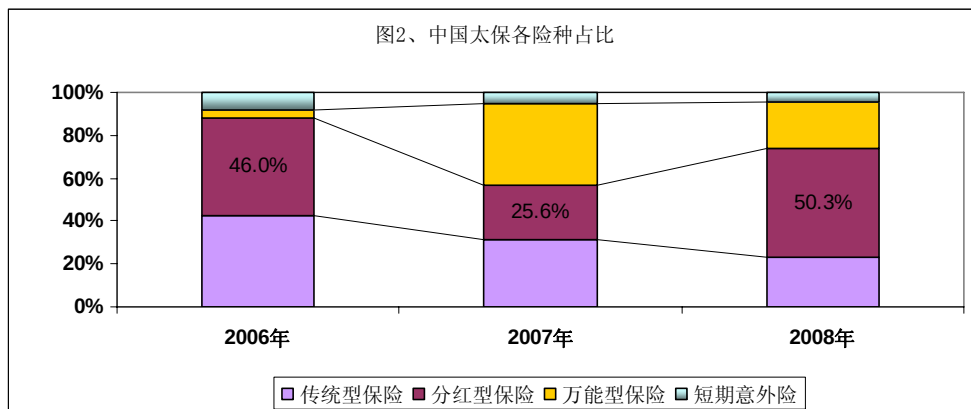
3、分产品保费收入

从产品结构上看，中国人寿公司产品仍旧以分红险为主，2008 年分红险保费收入为 2823.9 亿元，同比增长 53.0%。鸿丰两全保险成为主打险种，保费收入为 1053 亿元，同比增长 117.5%，在分红险种中占比 37.30%。

中国人寿的产品结构主要以分红险为主，万能险和投连险等投资型的险种占比比较低。在投资收益降低，投资型险种难以销售的情况下，分红险的保费收入仍然保持稳定增长。因此在其它公司保费收入大幅度下降的情况下，中国人寿的保费收入依然保持了高速增长。从我们对各地调研的情况看，各地分公司的数据能够充分说明这一问题。



资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所

表 12、中国人寿各地区保费收入状况

			2008. 9 月	2008. 10 月	2008. 11 月	2008. 12 月	2009. 1-2 月	2009 年 3 月
广东	个险	普通产品	-7%	-4%	-1%	-2%	1%	-0.6%
		分红产品	0%	24%	-3%	0%	23%	-8.8%
		万能产品				-100%		
	银保	普通产品	-100%					
		分红产品	64%	4%	14%	25%	29%	-9.7%
		万能产品	-64%	-72%	-78%	-88%	-84%	
重庆	个险	普通产品	-2.3%	9.33%	8.94%	8.46%	4.91%	4.9%
		分红保险	13.7%	38.4%	37.2%	37.5%	98.5%	98.6%
		万能寿险		118.9%	118.2%	117.7%	-6.8%	-6.9%
	银保	普通产品	62.2%		-	22%	13.96	14.0%
		分红保险	112.0%	156.2%	154.9%	153.1%	83.5%	83.5%
		万能寿险					-62.42	-62.4%
辽宁	个险	普通寿险	-18.9%	-5.3%	-0.7%	13.2%	-7.9%	-7.70%
		分红寿险	17.1%	-3.7%	-0.8%	44.2%	17.5%	42.48%
		万能寿险						
	银保	普通寿险						
		分红寿险	209.7%	124.6%	46.3%	17.2%	6.7%	-19.41%
		万能寿险						
天津	个险	普通产品	2.42%	18.72%	15.32%	2.30%	3.10%	
		分红产品	107.31%	63.32%	10.68%	67.20%	53.30%	
		万能产品	44.49%	-95.84%	-96.28%	-99.10%	-89.70%	

资料来源：东北证券研究所

从产品结构上来说，中国平安保费收入的增长主要来自于分红产品和万能产品。从我们对各地的调研情况看，个险渠道的分红和万能产品以及银保渠道的分红和万能产品同比都出现了较大幅度的增长。而普通寿险和投连产品保费收入则出现了下降。分红产品由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润

率高，因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。中国平安万能产品保费收入高，主要是采取了高于同业的结算利率的缘故。从横向比较上来看，中国平安的个人银保万能产品一直采取高于同业其它公司一个百分点的结算利率，这样的利率也高于同期市场上银行理财产品的收益率以及其它投资品种的收益率。此种战略尽管保证了保费收入的稳定增长，但是以牺牲利润和效率为前提的。在投资环境不好的情况下，以高成本获取保费，并且负债规模增长速度高于资产规模增长速度，无疑给未来的未来的偿付能力增添了压力。

表 13、平安寿险各地区分产品保费收入同比

			2008. 10 月	2008. 11 月	2008. 12 月	2009. 1-2 月	2009 年 3 月
广东	个险	普通产品	-5.0%	-5.1%	-4.0%	-2.7%	-3.0%
		分红产品	19.6%	13.2%	37.0%	49.8%	44.4%
		投连产品	120.7%	24.9%	10.8%	-11.2%	3.4%
		万能产品	68.5%	46.0%	55.8%	74.5%	88.1%
	银保	普通产品	3.7%	1.7%	-6.4%	-36.3%	-31.7%
		分红产品	143.3%	131.4%	894.2%	2523.6%	1468.8%
		投连产品	-93.9%	-91.9%	-94.0%	-98.7%	-95.1%
		万能产品	787.1%	500.3%	1258.0%	487.4%	289.1%
江苏	个险	普通产品	-3.6%	-2.7%	-3.8%	-1.7%	-3.1%
		分红产品	28.1%	32.2%	21.7%	29.1%	39.3%
		投连产品	-11.4%	-10.6%	-10.7%	-32.6%	-39.0%
		万能产品	46.0%	33.8%	40.3%	63.0%	72.0%
	银保	普通产品			98.4%	-97.3%	-90.3%
		分红产品	327.6%	297.0%	300.1%	273.1%	312.0%
		投连产品				-91.9%	-98.1%
		万能产品	41.3%	45.6%	51.6%	403.7%	457.1%
辽宁	个险	普通产品		-9%	5%	16.38%	10%
		分红产品		4%	17%	48.02%	40%
		投连产品		-11%	5%	16.64%	-3%
		万能产品		40%	46%	93.32%	63%
	银保	普通产品		0%			
		分红产品		39%			
		投连产品					
		万能产品					
重庆	个险	普通产品			-7.8%	-7.0%	-5.2%
		分红产品			27.9%	54.4%	26.1%
		投连产品			114.5%	-44.5%	-28.4%
		万能产品			60.1%	99.5%	91.6%
	银保	普通产品			1161.3%	-457.8%	2960.0%
		分红产品			1442.4%	12748.1%	9487.3%
		投连产品			141.8%	-60.3%	-38.5%

		万能产品			128.0%	213.2%	353.5%
--	--	------	--	--	--------	--------	--------

资料来源：东北证券研究所

表 14、万能险结算利率与银行理财产品收益率比较

	银行理财产品	平安个险	平安银保	国寿瑞安	泰康卓越	太平洋金诚利	利率
2009 年 4 月		4.75%	4.25%	3.85%	4.35%	3.85%	2.52%
2009 年 3 月	5.1%	4.75%	4.25%	3.85%	4.35%	3.85%	2.52%
2009 年 2 月	4.8%	5.00%	4.70%	3.85%	4.35%	3.85%	
2009 年 1 月	4.7%	5.25%	5.25%	3.85%	4.35%	3.85%	
2008 年 12 月	5.0%	5.25%	5.25%	4.05%	4.35%	4.05%	
2008 年 11 月	5.2%	5.25%	5.25%	4.05%	4.5%	4.05%	2.52%
2008 年 10 月	5.3%	5.25%	5.25%	4.05%	5.25%	4.2%	3.87%
2008 年 9 月	5.3%	5.5%	5.25%	4.05%	5.25%	4.5%	
2008 年 8 月	5.4%	5.75%	5.5%	4.05%	5.5%	4.8%	
2008 年 7 月	5.5%	5.75%	6%	4.5%	5.80%	5.0%	
2008 年 6 月	4.8%	5.75%	6%	4.5%	5.80%	5.0%	
2008 年 5 月	4.6%	5.75%	6%	5.00%	5.80%	5.0%	
2008 年 4 月	5.4%	5.50%		5.85%	5.80%	5.0%	
2008 年 3 月	5.5%	5.50%		6.05%	5.80%	5.0%	
2008 年 2 月	9.6%	5.25%		6.05%	5.80%	5.0%	
2008 年 1 月	15.0%	5.25%		5%	5.80%	5.0%	4.14%

资料来源：各公司网站

从产品结构上来看，过去中国太保的保费结构中万能险占比较高，在投资收益率下降的情况下，随着结算利率降低，万能险销售困难，为了改善保费收入下滑的局面，公司重点发展分红险。通过调研我们发现，各地分公司销售的产品，不论是险渠道还是银行渠道，分红险保费收入大幅度增长，银行渠道的分红险保费收入增长更是如此。

表 15、中国太保寿险各地区分产品保费收入同比

			2008.10 月	2008.11 月	2008.12 月	2009.1-2 月	2009 年 3 月
广东	个险	普通产品	-11.3%	-6.7%	-26.2%	-2.9%	-11.3%
		分红产品	102.4%	112.8%	148.1%	29.9%	56.6%
		万能产品	-62.3%	-68.9%	-62.1%	-68.1%	-51.9%
	银保	普通产品	479.3%	22.8%	155.3%	27.5%	40.7%
		分红产品	102397.7%	19213.7%	18301.2%	1360.7%	583.6%
		万能产品	-100.0%	-100.0%	-99.5%	-99.6%	-99.6%
江苏	个险	普通产品	-9.3%	-12.6%	1.9%	-11.4%	-13.1%
		分红产品	35.2%	40.0%	45.6%	57.9%	63.1%
		万能产品	-45.0%	-61.3%	-54.3%	-56.4%	-59.9%
	银保	普通产品	-20.0%	-12.1%	-22.8%	359.0%	456.0%
		分红产品	137.3%	151.0%	161.7%	186.1%	218.0%
		万能产品	-15.3%	-3.3%	-13.3%	-99.2%	-98.1%
辽宁	个险	普通产品	-12.4%	-8.0%	0.9%	-7.5%	-11.11%
		分红产品	102.1%	97.6%	45.3%	48.1%	64.8%

	银保	万能产品	-95.8%	-95.7%	-95.6%	-74.8%	-94.8%
		普通产品	10.8%	104.3%	293.3%	-36.3%	1.13%
		分红产品	5034.8%	2528.8%	288.3%	389.9%	299.0%
	重庆	万能产品	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
		普通产品	6.5%	-63.4%	-33.4%	-63.4%	-13.3%
		分红产品	7105.3%	7385.0%	8049.0%	7377.1%	66.2%
	个险	万能产品	-29.0%	-28.3%	-32.7%	-65.9%	-60.4%
		普通产品	34.9%	28.6%	25.0%	-96.8%	-0.11%
		分红产品	25294.3%	26843.4%	28490.6%	47474.4%	220.1%
	银保	万能产品	49.5%	64.1%	23.9%	-99.3%	-99.5%
		普通产品					
		分红产品					

资料来源：东北证券研究所

4、寿险总保费同比下降，一年新业务价值提高

分红险边际利润率高于万能险，随着银保渠道保费期缴率提高，首年年化保费也大幅度提高。一年期新业务价值是边际利润率与首年年化保费的乘积，在边际利润率和首年年化保费两个乘数因子都提高的情况下，一年期新业务价值呈几何级数增长。因此，尽管中国太保寿险的总保费是下降的，但其一年期新业务价值却逆势上升，提高了公司的估值。

表 16、3 家公司保费期缴率对比

	2008 年		2007 年	
	个险期缴率	银保期缴率	个险期缴率	银保期缴率
中国人寿	88.7%	3.29%	91.8%	3.30%
平安	91.4%	0.2%	99.8%	3.1%
太保	78.7%	4.4%	78.3%	0.7%

资料来源：公司公告

表 17、3 家公司代理人人均产能占比

单位：万元

年份	个险新单	个险销售人力	人均产能
人寿	3,538,700	716,000	4.94
平安	1997638	356121	5.6
太保	2581100	220000	3.37

资料来源：公司公告

表 18、首年年化保费同比增长

单位：万元

	首年年化保费			总保费		
	2007 年	2008 年	同比	2007 年	2008 年	同比
平安	1988245	1600595	24.2%	7917750	10117762	27.8%
太保	1018441	789853.9	28.9%	5068682	6609203	30.4%
中国人寿	5005680	3774200	32.6%	19661065	29559123	50.3%

资料来源：公司公告

二、投资环境分析

2009 年 1 月份以来，随着股市的回升和债市的高位回落，债市资金开始向股市回流，股市和债市间的资金配置出现了一些变化，保险公司的投资环境向好。

1、债市资金出现净流出，债券到期收益率上升

(1) 基金、非银行金融机构等在债市的增量资金减少

从中国证券登记公司的数据来看，2008 年 9 月份以来，基金公司以及以信托、证券为主的非银行金融机构的在债市的增量资金出现了变化，每月新增资金逐月递减，陆续出现了净卖出现象。由于这些机构的投资领域都兼跨股市和债市，债市投入资金减少，这些机构的资金开始向股市回流。

表 19、基金、非银机构在债市的每月新增资金

单位：亿元	2008 年 11 月	2008 年 12 月	2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月
非银行金融机构	2.38	-44.67	-73.27	-64.89	-28.52	-107.66
基金	523.49	34.77	-878.02	-1,127.12	-700.2	-639.98

资料来源：中国债券登记结算公司

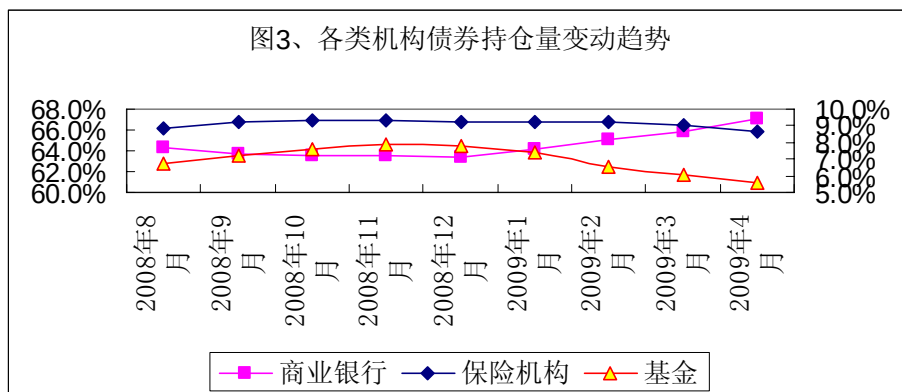
表 20、基金、非银机构债券的净买入状况

单位：亿元	2008 年 11 月	2008 年 12 月	2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月
非银行金融机构	-10.8	-66.6	-63	-85.29	-31.61	-56.8
基金	590.4	42.9	-661.7	-893.12	-286.52	-383.4

资料来源：中国债券登记结算公司

(2) 债券到期收益率上升

基金对债券市场的参与程度的变化造成收益率曲线陡峭。2008 年是债券型基金大规模发行的一年，同时由于股票市场连续下跌，大量股票型或者平衡型基金也足额配置债券。根据中央登记结算公司的统计，2009 年 1 月份，基金对债券的托管量达到 10900 亿元的规模，而同期保险机构和商业银行分别有 13700 亿元和 95400 亿元的规模。表面上看，保险机构和银行是债券投资的主力，但是由于它们主要是配置型投资，这近 10 万亿元的债券绝大多数是沉淀的，不交易的，因此对债券价格和走势影响较小。而基金的 1 万亿元全部是可交易品种。债券型基金的快进快出，造成债券价格剧烈波动。

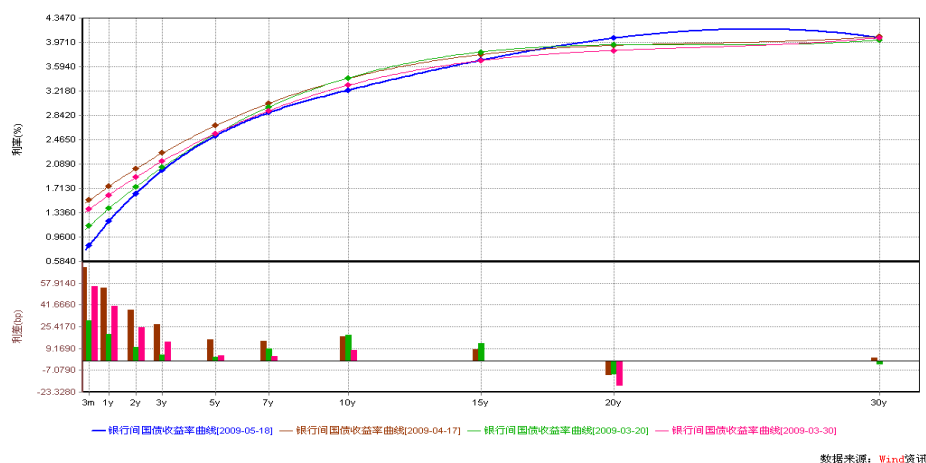


资料来源：东北证券研究所

基金业作为整体，同时在债券和股票市场中寻找投资机会，资源大类配置方向对于基金的业绩表现极为重要。而债券的波动和盈利比例永远比股票小，因此当股票市场出现机会时，债券就会被迅速抛出。另外，股票和债券基金发行规模的变化也加剧了这种波动，随着股市转好和债券收益率处于低位，基金管理公司重点发行股票型基金，而基本停止了对债券基金的发行，这也会进一步推高股市，进而加剧股票型基金对债券的抛压。同时，银行的数据显示，随着股市向好，债券基金销售已大不如前。种种迹象表明，包括基金在内的资金已开始大规模撤离债市，转向股市。

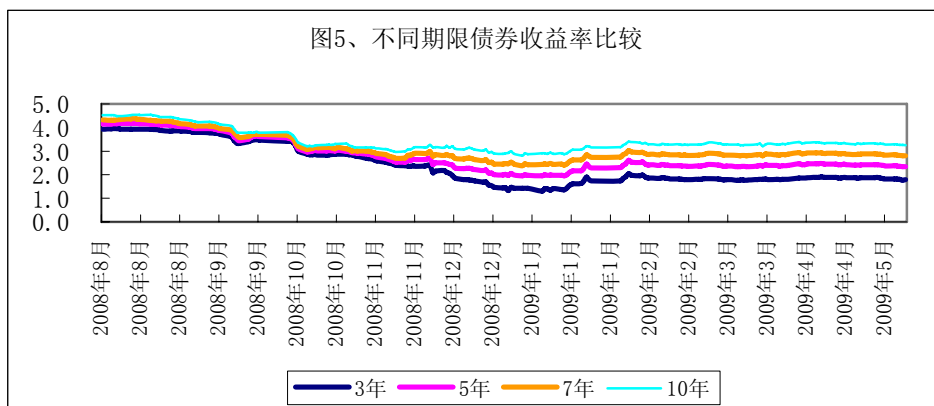
从期限结构上讲，自2008年9月开始，短期债券收益率下跌幅度大于长期债券，短中长期的利差大幅度上升，长期债券收益率上升。

图4、收益率曲线变动趋势



与2008年7月中旬相比，2009年5月1-30年的国债收益率利差迅速拉大。而这个拉大的过程主要发生在2008年10月下旬之后。这个时间正好是股票市场结束12个月的下跌转为震荡上升的时候。也就是说，基金从这个时点开始逐渐抛售债券，投资股票。由于中长期债券的久期大，前期上涨幅度大，因此成为最先抛售

的对象。这种抛售导致中长期债券的收益率就此停止下降。图中可以看到 2009 年 3 月下旬与 2008 年 10 月下旬相比，10 年以上国债的收益率基本持平。



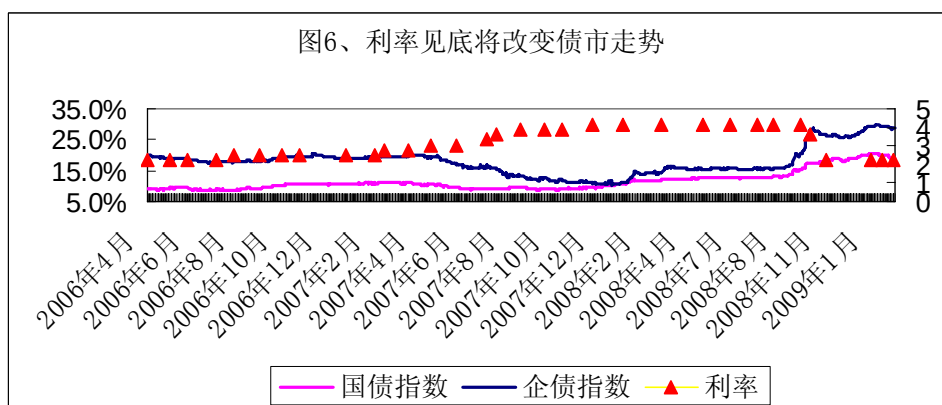
资料来源: WIND

(3) 降息预期减弱，债市走势见顶

利息走势与债券价格走势具有明显的负相关性。

随着政府一系列振兴经济的举措实施后，宏观经济开始出现回暖，最坏的时刻可能正在过去。在短期内大幅度降息的形势下，如今的利率水平已经很低，继续降息的空间已经非常有限，债券投资开始面临着利率风险。一方面，在债券价格高企的情况下，投资债券的收益空间已经变得非常狭窄；另一方面，一旦宏观经济出现通胀压力，利率可能提前回升，债券将面临价格下跌的压力。

虽然 2009 年我们仍会处在降息周期中，但降息的空间已经远没有 2008 年大。这就意味着随着每次降息，距离利率的底部越来越近了。到了降息周期的尾声，债券价格下跌的风险在逐步加大，对于交易性资产来说，投资债券的最佳时机已经过去了。因此，投机资金开始撤离债市。



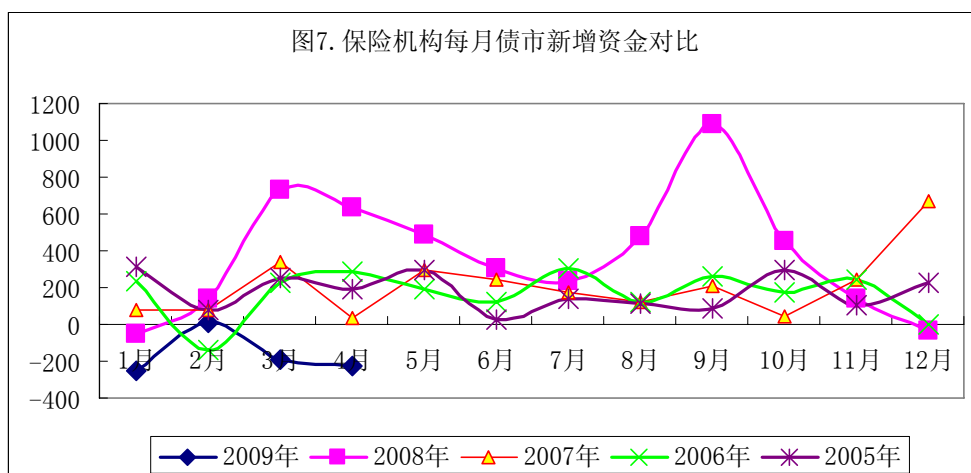
资料来源: 东北证券研究所

2、投资环境的变化对保险资金带来投资机会

首先，长期债券的收益率上升，有利于保险资金的配置。在目前的市场格局下，对于保险资金来说，投资机会增加。

目前，基金的中长期债券仓位依然处于卖出过程中。而且，这个卖出的迫切程度与股票市场的反复上升密切相关。因此，中长期债券的收益率在未来依然有上升的可能。

从数据统计上来看，目前保险资金在债市基本上是净卖出的。一方面是因为保险资金交易性债券逢高卖出，实现收益；另一方面是因为保险资金对债市的判断趋向于乐观，在对中长期债券的配置注意节奏控制，等待更好的收益率。



资料来源：东北证券研究所

表 21、保险机构在债市的新增资金及债券的净买入量

单位: 亿元	2008 年 10 月	2008 年 11 月	2008 年 12 月	2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月
在债市的新增资金	448.74	143.26	-36.81	-195.54	5.78	-252.12	-221.98
债券净买入量	54.2	-87.3	-275.8	-166.1	-277.67	-276.12	-254.2

资料来源：东北证券研究所

其次，股市的上涨有利于保险公司权益性资产的投资收益上升。自 2008 年 12 月 31 号以来，沪深 300 指数上涨了 54.60%，股市的回暖增加了保险公司权益型资产的投资收益。

表 22、持仓结构对比

	2008 年 12 月		
	中国人寿	中国太保	中国平安
现金及现金等价物	3.6%	2.60%	10.3%

定期存款	24.4%	28.70%	18.2%
债券	61.5%	57.30%	61.7%
固定收益合计	85.9%	86.90%	79.9%
基金	3.6%	2.80%	2.9%
股票	4.4%	1.80%	4.9%
权益合计	8.0%	4.70%	7.8%
其他方式	2.6%	0.10%	1.2%

资料来源：公司公告

2008年，中国人寿现金及现金等价物类资产较同比增长34.63%，定期存款同比增长35.40%，债券类资产较同比增长29.94%，基金资产同比降低51.34%，股票资产同比减少67.44%。

表 23、中国人寿投资组合按投资对象分类

单位：百万元

投资资产	2008年12月31日		2007年12月31日		同比
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	
现金及现金等价物	34085	3.6	25317	3.0	34.6%
定期存款	228272	24.4	168594	19.8	35.4%
债券	575885	61.5	443181	52.1	29.9%
基金	33953	3.6	69769	8.2	-51.3%
股票	40819	4.4	125349	14.7	-67.4%
其他方式	24084	2.6	17997	2.1	33.8%
合计	937098	100	850207	100	10.2%

资料来源：公司公告

2008年中国太保对投资资产配置进行了调整，提高了债券和定期存款的配置，固定收益类资产占比86.9%，较上年末增加21.5个百分点。权益类资产投资规模较上年下降79.2%，在总投资资产中占比为4.7%，除权益类资产公允价值下降因素外，公司主动较大幅度地降低权益资产仓位是重要原因。

表 24、中国太保按投资品种分资产结构

单位：百万元

人民币百万元	2008年	占比	2007年	占比	同比增长
投资资产（合计）	287,896		286,369		0.5%
固定收益类	250,190	86.9%	187,236	65.4%	33.6%
债券投资	164,898	57.3%	126,534	44.2%	30.3%
定期存款	82,756	28.7%	59,262	20.7%	39.6%
其他固定收益投资	2,536	0.9%	1,440	0.5%	76.1%
权益投资类	13,594	4.7%	65,315	22.8%	-79.2%
基金	7,981	2.8%	30,470	10.6%	-73.8%
股票	5,324	1.8%	34,589	12.1%	-84.6%
其他权益投资	289	0.1%	256	0.1%	12.9%
基础设施投资	6,539	2.3%	4,696	1.6%	39.2%
现金及现金等价物	7,573	2.6%	29,122	10.2%	-74.0%

资料来源：公司公告

2008 年中国平安，在投资组合上采取了保守的投资策略，定期存款、债券投资、基建投资占比上升，权益类投资占比下降，基金和股票的投资占比分别下降了 0.6 和 15.9 个百分点。但是，由于权益类资产仓位在 2008 年下半年才开始调整，投资损失较大。

表 25、中国平安投资组合

单位：百万元

	2008 年		2007 年		同比
	面值	占比(%)	面值	占比(%)	
定期存款	84412	18.2	33189	7.5	154.3%
债券投资	286791	61.7	188888	42.8	51.8%
交易性资产	11994	2.6	11243	2.5	6.7%
可供出售资产	155742	33.5	58537	13.3	166.1%
持有到期资产	119055	25.6	119108	27	0.0%
股权投资	22929	4.9	91707	20.8	-75.0%
交易性资产	2958	0.6	12903	2.9	-77.1%
可供出售资产	19816	4.3	78804	17.9	-74.9%
长期股权投资	155	0	-	-	
基金	13443	2.9	15627	3.5	-14.0%
交易性资产	2473	0.5	6245	1.4	-60.4%
可供出售资产	10970	2.4	9382	2.1	16.9%
权益投资合计	36372	7.8	107334	24.3	-66.1%
基建投资	5509	1.2	1389	0.3	296.6%
现金	47856	10.3	108097	24.5	-55.7%
投资资产合计	464665	100	441308	100	5.3%

资料来源：公司公告

表 26、太保投资资产变动状况

单位：元

	2008 年 1 季度	2008 年 4 季度	2009 年 1 季度	同比	环比
货币资金	22,415,000,000	17,513,000,000	21,830,000,000	-2.6%	24.7%
交易性金融资产	1,702,000,000	1,166,000,000	448,000,000	-73.7%	-61.6%
保户质押贷款	469,000,000	698,000,000	809,000,000	72.5%	15.9%
可供出售金融资产	113,889,000,000	96,064,000,000	104,141,000,000	-8.6%	8.4%
持有至到期投资	59,030,000,000	70,980,000,000	79,547,000,000	34.8%	12.1%
长期股权投资	237,000,000	289,000,000	280,000,000	18.1%	-3.1%

资料来源：公司公告

表 27、中国人寿投资资产变动状况

单位：元

	2008 年 1 季度	2008 年 4 季度	2009 年 1 季度	同比	环比
货币资金	36,094,000,000	34,085,000,000	57,419,000,000	59.1%	68.5%
交易性金融资产	28,076,000,000	14,099,000,000	13,600,000,000	-51.6%	-3.5%
保户质押贷款	6,415,000,000	8,676,000,000	9,447,000,000	47.3%	8.9%
可供出售金融资产	389,145,000,000	424,634,000,000	414,812,000,000	6.6%	-2.3%
持有至到期投资	197,784,000,000	211,929,000,000	218,965,000,000	10.7%	3.3%
长期股权投资	6,809,000,000	8,222,000,000	8,393,000,000	23.3%	2.1%

资料来源：公司公告

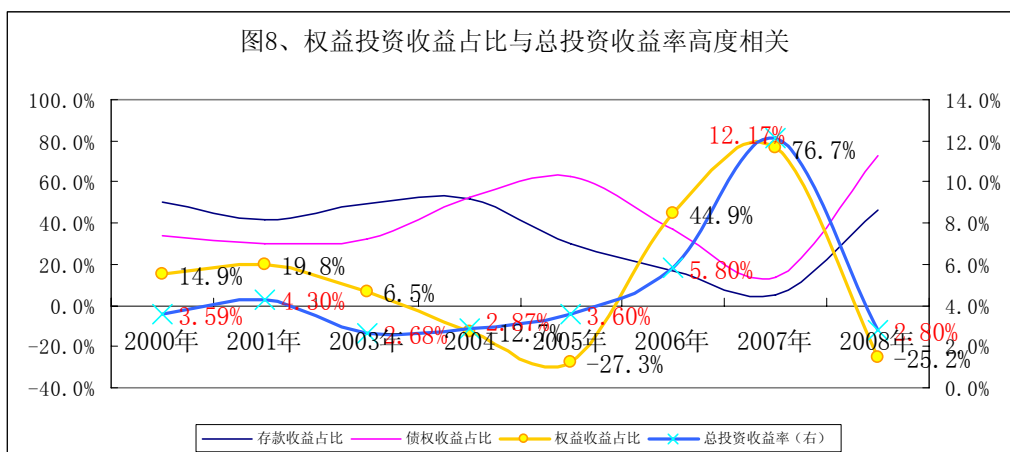
表 28、中国平安投资资产变动状况

单位：元

	2008 年 1 季度	2008 年 4 季度	2009 年 1 季度	同比	环比
货币资金	72,663,000,000	52,445,000,000	81,705,000,000	12.4%	55.8%
交易性金融资产	68,924,000,000	65,486,000,000	51,383,000,000	-25.4%	-21.5%
保户质押贷款	2,638,000,000	3,725,000,000	4,013,000,000	52.1%	7.7%
可供出售金融资产	182,089,000,000	212,236,000,000	208,249,000,000	14.4%	-1.9%
持有至到期投资	127,863,000,000	126,502,000,000	132,725,000,000	3.8%	4.9%
长期股权投资	2,963,000,000	6,025,000,000	8,771,000,000	196.0%	45.6%

资料来源：公司公告

随着权益投资比例的增加并占有较大份额，保险公司的总投资收益率受固定收益类资产的影响越来越小，而与权益类投资的投资收益率高度相关。因此，权益性投资收益的增加对保险公司投资收益的提高，影响立竿见影。



资料来源：公司公告

三、保险行业投资建议

目前在经济形势恶劣的形势下，保险公司纷纷调整了经营策略，保费销售开始从投资型产品向保障型产品转换，收费方式开始从趸缴向期缴转型，尽管总保费收入增长速度不高，但保单的质量开始上升，有利于保险公司内含价值的增长。在保险公司转型中，以中国太保最为突出。

从投资环境上来说，未来货币政策进一步放松的取向使流动性供给正在进入上升过程。充足的流动性对证券市场的估值中枢起到较强的支持作用。在流动性释放的推动下，2009年的股市可能会有较好的表现，资金开始由债市向股市流入，由于资金的跷跷板效应，债券价格开始下跌，给保险资金的债券配置也带来更多机会。在股市和债市投资机会增多的形势下，保险公司的投资收益将会提高。

但考虑到国内外经济形势的复杂化，股市的走势也存在较大的变数，因此对保险行业仍旧给予中性的投资评级。给予中国太保和中国平安谨慎推荐的投资评级，给予中国人寿中性的投资评级。

四、估值水平

1、新业务倍数测算：

假设保险公司的保费收入按 3 阶段增长，第一阶段为前 5 年，保费收入的增长速度大约在 10%至 20%之间，第二阶段为第 6—15 年，保费收入的增长速度在 7%—13%之间，永续增长阶段保费收入的增长速度为 3%，假设风险贴现率为 11.5%，根据三阶段模型，新业务倍数大约在 20—41 倍之间。

表 29、新业务倍数测算（单位：倍）

新业务倍数		第二阶段增长率								
		5%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	15%
第一阶段增长率	8%	17.2	19.3	20.5	21.8	23.2	24.7	26.3	28.0	31.8
	10%	18.4	20.7	22.0	23.4	24.8	26.4	28.2	30.0	34.1
	11%	19.0	21.4	22.7	24.2	25.7	27.4	29.1	31.1	35.3
	13%	20.3	22.9	24.3	25.8	27.5	29.3	31.2	33.2	37.8
	15%	21.7	24.4	26.0	27.6	29.4	31.3	33.3	35.5	40.5
	18%	23.9	26.9	28.6	30.4	32.4	34.5	36.8	39.2	44.7
	19%	24.7	27.8	29.5	31.4	33.4	35.6	38.0	40.5	46.2
	20%	25.4	28.7	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	47.7
	22%	27.1	30.5	32.4	34.5	36.8	39.2	41.8	44.6	50.8

2、中国人寿

我们分别取新业务倍数为 20 倍，25 倍，在保守、正常情形下，公司估值分别为 16.2 元和 22.3 元。截至 5 月 19 日股价 23.79 元，对应寿险隐含新业务倍数为 27 倍，维持“中性”投资评级。

表 30、中国人寿估值敏感性测试

	保守估计	正常估计
（百万元）	5.0%收益率,基于 2008 年末的估值	精算报告假设、5.5%投资收益率、基于 2008 年末的估值
调整净资产价值	137816.0	137816.0
有效业务价值	85658.8	102271
内含价值	223474.8	240087.0
股数	28264.7	28264.7
每股内含价值	7.9	8.5
一年新业务价值	11651	13924
每股新业务价值	0.41	0.49
新业务价值	8.2	13.8
新业务倍数	20	28
评估价值（元）	16.2	22.3

3、中国平安

我们分别取新业务倍数为 20 倍，25 倍，在保守、正常两种情形下，公司估值分别为 39.3 元和 53.2 元。截至 5 月 19 日，公司股价 41.1 元，对应寿险隐含新业务倍数为 17.9 倍。维持“谨慎推荐”评级

表 31、中国平安估值敏感性测试

百万元	悲观(基于 2008 年, 调低 投资收益率到 4.5%)	正常(基于 2008 年, 不调整参数)
调整净资产价值	102826.9	102826.9
有效业务价值	34222.37	44444.64
内含价值	137049.3	147271.53
每股内含价值	18.7	20.1
股份数	7345.1	7345.1
新业务价值	16.6	29.2
每股新业务价值	1.11	1.17
新业务倍数	15	25
评估价值	35.3	49.2
银行	0.58	0.58
证券	1.9	1.9
财险	0.7	0.7
其他	0.8	0.8
估值(元)	39.3	53.2

4、中国太保

我们分别取新业务倍数为 20 倍和 25 倍, 在保守和正常情形下, 公司估值分别为 18.54 元和 25.1 元。截止到 09 年 5 月 19 日, 股价为 17.60 元, 隐含新业务倍数为 14.3 倍。给予“谨慎推荐”评级。

表 32、中国太保估值敏感性测试

(百万元)	保守情形	正常情形
	不改变假设, 降低新业务倍数, 基于 2008 年末的估值	不改变假设, 基于 2008 年末的估值
调整净资产价值	42000	45213.3
有效业务价值	24161.75	24161.8
内含价值	66161.75	69375.1
股份	7700	7700
每股内含价值	8.59	9.01
每股新业务价值	0.46	0.6
新业务倍数	20	25
评估价值	16.77	20.37
财险(2.5 倍 P/B)	0.75	1
估值(元)	18.54	25.01

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209