

保险行业 2010 年 2 季度投资策略

养老产品会成为新的盈利增长点，分红险独占鳌头

曹恒乾 研究员
 电话: 020-87555888-419
 eMail: chq@gf.com.cn

2010 年保费为王，分红险独占鳌头

旧准则下当年销售的新单亏损，而新准则下当年销售的新单当年就有盈利（通过重大风险测试无需拆分的保单），保险公司销售保单的积极性会提升。

分红险利益共享机制（投保人获得 2% 的保底收益和超额收益的 70%，保险公司获得超额收益的 30%）合理，并且大部分产品无需拆分，而大部分万能险、投连产品保费需要拆分，我们预计 2010 年保费收入中分红险独占鳌头，占比达到 60-70%。

从美国的历史数据看，加息、股市波动与保单销售相关性不强，我们预测 2010 全年人身险保费收入同比增速 25%，达到 10162 亿元。

养老产品会成为新的盈利增长点

2009 年中国人均 GDP 3680 美元，接近美国 1965 年的人均 GDP，1965 年美国养老产品占保费的比重为 9%，而 2000 年已经达到 56%，在这 35 年间增长了 133 倍，而同期寿险产品只增长了 8 倍。

而 2009 年，中国企业年金仅占人身险保费收入的 2%，随着养老保险税收递延政策试点的推出，养老产品有望出现爆发性的增长。

保险股国际估值比较

参照欧洲公司，国内内含价值假设更保守，会使得价值被低估，同时国际上寿险公司市盈率估值水平大多高于市场平均。

风险提示

新准则未明确的风险、利率风险、重大灾害风险、资本市场波动风险。

投资建议

中国太保，新准则下业绩提升幅度最高，评估价值 36.9 元，对应 2010 年 30 倍 PE，给予买入评级。中国人寿，新准则净资产与净利润都会大幅提升，评估价值 44.1 元，对应 2010 年 30 倍 PE，给予买入评级。中国平安，新准则下净利润上升，评估价值 56.1 元，对应 2010 年 30 倍 PE，给予买入评级。

行业评级



前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	3.41%	9.58%	72.12%
上证综指	1.64%	-1.48%	34.49%

目录索引

一、2010年保费为王，分红险或独占鳌头	4
(一) 新准则拉动保费增长	4
(二) 新准则引导产品结构调整，2010年分红险将独占鳌头	5
(三) 新准则下保费增长带动利润增长	6
(四) 保费增长长期看好，与加息和股市走势关系不大	7
二、养老产品会成为新的盈利增长点	9
(一) 人口结构转变促使国家鼓励养老保险	9
(二) 养老产品税收递延蓄势待发	10
三、保险股国际估值比较	12
(一) 参照欧洲公司，国内内含价值假设更保守	12
(二) 国际上寿险公司市盈率估值水平大多高于市场平均	13
四、重点公司	15
(一) 中国太保，新准则下业绩提升幅度最高，评级买入	15
(二) 中国人寿，新准则下双收益，评级买入	15
(三) 中国平安，新准则下利润提升，评级买入	16
五、风险提示	16
(一) 新准则风险	16
(二) 利率风险	16
(三) 重大灾害风险	16
(四) 资本市场波动风险	16

图表索引

图1: 2008年保费收入中当年新销售的保单与续期保单的比例	4
图2: 新旧准则下承保利润的分布	4
图3: 各险种占寿险保费收入的比重	5
图4: 预期不同准则下承保收益与利差的关系	6
图5: 美国历年寿险保费增长率与SP500回报率	7
图6: 美国历年寿险保费增长率与联邦利率	8
图7: 中国人身险保费收入及预测	8
图8: 美国寿险保费增速与GDP增速	9
图9: 65岁以上老年人口占人口总数的比例预测	9
图10: 每100名潜在劳动力中领取养老金的数目	10
图11: 美国寿险保费中各险种占比(单位: 十亿美元)	10
图12: 全球主要国家寿险产品分类(2004年)	11
图13: 《财富》杂志世界前500强寿险公司	12
图14: 各国寿险公司市盈率与本国指数比较(均值)	14
图15: 各国寿险公司市盈率与本国指数比较(时间序列)	14

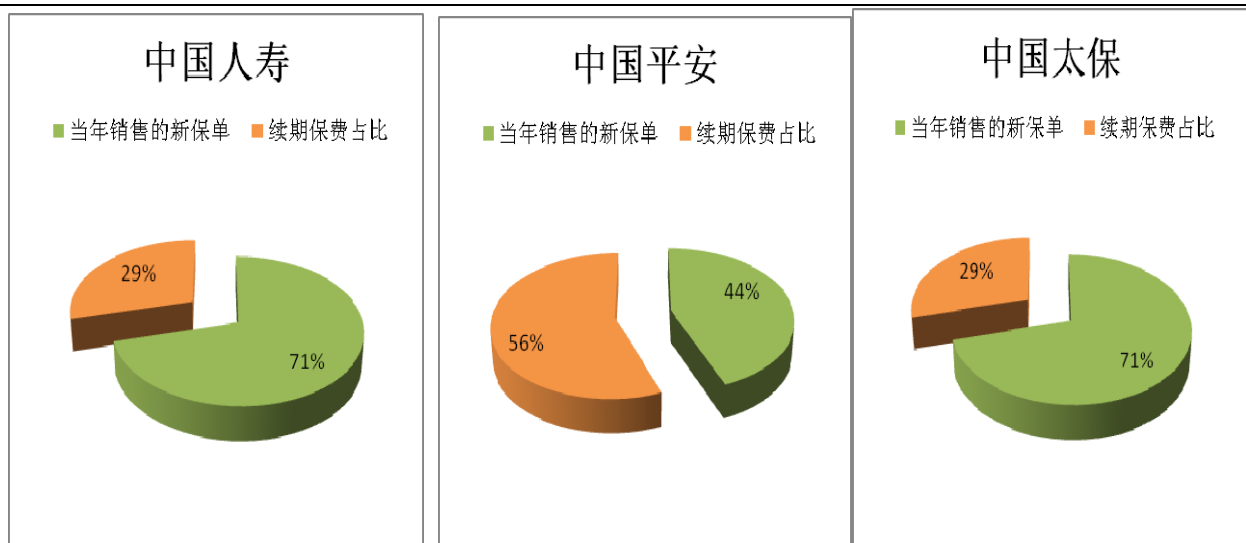
表1: 各险种的风险、资产分配以及支付的差异.....	5
表2: 主要保险公司估值比较(单位: 元).....	7
表3: 欧洲上市寿险公司内含价值主要假设.....	13
表4: 股价隐含的新业务价值倍数.....	13
表5: 新准则下中国太保业绩预测(单位: 元).....	15
表6: 新准则下中国人寿业绩预测(单位: 元).....	15
表7: 新准则下中国平安业绩预测(单位: 元).....	16

一、2010年保费为王，分红险独占鳌头

（一）新准则拉动保费增长

在旧准则下，由于当年新单获取费用和需要计提的保险准备金之和往往高于新单保费收入，因此，旧准则下当年销售的新单亏损一直是困扰保险公司扩展规模的紧箍咒。不少保险公司都会在年末主动控制规模。

图1：2008年保费收入中当年新销售的保单与续期保单的比例

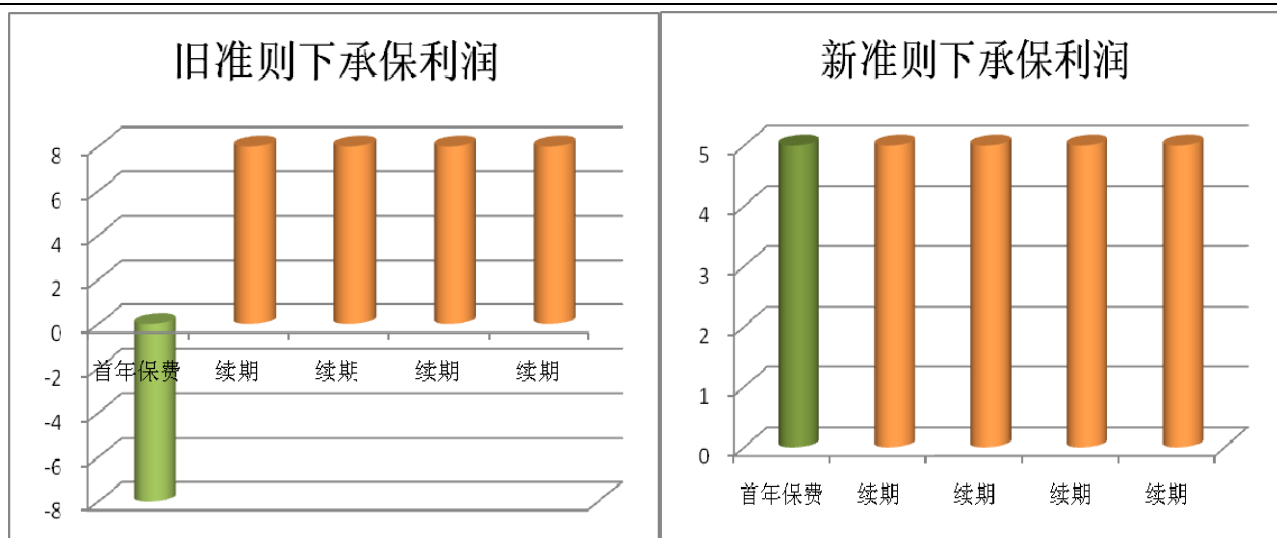


数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

由于中国寿险市场保费增速快，首年销售的新单带来的保费收入占寿险公司当年保费收入的44%-71%，如此庞大规模的新单的亏损对当年利润的影响，使保险公司旧准则下的利润严重低估。

新准则下当年销售的新单当年就有盈利（通过重大风险测试无需拆分的保单），会极大的提升保险公司销售保单的积极性。

图2：新旧准则下承保利润的分布

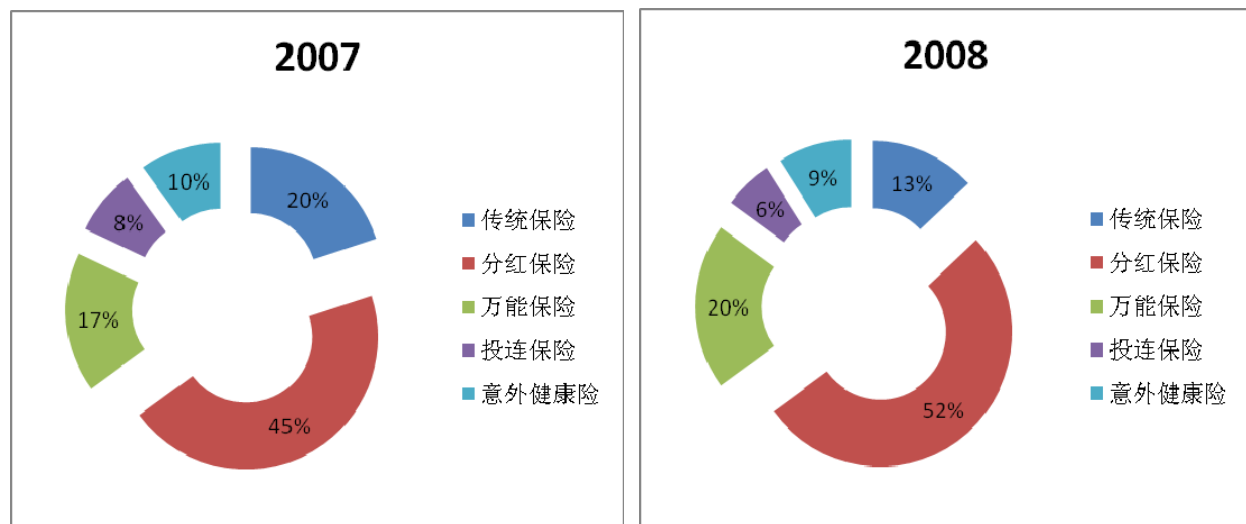


数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 新准则引导产品结构调整，2010年分红险独占鳌头

之前中国寿险市场中，分红险由于合理的利益共享机制（投保人获得2%的保底收益与超额收益的70%，保险公司获得超额收益的30%）而最受欢迎，占据保险公司半壁江山。

图3：各险种占寿险保费收入的比重



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

表1：各险种的风险、资产分配以及支付的差异

	传统险	分红险	万能险	投连险
投资风险	全部由保险公司承担，负担的程度视保单预定利率的高低	由保险公司承担，但仍有很大一部分通过红利的波动由保单持有人来承担	由保险公司承担，但仍有很大一部分通过结算利率的波动由保单持有人来承担	主要由保单持有人承担
资产分配	由保险公司决定	由保险公司决定	由保险公司决定	由保单持有人决定
死亡保险支付	保证的死亡保险支付	保证的死亡保险支付，加上累计年度红利	累计基金的价值与保证的死亡保险支付两者取其较高之一，有时是累计基金的价值加上保证的死亡保险支付	累计基金的价值与保证的死亡保险支付两者取其较高之一，有时是累计基金的价值加上保证的死亡保险支付
两全保险支付	保证的生存给付	保证的生存给付，加上累计年度红利及期末分红	累计基金的价值	累计基金的价值
退保保险支付	准备金减去退保费	准备金加上累计年度红利减去退保费	累计基金的价值减去退保费	累计基金的价值减去退保费

数据来源：瑞士再保险公司、广发证券发展研究中心

万能保险由于投保人能获得明确的回报（每月结算利率），在2007年-2009年获得了非常快速的发展。

2010年实施新准则后，由于大部分万能险产品保费需要拆分，会影响保险公司销售万能产品的热情，我们预计2010年保费收入中分红险独占鳌头，在当年新销售保单的占比上升至70-80%，在寿险总保费收入中占比达到60-70%。

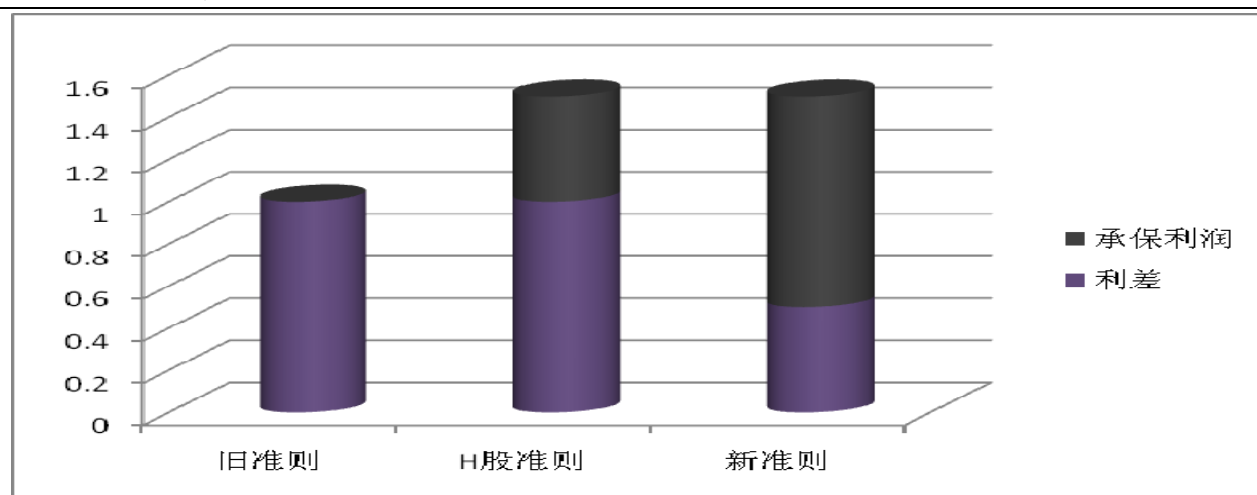
（三）新准则下保费增长带动利润增长

承保利润这个概念通常用于产险，定义是接受风险保障业务所产生来源于风险业务本身的利润。

本文指当保险公司的投资收益率与寿险保单的评估利率相同时，保险公司依然可以从保单获得的利润（主要是死费差收益）。

我们在图上可以看到，A股旧准则下与H股准则下评估利率（接近2.5%）是相同的，利差也是相同的，H股准则下由于初始费用可以递延，平滑了承保利润，因此有一个正的承保收益，导致EPS高于A股旧准则。

图4：预期不同准则下承保收益与利差的关系



数据来源：广发证券发展研究中心

如果保险公司的投资收益率为5.5%，新准则下的预计评估利率是4%，而旧准则下与H股准则下评估利率约为2.5%的话。

旧准则承保利润等于投资收益率为2.5%（投资收益率等于定价利率）的时候保险公司可以获得的收益，利差收益等于300个基点（投资收益率5.5%减去评估利率2.5%）。

新准则承保利润等于投资收益率为4%（投资收益率等于评估利率）的时候保险公司可以获得的收益，利差收益等于150个基点（投资收益率5.5%减去评估利率4%）。

由于利差下降与承保利润上升，我们预计相互抵消，新准则下业绩接近H股准则下业绩。

表2: 主要保险公司估值比较 (单位: 元)

名称	当前 股价	EPS			PE			PB			投资 评级
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
中国太保	25.22	1.07	1.23	1.42	23.6	20.5	17.8	2.9	2.6	2.4	买入
中国人寿	28.34	1.28	1.47	1.69	22.1	19.3	16.8	3.7	3.3	2.8	买入
中国平安	48.46	1.52	1.87	2.15	31.9	25.9	22.5	4.1	3.7	3.2	买入

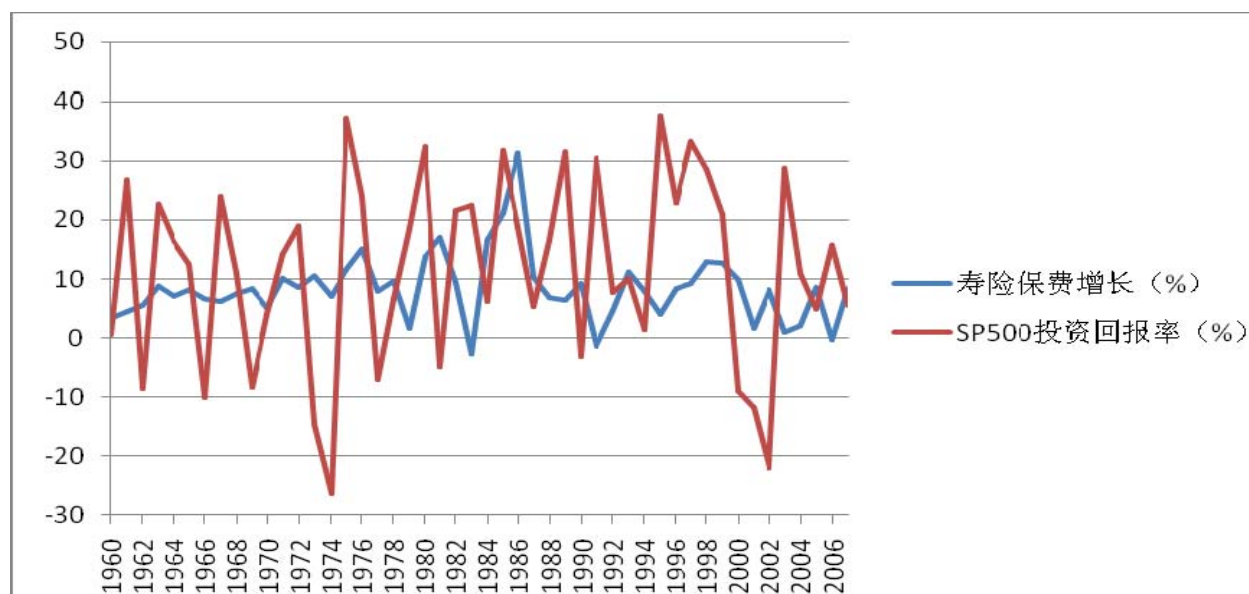
数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

(四) 保费增长长期看好, 与加息和股市走势关系不大

从分红保险的利益分配机制(投保人获得2%的保底收益与超额收益的70%, 保险公司获得超额收益的30%)可以看出, 投保人回报是保底加分成。

因此, 即使利率水平高于保底收益(预定利率), 由于投保人对分成部分的预期, 也不会影响分红保险的销售, 比较明显的例子是2008年加息与股市大跌背景下预定利率不变, 保单销售依然取得了快速增长。

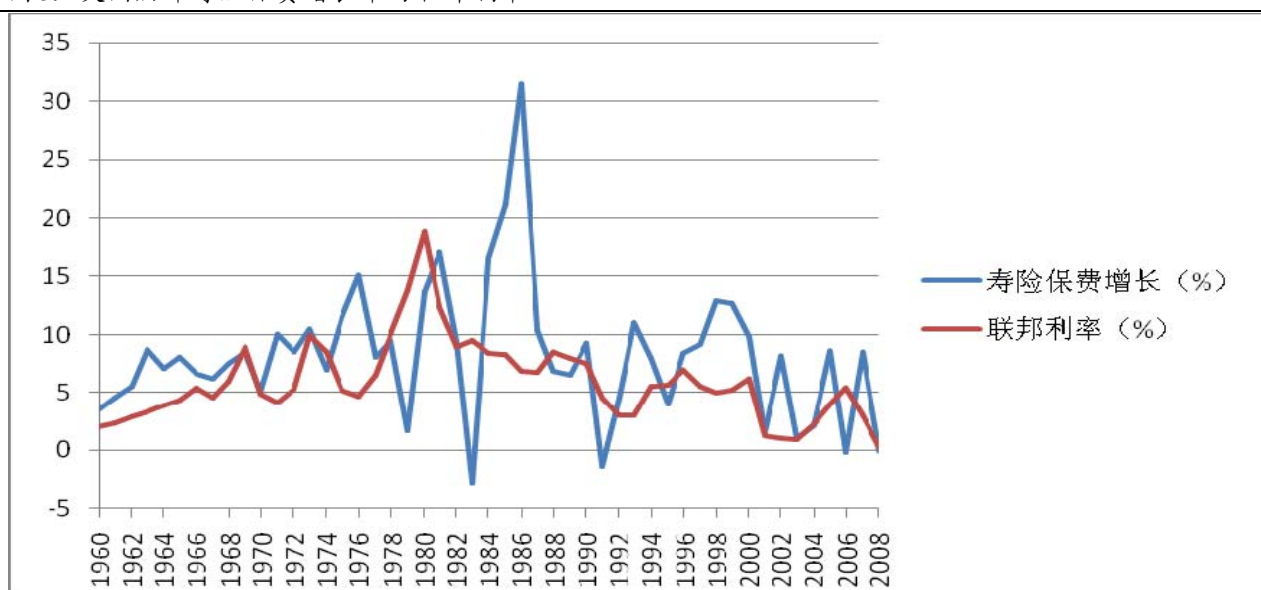
图5: 美国历年寿险保费增长率与SP500回报率



数据来源: Bloomberg、美国统计年鉴、广发证券发展研究中心

我们也分析了美国历年来的数据, 发现保费增长与股市走势与利率水平也没有显著的相关性。

图6: 美国历年寿险保费增长率与联邦利率

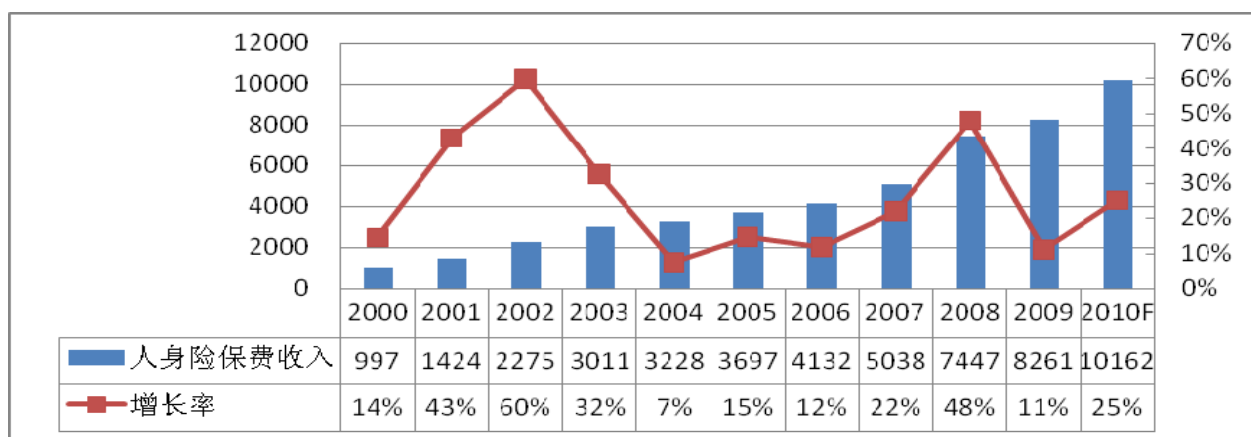


数据来源: Bloomberg、美国统计年鉴、广发证券发展研究中心

根据瑞士再保险公司的S曲线理论,寿险保费的增长与GDP增长相关性最高,特别是在人均GDP1000美元-10000美元的阶段,中国自人均GDP达到1000美元以测算出来寿险保费的平均增速是GDP增速的2.5倍(弹性系数2.5倍)。

2009年人身险保费收入8261亿元,同比增长11%,是2000年保费收入8倍。2010年1月人身保费收入1203亿元,同比增长42%,我们预测2010全年人身险保费收入同比增长25%,达到10162亿元,相对于2000年增长10倍。

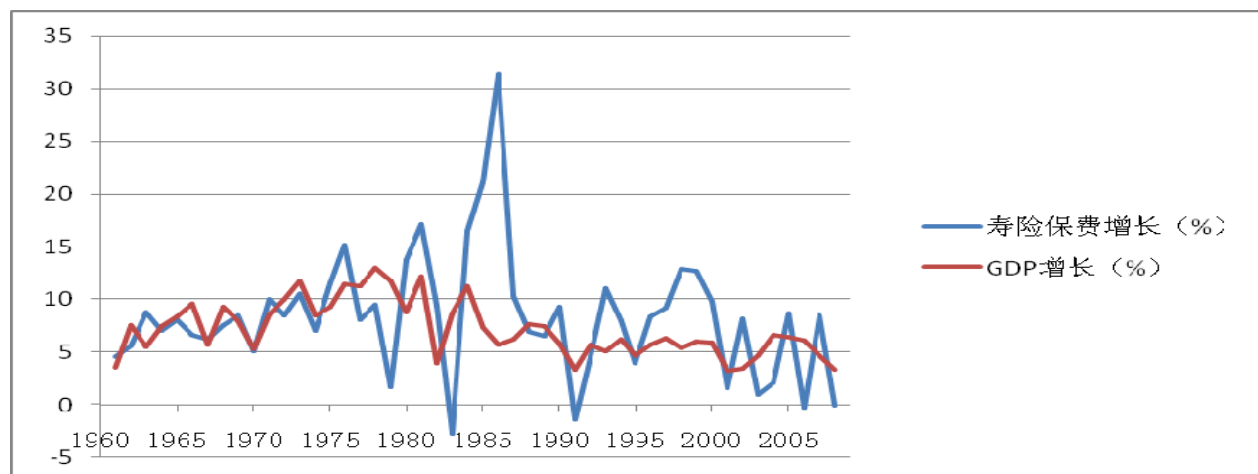
图7: 中国人身险保费收入及预测



数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

2009年中国人均GDP 3680美元,离1万美元还有很大的距离,因此可以长期看好寿险保费的增长,从美国的数据来看,寿险保费增速的确有超越GDP增速。

图8: 美国寿险保费增速与GDP增速



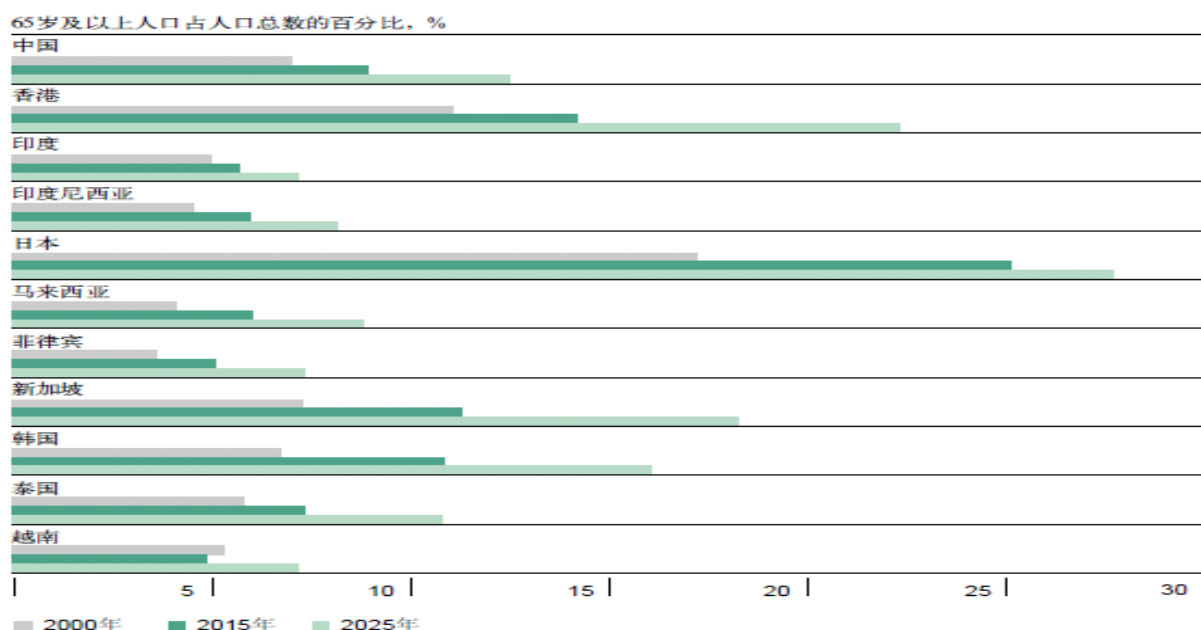
数据来源：美国统计年鉴、广发证券发展研究中心

二、养老产品会成为新的盈利增长点

(一) 人口结构转变促使国家鼓励养老保险

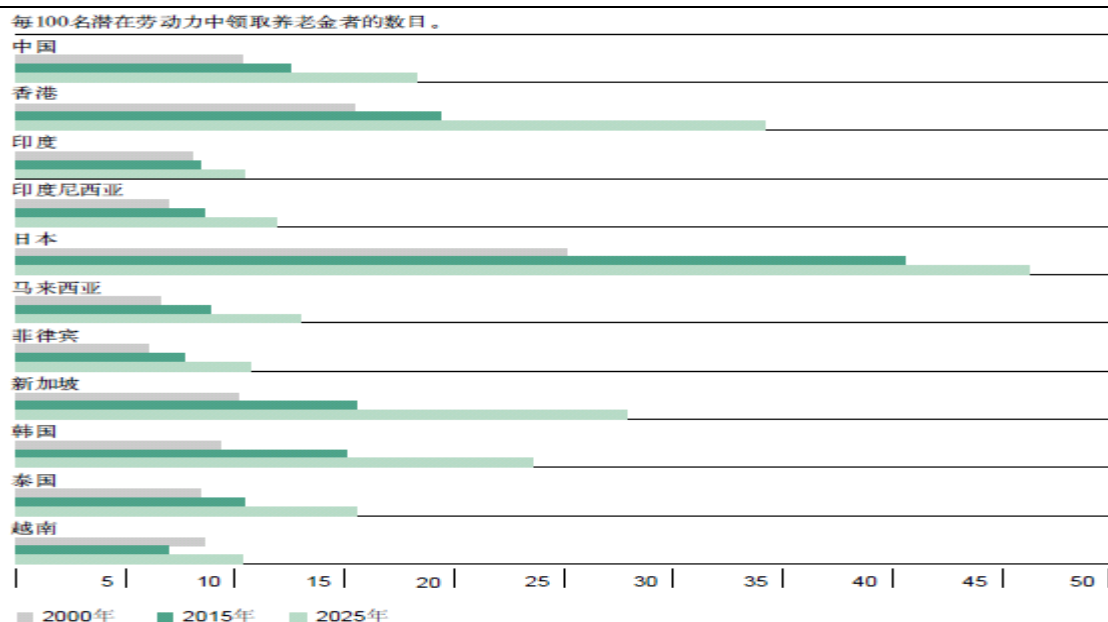
根据国家统计局统计显示，2000年中国步入老龄社会，中国人口老龄化呈现速度快，规模大，根据世界银行的预测，**2015年中国65岁以上老年人口占人口总数的比例将达到9%，2025年65岁以上老年人口占人口总数的比例将达到12%，而人口结构转变，会促使国家通过税收优惠的方式鼓励养老保险，因此老龄化程度加快带来对寿险保险产品需求加大。**

图9: 65岁以上老年人口占人口总数的比例预测



数据来源：世界银行、广发证券发展研究中心

图10：每100名潜在劳动力中领取养老金的数目



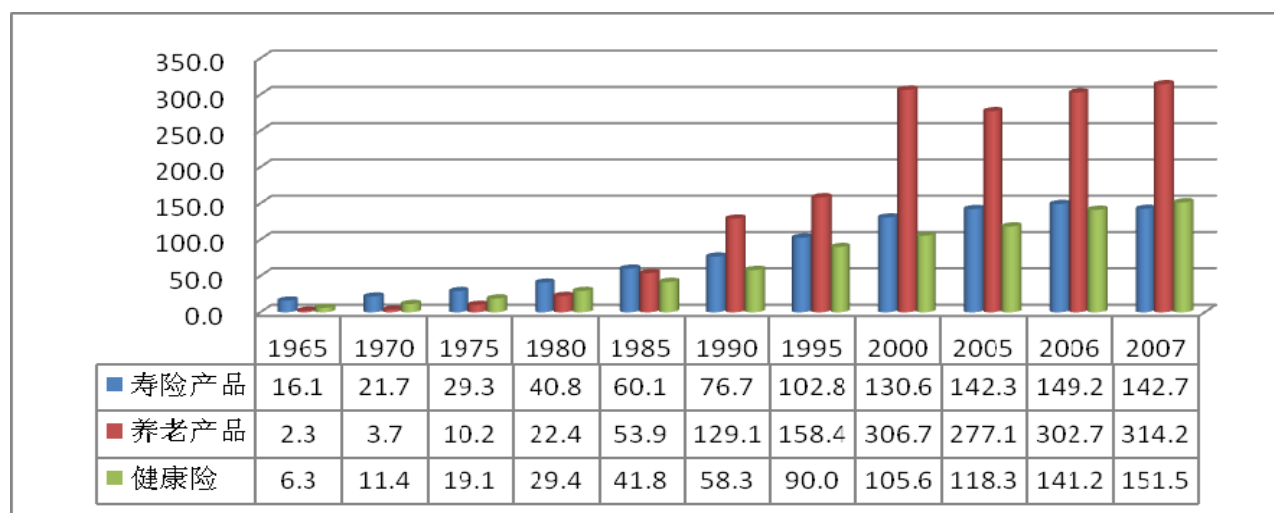
数据来源：世界银行、广发证券发展研究中心

（二）养老产品税收递延蓄势待发

2009年中国人均GDP 3680美元，与美国1965年的人均GDP比较接近，1965年美国养老产品占保费收入的比重仅为9%，而2000年已经达到56%，在这35年间增长了133倍，而同期寿险产品只增长了8倍。

而2009年，中国企业年金仅占人身险保费收入的2%，随着养老保险税收递延政策试点的推出，养老产品有望出现爆发性的增长。

图11：美国寿险保费中各险种占比（单位：十亿美元）



数据来源：美国统计年鉴、广发证券发展研究中心

税收优惠对养老保险有重要的引导作用，是导致养老产品占据高市场份额的重要原因。各个国家的税收优惠都有所不同，其手段主要是税收减免、税收递延或资本收益税收减免等几种。

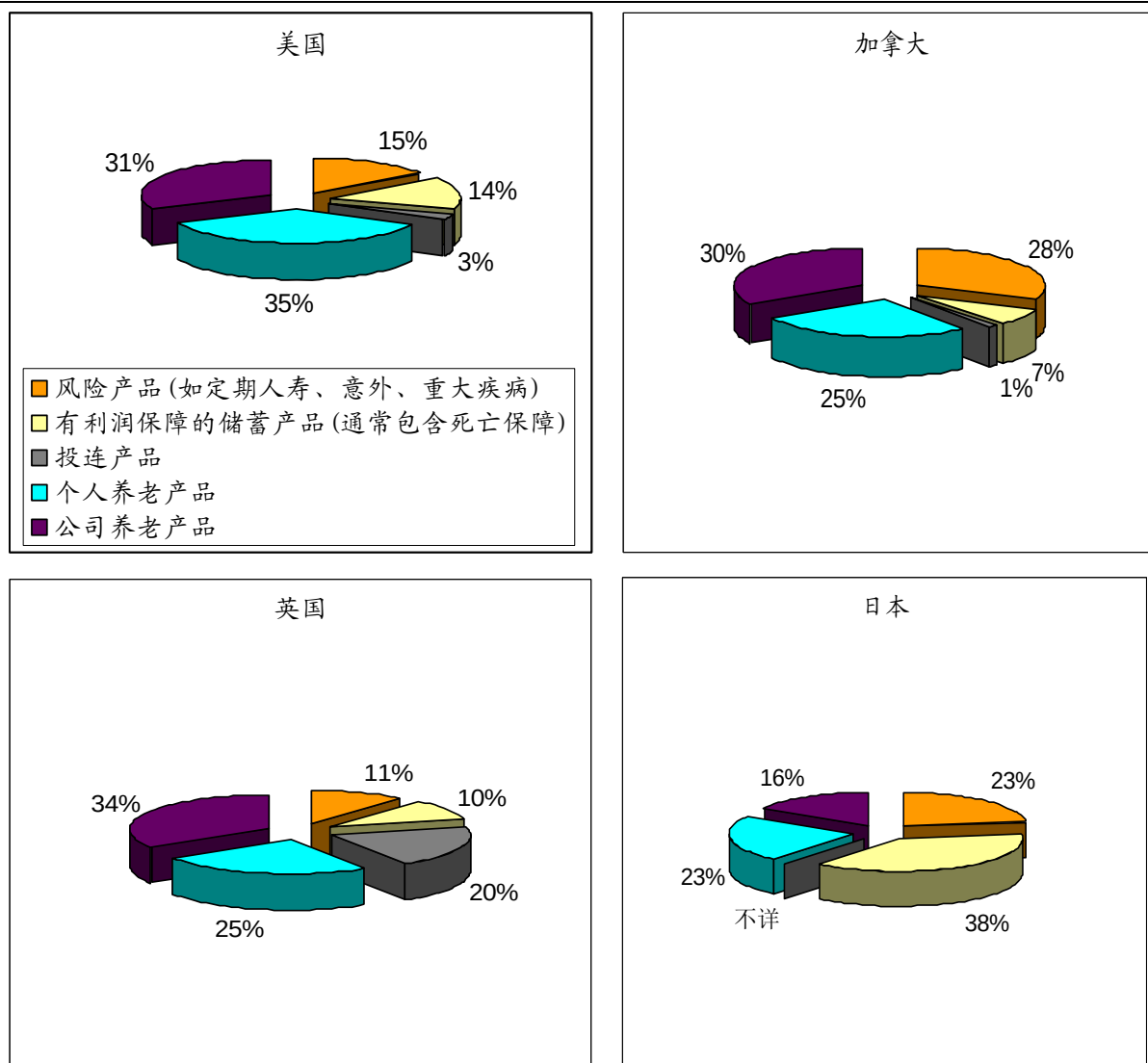
其中英国养老金的缴费可以享受高达某个额度的税收减免，而免税额岁年龄的增加。

意大利享受税收优惠的条件是保单期限不低于15年并且一次性提取的累积保险仅不超过50%。

瑞典对于传统寿险保单的保费不予税收优惠，但对于寿险保单的保险金给付免税，养老金的保费可以扣税，最高达4062欧元，养老金的给付按收入课税。

国际上养老保险是寿险保费收入的重要组成部分，在美国、英国、加拿大个人养老产品与公司养老产品占据寿险市场超过50%的份额。

图12：全球主要国家寿险产品分类（2004年）



数据来源：瑞士再保险公司、广发证券发展研究中心

三、保险股国际估值比较

（一）参照欧洲公司，国内内含价值假设更保守

内含价值法是欧洲寿险公司价值常用的评估方法之一，只有欧洲的上市公司才公布，这里选在2008年《财富》杂志全球500强公司排名中位列寿险公司的第2、第3和第11位的意大利忠利保险公司（Generali Group）、法国安盛集团（AXA Group）和英国保诚集团（Prudential Group）。

图13: 《财富》杂志世界前500强寿险公司

Rank	Company	Global 500 rank	REVENUES		PROFITS	
			\$ millions	% change from 2007	\$ millions	% change from 2007
1	Japan Post Holdings	11	198,700	124.7	4,208	73.3
2	Assicurazioni Generali	47	103,103	-9.4	1,260	-68.4
3	AXA	73	80,257	-50.7	1,351	-82.6
4	MetLife	132	55,085	3.6	3,209	-25.7
5	China Life Insurance	133	54,534	25.5	473	-83.9
6	CNP Assurances	196	38,482	-34.9	1,069	-36.1
7	Aviva	221	35,506	-56.3	-1,678	-163.2
8	Power Corp. of Canada	226	35,125	20.8	814	-40.3
9	Manulife Financial	276	30,948	-6.5	485	-87.9
10	Cathay Life Insurance	291	29,852	19.4	-63	-108.8
11	Prudential Financial	298	29,275	-14.9	-1,073	-129.0
12	T&D Holdings	349	25,282	23.9	-887	-375.6
13	Hanwha	362	24,782	1.7	266	10.6
14	Samsung Life Insurance	367	24,420	-21.0	93	-87.8

From the July 20, 2009 issue

数据来源： Fortune、广发证券发展研究中心

我国寿险公司精算假设相对更保守，长期投资回报率假设在5.2%-5.5%，而欧洲公司普遍在6%-7%，随着投资渠道的逐步放开，长期投资回报率假设有望提高。

贴现率假设偏高，我国寿险公司贴现率假设在11%-12%，而欧洲寿险公司普遍假设为7%-8%。而事实上我国保险公司投资资产中80%-90%投资到固定收益产品，实际投资风险小于欧洲的保险公司。

表3: 欧洲上市寿险公司内含价值主要假设

	Generali Group		AXA Group		Prudential Group		
	Italy	Rest of World	France	US	UK	US	China
贴现率							
新业务	7.73%	5.89%	6.27%	7.23%	6.7%	4.6%	11.75%
投资收益率							
国债/无风险利率	4.65%	4.47%			3.7	2.3%	8.25%
企业债收益率			4.00%	5.00%	5.2%	6.3%	
权益回报率	5.85%	7.72%	8.00%	9.00%	7.7%		
房地产收益率	4.10%	5.80%	6.5%	7.5%	6.0%		
总投资收益率			5.96%	6.89%			
长期通胀率			2.00%	2.50%	3.0%	1.5%	4.0%
贴现率-无风险利率	3.08%	1.41%			3.0%	2.3%	3.5%
贴现率-投资回报率			0.29%	0.34%			

注: (贴现率-无风险利率)=新业务贴现率-国债/无风险利率; (贴现率-投资回报率)=新业务贴现率-总投资收益率; Generali 数据来自 2008 年报假设; AXA 数据来自 2009 年上半年年报假设; Prudential 数据来自 2008 年报假设, 无风险利率为 10 年期美国国库券;

数据来源: 公司数据、广发证券发展研究中心

目前欧洲寿险公司已经发展到成熟阶段, 多数公司保费增长在3%以下, 而我国寿险业正处于高速发展期, 因此对国内寿险公司估值中新业务价值倍数应更高一些来反映成长预期。

表4: 股价隐含的新业务价值倍数

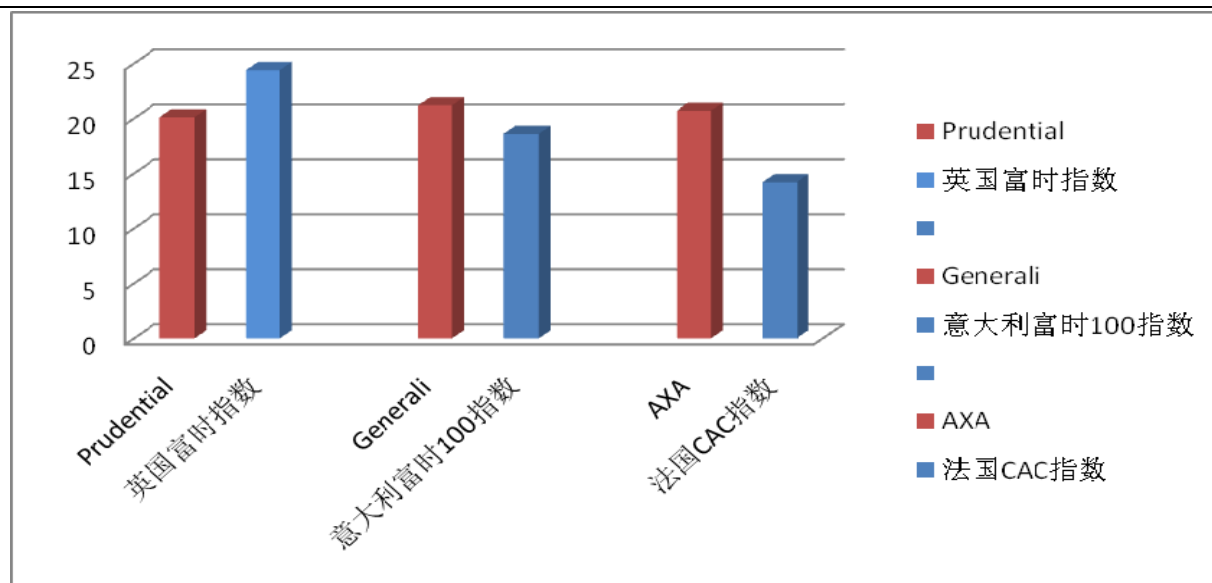
	2004	2005	2006	2007	2008	新业务价值复合增速	平均新业务价值倍数
Generali Group	8.7	12.3	14.7	10.9	3.6	10.50%	10
AXA Group	2.3	19.7	11.5	9	0.25	2.40%	8.6
Prudential Group		2.1	5	1.8	-4.1	14.70%	1.2

数据来源: 公司数据、广发证券发展研究中心

(二) 国际上寿险公司市盈率估值水平大多高于市场平均

通过与欧洲成熟市场的比较分析中, 我们可以看出, 即使欧洲寿险市场已经面临低增长与负增长, 寿险公司的平均PE大多高于市场平均水平。

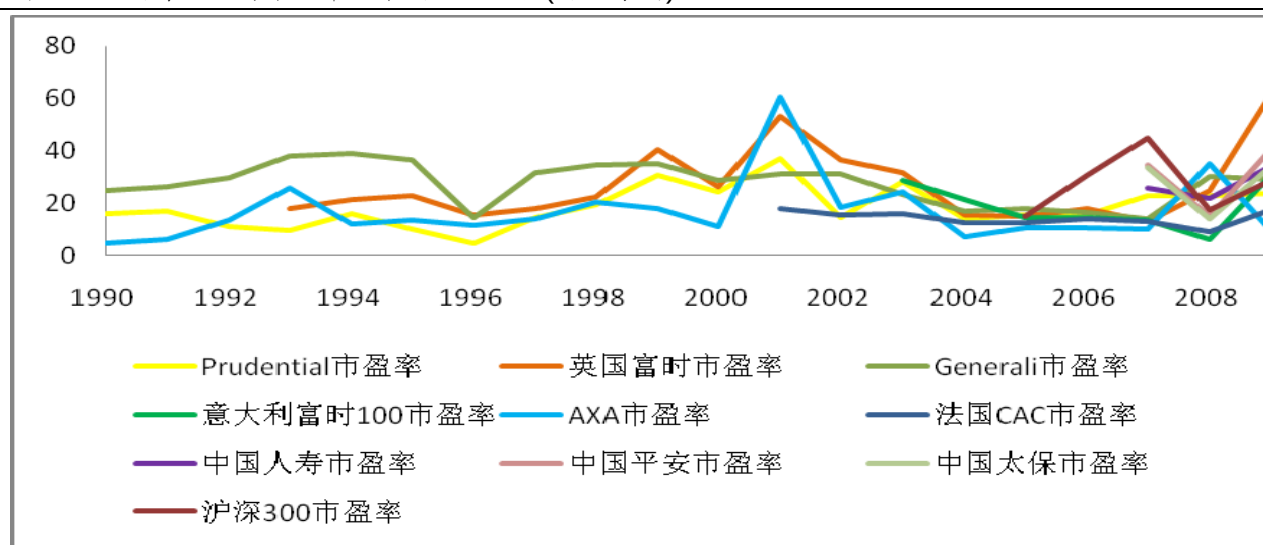
图14: 各国寿险公司市盈率与本国指数比较 (均值)



注: 各国公司及指数市盈率均用历年平均数表示

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图15: 各国寿险公司市盈率与本国指数比较(时间序列)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

四、重点公司

目前新准则对保险公司的利好主要体现在需要计提的准备金减少增厚保险公司的净资产和净利润，由于高利率保单最后处理的细则未定，对各家保险公司净资产影响不一，而内含价值、新业务价值的计算未明确采用新准则，因此暂时不影响内含价值。

目前能确定的是**对保险公司的净利润是利好**，因此明年保险公司亮点在于新准则下的业绩增长，在新准则下承保利润与保费收入配比后，业绩的增长很大程度上来源于保费的增长。因此我们认为应该关注明年保险行业保费增长与带来的业绩提升。

（一）中国太保，新准则下业绩提升幅度最高，评级买入

新准则下由于有部分高利率保单，太保仅提升业绩而不提升净资产，但**预计太保业绩提升的幅度是最高的，预计比旧准则下提升50%**，评估价值36.9元，对应2010年30倍PE。

表5：新准则下中国太保业绩预测（单位：元）

投资收益率	2009E(税前)	2009E (税后)	2010E(税前)	2010E (税后)
4.5%	0.94	0.81	1.06	0.92
5.5%	1.17	0.98	1.33	1.12
6%	1.29	1.07	1.47	1.23
6.5%	1.41	1.16	1.61	1.33
7.5%	1.61	1.31	1.84	1.51

*假设2009年、2010年的免税收入分别为32亿元、38亿元

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）中国人寿，新准则下双收益，评级买入

新准则下，**人寿是唯一明确的净资产与利润均受益于新准则的公司**，我们预测在新准则下净资产提升30%-40%，净利润提升30%左右，评估价值44.1元，对应2010年30倍PE。

表6：新准则下中国人寿业绩预测（单位：元）

投资收益率	2009E(税前)	2009E (税后)	2010E(税前)	2010E (税后)
4.5%	1.09	0.95	1.17	1.06
5.5%	1.29	1.10	1.43	1.25
6.3%	1.46	1.23	1.63	1.40
6.63%	1.53	1.28	1.72	1.47
6.8%	1.56	1.30	1.76	1.50
7.5%	1.71	1.41	1.94	1.63

*假设2009年、2010年的免税收入分别为150亿元、200亿元

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）中国平安，新准则下利润提升，评级买入

新准则下，中国平安净资产变动未明确，但预计净利润提升20%左右，评估价值56.1元，对应2010年30倍PE。

表7：新准则下中国平安业绩预测（单位：元）

投资收益率	2009E(税前)	2009E (税后)	2010E(税前)	2010E (税后)
4.5%	1.38	1.18	1.60	1.46
5.2%	1.68	1.42	1.97	1.74
5.5%	1.80	1.52	2.12	1.87
6.5%	2.23	1.86	2.65	2.27
7.5%	2.53	2.10	3.02	2.56

数据来源：广发证券发展研究中心

五、风险提示

（一）新准则风险

我们预计新准则下承保利润分布与国际准则接轨，新单亏损成为过去，新准则下的业绩接近目前H股准则下的业绩，但由于新准则的细则暂未公布，各家公司对新准则的理解和各项参数的选择，都会对利润有影响，这一不确定因素使业绩有低于预期的可能。

（二）利率风险

寿险保费收入，对保险公司来说是可以认为是一项长期负债，从行业平均水平来看平均期限在15年以上，由于国内金融市场长期金融产品不足，资产负债匹配难度大，加大了保险公司在利率下调时的风险，要警惕未来可能出现的长期保持低利率的情况发生，并充分考虑因此而出现的保险公司业绩下降的风险。

（三）重大灾害风险

在缴纳保费一定的情况下，如果疾病，死亡，灾害出现的较少，中国人寿当期的盈利就会增加。如果遇到重大灾害（包括台风、暴雨、洪水、地震、海啸等自然灾害以及恐怖主义活动、重大人为灾害、战争等对整个社会的经济活动和金融体系会造成重大危害的事件），中国人寿的各项金融业务特别是保险业务也会受到重大影响，带来的巨额赔偿会对公司的财务状况和经营成果带来不利影响。

（四）资本市场波动风险

股权型资产价格取决于市场，市场的大幅波动会对公司业绩有较大影响。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

保险业(010911)行情走势



相关研究报告

保险行业 2010 年策略	曹恒乾	2009-12-02
保险行业 2009 年 4 季度策略	曹恒乾	2009-09-21
保险业(010911)	曹恒乾	2009-02-23
保险行业 2009 年投资策略	曹恒乾	2008-12-22

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。