

罗毅, CFA 86-755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn

 洪锦屏 86-755-82960071
 hongjinp@cmschina.com.cn

2009年6月10日

通胀并不是保险的保护伞

保险行业专题研究

金融

保险

中性(维持)

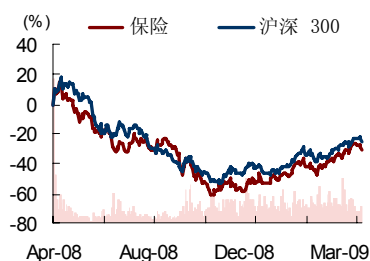
上证指数 2788

行业规模

		占比%
股票家数(只)	3	0.2
总市值(亿元)	8797	4.5
流通市值(亿元)	2633	3.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	7.0	55.4	-16.5
相对表现	1.3	14.7	-1.0



相关报告

- 1、《股市繁荣与调整周期中的保险》2007/12/6
- 2、《草枯鹰眼疾,雪尽马蹄轻—2008年保险行业投资策略》2008/1/2
- 3、《接轨国际估值,下跌空间有限-非银行金融 2008 年二季度投资策略》2008/4/8
- 4、《承转型之机,合风险之释-保险行业 2008 年中期投资策略》2008/6/10
- 5、《超越指数可期,绝对收益存疑-保险行业 2008 年三季度投资策略》2008/9/11
- 6、《回首向来萧瑟处,也无风雨也无晴-保险行业 2009 年度投资策略》2008/12/4
- 7、《东南亚-拉美-东欧:外资撤离背景下的金融股》2009/3/9

通胀预期被解读为保险股的利好似乎成为市场的主流,本文对此提出不同见解,通过对美国的研究,我们认为通胀预期并非绝对利好,虽然目前中国尚无法定论未来是通缩还是通胀,但此时的乐观情绪显然为时过早。

- **通胀预期并非保险股的绝对利好。**全球经验表明,第一,通货膨胀起来的同时如果没有基本面经济增长的支持,那么消费和民间投资的收缩将使经济陷入滞胀,滞胀对保险公司而言并不比萧条更好度过;第二,通胀将导致实际利率的提高,对保险公司的投资收益率有正面作用,但对利差仍然是负面的,因为通胀环境下,投资者必然要求更高的回报率和更低的保费支出,那么实际上保险公司的承保成本将会大幅上升,从而导致利差收窄。
- **通货膨胀率上升会引起债券收益率同步上行,但并不一定导致利差的上升。**这里面有两个因素,一是通胀起来的同时承保成本也会上升,二是通常根据长期国债收益率和存款利率计算的利差并没有把股权投资反映在内,虽然保险资金的股票投资的比例远小于债券投资,但由于涨跌幅较大,是保险公司投资收益的最大影响变量。
- **滞胀导致保险公司盈利恶化,金融股走弱大盘。**由于通胀因素,70年代美国保险公司的名义保费增速较快,但收入增速最高的74年、79年和80年反而是利润同比下降的三年。在高通胀时期,保险资金也很难找到投资增值的渠道,债市和股市都无法抵抗通货膨胀对利润的侵蚀,因而出现保费越高,利润越薄的现象,而当时的金融股指数落后于大盘。
- **滞胀将导致退保率急升:**从保户角度,保障和理财是保险的两项基本功能,在通货膨胀背景下,这两种功能都将被削弱,保户将选择退保以投资避险功能更强的标的;保险公司角度,寿险保费收入和通货膨胀率表现出明显的负相关性,资本成本上升导致利差收窄,内含价值毁损。
- **通胀预期并非绝对有利,警惕滞胀风险。**保费周期是滞后于经济和利率周期的,当经济已经开始往下走时,保费收入增速才会见顶,这是我国08年的情况。当市场利率往下走时,保单成本未能及时跟随调整,如果低利率时间能维持一段时间,那么保险成本可能随着投资收益率的下调慢慢下来,这是09年前几个月的情况。而如果通胀预期起来得太快,那么保险成本将无法下降,反而由于通胀因素而上升,同时投资收益率受制于整体投资环境的低迷而难有突破,这对保险公司来说,利差损的风险将会加大。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
中国人寿	23.96	1.38	1.29	1.58	17.4	18.6	3.3	审慎推荐-A
中国平安	40.71	2.54	0.49	2.17	16.0	83.1	2.6	审慎推荐-A
中国太保	18.44	0.17	0.42	0.55	43.9	33.5	2.3	中性-B

资料来源:招商证券

正文目录

核心观点:	4
一、通货膨胀与保险股的表现	4
1. 通胀并非保险股走强的充分或必要条件	4
2. 国债利差周期反映通胀预期, 但未反映股票市场收益率	5
二、美国滞胀时期保险股表现	7
1. 美国 70-83 年长期滞胀	7
2. 滞胀时期保险公司盈利能力恶化, 金融股走弱大盘	8
三、滞胀对我国保险公司影响分析	11
1. 保户角度: 保障和理财功能弱化	11
2. 保险公司角度: 退保率上升, 利差收窄	12
3. 资本成本的上升毁损内含价值	13
4. 通胀预期并非绝对有利, 警惕滞胀风险	14

图表目录

图 1: 美国 AIG 和 CPI 走势	5
图 2: 美国大都会和 CPI 走势	5
图 3: 美国保德信和 CPI 走势	5
图 4: 荷兰国际集团和 CPI 走势	5
图 5: 美国 PUK 和 CPI 走势	5
图 6: 加拿大 MFC 和 CPI 走势	5
图 7: 国债收益率利差并不和保险股走势完全吻合	6
图 8: 美国国债利差和道琼斯指数走势	6
图 9: 美国 70-83 年经历长期滞胀	7
图 10: 滞胀时期通货膨胀和失业率高企	7
图 11: 美国股票市场 PE 在滞胀期间大幅下降	7
图 12: 滞胀时期道指平稳, 国债利差损严重	7
图 13: 美国存量保费增速在滞胀期间达到峰值	8
图 14: 普通股收益率落后于债券	9
图 15: 滞胀时期, 金融股指数表现弱于大盘	10
图 16: 滞胀对保户和保险公司的影响	11
图 17: CPI 和寿险保费收入增速负相关性显著	12
图 18: 西方 70 年代滞胀时期, 德国和英国的股市 10 年内涨幅几乎为 0	12
图 19: 保费收入周期滞后于经济周期和利率变化周期	14
图 20: 美国标普保险指数 (左)	15
图 21: 日本 TOPIX 保险指数 (左)	15
图 22: 英国 FTSE 350 寿险指数 (左)	15
图 23: 德国 PRIME INSURANCE PERF 指数 (左)	15
 表格 1: 滞胀期间, 保险公司数目下降, 保费增速高而利润反而下降	8
表格 2: 美国保险公司新增投资分布	9
表格 3: 精算价值计算表	13
表格 4: 保险公司内含价值敏感性分析	14
表格 5: 上市公司估值表	15
表格 6: 国际保险公司估值	16

核心观点：

次贷危机以来，全球经济陷入深幅调整，消费不振和产能过剩把经济一度拉入通缩轨道，但随着美国定量宽松的货币政策、大规模注资行动，包括中国在内的超额信贷投放，资产和能源价格在通胀预期下逐步走高，货币政策的强度超过了我们的预期，而当下虽然尚无法定论未来中国是通缩还是通胀格局，但全球仅依靠货币政策，还难以给经济注入新的动力。在全球“滞”的背景下，无论是通缩还是通胀都难言保险股的利好。我们针对目前市场上认为保险受益于通胀预期的主流观点而作此文：

通货膨胀预期之所以被视为保险股的利好，可以解析为以下两个方面：第一，通胀的出现是经济走出低谷，重新开始新一轮扩张的积极信号，这是推动包括保险行业在内的所有产业发展的最根本支撑；第二，通胀预期将反映在债券收益率和股票资产价格的上涨中，从而提升保险资金的投资收益率和利润水平。

我们与市场观点的不同之处在于，**第一，通货膨胀起来的同时如果没有基本面经济增长的支持，那么消费和投资的收缩将使经济陷入滞胀，滞胀对保险公司而言并不比萧条更好度过，这也是全球经验证明的；第二，通胀将导致实际利率的提高，对保险公司的投资收益率有正面作用，但对利差仍然是负面的，因为通胀环境下，投资者必然要求更高的回报率和更低的保费支出，那么实际上保险公司的承保成本将会大幅上升，从而导致利差收窄。**

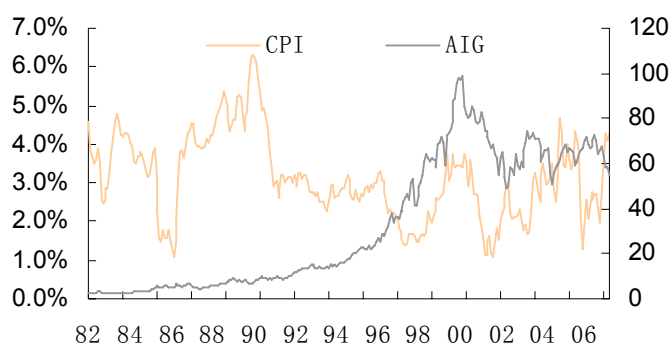
一、通货膨胀与保险股的表现

1. 通胀并非保险股走强的充分或必要条件

保险公司盈利结构中最重要的是利差溢，利差溢由保费收入和利差水平共同决定，如果我们用普通制造业的模式来解读的话，利差衡量的是单位保险合同的毛利率，而保费收入则是产品的销售收入，不同的地方在于，保险公司是先实现销售收入，再通过投资取得利差，获得利润。

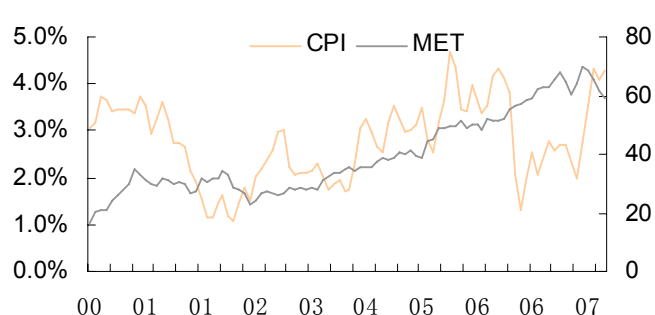
从历史数据来看，保险股价格和 CPI 之间并无稳定的对应关系，通胀或者通胀预期并非保险股必然走强的充分和必要条件。在 AIG 的股价从 82 年的 2.76 美元一路飙升至 2000 年 98 美元的过程中，美国的 CPI 经历了至少 3 个以上的大幅波动周期；06 年至 07 年，美国 CPI 回落的同时伴随着保险股的继续走强。成就 AIG 在 20 年内翻 50 倍的动力实际上是 80 年代开始计算机和网络技术带来的新一轮美国经济扩张，这期间的通胀因素基本可以忽略不计。

图 1: 美国 AIG 和 CPI 走势



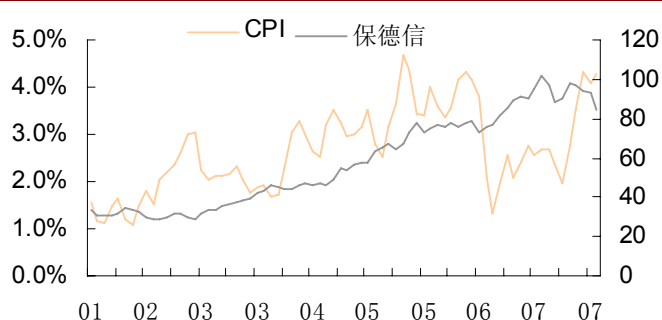
资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

图 2: 美国大都会和 CPI 走势



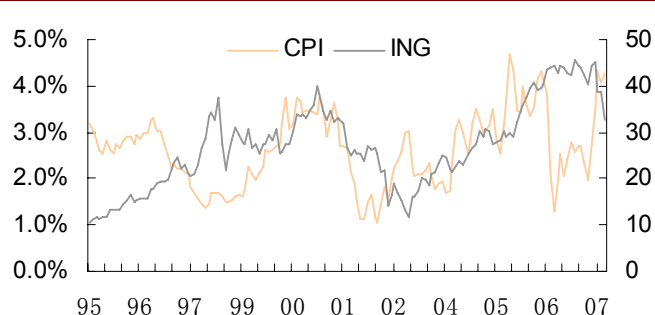
资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

图 3: 美国保德信和 CPI 走势



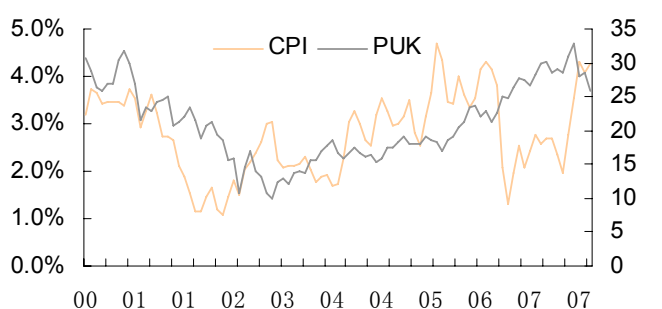
资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

图 4: 荷兰国际集团和 CPI 走势



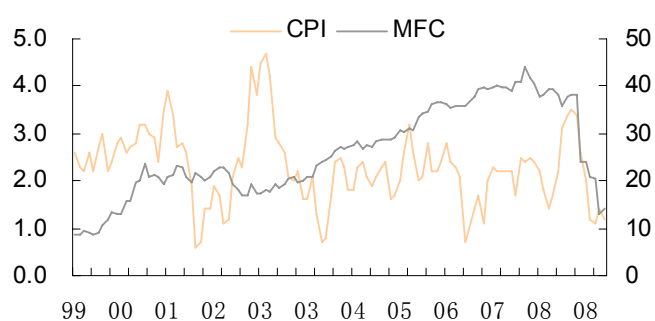
资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

图 5: 美国 PUK 和 CPI 走势



资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

图 6: 加拿大 MFC 和 CPI 走势



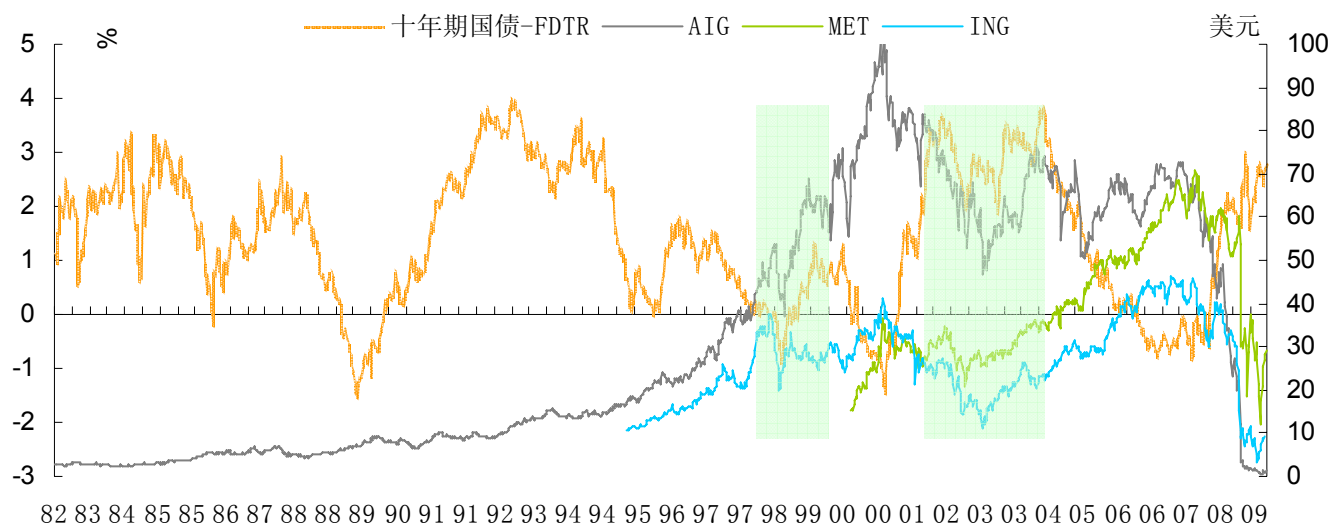
资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

2. 国债利差周期反映通胀预期，但未反映股票市场收益率

保险公司的盈利能力长期来看，是跟随着利差周期而变动的，国债利差反映的是对未来通货膨胀的预期。虽然通货膨胀率上升会引起债券收益率同步上行，但并不一定导致利差的上升，这里面有两个因素，一是通胀起来的同时承保成本也会上升，二是通常根据长期国债收益率和存款利率计算的利差并没有把股权投资反映在内，虽然保险资金的股票投资的比例远小于债券投资，但由于涨跌幅较大，是保险公司投资收益的最大影响变量。

单从债券利差本身并没有看到支持保险股走强的明显证据。我们用美国十年期国债减去联邦存款目标利率来衡量债券投资利差，可以发现从 82 年至今，大部分时间保险股的走势和利差周期并不符合，利差达到一轮周期的最低点之时，保险股股价则达到高点。只有在 97-98 年和 01-03 年这两个时间段内两者走势基本一致，而通过比对也可以发现，在这两段时间内，道指的走势也和国债利差走势也基本吻合，因而难以判断是债市还是股市主导了保险股。在 97 年以前，保险股完全脱离债券利差的轨迹，因而单独看债券收益率也不足以判断保险股的变化趋势。

图 7：国债收益率利差并不和保险股走势完全吻合



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

图 8：美国国债利差和道琼斯指数走势



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

我们认为，保险公司盈利能力的根本性恢复还是需要看保费收入（量）和投资收益率（价）的变化，而保费收入和投资收益率的变化方向并不是简单的看通胀预期就可以确定的，其最终的影响因素还是在于经济增长是否能走出低谷。如果经济进入滞胀状态，通货膨胀高企，而经济增速低位徘徊，保险公司将面临承保成本上升和投资回报率下降的双重压力。

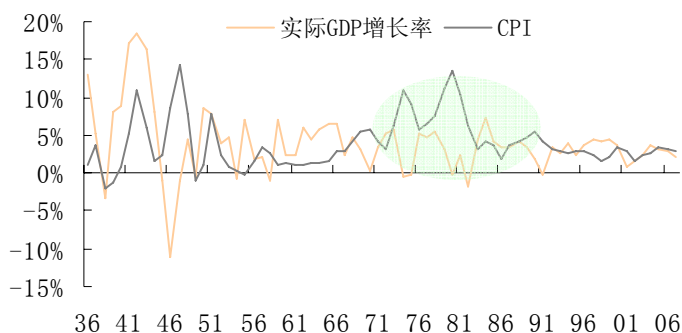
二、美国滞胀时期保险股表现

1. 美国 70-83 年长期滞胀

美国和整个西方世界在 70 年代经历了历史上最为著名的滞胀时期，73 年第一次石油危机的爆发和美国劳动生产率遭遇瓶颈的叠加使经济陷入低增长和高通胀的两难境地，GDP 负增长，CPI 超过 10%，而失业率上升至 8%，美国历史上两次失业率的高点并不是发生在大萧条或其他经济危机期间，而分别是 75 年和 83 年的滞胀时期。

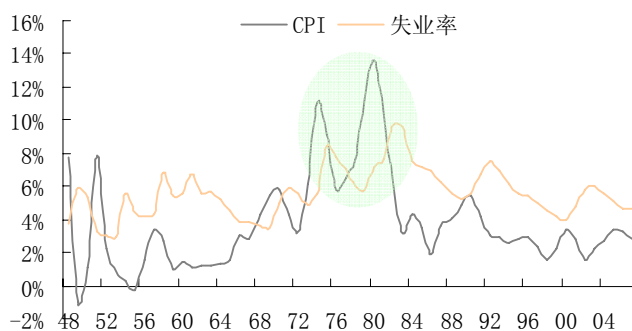
滞胀期间，股指并没有出现持续的大幅单边下跌。整个滞胀的 10 年里，道琼斯指数在 74 年大幅下跌了 32%，而随后又涨回到 900 点左右的水平，甚至达到 70 年代初的高点，长期来看，这段期间股指还是比较平稳的，虽然股票市场的平均市盈率从 60 年代的 18 倍左右下降到 10 倍附近，但通货膨胀率的高企使企业的名义盈利上升，保持了股价的相对稳定。

图 9：美国 70-83 年经历长期滞胀



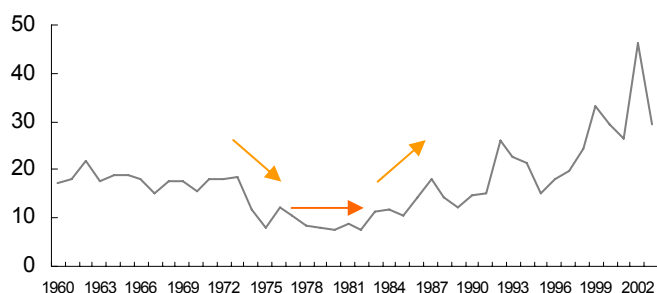
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 10：滞胀时期通货膨胀和失业率高企



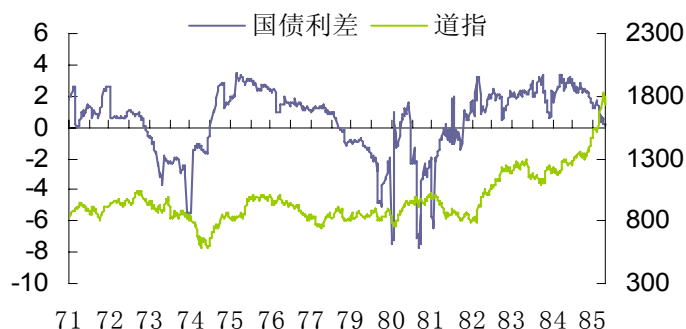
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 11：美国股票市场 PE 在滞胀期间大幅下降



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

图 12：滞胀时期道指平稳，国债利差严重



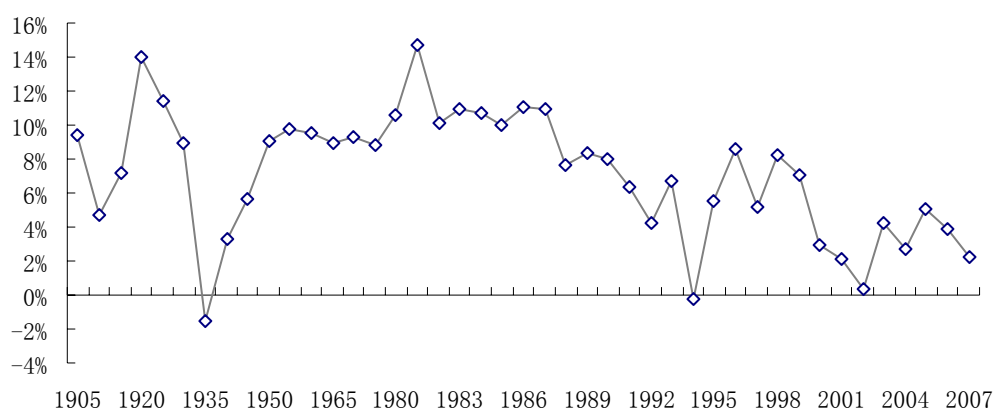
资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

2. 滞胀时期保险公司盈利能力恶化，金融股走弱大盘

在美国滞胀时期中，受损最大的是制造业、交通运输和零售仓储等，从 70 年代开始，美国家庭汽车保有量就停滞不前，铁路和汽车产业带来的经济增长点在这个时候也走到了强弩之末。而当时美国的中产阶级刚刚形成，财富管理的需求促进了华尔街和金融服务业的发展，因而相对而言保险行业受到的冲击较小。

30 年代至 80 年代是美国保险业发展最快速的时期，存量保费增速基本在 10% 以上，而在滞胀期间一度达到 15% 的峰值，通货膨胀是导致名义保费增加的重要因素。看保险公司的数目和剔除通货膨胀后的利润增速，这段时间内保险公司的经营情况并没有名义保费那样乐观，收入增速最高的 74 年、79 年和 80 年反而是利润同比下降的三年。在高通胀时期，保险资金也很难找到投资增值的渠道，债市和股市都无法抵抗通货膨胀对利润的侵蚀，因而出现保费越高，利润越薄的现象。

图 13: 美国存量保费增速在滞胀期间达到峰值



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

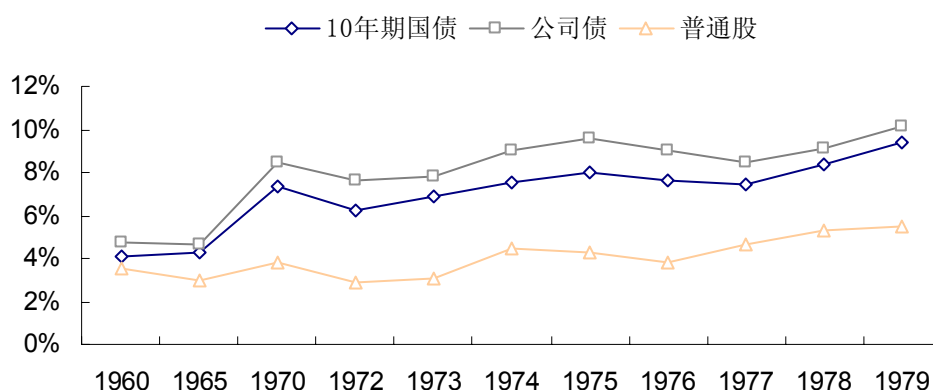
表格 1: 滞胀期间，保险公司数目下降，保费增速高而利润反而下降

单位:十亿美元	公司数目	收入	利润	公司数目增速	收入增速	利润增速	经通货膨胀调整后 利润增速
1968	1774	162.1	41.9	3%	-1%	10%	6%
1969	1788	172.8	45.7	1%	7%	9%	4%
1970	1790	213.9	49.1	0%	24%	7%	2%
1971	1793	206.4	54.2	0%	-3%	10%	6%
1972	1753	228.4	58.8	-2%	11%	8%	5%
1973	1766	250.6	64.8	1%	10%	10%	4%
1974	1757	323.5	70.0	-1%	29%	8%	-3%
1975	1746	316.5	78.0	-1%	-2%	11%	2%
1976	1742	352.2	88.6	0%	11%	14%	8%
1977	1789	407.7	98.0	3%	16%	11%	4%
1978	1840	437.9	108.0	3%	7%	10%	3%
1979	1890	527.5	119.1	3%	20%	10%	-1%
1980	1958	654.7	130.9	4%	24%	10%	-4%
1981	1991	1136.6	151.9	2%	74%	16%	6%
1982	2060	919.9	170.0	3%	-19%	12%	6%
1983	2125	1278.9	176.0	3%	39%	4%	0%
1984	2193	1390.0	206.0	3%	9%	17%	13%

单位:十亿美元	公司数目	收入	利润	公司数目增速	收入增速	利润增速	经通货膨胀调整后 利润增速
1985	2261	1530.0	234.0	3%	10%	14%	10%
1986	2254	1576.0	282.3	0%	3%	21%	19%
1987	2337	1658.0	314.3	4%	5%	11%	8%
1988	2395	1716.0	338.1	2%	3%	8%	3%

资料来源：招商证券研发中心

新增的债券投资收益率能够反映当时的通货膨胀率，在 70 年代，公司债和国债的收益率远远高于普通股的收益率，最高的时候达到 9%，因而保险公司的新增投资 75% 配置在公司债上。不过巨额的存量投资，尤其是债券投资的收益率偏低，无法抵御当时的通胀水平。

图 14：普通股收益率落后于债券


资料来源：招商证券研发中心

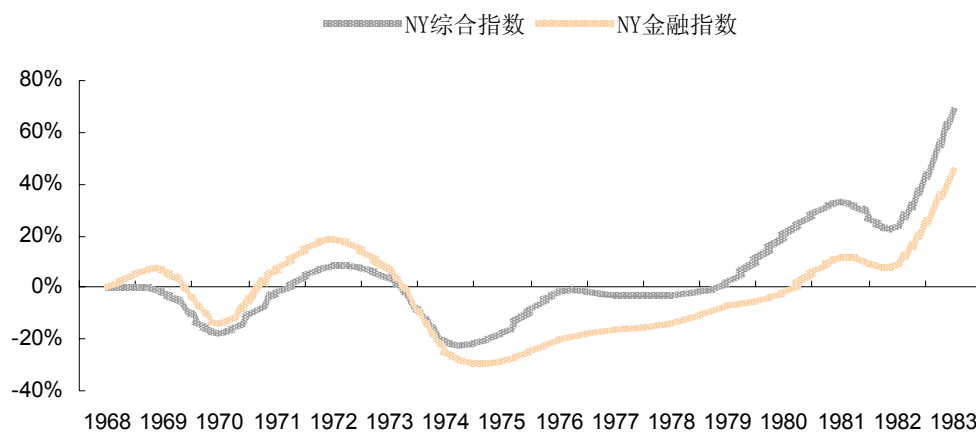
表格 2：美国保险公司新增投资分布

十亿美元	合计	增速	政府债	占比	公司债	占比	股票	占比	抵押贷款	占比	保单贷款	占比
1960	20	2%	5	25%	8	37%	0.7	3%	6.1	30%	1.4	7%
1965	40	14%	4	11%	22	55%	1.5	4%	11.1	28%	1.7	4%
1970	62	10%	5	7%	46	73%	4.1	7%	7.2	12%	4.1	7%
1972	99	26%	9	9%	77	78%	8.5	9%	8.7	9%	3.3	3%
1973	121	23%	8	7%	95	79%	8.2	7%	11.5	10%	4.6	4%
1974	117	-3%	8	6%	92	78%	4.8	4%	11.3	10%	5.3	5%
1975	132	13%	14	10%	103	77%	6	5%	9.6	7%	4.6	3%
1976	175	32%	30	17%	128	73%	7.7	4%	9.8	6%	4.8	3%
1977	211	21%	35	17%	155	73%	7.6	4%	14.2	7%	5.1	2%
1978	235	11%	36	15%	173	74%	8	3%	17.8	8%	6.3	3%
1979	270	15%	42	15%	197	73%	10.4	4%	20.7	8%	8.7	3%

资料来源：招商证券研发中心

滞胀时期，保险行业的规模增长虽然没有受到影响，但盈利能力却在恶化，反映在股票市场上，当时的金融股指数是落后于大盘的。

图 15：滞胀时期，金融股指数表现弱于大盘



资料来源：招商证券研发中心

三、我国保险公司影响分析

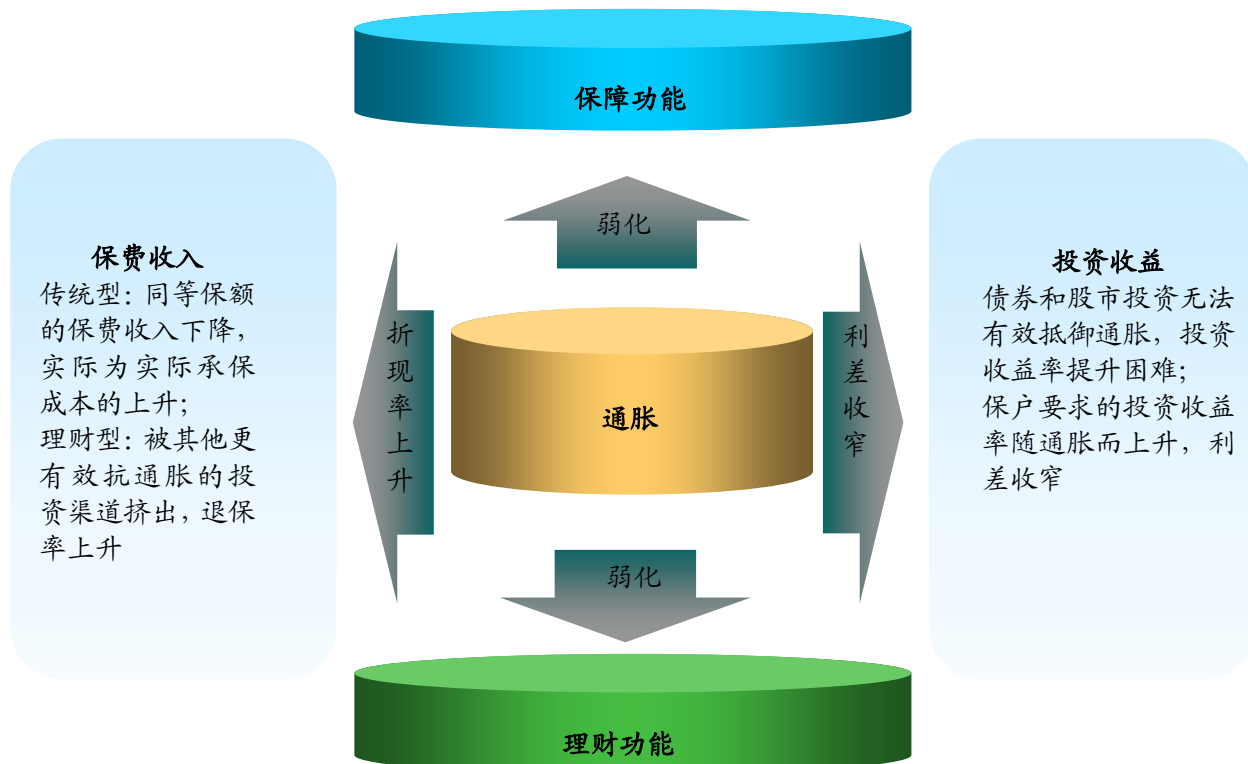
1. 保户角度：保障和理财功能弱化

保障和理财是保险的两项基本功能，在通货膨胀背景下，这两种功能都将被削弱。与美国相比，我国的保险预定利率并没有放开，因而保险的成本随市场行情上升的程度要轻一些，经济步入通胀，仍然不可避免的受到较大影响。

保障型产品，即传统寿险，除了 2.5% 的基本预定利率收益外没有其他的收益，在投保初期费率和未来的收益都已经确定，一旦发生高通胀，未来所能得到的保额的实际购买力大幅降低，因而是无法抵御通胀风险的。新的投保人在计算保费和保额时，考虑当前的通胀因素，必然要求更高的收益率，即在原有保额不变的情况下，降低应缴保费的金额；而对已经投保的保户来说，由于已经生效的保单条款是不可变更的，可能通过退保取得现金价值，然后再重新投保。不管哪种情况，即使假设投保人的寻求保障的需求不变，对保险公司而言，实际的保费收入是下降的，或者说保险的成本是上升的。

对于理财型的保险产品，除固定利率外，还有一部分是根据保险公司的投资情况而浮动的额外收益，而这个收益率在滞胀时期通常不会高于通胀率。一般而言，房地产、黄金等大宗商品具有较强的抗通胀性，而保险资金并不被允许大比例投资在这些项目上。就债券而言，新增的债券资产收益率虽然会提高，但其投资收益将由新老保户共同分配，而老的保单的投资由于债券价格的下跌会产生浮亏，因而总体而言，平均的投资收益率是低于新增资产收益率的，更加低于通胀率。理财动机驱动的保户，这时也很有动力退保来寻找更有效的抗通胀投资机会。

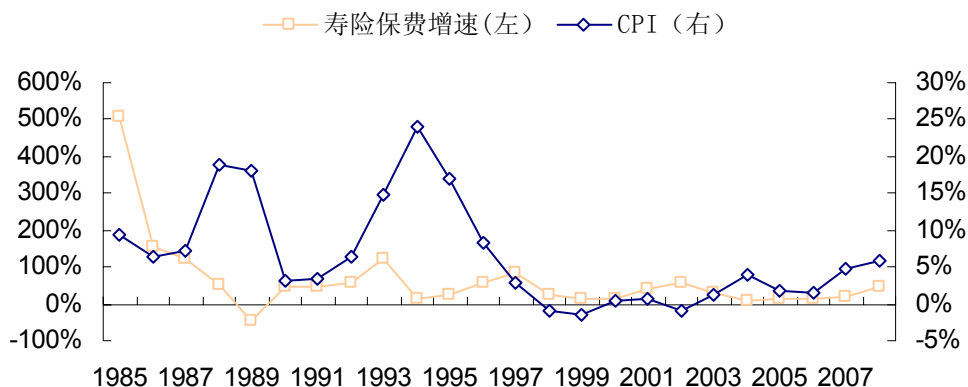
图 16：滞胀对保户和保险公司的影响



2. 保险公司角度：退保率上升，利差收窄

寿险保费收入和通货膨胀率表现出明显的负相关性。80 年代末和 94-95 年，我国出现了 20% 左右的高通胀，而寿险保费收入增速大幅放缓，89 年出现了 -48% 的负增长。07 年同样是如此，虽然股市的高涨让保险公司同时也具备了较高的收益率给付能力，但财富效应还是让部分投资驱动型的资金从保险公司流向股市和楼市。平安寿险的退保率在 2005 年为 3.3%，到 07 年就增加至了 4.2%。

图 17: CPI 和寿险保费收入增速负相关性显著

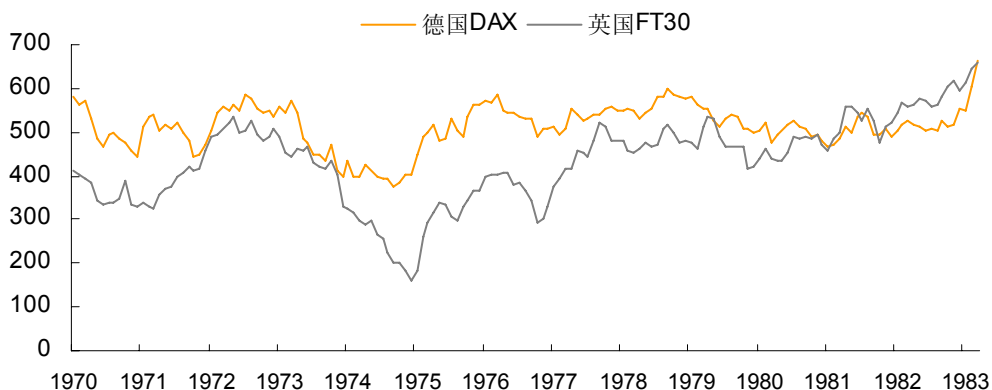


资料来源：WIND，招商证券研发中心

滞胀导致保险公司利差收窄，盈利能力恶化。通胀对保险公司的利差影响是综合的，一般温和的通胀有利于提高保险公司的债券和股票的投资收益率，而在加息周期启动之时，新增存款的利率也会得到提高。如果考虑剔除通货膨胀后的收益率，债券和存款利率通常并不会因为加息而获得额外的超额收益，因此通胀利好保险的逻辑主要是建立在股票市场在通胀预期下大幅上涨，超过通胀导致的成本上升。如果是恶性通胀，或者是滞胀，那么股市的表现并不必然能够有效对抗通胀。

西方国家在整个 70 年代的滞胀期中，股市均表现平平，十年时间几乎都毫无增长，甚至有所下跌。德国的 DAX 指数在 1979 年末时不到 500 点，较 70 年下降了 14%，英国 FT30 指数则微升 1.4%。这种情形下，保险公司的投资收益很难获得保障。

图 18: 西方 70 年代滞胀时期，德国和英国的股市 10 年内涨幅几乎为 0



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

3. 资本成本的上升毁损内含价值

在恶性通胀或者滞胀条件下，保险公司的精算价值将会毁损。精算价值的计算如下表所示，主要由经调整净资产价值、有效业务价值、持有偿付能力额度成本、新业务价值四个部分构成，经调整净资产价值受折现率和投资收益率变化的影响相对较小，主要是有效业务价值和新业务价值会发生较大变化。

表格 3：精算价值计算表

科目	说明
1.经调整净资产价值	净资产+资产和负债的市场价值和法定基准计算的价值之间的税后差异之调整
2.扣除偿付能力额度成本之前的有效业务价值	评估日现有的有效业务预期产生的未来可分配税后利润贴现的计算值
3.持有偿付能力额度成本	维持偿付能力额度的资本成本
4.扣除偿付能力额度成本之后的有效业务价值（2-3）	
5.内含价值（4+1）	
6.一年新业务价值	评估日前一年的新业务预期产生的未来可分配税后利润贴现的计算值
7.持有偿付能力额度之成本	维持偿付能力额度的资本成本
8.扣除偿付能力额度成本之后的一年新业务价值（6-7）	
9.新业务估值倍数	反映将来新业务的成长空间，这个乘数的作用是把未来无限年限的新业务价值贴现到现在
10.新业务总体价值（8X9）	
11.精算价值（5+10）	

资料来源：招商证券研发中心

有效业务价值（VIF）是未来公司可实现税后利润的现值，计算公式：

未来某年度净利润= 当年保费收入+ 当年投资收入- 当年保险给付- 当年退保- 当年佣金及费用支出- 当年责任准备金的增加- 所得税

滞胀背景下，退保率会上升，公司的总收入将下降，而已有业务的投资收益率是落后于新增投资收益率的，因而投资收益的上升将小于折现率的上升，使公司的有效业务价值下降。

新业务价值（VNB）是公司评估日前一年的新业务预期可产生的税后利润的现值，新业务价值的计算原理和有效业务价值基本一致，虽然名义保费增长可能还能维持，但给付成本是上升的，即新保单的保额相对于应缴保费的比例是上升的，而投资收益率也很难和折现率保持同等程度的上升。

我们对保险公司的内含价值进行敏感性分析，如果折现率和投资收益率变动同样的幅度，对内含价值的影响是负面的，如果投资收益率的上升程度达到折现率的 1.5 倍时，内含价值才能基本不受影响，而在这滞胀环境下是很难达到的。

表格 4: 保险公司内含价值敏感性分析

		折现率				
		11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
投资收益率	5.5%	0.0%	-15.9%	-27.6%	-36.4%	-43.5%
	6.0%	13.9%	-6.0%	-20.1%	-30.7%	-38.9%
	6.5%	30.8%	5.7%	-11.5%	-24.2%	-33.8%
	7.0%	52.0%	19.8%	-1.5%	-16.7%	-28.0%
	7.5%	79.2%	37.0%	10.3%	-8.1%	-21.5%

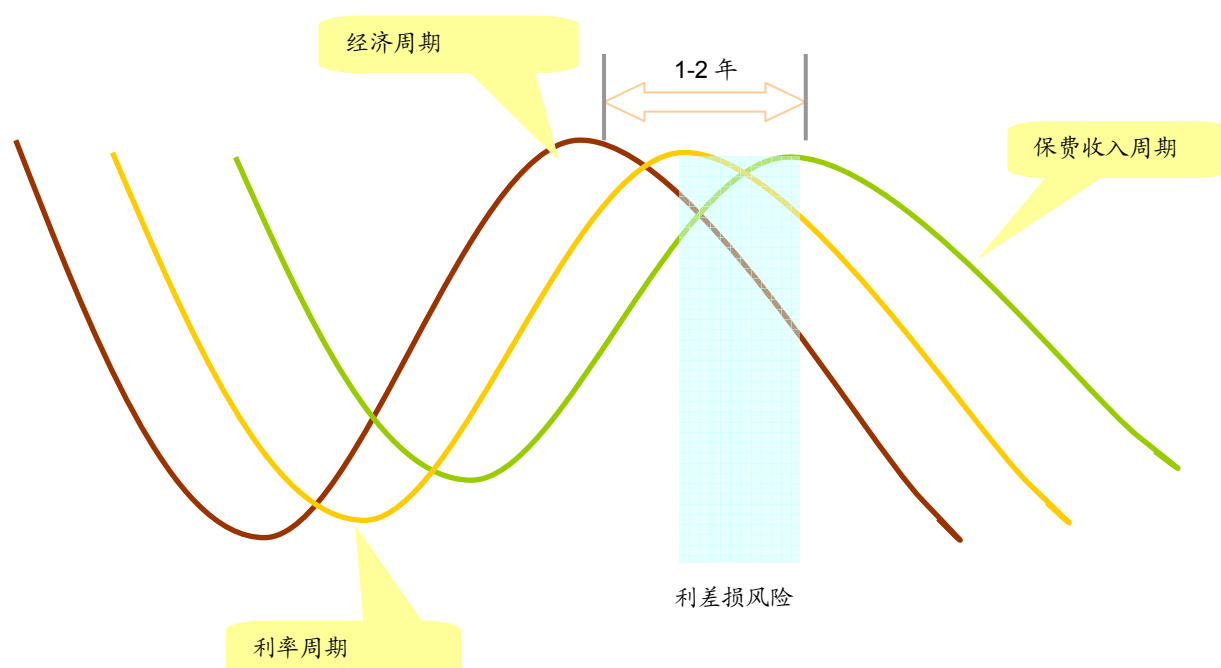
资料来源：招商证券研发中心

4. 通胀预期并非绝对有利，警惕滞胀风险

保险公司的保费周期是滞后于经济和利率周期的，因而当经济已经开始往下走时，保费收入增速才会见顶，这就是我国 08 年的情况。由于保险周期的滞后，当市场利率往下走时，保单成本未能及时跟随调整，如果低利率时间能维持一段时间，那么保险成本可能随着投资收益率的下调慢慢下来，这也是 09 年前几个月的情况。

而如果经济仍底部盘旋，通胀预期起来得太快，那么保险成本将无法下降，反而由于通胀因素而上升，同时投资收益率受制于整体投资环境的低迷而难有突破，这对保险公司来说，利差损的风险将会非常大。99 年之前我国的保险公司积累的利差损保单至今依然没有消化完，虽然当时预定利率的轻率上调是重要的原因，但也反映出保险公司在高通胀和低投资收益率的夹缝中艰难的生存环境。

我们认为通胀预期并非绝对的利好，滞胀风险值得警惕，我们维持保险行业的中性评级。

图 19: 保费收入周期滞后于经济周期和利率变化周期


资料来源：招商证券研发中心

表格 5: 上市公司估值表

	中国人寿				中国平安			中国太保		
	2007	2008	2009E		2007	2008	2009E	2007	2008	2009E
P/EV	2.78	2.93	2.10	2.20	2.70	2.40	1.85	1.98	1.90	
隐含新业务倍数	37.38	33.24	22.75	16.15	16.81	14.87	8.38	12.45	8.65	
PE	18.08	33.04	30.37	17.76	1236.05	47.52	21.18	109.03	45.65	
PB	3.42	3.89	3.36	2.91	3.87	3.07	2.31	2.98	2.69	
BV/S	7.27	6.39	7.41	15.50	11.67	14.70	8.22	6.37	7.06	
EV/S	8.94	8.49	11.86	20.46	16.73	18.80	9.71	9.09	9.45	
NBV/S	0.43	0.49	0.57	0.98	1.16	1.18	0.39	0.47	0.52	
EPS	1.38	0.75	0.82	2.54	0.04	0.95	0.90	0.17	0.42	

资料来源: 招商证券研发中心

图 20: 美国标普保险指数 (左)


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 21: 日本 TOPIX 保险指数 (左)


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 22: 英国 FTSE 350 寿险指数 (左)


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 23: 德国 PRIME INSURANCE PERF 指数 (左)


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

表格 6: 国际保险公司估值

公司名称	股价	08EPS	09EPS	P/E	PB	市值 (亿)
澳大利亚						
安盛亚洲太平洋保险	3.89	0.27	0.32	--	2.01	79.17
安宝保险	4.90	0.34	0.39	21.97	4.73	98.67
加拿大						
MANULIFE FINANCIAL CORP	23.95	1.80	2.70	--	1.51	385.80
POWER FINANCIAL CORP	26.43	2.49	2.96	41.95	1.63	186.51
GREAT-WEST LIFECO INC	22.68	2.13	2.58	10.46	1.79	214.13
SUN LIFE FINANCIAL INC	30.31	2.36	3.39	--	1.1	169.65
欧洲						
CNP ASSURANCES	67.71	6.56	7.90	13.66	0.95	100.57
ING	7.74	0.67	1.43	--	0.54	159.68
英国						
保诚保险	446.00	0.76	0.81	--	2.2	112.56
英国耆卫保险公司	75.50	0.13	0.14	8.99	0.59	39.84
LEGAL & GENERAL GROUP PLC	63.00	0.09	0.11	--	1.03	36.93
标准人寿保险	185.90	0.20	0.22	40.41	1.19	41.14
日本						
T&D HOLDINGS INC	2825.00	--	--	--	2.62	7724.83
SONY FINANCIAL HOLDINGS INC	260700.00	--	--	18.44	2.77	5665.88
台湾						
国泰金融控股	47.30	1.17	1.69	236	--	4596.12
新光金融控股	13.80	0.22	0.58	--	--	780.30
台湾人寿	22.95	--	--	--	3.4	146.71
中国人寿 (台湾)	16.20	1.19	2.16	5.98	4.38	189.77
美国						
大都会	32.78	2.58	3.93	12.75	1.28	268.31
保德信	40.10	4.81	5.85	19.1	1.31	185.61
美国家庭人寿保险	33.80	4.65	5.09	7.99	3.04	158.00
UNUM GROUP	17.27	2.46	2.65	6.8	0.89	57.21
PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	22.15	2.69	3.06	6.82	2.19	70.50
CONSECO INC	2.49	0.86	1.03	2.47	0.29	4.60
TORCHMARK CORP	39.37	6.04	6.46	6.75	1.65	32.57
STANCORP FINANCIAL GROUP	30.60	4.56	5.10	6.06	1.06	15.00
LINCOLN NATIONAL CORP	19.32	3.27	3.95	7.08	0.68	49.48
DELPHI FINANCIAL GROUP-CL A	20.41	3.18	3.53	9.15	1.31	10.20
PROTECTIVE LIFE CORP	12.60	3.33	3.47	3.6	1.13	10.78
AIG	1.66	0.12	0.25	--	0.78	222.23

资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

注: 单位为当地货币

分析师简介

罗毅, CFA: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。