

保险行业

罗萍

银行保险行业研究员

021-58766941-8007

luoping@jhzqrs.com

保险行业 2010 年度策略报告

---行业面临发展机遇&上市公司估值过低

投资要点

◆ 保险行业长期驱动因素：包括保险行业深度/密度提高空间、未来金融服务业的发展趋势

中国总体保险深度仅为 3.3%，远低于 7.07% 的全球平均水平和亚洲 5.95% 的平均水平。中国保险业密度 106 美元（寿险 71.7 美元，财险 34.3 美元），低于全球 634 美元和亚洲 234.3 美元的平均值。此外，借鉴国际金融服务业的发展规律预计中国保险业未来向上的空间依然广阔

◆ 中短期行业驱动因素：上海递延个税养老金的试点、保险行业投资渠道的拓宽将进入实质性的操作阶段

中国正经历着人口结构的重大转变，包括预计寿命的延长、出生率的下降、人口老龄化及城市人口及收入增加，这些因素预期将带来寿险、健康险以及养老险的发展机遇，上海个税递延仅是开始。自 2010 年起，保险行业投资渠道拓宽的若干政策可望开始进入实际操作的层面，提升保险公司资产配置的选择空间和收益率水平

◆ 保险行业的盈利模式及 2010 年投资环境

通过吸收保费收入获得长期的投资资产的稳定增长，用所获投资收益来抵消资金成本，最终获得收益

我们预计 2010 年投资环境尚佳，债券收益率随着升息预期而逐步提高；国内宏观经济趋势仍向好，在货币政策中性偏宽松的环境下，企业盈利有进一步提升空间，A 股市场向上动力相对较大；此外伴随渠道拓展，投资环境改善，保险公司投资收益率将进一步上升，同时在升息的预期阶段，资金成本上升压力小，往往滞后于投资收益率上升节奏，因此保险公司在未来一段时间内将保持较好盈利能力

◆ 行业评级和投资建议

本次上调行业评级为“买入”。保险行业保费收入增长的驱动因素依然强劲主要表现在经济增长的预期、人口结构重大转变、社会保障体系面临重大调整以及居民财富增长等；现阶段保险公司盈利能力在逐步增强

此外近期由于新会计政策导致保险股股价出现大幅调整，估值具有足够的吸引力

重点关注事项

1、近一年的关注点

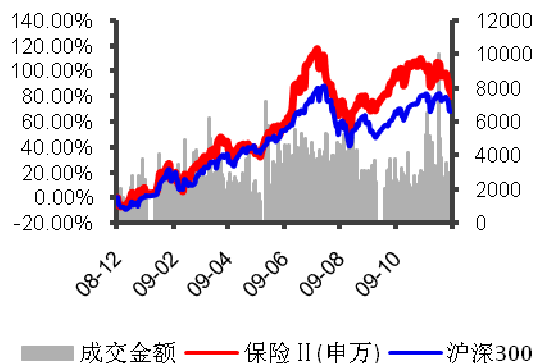
新会计准则的实施/上海个税递延试点/渠道政策的实施进程/中国人寿和中国平安的股份解禁

2、风险提示：行业所面临的风险首先来自 A 股市场的大幅下跌带来投资收益率下降的风险；其次是政策的不确定性，包括法规、新会计准则细则、相关税收等对于行业的影响以及未来货币政策的导向

行业重点公司评级

中国平安	上调	买入
中国太保	上调	买入
中国人寿	上调	买入

近 12 个月行业表现



相关报告

- 1、《保险行业中报业绩盘点》2009. 9. 30
- 2、保险公司 8 月月度数据点评 2009. 9
- 3、保险公司 9 月月度数据点评 2009. 10
- 4、保险公司 10 月月度数据点评 2009. 11
- 5、《上市保险公司 11 月月报》2009. 12. 15

正文目录

1 保险行业发展的机遇.....	1
1.1 长期驱动因素	1
1.1.1 保险行业深度 / 密度.....	1
1.1.2 金融中介的发展趋势.....	2
1.2 中短期行业驱动因素（2010 年行业利好因素）	4
1.2.1 上海递延个税养老金的试点背景及意义.....	4
1.2.2 2010 年保险行业投资渠道的拓宽将进入实质性操作阶段	7
2 保险行业的盈利模式、收入成本介绍.....	11
2.1 保险公司盈利模式.....	11
2.2 寿险公司收入成本关系.....	12
2.3 投资环境分析	13
3 新会计准则对保险公司的影响.....	15
4 风险	17
5 个股推荐.....	17
中国平安：保险行业中长期的投资标的，关注大跌后的买点.....	17
中国人寿：稳健经营	18
中国太保：随着上海金融中心的建设，公司增长值的关注.....	18

图表目录

表 1	2
表 2	3
表 3	3
表 4、国际上通常养老储蓄的保障系统.....	5
表 5	7
表 6	8
表 7	10
表 8	11
表 9、估值比较.....	18
图 1	3
图 2	7
图 3	9
图 4	9
图 5	13
图 6	13
图 7	13
图 8	13
图 9	14
图 10	14
图 11	14
图 12	15

1 保险行业发展的机遇

1.1 长期驱动因素

1.1.1 保险行业深度 / 密度

中国保险市场是世界上增长速度最快的保险市场之一。2000-2008 年按年符合增长率计算寿险和财险分别增长了 28.3%和 19.1%。在此期间,世界平均寿险复合增长率仅为个位数。国际上判断一个保险市场发展的程度通常运用两个指标:保险深度和保险密度。保险深度是指保费收入占国内生产总值(GDP)的比例,它是反映一个国家的保险业在其国民经济中地位的一个重要指标;保险密度是指按照一个国家的全国人口计算的人均保费收入,反映了一个国家保险的普及程度和保险业的发展水平。1980 年,中国保险市场的保险深度是 0.1%,而到了 2008 年,中国保险市场的保险深度为 3.3%(寿险 2.2%、财险 1.1%)。2008 年中国在全球最大保险市场中的排名从 2007 年的第十位跃升至第六位。但中国的总体保险深度依然很低,仅为 3.3%,远低于 7.07%的全球平均水平,也低于亚洲 5.95%的平均水平。中国保险业的密度是 106 美元(寿险 71.7 美元,财险 34.3 美元),远低于全球的 634 美元和亚洲 234.3 美元的平均值。保险行业在中国的发展空间较大。

此外,S 曲线描绘了经济发展(用人均 GDP 来表示)与保险市场发展(根据保险深度-GDP 中保险费所占的份额)之间的依赖关系。人均 GDP1000-10000 美元的地区,保险开支的增长速度大大快于收入的增速;人均收入低于 1000 美元或高于 10000 美元的地区,保费收入弹性接近 1。目前新兴市场国家都在 S 曲线以上。中国 2008 年城镇人口可支配收入为 2320 美元,处于快速发展的阶段。

表 1

总业务	保费总额 (百万美元)		扣除通货膨胀后的 增长率(%)		全球市场份额 (%)	保费 ¹ 占 GDP 的比例(%)	人均保费 ¹ (美元)
	2008 年	2007 年	2008 年	2007 年	2008 年	2008 年	2008 年
美洲	1 450 749	1 428 290	-2.4	3.2	33.98	7.29	1 552.7
北美	1 345 816	1 338 648	-3.1	2.7	31.52	8.54	3 988.8
拉丁美洲和加勒比地区	104 933	89 642	8.4	12.1	2.46	2.53	175.8
欧洲	1 753 200	1 764 685	-6.2	6.4	41.06	7.46	2 043.9
西欧	1 656 281	1 689 566	-6.9	6.1	38.79	8.33	3 209.2
中欧和东欧	96 919	75 119	9.0	13.2	2.27	2.79	299.2
亚洲	933 358	812 046	6.6	-0.8	21.86	5.95	234.3
日本和亚洲新兴工业化经济体	675 109	608 007	3.8	-5.1	15.81	10.41	3 173.2
东亚和南亚	229 036	180 099	16.3	17.0	5.36	3.20	65.5
中东和中亚	29 213	23 940	4.7	10.9	0.68	1.45	110.3
大洋洲	77 716	68 882	8.6	4.0	1.82	7.02	2 271.9
非洲	54 713	53 683	4.9	1.0	1.28	3.57	55.6
全球²	4 269 737	4 127 586	-2.0	3.6	100.00	7.07	633.9
工业化国家 ³	3 756 939	3 705 676	-3.4	2.7	87.99	8.81	3 655.4
新兴市场 ⁴	512 799	421 911	11.1	12.6	12.01	2.72	89.4
经合组织 ⁵	3 696 073	3 644 916	-3.2	2.4	86.56	8.32	3 015.2
七国集团 ⁶	2 925 946	2 910 018	-4.4	1.8	68.53	8.96	3 930.2
欧盟 15 国	1 564 424	1 610 393	-7.1	6.3	36.64	8.69	3 726.8
欧盟 27 国	1 616 461	1 650 192	-6.7	6.4	37.86	8.28	3 061.3
北美自由贸易区 ⁷	1 364 839	1 356 214	-3.0	2.8	31.97	8.10	3 065.7
东盟 ⁸	45 493	41 288	0.4	9.8	1.07	2.99	85.1
寿险							
美洲	666 954	660 579	-2.8	6.2	26.78	3.35	713.8
北美	626 066	624 558	-3.4	5.9	25.14	3.97	1 855.6
拉丁美洲和加勒比地区	40 889	36 021	7.0	12.3	1.64	0.99	68.5
欧洲	1 050 815	1 115 147	-11.1	9.5	42.19	4.54	1 244.1
西欧	1 025 260	1 097 027	-11.6	9.4	41.17	5.25	2 022.4
中欧和东欧	25 554	18 120	18.7	17.2	1.03	0.74	78.9
亚洲	690 951	592 644	8.2	-2.7	27.74	4.42	173.9
日本和亚洲新兴工业化经济体	519 046	459 512	5.2	-7.0	20.84	8.03	2 447.8
东亚和南亚	164 228	127 127	19.0	18.4	6.59	2.29	47.0
中东和中亚	7 677	6 005	9.3	12.1	0.31	0.38	29.0
大洋洲	43 835	35 809	17.6	7.9	1.76	3.96	1 281.5
非洲	37 866	37 645	5.5	-0.9	1.52	2.47	38.4
全球²	2 490 421	2 441 823	-3.5	5.1	100.00	4.13	369.7
工业化国家 ³	2 218 523	2 220 129	-5.3	4.4	89.08	5.24	2 174.4
新兴市场 ⁴	271 898	221 695	14.6	13.2	10.92	1.44	47.4
经合组织 ⁵	2 147 210	2 150 619	-5.1	3.9	86.22	4.87	1 764.4
七国集团 ⁶	1 710 983	1 725 307	-5.7	3.3	68.70	5.31	2 327.7
欧盟 15 国	973 700	1 054 320	-11.9	9.7	39.10	5.51	2 365.0
欧盟 27 国	998 452	1 071 539	-11.4	9.8	40.09	5.21	1 926.8
北美自由贸易区 ⁷	634 394	632 242	-3.3	5.9	25.47	3.76	1 425.0
东盟 ⁸	29 329	26 842	-0.4	12.2	1.18	2.03	57.7

资料来源：瑞士再保险公司，江海证券研发部，

1.1.2 金融服务业的发展趋势

国际上金融服务业主要包括银行、保险（寿险、财产险）、衍生金融行业和证券业等。从瑞士再保险的研究中可以看出保险业在其中处于极为重要的位置，以世界知名公司为样本，2000 年保险资产占比为 23%，利润占比 41.6%。

表 2

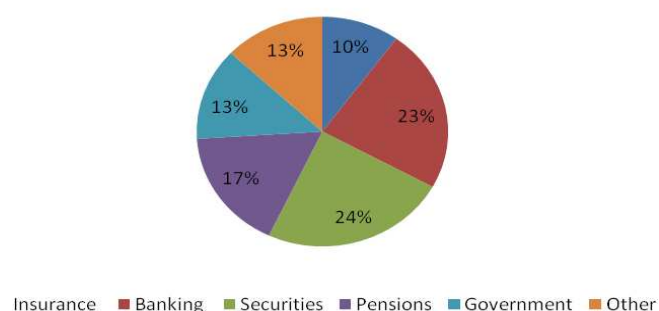
世界最大的金融媒介，2000 年收入比较				
行业	公司个数	收入占比	资产占比	股东权益占比
银行	56	43%	64.30%	52.80%
保险	48	41.60%	23%	32.80%
寿险	32	27.80%	16.10%	14%
财险	16	13.80%	6.90%	18.80%
衍生金融部门	6	10.50%	8.20%	10%
证券业	5	4.80%	4.60%	4.40%
合计	115	100%	100%	100%

资料来源：瑞士再保险，江海证券研发部

另一个数据是，2007 年美国金融服务部分资产分布，其中占比 17% 的退休金部门，一半以上的资产是包括 401K 的内容，这部分国内是放入保险行业统计，所以看美国保险 + 养老金行业资产占比金融服务部门资产比为 27% 的比例。

图 1

2007 年美国金融部门资产分布



资料来源：江海证券研发部

而我国目前的数据是保险业的资产仅占 4.58%，占比过低。

表 3

中国金融中介 2009 年 9 月 30 日	总资产（万亿）	占比
银行业	75.3	90.7%
保险业	3.8	4.58%
基金业	2.3	2.77%
证券业	1.6	1.93%

资料来源：江海证券研发部

国际上的经验是大型保险公司的成长伴随着不断的资本运作，例如：AIG 和伯克夏公司，其历史就是不停的资本运作史。我国目前金融服务业的发展是银行一家独大，随着金融脱媒、国家实施预期中的利率市场化、银行发展模式

的逐步转变、非银行金融产品的不断创新，相关金融机构持股政策明确以及活跃的资本市场等，未来保险业及其他非银行业金融机构将经历不断发展强大的过程。

1.2 中短期行业驱动因素（2010 年行业利好因素）

1.2.1 上海递延个税养老金的试点背景及意义

预计 2010 年 1 季度，上海将实施递延个税养老金计划试点，将为寿险打开增长的空间。

中国正处于经济与人口结构转型时期，包括预计寿命的延长、出生率的下降、人口老龄化及城市人口及收入增加等，保险业市场面临发展机遇。社会转型中涉及保险行业的主要是社会福利保障转而由政府、企业及个人共同承担的趋势。预期保险公司将通过提供团体及个人保险产品，负责提供辅助社会福利保障。

全球人口正在老龄化，归因于两个基本的人口趋势：预期寿命延长和出生率下降。随着生活方式的改善、财富增长以及医学进步，发展中国家的预期寿命增幅更大，例如中国由 45 岁增至 73 岁，印度由 40 岁增至 65 岁。在欧洲，65 岁以上人口在总人口中的比例已经由 1950 年的 8% 上升至目前的 16%，并预计将在 2050 年以前达到 28%。80 岁以上的总人口比例的上升速度更快，已经由 1950 年的 1% 上升至目前的 4%，并预计将在 2050 年以前达到 10%。北美的情况与欧洲相似。亚洲 65 岁以上人口在总人口比例由 1950 年的 4% 上升至目前的 6%，预计将在 2050 年以前达到 18%，15-65 岁人口比例基本平稳，但 0-14 岁人口比例从 1950 年的 36% 预计到 2050 年会下降到 18%。总体看亚洲的老龄化过程要比欧美来的迟来，但大势已定。2015 年中国人口红利将结束。

所有这些因素预期均会为寿险、健康险及养老金产品创造增长商机。而快速发展经济的同时使得人均可支配收入大幅增加（其中使机动车保有量和住宅物业增加），和企业资产显著增长。中国经济快速增长也是保险产品需求上升及国内保险承保保费上升的主要原因。随着经济与人口结构逐步转变，中国普通大众也逐渐意识到保险产品的需求和吸引力，进一步提高对保险产品的需求。

各国的养老制度通常是人们能通过 3 个不同的支柱系统来为养老金性储蓄：

支柱系统 1：强制性的国家养老系统（通常为现收现付制，并通过所得税来融资），意在减少老年贫困。

支柱系统 2：职业养老金计划有雇主或雇员投资。这些计划为固定给付型或固定缴费型。

支柱系统 3：通过养老金帐户。年金和保险的自愿性个人储蓄。

政府对于推动稳健的养老体系通常非常积极，因为此举既能使民众受益，又能减少他们对公共援助的需求。因此，许多政府对养老金计划进行监管，并提供税收激励措施来鼓励养老储蓄。

表 4、国际上通常养老储蓄的保障系统

3 大支柱系统		
支柱系统 1	支柱系统 2	支柱系统 3
国家养老金	职业养老金	商业养老金
确保最低生活水平	维持雇员目前的生活水平	满足额外需要
通过所得税提供融资	有雇员和雇主投资	个人储蓄投资
公共机构管理	商业机构管理	商业机构管理

资料来源：瑞士再保险，江海证券研发部

我国目前的保障体系非常不完善，政府已逐步意识到，预期明年 1 季度上海延税养老金试点工作将正式展开。目前大体情况是虽然延税养老金为个人养老保险，保险公司需要为个人开设独立账户，但是我国本次目前阶段试点主要会通过个险团做的销售模式，即以公司为平台统计参保人数与个人信息进行销售。延税的方式也可能存在三种形式：当期抵免、税基递延、税款递延

试点规模虽然对保险公司的短期贡献不大，但未来向全国推广将会带来巨大的增长空间。

从国际经验来看，无论是 1999 年香港的强积金，还是 1981 年美国 401K，税收优惠政策一直以来都是保险业发展的催化剂。

香港地区自 1999 年开始实施强积金制度以来，所覆盖的香港劳工比例已达到 84%以上，强积金的总资产净值每年增长超过三成。在强积金制度前，特区政府养老金覆盖比例也不过只有 1/3 左右，远远无法满足人们对养老的需求。

1981 年，美国政府创立了 401K，这是一种专门适用于盈利性私人企业的 Tax Defer（延后课税）退休账户，截至 2004 年底，已经有接近 5000 万员工参与到了 401K 计划，占到了美国总人口的近 1/4。寿险保费收入在人身保险总保费中占比约为 1/4，而年金保险保费收入超过了人身保险总保费收入的一半（51%）。健康保险的比重也由 1975 年的 33%降低到 2004 年的 23%。401（k）计划占据了私人养老金总规模的一半以上，成为美国最流行的企业年金形式。企业年金的增长幅度一直以来都高于同时期的寿险、健康险等险种的增速。也同时极大的推动了美国共同基金业的发展与壮大。

中国将在 2015 年左右人口红利将消失，这正是保障和养老业务的时间之窗。我国基本养老保险实行现收现付制，养老账户严重不足，步入老龄化社会之后，风险将逐步暴露。社保不足，商业保险是必要的补充。为了解决社会问题，政府有责任通过政策倾斜，引导民众购买商业保险，补充社保不足，保障型和养老型业务的需求增长成为必然。

上海递延个税养老金的试点的展开将是我国养老险发展的开始，意义重大。太平养老和平安养老今年年初，不约而同提高注册资本金，分别提至 8 亿元和 18 亿元；5 月份，国寿养老宣布即将落子上海；中国太保就决定通过收购长江养老获取养老年金的牌照，今年 11 月初持有江养老 51.75% 的股权。截至 2008 年，平安养老的企业年金缴费规模最大，达到 90.17 亿元，其次是国寿养老 53.57 亿元，再次是太平养老 34.28 亿元，长江养老以 21.58 亿元位居第四；受托管理资产方面，长江养老以 222.61 亿元占据首席，排在第二的平安养老为 124.02 亿元，太平养老与国寿养老规模相近，都略超 60 亿元。而几家公司的投资管理资产也是差距明显，长江养老达到 136.99 亿元，国寿刚刚起步。根据我国劳动和社会保障部的收费标准，企业年金受托人、托管人和投资管理人的管理分分别最高可达到基金资产净值的 0.2%、0.2%、1.2%，账户管理费按每户每月不超过 5 元的限额。很明显投资管理人的收费标准更高。

然而，2009 年 12 月 11 日，国家税务总局发布《关于企业年金个人所得税征收管理有关问题的通知》。明确企业年金的个人缴费和企业缴费部分，均不得抵扣个人所得税。

规定指出：企业年金的个人缴费部分，不得在个人当月工资、薪金计算个人所得税时扣除。企业年金的企业缴费计入个人账户的部分是个人因任职或受雇而取得的所得，属于个人所得税应税收入，在计入个人账户时，应视为个人一个月的工资、薪金（不与正常工资、薪金合并），不扣除任何费用，按照“工资、薪金所得”项目计算当期应纳个人所得税款，并由企业在缴费时代扣代缴。

根据通知，企业年金计征个税是在缴费环节和相应的税金优惠，而国际上有的国家规定是在年金领取环节征收个税（递延或税率优惠）。之所以不在个人退休领取年金环节扣缴税款，主要是基于我国现行个人所得税制和税务机关的征管能力。

预计上海明年 1 季度将实行的个税递延养老保险试点所期望的全国展开短期前景不明，主要与目前税制冲突。

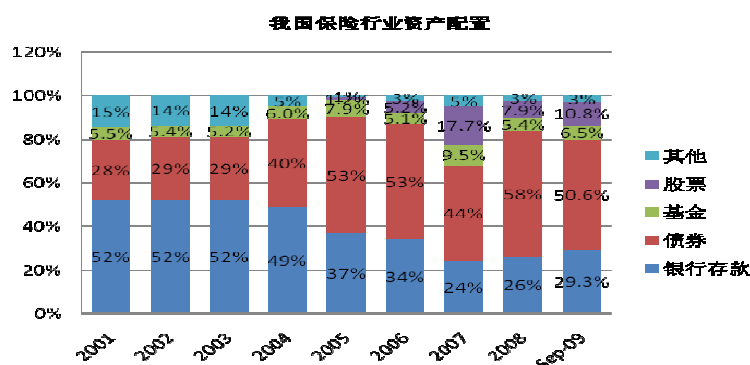
该政策或许会影响年金/养老险的发展速度，但却无法改变行业的发展趋势。

1.2.2 2010 年保险行业投资渠道的拓宽将进入实质性操作阶段

对于保险公司的经营简单的讲是两条腿走路，承保业务的持续经营和投资业务稳步增长。其中投资业务对于保险公司来说是至关重要的，是保险公司最主要的利润来源。

保险行业近几年投资资产配置情况如下，自 2001 年以来，保险行业的投资渠道有不断扩展的趋势，并且债券、权益类配置有明显提升、银行存款明显减少。但是其配置存在一定局限性，投资渠道产品仍不能很好的与负债相匹配。

图 2



资料来源：江海证券研发部

保险投资渠道的拓宽存在其必要性。2002 亚洲主要国家寿险业资产负债期限匹配情况对比表：

表 5

（年）	中国	台湾	韩国	日本
负债的平均期限	15-20	14.5	10	15
资产的平均期限	5	10.5	4	7
资产与负债平均期限之差	10-15	4	6	8

资料来源：保险公司资产负债匹配管理，江海证券研发部

近几年，国内寿险行业投资资产的平均久期逐渐增长，5 年以上的债权已经占比较高，预计寿险行业的资产久期已经上升到 5-10 年。但资产与负债久期差仍在 10 年左右，错配风险依然很高。

据测算，我国保险资金来源，特别是寿险资金来源中，20 年以上的资金约占 48%，5-20 年的资金约占 25%，5 年以下的资金约占 27%。而目前我国长期债券发行量较少，保险公司的资产与负债难于匹配。例如：今年 1-9 月，国内债券发行量为 6.3 万亿，其中，期限超过 10 年的债券占比仅有 5%。在这种情况下，行业监管及时引入另类投资，包括不动产投资渠道和 PE 投资，保险资金将获得一个新的期限匹配工具，分散投资风险，资金运用效率将进一步得以优化。

保险行业的投资渠道拓宽的相关政策有望在 2010 年开始进入操作层面，这将稳步提升保险公司投资的选择空间和收益率水平。

下表是保险公司目前的投资方向以及投资上限，2009 年保监会在保费渠道的拓宽方面有了很大的进步，在债券方面，放开了公司债的投资上限、无担保债券上的政策制定以及在另类投资上的放开。未来保险公司的投资标的将更为丰富，逐步与国际接轨，这有益于目前保险公司资产与负债不匹配的现状。

表 6

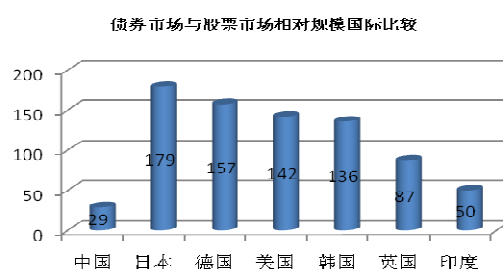
保险公司的投资渠道政策			
投资范围	旧：投资比例	2009 年新规	备注
债券投资			
政府债券	自主		
金融投资			
中央银行票据	自主		
政策性银行金融债/次级	自主		
债券			
商业银行金融债券/次级	30%（总资产）		
债券			
商业银行次级定期债券	8%（总资产）		
保险公司次级定期债券	20%（净资产）		
企业（公司）债			
企业（公司）债	30%（总资产）	40%	比例上限短期达不到，影响不大，更多表现政策方向性
可转换公司债券	30%（计入企业债余额，占总资产比例）		
短期融资券	10%（计入企业债余额，占总资产比例）		
无担保债券（包括中期票据， 保险公司在信用产品上扩容空间较大 ）		15%（计入企业债余额，总资产）	09 年 3 月制定政策，未进入实施阶段，此次获准无担保债券主要针对银行间的中期票据。
股权投资	20%（股票 10%，基金 10%）		
海外投资	5%（07 年末，中国平安获准运用不超过上年末总资产 15% 的自有外汇和人民币购汇资金，投资港股市场和重大股权）		
基础设施建设投资		寿险公司可投资的比 例不超过上季末总资产的 6%，财险公司不超过上季末总资产的 4%。	

PE 投资		
不动产投资	10%	目前各公司都在筹划中，平安占优势

资料来源：江海证券研发部

我国直接融资市场发展的短板在债券市场，近几年我国债券融资平均只占总融资额的 10% 左右，而国外债券融资的比例一般远远大于股票融资，例如，美国债券发行的规模大约是股票的六七倍。因此，未来债券融资的发展空间巨大。

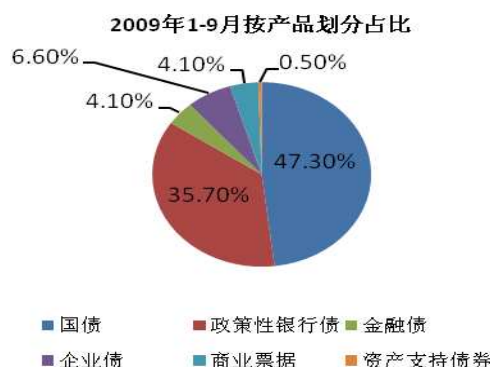
图 3



资料来源：中国证监会，江海证券研发部

我国企业债近几年发展较快，2000-2008 年复合增长率为 48%，2009 年 1-9 月按产品划分各债权占比看，企业债仅为 6.6% (如图 4 所示)，绝对值为 9480 亿元。银行间市场公司债券托管余额达到 2 万亿元，较上年末增长了 61%，占到了债券市场总托管量的 13%，债券市场信用类债券比重严重偏低的局面正在改变。但是基数仍然很小。

图 4



资料来源：wind，江海证券研发部

同期保险公司投资资产为 3.8 万亿，其 40% 为 1.52 万亿元。所以 40% 上限的调整短期没有显著效果。中国平安的企业债投资相对较高，也不过 12%，人寿和太保在 8% 左右。随着无担保债的介入以及企业债发行的提速，保险公司的配置余地将增大。

对国内保险上市公司的长期投资收益率进行初步测算，把目前可预期的投资范围测算进去，长期合理的投资收益率为 6.04%，高于目前保险公司测算的 5-5.5%。保险公司内涵价值长期又提升空间。

表 7

上市保险公司长期投资收益率测算

资产类别	配置比例	投资收益率
存款/现金	10%	3.50%
国债/金融债	25%	4.00%
企业债	35%	5.20%
权益类投资	18%	10%
基建	2%	6%
另类投资	10%	9.50%
合计	100%	6.04%

资料来源：江海证券研发部

对比美国、英国寿险账户的大致配置：

美国寿险帐户分为一般账户和单独账户。一般账户是以传统寿险产品作为资产配置的基础，投资时往往具有一定数量上的限制和投资方式的限制，单独账户以变额年金、万能寿险、投资连接等产品作为资产配置，投资风险与投保人直接相关联的资金账户。2004 年数据显示一般帐户中，债券占比 74%，其中公司债占 57.6%，政府债占 16.9%，其次是抵押贷款，占 9.4%，保单贷款和股票分别占 3.7%和 3.6%。单独账户持有股票达到 79.6%，其次债券占 14.4%，其中公司债 9%，政府债占 5.4%。综合寿险公司资金运用一般账户和单独账户的合并账户数据，在寿险保险资产分布中，债券资产均占总资产的 50%以上，股票资产稳步上升至 30%左右。

英国寿险账户在股票上的配置较高 50-60%左右。因此出现 08 年金融危机时，受到的冲击也最大。

对比来看，我国的保险投资尚为谨慎，对于权益投资低于美、英等国家，而且债券品种投资上也较为谨慎并局限，而目前我国债券市场的容量和品种都满足不了庞大的保险资金，因此投资渠道的拓宽是势在必行的，未来保险公司的投资收益率存在提升的空间。

在过往股市的表现中来看，美国保险股上涨的幅度大于大盘，下跌与大盘基本一致；而英国保险股由于权益占比较高，因此上涨和下跌的幅度都大于大盘。

2 保险行业的盈利模式、收入成本介绍

2.1 保险公司盈利模式

保险公司的盈利模式：通过吸收保费收入获得长期的投资资产的稳定增长，用所获投资收益抵消资金成本后，最终的收益。

不同类型、期限的寿险保单质量差别非常大。传统保障型寿险和长期期缴型寿险的保单质量较高，而投资型或趸缴型保单收益率明显较低。

传统寿险的保障成分高、保险公司只需支付投保人预定利率。自 1999 年 6 月起，预定利率规定不能超过年复利 2.5%，对于超出部分为保险公司所有。包括定期、终身、两全险。由于保险产品的多元化，这类保单的吸引力逐步的下降，目前保单占比小于 10%。

当前主流的保险品种分红险和万能险占比大约 70-80%。除了基本保障/保底收益外，或投保人还有额外的投资收益分配。特点是具有替代性，即和其他金融产品可以相互替代。在保障的同时也作为人们在某种程度上投资理财的一种方式。

投连险，大部分是通过银行渠道卖出的，保险公司收入只是收取管理费，投连保险更强调客户资金的投资功能，保单的现金价值和身故给付金与投资账户的投资绩效直接挂钩。

长期保单的实质是寿险公司将保费占用很长时间，期缴保证了长期稳定的获得现金流，使保险公司在较长的时间跨度内获取利润，保证了保险公司的持续经营能力。

2009 年 1-10 月份保险行业 9360 亿元保费收入，同比增长 9.43%，其中人身险同比增长 5.74%，财险同比增长 21.52%。行业保费收入增长虽然低于过去 8 年的复合增长率，但是行业保单的整体质量有了很大改善。自今年初，保险公司就开始进行产品结构和期限结构调整，效果显著。除平安外，各公司投连险和万能险占比明显下降，更多的是分红险种的提高。此外，太保和人寿的期缴都相应提高，太保改善显著，平安仍保持高位。这样带来的结果就是保险公司一年新业务价值将随之提升。

表 8

期缴保费/新单保费	2006 年	2007 年	2008 年	1H2009 年
中国人寿	22%	23%	17%	20%
中国平安	43%	48%	44%	42%
中国太保	16%	15%	15%	30%

资料来源：江海证券研发部

2005-2008 年上市保险公司一年新业务价值的复合增长率分别为 24%、30% 和 23%，预计 2009 年，随着保单质量的提升，三家上市公司的一年新业务价值的增速将达到 30-35%。

此外，在渠道占比上，平安一直占据明显优势，近几年一直保持在 70%-80%，远高于同业，且个险渠道中 80%-90% 为 10 年以上的期缴产品，具有较高的内含价值。而太保和人寿的在个险渠道上的比例仅为 35-45%。由于各个渠道产品的平均利润率大致不变，个险大致在 30%-40%，银保小于 5%，因此公司总体利润率更大程度上取决于各渠道保费收入占比。今年各上市公司渠道情况是平安基本保持高位下浮下降，太保（提高了 10 个百分点）和人寿个险渠道占比有明显提升。

随着产品结构调整、期限调整的结束，2010 年新业务价值的增速将恢复常态 20% 左右。同时在低基数下，保费收入也将恢复正常增长实现 30% 左右的增速。

2.2 寿险公司收入成本关系

寿险保单的收入主要包括两项：保费收入/投资收益

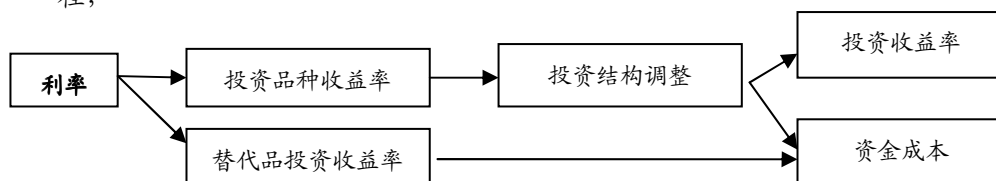
寿险保单的成本主要包括：支付投保人的定价利率/付出部分浮动收益率（不同险种规定不甚相同）/ 死亡赔付/满期给付/ 支付渠道佣金/经营管理费用

由于竞争激烈，国际和国内的经验显示，承保利润将越来越微不足道，甚至为负，利差益成为了保险公司主要的利润来源。

其中投资收益率的高低取决于实际投资环境的好坏、投资渠道、投资范围以及投资风格，而只有投资风格公司可控。资金成本取决于保单持有人机会成本的高低，保险公司会根据利率环境、资本市场回报等因素来调整资金成本，以使保费增长在预期范围内。

而保险公司的投资收益和资金成本的主要影响因素是利率，简单的讲就是利率周期的把握。

“利率变动（影响股市债市）-利差改变-利润变动-股价反应”的传导过程，



公司的投资收益受到投资品种与投资结构的影响。资金成本则受到行业竞争环境、市场可替代品的投资收益率以及公司实际实现的投资收益率等多因素影响。而间接主要因素则是利率。

2.3 利差分析

2.3.1 投资环境分析

从货币 M1 领先 CPI6-12 个月来看，明年上半年物价回升速度将较快，通货膨胀将不可避免。

图 5



图 6

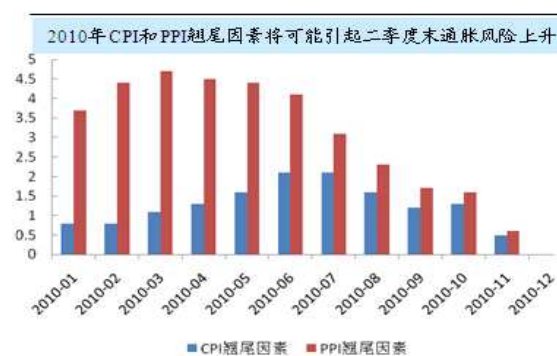


我们宏观组的预计明年将出现温和的通货膨胀，CPI 在 3% 左右。随之而来的将是央行小步加息的货币政策出现在明年下半年。

图 7

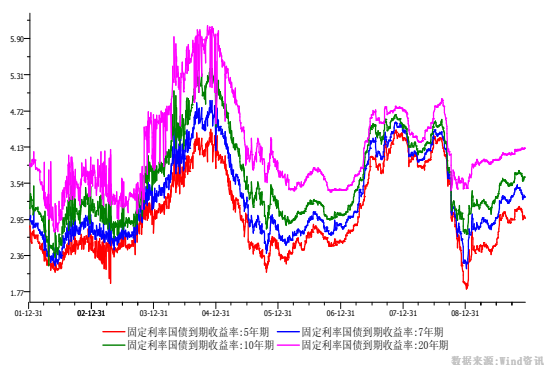


图 8



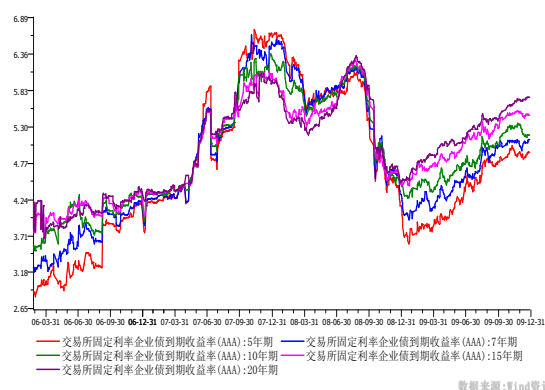
下图是国债收益率以及企业债收益率的变动，长债收益率代表了未来利率的预期，也将是震荡上行的。

图 9



资料来源: wind, 江海证券研发部

图 10



资料来源: wind, 江海证券研发部

图 11 是今年以来上证综指走势图，而对于 2010 年的预计是，整体经济仍处于恢复阶段，趋势向好，企业盈利将有进一步的提升空间，加上升息及人民币的升值的预期，股指相对向上的概率较大。

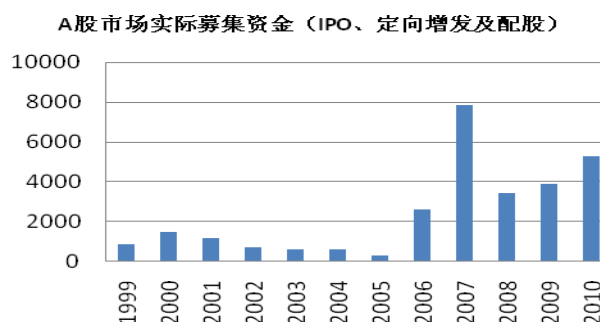
图 11



资料来源: wind, 江海证券研发部

再者，根据我们宏观组的预计 2010 年股市实际募集资金将达到 5300 亿左右，包括首发 IPO 和上市公司增发配股仍较多，也为保险公司的投资提供了选择性。历年 A 股募集资金的规模比较如下，

图 12



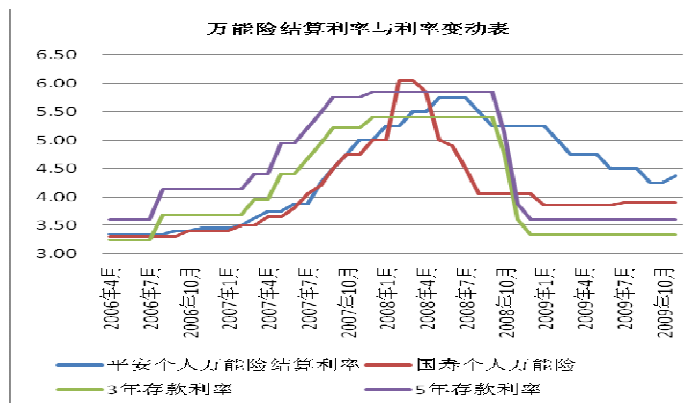
资料来源: 江海证券研发部

因此，明年投资环境对于保险公司来讲是不错的。

2.3.2 成本趋势

保险公司成本变动趋势：以万能险结算利率为例简单说明成本变动趋势

图 13



资料来源：江海证券研发部

上图为中国平安和中国人寿个人万能险的结算利率与3年和5年期银行存款利率相对变动情况，其明显特点是在利率上升周期中，结算利率滞后于利率的调整，而利率下降周期中同样滞后调整。也就是说在利率调整之前，保险公司成本上调的压力较小，基本平稳小幅波动。

现时我们分析下一波的升息周期不会很快到来，那么随着投资收益率的提高，保险公司的资金成本波幅将滞后于投资收益率平稳上升，公司利差有上升空间并保持合理赢利空间。

3 新会计准则对保险公司的影响

目前状况是很多细节都未出来，包括分红特储万能平滑准备金等如何评估以及法定利率、会计利率的税基、一些相关假设等都没有确切的条文依据。市场上的说法都是根据前几次的测试推出来的。

行业整体仍处在讨论、建议、测试，没有充分的准备好，但是监管层非常想推进。主要的目的就是尽快与国际接轨，但是国际保险会计准则2011年仍将变动，2013年又将是较新的准则。避免不了我国的保险会计准则处于不断调整中。

这次主要调整的关键科目影响如下：

1) 评估利率：评估利率将不再使用原定价利率2.5%，而是用最优假设。

未来最优假设的确定依据是：传统险参考的利率是长期国债利率；分红险未来参考的利率是公司长期投资收益率，市场对本次分红险的最

优假设利率的预期是 4-4.5%，提高 200 个 BP。

2) 准备金、净资产的影响

评估利率的提高，将使得正常年份的准备金减少，相应负债的减少带来净资产的提高。同时将实现公司利润的前移，如果税率不相应调整，公司将面临早交税。

3) 成本不将被摊销，但是可以通过一个载体逐年实现利润，这个载体可以是三差、两差或者保额的规定来实现。首年业务利润也不会突然增加很多而实现赢利。此外，虽然费用在形式上仍不递延，但是其精算假设改变了，不再用之前的定价假设（2.5%），而是以最优的假设，这样费用会产生一定的费差。

4) 保费划分

征求稿中，分红险全部确认为保费，至于万能险和投连险如何确认还待定。如果后者只是部分确认或者不被确认为保费，结果将是中国人寿的市场份额提高，平安的市场份额下降。

对于明年 4 月份将要实施的新会计准则，我们的结论是会计准则并不影响公司的经营，本次对公司的内涵价值不产生影响，主要是报表科目的变动，总体利润的量不变，只是前移后移的问题。

平安目前的高利率保单的评估利率是 6.1%，如果运用最优假设，评估利率下降 150-200 个 BP。粗算需要补提准备金大概在 150-200 亿元（依据是平安曾在财务报表中有过披露，下降 1 个点的评估利率，平安大概要补提 100 亿）。而 99 年后的保单，评估利率将提高 125-175 个 BP，但是这部分的保单规模大于 99 年之前的，所以大概算下来的结果，净资产可能的变动不大。应该不会出现市场之前预计 25%下降的结果。

对于人寿的总体影响是正面的，税前利润和市场份额都有一定程度的增加，但是值得注意的是，如果税率不变，人寿的赋税同样要增加，这也不见得是好事。

所以总体来看，新准则对于上市保险公司的影响强弱次序是，平安、太保、人寿。

综上所述，宏观经济整体趋势向好，在货币政策偏宽松的环境下，企业盈利有进一步提升空间，保险行业作为民生保障消费也将予以重视和鼓励。推荐保险行业 2010 年的投资机会。

4 风险

行业所面临的风险首先来自政策的不确定性，包括法规、新会计准则细则、相关税收对于行业的影响；其次是 A 股市场的大幅下跌带来投资收益率的下降风险。

5 个股推荐

中国平安：保险行业中长期的投资标的，关注大跌后的买点。

竞争优势：

- 拥有创新能力、执行能力强的管理团队
- 强大的 IT 平台，是未来金融竞争的主战场
- 产品渠道结构优势明显，产品创新灵活，业务团队单产高
- 交叉销售将逐步显现
- 其他：公司财险已经超过太保规模，平安银行、平安信托发展迅速。大金融集团的系统效应渐显
- 此外，在另类投资上，平安具有先发优势，主要是借助信托平台，在高速公路、医疗、税务等为上市公司股权投资领域均进行了积极的尝试。在地产方面，平安投资规模也领先行业。如果行业另类投资的细则出台，平安将成为中短期的最大受益者
- 估值较低，2010 年合理评估价值 77.02 元，目前股价隐含的 2010 年新业务价值倍数只有 14.5 倍，P/EV=2.04 倍

风险因素：

- 2010 年 3 月 1 日，新豪时投资、景傲实业以及江南实业公司所持股份面临解禁，主要是员工持股，如果解决不善将对公司股价产生一定影响

公司名称	占比
深圳市新豪时投资发展有限公司	5.30%
深圳市景傲实业发展有限公司	4.51%
深圳市江南实业发展有限公司	1.89%
合计占比	11.71%

- 新会计准则对公司的影响超出市场预期，例如之前，媒体对于马明哲发言的报道等，但大跌将会带来好的买点
- 资本市场大幅下跌

- 收购深发展受阻

中国太保：随着上海金融中心的建设，公司增长值的关注

看好理由：

- 上海金融中心建设，太保将直接受益
- 对于长江养老险的控股以及上海个税递延养老试点的执行，公司将拓展养老险业务发展
- 香港融资为公司未来几年的发展提供保障
- 估值偏低，目前股价隐含 2010 年新业务价值倍数 14.88 倍左右， $P/EV=1.97$ 倍

风险因素：

- 管理层的执行能力相对较差
- 利差损保单的影响

中国人寿：稳健经营

看好理由：

- 行业龙头企业之一，强大央企背景是公司获取项目的一大优势
- 公司无高利率保单，在新会计准则中最为受益
- 产品结构调整成效显著，新业务价值增长较快
- 新会计准则对公司影响正面
- 不存在明显的负面因素
- 估值：目前价格隐含的 2010 年新业务价值倍数 23.74 倍， $P/EV=2.61$ 倍

风险因素：

- 资本市场的大幅下跌
- 新会计准则对人寿的影响低于预期

估值比较：评估价值测算

表 9、估值比较

2009 年公司价值预测	中国太保	中国平安	中国人寿	2010 年公司价值预测	中国太保	中国平安	中国人寿
集团调整的净资产价值	58101	91659	155732	集团调整的净资产价值	65073	106324	175977
寿险业务经调整的净资产价值	28005	36120		寿险业务经调整的净资产价值	32206	43344	
寿险业务内含价值	49183	97500	273700	寿险业务内含价值	56561	117000	314755

扣除偿付能力额度的一年新业务价值	4929	10932	17823	扣除偿付能力额度的一年新业务价值	5915	13119	21387
股本	7700	7345	28265	股本	7700	7345	28265
新业务价值倍数	25	27	30	新业务价值倍数	27	27	30
寿险业务评估价值	172404	392677	808382	寿险业务评估价值	204426	471213	956373
每股评估价值	22.39	53.46	28.60	每股评估价值	26.55	64.15	33.84
每股其他业务价值	3.91	11.34		每股其他业务价值	4.27	12.86	
公司价值	26.30	64.80	28.60	公司价值	30.82	77.02	33.84
股价隐含的新业务价值倍数	19.98	19.59	30.79	股价隐含的新业务价值倍数	14.88	14.50	23.74
P/EV	2.22	2.34	3.01	P/EV	1.97	2.04	2.61

资料来源：江海证券研发部

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，江海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。

分析师介绍

罗萍，银行保险行业研究员

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研发部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、竞争性因素以及江海证券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。

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，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。江海证券研发部将随时补充、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，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）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。