

底部区域的来临

报告要点

◆ 顺周期的投资思路

历史上的保险股股价的走势都反应出和大盘较高程度的正相关性，保险股之所以会产生这样的走势，就其根本还是由于资金的构成所决定的，中国保险企业的资金构成注定了中国保险企业比国外保险公司拥有更高的 Beta 值。

◆ 底部区域的来临

在近期公布的第三季报，显示出了一些非常积极的变化，在净资产的变动率上，中国人寿在第三季度实现了正增长，同时中国平安和中国人寿的缩水幅度也大大降低，净资产的增长率正逐渐形成拐点。从公司的价值角度来讲，公司的价值已经停止了缩水已经开始了为正的

增长。在上一轮的网络股破灭后，欧洲的 Prudential 股价形成拐点之时表现出了这样的两个特性：（1）净资产的增长率的拐点和股价拐点重合。（2）投资资产结构中，权益类资产的投资比重的最低点与股价拐点重合。我国目前的保险股也即将出现净资产增长率的拐点与投资资产比重中，权益类投资资产占比的最低点，财务特征上，目前保险股的股价正处于底部区域，拐点随时产生。

◆ 明年保险市场的展望

在明年的中国市场上，保险公司可能出现这样三大特点：（1）保费收入出现下降（2）产品创新继续实行（3）保险公司出现亏钱分红的状况。

◆ 投资建议

采用预计的 2008 年年末的数据，中国平安目前对应的 P/EV 水平为 1.58 倍，中国人寿为 2.51 倍，中国太保为 1.53 倍。其对应的一年期新业务价值乘数为：8 倍、24 倍和 9.5 倍，中国平安与中国太保估值优势明显。对于投资的时机而言，我们认为今年的 12 月底及明年年初将出现一个长期投资的黄金介入时机。考虑到保险行业在这一轮经济下滑中，所受的影响相对较少，仍然维持其“看好”的投资评级。

◆ 风险提示

虽然我们坚持对保险行业的看好，但是近期我们不得不面对一个事实，中国平安以及中国太保的小非减持的问题，这可能将成为未来一段时间影响保险股走势重要因素。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
601628	中国人寿	推荐
601318	中国平安	推荐
601601	中国太保	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

中国人寿	07A	08E	09E
PB	3.61	4.58	4.23
P/EV	2.40	2.51	2.25
中国平安	07A	08E	09E
P/B	1.82	2.75	2.55
P/EV	1.30	1.52	1.35
中国太保	07A	08E	09E
P/B	1.69	2.10	2.02
P/EV	1.37	1.53	1.40

相关研究

《经济增速放缓下的避风港》2008-6-23

《相对收益时机再度显现》2008-9-19

《计提减值不只富通、不只平安》2008-10-6

分析师：

李聪、李兴

021-63299573

licong@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤

021-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

引言.....	4
投资思路的思考.....	5
顺周期的投资思路.....	5
顺周期投资思路的原理.....	6
杠杆效应如何体现?	6
高过欧美保险公司的高 Beta 值.....	7
底部区域的来临.....	8
三季报带来曙光.....	8
承保过程中的财务指标	8
投资过程中的财务指标	8
净资产变化拐点的形成	9
底部区域的确认.....	11
2003 年 Prudential 带给我们的启示	13
保费收入出现下降:	13
产品创新成为主导:	16
产品回报的大幅提高:	16
中国保险企业的高 Beta	16
降息周期下的保险股.....	17
保险股估值讨论.....	20
现有估值的诠释	20
未来的合理价值	22
保险股投资建议.....	25

图表目录

图 1、英国保险股股价和指数表现关系图.....	5
图 2、美国 AIG 股价和指数表现关系图.....	5
图 3: 中国保险企业资金构成示意图:	6
图 4: 中国人寿调整后每股净资产变化情况.....	9
图 5、中国太保调整后每股净资产变化情况.....	9
图 6、中国平安调整后每股净资产变化情况.....	10
图 7、中国平安剔除掉富通投资影响后的每股净资产变化情况.....	10
图 8、Prudential 每股净资产和股价对应图.....	11
图 9、Prudential 股价与净资产变动率关系图.....	12
图 10、Prudential 股价与投资资产结构关系图.....	12
图 11、Prudential 股价与英国 10 年期国债收益率关系图.....	18
图 12、AIG 股价与美国 10 年期国债收益率关系图.....	18
图 13、AIG 投资资产结构.....	18
图 14、AIG 每股净资产与美国 10 年期国债收益率关系图.....	19
表 1: 保险资金构成特性.....	6
表 2、Prudential 2001 - 2003 每股股利与 EPS 比较表.....	11
表 3、2007 及 2008 年上半年保费收入对比.....	14
表 4、2006 及 2007 年全年保费收入对比.....	14
表 5、2007 及 2008 年 6 月 30 日前一年保费收入对比.....	14
表 6、中国人寿 2008 年上半年保费收入增长分析.....	15
表 7、中、外保险公司总资产/净资产比率表:	16
表 8、中、外保险公司权益类资产投资权重.....	17
表 9、中国平安隐含估值指标.....	20
表 10、中国人寿隐含估值指标.....	20
表 11、中国太保隐含估值指标.....	21
表 12: 中国平安保守逻辑下的内涵价值增长路径.....	21
表 13: 中国人寿保守逻辑下的内涵价值增长路径.....	21
表 14: 中国太保保守逻辑下的内涵价值增长路径.....	22
表 15: 三家上市保险公司新业务价值乘数.....	23
表 16: 中国平安估值关于投资收益敏感性测试:	24
表 17: 中国人寿估值关于投资收益敏感性测试:	24
表 18: 中国太保估值关于投资收益敏感性测试:	25

引言

2008 年，对于中国股市是不平凡的一年，对于保险行业而言更是不平凡的一年。对于保险业而言，就其业务的构成，由于负债的长期性引起投资匹配的长期性似乎决定了其经营情况受周期性影响应该更小。但是在过去的一年中其股价的走势、经营业绩的变化似乎又发生了巨大的变化。对于明年的投资策略而言，由于保险股财务上的拐点正逐渐形成，其必将带给我们新的机会。

然而我们怎样来把握这样的趋势呢？在准备这篇的同时，我问了自己如下一些问题：

我们目前的保险股股价相对于最高峰都下跌了 75% 左右，未来的走势会怎样呢？

目前的保险股的股价和经营情况是否以及功能到了其底部了呢？目前的保险股股价是否具有底部的特征呢？如何来判断我们目前的保险股的股价区间呢？世界上其他市场的保险公司的经营情况是否有借鉴意义呢？

2008 年整个保险行业的保费收入实现了惊人的增长，在今年的前 9 个月中，整个保险行业相对于全年同期实现了保费收入 62% 的增长。这种增长是否可以持续呢？

在接下来的很长一段时间之内，很可能我们会经历一个降息的周期，在这个降息的周期中，我们的保险企业的赢利状况会怎样呢？

目前保险公司的股价是否低估了呢？如何去衡量保险公司的价值呢？

这篇报告的目的也正是为了去解答这些问题。回答还不尽完备，希望能得到您的指正。

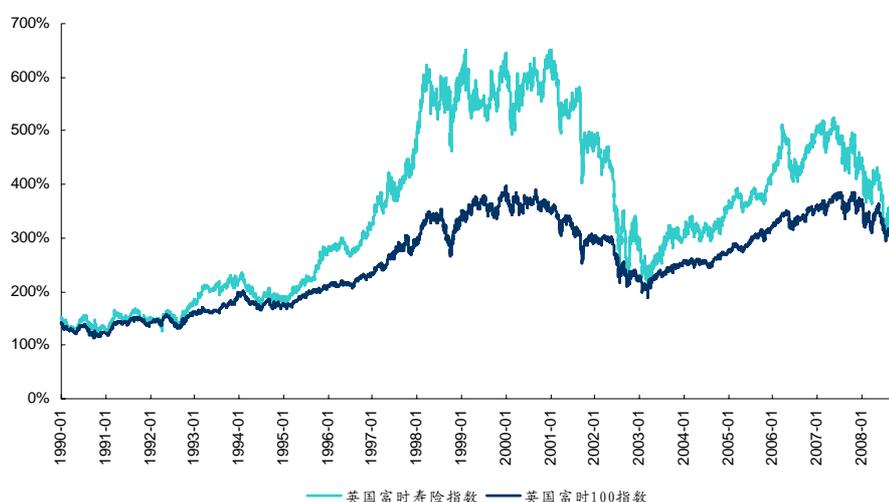
投资思路的思考

首先，在讲述我们明年对于保险行业的投资策略之前，我们认为应先确定对于保险整个行业从长期来讲所应采取的投资策略，然后再确定我们明年的投资策略。

顺周期的投资思路

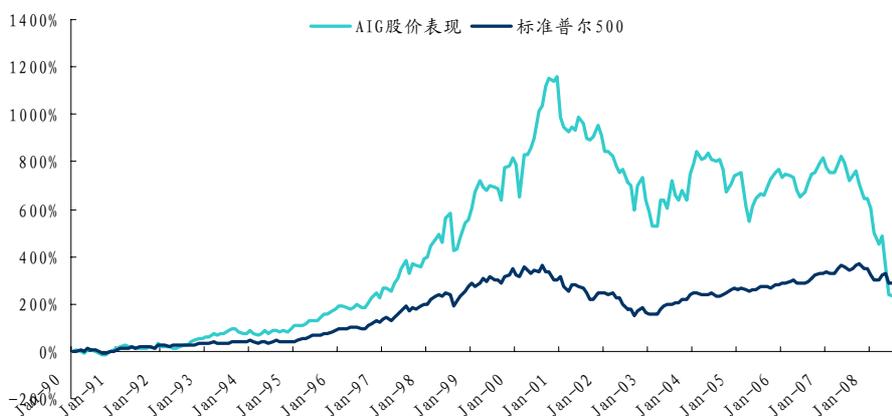
对于整个保险行业而言，我们认为，顺周期的投资思路将是不二的选择。但是值得注意的是，这里我们所讲的周期是指投资市场的周期。然而对于目前的保险公司而言，其所涉及的投资市场主要包括权益类投资市场和债券类投资市场。但是历史的经验表明，保险股的表现和整个股票市场的表现是呈现出了强烈的正相关效应，同时其波动幅度超过了大盘，而和债券市场的相关性表现却相对来说弱很多。

图 1、英国保险股股价和指数表现关系图



资料来源：Bloomberg、长江证券研究所

图 2、美国 AIG 股价和指数表现关系图

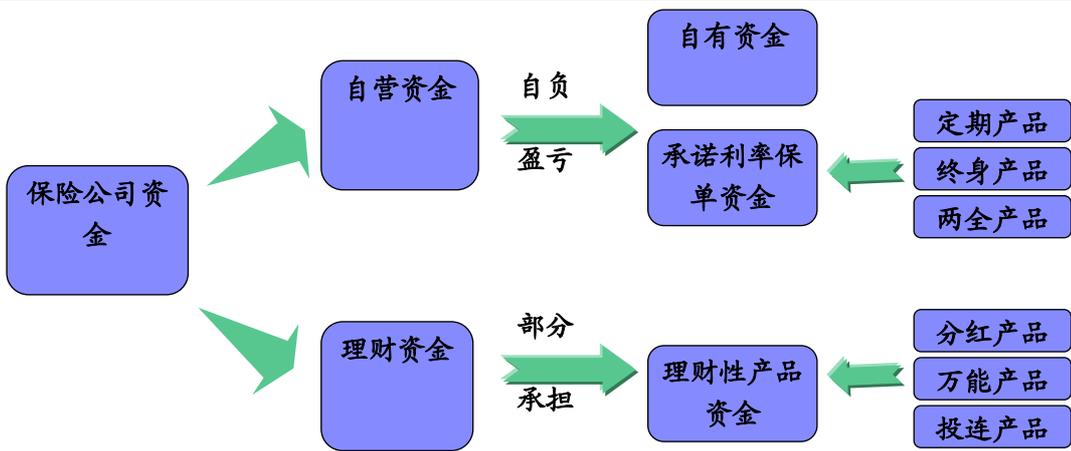


资料来源：Bloomberg、长江证券研究所

顺周期投资思路的原理

从上面的表中，我们都看到了保险股与大盘强烈的正相关效应，然而保险股为什么会表现出这样的特性呢？最根本性原因还是由于其资金的构成所决定的。以我国的保险公司的资金构成为例：

图 3：中国保险企业资金构成示意图：



资料来源：长江证券研究部

表 1：保险资金构成特性

自营资金	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 由于存在着自担风险的特性，保险公司通常投资较为保守，多投资于风险相对较低且具有固定收益类的品种，例如债券、定期存款等，投资损失无法转嫁。 ➤ 次贷危机对于保险资金带来毁灭性打击
理财资金	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 产品承受风险能力相对较强，投资风格差异较大，损失具有转嫁能力 ➤ 分红险：2.5%的承诺分红率，超过部分按照至少3/7分成 ➤ 万能险：1.75%的承诺收益率，通过结算利率返还 ➤ 投连险：保险公司只收取管理费用，类似于基金

资料来源：长江证券研究所

保险股的业绩也好，股价表现也好都与整个股票市场的行情密切相关。之所以产生这样的特性都是由于保险公司在经营的过程当中利用保户的钱产生的杠杆效应。

杠杆效应如何体现？

在保险资金的构成中，对于自营资金而言，由于保险公司有着全额承担损失的特性，因此，这部分资金投资较为保守，这部分资金只要能够锁定利差，对于保险公司而言只是赚多赚少的概念。

对于理财性资金而言，其有着明显的杠杆效应，对此我们以分红与万能险为例：

在牛市中，当股票与债券投资的收益率都取得一个较高收益率的情况下，对于保险公司而言，其可以通过这些理财资金得到超额收益。假如公司取得 10% 的投资收益率：

分红险，先给予 2.5% 的承诺部分的收益率，剩余的 7.5% 部分保险公司与保户按照 3/7 的比例进行分摊，最终公司实际获得收益率为：2.25%，

对于万能险而言，假如当年给予的结算利率为 5%，则保险公司获得的收益率为：5%

然而这些投资收益率的取得都是在没有耗费任何资本金的状况之下取得的。

当投资收益开始下滑的阶段，如果投资收益率仍然取得 5% 左右，对于万能险而言，保险公司所获得的收益率变为了 0%，分红险而言，保险公司的投资收益率变为 0.75%，当然，这个时候保险公司可以通过调节结算利率水平来达到获得利润的目的，我们假设其不变的情况下，保险公司这个时候利润已经很少了。

如果市场出现大幅下跌，就如今年 A 股市场所表现一样，保险公司取得了为 -5% 的投资收益率，这个时候如果结算利率仍不下调，保险公司将产生 10% 的利差损，而分红险至少产生 7.5% 的利差损，如果仍进行特别分红，这个利差损的比例将会更高。

我们可以看到在这整个过程中，保险公司都是在采用保户的钱进行投资，但是在一定程度上是与保户共享收益、共担风险的一个过程，只是这个共享的过程中，保险公司占优而已。

通过上例的分析我们可以看出，当处于投资市场牛市的过程中，万能险对公司价值的贡献更大，而目前的行情下，分红险的经营风险则相对小一点。

因此，从上述现象来看，保险公司存在着这样的几个特性：

（1） 如果保险公司在投资市场发生大幅波动时，由于理财资金的存在，波动幅度将会相对较大。

（2） 从资金损失的角度上来讲，如果保险公司损失的是自营资金，将自己全部承担损失，因此对保险公司冲击也最大。在全球市场上，债券都是保险公司做为投资时配置的主要品种，而且通常自营资金的配置比例较高，因此次贷危机的损失将会不择不扣的由保险公司自己承担，这与股票市场下跌保户与公司分担是有着本质性的区别。

（3） 在中国市场上，由于上市保险公司都没有涉及到次级债的投资，而目前亏损最大的来源是股票市场，由于股票市场的亏损并不影响保险公司的根本，如我们上述例子中所演示一样，保险公司由于股票市场的亏损，在一定程度上是可以让保户承担的，当只有投资收益率低于了一定的水平才会使保险公司的承担损失，历史上的经验也表明，对于保险公司而言，由于股票市场的下跌带来的是保险公司股价更大幅度的下跌，但是并不伤及根本。对此，我们可以比较 2001 年网络股破灭时欧洲和美国的股价表现来看出保险股的特性。

高过欧美保险公司的高 Beta 值

我们这里所讲的 Beta 值不光是指保险股的股价相对于整个大盘的波动所带来的变动率的影响，同时包含整个权益类市场变动对保险企业的实际经营上的影响。在通过与欧美企业进行比较后，我们发现，中国保险企业经营上的 Beta 值相对于欧美企业要高很多。然而造成此现象的主要原因是因为中国的保险企业，相对于欧美保险企业而言，动用了更多的自营资金进入权益类市场。关于这一现象的具体数据论述，将在我们报告的第二部分“底部区域的来临”中给予详细的数据论述。

在确立了对于整个保险行业的长期投资思路后，我们将面临的一个问题是，我们现在的保险股的投资策略而言，其应该处于什么样的位置呢？

底部区域的来临

在今年的整个下半年中，大家对于所有行业的投资，包括保险股的投资都在寻求这样一个问题，底部区域到底在那里？到底保险股的底部区域有那些特征呢？带着这样的问题，我们认真的审视了目前保险股的财务状况。

三季度带来曙光

表面上看起来，三家公司的三季度并没有带来多大的惊喜，EPS 不断的下滑，似乎全年有越演越烈之势。然而，我们可以看到对于保险公司最为关键的估值指标相关的净资产却出现了一些积极的变化。

在论述这个变化之前，我们先讲述一个大家所看到的现象背后所蕴藏的原理，以及为什么我们会如此注重此项指标。

承保过程中的财务指标

对于一家保险公司而言，当保费收进之时，净利润以及净资产并没有发生变动，但是公司的内涵价值这个时候却发生了正的增长。随着时间的推移，直到这张保单的到期，其带来的承保利润得以释放出来，这个时候变为了净利润，同时增加了净资产，但是内涵价值这个时候却没有新增的增长（只是随着时间按照折现率进行增长）。所以，从承保的角度上来讲，内涵价值是最先反映公司承保经营结果的指标，这也是为什么我们最为看重此项指标的原因。

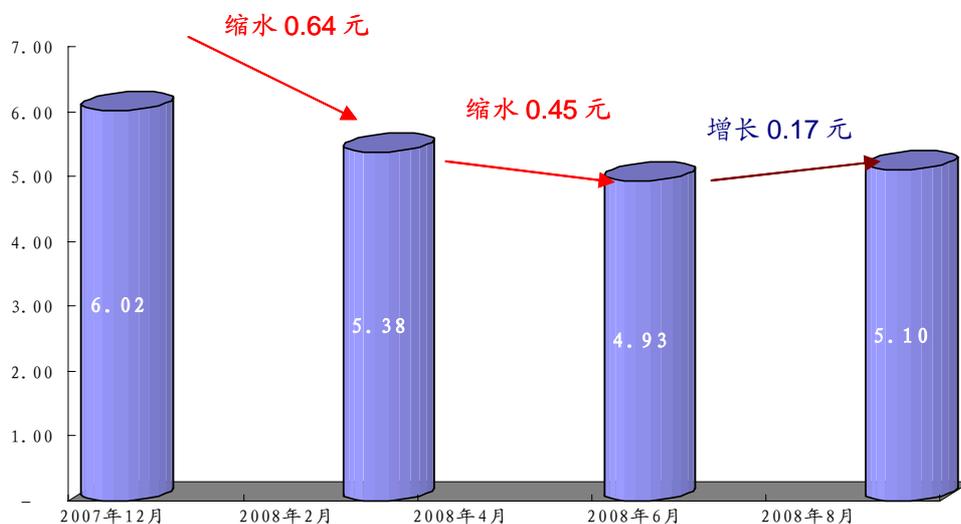
投资过程中的财务指标

大家知道对于目前的保险企业而言，其将绝大部分投资资产都放到了可供出售金融资产，这就如在 2007 年，当时整个市场都预计保险公司会在当年报出非常高的 EPS，然而实际情况却是公布 EPS 远低于大家的预期。其实在这个时候，大家的预期是没有错的，只是在这个时候，保险公司有很多的投资收益是以浮盈的形式进行反映，而这些浮盈并没有进入当期的利润而是进入了当期的净资产和内涵价值当中。正因为如此，在今年的上半年，大家都知道保险公司的投资也亏损不少之时，三家保险公司却都公布了相对不错的 EPS，但是同期的净资产与内涵价值都出现了不同程度的下跌。

通过对承保过程以及投资过程中的财务指标的变化情况进行比对之后，我们可以清晰的看到，对于保险公司而言，EPS 的表现和当期的实际经营情况存在着明显的错位。换句话说，EPS 的表现和股价的表现也存在着一定程度上的错位。因此，我们认为当分析保险公司的经营趋势时应该采用一个最能反映其实际经营状况的指标，内涵价值的变动情况无疑是最好的指标，然而对于目前的保险公司而言，由于其内涵价值信息至少每半年才披露一次（平安半年公布，人寿、中国太保每年公布一次）。但是我们知道，内涵价值由净资产和有效业务价值所构成，然后有效业务价值结果却只和计算有效业务价值的假设以及保费收入有关，而和当期的实际经营情况无关，因此在一定程度上，净资产的变化情况和当期的经营状况存在着明显的同向变化趋势。因此净资产的变化趋势将对我们判断保险股的底部区域特征存在着明显的作用，那么今年前三季度，上市三家保险公司的内涵价值出现了怎样的趋势呢？

净资产变化拐点的形成

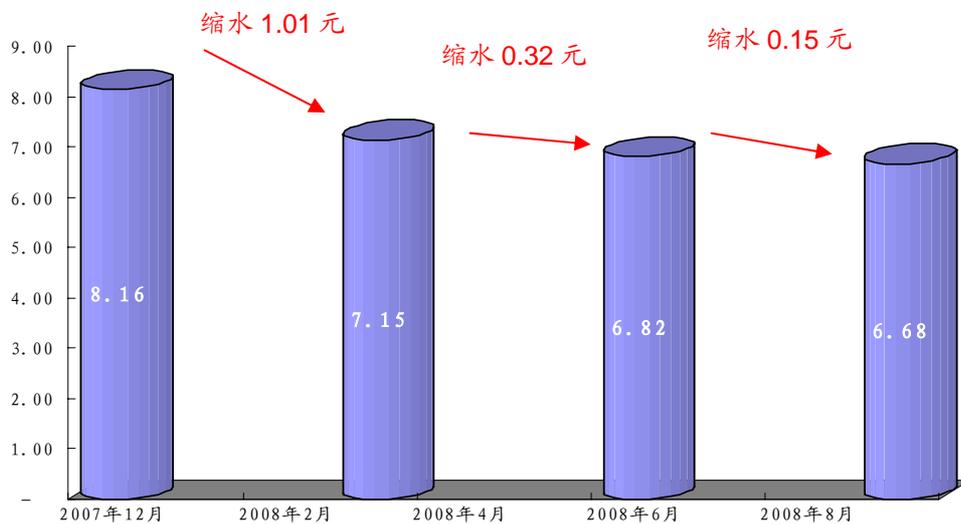
图 4: 中国人寿调整后每股净资产变化情况



注: 此处调整后净资产为加上了公司在今年6月分红 (0.45元每股) (国内准则)

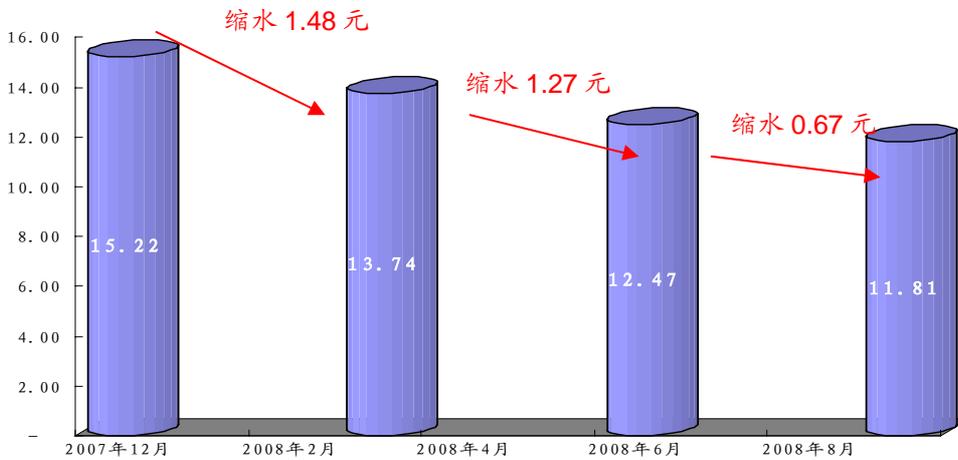
资料来源: 公司数据、长江证券研究所

图 5: 中国太保调整后每股净资产变化情况



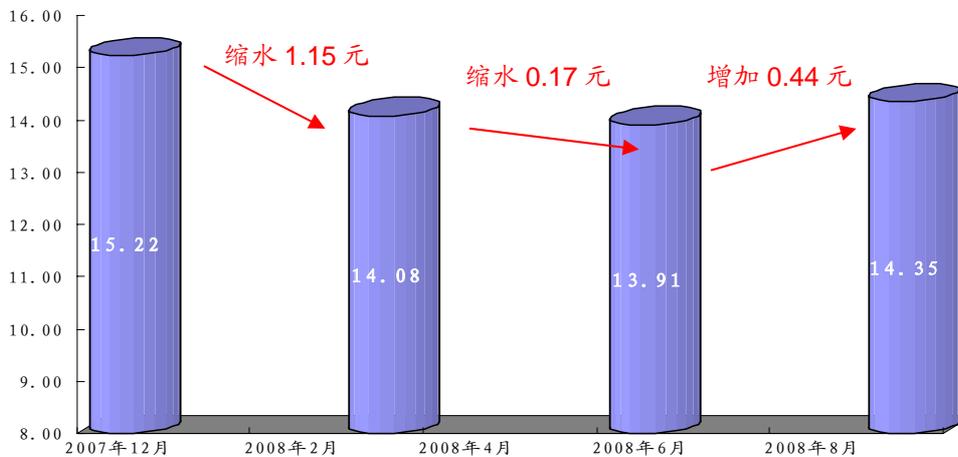
注: 此处调整后净资产为加上了公司在今年6月分红 (0.3元每股) (国内准则)

资料来源: 公司数据、长江证券研究所

图 6、中国平安调整后每股净资产变化情况


注：此处调整后净资产加回了公司在今年5月以及9月的分红分别为（0.5元和0.2元每股）（国际准则）

资料来源：公司数据、长江证券研究所

图 7、中国平安剔除掉富通投资影响后的每股净资产变化情况


注：我们将富通投资带来的损失，从各期的净资产给予了剥离。（国际准则）

资料来源：公司数据、长江证券研究所

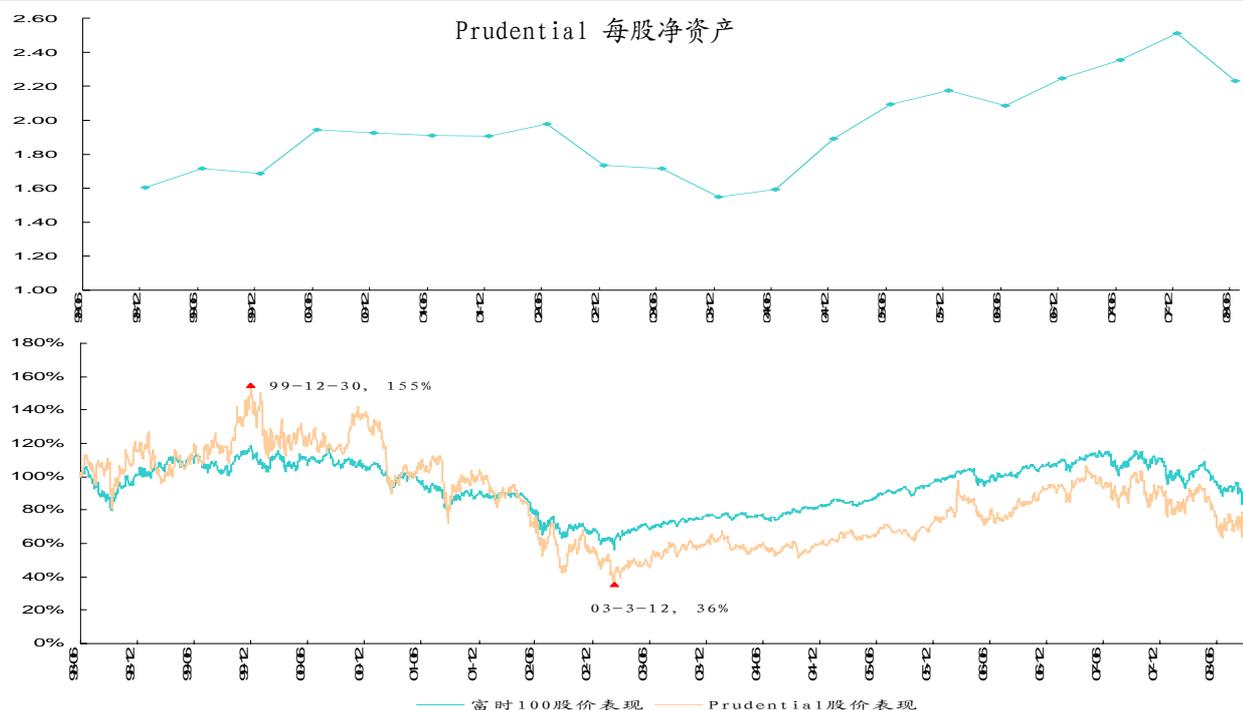
从上述各表中，我们可以看出，三家上市公司在第三季度，净资产的缩水额度都相对较低，人寿还实现了正增长，在这样的情况之下，保险公司出现创造为正的价值的这个拐点即将出现，我们认为在今年的第四季度，除了中国平安外（由于受到富通的近50亿的影响），其他两家上市公司都将出现为正的价值的增长。这点也将再次证明保险行业在这轮经济的调整中，由于受政策的保护，相对于其他行业其所受的冲击会相对较小。

从上述各表中，我们可以清晰的看到，净资产的增速似乎将形成一个拐点，（由为负的增长变为为正的增長）然而这样的一个拐点是否对我们的股价表现形成支撑，从而形成股价上的拐点呢？

底部区域的确认

“整个大盘下跌了近 60%，保险公司由于投资股票市场的损失，带来了利润和净资产的大幅下滑，同时其股价也下跌了 70% 左右”当大家看到这段话的时候，我相信大家浮现在脑海中的都是在 2008 年中国保险股的表现情况。然而实际上，这样的描述对于网络股破灭后欧洲保险股的表现也是完全稳合的。两者唯一不同的是，当年的网络股破灭后的股市下跌 60% 是在近 3 年的时间中完成的，而目前的中国市场上的下跌是在 1 年的时间内完成。那么当年的网络股破灭后，整个保险公司的股价见底，当时有怎样的财务特征呢？净资产的变化和股票市场的底部有什么切合点吗？

图 8、Prudential 每股净资产和股价对应图



资料来源：Bloomberg、长江证券研究所

在上图中，我们可以看到，由于受股票市场下跌带来的投资市场的低迷，使 Prudential 的每股净资产在 2002 - 2003 年中出现了下降的态势。其净资产的最低点出现在了 2003 年的 12 月份，这样的一个时点似乎和当时保险股以及大盘见底的 2003 年 3 月份出现了明显的延后，似乎净资产的见底和股价见底并不是一个对应的关系。带着这样的问题，我们仔细分析了 Prudential 净资产变动的的原因。我们发现在整个的 2001-2003 年中，Prudential 为了维持其在股东的中形象以及其股票的吸引力，Prudential 当期的分红都高过了其在当年的盈利。

表 2、Prudential 2001 - 2003 每股股利与 EPS 比较表

	2001	2002	2003
每股股利	0.24	0.25	0.15
EPS	0.19	0.23	0.10

资料来源：Bloomberg、长江证券研究所

从上表中，我们可以看到，由于当时这段期间 Prudential 所实行的这种高分红的政策也是引起保险公司每股净资产下降的原因。

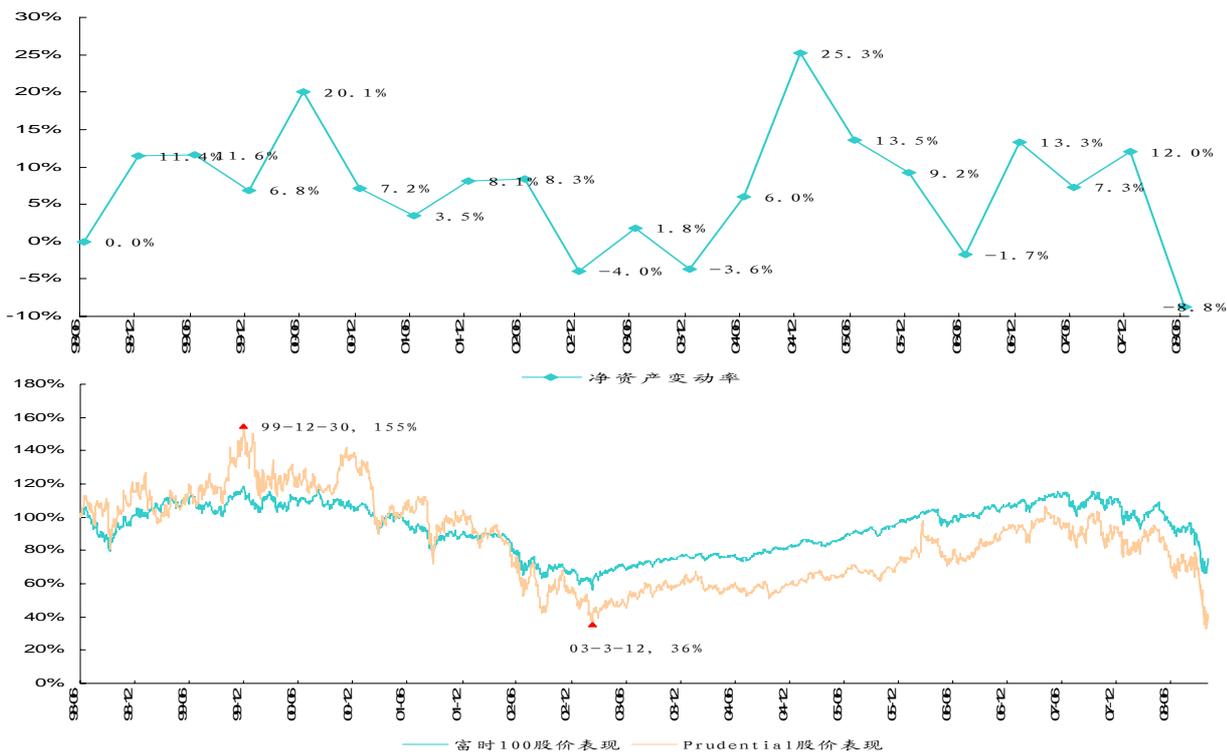
就如我们前面部分讲述我国的保险公司净资产变化情况的图中一样，我们所采用的都是调整后的净资产，这个净资产就是将当期的分红给予了加回，我们认为只有这样才能真正反映保险公司当期实际的经营状况，从而检查出当期的公司的价值的变化趋势。

对于 Prudential 当期的净资产变化状况，我们也进行了这样的调整,方法如下：

例：2003 年 6 月相对于 2002 年 12 月底的净资产变化率

$$= (2003 \text{ 年 } 6 \text{ 月底净资产} + \text{当期分配红利}) \div 2002 \text{ 年 } 12 \text{ 月底净资产}$$

图 9、Prudential 股价与净资产变动率关系图

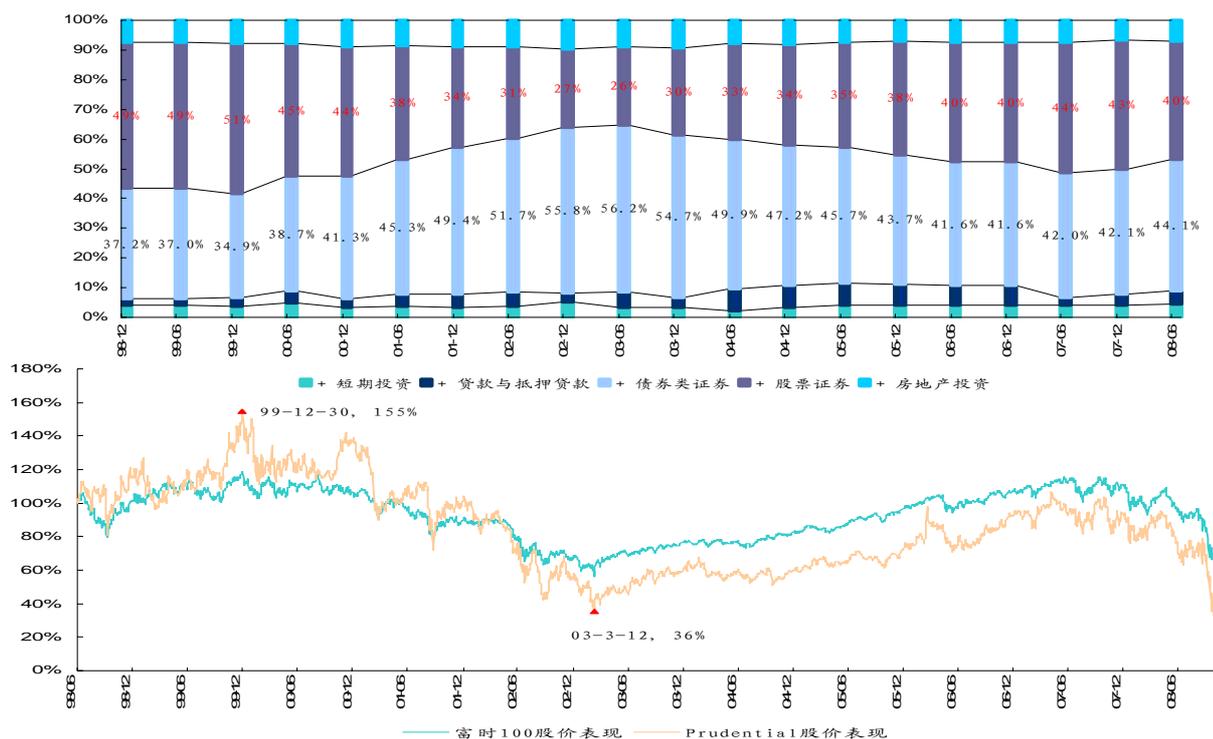


资料来源：Bloomberg、长江证券研究所

通过这张图，我们在从 2002 年的 6 月到 2002 年的 12 月底，Prudential 的净资产出现了约 4% 的缩水，而净资产在 2002 年的 12 月底到 2003 年的 6 月份之间实现了 1.8% 的正增长，而同期整个保险股以及大盘在 2003 年的 3 月份出现见底。由于 Prudential 是每半年才公布一次业绩，因此我们看到净资产变化率的地点在 2002 年的 12 月份，而回到实际的过程中，我们不难发现这样的一个拐点恰恰应该实在 2002 年的 12 月底到 2003 年 6 月之间的这样一个位置。这也恰恰和当时的股价拐点形成了重合。似乎净资产的增长率是决定这样一个低点的方式。这和我们目前 A 股市场上保险公司所经历的状况极为类似，根据目前保险公司所反映出来的现象来看，我们预计中国的三家上市保险净资产增速的见底极有可能在今年的第四季度或者是明年的第一季度见底。因此，从财务特征上来看，保险股股价的见底趋势已经形成，拐点正在发生。

然而在当期的股票市场股价见底的同时，Prudential 不只是净资产增速出现拐点的趋势，其投资资产结构也出现了见底的趋势。

图 10、Prudential 股价与投资资产结构关系图



资料来源：Bloomberg、长江证券研究所

在上图中，我们可以看到，在近 10 年的投资资产结构中，我们可以看到，Prudential 在权益类资产上配置比重的最低点恰恰是在 2002 年的 12 月底和 2003 年 6 月底的 27% 和 26%，而我们目前的 A 股市场上，各家公司的权益类投资比例也是在一再的下调，由 2007 年底的逾 20% 下降到 2008 年 3 季度末的 10%（根据 10 大权重股测算）左右的投资比重。而在今年的 4 季度以及今后的时间中，我们认为，保险公司再大幅降低其在权益类资产的配置比重的可能性并不是很大，国内保险公司在投资权重上的底也正在产生。虽然，我们无法判断大盘什么时候会出现这样一个底部，但是借鉴上一轮网络股破灭后的保险股的走势，目前保险股所表现出来的财务特征以及投资资产结构的特征都表明其股价正处于一个底部区域。

2003 年 Prudential 带给我们的启示

然而我们可以看到，在上面的图形中，在 2003 年的 6 月到 2003 年 12 月之间，Prudential 的净资产再次出现了 3.6% 的缩水，但是同期的股价却并没有出现下跌，这是为什么呢？带着这样的问题，我们查询了当时的一些市场情况，正是这样的查询使我们对于明年整个中国保险市场将会发生的变化产生了清晰的认识。

保费收入出现下降：

由于在 2002 年，整个投资市场的低迷，股票市场更是出现了单边下跌的走势。相应的保护投资在保险公司的钱在 2002 年的投资收益极低，甚至很多投资都出现了亏损。因此，在整个 2003 年 Prudential 的保费收入的绝对值相对于 2002 年下滑了 18%，在这个期间当中，从产品结构上来看，主要是 With-Profit Bonds（主要投资于债券市场）这样的产品出现了明显的滞销，这个产品在 2003 年的当年的保费收入下滑了近 50% 左右。主要原因是当时英国也

正处于降息周期，而投资债券类的产品的投资收益率相对较低，而同时股票市场也出现向好的走势，因此很多的保费流向了当时的另外一个产品，With-Profit Funds（分红基金产品，投资范围较为广泛）。这在当时的美国市场也出现了相同的趋势，在Prudential控股的Jackson National Life在美国当年的销售产品中，和债券收益率挂钩的产品Fixed-annuities，相比2002年，其保费收入也下滑了45%，同当时的Variable annuities当年度的销售额却出现了近55%左右的上涨。

从销售保费的渠道上来看，当时的 Prudential 保费收入下降的主要因素是来自于中介销售渠道的保费收入，相对于 2002 年，2003 年当年通过中介渠道销售的新单保费收入下滑了 40%。回到我们国内的市场，目前大家也都有这样的担心，在 2008 年整个投资市场出现了单边下跌的走势，对于保险公司而言，其投连险产品的损失也较大，因此我们预计在明年的环境中，中国的保险公司通过银行、邮政等中介渠道销售的产品将会出现滞销，甚至出现负增长的可能。

因此，明年中国市场的保费收入结构将不得不发生改变，事实上，在近期根据我们和行业内人士的交流，基本上也确定在近期保费收入已经呈现出了一些结构性的变化。传统的期缴业务以及分红险业务出现了上涨的趋势。

表 3、2007 及 2008 年上半年保费收入对比

	2007 年上半年保费收入(百万)			2008 年上半年保费收入(百万)			保费增速		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
寿险保费总收入	122,558	42,248	24,534	83,224	54,756	38,855	49%	30%	58%
首年保费(1)=(2)+(3)	80,908	16,986	16,266	134,513	24,559	28,802	66%	45%	77%
首年期缴保费(2)	18,155	8,406	2,795	22,836	11,537	3,279	26%	37%	17%
首年趸缴保费(3)	62,753	8,580	13,471	111,677	13,022	25,523	78%	52%	89%
续期保费(4)	41,650	25,262	8,268	48,711	30,197	10,053	17%	20%	22%
标准保费收入(5)=(2)+(3)/10	24,430	9,264	4,142	34,004	12,839	5,831	39%	39%	41%

资料来源：公司数据、长江证券研究所

表 4、2006 及 2007 年全年保费收入对比

	2006 年保费收入(百万)			2007 年保费收入(百万)			保费增速		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
寿险保费总收入	183,761	68,989	7,837	98,422	79,279	50,686	8%	15%	34%
首年保费(1)=(2)+(3)	112,502	26,177	23,775	120,558	30,728	34,170	7%	17%	44%
首年期缴保费(2)	24,477	10,287	3,818	27,976	14,705	5,141	14%	43%	35%
首年趸缴保费(3)	88,025	15,890	19,957	92,582	16,023	29,029	5%	1%	45%
续期保费(4)	71,259	42,812	14,062	77,864	48,551	16,516	9%	13%	17%
标准保费收入(5)=(2)+(3)/10	33,280	11,876	5,814	37,234	16,307	8,044	12%	37%	38%

资料来源：公司数据、长江证券研究所

表 5、2007 及 2008 年 6 月 30 日前一年保费收入对比

	2007年保费收入（百万）			2008年6月前12个月保费收入			保费增速		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
寿险保费总收入	198,422	75,017	50,686	259,088	91,787	65,007	31%	16%	28%
首年保费(1)=(2)+(3)	120,558	26,466	34,170	174,163	38,301	46,706	44%	25%	37%
首年期缴保费(2)	27,976	10,443	5,141	32,657	17,836	5,625	17%	21%	9%
首年趸缴保费(3)	92,582	16,023	29,029	141,506	20,465	41,081	53%	28%	42%
续期保费(4)	77,864	48,551	16,516	84,925	53,486	18,301	9%	10%	11%
标准保费收入(5)=(2)+(3)/10	37,234	12,046	8,044	46,808	19,883	9,733	26%	22%	21%

资料来源：公司数据、长江证券研究所

此外我们再来看看今年带给我们最大惊喜的中国人寿保费收入的情况。在今年上半年中国人寿的保费收入实现了 49% 的增长，然而我们仔细分析其保费收入的构成，我们可以清晰看到今年高增长的原因。

表 6、中国人寿 2008 年上半年保费收入增长分析

	2007H1	2008H1	增速		2007H1	2008H1	增速
个人人寿保险							
总保费收入	52,242	64,287	23.1%	投资型合同业务收入	47,969	96,487	101.1%
首年总保费收入	16,725	21,269	27.2%	首年投资型合同业务收入	41,853	90,801	117.0%
趸缴总保费收入	624	1,405	125.2%	趸缴投资型合同业务收入	39,876	87,837	120.3%
期交首年总保费收入	16,101	19,864	23.4%	期交首年投资型合同业务收入	1,977	2,964	49.9%
续期总保费收入	35,517	43,018	21.1%	续期投资型合同业务收入	6,116	5,686	-7.0%
团体人寿保险							
总保费收入	626	284	-54.6%	投资型合同业务收入	15,735	15,548	-1.2%
首年总保费收入	612	277	-54.7%	首年投资型合同业务收入	15,732	15,548	-1.2%
趸缴总保费收入	540	269	-50.2%	趸缴投资型合同业务收入	15,727	15,548	-1.1%
期交首年总保费收入	72	8	-88.9%	期交首年投资型合同业务收入	5	-	
续期总保费收入	14	7	-50.0%	续期投资型合同业务收入	3	-	
意外险和短期健康险							
总保费收入	5,986	6,618	10.6%				
短期意外险	2,810	3,061	8.9%				
短期健康险	3,176	3,557	12.0%				
管理费用	4,899	8,096	65.3%				
总保费收入合计	58,854	71,189	21.0%				
投资型合同业务收入合计	63,704	112,035	75.9%				
总收入	122,558	183,224	49.5%				

从上表中，我们清楚看到，在今年引起中国人寿保费高速增长的主要原因还是由于投资型合同业务保费收入的大量增加所造成的，而这部分保费收入的来源主要还是通过银邮渠道所取得的，而根据当年 Prudential 的经验，这部分保费收入在明年将收到较大的影响，而在近两个月，我们已经看到了这样的趋势。正是由于这样的特性，因此我们预计三家上市公司明年的一年期新业务价值的增速将会出现较大幅度的下滑，我们给予中国平安 18%、中国人寿 15% 和中国太保 13% 增长的预期。

产品创新成为主导:

通过上面的数据我们可以看到,在 2003 年的欧美市场上,具有更多选择条件以及投资选择的一些可变产品出现了明显的热销。而这些产品都在 2002-2003 年间对条款进行了一系列的创新,当时的主要方式就是给予了保户更多的投资方式和金额的选择。在美国的 Jackson National Life 在 2003 年销售的保费收入的 93% 来自于自 2002 年以后所新创设的保单。在英国,Prudential 2003 年销售的新单中,也有近 37% 来自于 2000 年以后所新创色的保单。在这样的一段时间内,产品的创新成为当期保险公司争夺保费收入的主导方式。

回到国内市场,我们也认为在明年的市场上,保险公司仍将维系这几年的产品创新的思路继续进行,产品创想在这个时候也有可能为公司的竞争带来先机。

产品回报的大幅提高:

在图 9 中,我们可以看到在 2003 年下半年 Prudential 的净资产在资本市场已经回暖的情况下,仍然出现了 -3.6% 的资产缩水。然而造成这种因素的主要原因并不是公司的投资出现问题,却是由于公司在当年给予了保户较高的回报,我们来看这样的几组产品的回报。Long-term with-profits fund 在 2003 年带给保户 16.5% 的收益,其在 2002 年带给保户的回报为 -8.1%。此外,15 年期的个人年金账户也实现了 8.5% 的增长,10 年期的个人年金账户是 12.2% 的增长,Prudential 的当时另外一个产品 Prudence Bond 在 2003 年维持了其在 2002 年的 3.25% 的分红没有改变。可以看出,在 2003 年,Prudential 进一步加大了其产品的收益率,以此来提高产品的吸引力。其所想要达到的目的还是要挽回其下降的保费收入,此项政策的确在 2004 年取得了时效,当年实现保费收入近 20% 的增长,这在近 20 年的历史上仅次于在 1999 年的保费增速。

同样,在国内市场上,我们也已经看到了这样的趋势,在今年的投资收益不断向下走的过程中,各家公司却并没有大幅下降其对保户的回报。万能险的结算利率虽然有所下滑,但是仍然远高于定期存款利率。

因此,我们预测,在今年结束后,明年保险公司根据今年的经营结果对保户进行分红时,无论是分红险的分红率也好还是万能险的结算利率也好,整个行业都不会大幅下滑,必将还维持一个较高的回报率。也这是由于这样的政策,如果投资市场维持现状的话,保险公司的 EPS 将难以维系。从经营上来讲,明年有可能会成为最为困难的一年,保险公司将不得不面临着亏着钱分红的状况。

中国保险企业的高 Beta

在前面已经提及,这里所指的高 Beta,不仅指股价表现的高 Beta,同时也是公司价值变动的高 Beta。在理解这个问题之前,我们看看当时下面的一组的比较数据:

表 7、中、外保险公司总资产/净资产比率表:

	2008 年 9 月	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Prudential		34.9	38.5	38.7	38.9	48.3	40.8	38.5	37.7	44.0	36.6
AIG		10.0	8.9	9.0	9.5	9.1	8.9	8.8	7.2	7.5	7.2
中国平安	8.6	6.0	9.9	8.7							
中国人寿	7.1	5.2	6.3	8.2							
中国太保	6.3	4.9	15.3	22.0							

资料来源:公司数据、长江证券研究所

表 8、中、外保险公司权益类资产投资权重

	2008 年 9 月	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Prudential	39.9%	43.2%	40.1%	38.2%	33.7%	29.5%	26.5%	34.2%	43.5%	50.6%
AIG	5.8%	5.7%	4.5%	4.0%	3.1%	2.0%	1.8%	2.5%	4.0%	4.3%
中国平安	15.6%	24.7%	14.5%							
中国人寿	13.3%	23.0%	13.9%							
中国太保	13.6%	22.8%	14.3%							

资料来源：Bloomberg、长江证券研究所

在英国市场上,从 2000 年开始到 2003 年的 3 月,整个富时 100 指数下跌了 53%,Prudential 的股价从最高点下来也下跌了 75% 左右。虽然 Prudential 股价下跌的幅度远超过了当期的指数,但是我们可以从前面的数据中可以看到,Prudential 的净资产却只是在 2002 年的下半年和 2003 年的下半年才出现 4% 和 3.6% 缩水的状况。而在中国市场上,截至 2008 年 9 月,中国人寿、中国太保和中国平安的调整后净资产缩水幅度分别为 15%、18% 和 22%。

值得我们注意的是 Prudential 在当期的总资产/净资产的比重远高于国内保险公司,同时其投资权益类市场的权重也远高于目前的国内市场上的三家上市公司,但是其净资产的缩水幅度却远低于目前国内上市保险公司缩水的幅度。

然而造成这样差异的最主要原因是:

在英国的保险产品,其将传统的保障部分以及自有资金和理财性质的资金完全进行了分离。换句话说,当期 Prudential 投资股票市场的资金绝大部分来自于理财性资金,而这部分资金的亏损却并不会影响到 Prudential 当期自身的业绩。换句话说,Prudential 几乎没有将自营资金投资在权益类市场。

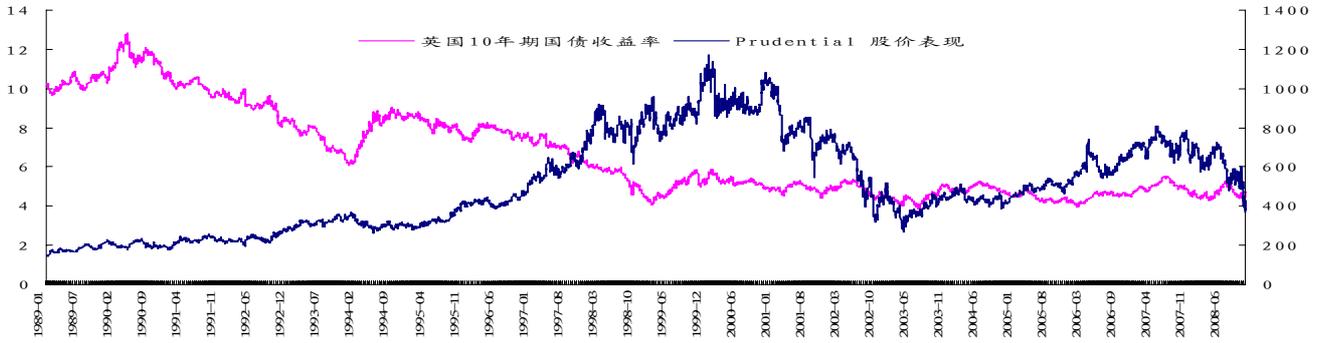
同时我们再看到和我们总资产/净资产比重几乎相同的 AIG,中国保险公司投资权益类市场的权重却远远高于 AIG。而且同时中国上市保险公司投资权益类市场时的自营资金的比重也远远超过了国外保险公司。

正是由于中国保险公司自营资金投资权益类资产上的较高比重,其注定了中国保险企业具有更高的 Beta 值,因此在中国市场上,保险公司的股价波动也应该比欧美保险公司更为剧烈。

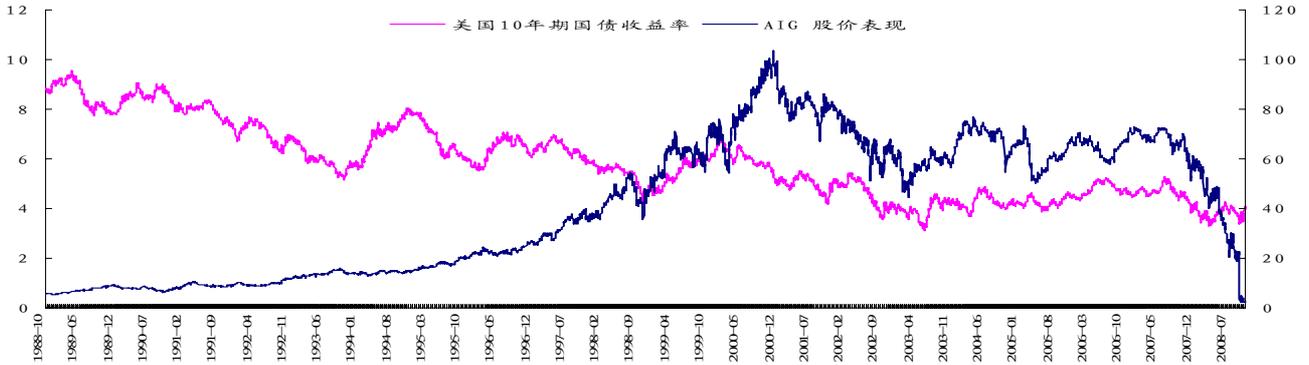
综上所述:我们认为,根据目前保险公司的财务上所表现出来的特征,其正在处于保险股的底部区域,这样的一个区域恰恰是长期投资建仓的良机。同时由于中国保险股所特有的高 Beta 特性,保险股的波动性仍将超越大盘。

降息周期下的保险股

在论述我国未来保险公司在降息下所受的影响时,我们先来看看世界上其他国家的保险公司在这样的周期下的股价表现。在考虑这个问题的时候,我们选用了和保险公司投资最为相关的 10 年期国债的收益率。

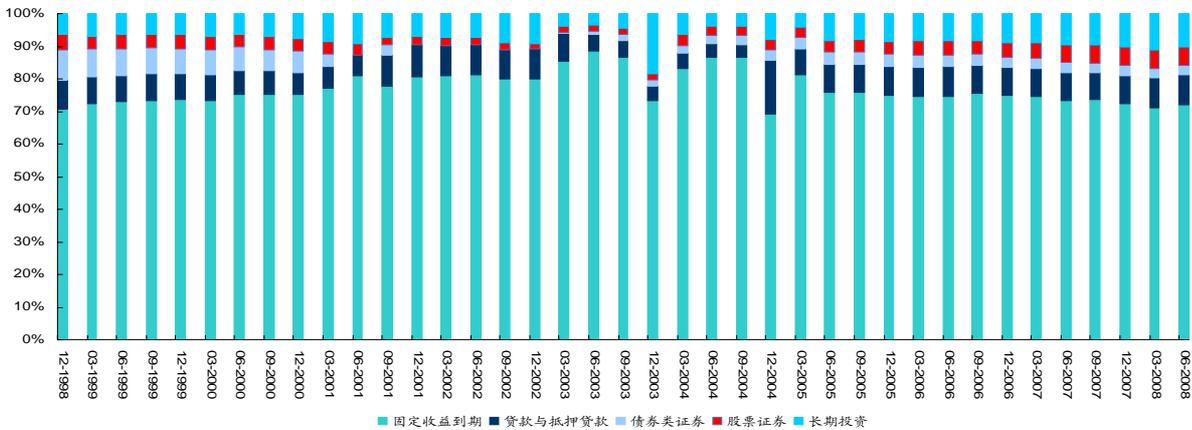
图 11、Prudential 股价与英国 10 年期国债收益率关系图


资料来源：公司数据、长江证券研究所

图 12、AIG 股价与美国 10 年期国债收益率关系图


资料来源：公司数据、长江证券研究所

从上述两图中，我们基本上看不到降息或者升息周期对于保险股股价明显的相关性。

图 13、AIG 投资资产结构


资料来源：公司数据、长江证券研究所

图 14. AIG 每股净资产与美国 10 年期国债收益率关系图



资料来源：公司数据、长江证券研究所

升、降息对于保险的影响，从原理上来讲是其是通过影响到固定收益类投资收益率，也即债券收益率和存款利率的下滑来影响到保险公司的投资收益率以达到对于保险公司的影响。因此，如果一家公司投资在债券上的比重越大似乎受此影响应该更大。但是，实际情况如何呢？

从图 13 中，可以看到 AIG 的绝大部分资产都投资在固定收益持有到期资产上面，这部分资产和贷款及抵押资产以及债券投资都是和升、降息周期密切相关的。可是，我们可以看到在 AIG 在这样一个长期的波动当中，其净资产却保持在一个相对平稳的增长态势，并没有看到受升、降息周期的影响。

实质上，在欧美发达市场上，升、降息对于保险公司的盈利能力并没有多少直接的影响。这主要反映在如下几个方面上：

- (1) 虽然受固定收益类投资的收益率下降的影响，公司的投资收益出现下降。但是当期分给保户的投资收益也出现下降。
- (2) 在降息当中，保险公司的成本同样也存在着下降，因为保险公司成本的最主要参考指标，利率也存在下降的趋势，因此成本端的支撑也在下降。
- (3) 其实之所以会降息，其背后的潜在原因是经济在这个阶段出现了一定的问题，整个投资市场都是处于相对低迷的时候，保险产品的吸引力反而是会上升的，这主要是因为整个市场上更难取得比投资保险产品更好的投资收益，这个时候保险的产品的吸引力是上涨的。在整个产品的销售量上应该有所增加。
- (4) 欧美成熟市场上，保险公司投资债券以及固定收益类持有到期的产品，通常是购买 5 年及 5 年期以上的产品，其投资收益率通常是锁定的。而在一个降息或者升息的

周期，通常维持的时间都不是太长，从长期看来，在任何一个时点，都有一部分投资是受益的，也有一部分投资是相对受损的，这种相互之间的作用得到平滑。

然而，我国的保险市场上的产品特性以及保险公司的特性和欧美成熟市场还是有着一定的区别。首先表现在以下几个方面：

- (1) 我国的保险公司承受了更多的经营风险。万能、分红险虽然具有理财产品的特性，但是保险公司仍然至少要负担保底收益率的压力。
- (2) 传统性产品保险公司需要全额承担投资收益下降的风险。

在目前的情况下，我并不担心目前的利率状况，但是如果降息的幅度过大和维持这样的低息时间过长，将不可避免的将影响到目前我国保险公司的经营状况，特别是远期债券到期，再投资时的选择出现尴尬，从而引起整个投资收益的下降。这就如同在 2000 - 2003 年间，在整个中国寿险市场都存在着贴钱分红的状况。在目前的情况下，虽然对于保险公司利润空间形成了一定影响（成本端的下降毕竟不如投资收益端的下降明显），但是这样的影响相对于其他行业所受的影响来说就有限的多了。

保险股估值讨论

关于保险股的估值似乎永远是大家谈论的焦点，到底该用怎样的方法，以及目前的保险股到底该值多少钱似乎大家永远的话题。

从我们的观点而言，仍然坚持认为，内涵价值和评估价值在目前的阶段仍将是评估保险股价值的最佳选择。

现有估值的诠释

在进行进一步的探讨之前，我们先审视一下目前的保险股对应着怎样的估值水平。（这里均采用公司进行内涵价值的假设进行计算）

表 9、中国平安隐含估值指标

中国平安目前股价:	26.59		
	2007 年 12 月	2008 年 6 月	2008 年 12 月 (预计)
每股内涵价值:	20.46	17.70	16.79
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	1.30	1.50	1.58
每股一年期新业务价值乘数:	0.98	1.12	1.22
目前隐含的一年期新业务价值乘数	6.26	7.96	8.01

资料来源：公司数据、长江证券研究所

表 10、中国人寿隐含估值指标

中国人寿目前股价:	21.45	
	2007 年 12 月	2008 年 12 月 (预计)
每股内涵价值:	8.94	8.55
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	2.40	2.51
每股一年期新业务价值乘数:	0.43	0.54
目前隐含的一年期新业务价值乘数	29.36	23.90

资料来源：公司数据、长江证券研究所

表 11、中国太保隐含估值指标

中国太保目前股价:	13.36	
	2007年12月	2008年12月(预计)
每股内涵价值:	9.71	8.73
目前股价所隐含的P/EV倍数	1.38	1.53
每股一年期新业务价值乘数:	0.39	0.49
目前隐含的一年期新业务价值乘数	9.33	9.45

资料来源: 公司数据、长江证券研究所

在上述各表中, 我们可以看到, 除了中国人寿相对偏高的估值外, 中国平安与中国太保所对应的估值都极具优势。从估值的角度来讲, 目前的估值都是未来的收益的贴现, 如果站在这个角度上来讲, 我们目前所对应的估值水平用年份上来看, 对应的几年的经营结果呢?

表 12: 中国平安保守逻辑下的内涵价值增长路径

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008H	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
调整后资产净值(1)	25,164	33,072	46,282	107,032	80,938	70,938	76,662	83,466	91,534	101,069	112,292	125,441	140,767
扣法定偿付能力额度持有成本后的有效业务价值(2)	12,087	15,291	19,291	43,278	49,051	57,239	68,040	80,681	95,351	112,230	131,485	153,259	177,667
内涵价值(3)=(1)+(2)	37,248	48,363	65,573	150,310	129,989	128,177	144,702	164,147	186,885	213,300	243,777	278,700	318,434
扣法定偿付能力额度持有成本后的一年新业务价值(4)	3,913	4,539	5,132	7,187	8,203	8,984	10,601	12,403	14,387	16,546	18,862	21,314	23,872
内涵价值增速		29.8%	35.6%	70.9%	-13.5%	-14.7%	12.9%	13.4%	13.9%	14.1%	14.3%	14.3%	14.3%
内涵价值/2008 年底内涵价值						1.00	1.13	1.28	1.46	1.66	1.90	2.17	2.48
一年期新业务价值增速		16%	13%	40%		25%	18%	17%	16%	15%	14%	13%	12%
APE 增速		28%	14%	37%									
保费收入增速		7%	17%	15%									

资料来源: 公司数据、长江证券研究所

表 13: 中国人寿保守逻辑下的内涵价值增长路径

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
调整后资产净值(1)	70,143	117,700	168,175	132,254	143,170	155,855	170,560	187,546	207,091	229,477	254,993
扣法定偿付能力额度持有成本后的有效业务价值(2)	43,811	64,290	84,393	109,157	126,857	147,043	169,866	195,446	223,864	255,155	289,301
内涵价值(3)=(1)+(2)	113,954	181,990	252,568	241,411	270,026	302,898	340,425	382,992	430,954	484,632	544,293
扣法定偿付能力额度持有成本后的一年新业务价值(4)	7,490	10,482	12,047	15,059	17,318	19,742	22,308	24,986	27,734	30,507	33,253
内涵价值增速		35.3%	38.8%	-4.4%	11.9%	12.2%	12.4%	12.5%	12.5%	12.5%	12.3%
内涵价值/2008 年底内涵价值				1.00	1.12	1.25	1.41	1.59	1.79	2.01	2.25
一年期新业务价值增速		40%	15%	25%	15%	14%	13%	12%	11%	10%	9%
APE 增速		8%	5%								
保费收入增速		14%	8%								

资料来源: 公司数据、长江证券研究所

表 14: 中国太保保守逻辑下的内涵价值增长路径

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
调整后资产净值(1)	11,287	60,740	49,095	50,909	53,164	55,920	59,244	63,205	67,874	73,323
扣除法定偿付能力额度持有成本后的有效业务价值(2)	9,247	14,326	18,145	22,542	27,562	33,242	39,611	46,691	54,489	63,002
内涵价值(3)=(1)+(2)	20,534	75,066	67,240	73,452	80,726	89,162	98,855	109,896	122,364	136,326
扣除法定偿付能力额度持有成本后的一年新业务价值(4)	2,176	3,015	3,769	4,334	4,941	5,583	6,253	6,941	7,635	8,322
内涵价值增速		74.3%	-10.4%	9.2%	9.9%	10.4%	10.9%	11.2%	11.3%	11.4%
内涵价值/2008 年底内涵价值			1.00	1.09	1.20	1.33	1.47	1.63	1.82	2.03
一年期新业务价值增速		39%	25%	15%	14%	13%	12%	11%	10%	9%
APE 增速		38%								
保费收入增速		34%								

资料来源：公司数据、长江证券研究所

在上表中，我们主要基于如下的逻辑关系进行了对内涵价值增长路径的推导：

(1) 内涵价值 = 调整后净资产 + 有效业务价值

在假设的经营情况（投资收益率、赔付率、费用率等）与公司每年实际的经营情况一致的情况下，公司每年净资产的增加将通过有效业务价值向净资产的转移而实现的。当在业务规模还在快速扩张阶段，这个效应会相对小一些。

在我们的增长路径演示中，为了方便模拟，我们假设有有效业务价值向净资产进行转移的比例为 10%，然后每年有效业务价值的增长为：

$0.9 \times$ 上年度有效业务价值 + 当年一年期新业务价值

(2) 对于一年期新业务价值的增速，我们统一采用了 2008 年 25% 的增速，并对 2009 年的预期给予了大幅的下调。

在上面的表中，我们描绘了未来几年中国三家上市公司的内涵价值增长路径。从上面的表中我们可以看出，目前给予中国平安和中国太保的估值只反映了其未来 4 年的预期，对于中国人寿的估值大约反映了未来 8 年的预期。如此短时间的预期充分说明了目前保险股所具有的价值，更何况我国保险市场未来广阔的发展空间更给予我们更快增长的可能性。如果明年的投资市场转暖，保险公司能获得怎样的增长呢？

未来的合理价值

在明确了目前保险股的低估值水平之后，我们接下来考虑的一个问题就是，究竟我们的保险股的合理价值在多少呢？

从保险的特性上来讲，我们仍然认为，通过内涵价值所反映的信息对保险公司进行评判将是最好的选择，因为内涵价值所反映的信息都是公司对于未来经营的提前预期的反应。

评估价值法仍然是我们评估保险公司核心价值的方法，但是在这里对于此方法的运用，我们还是想再多谈这样几点：

- (1) 由于保险产品的周期，特别是寿险产品的周期都相对较长，当真正完成一个产品的周期的话，可能需要数十年的时间。而公司公布的内涵价值计算中，会将公司目前的现有保单以及新签进的保单未来的经营情况都进行详细的预估，也就是我们所看到的有效业务价值和一年期新业务价值。因此给予内涵价值报告中信息的估值结果，包含的信息更多。
- (2) 目前的保险准则下，给了保险公司较多的空间平滑其利润，这样保险公司每期利润和其实际经营成果出现错位。P/E 的估值将难以反映实际情况。
- (3) 在整个保险界内，内涵价值报告目前已经得到了非常广泛的运用，在我的工作经历中以及我身边的好朋友中，大家所遇到的涉及保险公司兼并收购的案件当中，评估价值法都得到了广泛的应用，买、卖双方都会采用评估价值法对公司做出评估价值，再在此基础上进行相应的谈判。
- (4) 在最近 AIG 的风波中，整个东南亚地区很多国家都再次掀起兼并收购的高潮。在最近和业内专家的交流中，他们也谈到目前对于保险公司的估值通常还是采用评估价值法，但是在确定一年期新业务价值乘数的时候，目前主要采取两种方式确定：
 - a) 只考虑未来 10-20 年的经营情况的模拟
 - b) 考虑未来 10 年的经营情况，10 以后采用 0 增长模式

因此，在我们确定目前国内保险公司的合理估值的时候，采用了第一种方式（模拟未来 20 年的增长状况）来确定目前国内三家上市公司合理的一年期新业务价值乘数。

表 15: 三家上市保险公司新业务价值乘数

	中国平安	中国人寿	中国太保
2009-2013 年保费增长率	18%	2009-2016 年保费增长率	15%
2014-2018 年保费增长率	15%	2017-2023 年保费增长率	8%
2019-2023 年保费增长率	8%	2024-2028 年保费增长率	4%
2024-2028 年保费增长率	4.00%		
利润蚕食率	逐年下降 3%，直至现有业务利润率的 80%	利润蚕食率	逐年下降 3%，直至现有业务利润率的 80%
折现率	11.5%	折现率	11.5%
新业务价值倍数	21.5	新业务价值倍数	18

资料来源：公司数据、长江证券研究所

这里需要特别说明的一点的是，这里所指的保费收入增速是指标准保费收入。我们之所以会给中国平安更高的标准保费收入的预期，主要原因是中国平安的业务结构在三家上市公司中相对较好，其可持续性更强。

根据我们所给予的一年期新业务价值乘数，我们给予三家上市公司的目标价位分别为：中国平安 43.09 元、中国人寿 18.26 元和中国太保 17.54 元。

内涵价值报告信息的反向思考：

最近我们也听到大家对于内涵价值法的一些不同意见，主要包括以下几点：

- a) 内涵价值当中的很多假设，我们都无法验证其可靠性和真实性。
- b) 内涵价值计算中所采用的投资收益率假设大约都维持在 5% - 5.5% 左右的水平，可是很明显，在今年的情况下其投资收益率的水平根本远没有达到，该如何衡量其价值。
- c) 虽然三家上市公司都公布了其内涵价值的信息，但是各家公司用的假设却并不相同，那在这样的情况下，我们根本无法将其调整到同一水平线上对公司进行比较。

对此，我们也承认，内涵价值法也的确存在着众多不完善的地方，比如上面我们所列举到的这些问题。内涵价值法和评估价值法为大家所诟病的地方就是其在计算过程中的众多人为主观假设，主要包括投资收益率、分红率、死亡率以及折现率等等，其中最有争议的地方就是投资收益率了。也正是由于这一点，目前的欧洲保险公司也做出了新的决策，将从 2009 年的年报开始，欧洲采用 MCEV 对保险公司进行评估。(MCEV (Market Consistent Embedded Value) 相对于 EEV 的区别就是在于将投资收益率和折现率都使用相同的比例，主要采用无风险利率，我们也将在今后的报告中给大家介绍这个方法)。

对此，我们认为，内涵价值法和评估价值法方法本身是值得肯定的，至于最终的结果，我想还是基于我们对于关键假设的判断。例如投资收益率的假设，在目前的情况下，在短期内或者是更长的一段时间，保险公司的投资收益率可能都达不到 5% - 5.5% 的水平，然而从长期来看，我还是比较认可公司能够获得 5% - 5.5% 的这样一个长期的投资收益率假设的。

当然，在目前的市场环境下，我们有理由怀疑这样的一个结果，为了大家对这方面分析的需要，我们也做了一个敏感性分析表，如下所示：

表 16: 中国平安估值关于投资收益率敏感性测试:

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	投资收益率 (5% - 5.5%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	30,499	35,978	41,456	46,935	52,413	57,892	63,370	68,849	78,152
一年期新业务价值	7,994	8,241	8,489	8,736	8,984	9,237	9,490	9,726	9,974
调整后净资产	70,938	70,938	70,938	70,938	70,938	70,938	70,938	70,938	70,938
新业务价值乘数	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5
每股估值	37.21	38.68	40.15	41.62	43.09	44.58	46.06	47.50	49.49

资料来源：公司数据、长江证券研究所（中国平安除寿险外的其他业务估值在净资产中有所包含，估值为 1 倍 P/B）

表 17: 中国人寿估值关于投资收益率敏感性测试:

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	投资收益率 (5.5%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	73,828	82,710	91,591	100,47	109,354	118,23	127,12	136,00	144,879
一年期新业务价值	10,275	11,520	12,765	14,010	15,255	16,487	17,718	18,991	20,236
调整后净资产	132,25	132,25	132,25	132,25	132,254	132,25	132,25	132,25	132,254
新业务价值乘数	18	18	18	18	18	18	18	18	18
每股估值	13.83	14.94	16.05	17.16	18.26	19.36	20.46	21.58	22.69

资料来源：公司数据、长江证券研究所

表 18：中国太保估值关于投资收益敏感性测试：

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	投资收益率 (4.5%-5.2%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	6,822	9,653	12,483	15,314	18,145	20,815	23,485	26,155	29,468
一年期新业务价值	2,869	3,094	3,319	3,544	3,769	3,981	4,194	4,444	4,669
调整后净资产	49,095	49,095	49,095	49,095	49,095	49,095	49,095	49,095	49,095
新业务价值乘数	18	18	18	18	18	18	18	18	18
每股估值	13.97	14.86	15.76	16.65	17.54	18.39	19.23	20.16	21.12

资料来源：公司数据、长江证券研究所

保险股投资建议

从整个保险股的投资思路来讲，其跟大盘表现出极大的正相关性。因此，整体上来讲应该是一个随周期的投资思路。

在目前的位置上，从保险公司财务上以及投资结构上所表现出来的特征，保险股股价正处在底部区域，拐点将随时有可能产生。

保险公司的净资产已经出现见底的趋势，内涵价值的见底也在逐渐的形成当中，经营成果上的拐点也在形成。

中国保险公司无论是财务还是股价都具有较高的 Beta 效应，其波动性将更大，因此一旦发生行情，保险股将取得更高的收益，资产配置优势明显。

从其估值水平看来，目前的保险股估值已经处于历史的最低位，对比最高的估值，其也仅反映了未来 8 年内经营预期，其未来的上涨空间巨大，极具长期投资价值。

同时今年的 12 月底、明年初开始将再次给予了我们一个最好的长期建仓时机。对于平安而言，小非对其的抛售，我们认为如果抛售的话，在今年 12 月底或者春节之前的压力最大。这主要是因为，如果在今年的 12 月份前兑现收益的话，这笔收益将能进入小非今年的利润表，对其今年收益形成正面影响，一旦过了 12 月份，即便兑现收益，其利润也将成为明年的收益，其抛售的时间上将并不急迫。此外中国的传统春节也是企业需要现金最多的时候，由于此次全球金融危机带来整个经济的下滑，恰恰也是我们深圳、广东地区的这也将对平安小非的抛售形成压力。

在今年的 12 月 25 日，中国太保有约 15.8 亿股的小非解禁，这将是目前流通股的总量的 1.5 倍，我们了解到此次解禁的小非其成本都很低，不排除其减持的可能性。因此，极有可能对整个行业版块都带来冲击。

但是，我们认为，如果平安和太保的减持都发生的话，这将是一个千载难逢的建仓机会。因此我们认为今年 12 月过后，保险股的投资将迎来良机。

但是需要值得注意的一点是，对于明年整个保险行业的经营状况而言，我们认为其形势仍相当严峻，极有可能出现保费收入下跌，各家保险公司为了维持市场份额出现贴钱返还保户的行为。虽然如此，我们仍然认为，中国保险业由于其非市场化的因素存在，政府对其经营仍然具有保护的成分存在，相对于其他很多行业而言，目前的这三家上市公司几乎都没有出现资金困难的可能性，同时目前的股价也对这样的预期有了充分的反映。

综上所述，我们认为保险股将在明年的一季度迎来建仓的良机，目前的估值也表明其未来巨

大的空间，因此我们维持对于整个行业“看好”的评级，对于投资标的选择上，我们的顺序是首选中国平安，其次是中国太保和中国人寿。短期来看，小非的减持仍是对保险股最大的冲击。

分析师介绍

李聪，英国 Cass 商学院精算学硕士。2008 年 1 月加入长江证券，从事保险、证券行业研究。此前任职于普华永道精算部，担任高级精算顾问，曾参与并负责过国内数家保险公司的 IPO 审计以及给予精算咨询服务。同时也参与众多国外和地区保险公司的精算审计以及精算咨询服务，涉及香港、台湾及澳大利亚等。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
