

产业趋势下行 长期价值显现

——2009年保险行业投资策略

 **申银万国·2009投资中国战略年会**
SYWG·2009 CHINA Value Revealed Forum

余斌 CFA
2008.11

观点摘要

经济周期引起对利润率和增长潜力的信心动摇

3 - 6个月内将兑现不利的预期，而不是出现更坏的预期

降息：我们面临下降的新配置收益率，但可能面临更低的负债成本

减速：我们将看到银保熄火，但是个人渠道可能面临更好的销售环境

业绩：08年下半年压力最大，09年将轻装前行（可能的例外是平安）

目前中国平安和中国太保都处于深度折价，是熊市中的安全价格。

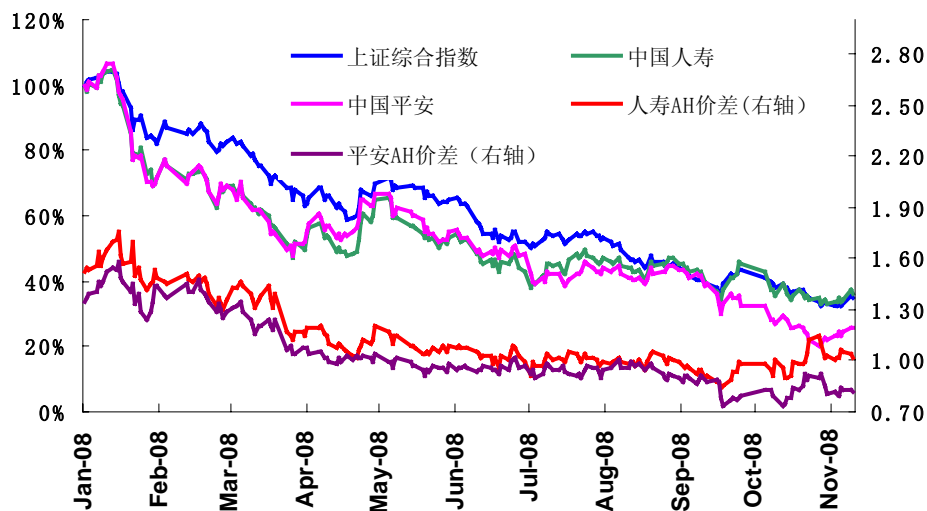
主要内容

1. 回顾2008
2. 收入篇：长期增长中的短期调整
3. 盈利篇：降息盖过渠道拓展，导致投资预期下降
4. 投资策略：趋势Vs价值 谁主沉浮

1.1. 回顾2008：保险股逊于大盘

- 08上半年保险股一度领跌大盘
 - 再融资、限售股上市等诱发
- 下半年整体略超越大盘并出现分化
 - 保费销售的稳定是重要因素
 - 中国人寿因为更稳定的业绩，强于中国平安和中国太保
- AH从溢价到折价，A股是更为趋势投资的市场

国内保险股下跌超过大盘、AH倒挂



全球主要寿险公司08年均有大幅度下跌

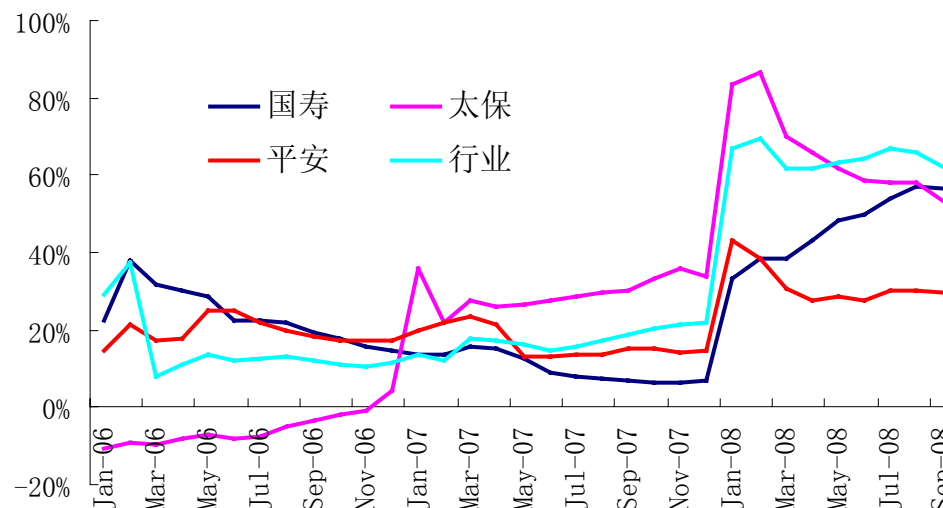
	股价	本年回报	07年	06年	PB
AMP US	21.03	-62%	1%	31%	1.61
AXA US	20.65	-48%	-5%	23%	1.76
大东方	9.28	-44%	-2%	15%	2.39
新光	8.89	-58%	-35%	52%	
国泰	37.65	-41%	-13%	35%	
LNC US	19.77	-65%	-15%	24%	1.31
宏利	26	-34%	0%	14%	2.58
MET US	34.34	-42%	-2%	19%	1.36
PRU US	34.82	-62%	6%	14%	1.77
AIG US	2.11	-96%	-22%	4%	1.54
中国人寿H	20.65	-48%	50%	288%	3.50
中国人寿A	19.18	-66%			3.25
中国平安H	34.25	-59%	92%	201%	3.08
中国平安A	25.15	-76%			2.26
中国太保A	11.98	-75%			1.88

资料来源：申万研究

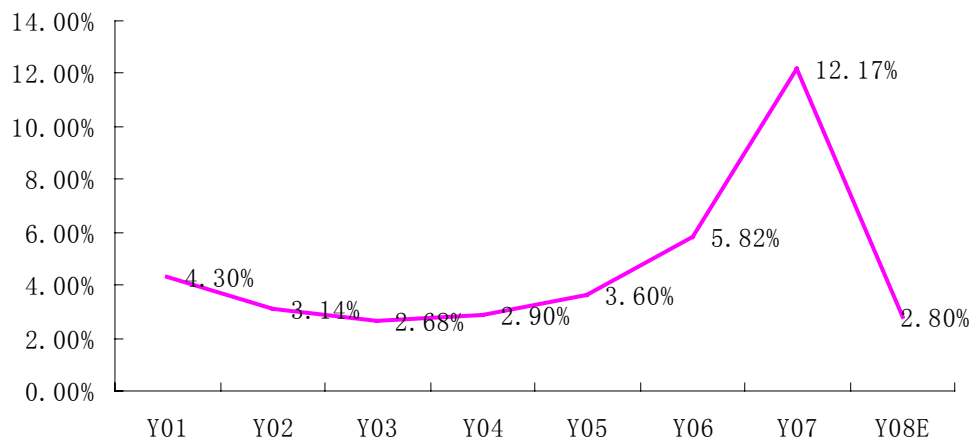
1.2. 保费增长不敌投资低迷

- **全行业寿险保费强劲增长**
 - 前3季度行业增长62%、国寿57%、太保54%、平安30%
- **银保井喷，同比增长150%**
- **个代稳健，同比增长24%**
- **投资收益大幅度下降**
 - 08前3季全行业投资收益率2.1%
 - 各公司浮盈大量消耗，平安和太保已进入浮亏状态
 - 考虑浮盈为全行业投资亏损
- **08年3季度开始业绩大幅度下降**
 - 上半年兑现浮盈，盈利尚好
 - 3季度持续下跌后，权益投资拖累投资收益，业绩压力增大
 - 平安计提富通减值出现亏损
 - 太保出现单季亏损
 - 国寿业绩大幅度下降

寿险市场08年井喷增长



股票市场低迷、投资收益大幅度下降



资料来源：保监会，08年投资收益率为前3季度简单年化

1.3. 趋势和价值的背离中走入2009

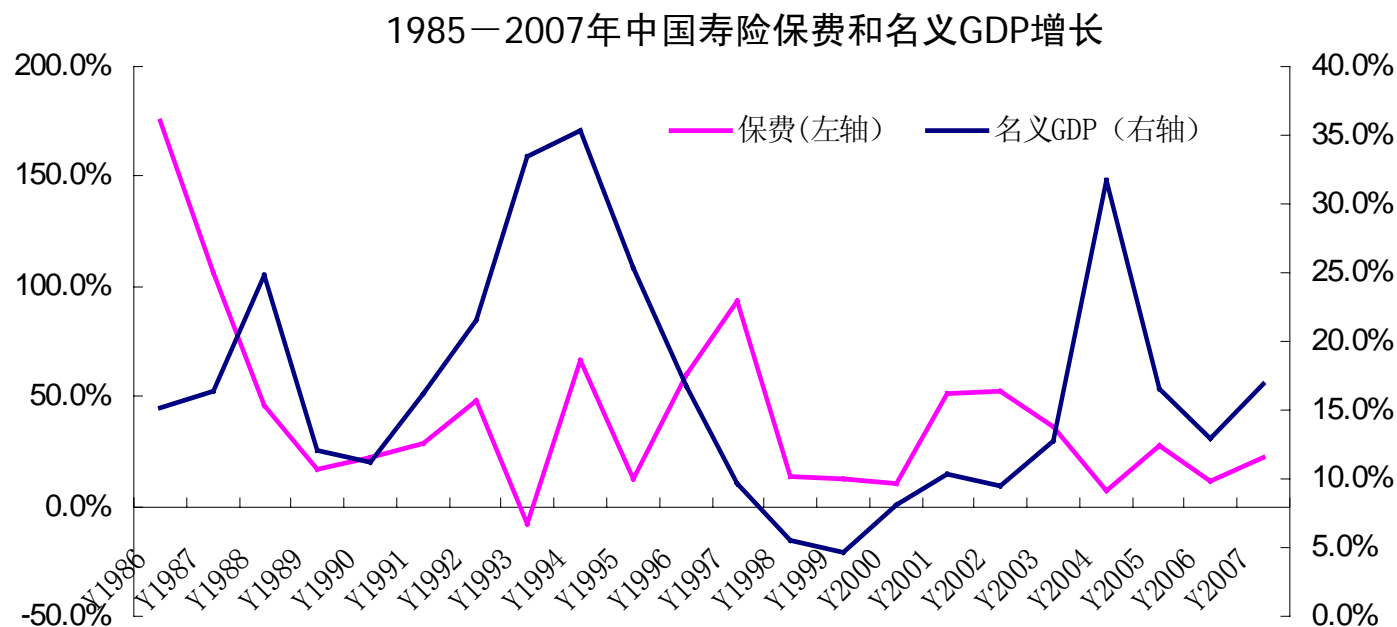
- 内含价值法评估显示保险股都处于不同程度的低估。
- 经济周期使核心假设面临挑战，导致对利润率和增长潜力的信心动摇
- 投资方面是双重的悲观预期：降息周期 + 低迷的股票市场，
 - 降息周期仍将持续
 - 股票市场何时好转
 - 失去浮盈的平滑后，08年下半年保险公司业绩压力开始显现
- 保费收入增长处于高位，减速似乎是必然方向
 - 银行保险减速甚至负增长被一致预期
 - 个人代理能否在经济减速中保持稳定增长成为关注焦点
- 分析逻辑：
- 保险运营决定了我们需要基于长期观点评价企业价值
- 短期趋势是对于长期趋势的偏离，我们需要正视周期的力量

主要内容

1. 回顾2008
2. 收入篇：长期增长中的暂时调整
寿险业上下三十年
短期银保面临调整，个险仍将理性增长
3. 盈利篇：降息盖过渠道拓展，导致投资预期下降
4. 投资策略：趋势Vs价值 谁主沉浮

2.1.1. 寿险业1980年起步，2007年保费收入近5000亿元

- 中国寿险市场1980年起步，经历了3个发展阶段
- 1980 - 1995年起步阶段，混业经营，传统产品为主，太保和平安成立打破人保垄断
 - 1985—1995年保费年均增长44.3%，名义GDP增长20.9%，增长弹性为2.12
- 1995 - 2000年体制改革阶段，分业经营，新型产品推出，首张生命表，出现大量利差损
 - 保费年均增长34.4%，名义GDP增长8.8%，增长弹性为3.89
- 2000 - 今天，大型企业成为股份制上市公司，个人渠道转向期缴产品，银保迅速增长
 - 保费年均增长28.6%，名义GDP增长15.6%，增长弹性为1.83
- 而在1980 - 2007年间全球寿险保费增长率为6.8%

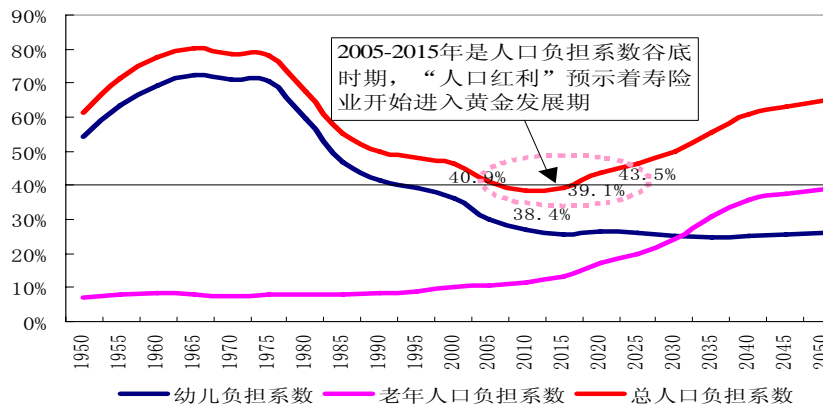


资料来源：申万研究

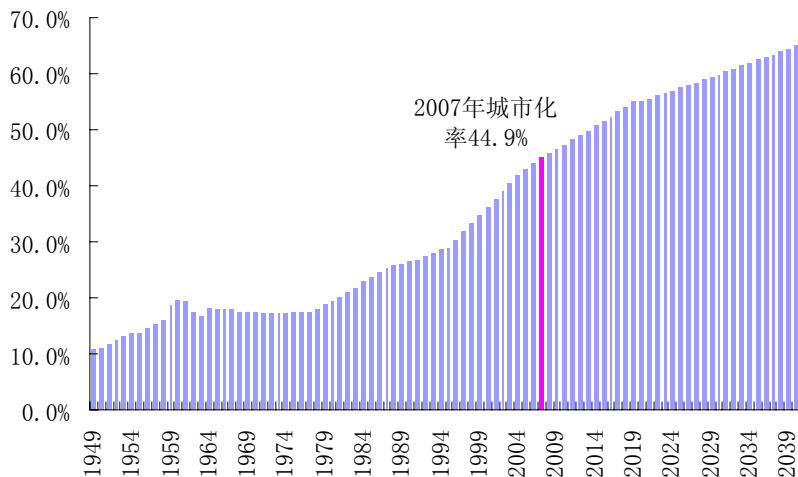
2.1.2. 保险行业具有长期增长条件

- 中国保险市场的长周期动力
- 经济强劲增长
- 人口红利期
- 城市化、家庭小型化的社会变迁
- 推动国内保险深度和密度进入加速提升阶段
- 经济增长是核心驱动力

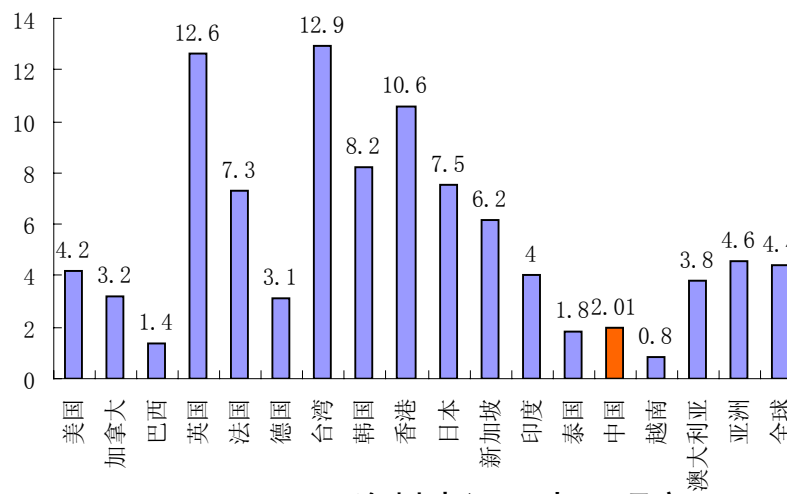
中国进入人口特性决定的财富积累阶段



城市化是寿险的驱动力之一



2007年主要国家的寿险深度

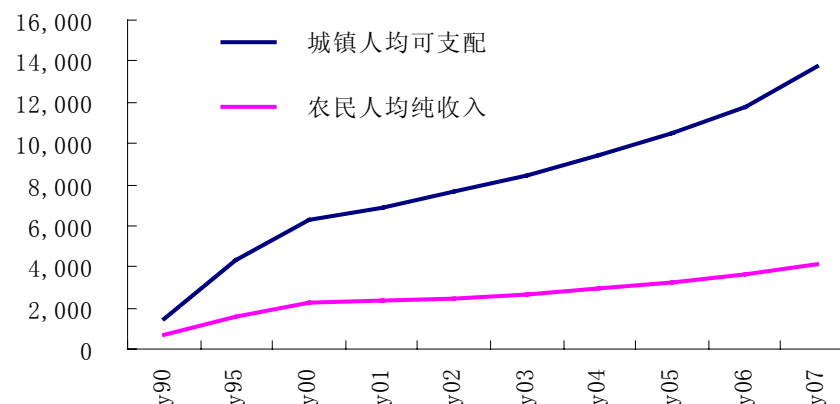


资料来源：申万研究

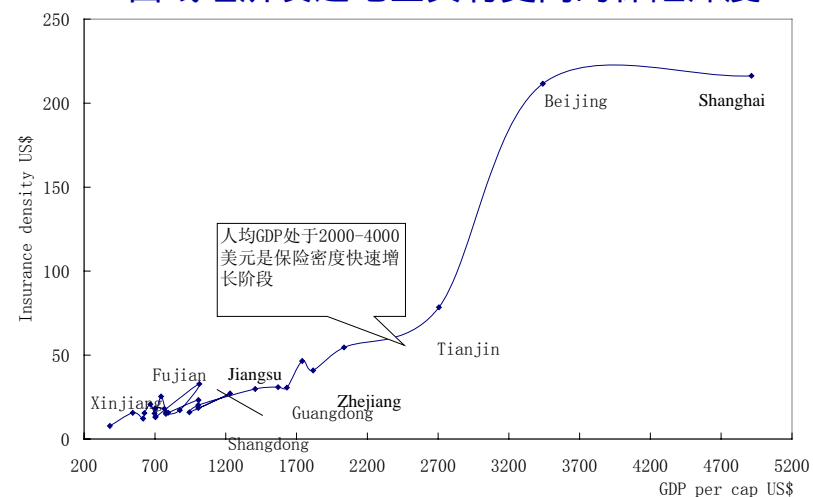
2.1.3.农村县域市场潜力尚未发挥

- 农村市场在城市化、市场化和家庭小型化的背景下具有比较高的潜在需求
- S曲线前半段，保险需求和收入高度相关
 - 农民收入低于城镇，保险倾向低
 - 收入差距扩大，农村增长缓慢
- 2005年中国的城市化率为43%，而县域覆盖了70%约9.15亿的人口，但是其保费收入还不到城镇市场的一半。
 - 人身险保费959亿元，占比29.7%
 - 财产险保费324亿元，占比28.8%
 - 保险公司也利用其经验为农村保障体系提供管理服务
- 县域保险不能提供足够密度，我们看到平安2元战略在农村市场方面进度缓慢。

农民收入增长慢于城镇居民



“S”曲线经济发达地区具有更高的保险深度



资料来源：统计局

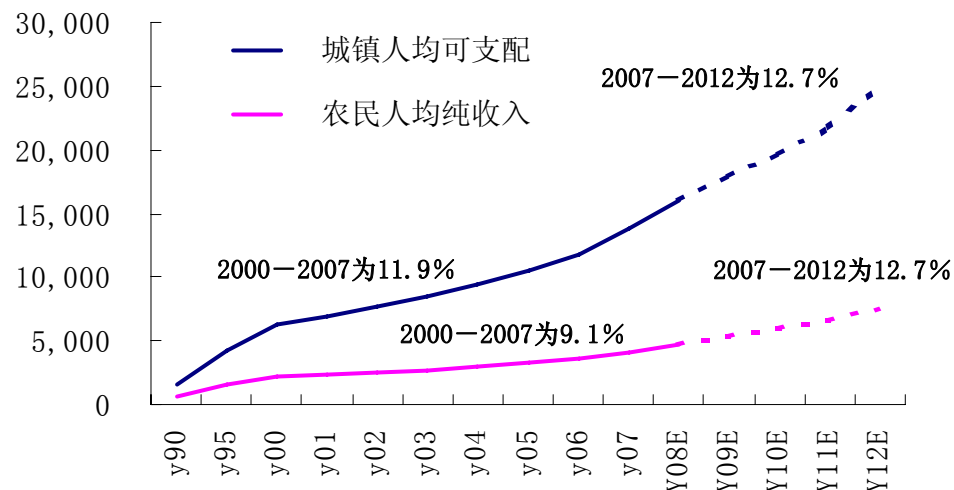
www.sw108.com | 申万研究

10

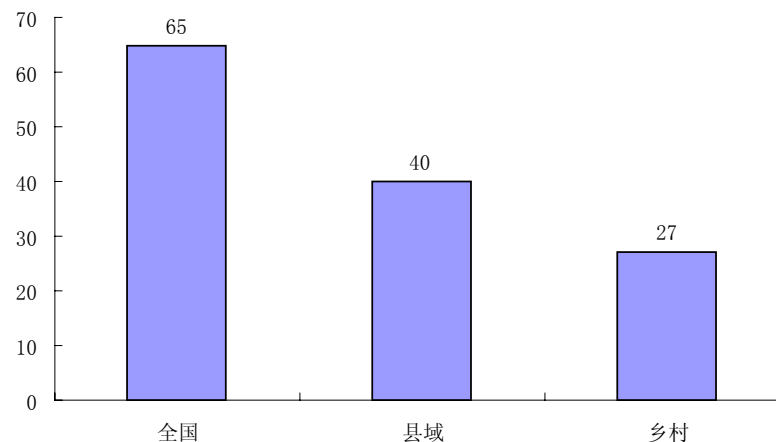
2.1.3. 新农村改革将促使县域市场的发展

- 农民城市化将提高农民收入增长速度
 - 农民人均纯收入增长速度将提高到12.7%，与城镇居民增长率接近。
 - “S”曲线上，农村市场增速可能超越城镇市场。
- 根据07年中国人寿的预测：2010年县域寿险市场规模将增长到3000亿元，复合增长率21%。
- 县域市场，中国人寿遥遥领先
 - 单件金额小而密度低，有进入壁垒
 - 依靠多年的积累，国寿的渠道领先
 - 国寿在县域市场的份额约在70%
 - 农业银行和中邮也具有强大渠道
- 县域市场是一块沃土，盈利能力更强的险种更容易销售。

农民收入增长慢于城镇居民



中国人寿代理人集中在县域市场 (万人)



资料来源：中国人寿、统计局

2.1.4 寿险市场未来30年的复合增长率为12%

- 未来30年保费复合增长率12%
- 2007 - 2025年CAGR15.7%,主要贡献来自实际GDP、通货膨胀、深度提高
 - 实际GDP复合增长率为7.5%，通货膨胀率为3.3%
 - 2025年中国人均GDP高于台湾和韩国2006年水平。
 - 寿险深度从目前的2.01%提高到2025年的4.2%
 - 需要注意的尽管中国寿险深度已经达到2.01，但是由于其中银保中大部分是单纯投资性的产品，这导致深度的高估，2007年银保占比为35%
- 最近修正：提高近期通货膨胀假设和实际GDP增长率
- 保费增长对实际GDP增长弹性为2.10,对于名义GDP的弹性为1.42

中国寿险市场预测

	Y2005	Y2006	Y2007	Y2008E	Y2009E	Y2010E	Y2015E	Y2020E	Y2025E	Y2030E	Y2040E	07-25CAGR	07-40CAGR
实际GDP增长率%	10.40	10.70	11.90	9.50	8.30	7.70	7.69	6.73	6.80	5.83	4.37	7.5%	6.1%
通货膨胀率%	1.80	1.50	4.80	6.40	1.20	1.00	4.00	4.00	3.00	3.00	3.00	3.3%	3.0%
GDP (亿人民币)	183085	210871	246619	287331	314913	342553	597548	1006903	1621628	2495075	5263138	11.0%	9.2%
汇率(元/美元)	8.03	7.81	7.34	6.80	6.80	6.80	6.12	5.68	5.27	4.90	4.22		
人均GDP (美元)	1715	2054	2543	3182	3471	3758	7135	12733	21782	26661	42852		
寿险保险深度%	1.99	1.96	2.14	2.24	2.36	2.49	3.20	3.71	4.20	4.63	5.12		
寿险保费总额 (亿美元)	396	520	719	948	1095	1255	3124	6575	12906	23618	63868		
寿险保费总额 (亿人民币)	3646	4061	4952	6447	7447	8533	19122	37353	68062	115622	269411	15.7%	12.0%
寿险保费增长率% (美元)		31.2%	38.3%	31.9%	15.5%	14.6%	18.1%	16.0%	14.4%	12.8%	10.2%		
寿险保费增长率% (人民币)	14.17%	11.39%	21.94%	30.19%	15.51%	14.58%	16.36%	14.33%	12.75%	11.18%	8.57%		
寿险增长率弹性	1.36	1.06	1.84	3.18	1.87	1.89	2.13	2.13	1.88	1.92	1.96	2.10	1.98
密度 (元/人)	31	40	54	71	82	94	228	472	914	1235	2194		

资料来源：申万研究

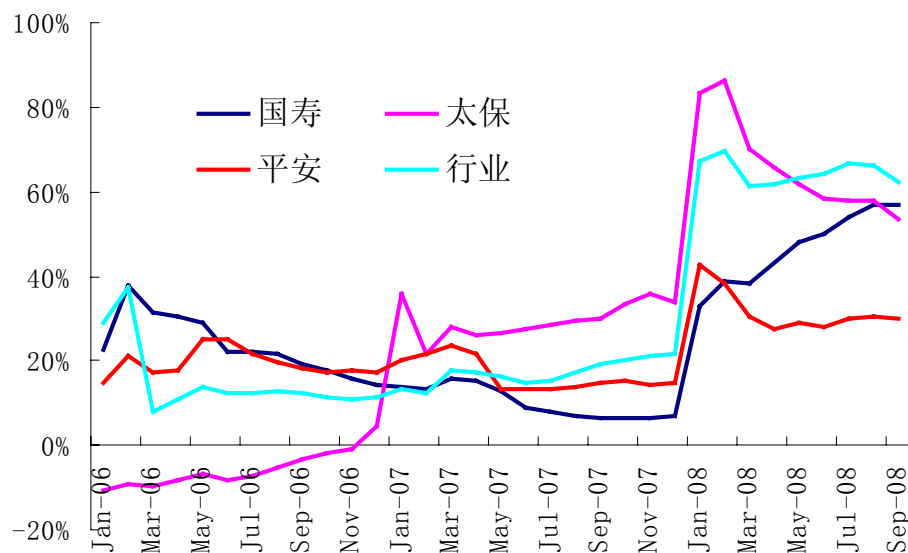
2.1.5.寻找有长期竞争优势的公司：中国人寿和中国平安

- 寿险行业将经历产业深度稳步提高的长期成长
- 寻找有竞争优势的公司需要考虑治理结构、销售能力和投资能力等多个方面
- 治理结构
 - 中国人寿属于国有资本控股公司，平稳有余而动力不足
 - 太保集团由多家股份公司共同持有，缺乏绝对话语权的股东
 - 平安核心高管和员工持股，有汇丰看守,有良好激励制衡，但偏激进
- 销售能力和业务平台
 - 中国人寿有品牌力，在县域市场领先，后发有力
 - 中国平安最市场化的运作方式，寿险销售国内一流，全牌照经营
 - 太保业务结构更好，但规模和业务平台能力还需要提升
- 投资能力
 - 08年表现依次是太保、人寿和平安
 - 中国人寿和各级政府联系更密切，在项目资源方面更有优势
 - 投资体系管理方式或许是平安需要反思的地方
- 综合评价
 - 增持中国人寿分享寿险行业的增长
 - 买入中国平安把握公司的快速发展

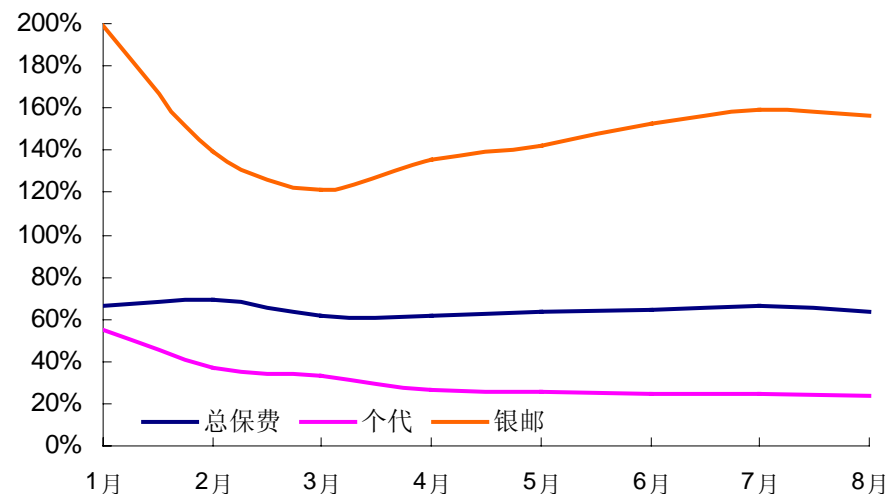
2.2.1 08年寿险井喷增长后的隐忧

- 08年前3季度寿险保费同比增长62%
- 增长主力是银行保险超过150%的增长，尽管其盈利能力备受争议
- 个人代理渠道销售仍保持稳定增长，同比增长25%
- 面临更困难的宏观环境，高增长能否延续

保费收入从08年开始井喷增长



保费增长主要来自银行保险渠道

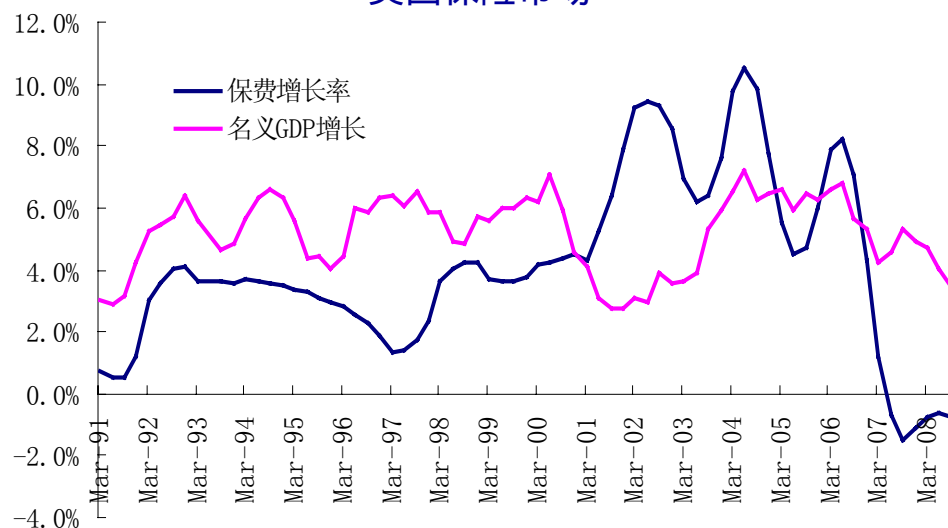


资料来源：保监会

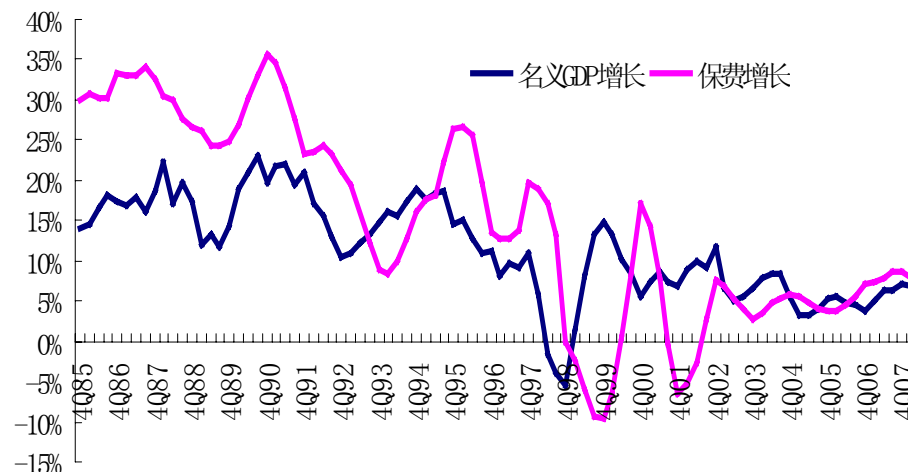
2.2.2 周期的力量，其他国家保费增长波动

- 美国保费07年后增长显著放缓
- 韩国寿险保费亚洲金融风暴和互联网泡沫破灭后出现了2次负增长。
- 台湾地区寿险在亚洲金融风暴到互联网泡沫破灭时增速逐渐下降。其中新契约比例下降更明显。
- 韩国寿险减速滞后约2 - 3个季度。

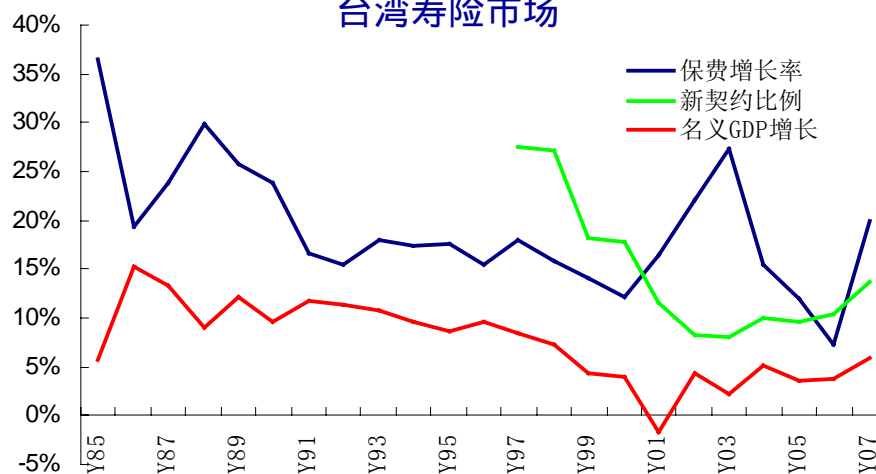
美国保险市场



韩国寿险市场



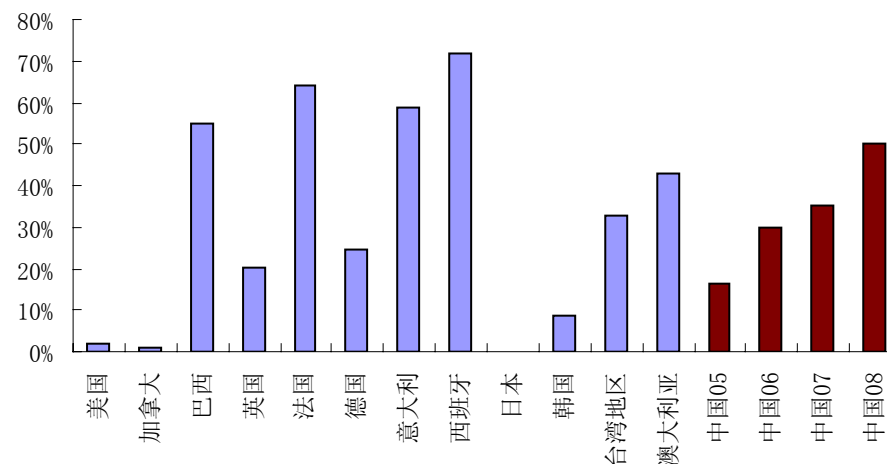
台湾寿险市场



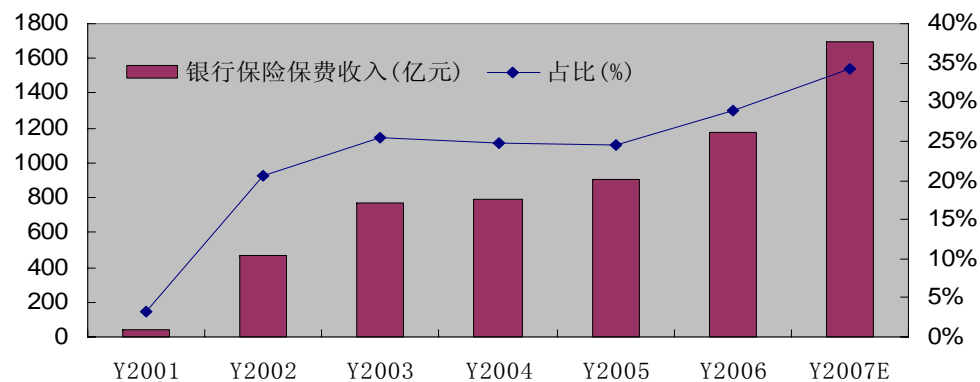
2.2.3. 银保增速将迅速下降

- 银行有足够动力销售银保产品
- 08年银行保险井喷增长
 - 1-8月行业增速超过150%
 - 收益率延迟体现吸引客户
- 银行保险的盈利能力让人担心
 - 简单的投资功能竞争
 - 手续费成本太高
 - 目前环境难以获得足够利差
- 09年增速将显著下降
 - 偿付能力消耗并不能创造相应的价值
 - 窗口指导+主动收缩，4季度减速
- 预计为零增长，悲观预期为负增长。

2005年银行保险在寿险中的占比



中国的银行保险快速发展



资料来源：保险年鉴、瑞士再

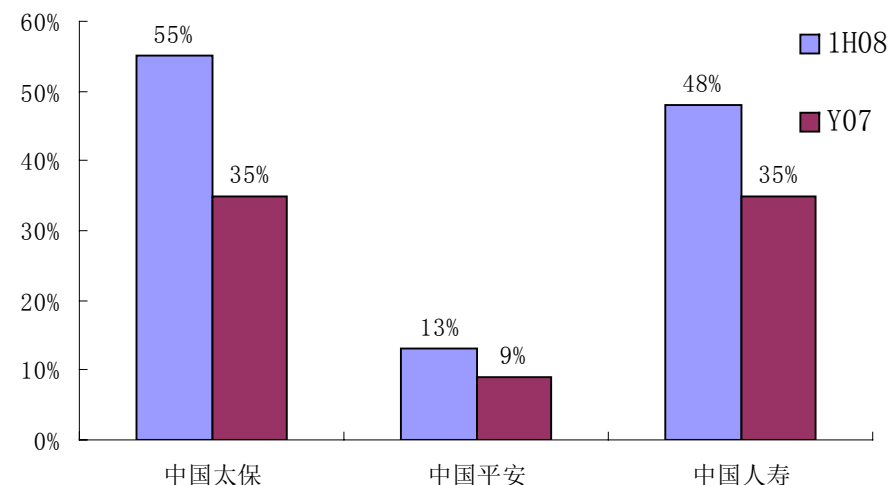
2.2.3. 银保价值被质疑，但其对企业价值贡献有限

- 混业趋势下银保价值能否保持
 - 银行进入保险何时启动
 - 欧洲,大型银行多数采用一对一方式设立银行保险部门
 - 现有市场的重新划分

- 银行保险的赢利能力受到考验
 - 存续时间短,需考虑短期投资收益下降的影响
 - 关键在于存款利率下降速度

- 银行保险利润率较低，在新业务占比小于其在保费的占比，而对企业价值的贡献更低

银行保险在各公司寿险业务中的占比



银行保险对于企业价值的贡献（基于07年）

	中国太保	中国平安	中国人寿
新业务价值（亿元）	30.15	71.87	120.47
银保收入（亿元）	212	70	869
1.5%利润率下银保NBV占比	10.50%	1.50%	10.80%
银保未来价值（元/股）	1.46	0.36	1.45
银保对企业价值贡献	6.30%	0.80%	6.90%
3.0%利润率下银保NBV占比	21.10%	2.90%	21.60%
银保未来价值（元/股）	2.93	0.7	2.9
银保对企业价值贡献	12.70%	1.50%	13.80%

资料来源：申万研究

2.2.4.个人渠道：增长减速，但仍将处于适销状态

- 保险核心驱动因素——剩余收入是对于经济调整滞后反映，预计保险增长将减速
 - 经济下降——企业效益开工下降——人员收紧——收入预期的传导需要时间
 - 大规模的经济刺激计划，将缓解预期的恶化
 - 截至2008年9月的销售还没有受到经济调整影响

- 居民过冬意识增强，保险是其中之一吗？
 - 降息使存款利率快速下降，保险公司存量资产将平滑投资收益，更具吸引力

- 期缴新单将脱离05 - 08年的超常规增长状态，预计09年同比增长15.8%
 - 2008上半年期交新单增长40%，下半年增长克制，预期全年增长35%。
 - 新业务对于经济减速更敏感。
 - 新业务增速下降到和保费同步,已经考虑在估值当中。

- 业界判断：普遍认为增长速度将下降，但仍有明显增长。

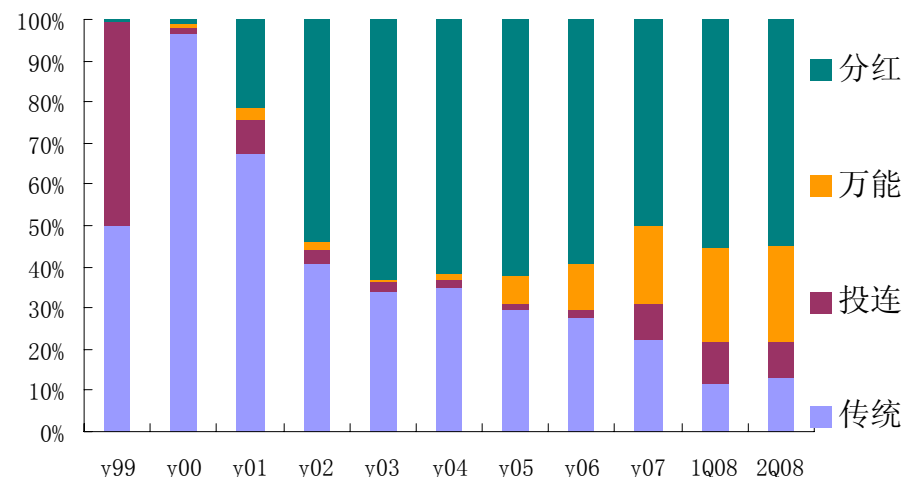
个人渠道主要驱动指标增长率预估

	Y2005	Y2006	Y2007	Y2008E	Y2009E	Y2010E	Y2011E	Y2012E
名义GDP	16.5%	12.9%	17.0%	16.5%	9.6%	8.8%	9.8%	13.1%
可支配收入	11.4%	12.1%	17.2%	16.0%	12.0%	9.5%	11.0%	15.0%
消费性支出	10.6%	9.5%	16.1%	14.8%	10.9%	8.4%	9.9%	13.8%
剩余收入	13.8%	20.1%	23.7%	19.1%	14.9%	12.2%	13.6%	17.6%
寿险保费	14.2%	11.4%	21.9%	24.4%	15.8%	15.3%	16.6%	22.0%
期缴新单	30.0%	28.0%	50.0%	35.0%	15.8%	15.3%	16.6%	22.0%

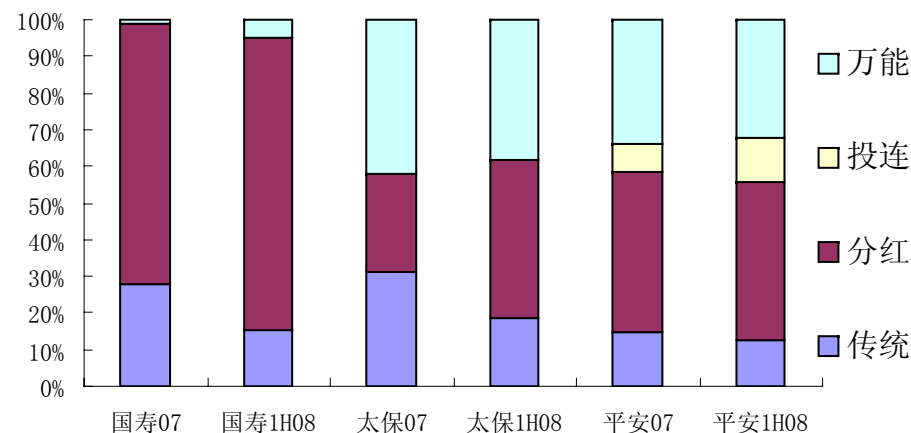
2.2.5. 产品销售将转向保障型产品

- 险种结构变化，销售热度
 - 07年投连>万能>分红>传统
 - 08年分红>万能>投连>传统
 - 银保井喷和传统比例下降
 - 结算利率滞后的影响
- 中国人寿仍以分红为重点
 - 万能上升有限，投连未真正展开
- 中国太保分红上升
 - 下半年收缩万能，主推分红
- 中国平安
 - 上半年投连挤压万能
 - 下半年万能取代投连
- 2009年偏向保障类产品
 - 销售主力是分红和万能

寿险保费分险种结构（行业）



寿险保费险种结构（公司）



资料来源：保监会、申万研究

主要内容

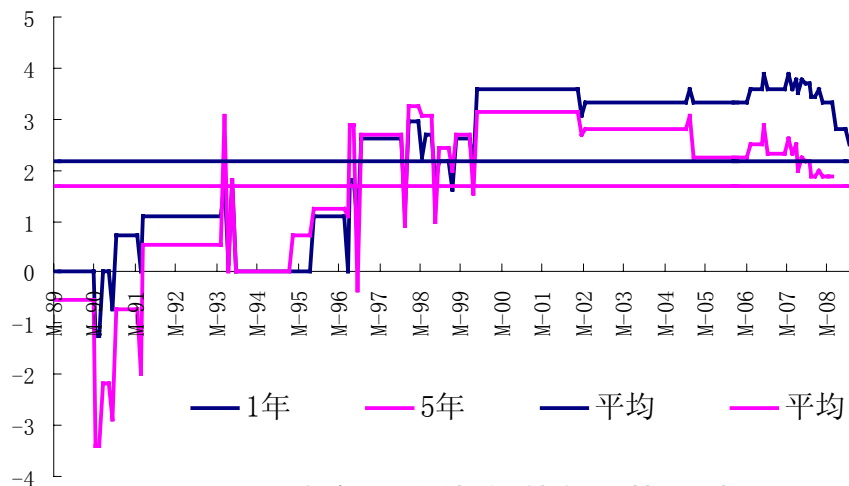
1. 回顾2008
2. 收入篇：长期增长中的短期调整
3. 盈利篇：降息盖过渠道拓展，导致投资预期下降
 - 新配置收益率下降，整体收益率下降慢于基准利率
 - 降息将导致负债成本下降，产品更容易销售
 - 渠道拓展使保险资金获取利差能力提高
4. 投资策略：趋势Vs价值 谁主沉浮

3. 进入降息周期

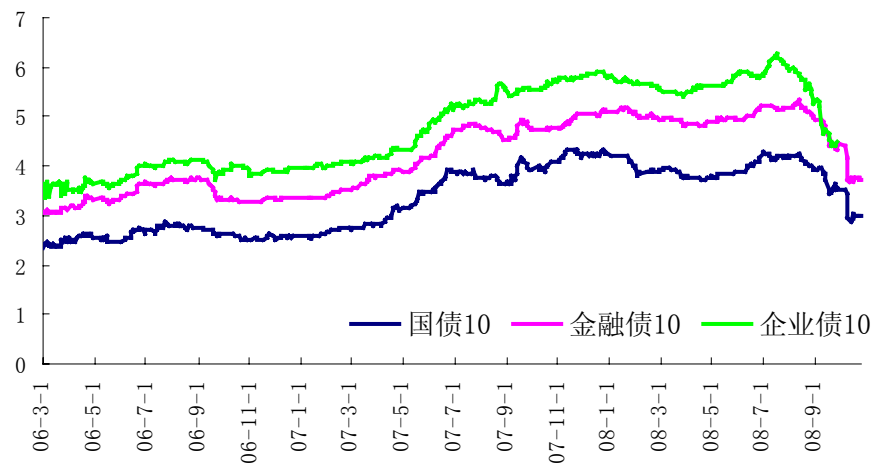
- 降息是对于金融产业整体收入的压制，也使得债券收益率有显著下降
- 投资方面
- 存量资产市值上升
- 新配置收益率显著下降
- 收益率假设是否需要调整

- 负债方面
- 通胀率缓解后，存款利率进而负债成本也具有弹性

降息收缩了金融业的整体利差



降息导致债券利率显著下跌



3.1.1. 2008上半年新增配置集中在固定收益上

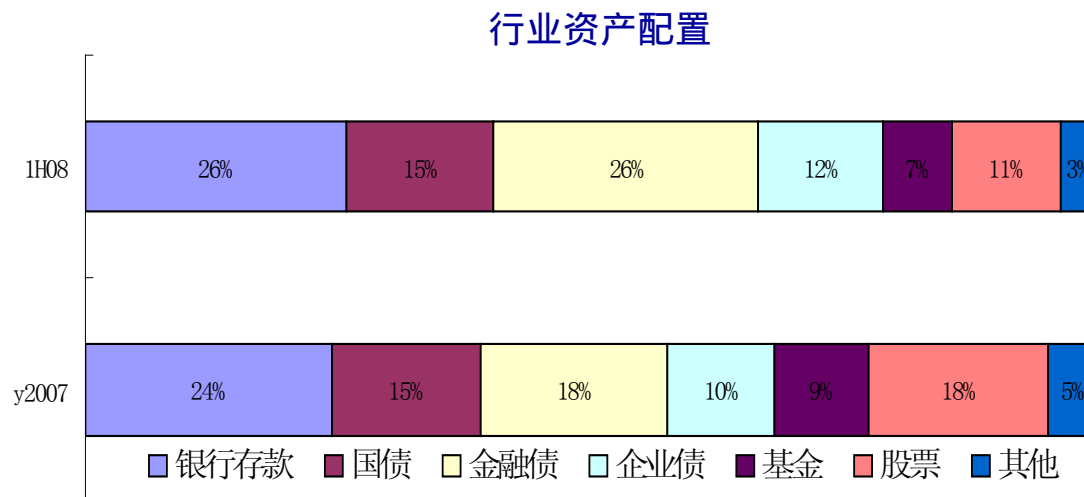
- 保险公司具有比较强的债券投资能力
 - 中国人寿新配在政府机构债、企业债和定期存款。
 - 中国平安新配在定期存款、央票、金融债和企业债。
 - 中国太保新配在定期存款、金融债、企业债。
- 3季度信用利差扩大后，各保险公司仍在大量配置长期债券资产
- 配置比例上，中国人寿最稳定，中国平安则变化较大，反映其整体投资风格。

保险公司的投资资产配置偏向固定收益工具

行业	总投资资产	银行存款	债券	国债	金融债			企业债		股票	基金		其他		
y2007		24.4%	43.8%	14.8%	18.5%			10.5%		17.7%	9.5%		4.7%		
1H08		25.8%	53.2%	14.7%	26.2%			12.3%		10.7%	6.9%		3.5%		
中国人寿		货币资金	定期存款	债券投资	国债	政府机构		企业债	债务	股票	基金		其他		
y2007	850207	3.0%	19.8%	52.1%	40.4%	41.2%		10.7%	7.8%	14.7%	8.2%		2.1%		
1H08	854261	4.9%	21.0%	58.6%	35.6%	47.3%		10.1%	7.0%	8.1%	5.2%		2.2%		
中国平安		货币资金	定期存款	债券投资	国债	央票		金融债	企业债	债务	股票	基金	基础设施	其他	
y2007	474887	26.8%	7.0%	40.2%	37.2%	10.4%		29.1%	23.3%		21.4%	3.3%		1.3%	
1H08	448529	19.4%	11.1%	52.4%	32.7%	13.1%		30.0%	24.2%		12.2%	3.4%		1.5%	
中国太保		总投资资产	现金类	定期存款	债券投资	国债	央票	政策银行	商业银行	企业债	其他固定	股票	基金	基础设施	其他
y2007	286369	10.2%	20.7%	44.2%	14.8%	4.8%	16.7%	19.7%	44.0%	0.5%	12.1%	10.6%	1.6%	0.1%	
1H08	273214	6.6%	26.8%	50.7%	14.2%	4.8%	18.5%	17.7%	44.8%	0.6%	6.6%	6.9%	1.8%	0.1%	

3.1.2.1 H08全行业的新增资产收益预计为5%

- 新增配置集中在固定收益工具上。其中，金融债、银行存款和企业债的比例分别为68%、15%和17%，综合收益率约为5.00%。
- 9月进入降息周期后，收益率有迅速降低，最新的配置收益率有持续大幅度下降。



新增资产配置集中在固定收益工具上

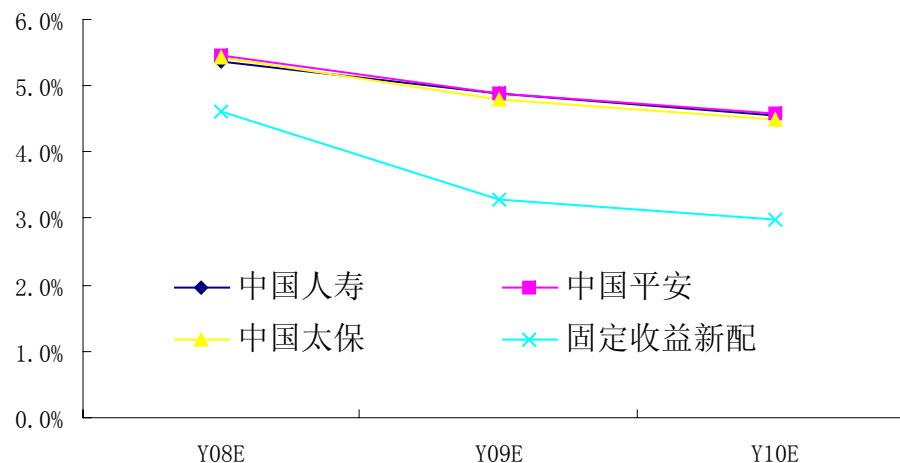
	银行存款	国债	金融债	企业债	合计
配置比例	15%	1%	68%	17%	100%
平均收益率	5.00%	4.19%	4.98%	5.07%	
上半年收益率	0.73%	0.02%	3.40%	0.85%	5.00%

资料来源：申万研究

3.1.3. 整体投资收益率下降慢于基准利率

- 随着降息持续，新配置的固定收益的投资收益率将从08年前3个季度的5%快速下降到09年的3.3%和10年的3%。
- 由于巨大的定息类存量资产，保险公司的固定收益投资的收益率逐渐被摊薄拉低。（假设保持目前的投资组合比例）
 - 09年收益率预计为4.8—4.9%，股票基金外贡献了3.3—3.5%
 - 10年投资收益率为4.5—4.6%，股票基金外贡献了3.1—3.4%。

存量资产使投资收益下降慢于基准利率



内含价值报告中投资收益率假设

	Y2008	Y2009	Y2010	Y2011	Y2012	Y2013	Y2014
平安非投连	5.00%	5.10%	5.20%	5.30%	5.40%	5.50%	5.50%
平安投连	5.50%	5.60%	5.70%	5.80%	5.90%	6.00%	6.00%
中国太保	4.50%	4.62%	4.73%	4.85%	4.97%	5.08%	5.20%
中国人寿	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%

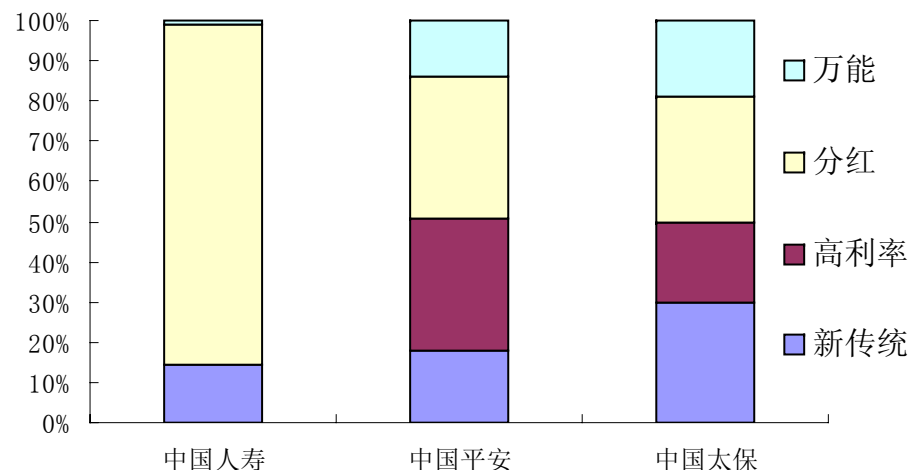
- 收益率预期下降
- 投资收益率精算假设面临挑战
 - 经济周期使太保假设更合理
 - 精算假设是否要动态调整

资料来源：申万研究，各公司年报

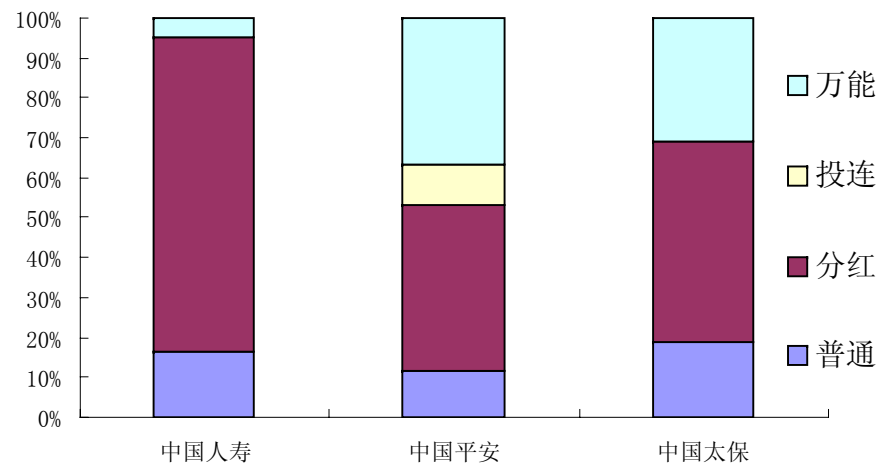
3.2.1. 负债成本的决定因素是准备金结构

- 负债成本与投资收益率相关，具体变动关系取决于险种结构
 - 利率敏感产品的负债利率是变动的
 - 传统产品负债成本固定
- 中国人寿
 - 绝大多数是分红类产品
 - 万能和投资连接占比很低
- 中国平安
 - 准备金偏传统产品，尤其99年以来积累的高利率保单
 - 保费则来自万能和分红为主
- 中国太保
 - 准备金偏传统产品，高利率保单比例低于平安
 - 保费则来自分红和传统

各公司准备金存量结构（2008年中）



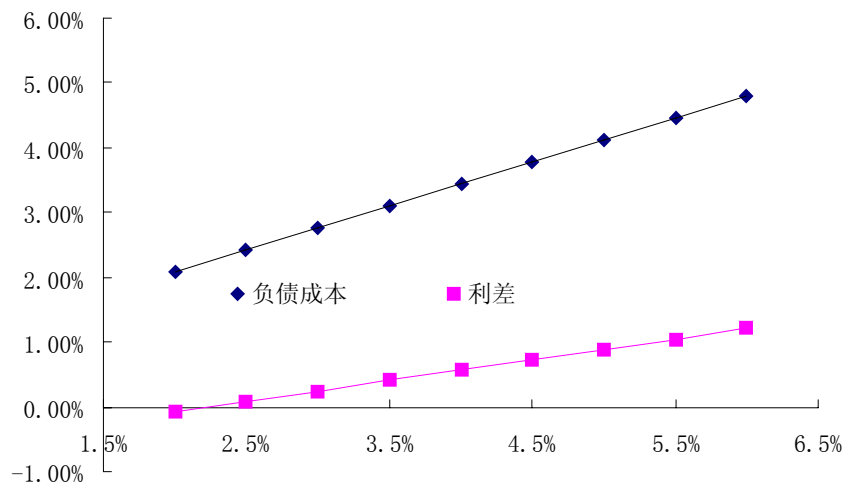
各公司保费收入结构（2008年中）



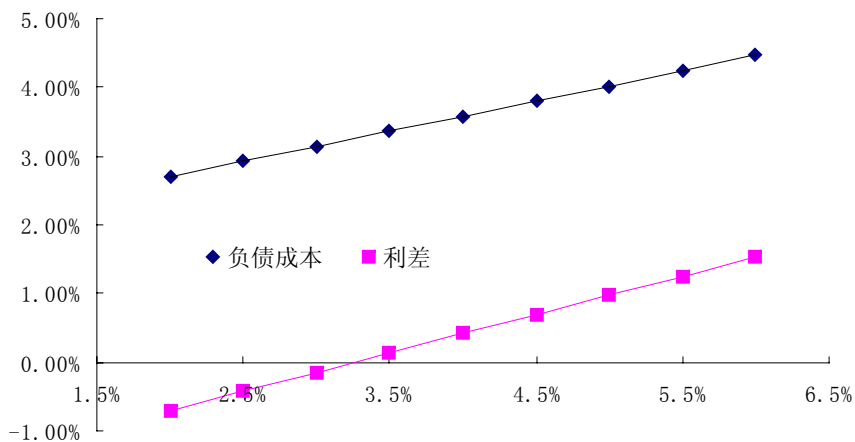
3.2.2.降息环境下的准备金评价：中国人寿最优

- 中国人寿大量分红准备，对利率高度敏感，在降息中有利。
- 中国太保和中国平安的传统险比重较高其对于利率敏感度差，使负债成本下降速度较慢。
- 高利率保单使中国平安和中国太保有更高的利差平衡点（投资收益率 = 负债成本），分别为4.2%和3.3%

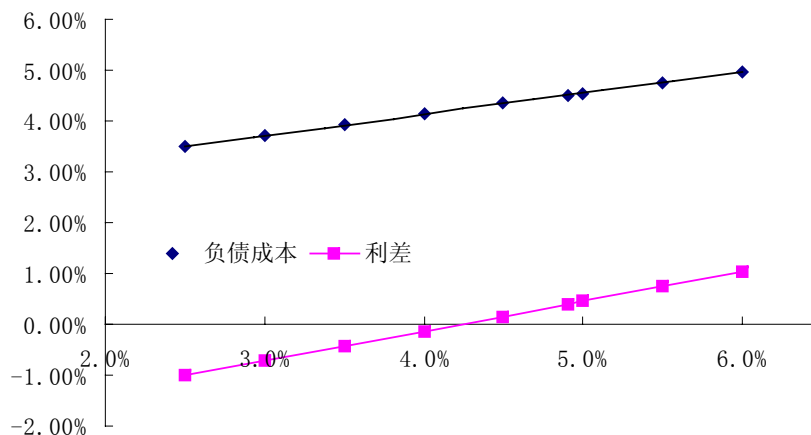
负债成本和投资收益（中国人寿）



负债成本和投资收益（中国太保）



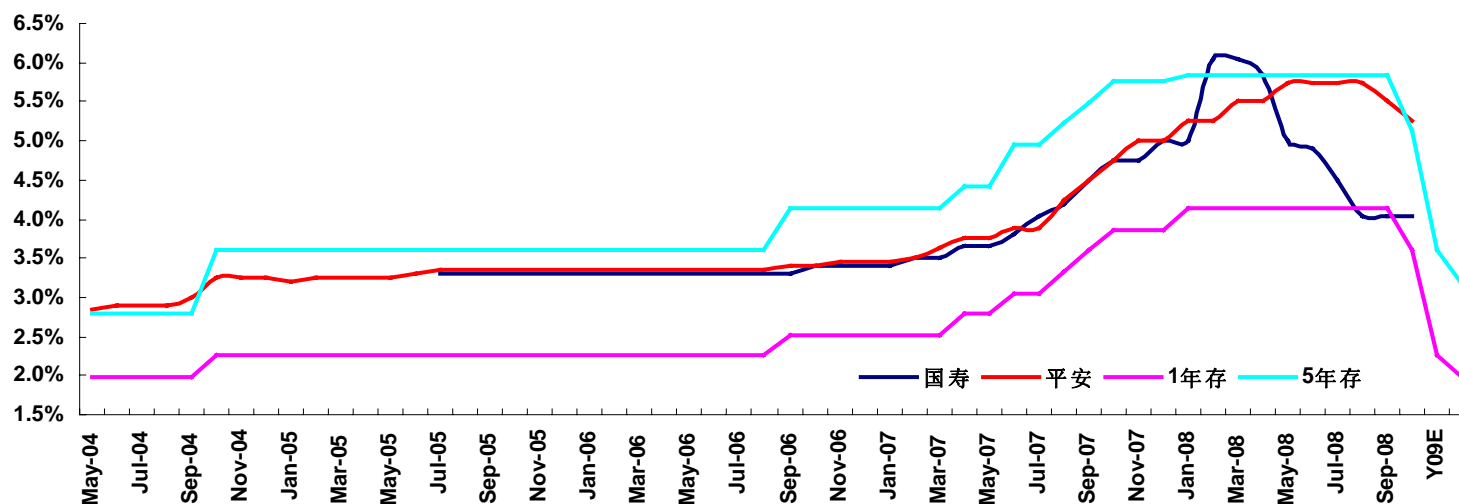
负债成本和投资收益（中国平安）



3.2.3. 从万能结算利率看降息对负债成本的影响

- 08年2季度以来万能结算利率逐渐下降
 - “结算利率”是对于保险投资结果的滞后反映
 - 出于万能盈利能力的反思，保险公司普遍下调结算利率，部分公司收缩万能业务
- 降息周期中，结算利率有大幅下降空间，万能产品可能获得不错的利差
 - 结算利率和存款利率相关，结算利率较一年存款利率高约110BP
 - 我们预计09年存款利率将下降到2005年时水平，而当时的结算利率是3.35%
- 平安08年3季度以来对于万能保险给予更多倾斜，导致万能热销，占比接近50%
 - 历史上看平安和国寿的结算利率是接近的，今后结算利率的差异将缩小
 - 高结算利率源自积累更厚

万能结算利率和基准存款利率有高度相关性



3.3.1. 长期保险利差的金融认识

■ 金融产品利差取决于风险转嫁和期限匹配

- 风险转嫁：银行承担风险、资产管理不承担风险
- 期限匹配：银行短存长贷、资产管理长期投资
- 保险产品具有不同风险特性和期限特征导致对应利差不同

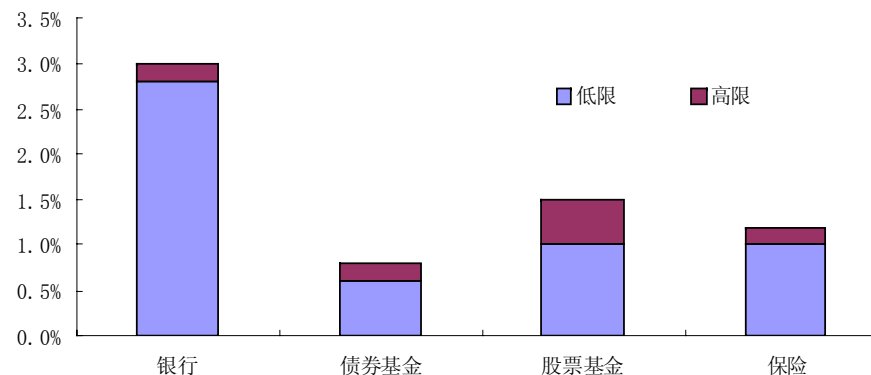
■ 保险利差处于合理区间

- 银行利差接近3%，股票型基金管理费1.43%，债券型基金管理费0.64%

■ 林肯国民的启示

- 保险产品的利差处于1.65-2.63%，平均2%

银行、基金、保险的利差和管理费



林肯国民保险类产品的投资收益率和负债成本

	年金			利率敏感产品			退休产品 (DC)		
	Y2004	Y2005	Y2006	Y2004	Y2005	Y2006	Y2004	Y2005	Y2006
投资收益率	6.19%	5.74%	5.80%	6.71%	6.33%	6.29%	6.38%	6.29%	6.32%
负债成本	4.08%	3.94%	4.08%	4.87%	4.68%	4.52%	3.75%	3.69%	3.73%
利差	2.11%	1.80%	1.72%	1.84%	1.65%	1.77%	2.63%	2.60%	2.59%
扣除选择权后	1.87%	1.76%	1.87%	1.57%	1.59%	1.63%	2.32%	2.48%	2.45%

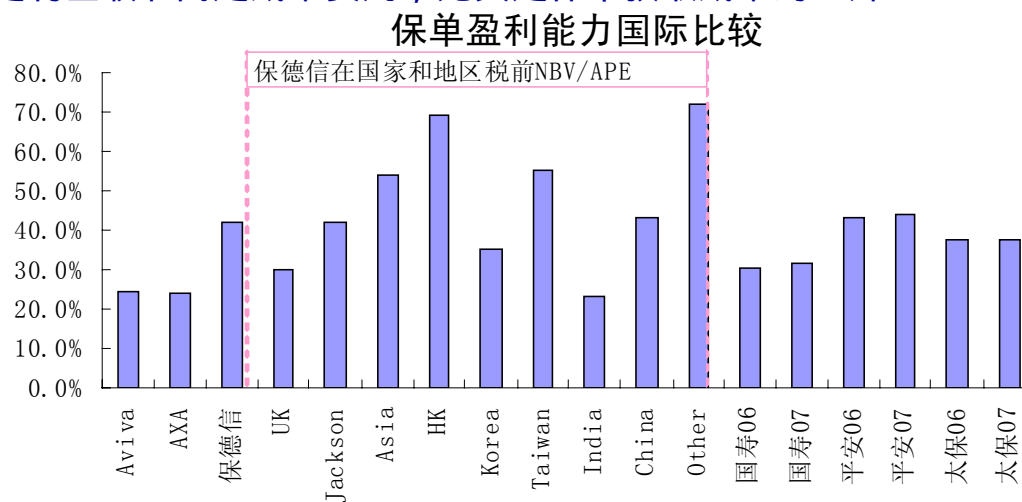
资料来源：林肯国民年报、申万研究

3.3.2 提升收益率动力

- 只有通过贷款、企业债等相对信用风险或流动性风险较大的品种投资，才能发挥保险资金的优势，才能真正建立利差来源
 - 扎堆国债、银行存款等过于保守的投资工具，并不能获得利差
 - 从美国市场的数据看这些品种可以建立150BP的利差
 - 此外，目前各公司的权益投资比例处于偏低水平
- 投资具有信用风险和流动性风险的资产与全球金融动荡背景格格不入
 - 投资工具放开方面，监管部门可能会更为谨慎
 - 保险公司需要建立强大的信用风险评估能力。
- 商业地产、私人股权投资、公用事业贷款都符合保险资金的长期特性。
 - 投资渠道放开已经在讨论中
- 在本币强势期间，债券收益本身处于偏低水平，这是另一个更长期的推动力。

3.3.3. 稳健估计：保单利润率应呈下降趋势

- 与欧洲寿险公司对比，国内公司的NBV/APE偏高
 - 欧洲的寿险公司NBV/APE为21%-25%
 - 国内公司：中国人寿31%、中国平安44%、中国太保37%
 - 06年保诚亚洲各地税前NBV/APE平均为54%，其中中国为43%
 - 中国低于亚洲平均水平，甚至比香港、台湾更发达保险市场低
- 我们预计保险利润率将下降到24%
 - 并不激进的假设：现有盈利水平能够维持
 - 保守假设采用24%，具体影响将在公司估值情景分析中测算
- 我们倾向认为投资收益率假设需要根据长债收益率适当调整
 - 我们更认可太保的精算假设，前低后高
- 导致利润率下降的主要原因不是利差收窄而是成本费用，尤其是保单获取成本的上升



资料来源：申万研究 各公司年报

www.sw108.com | 申万研究

主要内容

1. 回顾2008
2. 收入篇：长期增长中的短期调整
3. 盈利篇：降息盖过渠道拓展，导致投资预期下降
4. 投资策略：趋势Vs价值 谁主沉浮

行业趋势仍将下行，逐步兑现负面预期

内含价值显示深度折价，熊市究竟该有多大折扣

保险股显露长线配置良机

4.1.1.行业环境处于预期较差的时期

- 持续降息使市场对于投资收益下降的预期已经形成，并正在显现
 - 新配置收益率显著下降，但是整体收益率则缓慢下降
 - 典型替代品的收益率也在下降，尤其在通胀缓解后
 - 对传统和分红产品的盈利是负面的，对于万能短期偏中性
 - 快速降息使保单销售09年面临更好环境
 - 真正有杀伤力的是持续低息环境（历史上的日本）
- 经济波动目前并没有对保单销售产生影响，但未来3个月需要重点关注
 - 银行保险增速将显著下降，导致总保费明显减速
 - 个人渠道保费对于经济调整滞后反应
 - 业界普遍认为增速下降，但对增长仍有把握，尤其是保障型产品
- 投资收益率预期目前还是负面的
 - 权益类投资将先于固定收益投资预期好转
 - 商业地产、PE和公用事业项目投资的放开将提升收益率预期

4.1.2.业绩压力目前已经处于最大的时刻

- 企业价值的损失在08年上半年是最大的时期
 - 从权益损失率看，太保最少、平安次之（准备金释放）、国寿最大
- 但是，业绩压力其实从3季度开始显现
 - 浮盈大量消耗，导致很难确认股票基金类的投资收益，仅有利息收入
 - 浮亏扩大后，各公司都在进行减值提取，其中平安对富通的提取最大
- 2008年4季度业绩压力仍旧
 - 处于轻装迎接2009年考虑，预计各公司仍将考虑对于浮亏计提
 - 中国平安未必能够使浮亏下降，因为富通投资4季度继续大幅度缩水
 - 中国人寿3季度末浮盈尚在，处境最好
- 1H09真实业绩同比下降，但环比改善
 - 1Q08各公司仍显示了高峰盈利水准
 - 权益投资的负面影响将逐渐淡去
- 会计业绩还要受减值问题的影响
 - 平安压力最大

3家保险公司2007 - 3Q08的财务概览

中国人寿	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08
每股收益	0.99	0.12	0.26	0.08
每股净资产	6.02	5.38	4.51	4.08
浮盈	1.54	0.76	0.06	0.15
中国平安				
每股收益	2.11	0.66	0.31	-1.07
每股净资产	14.6	12.81	11.02	10.16
浮盈	2.71	0.27	-1.33	-0.99
中国太保				
每股收益	1.12	0.23	0.49	-0.21
每股净资产	8.16	7.15	6.52	6.35
浮盈	1.35	0.11	-0.7	-0.64

4.1.3. 保费增长将减速

- 行业运营环境决定了银行保险将显著减速，个人代理也将减缓
- 中国人寿
 - 08年基于07年的较低基数的增长，个代增长20%，期缴增长29%
 - 动态：重新追求长期缴费产品，回归分红产品
- 中国平安
 - 08年基于07年的较低基数的增长，预计个代增长25%，期缴增长32%
 - 动态：高结算利率维持了万能销售的强势
- 中国太保
 - 08年基于07年的较高基数减速，预计个代增长16%，期缴增长15%
 - 动态：主推分红，近期收缩万能销售
- 新业务价值（NBV不考虑精算调整）增速排序
 - 08年国寿、平安、太保；09年平安、太保、国寿

保费增长和新业务价值预估（百万元）

	Y07	Y08E					Y09E				
	NBV	个代增长	新单期缴增长	银保增长	NBV%	NBV	个代增长	新单期缴增长	银保增长	NBV%	NBV
中国人寿	12047	20%	29%	130%	36%	16384	15%	15%	0%	12%	18350
中国平安	7187	25%	32%	85%	29%	9271	20%	18%	0%	17%	10847
中国太保	3015	16%	15%	130%	26%	3799	16%	17%	0%	14%	4331

资料来源：申万研究

4.1.4. 其他因素：AH价差和限售流通

- AH价格差是否反应价值投资和趋势投资认识的差异
- 08年3月中国平安已经真正进入全流通时代
 - 前8大A股流通股东08年3季度合计减持6650万股，减持比例约为3.3%，减持幅度较低。
 - 排名靠后的其他股东的减持力度可能更大
- 08年12月25日太保有15.8亿股小非上市
- 出于对经济的担心，部分股东可能考虑持有现金过冬，这增加了中国平安和中国太保的减持压力

保险公司股份限售股上市情况（单位：万股）

	已流通A股	2010-1-11			A股	H股	总股本
中国人寿	150000	1932353			2082353	744118	2826471
		2010-3-1			A股	H股	总股本
中国平安	392659	85982			478641	255864	734505
		2008-12-25	2010-6-4	2010-12-25	A股	H股	总股本
中国太保	100000	158098	500	441402	700000		700000

资料来源：各公司年报

4.2.1. 内含价值法显示平安和太保有深度折价

- 中国人寿股价接近评估价格；中国平安和中国太保有超过40%折价
- 主要参数假设如下：
- 保单利润率假设5年内各公司NBV/APE下降到欧洲平均水平24%
- 07年国寿、平安、太保分别31%、44%、37%。
- 贴现率采用11.5%。
- 保费增长率18年15.7%的复合增长，假设下APE/保费比例将从07年的15-20%下降到10%。

内含价值估值表

中国人寿					总股本（百万）		28264.71
百万元	Y2004	Y2005	Y2006	Y2007	当前估值	每股估值	
经调整的净资产价值	52909	70143	117700	157718	112317		3.97
有效业务价值	37164	47889	64290	84393	92899		3.29
内含价值	90073	118032	181989	242111	205216		7.26
一年新业务的价值	6504	7490	10481	12047	12047		0.43
新业务乘数			33.6	29.7	32.7		32.7
未来业务价值			351925	357836	393903		13.94
评估价值			533914	599947	599120		21.20
中国平安					总股本（百万）		7345.05
百万元	Y2004	Y2005	Y2006	Y2007	估值	每股估值	
调整后资产净值		33072	46282	107032	68325		9.30
有效业务价值扣除后		15291	19291	43279	47641		6.49
内含价值		48363	65573	150311	115966		15.79
一年新业务价值		4539	5132	7187	7187		0.98
业务乘数			23.3	23.1	25.4		25.4
未来业务价值			119720	165937	182662		24.87
寿险评估价值			185293	368550	298628		40.66
其他业务评估增加					49776		6.78
合理价值							47.43
中国太保					总股本（百万）		7700
百万元			Y2006	Y2007	估值	每股估值	
经调整的净资产价值			40287	60740	47248		6.14
有效业务价值			9248	14326	15587		2.02
内含价值			49334	75066	62835		8.16
一年新业务的价值			2176	3015	3015		0.39
新业务乘数			39.1	34.3	37.3		37.3
未来业务价值			85157	103461	112571		14.62
寿险评估价值			134491	178527	175406		22.78
产险评估增加					6892		0.90
合理价值							23.68

4.2.2. 假设进入长期低息环境

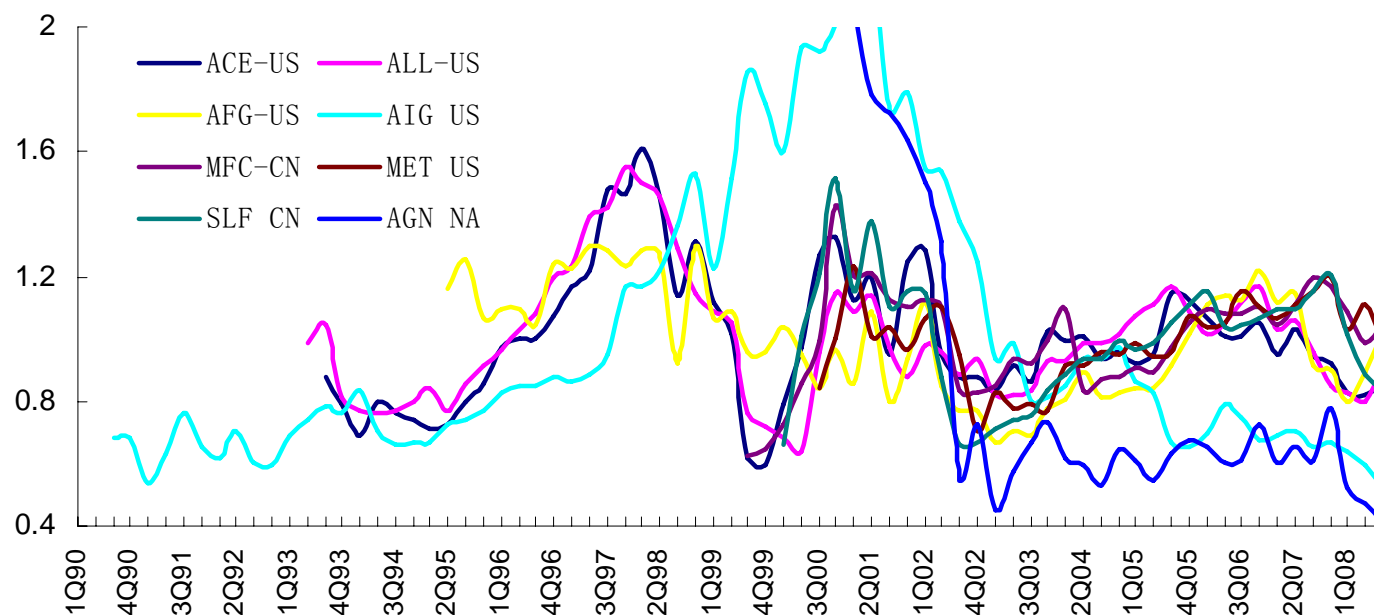
- 长期低息并非我们的预期，而是压力测试分析，这是投资保险股最重要的系统风险
 - 典型的低息环境是日本，曾经导致了行业性的偿付能力的问题
- 长期低息环境导致收益率下降，对于存量业务价值影响较大，新业务价值由于具有可调节的特点，盈利能力受到影响小于存量业务。
- 我们采用2007年内含价值报告中有效业务价值（VIF）数据分析
- 中国人寿
 - 基准假设为5.5%，VIF为3.28元/股，投资收益率每下降50BP，下降0.48元/股
- 中国平安
 - 基准假设为5.5%，VIF为6.48元/股，投资收益率每下降50BP，下降1.68元/股
- 中国太保
 - 基准假设为5.2%，VIF为2.02元/股，投资收益率每下降50BP，下降0.58元/股
- 平安和太保的有效业务价值对收益率敏感性相似，在下降150 - 200BP时由正为负。
- 中国人寿对于收益率敏感度低，在收益率假设下降300 - 350BP时为负。
- 存量业务特点表明在目前降息环境下，平安和太保需要给予一定的折价。
- 但是，这不足以解释目前中国人寿和和另2家公司的定价差异。

资料来源：各公司年报

4.2.3. 熊市应有什么折扣：国际上折价30 - 50%较常见

- 对国际上大型寿险公司的历史估值分析表明，估值随经济和股市周期波动
- 采用PB/(PB均值)分析，通常在低迷的时候PB有30 - 50%的折价
 - 没有考虑采用2008年数据计算，因极端状况使P和B都被扭曲

国际寿险公司PB/(PB均值)波动

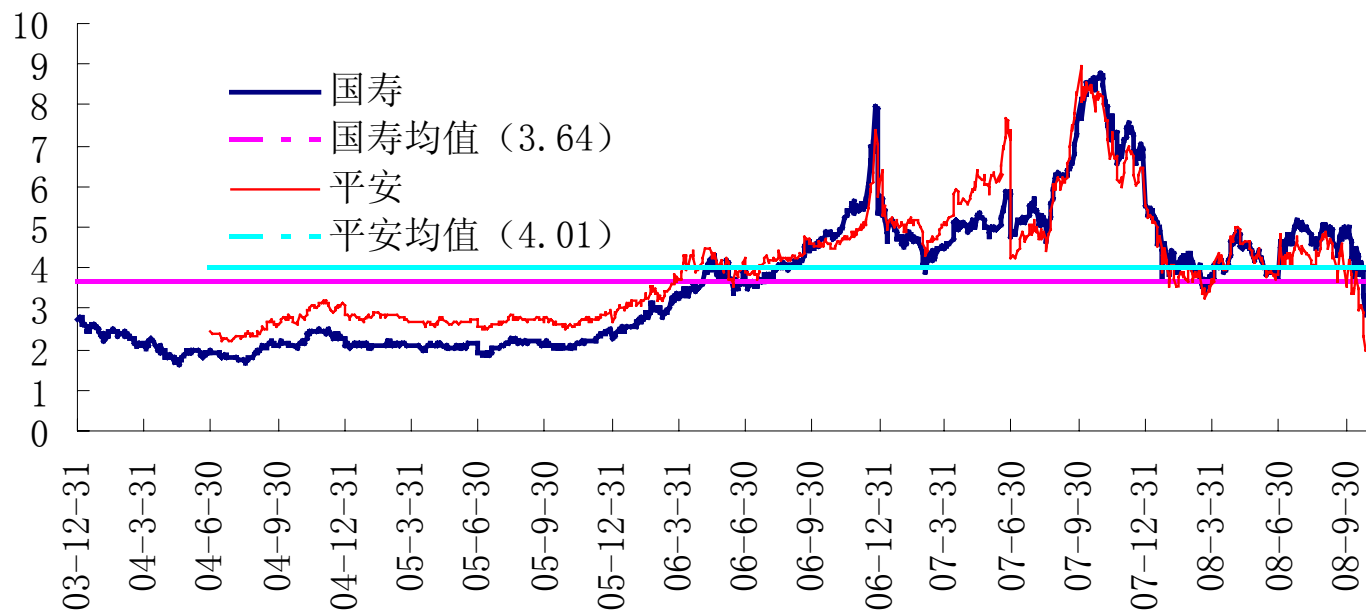


资料来源：各公司年报

4.2.3. 熊市折扣：平安接近历史低位，国寿处于均值位置

- 中国人寿和中国平安上市以来平均PB分别为3.64和4.01
- 极端PB最小值分别为1.65和2.00，相对均值的折扣幅度为55%和50%
- 2家公司在2004年期间的估值水平较低，当时面临投资收益率预期不佳和保费增长速度较慢的局面
- 中国平安已经进入历史上的低估值区域，中国人寿则正在与历史均值附近。

中国人寿和中国平安H股的PB波动



4.3.1. 中国人寿：稳健的业务、投资和会计 增持

- 寿险行业的龙头企业
 - 国内份额最大的寿险公司，具有规模优势和县域市场领先优势
 - 具有投资项目的资源优势
- 风险：折价最小的公司，发展速度偏慢

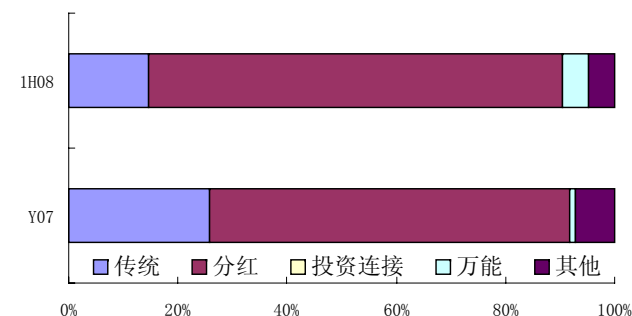
公司主要指标表

	Y2004	Y2005	Y2006	Y2007	Y2008E	Y2009E
寿险保费收入	149,800	160,885	183,761	198,422	314,499	339,659
同比		7%	14%	8%	59%	8%
产险保费收入						
同比						
净利润	2,971	5,514	9,693	28,297	15212	17484
同比		86%	76%	192%	-46%	15%
每股收益	0.2	0.22	0.340	0.995	0.538	0.619

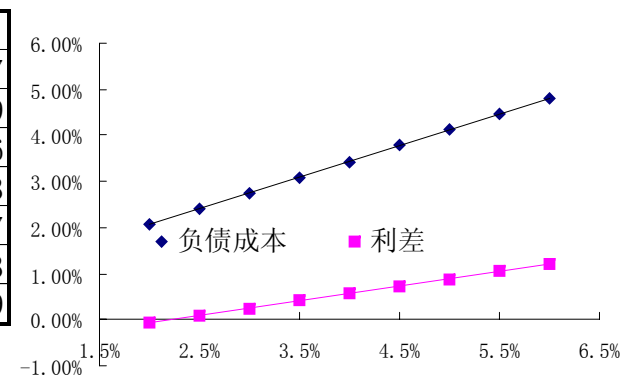
内含价值估值表

百万元	Y2004	Y2005	Y2006	Y2007	当前估值	每股估值
经调整的净资产价值	52909	70143	117700	157718	112317	3.97
有效业务价值	37164	47889	64290	84393	92871	3.29
内含价值	90073	118032	181989	242111	205188	7.26
一年新业务的价值	6504	7490	10481	12047	12047	0.43
新业务乘数			33.6	29.7	32.7	32.7
未来业务价值			351925	357836	393786	13.93
评估价值			533914	599947	598974	21.19

寿险保费收入险种结构



负债成本 - 投资收益



4.3.2. 中国平安：备受困扰而严重低估 买入

- 寿险业务为核心的混业金控公司，长期值得买入
 - 公司治理结构较好，销售能力国内一流，投资能力遭遇考验
 - 巨额减值导致业绩压力巨大
- 风险：银行资产、限售压力

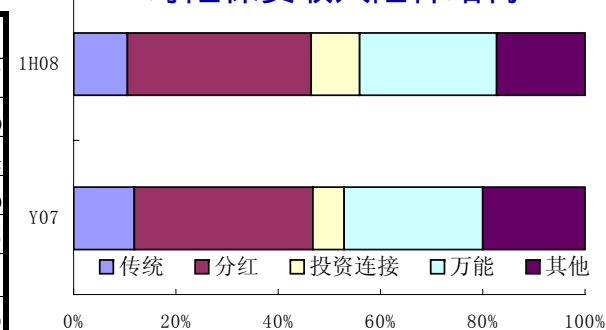
公司主要指标表

	Y2004	Y2005	Y2006	Y2007	Y2008E	Y2009E
寿险保费收入	54,877	58,850	68,411	79,279	101,347	117,347
同比		7%	16%	16%	28%	16%
产险保费收入	10,731	12,760	16,966	21,449	26,811	31,044
同比		19%	33%	26%	25%	16%
净利润	2,637	3,368	6,123	15,581	-3285	9375
同比		28%	82%	154%	-	-
每股收益		0.54	1.190	2.054	-0.447	1.276

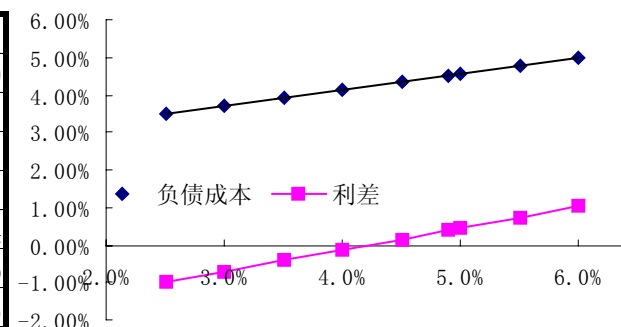
内含价值估值表

百万元	Y2004	Y2005	Y2006	Y2007	估值	每股估值
调整后资产净值	0	33072	46282	107032	68325	9.30
有效业务价值扣除后	0	15291	19291	43279	47627	6.48
内含价值	0	48363	65573	150311	115952	15.79
一年新业务价值	0	4539	5132	7187	7187	0.98
业务乘数	0	0	23.3	23.1	25.4	25.4
未来业务价值	0	0	119720	165937	182608	24.86
寿险评估价值	0	0	185293	368550	298560	40.65
其他业务评估增加					49776	6.78
合理价值						47.42

寿险保费收入险种结构



负债成本 - 投资收益



4.3.3. 中国太保：最大的吸引力是低估 增持

- 产寿险实力均衡的纯保险集团
 - 能力均衡但缺乏特色，08年业务结构调整保费增长减慢
 - 08年投资运作较好，后续有减值的可能
- 风险：08年12月25日将有首批限售上市

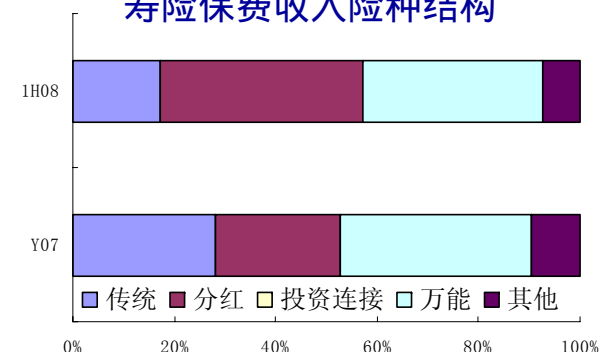
公司主要指标表

	Y2004	Y2005	Y2006	Y2007	Y2008E	Y2009E
寿险保费收入	34,619	36,202	37,837	50,687	72,691	77086
同比		5%	5%	34%	43%	6%
产险保费收入	12,608	14,647	18,123	23,433	27,699	32408
同比		16%	24%	29%	18%	17%
净利润	-1,105	907	1,307	7,069	3285	3822
同比		-182%	44%	441%	-54%	16%
每股收益	-0.26	0.26	0.23	1.12	0.427	0.496

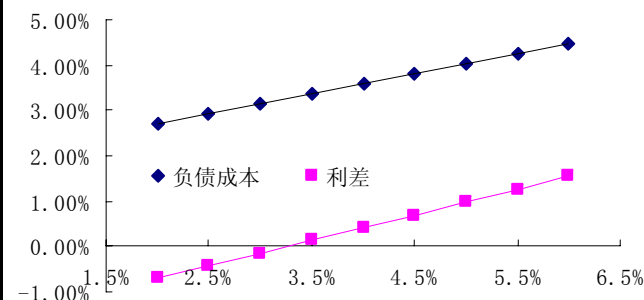
内含价值估值表

百万元			Y2006	Y2007	估值	每股估值
经调整的净资产价值			40287	60740	47248	6.14
有效业务价值			9248	14326	15583	2.02
内含价值			49334	75066	62831	8.16
一年新业务的价值			2176	3015	3015	0.39
新业务乘数			39.1	34.3	37.3	37.3
未来业务价值			85157	103461	112542	14.62
寿险评估价值			134491	178527	175373	22.78
产险评估增加					6892	0.90
合理价值						23.67

寿险保费收入险种结构



负债成本 - 投资收益



4.3.4. 行业策略：趋势下行，但显露长线投资良机

- 行业整体估值具备长线价值，未来3 - 6个月负面信息将逐渐呈现，这一期间是配置的最佳时机
- 中国人寿，建议增持，具有防御性
 - 短期业绩和业务增长趋势良好，不存在明显的负面因素
 - 保守测算下估值21元，没有相对估值优势
- 中国平安，建议买入，具有进攻性
 - 业务增长趋势良好，但业绩压力大，浮亏可能影响到09年业绩表现
 - 保守测算下估值47元，现有40%以上折价，有相对估值优势
- 中国太保，建议增持，攻守兼备
 - 业务增长略慢，业绩压力中，浮亏对于09年业绩影响较小
 - 保守测算下估值24元，现有40%以上折价，有相对估值优势

保险公司相对估值对比

	中国人寿	中国平安	中国太保
内含价值评估	21.19	47.42	23.67
2008-11-14收盘价	21.45	26.59	13.36
相对溢价	1%	-44%	-44%
净资产（3Q08）	4.08	10.16	6.35
PB（3Q08）	4.86	2.67	2.14
隐含新业务价值倍数	33.29	4.12	13.28
市值/寿险保费（P/S）	3.06	2.46	2.03

资料来源：申万研究

信息披露

分析师承诺

余斌：保险。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.sw108.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

申万研究·拓展您的价值

SYWG Research • CHINA Value Revealed

上海申银万国证券研究所有限公司
余斌
yubin@sw108.com