

收入分配调整对保险的非对称影响 **增持(持平)**

投资要点:

- 强势推销的行业属性决定保费增长依赖于居民收入增长
- “十二五”收入分配规划倾斜中西部具有必要性和可行性
- 中国人寿在中西部地区的网点优势将促保费超预期

报告摘要:

- 保险业“强势推销型”属性决定保费增长依赖居民收入驱动。对于许多投保人来说，保险消费主要还是被动的。目前各保险公司的保费增长策略主要还是靠代理人规模的扩大，这可从中西部地区与东部地区保险密度和深度的背离上得到验证。强势推销的结果是保费与居民收入近似挂钩，或者说收入提高是保费增长的主要驱动因素。
- 保费增长另一个驱动因素是人口结构变化带来的边际消费倾向提高。国际经验表明收入提高后人们的消费将向长期消费品转移，并且将有部分家庭开始负债消费，在资产负债结构发生重大变化的条件下，中国居民的收入和支出将更多地暴露在风险之下，尤其是随着老龄化的到来，家庭的总抚养负担系数将逐步提高，保险需求客观上将提升。
- 日本国民收入倍增计划对保费增长具有明显的刺激作用。上世纪60年代初，为调整经济结构走出萧条，日本池田勇人内阁推出了综合性的“国民收入倍增计划”。在此计划推动下，日本60年代家庭收入年均复合增长达到12.8%，受此刺激，日本家庭的保费支出也保持高速增长，1960-1975年复合增速为12.1%，寿险业资产增速为21%。
- “十二五”收入分配规划倾斜中西部具有必要性和可行性。劳动报酬在社会分配占比偏低影响了消费对经济的驱动，改革收入分配制度将是“十二五规划”的重要内容。考虑到我国大部分税收在中央的财政体制，由于中西部地区收入基数较低，该区域居民短期内率先实现收入快增更为可行，这个目标也符合缩小地区收入差距、阶层收入差距的社会共识，也具有很强的必要性。
- 中国人寿在中西部地区的网点优势将促保费超预期。收入分配调整中，中等发达和欠发达地区、农村地区、中低收入阶层将首先获益，其对保险的促进可以通过保额和保单数量这两个保障性指标来理解。中国人寿在这些地区市场份额显著高于东部，明显领先中国平安和中国太保，其由于在该地区的网点优势而将受益更多。同时，由于中国人寿近年来APE、NBV增速较低，未来其新业务价值弹性也较大。

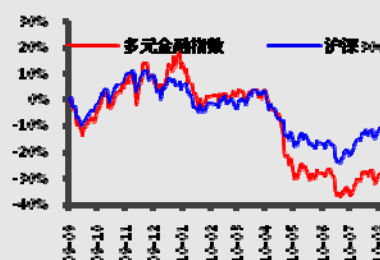
分析师

分析师姓名: 黄立军 邢波

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数(家)	18
总市值(亿元)	14280
流通市值(亿元)	10054
重点公司(家)	16
重点公司占行业市值比重	98%

相关研究

兴业证券: 特色鲜明的地方券商	9.15
中国太保: 行业秩序改善提升财险贡献	8.30
中国人寿: 期待业绩催化剂	8.26
中国平安: 非投资业务业绩超预期	8.25
广发证券: 出售华福或成催化剂	8.16
长江证券: 二季度自营拖累业绩	8.10
广发证券: 定向增发正当其时	8.3
东北证券: 高弹性特性强化	7.29
证券: 非上市券商半年报情况综述	

目录

一、未来保费增长的驱动力	4
(一) 推销模式下收入增长是保费增长的前提.....	4
(二) 人口结构变化带来的保险边际消费倾向提高.....	5
二、保险两大指标区域背离的内在逻辑.....	6
三、日本收入倍增计划与保险发展.....	8
四、收入分配亟待改善与非对称性.....	9
五、收入调整对中国保险业的不对称影响.....	10
(一) 保费规模和质量将获得新的增长动能	10
(二) 中国人寿将是最大受益者	12
附件、保险行业估值探讨.....	14
(一) 内含价值横向比较存在的问题	15
(二) 发掘超预期表现更有意义	15

插图

图 1: 寿险保费对 GDP 的弹性为 2.5 左右	4
图 2: 2009 年全球寿险保费增长情况	4
图 3: 联合国预测中国人口年龄中位数变化	5
图 4: 联合国预测各国抚养率变化	5
图 5: 2008 年中国人口年龄分布 (岁, %)	6
图 6: 2008 年中国各省区保费增长趋势图	6
图 7: 各区域保险密度对比	7
图 8: 各区域保险深度对比	7
图 9: 各区域人均 GDP 对比	8
图 10: 日本工薪阶层家庭收入和保费支出同比增速	8
图 11: 日本寿险业资产规模和同比增速 (十亿日元)	9
图 12: 三驾马车对 GDP 的贡献	9
图 13: 各社会主体收入增速对比	10
图 14: 日本收入倍增计划中保单数量增长情况	12
图 15: 2008 年上市保险公司保费的地区分布	12
图 16: 2008 年三大区域主要寿险公司的市场份额	13
图 17: 2005 年至 2010 年 7 月三家上市保险公司规模保费增速	13
图 18: 近三年各保险公司 NBV 增长	14
图 19: 国寿 FYP、APE 增长	14
图 20: 平安 FYP、APE 增长	14
图 21: 太保 FYP、APE 增长	14
图 22: 三家公司 A/H 溢折价率横向比较	16

表格

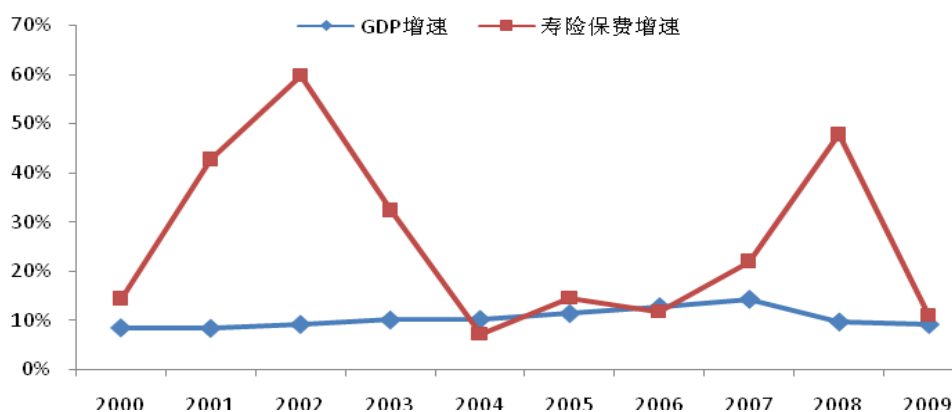
表 1: 各险种风险收益分布	11
表 2: 国寿的新业务价值增速对利润率和 APE 增速的弹性	14
表 3: 上市保险公司 EV 估值假设差异	15
表 4: 上市保险公司准备金评估利率差别	15

一、未来保费增长的驱动力

（一）推销模式下收入增长是保费增长的前提

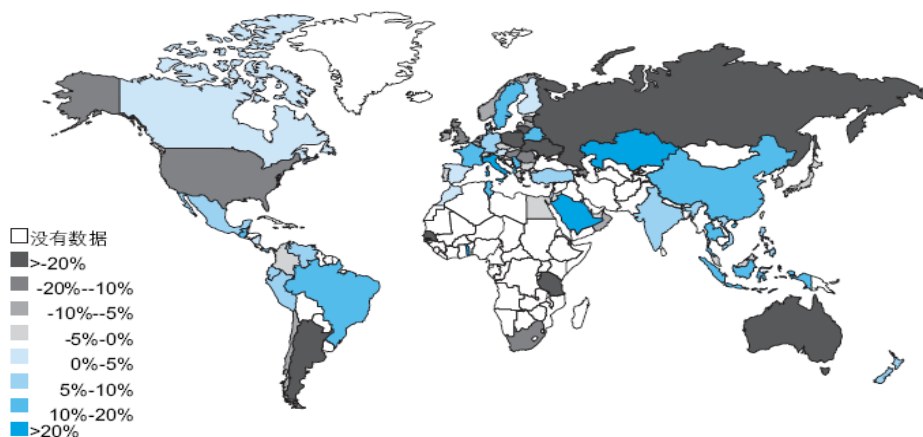
从历史来看，从 1999 年至 2009 年，我国寿险业保费复合增速为 25%，远超出平均 GDP 增速（约为 10%），也就是说寿险保费对 GDP 的弹性为 2.5。从全球范围来看，我国保费增长速度一枝独秀。据 Sigma 数据，2009 年全球寿险保费收入下降 2%，至 23320 亿美元。受经济危机影响，工业化经济体的保费下跌 2.8%，但新兴市场保费增长依然强劲。2009 年新兴市场寿险保费同比增长 4.2%，其中，中国寿险保费为 958.3 亿美元，扣除通胀影响后同比增长 12.8%，占全球的比重为 4.68%，排名第 7 位。2009 年寿险深度（寿险保费/GDP）为 2.3%，世界排名第 44，保险密度（保费收入/人口）为 121 美元，世界排名第 64 位，领先人均 GDP 全球排名（第 74 位）。也就是说，我国保险业的发展已逐步追赶上经济发展的步伐。那么，未来中国保费未来增长的驱动力在哪里呢？

图 1：寿险保费对 GDP 的弹性为 2.5 左右



资料来源：国家统计局，CIRC，宏源证券

图 2：2009 年全球寿险保费增长情况



资料来源：Sigma，宏源证券

我们在与保险销售人员交流的过程中发现,大家普遍都有这个一个感慨:保单不好卖,比如在北京、上海基本人手一单几单。那么我们一直所公认的中国保险发展潜力巨大体现在哪呢?我们认为这要从中国保险发展的现状和其内在驱动来观察。

从 1992 年中国友邦进入中国市场并带来其代理人制度后,中国保险业经历着爆炸式的增长。但是,我们不能否认保险业营销是一个“推销型”型行业。目前各保险公司的保费增长策略主要还是靠代理人规模的扩大,依赖代理人的“人际关系”获取“人情单”,各保险公司保费竞争如火如荼,对于许多投保人来说,保险消费主要还是被动的。强势推销的结果是保费直接与居民收入挂钩,即收入提高成为保费增长的主要驱动因素。

我们认为,未来保费增长将靠两大动力来驱动:居民可支配收入提高带来的收入效应;人口结构变化带来的边际消费倾向的提高。居民收入在社会盈余中占比的提高将增强居民的购买力;人口红利拐点的将提高现代社会的抚育比,保险在客观上具备需求。

(二) 人口结构变化带来的保险边际消费倾向提高

在消费模式方面,国际经验表明,在人均 GDP 处于 1000 美元-3000 美元的特定时期,人们的消费将超越基本生活需求,并向长期消费品转移,同时,将有一部分家庭开始负债消费。在资产负债结构发生重大变化的条件下,中国居民的收入和支出将越来越多地暴露在风险之下,尤其是随着中国人口红利拐点的来临,家庭的总抚育负担系数将逐步提高,保险的消费属性对于家庭来讲将会日益突出。

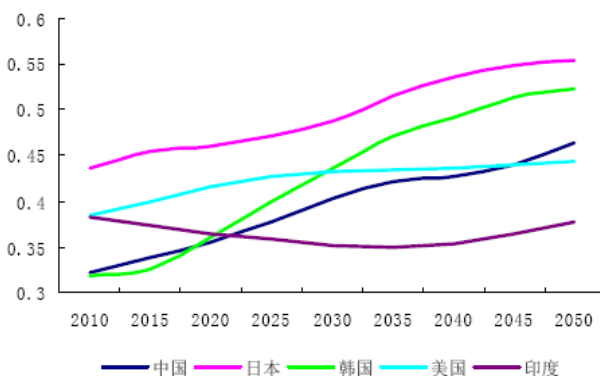
根据宏源证券宏观组的研究,我国人口结构的变化形势不容乐观。从人口年龄结构统计上分析,我国已经进入老龄化社会,且未来人口老年化会加速,根据相关模型测算数据,到 2050 年中国 60 岁以上老年人口规模将超过 4 亿,占总人口规模 30% 以上。联合国的预测也显示,我国人口年龄中位数呈现逐年上升的态势,2015 年将上升到 36 岁,2050 年将达到 45 岁。

图 3: 联合国预测中国人口年龄中位数变化



资料来源: 联合国, 宏源证券

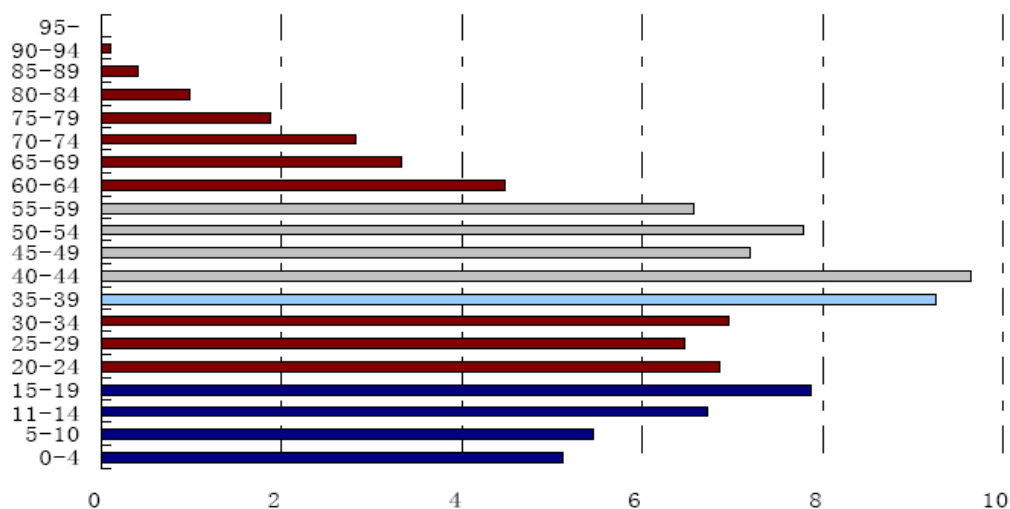
图 4: 联合国预测各国抚养率变化



资料来源: 联合国, 宏源证券

通过 2008 年人口年龄分布统计数据可以看出,未来二十年,退休人口总数将超过新进入劳动年龄人口数,35 周岁以上人口占人口总数的 54.5%,考虑到我国现行的女性 55 周岁退休的规定,差额缺口可能更加严重。我国人口负担率提高的情形非常明显。

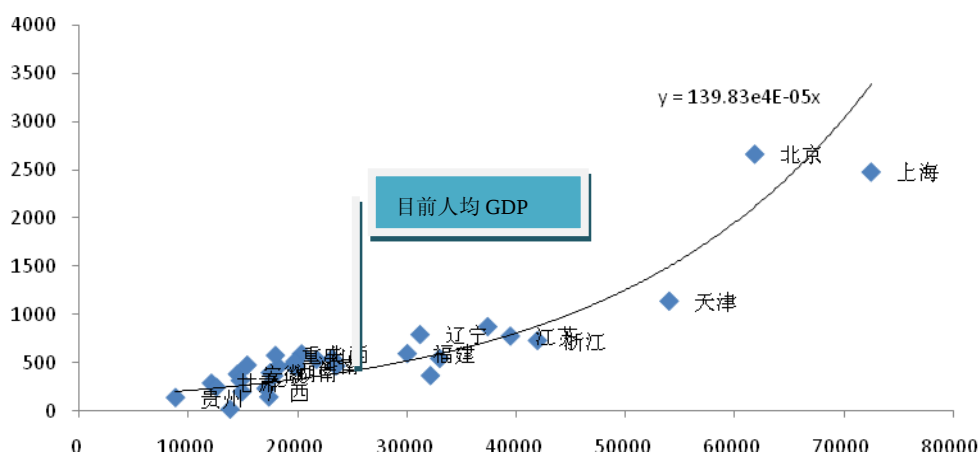
图 5: 2008 年中国人口年龄分布 (岁, %)



资料来源: wind, 宏源证券

从我国各区域保险发展经验来看,我们取了 2008 年各地区人均 GDP 和保险密度的横截面数据, 希望以横截面数据描画出人均 GDP 与保险密度发展相关性。如图 6 所示, 上述自变量和因变量呈现明显的指数相关关系, 即在目前经济发展情况下, 保险密度对人均 GDP 的弹性呈现递增趋势: 保险的边际消费倾向在提高。由于 2010 保险年鉴尚未出版, 所以我们无法取得 2009 年数据, 此处使用 2008 年数据以刻画保险发展轨迹。2008 年, 我国的人均 GDP 为 2.5 万人民币, 尚处在边际消费提高的起始阶段。(必须指出的是, 这样的结论建立在中国其他省区将沿着京沪深等经济发达地区经济增长的轨迹前进的假设上)

图 6: 2008 年中国各省区保费增长趋势图



资料来源: 保险年鉴, 宏源证券

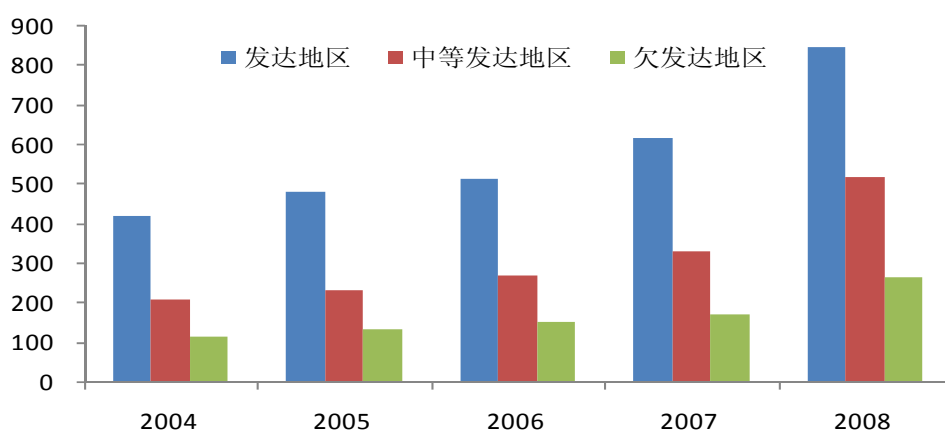
二、保险两大指标区域背离的内在逻辑

为研究保险区域发展差别, 我们将全国各省区划分为发达地区 (2008 年人均 GDP 达 30000 元以上, 包括上海、北京、天津、浙江、江苏、广东、山东、内蒙古、辽宁和福

建)、中等发达地区(人均 GDP15000-30000 元,包括吉林、河北、黑龙江、山西、湖北、新疆、河南、山西、重庆、宁夏、湖南、青海、海南和四川)和欠发达地区(人均 GDP15000 以下,其余省区)。观察各区域保险发展情况,中等发达地区的保险密度远低于发达地区,但其保险深度在 2004-2008 年均高于发达地区,这和直观的保险发展情况大相径庭。

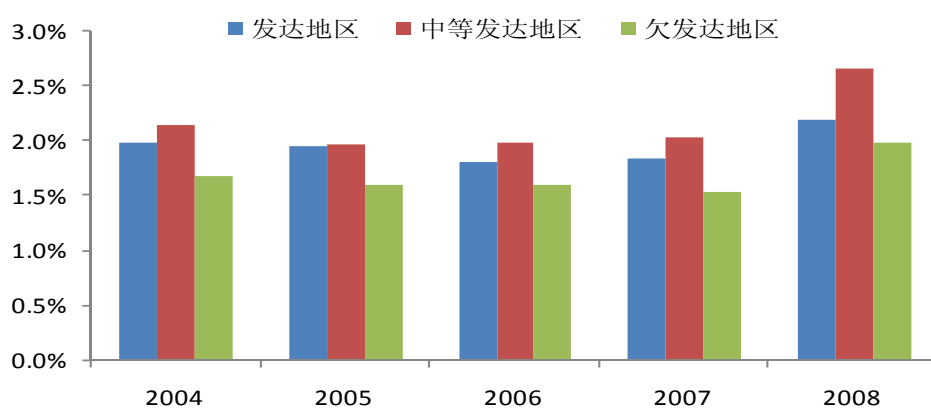
我们认为这主要是因为我国保险业强势推销的本质造成的。目前,国内区域间经济发展的不平衡导致较大的经济总量差异,如图 9 所示,2008 年发达地区人均 GDP 是中等发达地区的 2 倍。但是,如前文所分析,目前各保险公司的保费增长策略主要还是靠代理人规模的扩大,寿险公司省分公司发展保费的压力相同的,这在一定程度上导致保险深度与经济发展的不对称。发达地区和其他地区保险深度与密度的背离也侧面验证了国内保险强势推销的本质。

图 7: 各区域保险密度对比

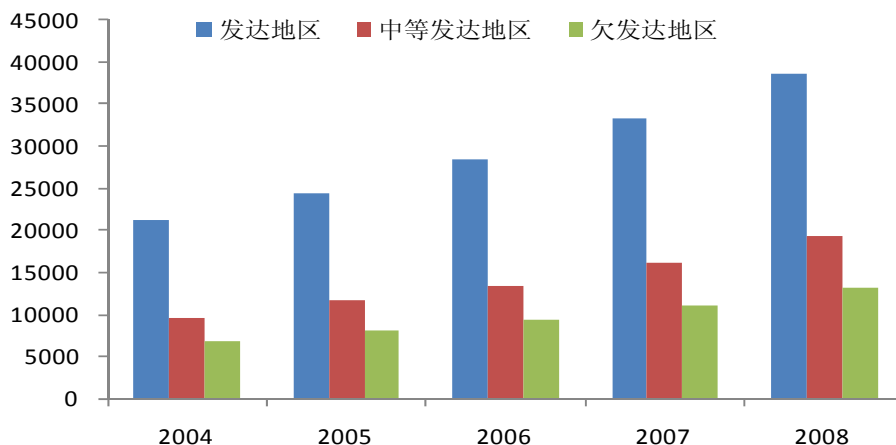


资料来源: 保险年鉴, 宏源证券

图 8: 各区域保险深度对比



资料来源: 保险年鉴, 宏源证券

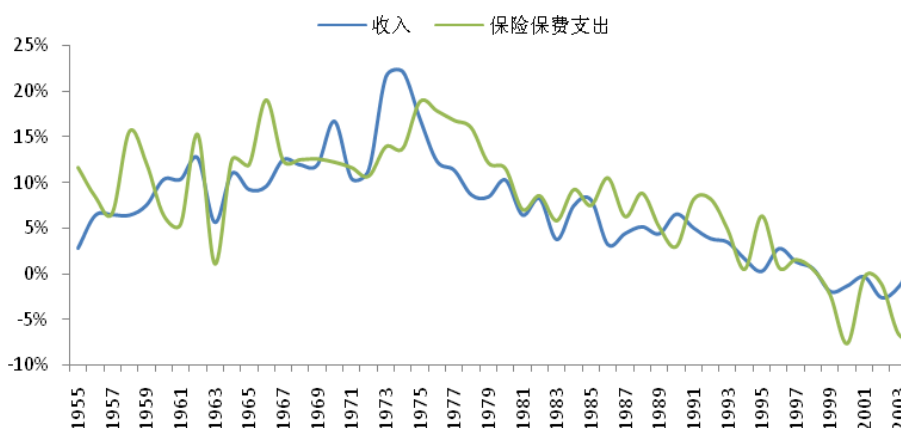
图 9：各区域人均 GDP 对比


资料来源：保险年鉴，宏源证券

三、日本收入倍增计划与保险发展

上世纪 60 年代初，日本经济陷入萧条期。萧条暴露出日本经济存在双重结构、过度依赖投资带动经济增长、人口红利即将结束、个人消费不足等诸多问题，和目前的中国非常相似。

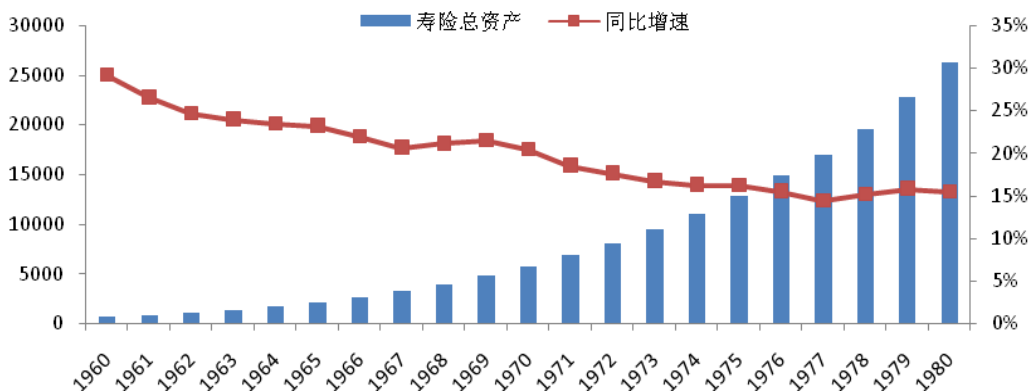
1960 年，日本池田勇人内阁宣布启动为期 10 年的国民收入倍增计划，采取了包括充实社会资本、实行最低工资制、推行社会保障、增加农业者收入、推动中小企业发展、削减个人收入调节税和企业税等一系列国民收入增长措施，仅用 7 年就使日本国民的收入翻倍，到 1973 年翻了 2 倍。与此同时，产业结构的高级化使得钢铁、汽车、船舶、家电四大支柱产业迅速发展，国际竞争力大大增强，另一方面，受益于国民收入的提高和居民闲暇时间的增多，消费品以及服务行业迅速增长，出现“消费革命”和“大众消费社会”。

图 10：日本工薪阶层家庭收入和保费支出同比增速


资料来源：日本统计局，宏源证券

如图 10 所示,在国民收入倍增计划刺激下,20 世纪 60 年代日本家庭收入保持高速增长,由 1960 年的 4.77 万日元增长到 1975 年的 29 万日元,年均复合增长率为 12.8%。与此同时,日本家庭的保费支出也保持高速增长,1960 年至 1975 年日本家庭的保费支出年均复合增长为 12.1%。投保人保费支出的增加带来了寿险业总资产也迅速增加,1960 年初寿险业总资产为 7528 亿日元,1975 年达到 12.89 万亿日元,为 1960 年的 17.2 倍,年均复合增长为 20.85%。

图 11: 日本寿险业资产规模和同比增速 (十亿日元)

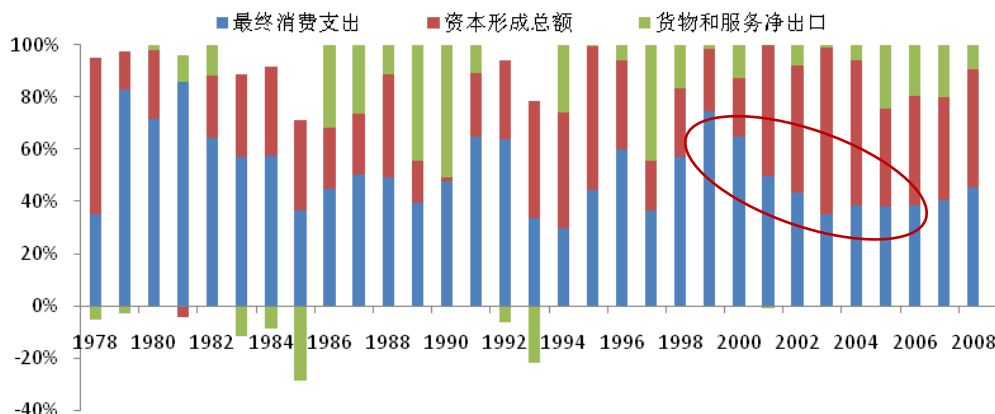


资料来源: 日本统计局, 宏源证券

四、收入分配亟待改善与非对称性

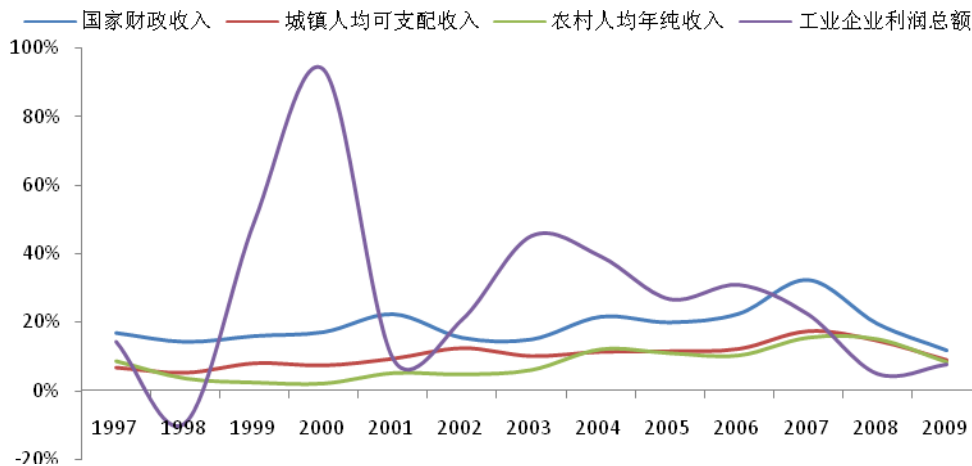
在我国,由于分配制度尚不完善,劳动者报酬在初次分配中占比偏低。如图 12 所示,最终消费对 GDP 的贡献率由 1999 年的 74.7% 逐步下降到 2007 年的 40.6%。2008-2009 年的全球金融危机使出口贡献迅速降低,消费贡献被动推高。消费贡献降低的原因在于社会盈余中政府和企业占比过高,居民收入增速低于社会财富的增长,如图 13 所示。从绝对数来看,从 1996 年到 2009 年,国家财政收入和工业企业利润总额分别增长了 9.3 倍和 18.2 倍,而城镇居民人均可支配收入和农村家庭人均净收入则分别增长了 3.6 倍和 2.7 倍,社会三大部门中企业和政府收入占比过高挤出了居民收入,导致消费增长乏力。

图 12: 三驾马车对 GDP 的贡献



资料来源: wind, 宏源证券

图 13: 各社会主体收入增速对比



资料来源: wind, 宏源证券

居民收入增速偏低导致居民消费不足,随着中国人口红利拐点的来临,依赖低成本的出口和政府主导的高投资发展模式难以为继,消费必须成为经济增长的最重要的引擎。改革和完善中国收入分配制度,实现国民收入大幅增长将是“十二五规划”的重要目标。但是,考虑到中国大部分税收在中央政府的财政体制,由于中西部地区收入基数较低,我们认为通过转移支付,中西部地区居民短期内率先实现收入倍增更为可行,并且这个目标也符合缩小地区收入差距、阶层收入差距的社会共识,也具有很强的必要性。

五、收入调整对中国保险业的不对称影响

对于保险公司来讲,由于保险业强势推销的营销属性,即使在目前保险深度和保险密度下,随着居民收入占比提高,保费也会显著增长。如上所述,收入调整计划中不同区域、不同类别的社会主体将受益不同,我国经济发展面临着区域经济发展失衡、城乡经济发展失衡、收入差距悬殊的困境,未来收入调整中发展较缓慢的中西部地区、农村地区、中低收入阶层将首先获益,进而在此地区具有渠道优势的中国人寿保费将超预期。

(一) 保费规模和质量将获得新的增长动能

为了考量未来居民收入结构优化对保险业发展的影响,在这里,我们重复阐述一下保险的本质:保险的本质在于通过大数定律和中心极限定理将发生在个体身上的风险分担由一个团体承担,从而达到风险锁定的目的。人寿保险按分担风险的不同,可以分为两大类:普通寿险和养老险。普通寿险是为了防止被保险人寿命过短而给受益人带来损失的风险,而养老险则是为了防止长寿风险。我国目前保险业更关注的是保费指标,这其中包括了保障部分和投资部分。所以说,只看保费增长并不能客观的衡量居民风险转移的程度。9月我们参加了中国人寿2010投资者开放日,会上与国寿总裁万峰先生交流了两个行业指标:保额和保单数量。我们一致认为用这两个指标衡量承保质量更为科学,保额衡量了保险公司承担的风险,保单数量衡量了保险这一产业所惠及的人数。

由于目前很多公司把承保当做募集资金的手段来做，保费增长迅速，但实际上并没有实现保险的保障本质。也使得保费这一指标的作用大大降低。并不是分析师们意识不到保额和保单数量这两个指标的重要性，而是数据无法获取。

2010 年新的保险会计准则开始实施，《重大保险风险测试实施指引》规定了如何判断原保险保单是否具备转移重大保险风险：对于非年金保单，以原保险保单保险风险比例来衡量保险风险转移的显著程度，其计算公式为：

原保险保单保险风险比例 = (保险事故发生情境下保险公司给付的金额 / 保险事故不发生情境下保险公司给付的金额 - 1) * 100%

满足下列条件之一的原保险保单，确认为保险合同：

A、保险期间大于等于 5 年，并且至少有 5 个以上保单年度满足保险风险比例大于 10%

B、保险期间小于 5 年，并且有一半以上的保单年度满足保险风险比例大于 10%。

应该说，判定能否确认为保费的门槛很低。保险风险测试是一个衡量保险风险转移程度的较好的指标，但是其较低的认可标准及数据获取难度使其不具备太大的推广价值。

所以，由于数据获取的因素，我们既无法获取目前保费的质量，所以很难在定性的衡量未来在收入分配调整实施的背景下，保费质量增长的具体情形。不过可以肯定的是，随着居民收入的提高，保险作为保障的主要手段，将会回归它的本质。

这是因为，对于消费者来说，银行存款具备保值功能，股票基金具备投资功能，而保险则具备保障功能。传统人身险则是能够提供保障功能特征最明显的险种：保险利益锁定，风险转移程度大，投资风险完全由保险人承担。从各险种来看，万能险、投连险乃至分红险其设计理念在于将投资和保障捆绑在一起销售，在未来对于最理性的投资者，他会选择最好的投资和最好的保障，传统险则是提供保障功能的主要险种。

表 1：各险种风险收益分布

	保险利益	投资风险承担	超额收益分享	利润率
传统险	锁定	完全由保险公司承担	完全归属保险公司	最高
分红险	变动	共担	超额收益的 70% 归属投保人	次高
万能险	变动	共担	完全归投保人	次低
投连险	变动	完全由投保人承担	完全归投保人	最低

资料来源：宏源证券

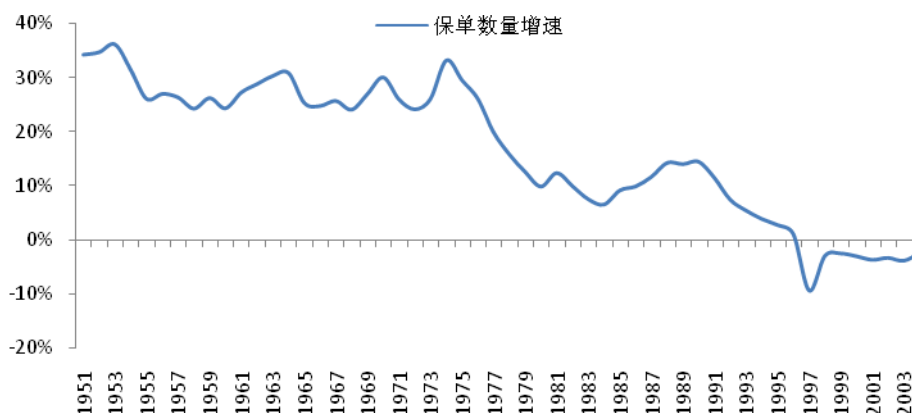
所以随着居民收入的提高，越来越多的人会重视对风险的覆盖，居民将既有能力又有意愿购买目前销售难度最大、也是对保险公司来说利润最高的传统险。

此外，上文中我们提到了保险发展程度的迅速提高，但是我们应该认识到由于中国居民贫富差距加大，收入分配不均衡必然导致保险覆盖程度不均衡，大量的中低阶层具有巨大的保险需求但受购买能力所限，一单难求。而在未来，这部分人收入的提高将是政策实施的重点，他们较高的边际消费能力将会带来保费增长在数量上的新的动能。基于上文分析的保险的强势推销属性，收入较快增长地区也会带来保费较快增长。

参考日本的情况，1960 年国民收入倍增计划实施后，保单数量增长保持了超过 15 年的高速增长，增速超过 25%，对比图 14 的情况，在 1970 年以后，保单增速已经远远超过

寿险业资产的增速。这体现了在居民收入提高的过程中，保险覆盖人群的提高。

图 14: 日本收入倍增计划中保单数量增长情况

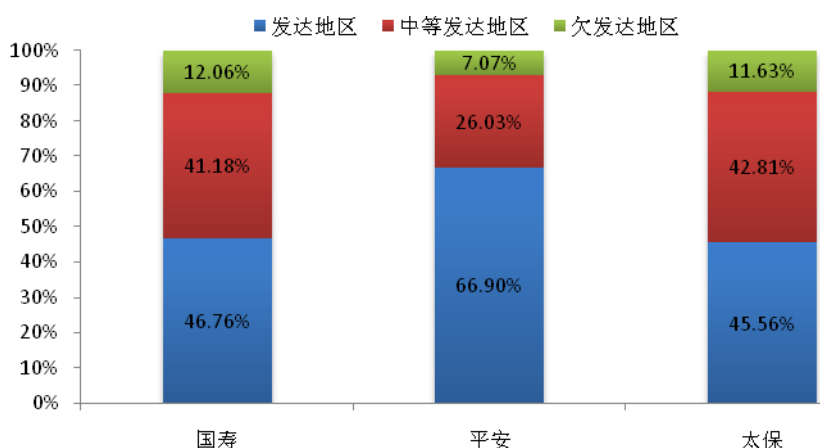


资料来源: 保险年鉴, 宏源证券

(二) 中国人寿将是最大受益者

由于经营历史和所处情况不同, 各公司采取了不同的区域发展策略。中国人寿拥有中国寿险业最庞大的寿险代理人队伍和销售网点, 受益于政策和经营历史, 其全国布局早有基础。2008 年, 国寿在中等发达地区的保费收入占其总保费的 41.2%, 远高于中国平安 26% 的比例。而中国平安, 作为一家 1988 年成立于蛇口的地方保险企业, 其迅速发展的过程中采取了重点突破的保费发展策略。2008 年, 中国平安在北京、上海、深圳的市场份额均超过中国人寿, 位列市场第一。如图 15 所示, 2008 年中国平安在发达地区的保费分布达到 66.9%, 远超过其余两家公司。

图 15: 2008 年上市保险公司保费的地区分布

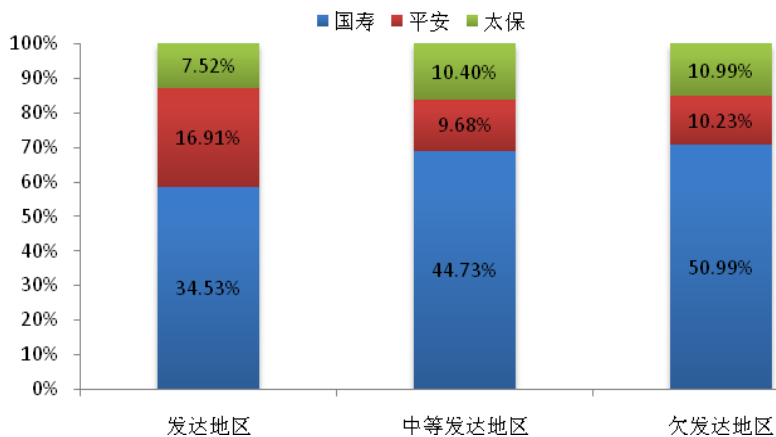


资料来源: 保险年鉴, 宏源证券

从区域来看, 中国人寿在中等发达地区和欠发达地区的市场份额优势更加明显。2008 年中国人寿在中等发达地区和欠发达地区和市场份额分别达到了 44.7% 和 50.9%, 而中国平安仅为 9.68% 和 10.23%。对于保险经营来说, 地区的机构建设和代理人队伍建设优势是保持其市场份额、阻挡后来者的有效门槛。我们认为, 随着国民经济的转型, 居民收入

的提高，尤其是中西部欠发达地区经济的发展，保险行业将迎来发展的黄金时机，而在中等发达地区和欠发达地区有布局优势的中国人寿是这一过程的最大受益者。

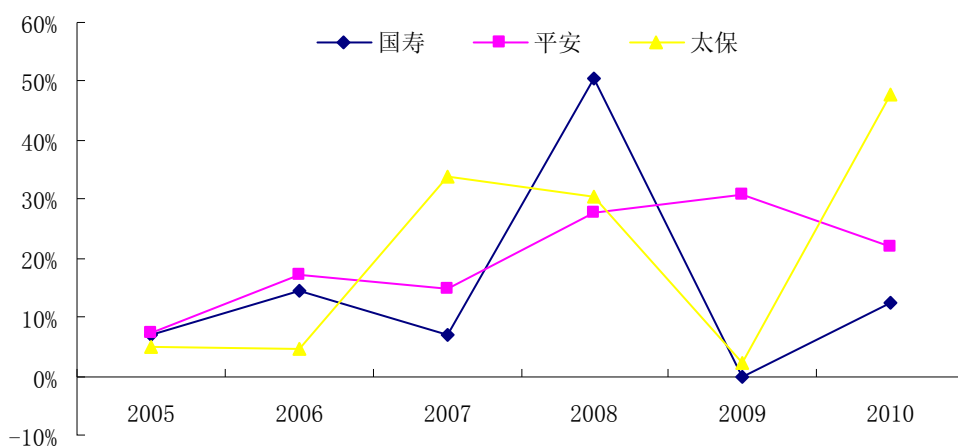
图 16：2008 年三大区域主要寿险公司的市场份额



资料来源：保险年鉴，宏源证券

具体来说，从 05 年截止目前，除 2008 年国寿通过银保渠道获得较高规模保费增速外，规模保费增长均不尽人意，如图 17 所示，这其中有调结构的因素。但是，目前来看，国寿利润率更高的个人渠道正在被中国平安赶上甚至超越。从图 18 来看，国寿近三年一年期新业务价值的增速为 15%、16%、27%，增长是慢于太保和平安的。基于我们的逻辑，由于中国人寿在中西部等欠发达地区的先发优势，未来国寿的保费增速及新业务价值增长将有超预期的可能。

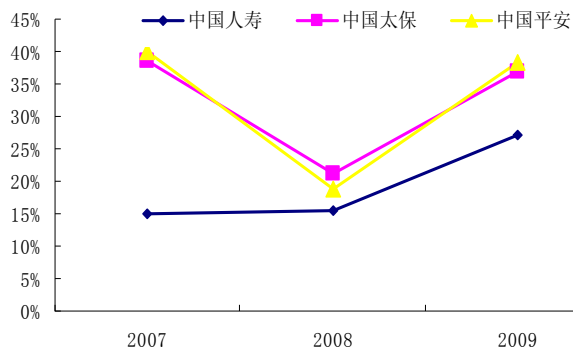
图 17：2005 年至 2010 年 7 月三家上市保险公司规模保费增速



资料来源：CIRC，宏源证券

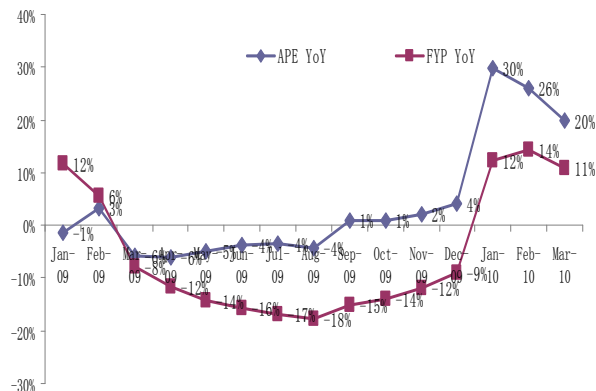
2010 年上半年，中国人寿 APE 为 442 亿，同比增长 18%，APE 利润率为 26.1%，下降 1.7 个百分点，所以 NBV 仅增长 11%。对比平安，2010 中期中国平安 APE 达 296 亿元，同比增长 46%，新业务价值为 91.22 亿，同比增长 44%，新业务价值也是略有下降，但依然达 30%。未来，如果中国人寿 APE 增长能提高至 24%，新业务价值利润率略微提高至 27%，（依然远低于中国平安，具有可行性），那么中国人寿的一年期新业务价值增速将达 38%，远高于目前的 11% 的水平，也高于近三年的水平。

图 18: 近三年各保险公司 NBV 增长



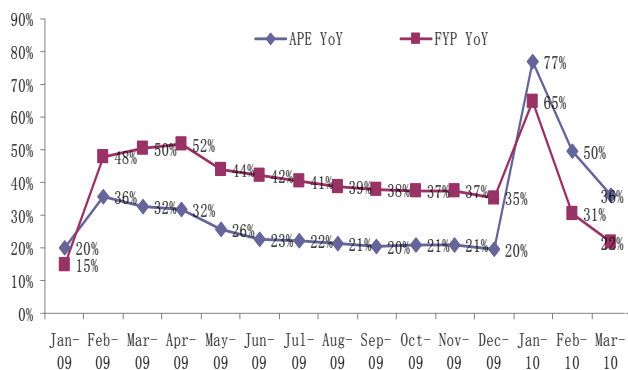
资料来源: 公司年报, 宏源证券

图 19: 国寿 FYP、APE 增长



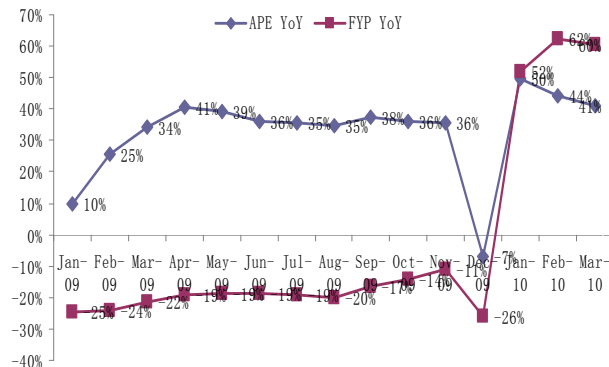
资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 20: 平安 FYP、APE 增长



资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 21: 太保 FYP、APE 增长



资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 2: 国寿的新业务价值增速对利润率和 APE 增速的弹性

利润率(横)										
APE 增速(纵)	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
12%	-46%	-44%	-41%	-38%	-36%	-33%	-31%	-28%	-26%	-23%
15%	-33%	-29%	-26%	-23%	-20%	-17%	-13%	-10%	-7%	-4%
18%	-19%	-15%	-12%	-8%	-4%	0%	4%	8%	12%	15%
21%	-6%	-1%	3%	8%	12%	17%	21%	26%	30%	35%
24%	8%	13%	18%	23%	28%	33%	38%	44%	49%	54%
27%	21%	27%	33%	38%	44%	50%	56%	62%	67%	73%
30%	35%	41%	47%	54%	60%	67%	73%	79%	86%	92%
33%	48%	55%	62%	69%	76%	83%	90%	97%	104%	112%

资料来源: 宏源证券

附件、保险行业估值探讨

（一）内含价值横向比较存在的问题

假设不统一且弹性大导致横向比较严重失真。目前对于寿险行业主要的估值方法是内含价值估值法，其估值法理论体系完备，能够较为全面的反映寿险业的长期价值。但其缺点也较明显：由于假设不统一且弹性较大，失真较为严重，如表 1 所示，各家公司无法在同一套假设下估值，由于算法复杂，个人也较难近似，无法横向比较公司业绩。此外，新会计准则公布实施后，保险公司可以自主确定保险责任准备金评估利率，这也导致了保险公司会计利润横向比较的难度。

表 3：上市保险公司 EV 估值假设差异

	税率	投资收益率	风险贴现率	死亡率	保单红利
中国人寿	25%	2009 年 4.6%，线性增长到 2012 年的 5.35%，2013 年保持 5.5% 不变	11.0%		
中国太保	25%	从 2010 年的 4.75% 递增到 2014 年的 5.2% 保持不变	11.5%	人寿产品为《中国人寿保险业经验生命表(2000-2003)》的 80%，年金产品为 90%	个险：70% 死差和利差；银保：70% 死差和利差；团险：80% 利差
中国平安	25%	2010 年非投连型的回报率 4.5%，每年增加 0.25%；截止 2014 年为 5.5%	11.0%	男性和女性分别按国寿生命表非年金男性表和女性表的 65% 和 65% 基准计算。年金产品按男性表和女性表的 45% 和 40% 基准计算。	个人寿险和银行保险分红业务的保单红利根据利息和死亡盈余的 80% 计算。

资料来源：上市公司年报，宏源证券

表 4：上市保险公司准备金评估利率差别

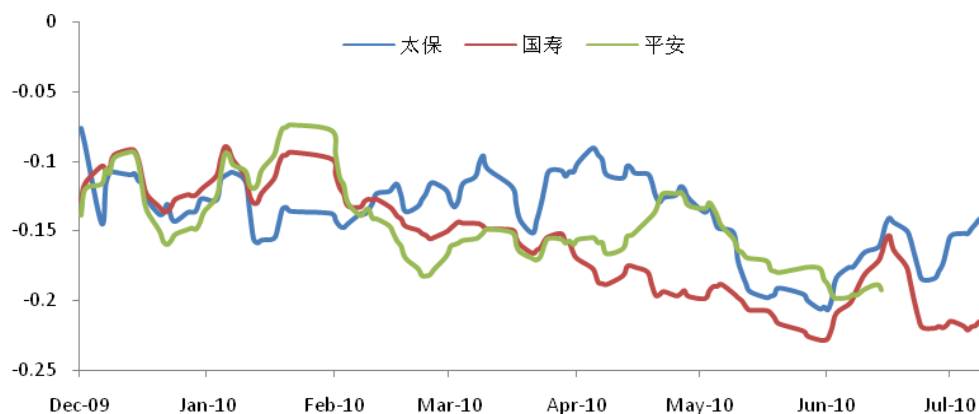
	保险利益未锁定	保险利益锁定
中国人寿	4.4%-5%	2.69%-5.32%
中国太保	4.65%-5.2%	2.89%-5.55%
中国平安	4.5%-5.5%	2.83%-5.48%

资料来源：上市公司年报，宏源证券

（二）发掘超预期表现更有意义

尽管内涵价值估值假设的差异和寿险责任准备金评估利率的差异导致寿险估值的不精确，但是市场是理性的，市场会给假设谨慎的公司一定的溢价，这个溢价往往反映在隐含的新业务价值倍数，其实是有效业务价值低估造成的。其实我们观察三家保险公司 A 股相对比价，可以看出其相对比例已经保持较长时间，如图 13，从三家公司 A/H 折溢价率较高的同步性，也可看出国际市场对隐含新业务价值倍数的不认同。因此我们认为简单的比较三个保险公司隐含新业务价值倍数意义不大，如果我们假设三个公司相对估值合理，发掘它们未来在承保端或者投资端超预期表现更有意义。

图 22: 三家公司 A/H 溢折价率横向比较



资料来源: 保险年鉴, 宏源证券

分析师姓名：黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglilie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。