



2008年12月3日

保险行业

中金公司研究部

分析员：周光 zhoug@cicc.com.cn

联系人：赵慧颖 zhaohy2@cicc.com.cn

刘欣 liuxin3@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

保险业 2009 年策略

低利率的挑战

要点：

- ◆ **可预期的低利率环境将拖累保险公司投资收益率。**随着中国降息进程的深入，我们预期 10 年期国债收益率将下探至 2.5% 以下，10 年期企业债收益率也可能低于 4.0%。保险公司投资收益率将随着新增保费投资和旧债到期再投资而逐渐下滑，预计 2009-2010 年保险公司实际投资收益率将显著低于其长期投资收益率 5-5.5% 的假设。
- ◆ **寿险公司利差益将在低位徘徊。**低利率有助于降低目前居高不下的保单资金成本，缓解利差倒挂的困难局面。分红险和万能险的资金成本将保持在 3-3.5% 左右，使得寿险公司固定收益类投资所能获得的利差益有限。
- ◆ **寿险保费收入增速放缓可能成为显著影响投资者情绪的负面因素。**由于 2008 年刺激寿险保费大幅飙升的驱动因素逐渐减弱，预计 2009 年保费收入增速将显著放缓，从而对行业增长前景产生负面影响。
- ◆ **财险行业可能带来一点惊喜。**由于保监会加强财险行业市场行为和保费充足率等方面的监管，使得财险的赔付率可能低于目前市场预期。
- ◆ **盈利预测大幅低于市场预期。**基于对未来两年保费收入增速、债券收益率和 A 股市场的判断，我们大幅调低了 2008-2010 年几家保险公司的盈利预测，目前我们的盈利预测显著低于市场预期。
- ◆ **维持对中国人寿和中国平安“中性”的投资评级。**相对投资价值可能在 2009 年一季度末出现，因为届时央行大幅降息可能接近尾声，而低利率对于保险公司投资收益率和净利润的不利影响逐渐被市场消化，并且债券收益率曲线在低水平上逐渐陡峭，从而使保险公司估值完成探底并获得支撑。
- ◆ **上市寿险公司的结构性投资机会主要出现于升息周期前期和降息周期的最后阶段。**国际经验表明，在升息周期的前期和降息周期的最后阶段，寿险公司的利差空间逐渐扩大，盈利能力好转，盈利水平提升，结构性投资机会显现。
- ◆ **投资建议的主要风险在于 A 股市场的大幅上扬。**

目录

可预期的低利率环境将拖累保险公司投资收益率	4
未来仍有一定降息空间，低利率环境还将持续	4
中长期债券收益率前期已经历暴跌，未来预计仍将继续下探并持续低迷	4
保险公司投资组合将更侧重于固定收益类产品，收益率将随着旧债到期和新增投资逐渐下滑	8
寿险公司利差益将持续低迷	12
大幅降息将为寿险保单资金成本的下调提供更大空间，非常有助于缓解目前的利差损困境	12
低利率环境下寿险公司利差益将在低水平持续徘徊	13
保费收入增速放缓将成为显著影响投资者情绪的负面因素	15
过去两年来，在基本驱动因素平稳较快发展的基础上，投资型寿险产品促使保费收入出现飙升	15
2008 年寿险业保费收入先扬后抑，预计总体增速依然可观	18
2009 年寿险业保费收入增长将明显趋缓，产品结构逐渐回归保障本质	18
财险市场可能蕴含惊喜	21
车险保费收入增速可能趋缓，其他险种增长也将面临挑战	21
适度监管重建市场秩序，业务规范程度有所提高	22
恶性竞争态势有望受到扼制，主要公司份额预计保持稳定	23
自然灾害损失将较 08 年减轻，相应赔付压力可望得到缓解	24
盈利预测	25
中国人寿	25
中国平安	27
中国太保	29
估值	30
对于基本面的判断	30
估值	30
附录：货币政策周期中寿险公司投资机会分析	32

插图

图 1: 2009 年利率走势预测	4
图 2: 各期限国债、企业债收益率近期变化情况	5
图 3: 1999 年 6 月至今 10 年期国债收益率	5
图 4: 1999 年 6 月至今 10 年期企业债收益率	6
图 5: 历年国债发行量、结构及预测	7
图 6: 历年企业债发行量、结构及预测	7
图 7: 保险公司固定收益类证券投资结构	7
图 8: 各主要公司固定收益类证券投资品种	8
图 9: 各主要公司固定收益类投资到期期限	8
图 10: 快速降息将为寿险公司万能险结算利率的下调提供更大空间	12
图 11: 债券收益率曲线上的舞蹈 (中国现实)	13
图 12: 平安寿险万能险结算利率和债券收益率、定期存款利率的关系与走势预测	14
图 13: 寿险业历年保费收入情况	15
图 14: 寿险密度、人均 GDP、人均收入和人均储蓄水平增速水平比较	16
图 15: 日本和中国抚养率水平 (少年和老龄人口占工作人口的比例) 与寿险保费收入	16
图 16: 2006/2007 年各上市寿险公司按产品结构划分的保费收入	17
图 17: 主要寿险公司市场份额 (中国会计准则下)	17
图 18: 各上市寿险公司保费收入月度同比增速 (中国会计准则下)	18
图 19: 近期寿险业监管变化趋势	19
图 20: 财险业月度保费收入及与乘用车月度销量数据	21
图 21: 历年财险业保费收入及增速	22
图 22: 近期保监会出台的财险业相关监管要求	23
图 23: 主要财险公司市场份额 (中国会计准则下)	23
图 24: 各财险公司赔付率预测	24
图 25: 中国人寿和中国平安 H 股 P/B band	30

表格

表 1: 各公司投资组合与投资收益率预测	9
表 2: 各寿险公司保费收入预测 (中国会计准则下)	20
表 3: 各财险公司保费收入预测 (中国会计准则下)	22
表 4: 中国人寿盈利预测 (中国会计准则下)	25
表 5: 中国人寿盈利预测主要假设变化 (中国会计准则下)	26
表 6: 中国人寿盈利预测主要调整项目 (中国会计准则下)	26
表 7: 中国平安盈利预测 (中国会计准则下)	27
表 8: 中国平安盈利预测主要假设变化 (中国会计准则下)	28
表 9: 中国平安盈利预测主要调整项目 (中国会计准则下)	28
表 10: 中国太保盈利预测 (中国会计准则下)	29
表 11: 国际可比公司估值表	31

可预期的低利率环境将拖累保险公司投资收益率

预计在 2009 年，中国的降息进程还将持续并进一步深入，可预期的低利率环境将成为影响保险公司投资收益的关键因素。

在此背景下，对于保险公司最重要的投资品种——中长期债券收益率的讨论也显得尤为重要。我们预计，尽管调整的速度和幅度可能不会如 2008 年 9 月以来的暴跌那样剧烈，但持续降息和不断走低的 CPI 走势仍将驱动中长期债券收益率继续下滑。而且，这种低收益率水平还将在底部维持较长时间。

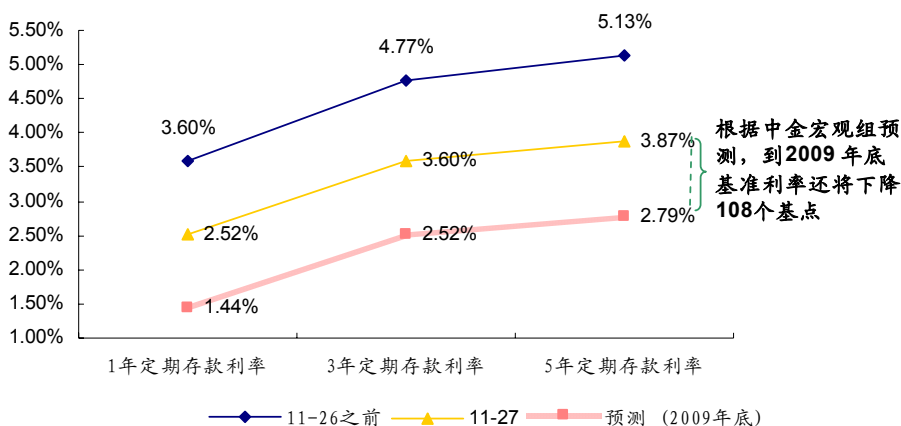
持续低迷的债券收益率水平和难以寄予厚望的股票投资收益将拖累保险公司投资收益率。我们预期，2009 年保险公司投资收益率将随着旧债到期和新增投资而逐渐下滑，投资组合将更侧重于固定收益类产品，中长期债券投资份额将明显增加。

未来仍有一定降息空间，低利率环境还将持续

根据中金宏观组的预测，在 11 月 27 日大幅降息 108 个基点之后，预计到 2009 年底，基准利率还有 108 个基点的下降空间（图 1），而本轮降息的利率低点将比 98 年降息周期的 1.98%（一年期存款）更低。从降息的进程上看，大幅快速的降息将主要在 2009 年上半年之前完成。

由此，我们可以清晰地看到，预计未来一段时间，中国的低利率环境还将持续并进一步深入。

图 1：2009 年利率走势预测



资料来源：PBoC，中金公司研究部

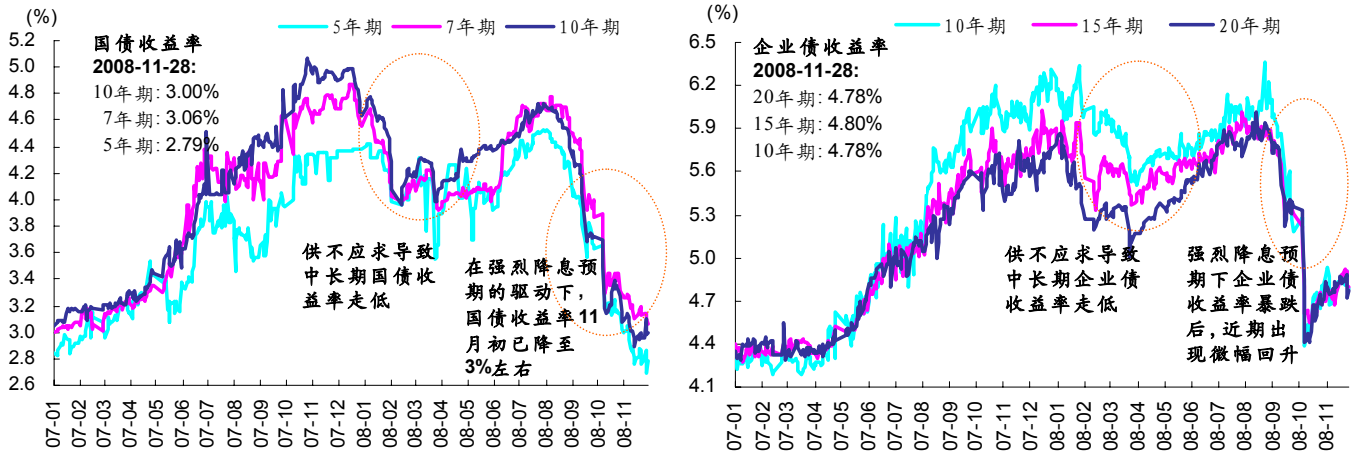
中长期债券收益率前期已经历暴跌，未来预计仍将继续下探并持续低迷

展望 2009 年，可预期的低利率环境将成为影响保险公司投资收益水平的关键因素。在此背景下，对于保险公司最重要的投资品种——中长期债券收益率的讨论也显得尤为重要。

我们预计，尽管调整的速度和幅度可能不会如 9 月以来的暴跌那样剧烈，但持续降息和不断走低的 CPI 走势仍将驱动中长期债券收益率继续下滑。而且，这种低收益率水平还将在底部维持较长

时间。

图 2: 各期限国债、企业债收益率近期变化情况



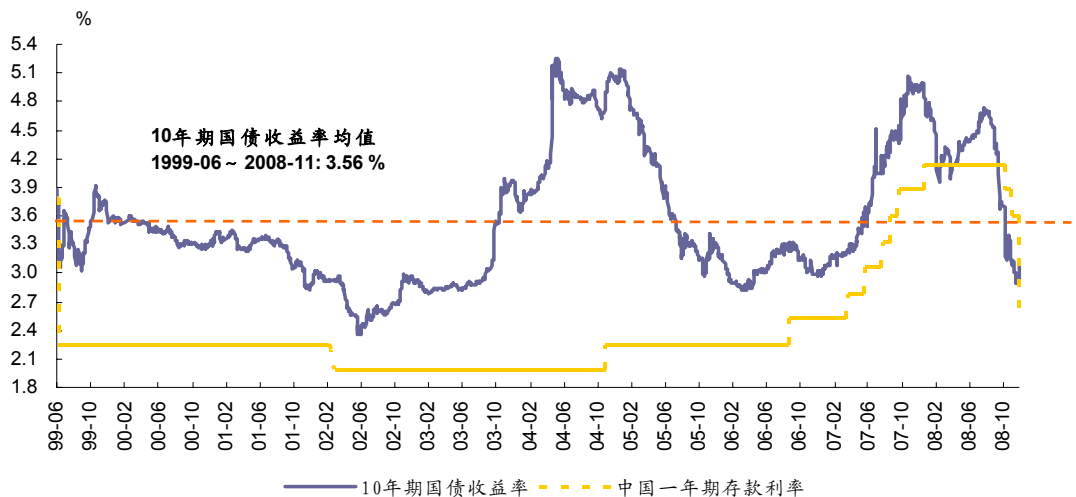
资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

从基准利率走势看, 预计大幅、快速的降息进程将基本在 2009 年上半年之前完成, 而降息预期将继续在债券收益率走势上提前反应。回顾债券收益率的历史表现和当时的经济背景, 将有助于我们对未来保险公司面临的投资环境和可能的投资收益率做出判断。

以 10 年期国债为例, 其 1999 年 6 月以来的收益率均值为 3.56%, 而 2.36% 的收益率历史低点出现在 2002 年。在当时通货紧缩的大背景下, CPI 曾在数月内出现负增长, 基准利率也在 1.98% 的低位徘徊, 这些因素共同作用使得国债收益率在两年内持续低迷。我们预计, 如果明年上半年基准利率持续快速下降至 2% 以下, 而 CPI 也继续下降, 甚至出现通货紧缩的苗头, 则 10 年期国债收益率将逼近甚至非常有可能跌破历史低点。

中长期政策性金融债的走势也大体相似, 尽管不会过度透支未来降息预期, 但其收益率仍可能会突破前期低点, 其中最具代表性的 5 年期政策性银行债收益率可能进一步降至 2.2%-2.3% 的水平。

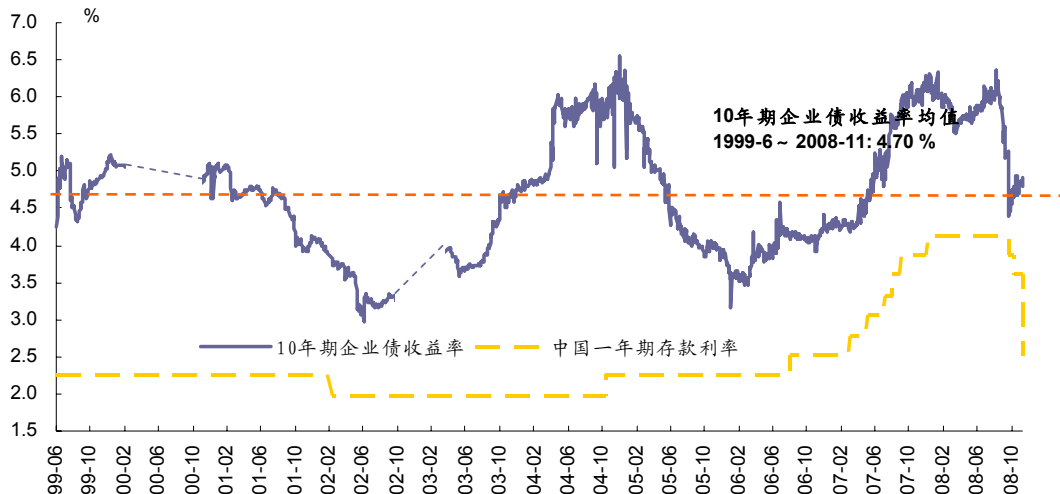
图 3: 1999 年 6 月至今 10 年期国债收益率



资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

10年期企业债收益率自1999年6月以来的均值为4.70%，其历史低点也出现在2002年，为3.17%。我们认为，中长期企业债收益率将呈现与国债收益率总体相似的波动趋势，预计2009年投资收益率很可能降至4%左右。

图4：1999年6月至今10年期企业债收益率



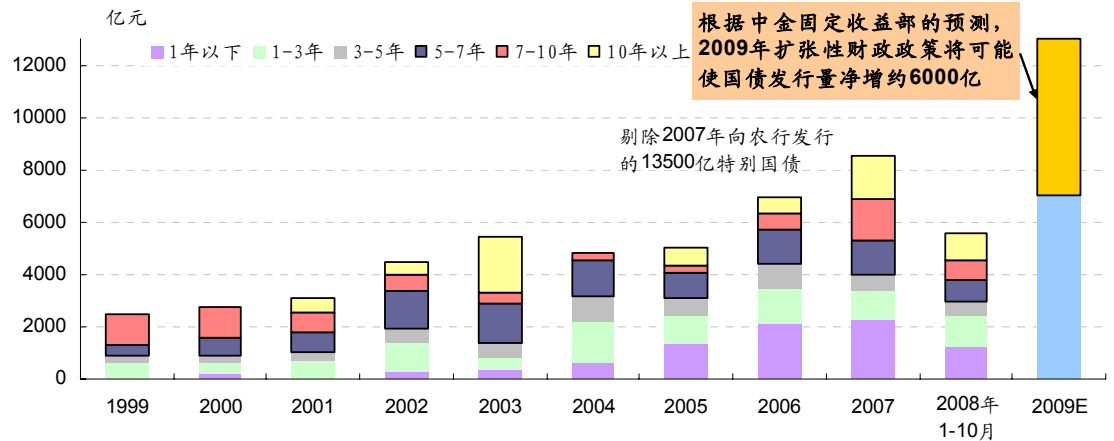
资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

从供求关系来看，明年上半年债券市场资金面情况将较为宽松。一方面新发债券规模相对较小，且这一时期有大量央票到期，资金面临再投资选择；另一方面，银行信贷规模的放宽不可能一蹴而就，在第一季度资金仍相对充裕，会大量选择投资于债市。因此，供求关系力量也可能进一步驱动债券收益率下滑。

2009年下半年债券收益率的走势将很大程度上受到CPI走势的影响，同时，扩张性财政政策下新增中长期国债和基础建设类企业债规模的逐步扩大也将对收益率起到一定支撑作用。因此，我们预计2009年全年10年期国债收益率水平将主要在2.5%-3%的区间内波动，其他期限的中长期债券收益率也将呈现大致相似的趋势。

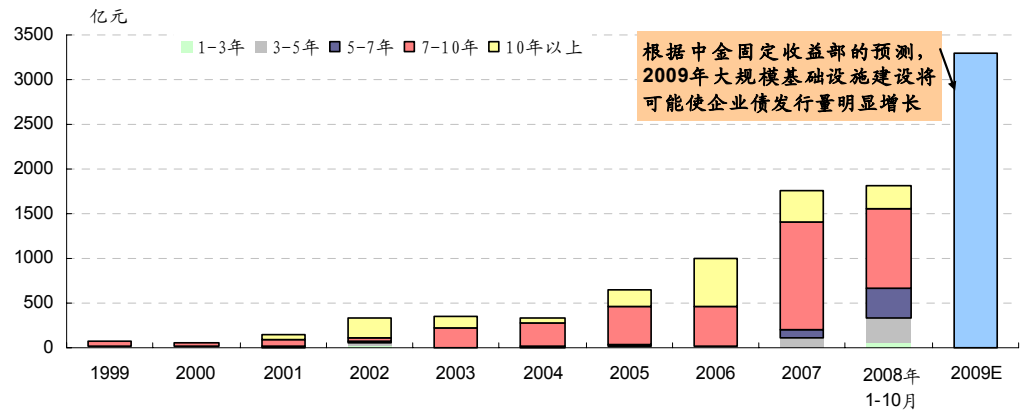
全年来看，尽管扩张性财政政策下中长期债券的供给规模可能将有所增加（图5，图6），但预计明年央票发行规模的减少将一定程度上削弱这种影响（尽管期限并不能完全匹配，而且券种结构的变化也将促使保险公司投资结构的变化（图7））。而且，随着存款准备金率的下调，银行资金也相对更为充裕。因此，基于上述因素的多重影响，供求关系力量很难撼动中长期债券收益率低位徘徊的基本趋势。

图 5: 历年国债发行量、结构及预测



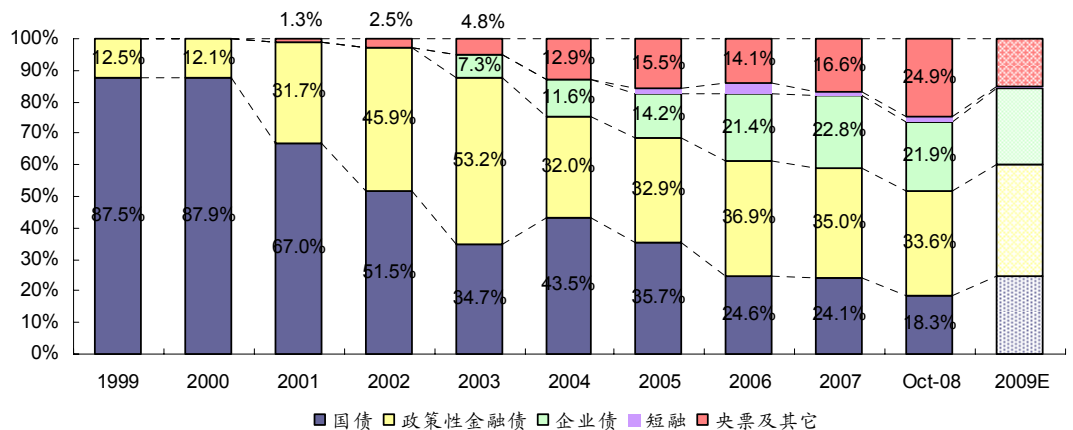
资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图 6: 历年企业债发行量、结构及预测



资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

图 7: 保险公司固定收益类证券投资结构



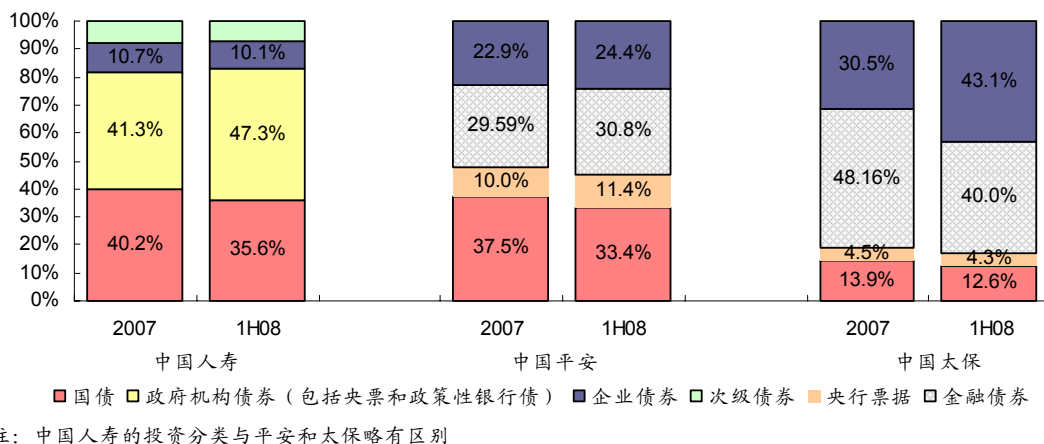
资料来源: 中金公司固定收益部, 中金公司研究部

保险公司投资组合将更侧重于固定收益类产品, 收益率将随着旧债到期和新增投资逐渐下滑

由于债券收益率持续低迷, 在股权投资收益亦难以被寄予厚望的情况下, 预计各保险公司投资收益率将随着旧债到期和新增投资的增加而逐渐下滑。

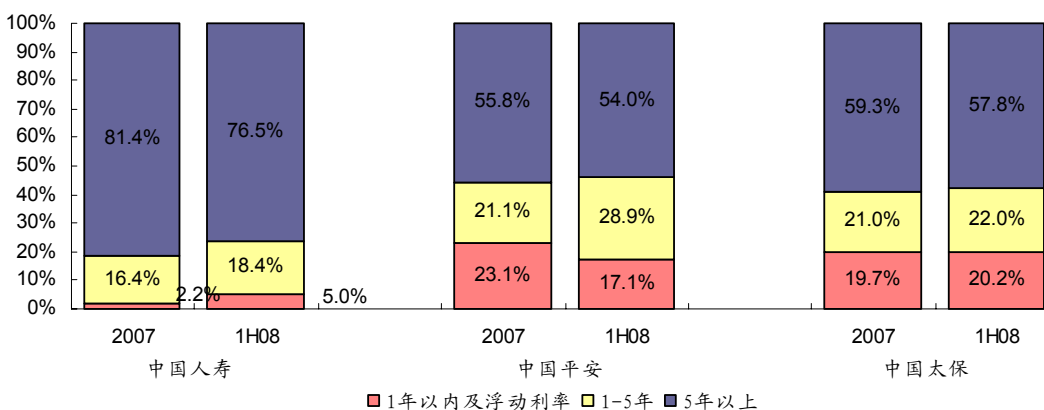
从投资组合结构而言, 预计各主要保险公司都将更侧重于固定收益类产品的投资; 而中长期债券发行量的增加也将使保险公司固定收益类产品期限结构发生一定变化, 国债和企业债投资将明显增加, 而央票投资占比则显著下降, 总体效果将使投资资产久期变长。

图 8: 各主要公司固定收益类证券投资品种



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 9: 各主要公司固定收益类投资到期期限



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 1: 各公司投资组合与投资收益率预测

中国人寿 (人民币百万元)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
投资资产						
现金及现金等价物	28,051	50,213	25,317	52,292	62,648	67,763
定期银行存款	170,222	180,829	174,367	191,736	229,708	258,733
债权投资	255,554	357,898	443,181	512,458	631,696	739,237
股权投资	39,548	95,493	195,147	104,583	104,413	147,847
其他投资	981	2,371	12,197	10,458	15,662	18,481
合计	494,356	686,804	850,209	871,528	1,044,125	1,232,062
投资资产明细						
现金及现金等价物	5.7%	7.3%	3.0%	6.0%	6.0%	5.5%
定期银行存款	34.4%	26.3%	20.5%	22.0%	22.0%	21.0%
债权投资	51.7%	52.1%	52.1%	58.8%	60.5%	60.0%
股权投资	8.0%	13.9%	23.0%	12.0%	10.0%	12.0%
其他投资	0.2%	0.3%	1.4%	1.2%	1.5%	1.5%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
净投资收益率						
现金及定期银行存款	3.9%	3.8%	4.2%	4.3%	3.8%	3.5%
债权投资	4.2%	4.0%	4.2%	4.2%	3.8%	3.5%
股权投资	1.7%	6.9%	13.3%	5.0%	5.0%	5.0%
其他投资	-17.1%	-18.6%	-15.8%	-3.1%	3.0%	3.0%
净投资收益率	3.9%	4.2%	5.8%	4.3%	3.8%	3.7%
总投资收益率						
现金及定期银行存款	3.9%	3.8%	4.2%	4.3%	3.8%	3.5%
债权投资	4.2%	4.1%	3.2%	4.2%	3.8%	3.5%
股权投资	0.7%	38.5%	39.6%	-0.3%	7.9%	7.4%
其他投资	-17.1%	-18.6%	-15.8%	-3.1%	3.0%	3.0%
总投资收益率	3.8%	7.9%	10.2%	3.2%	4.2%	3.9%

中国平安 (人民币百万元)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
投资资产						
现金及现金等价物	17,636	38,150	93,986	489,516	564,664	658,734
定期银行存款	70,199	59,107	33,188	83,218	84,700	98,810
债权投资	159,749	187,334	191,023	58,742	67,760	79,048
股权投资	15,241	44,771	117,279	283,919	350,092	408,415
其他投资	2,799	2,802	6,223	58,742	56,466	65,873
合计	265,624	332,164	441,699	489,516	564,664	658,734
投资资产明细						
现金及现金等价物	6.6%	11.5%	21.3%	100.0%	100.0%	100.0%
定期银行存款	26.4%	17.8%	7.5%	17.0%	15.0%	15.0%
债权投资	60.1%	56.4%	43.2%	12.0%	12.0%	12.0%
股权投资	5.7%	13.5%	26.6%	58.0%	62.0%	62.0%
其他投资	1.1%	0.8%	1.4%	12.0%	10.0%	10.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
净投资收益率						
现金及定期银行存款	3.7%	3.2%	2.0%	2.3%	2.0%	2.0%
债权投资	4.0%	3.8%	4.3%	4.3%	3.8%	3.5%
股权投资	2.5%	8.4%	7.2%	5.0%	5.0%	5.0%
其他投资	3.7%	13.7%	-10.4%	4.0%	3.0%	3.0%
净投资收益率	3.9%	4.1%	3.9%	3.8%	3.4%	3.2%
总投资收益率						
现金及定期银行存款	3.7%	3.2%	2.0%	2.3%	2.0%	2.0%
债权投资	4.3%	4.0%	3.4%	4.9%	4.0%	3.7%
股权投资	2.6%	38.9%	53.9%	-31.1%	8.5%	8.3%
其他投资	3.7%	13.7%	-10.4%	4.0%	3.0%	3.0%
总投资收益率	4.0%	7.4%	13.4%	-2.7%	3.9%	3.7%

中国太保 (人民币百万元)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
投资资产						
现金及现金等价物	8,055	10,142	23,622	17,972	18,918	19,970
定期银行存款	48,828	53,855	59,262	65,897	69,367	73,222
债权投资	78,455	91,450	131,230	182,715	208,101	203,024
股权投资	7,795	26,328	65,059	29,953	15,765	33,283
其他投资	1,529	1,926	5,756	2,995	3,153	3,328
合计	144,662	183,701	284,929	299,533	315,305	332,827
投资资产明细						
现金及现金等价物	5.6%	5.5%	8.3%	6.0%	6.0%	6.0%
定期银行存款	33.8%	29.3%	20.8%	22.0%	22.0%	22.0%
债权投资	54.2%	49.8%	46.1%	61.0%	66.0%	61.0%
股权投资	5.4%	14.3%	22.8%	10.0%	5.0%	10.0%
其他投资	1.1%	1.0%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
净投资收益率						
现金及定期银行存款	3.6%	3.7%	3.3%	3.3%	3.0%	2.8%
债权投资	4.2%	3.9%	3.7%	4.2%	4.0%	3.5%
股权投资	1.7%	4.7%	12.6%	15.1%	5.0%	5.0%
其他投资	-0.8%	0.8%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
净投资收益率	3.7%	3.9%	5.3%	5.7%	3.8%	3.4%
总投资收益率						
现金及定期银行存款	3.6%	3.7%	3.3%	3.3%	3.0%	2.8%
债权投资	5.2%	4.0%	3.2%	4.2%	4.0%	3.5%
股权投资	16.2%	22.6%	46.1%	9.1%	5.0%	5.0%
其他投资	-0.8%	0.9%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
总投资收益率	5.0%	5.8%	11.6%	4.7%	3.8%	3.4%

资料来源:公司数据, 中金公司研究部

寿险公司利差益将持续低迷

在保险公司投资收益率可能难有起色甚至不断走低的情况下，尽管大幅降息为寿险保单资金成本的下调提供了更大空间，非常有助于缓解目前的利差损困境，但展望2009年，我们认为，可预期的低利率环境将导致利差益持续在低位徘徊，寿险公司仍然很难获得合理的利润空间。

对于寿险公司来说，投资收益率持续低迷的时间长短将成为判断其投资机会出现时点的关键因素。而在目前的经济形势和利率周期下，我们还很难在09年内看到债券投资收益率和股票投资收益的明显反转。

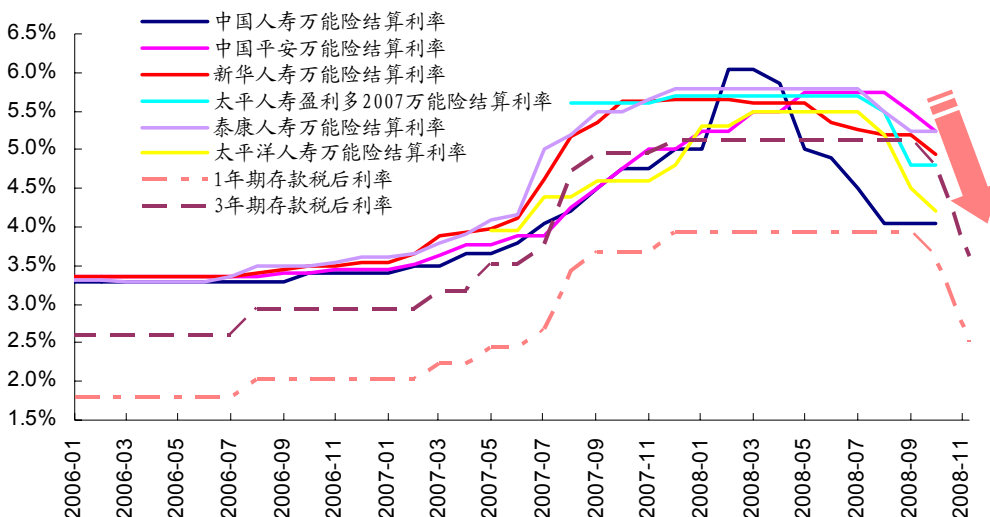
大幅降息将为寿险保单资金成本的下调提供更大空间，非常有助于缓解目前的利差损困境

作为寿险投保人最直接和最重要的机会成本，三年期和五年期定期存款利率在2008年11月27日的降息中出人意料的大幅下降，为万能险结算利率的下调提供了更大空间，有助于缓解寿险公司目前仍持续存在的利差损困境。

此次降息前，各主要寿险公司万能险结算利率已随着之前的小幅降息连续微调，总体仍保持在略高于三年期定期存款利率的水平上，下调空间已然有限。而伴随着此次大幅降息带来的机会成本的降低，我们预计，各主要寿险公司也将大幅下调将于下月初公布的11月万能险结算利率，市场主流的结算利率水平可能由目前的4.5%-5%回落到4%左右（图10）。

根据中金宏观组的预测，此次降息后，基准利率仍有约108个基点的下降空间。预计到降息基本完成时，三年期定期存款利率将下降到2.5%左右，寿险公司万能险结算利率也将随之逐步回调到3%左右的水平。

图10：快速降息将为寿险公司万能险结算利率的下调提供更大空间

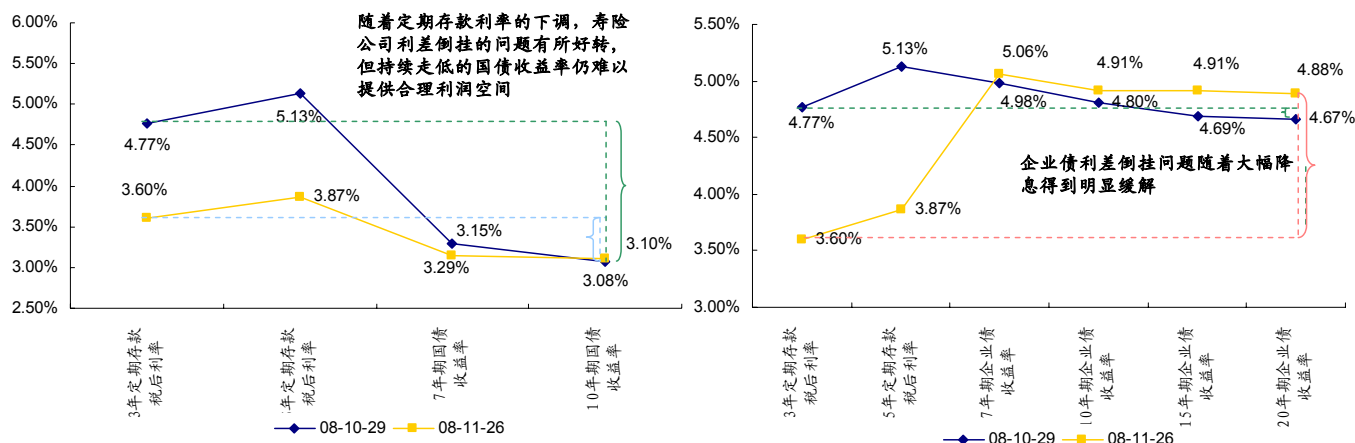


资料来源：公司数据，PBoC，中金公司研究部

此前，在强烈降息预期的驱动下，中长期债券收益率在10月底到11月初出现又一轮大幅下挫，并使得当时寿险公司的利差倒挂问题更趋严峻。随着持续降息带来的资金成本压力明显减轻，我们认为，尽管中长期债券收益率仍可能继续走低，但降幅应已大不如前，寿险公司近几个月来日

益恶化的利差倒挂问题有望得到一定程度的缓解。

图 11: 债券收益率曲线上的舞蹈 (中国现实)



资料来源: PBoC, 中金公司研究部

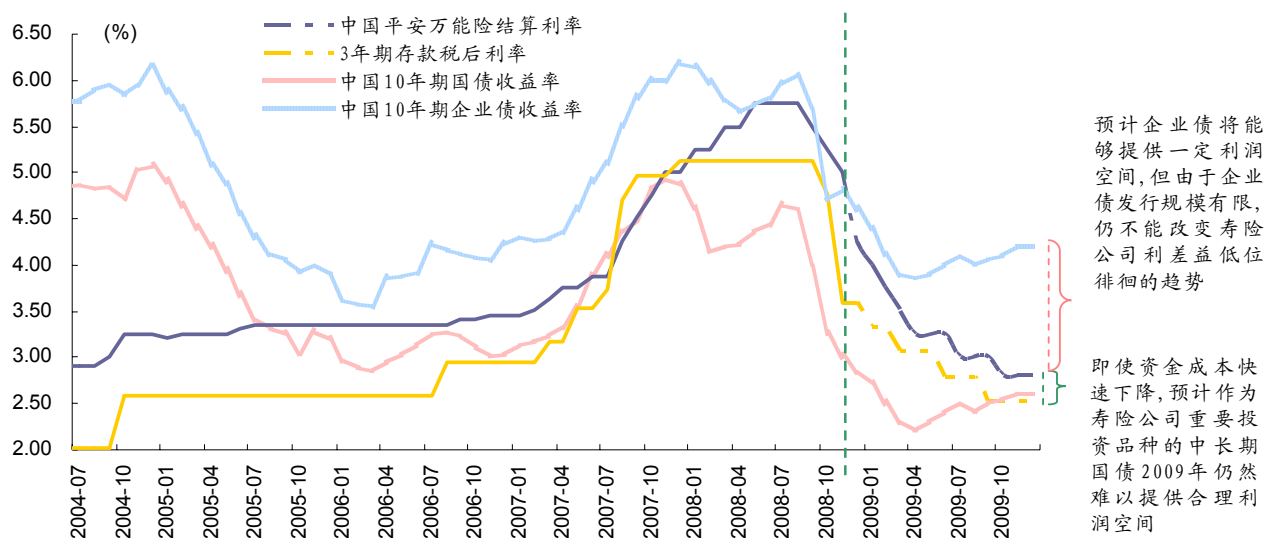
低利率环境下寿险公司利差益将在低水平持续徘徊

展望 2009 年, 我们很有可能看到这样的情形: 即使机会成本的大幅降低使得寿险保单资金成本获得明显下降, 但对于寿险公司而言, 其好处也无非仅仅是目前严重的利差倒挂问题得以缓解而已, 获得可观的利润空间仍远非易事。

如前所述, 在降息基本完成时, 三年期定期存款利率将下降到 2.5% 左右, 寿险公司万能险结算利率也将随之调整到 3% 左右的水平。而此时, 预计作为保险公司重要投资品种的中长期国债和政策性金融债收益率也仅处在 2.5%-3% 之间。在企业债和其它收益较高的基础设施项目提供的可投资规模相对较小, 而股权投资收益仍难寄予厚望的情况下, 寿险公司面临的利差益水平仍将非常有限。

对于寿险公司来说, 投资收益率持续低迷的时间长短将成为判断其投资机会出现时点的关键因素。而在目前的经济形势和利率周期下, 我们还很难在 09 年内看到债券投资收益率和股票投资收益率的明显反转。低利率环境下利差益持续在低位徘徊, 将可能成为 09 年寿险公司盈利环境最基本的特征。

图 12：平安寿险万能险结算利率和债券收益率、定期存款利率的关系与走势预测



资料来源：公司数据，PBoC，中金公司研究部

保费收入增速放缓将成为显著影响投资者情绪的负面因素

我们认为，基于可能大幅放缓的居民收入增长预期和 08 年总体偏高的保费收入基数水平，2009 年寿险保费收入增速的明显下滑几乎将不可避免。从产品结构来看，投资型产品增速将大幅回落，而保障型产品则可望保持稳健增长。保费收入月度同比增长率将出现先抑后扬的趋势，部分公司在 09 年上半年可能出现令人失望的负增长，从而对投资者情绪造成明显打击。

过去两年来，在基本驱动因素稳步快速发展的基础上，投资型寿险产品促使保费收入出现飙升

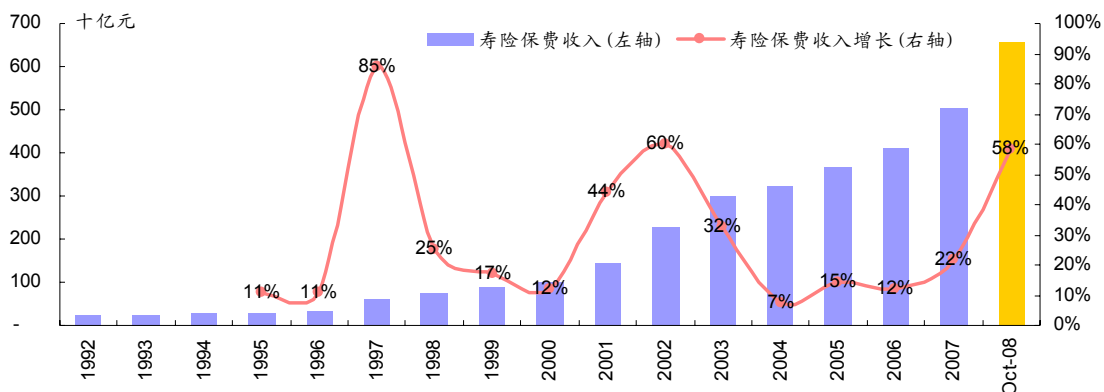
回望寿险业近年来的发展历程，保费收入增长水平与各种基本驱动因素走势呈现出大体上的一致性，而一些特殊因素又导致保费增长短期内呈现出与基本面指标迥异的特点，并成为影响保费收入周期波动的决定性力量。2007 年以来寿险市场上各公司业务增长与竞争态势的风云变幻为我们提供了最为生动的教材。投资型业务的异军突起和银保渠道的井喷式飙升曾相继带动寿险保费收入强劲增长，却也使得保险产品与其保障本质渐行渐远。由此引发了业务结构恶化和产品盈利能力下降的问题，也为未来 1-2 年内部分公司业务规模的大起大落埋下了隐患。

◆ 持续增长的居民收入和方兴未艾的老龄化进程成为寿险保费收入增长的基本驱动因素

自从 20 世纪 90 年代中期各主要保险公司开始意识到个人寿险业务的发展潜力和增长前景，中国的寿险业务规模便开始了快速扩张的进程。从基本面角度看，寿险业保费收入主要受到居民收入的持续增加和方兴未艾的老龄化进程的驱动，总体呈现出与之相匹配的快速增长。

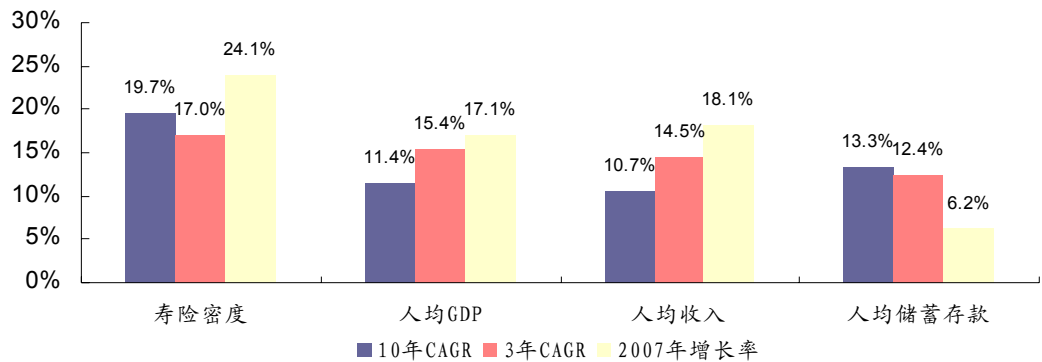
同时，寿险保费收入的增长还受到其他许多因素的影响，如市场准入放开，新公司和新产品进入市场，寿险产品与其他替代理财产品的相对吸引力，销售渠道营销意愿高低，分公司的竞争压力与个体利益等等。历史上由于受到快速降息和高预定利率（1997 年）、行业扩容、业务重组、管制放开、投连风波（2001-2002 年）、投资型产品销售火爆和银保渠道飙升（2007 年和 2008 年上半年）等各种因素的影响，寿险公司保费收入年度间增速水平存在较大波动。

图 13: 寿险业历年保费收入情况



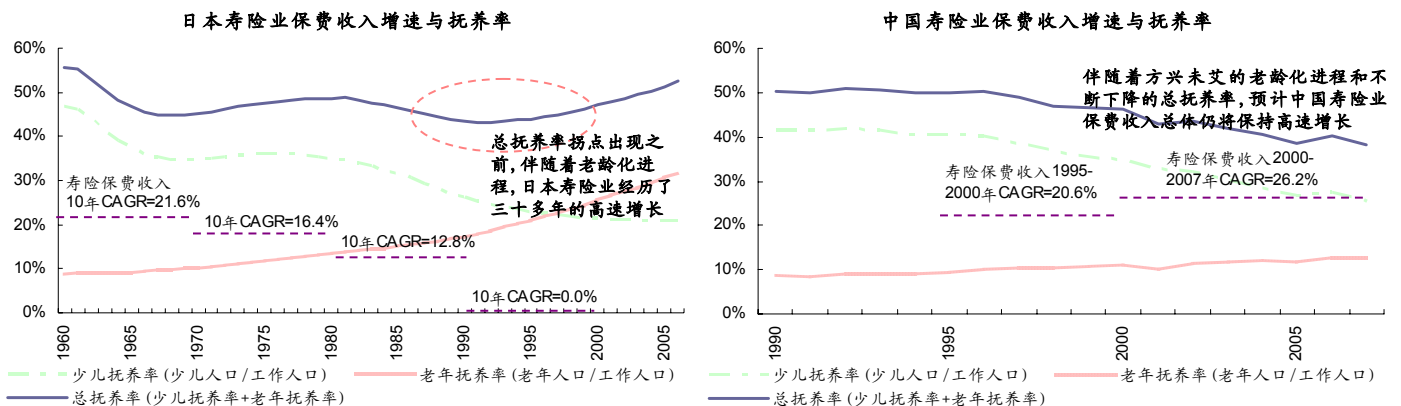
资料来源：保监会，中国统计年鉴，中金公司研究部

图 14：寿险密度、人均 GDP、人均收入和人均储蓄水平增速水平比较



资料来源：保监会，中国统计年鉴，中金公司研究部

图 15：日本和中国抚养率水平（少年和老龄人口占工作人口的比例）与寿险保费收入



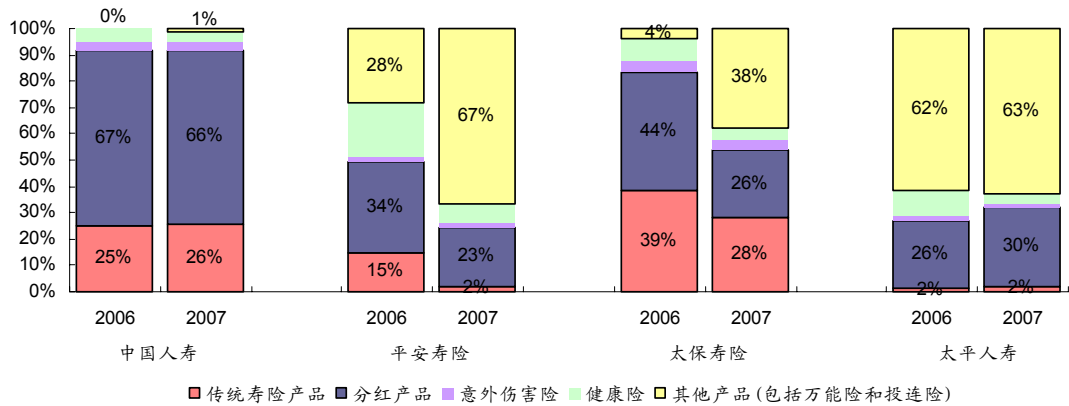
资料来源：日本寿险业协会，保监会，中国统计年鉴，中金公司研究部

◆ 2007年，火爆飙升的投资型业务曾显著改变寿险市场的业务结构和竞争格局

2007年，伴随着股票市场的火爆，投资功能较强的投连险和万能险成为中小寿险公司抢占市场的工具，各主要寿险公司也相继开拓各种投资型产品，使得投资型产品的业务规模和比重显著提高。保障功能相对较强的传统险和分红险则出现明显萎缩。

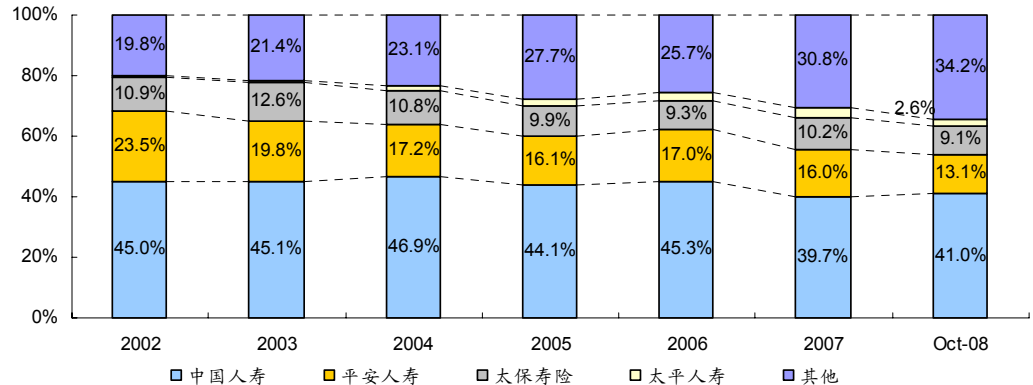
同时，各主要寿险公司的保费收入和市场份额随市场环境和各自产品策略的差异出现波动，以销售传统险和分红险为主的中国人寿市场份额急剧下滑。

图 16: 2006/2007 年各上市寿险公司按产品结构划分的保费收入



资料来源: 保险年鉴, 中金公司研究部

图 17: 主要寿险公司市场份额 (中国会计准则下)

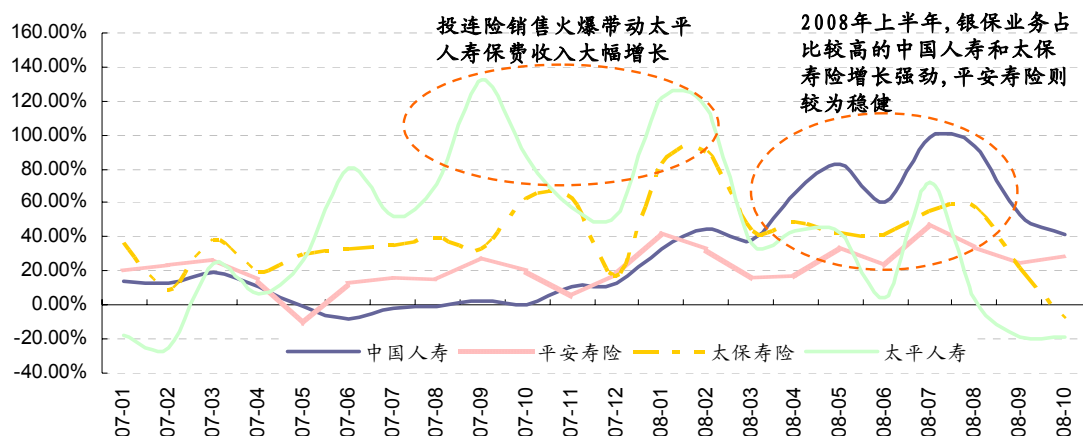


资料来源: 保监会, 中金公司研究部

◆ 2008 年上半年, 风生水起的银保渠道带动了寿险保费收入的强劲增长, 也为部分公司业务规模的大起大落和产品盈利能力的恶化埋下了隐患

2008 年上半年, 股市深幅下挫打击了投保人购买投连险产品的积极性, 07 年依靠积极销售投连险抢占市场的中小型寿险公司风光不再, 而银保业务的强劲增长则促使该渠道保费收入占比较高的寿险公司市场份额出现快速提升。上市寿险公司中, 中国人寿、太保寿险和太平人寿保费收入均呈现高速增长的态势。中国平安由于对银保渠道的有意控制, 保费收入增长相对较慢, 因而市场份额出现明显下降 (图 17)。

图 18: 各上市寿险公司保费收入月度同比增速 (中国会计准则下)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

2008年寿险业保费收入先扬后抑，预计总体增速依然可观

投资型业务的异军突起和银保渠道的井喷式飙升相继带动寿险保费收入强劲增长，却也使得保险产品与其保障本质渐行渐远，由此引起的业务结构恶化和产品盈利能力下降的问题亦不容忽视。

2008年下半年以来，随着保监会对银保渠道监管的加强，银保渠道对保费收入增长的驱动作用明显减弱，加上投资型保险产品销售日趋低迷，中国会计准则下各主要寿险公司保费收入增长均出现不同程度的放缓，全年保费收入呈现出明显的先扬后抑的态势。到2008年10月，部分公司已开始出现负增长（图18）。

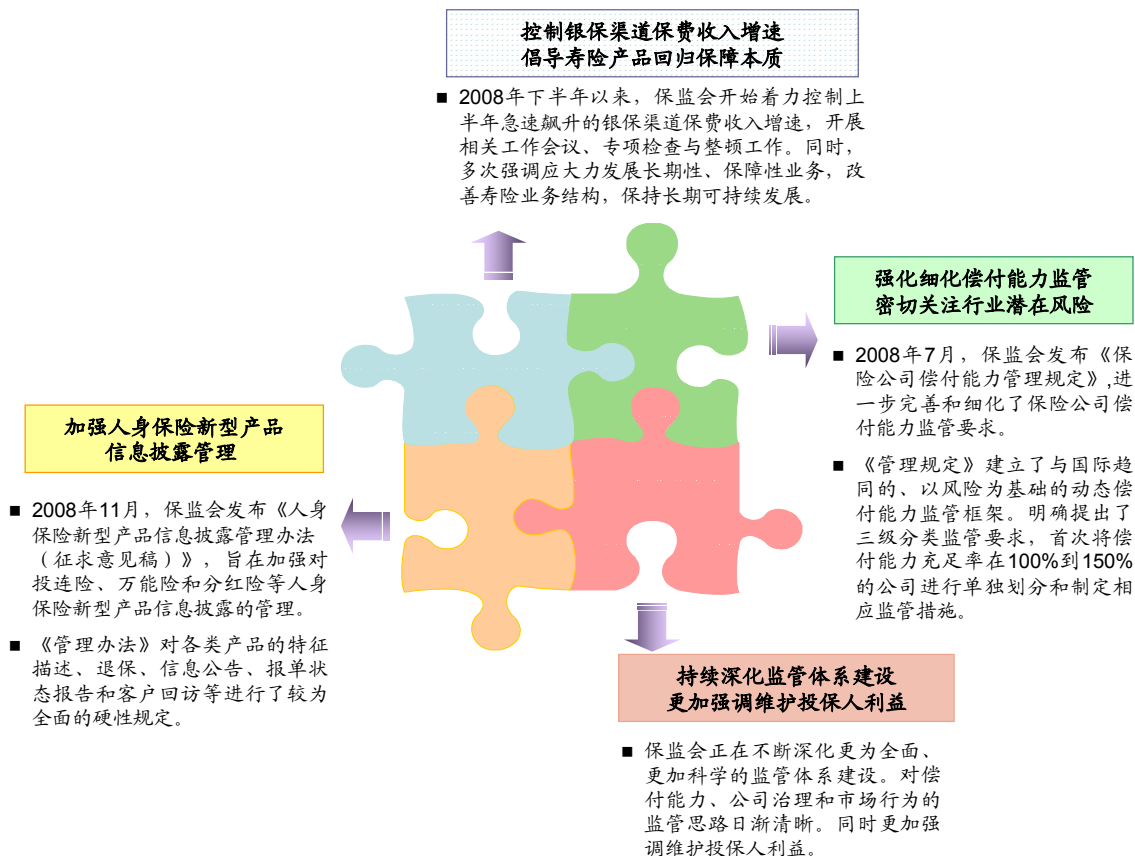
预计2008年全年中国人寿保费收入将超过300亿元，同比增长51.8%；太保寿险保费收入约71亿元，同比增长40%；而平安寿险由于对银保渠道的有意控制和一直保持在业内高位的万能险结算利率，保费收入增速变化将相对稳健，预计全年保费收入将达到101亿元，同比增长27.5%。

2009年寿险业保费收入增长将明显趋缓，产品结构逐渐回归保障本质

相比07和08年业务规模的超常规发展，我们预期，09年的寿险市场保费收入增长将可能波澜不惊。其中，投资型产品增速下滑明显，而保障型产品则稳健增长。保费收入月度同比增长率将出现前低后高的趋势，部分公司在09年上半年可能出现令人失望的负增长，从而对投资者的信心造成明显打击。

- ◆ 从行业监管层面看，继续控制银保渠道保费收入增速，倡导寿险产品回归保障本质将成为一段时期内寿险业务发展的主流导向。

图 19: 近期寿险业监管变化趋势



资料来源：保监会，中金公司研究部

- ◆ 从公司经营层面看，在利差益将可能在低位持续徘徊的情形下，保费收入增长对于寿险公司而言无疑有着双重含义。一方面，由于投资收益率不断下挫，较低的保费收入增长将减缓新增投资对寿险公司总体投资收益的稀释，从而保证公司获得相对稳健的经营业绩和利润率；而另一方面，保费收入作为判断寿险公司业务规模发展潜力的最直观指标，其在投资者心目中的风向标作用是显而易见的，保费收入增速的大幅放缓将成为显著影响投资者信心的负面因素。因此，在利差益可能持续低迷的情况下，在维持保费收入的适度增长与维持一定的净利润之间寻求平衡，成为摆在寿险公司管理者面前的重要难题。
- ◆ 具体而言，由于2008年上半年较高的保费收入基数，我们预计2009年各寿险公司保费收入月度同比增长率将大体出现前低后高的趋势，全年同比增长率将降至个位数。预计中国人寿和太保寿险保费收入将基本与2008年持平，而平安寿险可能获得约15%的增长。
- ◆ 同时，各寿险公司出于维持经营稳定性的考虑，也会主动调整产品结构，控制投资型产品增速，转而着力发展保障型产品。因此，2009年，各公司业务结构中投连险和万能险的占比将明显下滑，而传统险和分红险的比重则会显著回升。

表 2：各寿险公司保费收入预测（中国会计准则下）

人民币百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
中国人寿					
保费收入	183,761	198,422	301,280	301,803	331,881
同比增长率		8.0%	51.8%	0.2%	10.0%
平安寿险					
保费收入	68,411	79,279	101,081	116,243	133,679
同比增长率		15.9%	27.5%	15.0%	15.0%
太保寿险					
保费收入	37,837	50,686	70,960	70,960	78,056
同比增长率		34.0%	40.0%	0.0%	10.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

财险市场可能蕴含惊喜

与 2008 年自然灾害频发与价格战硝烟四起的双重威胁下财险业可能出现全面亏损的困难局面相比，我们认为，2009 年的财险市场盈利能力将明显好转，甚至可能蕴含惊喜。

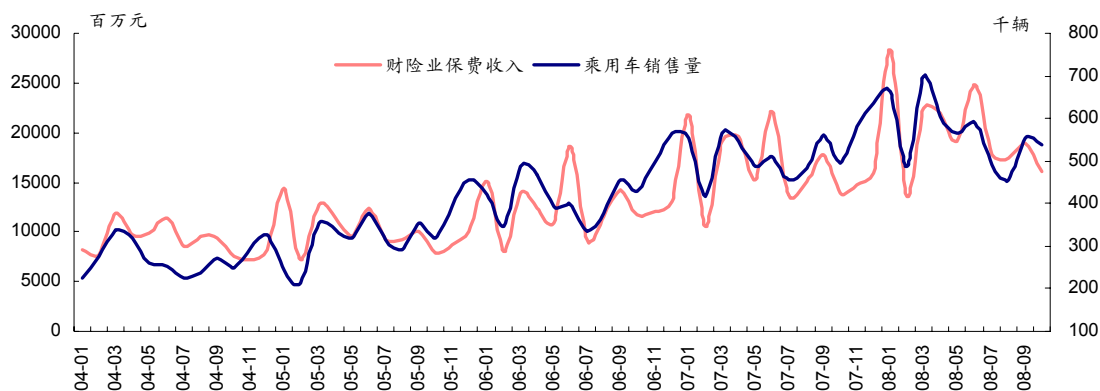
首先，监管机构更加深刻地意识到目前财险市场的无序竞争和失衡的业务结构无疑是不可持续的，也陆续出台了一系列旨在加强监管的措施，承保纪律一定程度上的恢复和重建将是大势所趋。其次，愈演愈烈的恶性竞争在 2008 年直接造成部分财险公司偿付能力不足，依靠压低费率抢占市场的行为客观上难以为继，各大财险公司也在有意识的控制盲目抢夺市场份额的行为。此外，预计 2009 年重大自然灾害损失将较 2008 年有所减轻，随之而来的赔付压力也将得到缓解。

因此，我们相信，尽管 2009 年财险业保费收入增速将随着经济增速的下滑和新车销售的疲软而趋缓，但总体承保利润将得到较大幅度的改善。对于财险公司而言，维持较好的业务结构，坚持适度的客户选择对于维持合理的盈利能力将至关重要。

车险保费收入增速可能趋缓，其他险种保费收入增长也将面临挑战

2006 年下半年以来，交强险的推出和乘用车销量不断攀升成为促进中国财险业保费收入高速增长的强劲动力，与此同时，也造成中国财险业业务结构进一步失衡，车险一头独大，盈利能力相对较好的企业财产险、货运险等险种份额却日益萎缩。2008 年以来，随着交强险驱动作用的释放和新车销售的疲软，财险业保费收入明显趋缓。

图 20：财险业月度保费收入及乘用车月度销量数据



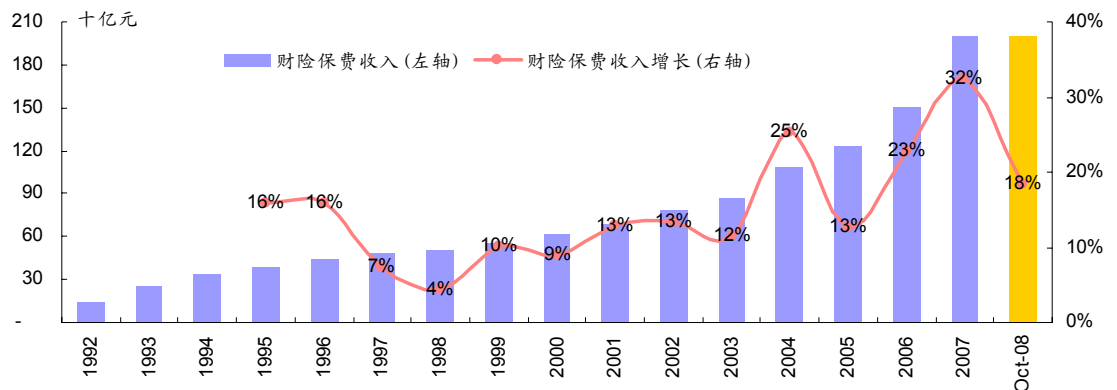
资料来源：保监会，中国汽车工业协会，中金公司研究部

2009 年，可能明显趋缓的经济增长和持续低迷的新车销售可能会进一步打击财险业的保费收入增长。

回顾历史，在上一轮经济增长出现明显放缓的 20 世纪 90 年代末，财险业保费收入曾出现连续数年个位数或接近个位数的增长水平。展望未来，我们认为，随着明年机动车销量的下滑和交强险驱动作用的释放殆尽，车险业务将继 2008 年之后进一步出现增幅明显回落的情况。同时，随着中国东部传统经济活跃区域中小企业破产风险升高，财险公司的其他主要险种如企财险、货运险和船舶险等业务的增长也将受到一定程度的威胁。而农业险由于受到政府的大力推动，将可望获得较大的增长空间。

基于以上因素，我们预计，2009年财险业保费收入增速可能回落到10%左右的水平。

图 21：历年财险业保费收入及增速



资料来源：保监会，中金公司研究部

表 3：各财险公司保费收入预测（中国会计准则下）

人民币百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
中国人保 (US GAAP)					
保费收入	71,348	88,668	101,902	112,091	123,300
同比增长率		24.3%	14.9%	10.0%	10.0%
平安财险					
保费收入	16,994	21,666	27,083	31,145	35,817
同比增长率		27.5%	25.0%	15.0%	15.0%
太保财险					
保费收入	18,197	23,550	28,260	32,499	37,374
同比增长率		29.4%	20.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

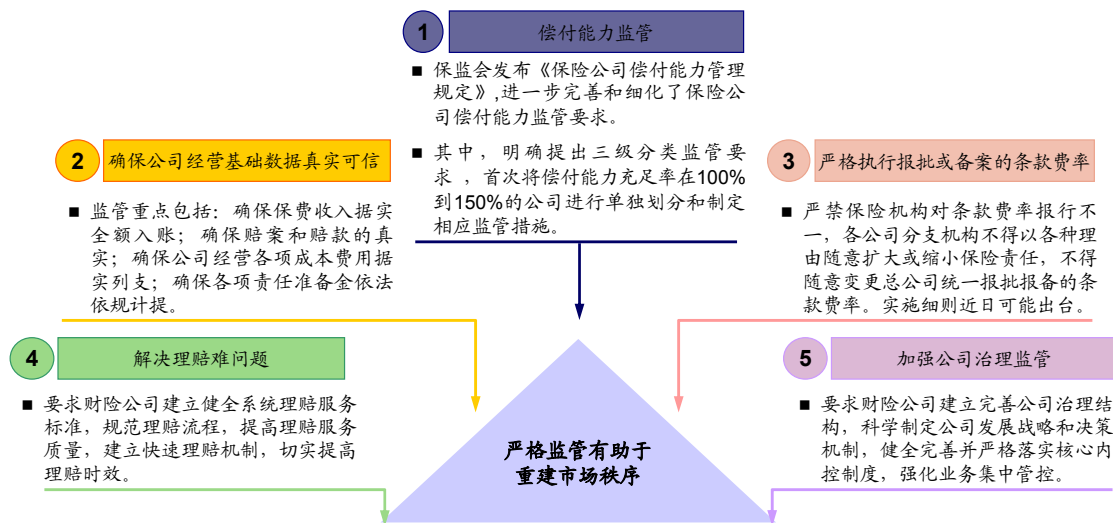
适度监管重建市场秩序，业务规范程度有所提高

在国际成熟财险市场中，财险公司的费率和盈利能力表现出明显的周期性。而对于中国而言，情况则更为特殊，总体表现为：保费收入高速增长，业务结构严重失衡，而价格竞争则愈演愈烈。

长期来看，这种恶性价格竞争对中国的财险公司而言无疑是不可持续的，2008年以来，监管机构也在更加深刻地意识到这一点。2008年7月以来，保监会出台了一系列与财险行业相关的规范性文件，旨在防范和化解经营风险，提高保费充足性和资产质量，控制保单获取成本（主要文件包括《中国保监会关于进一步规范财产保险市场秩序工作方案》、《关于加强保险公司应收保费管理有关事项的通知》、《保险公司偿付能力管理规定》等）。在此背景下，财险业承保纪律一定程度上的恢复和重建将是大势所趋。

随着相关监管政策的初步实施，2008年下半年以来车险市场的规范程度有所改善。主要表现为保单折扣幅度减少，销售渠道佣金费率执行更为严格等。近期监管的政策效果已初步显现，并预计将在一定时期内得到维持和巩固。长远来看，财险业市场秩序的恢复和完善还有赖于坚持不懈的适度监管与保险公司自上而下的有力执行，承保纪律的长期发展状况还有待进一步观察。

图 22: 近期保监会出台的财险业相关监管要求



近期一系列监管规定的出台对财险公司偿付能力、费率水平、业务规范等都提出了更为严格的要求

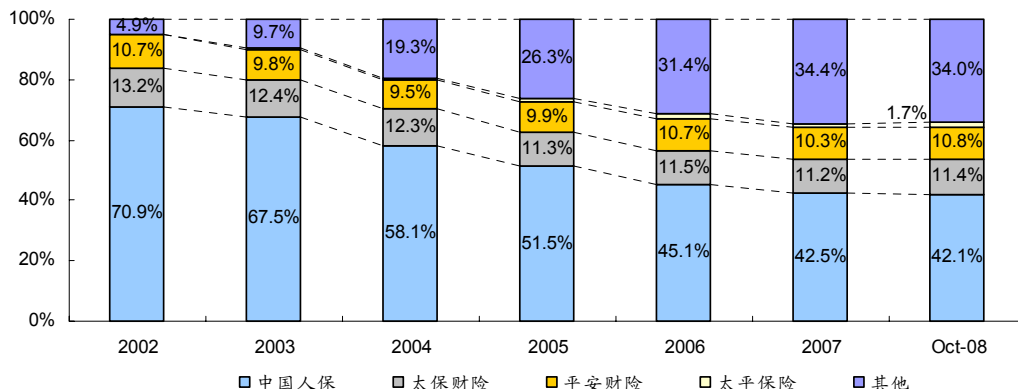
资料来源:保监会,中金公司研究部

恶性竞争态势有望受到遏制,主要公司市场份额预计保持稳定

2008 年以来,随着数家依靠恶性价格竞争抢占市场份额的激进型财险公司逐渐后劲不足,多年来财险市场集中度持续降低的趋势有所缓解,各上市保险公司市场份额基本保持稳定(图 23)。截至 2008 年 10 月,中国人保市场份额为 42.1%,比 2007 年末下降 0.4 个百分点;平安财险各主要业务保费增速明显高于行业平均水平,市场份额为 10.8%,比 2007 年末提高 0.5 个百分点;太保财险市场份额为 11.4%,比 2007 年末提高 0.2 个百分点;太平保险市场份额为略有增长,由 1.6%提高到 1.7%;民安中国处于业务快速扩张阶段,市场份额由 07 年末的 0.22%提升至 0.36%。

我们预计,由于全行业恶性竞争态势初步受到遏制,2009 年各主要财险公司市场份额将基本保持稳定,利润增长将主要来源于适度的客户选择,有效的业务结构调整和更为严格的费用控制。

图 23: 主要财险公司市场份额(中国会计准则下)



资料来源:保监会,中金公司研究部

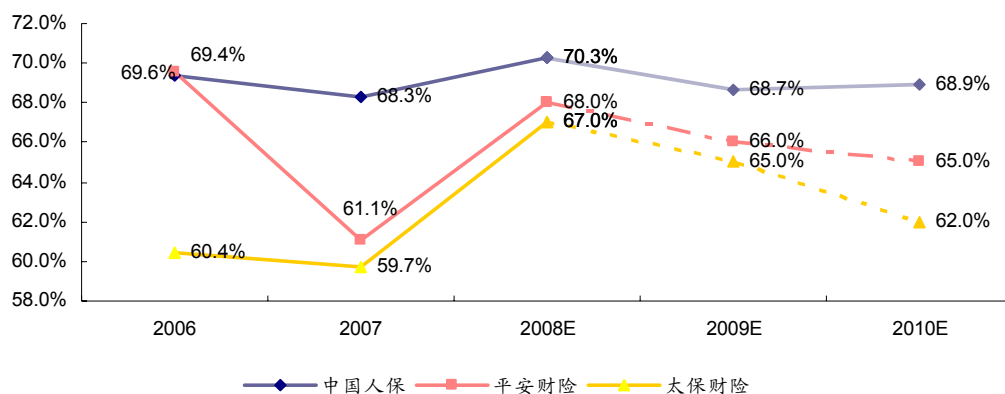
自然灾害损失将较08年减轻，相应赔付压力可望得到缓解

2008年，自然灾害的频繁发生给财险公司带来极大的赔付压力，财险公司几乎都面临赔付率大幅上升的威胁。受此影响，尽管各主要保险公司均致力于控制承保费用，但过高的赔付率仍使得全行业出现承保亏损几乎在所难免。

展望2009年，我们认为，持续出现频繁严重自然灾害的可能性较小。基于此，各财险公司随之而来的赔付压力可望得到缓解，2008年达到历史高位的赔付率将出现大幅下降。

基于可能大幅下降的自然灾害赔付压力，逐渐改善的市场秩序，与得到更为严格控制的承保费用，我们预计中国人保、太保财险和平安财险2009年综合成本率大致在98%-100%之间，可望取得适度的承保利润；太平保险如果费用控制得当，将可能达到盈亏平衡；而民安中国在基本完成了中国大陆的网点布局后，费用率将出现明显下降，承保亏损逐步减轻。

图 24：各财险公司赔付率及预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部

盈利预测

基于寿险公司可预见的保费收入增速显著放缓、投资收益水平逐渐下滑与利差水平将在低位持续徘徊的基本形势，结合各公司收入增长水平、业务结构和投资组合特点，我们调整了各保险公司盈利预测水平。

中国人寿

我们预测，中国会计准则下，中国人寿 2008 年净利润为 92.12 亿元，同比下降 67.2%。

表 4: 中国人寿盈利预测 (中国会计准则下)

(人民币百万元)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	177,768	228,220	281,294	338,261	341,186	375,928
已赚保费	159,556	179,749	195,440	299,596	300,152	330,097
保险业务收入	160,953	181,173	196,626	301,280	301,803	331,881
减: 分出保费	(1,327)	(1,167)	(805)	(851)	(919)	(992)
提取未到期责任准备金	(70)	(257)	(381)	(833)	(733)	(792)
投资收益	17,172	30,951	91,377	45,328	39,972	44,848
公允价值变动收益	-	16,085	(6,388)	(7,268)	307	379
汇兑收益	(634)	(639)	(1,032)	(1,115)	(1,137)	(1,478)
其他业务收入	1,674	2,074	1,897	1,720	1,892	2,081
二、营业支出	(171,975)	(210,842)	(246,475)	(327,058)	(324,388)	(357,800)
退保金	(26,892)	(28,958)	(43,661)	(49,071)	(56,620)	(64,317)
赔付支出	(18,274)	(24,377)	(69,406)	(77,304)	(79,746)	(87,664)
减: 摊回赔付支出	699	708	488	387	399	438
提取保险责任准备金	(99,612)	(113,220)	(67,185)	(134,248)	(125,111)	(134,534)
减: 摊回保险责任准备金	-	137	(36)	-	-	-
保单红利支出	(4,200)	(16,586)	(27,473)	(8,789)	(10,705)	(12,698)
分保费用	-	(8)	(4)	-	-	-
营业税金及附加	(212)	(580)	(2,982)	(3,280)	(3,280)	(3,608)
手续费及佣金支出	(12,666)	(14,647)	(16,056)	(25,118)	(27,422)	(30,229)
业务及管理费	(10,649)	(13,211)	(16,323)	(18,771)	(21,587)	(24,825)
减: 摊回分保费用	303	185	130	143	157	157
其他业务支出	(472)	(271)	(538)	(592)	(473)	(521)
资产减值准备	-	(14)	(3,429)	(10,414)	0	0
三、营业利润	5,793	17,378	34,819	11,203	16,797	18,127
加: 营业外收入	13	27	41	20	20	20
减: 营业外支出	(46)	(116)	(66)	(66)	(66)	(66)
四、利润总额	5,760	17,289	34,794	11,157	16,751	18,081
减: 所得税费用	(246)	(2,810)	(6,497)	(1,674)	(2,513)	(2,712)
少数股东损益	(58)	(95)	(181)	(272)	(285)	(299)
五、净利润	5,456	14,384	28,116	9,212	13,954	15,070
同比增长率	86.9%	163.6%	95.5%	-67.2%	51.5%	8.0%
每股净利润	0.19	0.51	0.99	0.33	0.49	0.53
平均净资产回报率	9.0%	16.0%	19.6%	5.8%	9.1%	9.2%
市盈率	94.0	35.7	18.2	55.7	36.8	34.0
每股净资产	2.23	4.09	6.02	5.18	5.55	5.94
市净率	8.1	4.4	3.0	3.5	3.3	3.1

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 5：中国人寿盈利预测主要假设变化（中国会计准则下）

	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
保险业务收入增长率	55.5%	53.2%	-2.3ppt	15.3%	0.2%	-15.2ppt	15.0%	10.0%	-5.1ppt
总投资收益率	4.0%	3.2%	-0.8ppt	4.2%	4.2%	0.0ppt	4.3%	3.9%	-0.3ppt
退保及赔付增长率	10.0%	11.8%	1.8ppt	10.0%	7.9%	-2.1ppt	10.0%	11.5%	1.5ppt
提取保险责任准备金增长率	93.3%	99.8%	6.5ppt	29.4%	-6.8%	-36.2ppt	20.9%	7.5%	-13.4ppt
保单红利支出增长率	-75.4%	-68.0%	7.4ppt	146.9%	21.8%	-125.0ppt	21.7%	18.6%	-3.1ppt
手续费及佣金支出和营业费用增长率	58.4%	35.6%	-22.8ppt	-4.4%	11.7%	16.1ppt	14.4%	12.3%	-2.1ppt

资料来源：中金公司研究部

表 6：中国人寿盈利预测主要调整项目（中国会计准则下）

(人民币百万元)	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
营业收入	342,396	338,261	-1.2%	403,234	341,186	-15.4%	467,562	375,928	-19.6%
保险业务收入	305,787	301,280	-1.5%	352,678	301,803	-14.4%	405,751	331,881	-18.2%
投资收益	45,071	45,328	0.6%	51,213	39,972	-22.0%	62,490	44,848	-28.2%
公允价值变动收益	(7,268)	(7,268)	0.0%	366	307	-16.1%	429	379	-11.7%
营业支出	(319,786)	(327,058)	2.3%	(376,595)	(324,388)	-13.9%	(436,721)	(357,800)	-18.1%
退保金	(48,027)	(49,071)	2.2%	(52,830)	(56,620)	7.2%	(58,113)	(64,317)	10.7%
赔付支出	(76,347)	(77,304)	1.3%	(83,981)	(79,746)	-5.0%	(92,379)	(87,664)	-5.1%
提取保险责任准备金	(129,901)	(134,248)	3.3%	(168,031)	(125,111)	-25.5%	(203,188)	(134,534)	-33.8%
保单红利支出	(6,767)	(8,789)	29.9%	(16,705)	(10,705)	-35.9%	(20,337)	(12,698)	-37.6%
手续费及佣金支出	(31,692)	(25,118)	-20.7%	(27,475)	(27,422)	-0.2%	(32,376)	(30,229)	-6.6%
业务及管理费	(19,588)	(18,771)	-4.2%	(21,546)	(21,587)	0.2%	(23,701)	(24,825)	4.7%
资产减值准备	(4,364)	(10,414)	138.7%	(2,618)	0	-100.0%	(2,880)	0	-100.0%
营业利润	22,610	11,203	-50.4%	26,639	16,797	-36.9%	30,841	18,127	-41.2%
净利润	18,908	9,212	-51.3%	22,319	13,954	-37.5%	25,877	15,070	-41.8%

资料来源：中金公司研究部

中国平安

我们预测，中国会计准则下，中国平安 2008 年净亏损为 14.1 亿元。

表 7: 中国平安盈利预测 (中国会计准则下)

(人民币, 百万元)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	75,796	107,919	165,204	141,656	163,056	189,622
已赚保费	66,011	78,845	94,032	119,886	138,187	159,134
保险业务收入	71,624	85,405	100,945	128,263	147,488	169,596
减: 分出保费	(4,241)	(4,271)	(4,298)	(5,615)	(6,457)	(7,426)
提取未到期责任准备金	(1,372)	(2,289)	(2,615)	(2,762)	(2,844)	(3,037)
银行业务利息净收入	-	112	3,749	3,900	4,348	8,785
手续费及佣金净收入	210	565	2,046	1,841	1,556	2,072
投资收益	9,768	21,965	58,993	29,716	16,510	16,781
公允价值变动收益	-	6,895	6,885	(12,929)	2,744	2,851
汇兑损失	(408)	(463)	(501)	(758)	(288)	0
营业支出	(71,974)	(100,208)	(148,037)	(146,740)	(154,499)	(180,898)
退保金	(6,956)	(8,617)	(13,333)	(14,936)	(16,263)	(18,507)
赔付支出	(12,394)	(18,081)	(26,998)	(32,249)	(35,236)	(38,368)
减: 摊回赔付支出	-	2,446	2,443	2,257	2,467	2,686
提取保险责任准备金	(38,745)	(56,160)	(77,545)	(46,240)	(66,576)	(81,721)
减: 摊回保险责任准备金	-	29	592	1,387	1,997	2,043
保单红利支出	(1,064)	(1,487)	(3,514)	(7,171)	(7,486)	(8,764)
分保费用	(2)	(4)	(16)	(18)	(19)	(21)
营业税金及附加	(910)	(1,637)	(3,656)	(3,237)	(4,146)	(5,092)
保险业务手续费及佣金支出	(5,926)	(8,074)	(10,838)	(12,681)	(14,583)	(16,771)
业务及管理费	(7,032)	(10,008)	(15,465)	(13,187)	(14,924)	(16,709)
减: 摊回分保费用	1,371	1,548	1,167	1,319	1,492	1,671
其他业务成本	(316)	(158)	(585)	(1,111)	(1,222)	(1,344)
资产减值损失	-	(5)	(289)	(20,874)	0	0
营业利润	3,822	7,711	17,167	(5,085)	8,557	8,724
归属于母公司所有者的净利润	3,338	7,342	15,086	(1,405)	7,349	7,482
同比增长率	28.0%	120.0%	105.5%	n.m.	n.m.	1.8%
每股净利润	0.45	1.00	2.05	(0.19)	1.00	1.02
市盈率	49.6	22.6	11.0	(117.91)	22.5	22.1
每股净资产	4.45	6.16	14.60	12.04	12.77	13.47
市净率	5.1	3.7	1.5	1.9	1.8	1.7
平均净资产收益率	10.5%	18.4%	19.4%	-1.4%	7.9%	7.6%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 8: 中国平安盈利预测主要假设变化 (中国会计准则下)

	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
保险业务收入增长率	27.1%	27.1%	0.0ppt	20.0%	15.3%	-4.7ppt	16.0%	15.0%	-1.1ppt
总投资收益率	3.5%	-2.7%	-6.2ppt	5.1%	3.9%	-1.1ppt	5.0%	3.7%	-1.3ppt
退保及赔付增长率	16.7%	17.0%	0.3ppt	123.4%	9.1%	-114.3ppt	18.5%	10.4%	-8.0ppt
提取保险责任准备金增长率	-35.5%	-40.4%	-4.9ppt	31.0%	44.0%	13.0ppt	10.0%	22.7%	12.7ppt
保单红利支出增长率	60.0%	104.1%	44.1ppt	20.0%	4.4%	-15.6ppt	10.0%	17.1%	7.1ppt
手续费及佣金支出和营业费用增长率	10.0%	-1.7%	-11.7ppt	22.1%	14.1%	-8.0ppt	20.0%	13.5%	-6.5ppt

资料来源: 中金公司研究部

表 9: 中国平安盈利预测主要调整项目 (中国会计准则下)

(人民币, 百万元)	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
营业收入	146,760	141,656	-3.5%	177,568	163,056	-8.2%	205,379	189,622	-7.7%
保险业务收入	128,263	128,263	0.0%	153,896	147,488	-4.2%	178,590	169,596	-5.0%
银行业务利息净收入	4,608	3,900	-15.4%	5,658	4,348	-23.2%	6,941	8,785	26.6%
手续费及佣金净收入	2,046	1,841	-10.0%	2,189	1,556	-28.9%	2,328	2,072	-11.0%
投资收益	22,217	29,716	33.8%	23,759	16,510	-30.5%	27,212	16,781	-38.3%
公允价值变动收益	483	(12,929)	n.m.	2,709	2,744	1.3%	2,798	2,851	1.9%
营业支出	(155,175)	(146,740)	-5.4%	(165,302)	(154,499)	-6.5%	(191,534)	(180,898)	-5.6%
退保金	(14,666)	(14,936)	1.8%	(17,600)	(16,263)	-7.6%	(20,239)	(18,507)	-8.6%
赔付支出	(32,398)	(32,249)	-0.5%	(40,497)	(35,236)	-13.0%	(48,596)	(38,368)	-21.0%
提取保险责任准备金	(50,017)	(46,240)	-7.6%	(65,522)	(66,576)	1.6%	(72,074)	(81,721)	13.4%
保单红利支出	(5,622)	(7,171)	27.5%	(6,747)	(7,486)	10.9%	(7,422)	(8,764)	18.1%
保险业务手续费及佣金支出	(11,922)	(12,681)	6.4%	(14,902)	(14,583)	-2.1%	(17,883)	(16,771)	-6.2%
业务及管理费	(17,012)	(13,187)	-22.5%	(20,414)	(14,924)	-26.9%	(24,497)	(16,709)	-31.8%
资产减值损失	(24,124)	(20,874)	-13.5%	(250)	0	-100.0%	(250)	0	-100.0%
营业利润	(8,415)	(5,085)	n.m.	12,266	8,557	-30.2%	13,844	8,724	-37.0%
归属于母公司所有者的净利润	(8,563)	(1,405)	n.m.	10,888	7,349	-32.5%	12,061	7,482	-38.0%

资料来源: 中金公司研究部

中国太保

我们预测，中国会计准则下，中国太保 2008 年净利润为 21.6 亿元，同比下降 68.6%。

表 10: 中国太保盈利预测 (中国会计准则下)

(人民币 百万元)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	51,924	57,526	93,008	102,937	105,721	115,748
已赚保费	45,580	47,964	65,536	88,783	93,699	104,282
保险业务收入	50,914	56,034	74,236	99,220	103,459	115,430
减: 分出保费	-4,914	-6,393	-6,761	-7,938	-8,277	-9,234
提取未到期责任准备金	-420	-1,677	-1,939	-2,499	-1,484	-1,914
总投资收益	6,265	9,516	27,244	13,784	11,634	11,059
投资收益	6,199	9,105	27,009	14,626	11,634	11,059
公允价值变动收益/(损失)	66	411	235	-841	-	-
汇兑收益/(损失)	-7	-153	-252	-134	-141	-148
其他业务收入	86	199	480	504	529	556
二、营业支出	-50,415	-55,522	-84,512	-100,437	-101,568	-110,665
退保金	-6,475	-4,824	-8,222	-7,225	-7,851	-7,992
赔付支出(净额)	-10,539	-13,126	-17,395	-28,077	-31,935	-36,099
提取保险责任准备金(净额)	-22,412	-25,070	-41,354	-41,315	-40,171	-44,097
营业税金及附加	-933	-1,215	-2,218	-2,042	-2,155	-2,398
手续费及佣金支出	-3,342	-3,693	-5,615	-6,521	-6,917	-7,472
业务及管理费(减: 摊回分保费用)	-4,708	-5,900	-7,624	-8,615	-9,304	-10,049
保单红利支出	-382	-1,105	-1,223	-2,185	-2,693	-1,965
分保费用	-7	-3	-10	-10	-10	-10
利息支出	-244	-606	-810	-471	-518	-570
其他业务成本	-24	-31	-13	-13	-13	-13
计提/(转回)资产减值损失	-1349	51	-28	-3,962	-	-
三、营业利润/(亏损)	1,509	2,004	8,496	2,501	4,153	5,083
四、利润/(亏损)总额	1,472	2,026	8,443	2,595	4,252	5,186
减: 所得税费用	-565	-719	-1374	-389	-638	-778
五、净利润/(亏损)	907	1,307	7,069	2,206	3,614	4,408
少数股东损益	-224	299	176	44	72	88
归属于母公司股东的净利润/(亏损)	1,131	1,008	6,893	2,162	3,542	4,320
同比增长率	<i>n.m.</i>	-10.9%	583.8%	-68.6%	63.9%	22.0%
每股净利润	0.15	0.13	0.90	0.28	0.46	0.56
平均净资产回报率	24.6%	11.4%	18.6%	4.0%	7.7%	8.8%
市盈率	75.3	84.5	12.4	39.4	24.0	19.7
每股净资产	0.86	1.45	8.16	5.81	6.18	6.63
市净率	12.9	7.6	1.4	1.9	1.8	1.7

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

估值

对于基本面的判断

我们认为，基于2009年可预期的低利率环境，尽管寿险公司保单资金成本压力将得到明显缓解，但投资收益率也将随着中长期债券收益率的不断走低而持续下滑，从而导致寿险公司仍然难以获得可观的利润空间。因此，对于中国寿险公司的结构性投资机会尚未成熟。

同时，由于各保险公司很可能在2008年第四季度继续变现股权投资浮亏或者为浮亏进行减计，我们预计各主要保险公司2008年的利润水平将显著低于目前市场的一致预期。同时，保费收入增速放缓将成为明显打击投资者信心的负面因素。这两大因素共同作用，可能在2009年第一季度进一步趋动保险公司股价下滑。

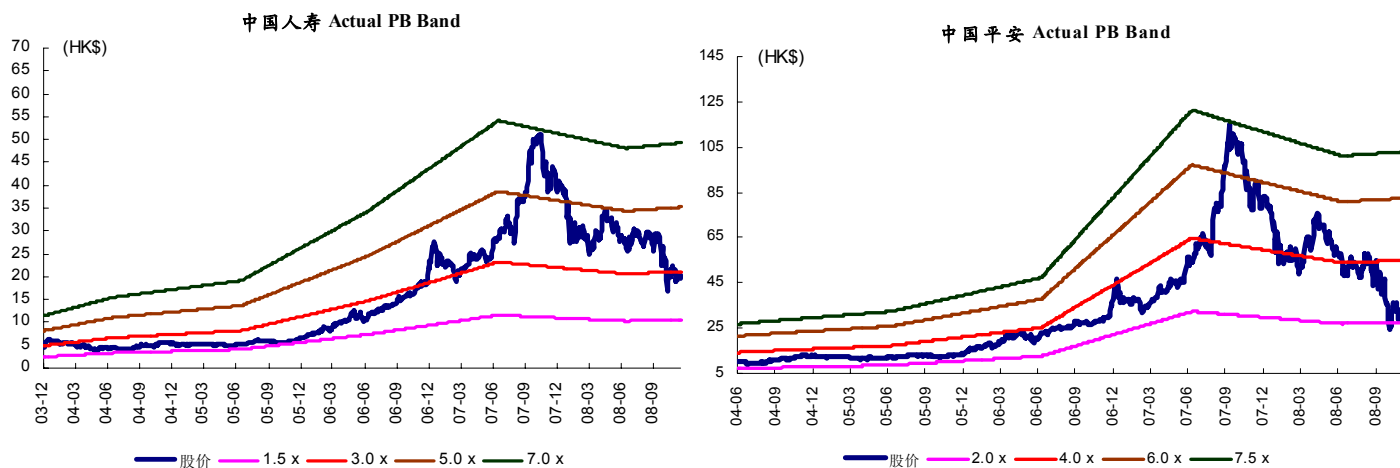
我们认为，中国保险公司的相对投资价值可能在2009年一季度末出现，因为届时央行大幅降息可能接近尾声，而低利率对于保险公司投资收益率和净利润的不利影响逐渐被市场消化，并且债券收益率曲线在低水平上逐渐陡峭，从而使保险公司估值完成探底并获得支撑。

估值

基于对基本面的判断，我们对各上市保险公司用市净率法进行估值。我们认为，相比需要一系列精算假设和复杂计算才能得到的内含价值和一年新业务价值，市净率估值方法更为清晰、直观，而且受到主观假设因素影响较小。在股票市场在下跌过程中，将有助于我们对市场估值的底部进行判断。

由于A股上市时间较短，参考意义不大，我们用中国人寿和中国平安H股的历史市净率区间来分析目前的估值水平（图25）。同时，回顾中国寿险公司2004-2005年面临的投资环境和基本面特征，也有助于我们对目前寿险公司的估值水平进行判断。

图 25：中国人寿和中国平安 H 股 P/B band



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

从中国人寿 H 股历史的 P/B 估值区间来看, 其历史最低点出现在 2004 年, P/B 约为 1.5x, 当年公司的总投资收益率为 3.06%, ROAE 为 11.1%。目前, 中国人寿所面临的基本面情况与当时有相似之处, 而股价距估值历史低点还有一定下跌空间。同时, 考虑到中国人寿 2008 年业绩可能远低于目前市场预期, 而且其保费收入在 09 年上半年可能出现负增长, 这些催化剂可能进一步趋动中国人寿股价下滑。我们给予中国人寿 2.0x 08 年 PB 的估值水平, 对应 A 股每股合理价值为 Rmb11.82 元, H 股目标价格为 HK\$13.74 元。

我们维持对中国人寿 A 股“中性”和 H 股“减持”的投资评级。

目前中国平安 A 股股价对应的 08 年 P/B 为 1.9x, H 股 08 年 P/B 为 2.2x, 目前 P/B 估值已经接近 2004 年的历史底部。然而, 公司目前面临的基本面形势仍然严峻, 还存在税收问题等一些不确定因素。而且, 平安 H 股股价历史上对中国人寿存在一定的溢价, 而享受这些估值溢价的理由已随着公司海外投资的失败等问题的凸现而不复存在。基于上述因素, 我们参照中国人寿 H 股 1.5x PB 的历史估值底部, 给予中国平安 1.5x 08 年 PB 的估值水平, 对应 A 股每股合理价值为 Rmb17.39 元, H 股目标价格为 HK\$20.22 元。

我们维持对中国平安 A 股“中性”和 H 股“卖出”的投资评级。

表 11: 国际可比公司估值表

公司	市值(百万 美元)	货币 单位	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产回报率 (%)			
				07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
<i>综合性保险公司</i>															
AIG	22,082	USD	1.65	0.7	(0.5)	1.1	1.6	0.0	0.1	0.1	0.1	6.3	(22.8)	4.6	10.3
Berkshire Hathaway	152,020	USD	98,000	11.5	19.5	16.8	15.1	1.3	1.2	1.1	n.a.	11.5	n.a.	n.a.	n.a.
ING	14,440	EUR	5.57	1.3	2.9	2.6	2.2	0.3	0.4	0.3	0.3	24.5	12.9	15.1	16.1
Allianz	33,749	EUR	59.23	3.3	9.4	4.7	3.9	0.6	0.8	0.7	0.6	16.2	6.6	15.2	16.7
平均值				4.2	7.8	6.3	5.7	0.5	0.6	0.6	0.3	14.6	9.8	11.7	14.4
<i>北美寿险公司</i>															
Manulife Canada	24,467	CAD	20.46	7.4	9.3	6.9	6.0	1.3	1.2	1.1	1.0	16.4	14.0	17.4	15.6
MetLife	19,784	USD	24.93	4.4	5.6	5.5	4.8	0.5	0.6	0.6	0.6	12.5	11.1	11.3	11.6
Prudential Financial Inc	7,272	USD	17.15	2.2	2.9	2.4	2.2	0.3	0.3	0.3	0.3	16.0	12.7	14.6	16.3
Sun Life Financial Inc	11,543	CAD	25.74	6.6	11.1	7.2	6.2	0.9	0.9	0.8	0.7	14.1	9.0	12.5	12.6
平均值				5.2	7.2	5.5	4.8	0.8	0.8	0.7	0.6	14.8	11.7	13.9	14.0
<i>欧洲寿险公司</i>															
AVIVA	15,508	GBP	393.25	8.0	5.1	5.0	4.7	0.8	0.6	0.5	0.5	10.6	11.7	13.3	12.8
Prudential	10,930	GBP	295.00	7.1	3.7	3.7	3.3	1.2	1.5	1.3	1.3	17.5	10.0	14.8	16.1
AXA	35,973	EUR	13.86	5.0	7.2	5.9	5.1	0.6	0.8	0.7	0.6	12.1	11.3	15.0	14.6
CNP Assurances	8,491	EUR	45.45	5.5	5.6	5.4	4.9	0.6	0.6	0.6	0.6	12.0	9.7	10.9	11.5
AEGON	6,257	EUR	3.20	2.2	17.7	3.9	3.2	0.3	0.5	0.4	0.4	13.1	4.2	14.5	16.1
Generali	31,958	EUR	18.02	8.5	10.8	8.9	8.1	1.6	1.7	1.7	1.6	19.4	16.3	20.0	20.4
平均值	1,863	EUR	0.63	0.3	1.7	0.6	0.6	0.0	0.1	0.1	0.1	14.9	11.2	10.3	9.7
<i>亚洲寿险公司</i>															
大东方人寿 (新加坡)	2,595	SGD	8.40	7.2	18.9	10.4	9.0	1.2	1.2	1.2	1.1	17.6	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	4,516	AUD	4.20	11.3	56.8	11.0	9.9	1.9	2.4	2.2	2.0	16.8	2.5	21.4	21.0
AMP (AU)	6,568	AUD	5.24	9.8	15.6	12.5	11.6	5.0	5.0	4.7	4.4	45.4	30.3	37.7	38.8
台湾人寿	348	TWD	15.75	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	16.9	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				8.0	30.4	11.3	10.2	2.2	2.9	2.7	2.5	24.2	16.4	29.6	29.9
<i>中国寿险公司</i>															
中国人寿H股*	73,694	HKD	19.60	13.4	39.7	27.8	26.3	2.5	2.9	2.7	2.6	22.4	6.4	10.0	10.1
中国人寿A股*	73,695	RMB	18.15	18.2	55.7	36.8	34.0	3.0	3.5	3.3	3.1	19.6	5.8	9.1	9.2
中国平安H股*	25,294	HKD	29.15	10.8	270.0	23.8	20.9	1.8	2.2	2.1	2.0	24.2	0.8	9.0	9.8
中国平安A股*	25,294	RMB	22.55	11.0	(117.9)	22.5	22.1	1.5	1.9	1.8	1.7	19.4	(1.4)	7.9	7.6
中国太保	12,366	RMB	11.06	12.4	39.4	24.0	19.7	1.4	1.9	1.8	1.7	18.6	4.0	7.7	8.8
平均值				13.1	44.9	27.0	24.6	2.0	2.5	2.3	2.2	20.8	5.4	8.7	9.1

*为中金预测; 其它数据为市场预测, 来自彭博资讯。

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

附录：货币政策周期中寿险公司投资机会分析

目录

利差水平的周期性波动决定了寿险公司盈利能力和结构性投资机会的周期性	34
利差，即投资收益率与保单资金成本的差异，是寿险公司最重要的利润来源	34
利差水平的周期性波动决定了寿险公司盈利能力和结构性投资机会的周期性	35
上市寿险公司的结构性投资机会主要出现于升息周期前期和降息周期后期	35
升息周期中寿险公司的结构性投资机会主要出现在升息前半段	36
升息周期前期寿险公司结构性投资机会显现	36
升息周期后期上市寿险公司不具备结构性投资机会	38
降息周期中寿险公司的结构性投资机会主要出现在降息周期的最后阶段	40
降息周期前期上市寿险公司不具备结构性投资机会	40
降息周期中的结构性投资机会主要出现于降息周期的最后阶段	41
案例：美国、英国经济与货币政策周期中寿险公司利差水平和股价表现	42
美国寿险公司利差水平在降息后期和升息前期扩大，在升息后期和降息前期缩小	42
寿险公司股价表现显示结构性投资机会主要出现在升息前期和降息的最后阶段	46

插图

附图 1: 债券收益率曲线上的舞蹈 (理想情况)	34
附图 2: 上证综指, 国债利率与大额协定存款利率	37
附图 3: 各主要保险公司万能险结算利率与定期存款利率	37
附图 4: 平安寿险万能险结算利率和债券收益率、定期存款利率的关系	38
附图 5: 各期限国债、企业债收益率变化情况	39
附图 6: 债券收益率曲线上的舞蹈 (2008 年 10 月情况)	40
附图 7: 美国基础利率与十年期国债收益率走势	43
附图 8: 英国央行基础利率与七至十年期国债收益率走势	44
附图 9: 美国基础利率、十年期国债收益率与 S&P 500 指数走势	45
附图 10: 英国基础利率、七至十年期国债收益率与 FTSE 350 指数走势	45
附图 11: 美国基础利率、十年期国债收益率与 S&P 500 寿险与健康险指数走势	46
附图 12: S&P 500 寿险指数: 1991 年 1 月-1994 年 6 月降息周期后期与升息周期前期	46
附图 13: S&P 500 寿险指数: 2001 年 12 月-2006 年 5 月降息周期后期与升息周期前期	47
附图 14: S&P 500 寿险指数: 2006 年 6 月-2008 年 10 月升息周期后期与降息周期前期	47
附图 15: 英国基础利率、七至十年期国债收益率与 FTSE 350 寿险指数走势	48

表格

附表 1: 中国存款利率下调情况	40
------------------------	----

利差水平的周期性波动决定了寿险公司盈利能力和结构性投资机会的周期性

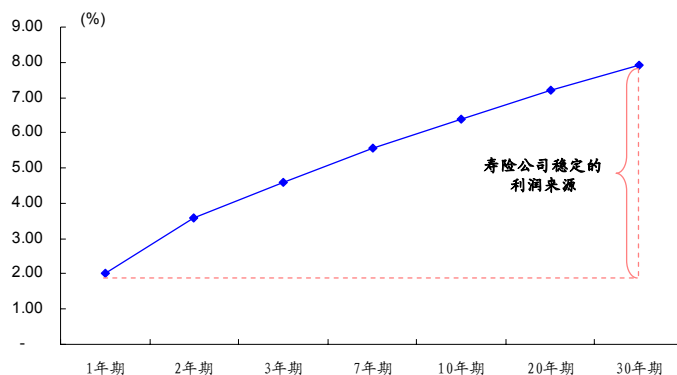
利差，即投资收益率与保单资金成本的差异，是寿险公司最重要的利润来源。利差水平的周期性波动决定了寿险公司盈利能力和结构性投资机会的周期性。对于上市寿险公司而言，结构性的投资机会主要存在于升息周期的前期和降息周期的最后阶段。

目前，中国尚处于降息周期进程中，未来仍有一定降息空间，而且低利率环境还将持续并进一步深入。上市寿险公司严重的利差倒挂问题尽管将会得到一定程度的缓解，但获得可观的利润空间仍远非易事，结构性投资机会尚未成熟。

利差，即投资收益率与保单资金成本的差异，是寿险公司最重要的利润来源

- ◆ 我们知道，寿险保单的资金成本实际上不是由保险公司决定的，而是由投保人面临的机会成本决定的。寿险公司的潜在客户在决定是否购买万能险或分红险产品时，必然要将其可能的投资收益率与投资期限、进入门槛和风险水平相当的替代产品进行比较，这些替代产品的预期收益率即是保单持有人的机会成本。其中，投保人判定其机会成本的最主要和最直接的标杆即是三年期或五年期定期存款利率。因此，投保人机会成本的压力和各公司之间激烈的市场竞争使得主要寿险公司不敢冒着失去市场份额的风险轻易大幅下调万能险结算利率，而必须将其保持在至少略高于三年期定期存款税后利率的水平上。
- ◆ 另一方面，由于资产负债期限匹配和现金流匹配的要求，寿险公司的大部分资产必须投资于债券，这是由寿险业务的性质决定的。所以，寿险公司实际上是在债券收益率曲线上起舞（a bond yield curve player）。
 - 大多数情况下，债券收益率曲线的短端代表寿险公司的资金成本，而收益率曲线的长端代表寿险公司的投资收益率。这样，收益率曲线长端和短端之间的差异就是寿险公司最稳定和最主要的利润来源。
 - 寿险公司喜欢陡峭的债券收益率曲线，因为这样容易获得持续而可观的利差益。一个国家债券市场的发达程度和收益率曲线的完善程度实际上在很大程度上决定了这个国家寿险公司的投资环境和盈利空间。

附图 1：债券收益率曲线上的舞蹈（理想情况）



资料来源：中金公司研究部

- 我们知道，债券收益率曲线会受到基础利率、通胀预期和供求关系等因素的影响而发生改变，这样，寿险公司的资金成本和投资环境也就不断发生变化。不仅如此，债券收益率还将反映投资者对未来货币政策和通胀水平的预期，从而使得在货币政策出现方向性变动时，比货币政策调整更为敏感和迅速。
- 中国债券市场的特殊性在于，由于市场深度有限，供求关系的力量也会在很大程度上影响债券收益率的阶段性趋势和波动幅度。

利差水平的周期性波动决定了寿险公司盈利能力和结构性投资机会的周期性

- ◆ 在寿险公司的盈利模式中，寿险公司管理者控制投资收益率和资金成本以对抗经济周期并维持盈利的能力并不是很强。寿险保单的长期性并不能掩盖寿险公司盈利的周期性和股票的波动性。
- ◆ 事实上，在经济和货币政策周期中，寿险公司的投资收益水平和资金成本水平也将随着升息和降息的进程发生变化，而且其变动并非完全同步。这导致寿险公司的利差水平在一定程度上也存在周期性波动，从而影响寿险公司盈利能力，也进一步决定了上市寿险公司投资机会出现的时点。

上市寿险公司的结构性投资机会主要出现于升息周期前期和降息周期后期

- ◆ 过去几年来，中国寿险公司面临的实体经济、货币政策周期和利差水平变化进程，正是一个完整的升息周期过程。我们可以清晰地看到，在升息周期的前期，寿险公司投资收益率上升的速度和幅度大于保单资金成本增速，利差扩大，盈利水平提升，结构性投资机会显现。
- ◆ 升息周期后期，随着实体经济出现各种不良苗头，寿险公司投资收益率停滞不前甚至掉头向下，而保单资金成本居高不下。寿险公司盈利能力恶化，不具备结构性能够投资机会。
- ◆ 在降息周期的前期，寿险公司利润空间受到挤压的问题难以得到有效缓解。万能险结算利率只有下调到国债收益率的水平才能真正给寿险公司带来利润空间，而这在目前的利率水平下几乎不可能做到，因为寿险公司很难无视仍居高不下的投保人机会成本，冒着保费收入急剧下降的风险大幅下调结算利率。而且，在降息周期前期，还可能由于投资收益的下降幅度大于同期资金成本的下降幅度而出现更为困难的局面。
- ◆ 随着降息进程的深入，尽管寿险公司严重的利差倒挂问题将会得到一定程度的缓解，但在投资收益率反应未来经济增长的乐观预期之前，获得可观的利润空间仍远非易事。到降息周期的最后阶段，寿险公司保单资金成本已大幅下降，而投资收益率由于能够反应一定的预期，应已经先行触底甚至出现反转。此时，寿险公司的利差空间将逐渐扩大，盈利能力好转，盈利水平提升，结构性投资机会显现。

目前，中国尚处于降息周期进程中，未来仍有一定降息空间，而且低利率环境还将持续并进一步深入。上市寿险公司严重的利差倒挂问题尽管将会得到一定程度的缓解，但获得可观的利润空间仍远非易事，结构性投资机会尚未成熟。

升息周期中寿险公司的结构性投资机会主要出现在升息前半段

对货币政策周期中利率变动水平、速度和所处阶段的分析，需要从其对应的实体经济形势出发，进而分析货币政策及其背后隐含的实体经济状况对中长期债券收益率和股票投资收益水平的影响及其趋势，判断该阶段寿险公司的投资收益水平。另一方面，则需要关注寿险公司投保人机会成本的变动情况，即中长期税后存款利率变动的频率和幅度。两者变动速度和幅度的对比决定了利差水平的高低，进而决定了上市寿险公司投资机会出现的时点。

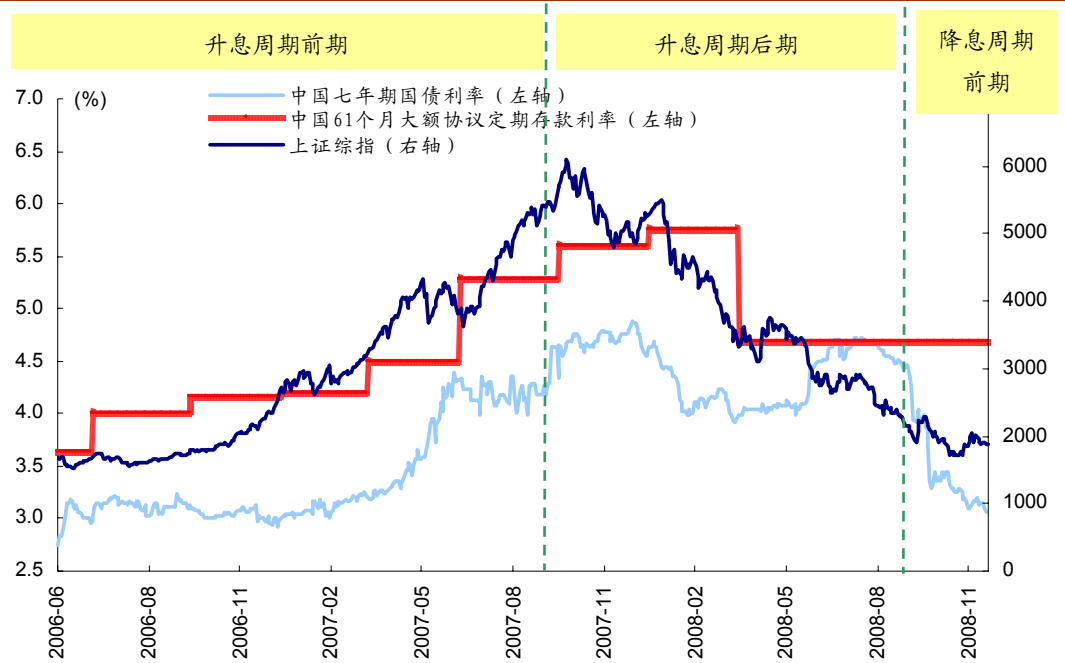
升息周期前期寿险公司结构性投资机会显现

升息周期前期，寿险公司投资收益率上升的速度和幅度大于保单资金成本，利差扩大，盈利水平提升，结构性投资机会显现。

从过去几年来，中国寿险公司面临的实体经济、货币政策周期和利差水平变化进程，正是一个完整的升息周期过程。我们可以清晰地看到，在升息周期的前期，寿险公司投资收益率上升的速度和幅度大于保单资金成本，利差扩大，盈利水平提升，结构性投资机会显现。

- ◆ 升息前期背后隐含的实体经济情况及加息的货币政策目标在于，尽管实体经济仍总体表现抢眼，但为了抑制经济过热、调整可能失衡的经济结构，控制过剩的流动性，需要采取紧缩性的货币政策。2007年中期以前，中国实体经济一直保持平稳较快增长，主要经济数据表现良好，通货膨胀率保持在较低水平。这一阶段，基础利率缓慢调升，但仍保持在较低的水平上。
- ◆ 在升息周期的前期，由于实体经济仍然高速发展，企业盈利增长较快，各项指标向好，股市处于上升周期，使得寿险公司股权投资收益率高涨。同时，由于债券收益率随着基础利率的提升而走高的同时，还将进一步反映对未来中短期内加息政策的预期和对可能高企的通货膨胀率的预期，因此，债券收益率在此阶段的上升速度和幅度一般会大于基础利率提升的水平。2007年，中国10年期国债收益率由年初的3.1%左右迅速飙升至5%左右；与此同时，股票市场暴涨，出现一轮大牛市行情，上市寿险公司股权投资获得巨额收益，并积累了大量浮盈（附图2）。

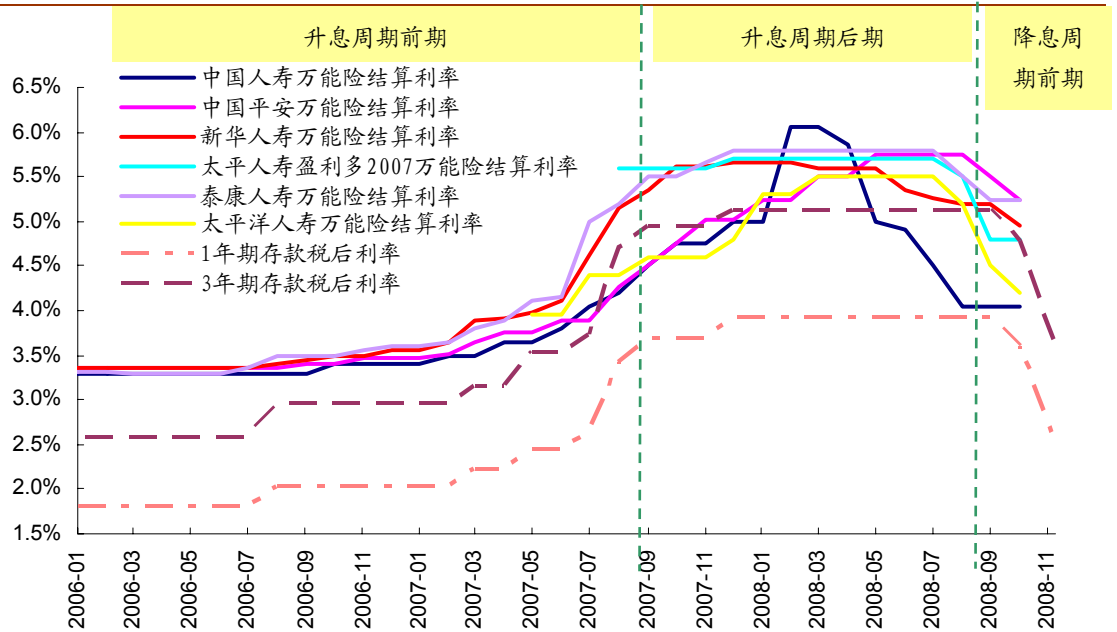
附图 2: 上证综指, 国债利率与大额协定存款利率



资料来源: 彭博资讯, PBoC, 中金公司研究部

- 在此期间, 寿险公司在与投保人的利益分配博弈中占据主动, 因为 2007 年中期以前, 定期存款利率一直保持在很低的水平, 三年期定期存款税后利率在 2004 年 10 月以前仅为 2.02%, 同一时期五年期定期存款税后利率为 2.23%, 2004 年 10 月到 2006 年中期三年期和五年期定期存款利率分别为 2.59% 和 2.88%, 因此在此期间寿险公司只需付出 3% 左右的结算利率已经足以吸引大量的投保人以保持保费收入的快速持续增长 (附图 3)。

附图 3: 各主要保险公司万能险结算利率与定期存款利率

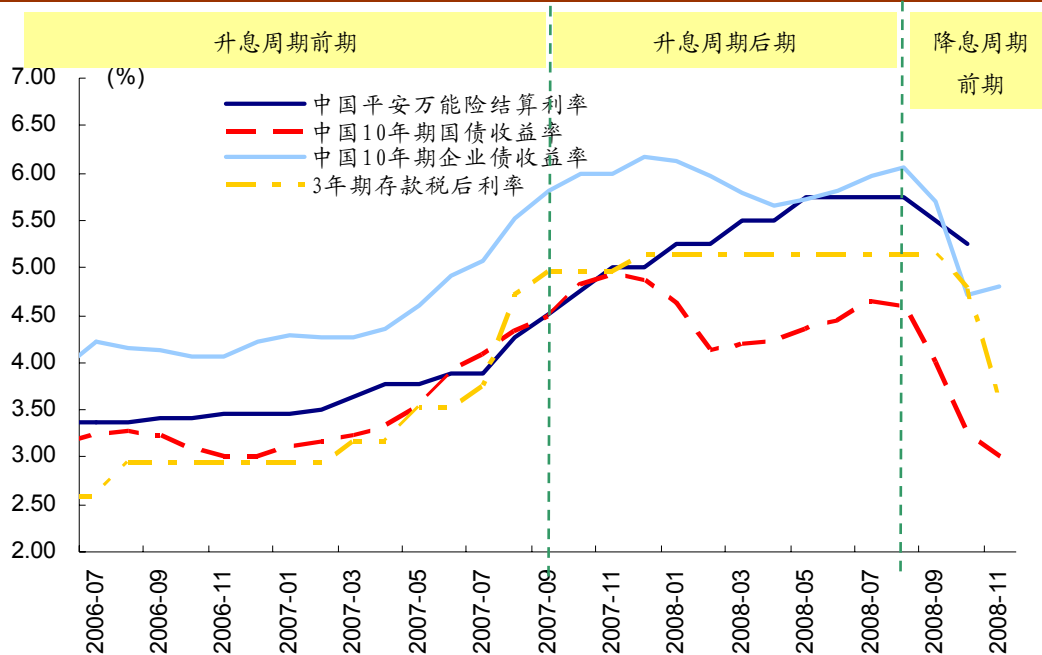


资料来源: 公司数据, PBoC, 中金公司研究部

- ◆ 因此，在升息周期的前半段，由于寿险公司的保单资金成本上升幅度不大，而债券收益率相对较高，加之股市投资的良好收益，使寿险公司得以轻而易举地获得高额利润，而没有必要将更多投资收益返还给投保人（附图4）。因为投保人关心的不是保险公司的投资回报，而是自己的投资收益，只要高于其机会成本，已足够吸引潜在的客户购买保单。

对于寿险公司而言，升息周期前期债券收益率和股市的大幅上涨有利于利差的扩大。相对于债券和股票投资收益率的上升幅度，基础利率升幅较小，且保单资金成本的提升有一定滞后性，使得寿险公司在这一阶段盈利能力水平显著提升。因此，升息周期前期是寿险公司出现结构性投资机会的“黄金时期”之一。

附图4：平安寿险万能险结算利率和债券收益率、定期存款利率的关系



资料来源：公司数据，PBoC，中金公司研究部

升息周期后期上市寿险公司不具备结构性投资机会

升息周期后期，随着实体经济出现各种不良苗头，寿险公司投资收益率停滞不前甚至掉头向下，而保单资金成本居高不下。寿险公司盈利能力恶化，不具备结构性能够投资机会。

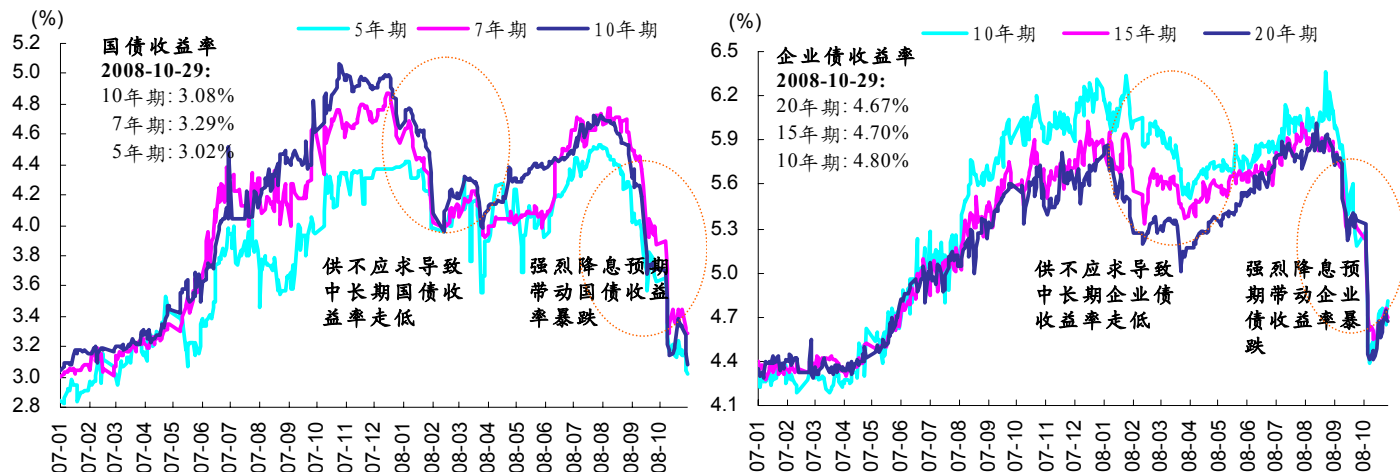
对于中国寿险公司而言，在升息周期后期所面临的困境即是我们自2007年底至2008年中期看到的情形。这一阶段，寿险公司面临的投资环境开始恶化，而加息周期进入末端后，定期存款利率将出现一个维持在高位的平台期，寿险公司的保单资金成本也因此居高不下。受到投资收益率下滑和资金成本持续上升的双重挤压，寿险公司很难找到合理的利润空间。

- ◆ 升息前期后期，一般而言，实体经济已经出现一些不良反应，通货膨胀率走高。出于对未来通货膨胀的忌惮，从紧的货币政策还将维持一段时间，利率水平保持在高位，银行信贷收紧。2007年中期以来，中国6次提高存贷款利率，10次提高金融机构存款准备金率即是出于这样的考虑。
- ◆ 投资收益方面，由于CPI上升带动PPI上升并居高不下，许多企业成本迅速提升，盈利空间

受到挤压，股市作为实体经济的先行指标，在此阶段很可能已调头向下，使得寿险股权投资收益率迅速下降，前期积累的浮盈逐渐消蚀。2007 年末以来，A 股市场开始持续深幅下挫，使寿险公司自 06 年以来积累的大量浮盈几乎销蚀殆尽，主要投资资产大面积出现浮亏。

- 此外，中国寿险公司所面临的债券投资环境与理想情况相比也更为复杂。2007 年底以来，尽管国内通胀预期高涨，但债券收益率却出现下滑。国债收益率的显著下滑主要是由于银行资金抢购造成的。由于信贷规模受到控制，银行资金自然冲向债券市场，国债的免税优惠受到银行青睐，债市供不应求的局面导致中长期国债收益率走低（附图 5）。

附图 5：各期限国债、企业债收益率变化情况（2007 年-2008 年 10 月情况）



资料来源：中金公司研究部

- 与此同时，寿险公司资金成本已随着中长期定期存款利率的提高而抬升到较高的水平，并因为存款利率在一定阶段保持稳定而具有刚性。从附图 3 可以看到，主要寿险公司万能险结算利率始终随着定期存款利率的上升而提高，并和三年期定期存款税后利率保持着一定的利差，从而呈现出资金成本在一段时间内保持高位的局面。

因此，在升息周期后期，寿险公司投资收益率上升缓慢，甚至已掉头大幅向下，而保单资金成本则保持在高位，寿险公司盈利能力恶化，不具备结构性投资机会。

降息周期中寿险公司的结构性投资机会主要出现在降息周期的最后阶段

降息周期前期上市寿险公司不具备结构性投资机会

在降息周期的前期，寿险公司利润空间受到挤压的困境并未得到有效缓解，并不具备结构性投资机会。

- ◆ 在降息周期的前期，实体经济出现衰退迹象，降息政策体现了促进经济增长的政策目标；同时，货币政策又须忌惮通货膨胀，因此，在中国实行利率管制的背景下，实际存款利率下调的速度和幅度小于贷款利率下调的速度和幅度，货币政策多表现为非对称降息（附表1）。截至目前，中国已进行了四次降息，其中前两次实质上为非对称降息，中长期存款税后利率基本保持不变。而最近两次降息中中长期存款利率才开始出现实质性下降。

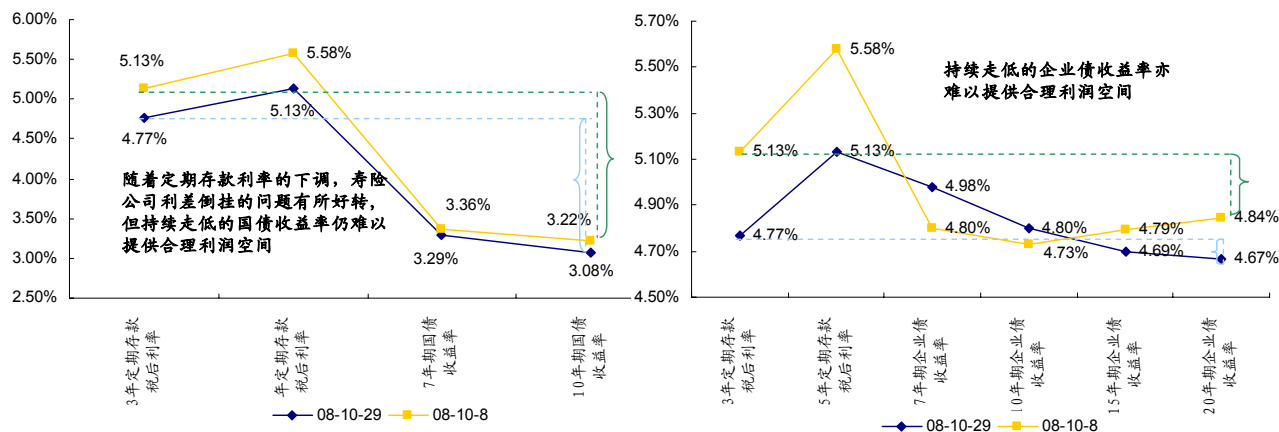
附表1：中国存款利率下调情况

	降息前	2008-10-9	2008-10-30	2008-11-27	累计降息
一年期定期存款	3.93%	3.87%	3.60%	2.52%	-1.41ppt
三年期定期存款	5.13%	5.13%	4.77%	3.60%	-1.53ppt
五年期定期存款	5.56%	5.58%	5.13%	3.87%	-1.69ppt

资料来源：PBoC，中金公司研究部

- ◆ 由于降息周期前期存款利率下调的速度较慢且幅度较小，寿险公司的保单资金成本不可能大幅下降。在11月27日大幅降息之前，各寿险公司主流的万能险存款利率还处于4.8%-5%之间。
- ◆ 而与此同时，债券收益率受强烈降息预期和供求关系的影响，很可能出现急剧下滑。其结果是在降息周期的前半段，债券收益率下滑的速度远快于寿险保单资金成本下降的速度，这正是最近几个月我们看到的现象：在强烈降息预期的驱动下，中长期债券收益率在10月底到11月初出现新一轮大幅下挫，并使得当时寿险公司的利差倒挂问题更趋严峻，寿险公司更难从债券收益率曲线上找到合理的利润空间（附图6）。

附图6：债券收益率曲线上的舞蹈（2008年10月情况）



资料来源：PBoC，中金公司研究部

- ◆ 在降息周期的前半段，股票市场很可能同样难以给寿险公司带来良好的投资收益。投资者对于实体经济的担忧在降息周期的前期不会很快消散，股票市场难以出现结构性牛市，尽管很可能出现大幅反弹和波动。

因此，在降息周期的前期，寿险公司利润空间受到挤压的问题难以得到有效缓解。尽管 2008 年 10 月以前中国主要寿险公司万能险结算利率已开始小幅下调，但仍显著高于国债收益率，使得小幅下调并没有实际意义。万能险结算利率只有下调到国债收益率的水平才能真正给寿险公司带来利润空间，而这在当时的利率水平下几乎不可能做到，因为寿险公司很难无视仍居高不下的投保人机会成本，冒着保费收入急剧下降的风险大幅下调结算利率。

而且，在降息周期前期，还可能由于投资收益的下降幅度大于同期资金成本的下降幅度而出现更为困难的局面。

降息周期中的结构性投资机会主要出现于降息周期的最后阶段

- ◆ 在降息周期的最后阶段，一般而言，实体经济即将达到下降周期的底部，货币政策仍主要体现促进经济增长的目标。而且，此时市场对通胀的担心很可能已经不再，货币政策更多表现为对称性的降息。
- ◆ 随着降息进程的深入，寿险投保人的机会成本，即中长期定期存款利率的大幅降低使寿险公司得以大幅下调万能险结算利率和分红险分红比例，保单资金成本压力得到明显缓解。
- ◆ 同时，对于寿险公司来说，投资收益率持续低迷的时间长短将成为判断其投资机会出现时点的关键因素。因为，在持续大幅降息时，寿险公司资金成本的大幅降低仅能够保证公司利差损大大减轻，而何时能够获得合理的利差空间，则取决于债券和股市投资收益率中所反映的实体经济增长和 CPI 走势预期。
- ◆ 当实体经济接近或到达底部，股票市场的前瞻性使得其可能先于实体经济出现反转，寿险公司股票投资收益将出现一定程度的提升；同时，由于降息周期结束，实体经济出现好转的预期已经比较充分地反映于价格中，债券收益率很可能已经触底，并出现一定程度的反弹。

随着降息进程的深入，尽管寿险公司严重的利差倒挂问题将会得到一定程度的缓解，但在投资收益率反应未来经济增长的乐观预期之前，获得可观的利润空间仍远非易事。到降息周期的最后阶段，寿险公司保单资金成本已大幅下降，而投资收益率由于能够反应一定的预期，应已经先行触底甚至出现反转。此时，寿险公司的利差空间将逐渐扩大，盈利能力好转，盈利水平提升，结构性投资机会显现。

案例：美国、英国经济与货币政策周期中寿险公司利差水平和股价表现

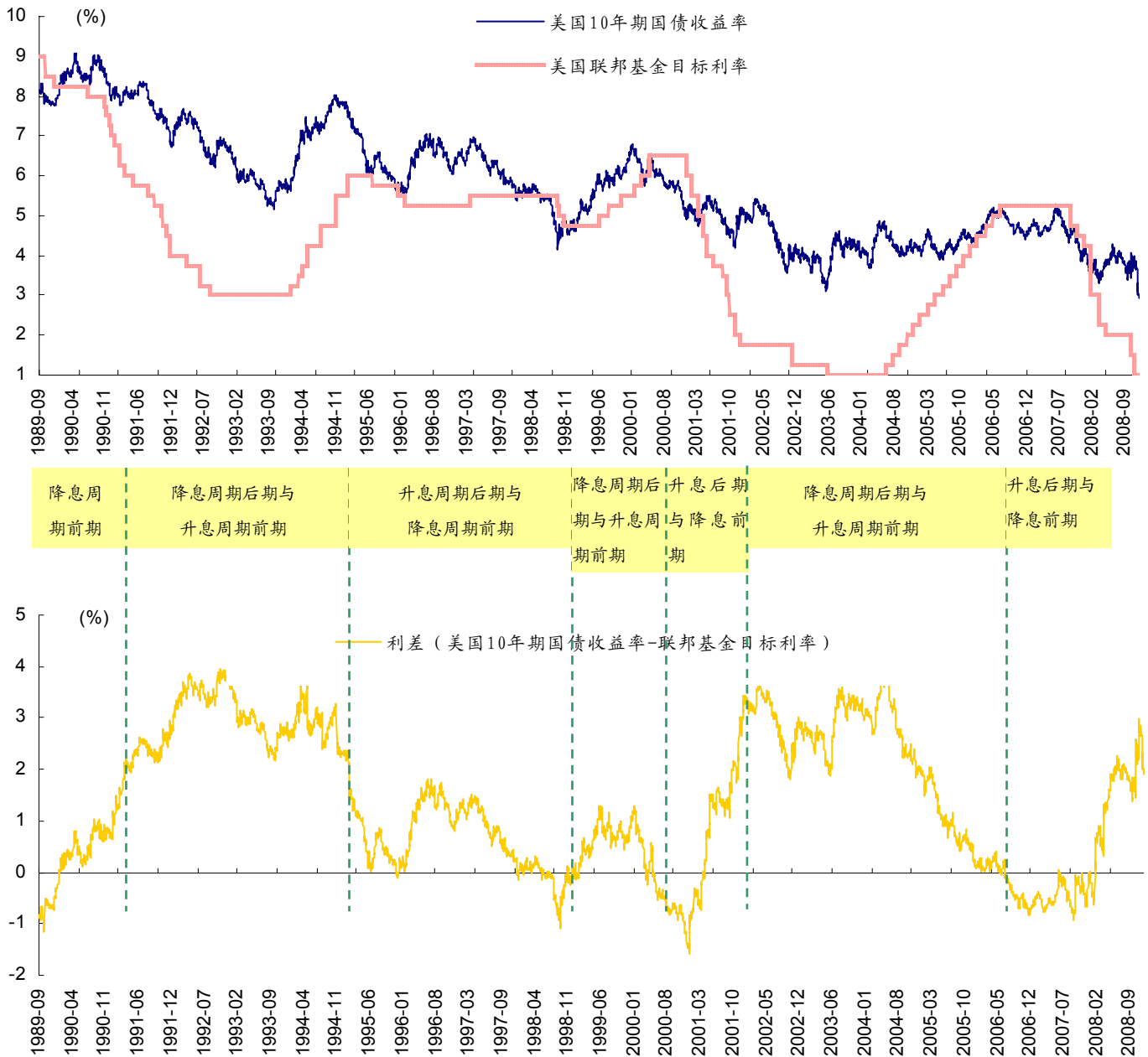
美国寿险公司利差水平在降息末期和升息前期扩大，在升息后期和降息前期缩小

附图7显示近二十年来美国的货币政策周期中基准利率和十年期国债收益率的走势及其利差。由于中长期国债是寿险公司最为重要的投资品种之一，该利差可以大致说明美国寿险公司面临的利差水平。

- ◆ 从图中我们可以清晰地看出，在每个升息周期的末期和降息周期的前期，十年期国债收益率与基准利率的利差空间均收窄到相当低的水平，甚至出现负利差。这种情形在降息前期还有更为恶化的趋势，近二十年来利差水平的最低点均出现在降息周期的前期，如1989年，2000年末和2007年下半年的情形。
- ◆ 另一方面，在每个降息周期的最后阶段和升息周期的前期，我们在十年期国债收益率与基准利率之间均能找到较大的利差空间。这个利差空间为寿险公司提供了合理的利润来源。

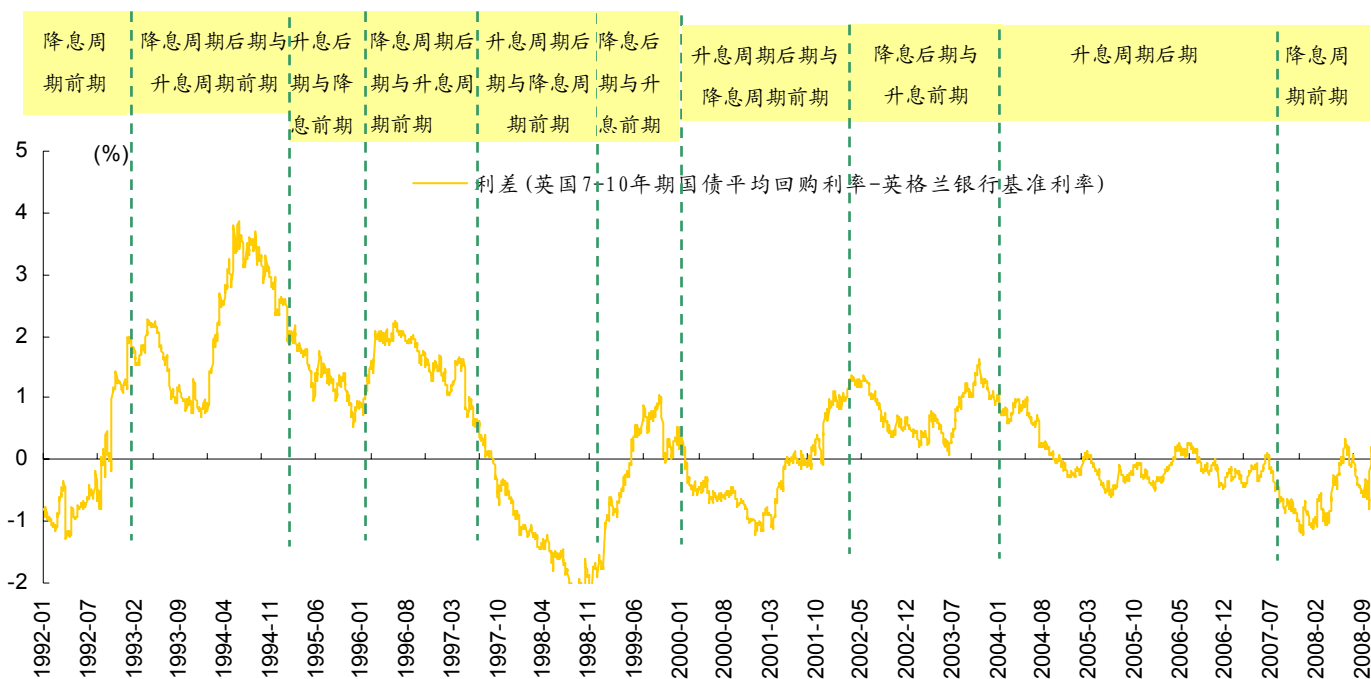
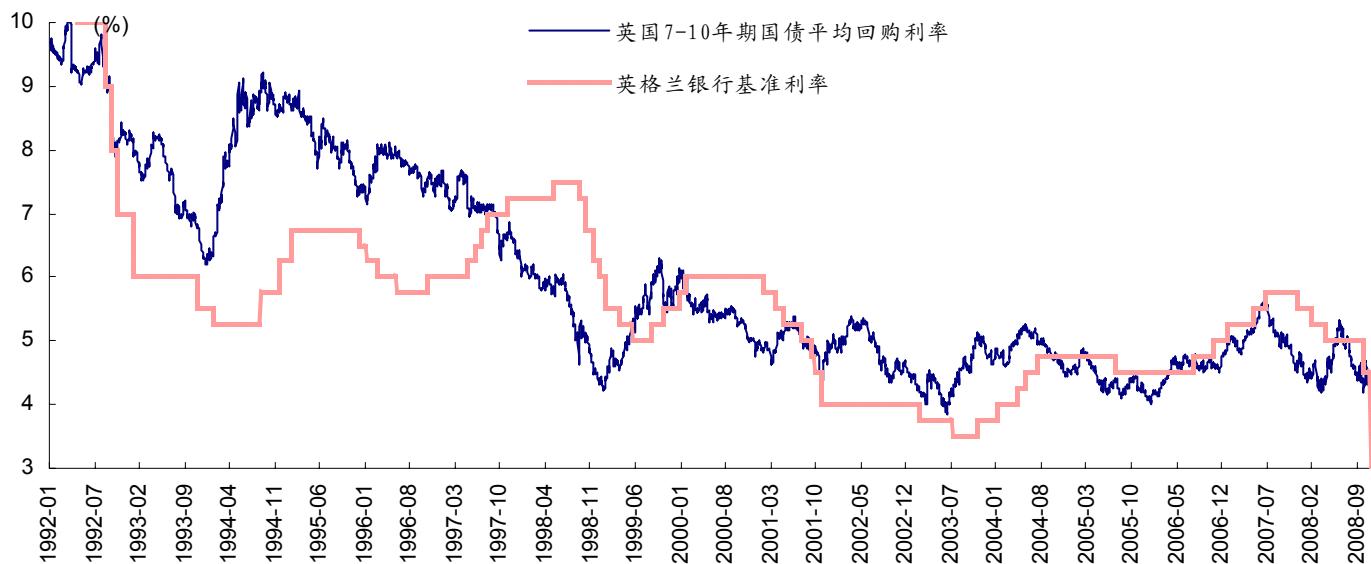
货币政策周期中英国寿险公司的利差水平趋势也与美国大体相似，表现为利差在降息周期的最后阶段和升息周期前期扩大，在升息周期后期和降息周期前期缩小（附图8）。

附图 7: 美国基础利率与十年期国债收益率走势



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

附图 8: 英国央行基础利率与七至十年期国债收益率走势

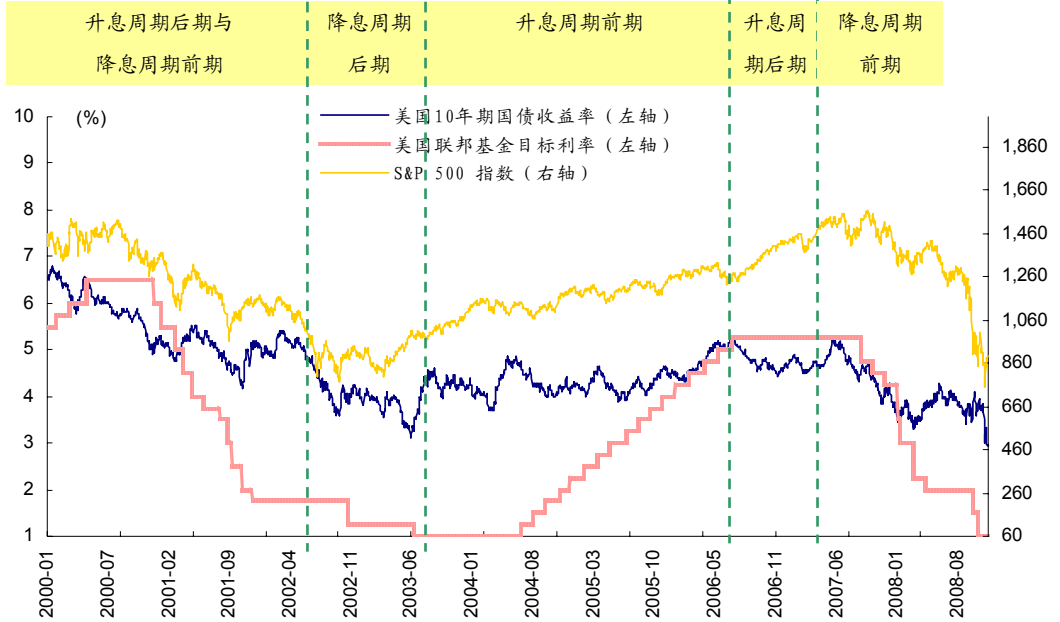


资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

- ◆ 附图9、附图10显示了货币政策周期中寿险公司股票投资收益的大致情况。在降息周期的最后阶段，股指已率先反弹，从而使寿险公司股权投资收益提升，有助于利差空间扩大；在升息周期的末段，股指已开始出现下滑态势，使利差空间收窄。

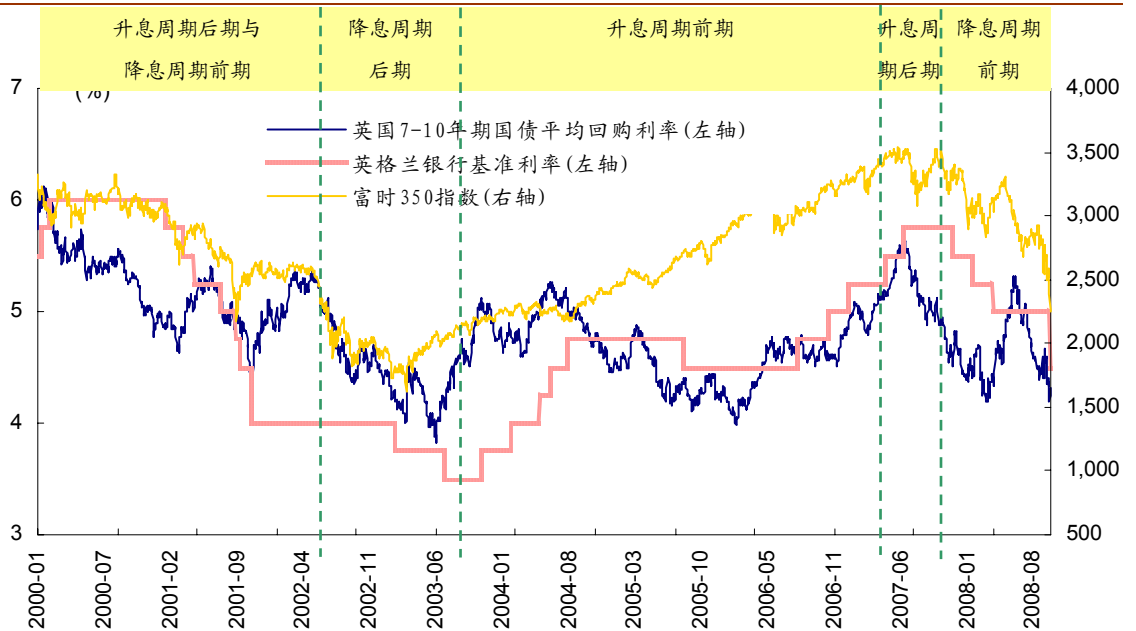
因此，在降息周期最后阶段和升息周期前期，寿险公司利差空间较大，盈利能力趋强，结构性投资机会显现。

附图9：美国基础利率、十年期国债收益率与 S&P 500 指数走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

附图10：英国基础利率、七至十年期国债收益率与 FTSE 350 指数走势

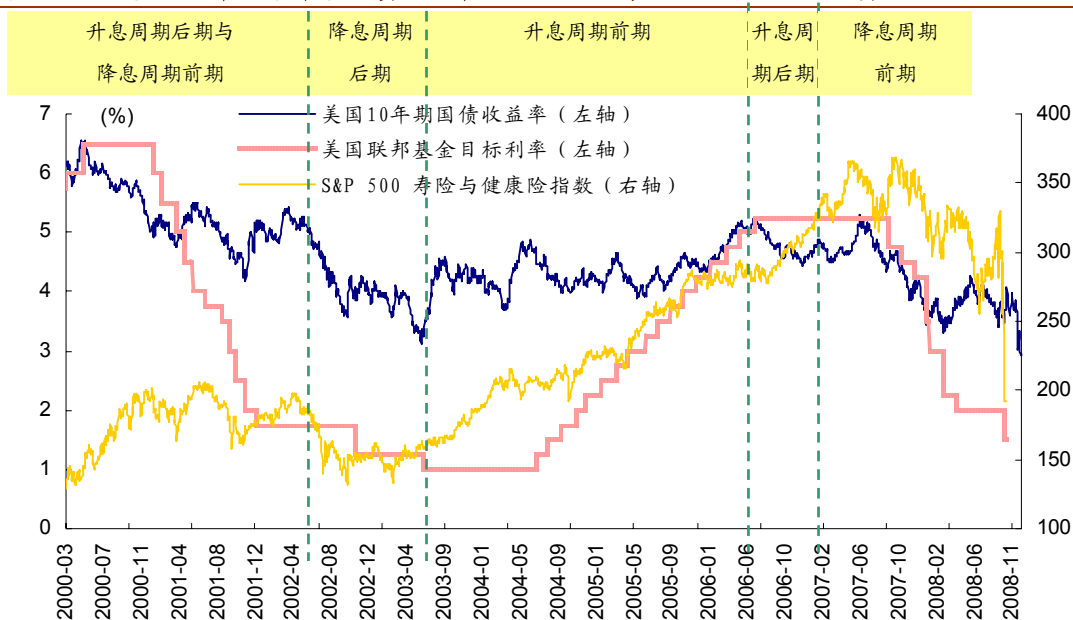


资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

寿险公司股价表现显示结构性投资机会主要出现在升息前期和降息的最后阶段

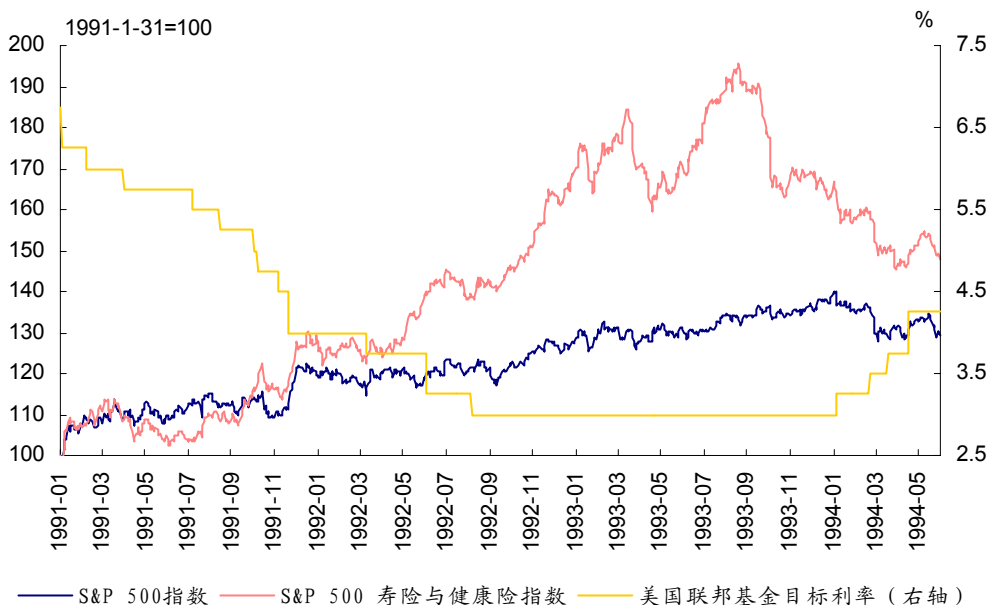
相比利差水平的决定因素，影响寿险公司短期股价表现的因素更加繁多，因此短期内寿险公司股价可能在其它多种因素的控制下波动。但是，我们仍然能够从一个完整的周期中，发现寿险公司结构性投资机会出现的时段，并进一步印证了我们的判断，即寿险公司的结构性投资机会主要出现在降息周期的最后阶段和升息周期前期（附图 11-15）。

附图 11：美国基础利率、十年期国债收益率与 S&P 500 寿险与健康险指数走势



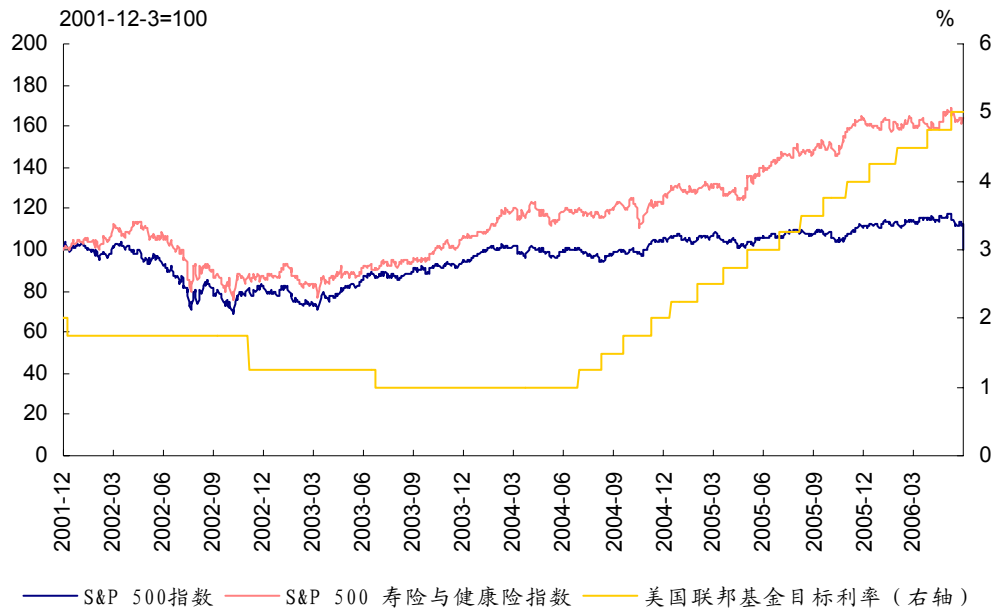
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

附图 12：S&P 500 寿险指数：1991 年 1 月-1994 年 6 月降息周期后期与升息周期前期



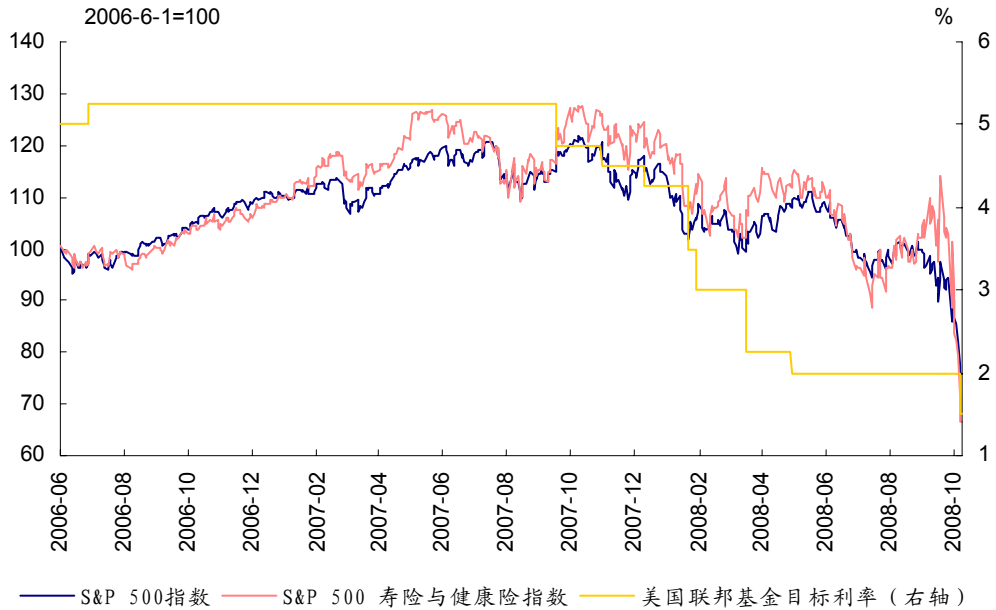
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

附图 13: S&P 500 寿险指数: 2001 年 12 月-2006 年 5 月降息周期后期与升息周期前期



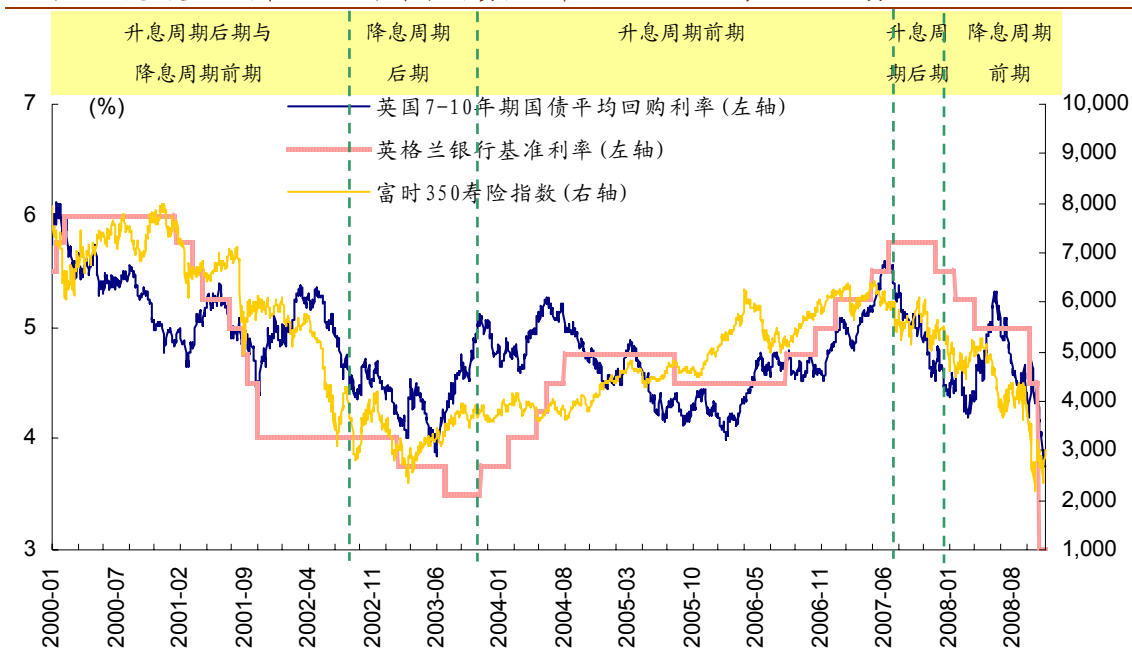
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

附图 14: S&P 500 寿险指数: 2006 年 6 月-2008 年 10 月升息周期后期与降息周期前期



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

附图 15: 英国基础利率、七至十年期国债收益率与 FTSE 350 寿险指数走势



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。