

金融服务/保险

保险行业深度研究

——金融深化中的保险业

007 年 4 月 3 日

行业研究/行业深度研究

相关研究：

《中国平安新股分析》2007 年 2 月
《中国人寿深度研究》2007 年 1 月
《共振效应迎来寿险黄金时代》
2006 年 3 月

分析师

余斌

yubin@sw108.com

联系人

胡浩平

(8621) 63295888 × 450

huhaping@sw108.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.sw108.com>

主要观点：

- 人口红利时代、家庭小型化和城市化进程中的中国从来不乏保险潜在需求，经济的强劲增长正在将其转化为现实需求。我们预计未来 20 年寿险保费总收入的年均复合增长率为 16%。低水平的银行存款利率和高水平的权益投资收益率将成为 2 个最有力的价格因素推动金融资产的结构调整，保险深度将不断提高。
- 保险投资收益率将在基础利率和投资范围扩大 2 个因素的推动下，呈现上升趋势，长期来看保险投资收益率在 6-8%之间是合理范围。收益率上升对于保险公司的价值是正面影响，其中对于已经承保业务的影响非常积极。
- 金融资产结构调整促成的股票大牛市提升了居民投资收益预期，导致了寿险增长速度放慢，金融市场的演化方向将使寿险业面临上升的负债成本曲线，这成为质疑寿险股投资价值的最重要因素。但是我们相信今后保险费率下降将使行业恢复到预期增长轨道，而因为保险投资收益率精算假设还有很大释放空间，价格下降并不会成为价值杀手。
- 银行保险对于保险业发展起了推动作用，但是，其发展到高级阶段后将是可能改变行业格局的重要力量，尽管在中短期内这种影响可能还不是很大。但长期看，银行和保险资本的相互渗透至少将重新定义对于渠道能力的理解。而对于现有的保险公司而言，积累长期优质客户成为战略重心。
- 我们认为中国人寿的主要优势在于：国内第一的市场占有率，在县域市场优势更为明显；战略投资方面具有先发优势，具备超额盈利能力；治理结构还有提升空间，将带来业务结构，管理效率和公司价值的全面提升。我们给予中国人寿合理价值为 35-40 元，目前价格可以长期配置。
- 我们认为中国平安的独特优势在于其良好的股权结构，高管和员工持和汇丰持股形成完善的治理结构，最终导致平安表现出了超越同业的业务质量和盈利能力，在面临战略调整关口，平安也反应敏锐，行动迅速；平安在全能零售银行方面的布局已经国内领先，未来发展可以借鉴汇丰在金融混业上的丰富经验。我们给予中国平安合理价值为 52.5 元，建议增持，目前价位可以积极配置，12 个月目标价为 63 元。

主要观点 3

行业篇：金融深化中的保险业 4

1. 保险需求：步入黄金时期 4

1.1. 寿险需求：多因素推动下增长 4

1.1.1. 社会变迁推动着保障需求增长 5

1.1.2. 人口红利：进入财富积累时期 6

1.1.3. 受益于金融资产结构调整，进入黄金增长期 8

1.1.4. 社保体系覆盖有限，商业保险大有可为 9

1.2. 寿险市场：未来 20 年 CAGR 为 16% 11

1.2.1. 整体规模：20 年复合增长率为 16% 11

1.2.2. 区域结构：东部占大头，中西部增长更快 12

1.2.3. 险种结构：利率敏感保单热销 13

1.3. 产险业同样具有潜力 14

1.3.1. 车险：受益于轿车 2 次普及 14

1.3.2. 资本密集化进程中的产险还有巨大潜力 15

2. 保险投资：受益于金融业的大发展 16

2.1. 投资收益率将是上升趋势 16

2.1.1. 范围拓宽：更高收益率投资工具 更好匹配负债 16

2.1.2. 基础利率压制将持续，但非常态 17

2.1.3. 超额获利能力是关键，对巨额资金而言难度颇高 18

2.2. 投资收益率对业务影响 18

2.2.1 已承保业务：影响积极 18

2.2.2 新业务：预定利率管制下，客户选择利率敏感保单 19

3. 费率市场化：未必是价值杀手 20

3.1. 市场化动力：替代品的竞争 20

3.2. 未来方向：负债成本和收益率的同步上升 21

4. 日益开放的保险产业 21

4.1. 银行具有惊人销售能力 21

4.2.中国的银行保险还是初级模式	22
-------------------	----

4.3.银行和保险的相互进入：产业格局重要变数	23
-------------------------	----

5.寿险公司价值驱动力 25

5.1.内含价值法最好，但需关注核心价值驱动力表现	25
---------------------------	----

5.2.贴现率是最有把握的重估动力	26
-------------------	----

5.3.增速放缓,处于价值驱动力较弱的时候	27
-----------------------	----

6.公司篇：中国人寿 Vs 中国平安 28

6.1.业务效率：平安领先，人寿在追赶	28
---------------------	----

6.2. 精算假设：平安更为保守	30
------------------	----

6.3. 投资故事：关键在于治理结构	31
--------------------	----

中国人寿：治理的改善	31
------------	----

中国平安：公司价值最大化	31
--------------	----

附件一：保险公司国际估值 32

附件二：中国人寿：基于核心价值驱动分析 33

分析的起点：精算假设	33
------------	----

边际价值贡献率 NBV/APE 有提高潜力	33
-----------------------	----

新业务增长率维持稳健估计	34
--------------	----

贴现率将带来持续重估机会	35
--------------	----

投资收益率预期是上升趋势	35
--------------	----

收益率预期 5-5.5%是保守估计	35
-------------------	----

来自战略投资的盈利是超额的	36
---------------	----

来自股票市场的超强收益率是中短期的	37
-------------------	----

收益率上升的静态影响积极，但动态影响复杂	37
----------------------	----

合理估值提高到 35-40 元	38
-----------------	----

附件三：中国平安：治理优势+行业成长性 38

平安的独特优势	39
---------	----

完善的股东结构保证股东利益最大化	39
------------------	----

保险为主的金融控股集团雏形	40
---------------	----

寿险效率高、产品结构好，价值 46 元/股	41
产险在交叉销售下价值提升，估 3.3 元/股	43
非保险金融业务价值 3.5 元/股	44

主要观点

人口红利时代、家庭小型化和城市化进程中的中国从来不乏保险潜在需求，经济的强劲增长正在将其转化为现实需求。我们预计未来 20 年寿险保费总收入的年均复合增长率为 16%。低水平的银行存款利率和高水平的权益投资收益率将成为 2 个最有力的价格因素推动金融资产的结构调整，保险深度将不断提高。

保险投资收益率将在基础利率和投资范围扩大 2 个因素的推动下，呈现上升趋势，长期来看保险投资收益率在 6-8%之间是合理范围。收益率上升对于保险公司的价值是正面影响，其中对于已经承保业务的影响非常积极。

金融资产结构调整促成的股票大牛市提升了居民投资收益预期，导致了寿险增长速度放慢，金融市场的演化方向将使寿险业面临上升的负债成本曲线，这成为质疑寿险股投资价值的最重要因素。但是我们相信今后保险费率下降将使行业恢复到预期增长轨道，而因为保险投资收益率精算假设还有很大释放空间，价格下降并不会成为价值杀手。

银行保险对于保险业发展起了推动作用，但是，其发展到高级阶段后将是可能改变行业格局的重要力量，尽管在中短期内这种影响可能还不是很大。但长期看，银行和保险资本的相互渗透至少将重新定义对于渠道能力的理解。而对于现有的保险公司而言，积累长期优质客户成为战略重心。

我们认为中国人寿的主要优势在于：国内第一的市场占有率，在县域市场优势更为明显；战略投资方面具有先发优势，具备超额盈利能力；治理结构还有提升空间，将带来业务结构，管理效率和公司价值的全面提升。我们给予中国人寿合理价值为 35-40 元，目前价格可以长期配置。

我们认为中国平安的独特优势在于：良好的股权结构，高管和员工持和汇丰持股形成完善的治理结构，最终导致平安表现出了超越同业的业务质量和盈利能力，在面临战略调整关口，平安也反应敏锐，行动迅速；平安在全能零售银行方面的布局已经国内领先未来发展可以借鉴汇丰在金融混业上的丰富经验。我们给予中国平安合理价值为 52.5 元，建议增持，目前价位可以积极配置，12 个月目标价为 63 元。

行业篇：金融深化中的保险业

1. 保险需求：步入黄金时期

保险提供风险保障和投资功能。

保障功能是指保险公司在收到投保人的保费后，要在保单规定的条件下承担赔付（财产保险）和给付义务（人身保险）。决定保险保障需求的最主要因素是经济发展程度和人口发展的特征，人口红利、家庭小型化、城市化和汽车普及进程中的中国从来不乏保险潜在需求，而经济的强劲增长正在将其转化为现实需求。保险业发展也面临各种替代风险品的影响，比如，家庭互助和社会保障体系。

尽管，风险保障功能是保险的核心功能，但是现代保险中投资成为越来越重要的一项功能，寿险也因此面临各种替代性投资工具竞争。根据瑞士再的一项研究，2003 年全球寿险的风险保费比例约为 15%，而从 1995 年到 2003 年，直接总保费的年复合增长率达到 4.8%，而风险保费的年复合增长率只有 3.9%。投资能力也成为保险公司的核心竞争力的主要方面。

1.1. 寿险需求：多因素推动下增长

寿险本身是一种比个人独立进行预防性储蓄更有效率的金融安排，寿险深度的提高将降低预防性储蓄的需求，最终提高整体消费水平，而促进消费恰恰是政策导向。人口红利、家庭小型化和城市化进程中的中国从来不乏保险潜在需求，而经济的强劲增长正在将其转化为现实需求。低水平的银行存款利率和高水平的权益投资收益率成为 2 个最有力的价格因素推动金融资产的结构调整，也推动着寿险深化。

根据中国保监会的初步统计 2006 年实现寿险保费收入 4061 亿元，同比增长 11.4%，增长速度较 2005 年的 14% 下降。而从 2000 年到 2006 年的 6 年寿险收入增长了 3 倍，整体处于快速增长的时期。

表 1 2000-2006 年中国寿险业快速增长

	Y2000	Y2001	Y2002	Y2003	Y2004	Y2005	Y2006
寿险收入(亿元)	1003	1424.8	2275.1	2983.2	3198.2	3644.94	4061.09
寿险深度	1.01%	1.30%	1.89%	2.20%	2.00%	2.00%	1.94%
增长率	13.3%	42.1%	59.7%	31.1%	7.2%	14.0%	11.4%

资料来源：保监会

“十一五”期间，我国保险业发展规划中的总体目标是：到 2010 年，全国保险业务收入争取比 2005 年翻一番，突破 1 万亿元。保险深度 4%，保险密度 750 元。保险业管理的总资产达到 5 万亿元以上。

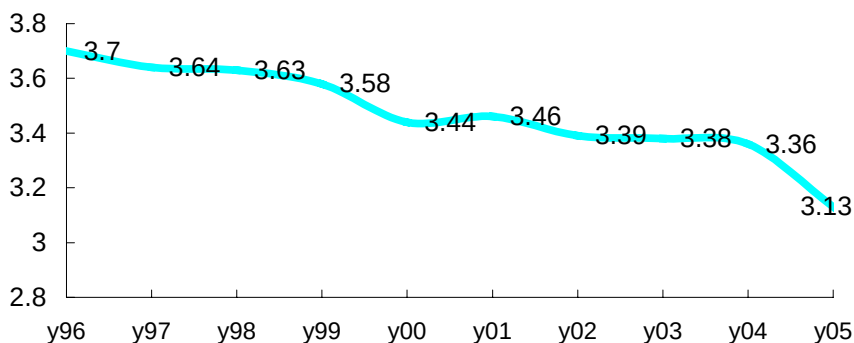
未来中国金融发展的大趋势是大力发展直接融资，提高股票和债券类等中长期融资比例。由于保险中占比最大的寿险是长期合同，可以提供长期的资金，和金融市场发展方向匹配，所以在整个中国金融市场大发展的背景下，保险业进入黄金增长时期。

1.1.1. 社会变迁推动着保障需求增长

社会发展导致人身风险大大提高，家庭小型化、人口寿命提高、城市化进程加快以及通货膨胀等因素都使个人或家庭负担的风险保障方式过于脆弱，这些因素共同推动保险潜在需求的增长。

家庭小型化是多种社会因素共同作用的结果。1996 年中国家庭平均人口还有 3.7 人/户，而短短 10 年后的 2005 年户均人数就下降到了 3.13 人，考虑到城乡之间的差异，城市户均人口数更低。家庭规模的缩小使得家庭生活质量更多依赖于少数家庭成员的劳动能力，而由于家庭人数大大下降，导致传统家庭养老方式不足以应付重要家庭成员的重大人身风险。（当然在人均家庭数量下降背后的更重要因素是市场化进程导致经济独立性的增强，“大家庭”概念的瓦解。）

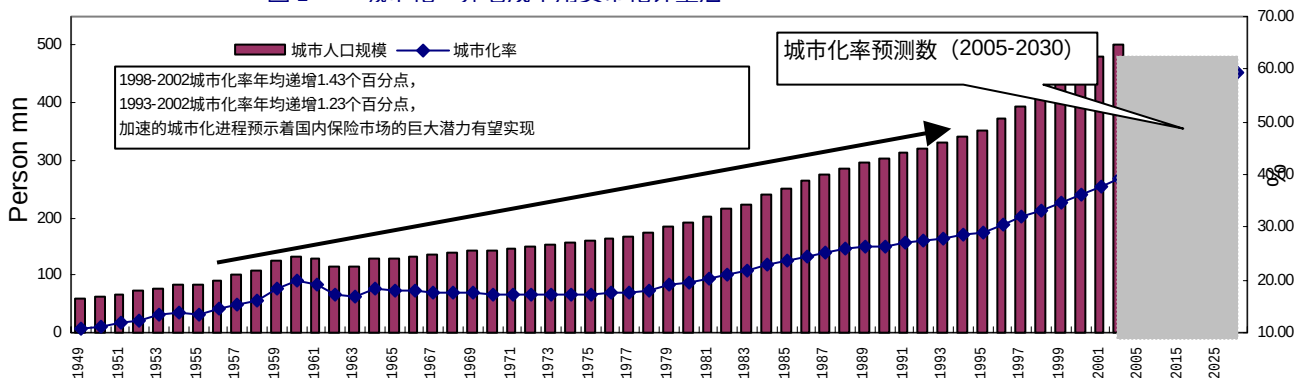
图 1 家庭小型化：户均人口数快速下降



资料来源：CEIC、申银万国证券研究所

城市化是农业经济向现代市场经济转化的一个侧面，越来越多的人从乡村走向城市，生活所需要更多需要通过货币购买，养老成本也因此而提高。

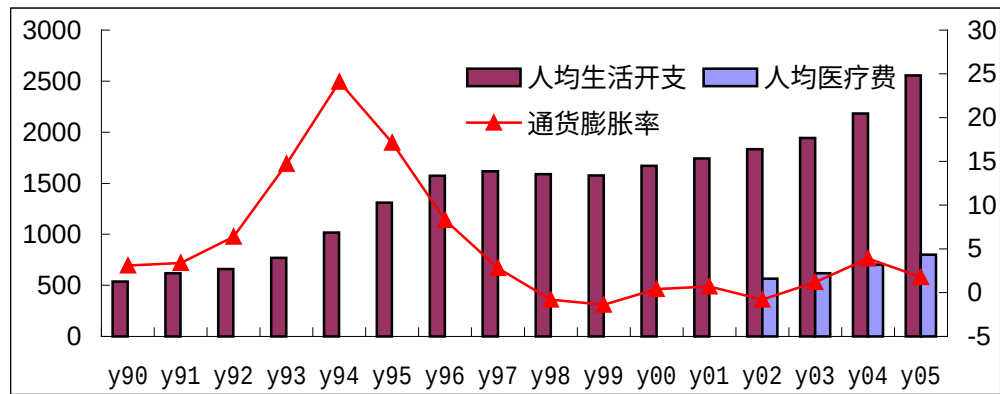
图 2 城市化：养老成本用货币化计量后



资料来源：申银万国证券研究所

个人生活开支和医疗费用快速增加，购买力风险也加大。2000-2005 年的个人生活开支年均增长 8.9%, 1995-2005 年个人生活开支年均增长 6.9%, 1990-2005 年的个人生活开支年均增长 10.9%。2002-2005 年的医疗费用的增长率还高于生活开支。尽管我们看到通货膨胀率在最近的 10 年都处于比较低的水平，但是生活成本的快速上升却是显然的，这也推动保障需求增长。

图3 生活开支、医疗费用快速增长



资料来源：CEIC、申银万国证券研究所

当然前面所有因素还只是影响潜在的保障需求，而经济的持续发展和居民收入提高才是保险需求的源动力。

1.1.2.人口红利：进入财富积累时期

人在 20-60 岁是最具有生产力的时期，而人的消费却需要在一生的时间里面分配；而这就决定了在青壮年时期要为将来退休后的生活支出进行积累。通常在出生和死亡率都比较稳定的前提下，以整个社会的角度并不存在财富的净积累或消耗。但是象中国这样曾经的高出生率国家，在出生率下降的过程中却可能引起人口特征的巨大波动，中国正在走入劳动人口最充沛的时代，人口的负担水平将是最低的时期，社会财富进入积累时期，这就是所谓的“人口红利”。

表2 中国正走入“人口红利”阶段

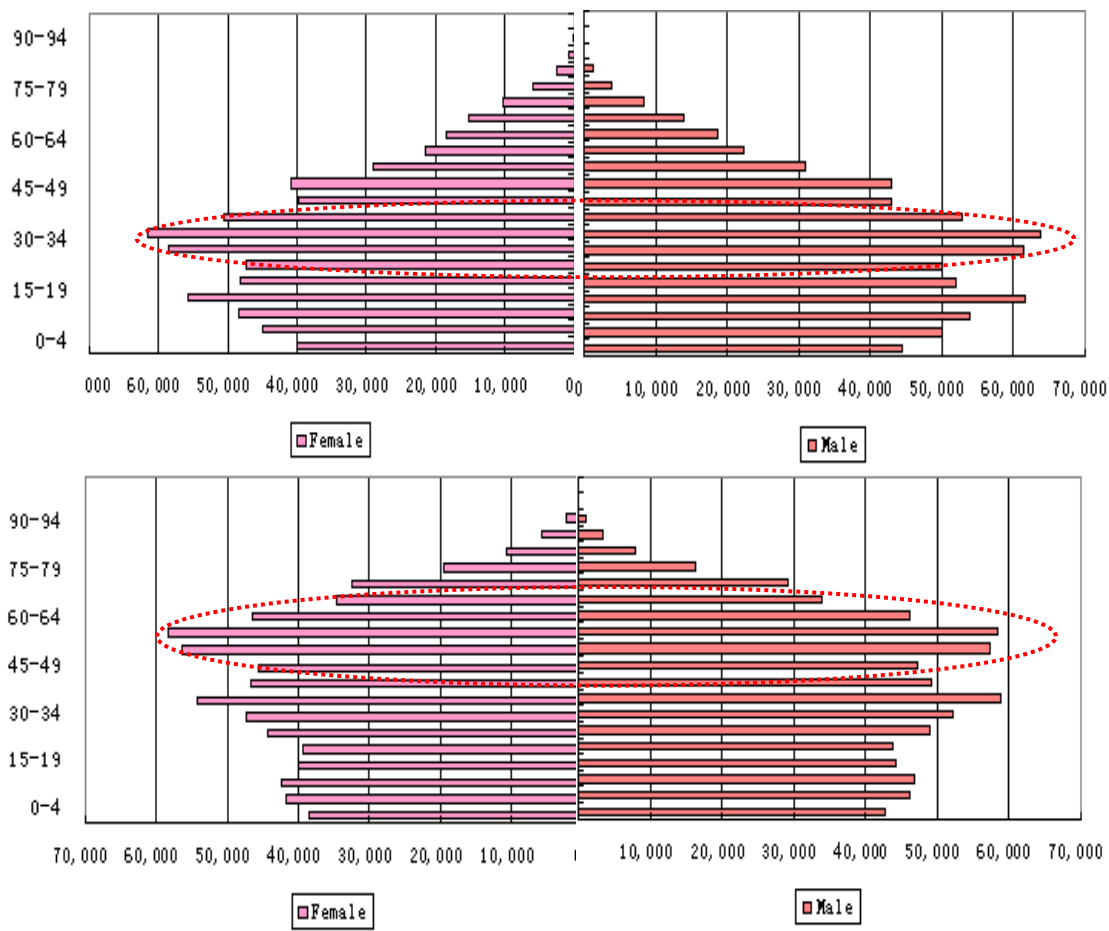
阶段	主要特征	简要说明
第一阶段	高出生率和死亡率	社会处于前工业化时期，年轻人最多
第二阶段	幼儿人口负担系数较高时期	由于医疗条件的改善、食物供应充足和更好的清洁条件，使得死亡率出现大幅度下降，但出生率仍然保持在较高水平，人口总量加速增长。
第三阶段	人口红利时期	城市化和妇女受教育水平提高，人口出生率开始下降，人口总量增长开始平坦化，从而导致这一时期经济活动人口（15-64 岁）的比重开始上升，人口负担系数达到谷底。

第四阶段	老年人口负担系数快速上升时期	人口出生率开始低于死亡率，人口总量出现减少，大部分经济活动人口也开始衰老，使得社会整体的老年人口负担率开始快速上升。
------	----------------	--

资料来源：申银万国证券研究所整理

根据联合国的分析，2005 年我国人口平均年龄为 32.6 岁，随着出生率下降和寿命的提高，平均寿命将逐渐上升，预计到 2025 年将增加到 39.5 岁，这是中国国民财富积累的时代。

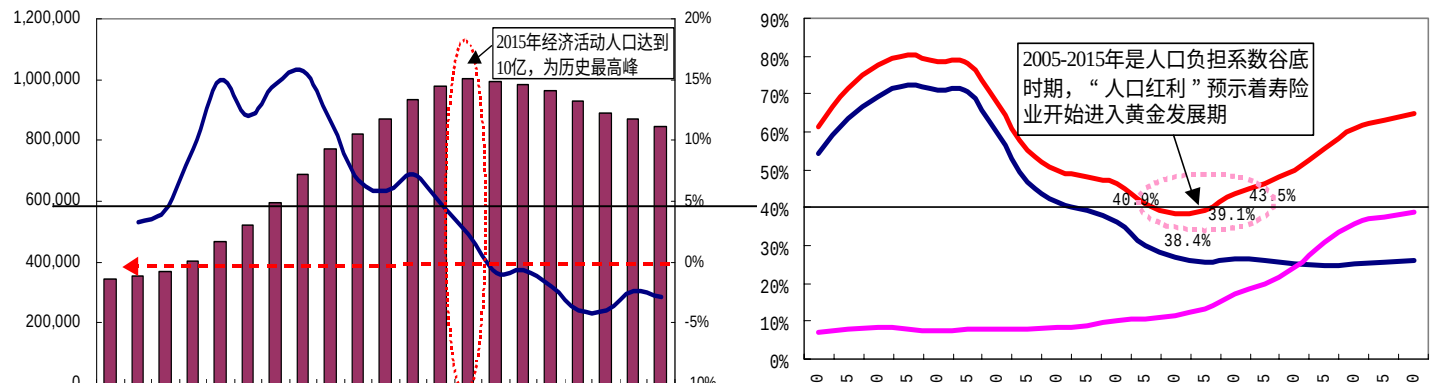
图 4 人口年龄结构宝塔图：2005VS2025



资料来源：UN Population Division，申银万国证券研究所

这个时期对保障的潜在需求也是处于高峰期。我们发现人口负担系数在 2010 年达到最低，2015 年经济活动人口将达到最高值，约为 10 亿左右。2020 年人口总负担系数跃升到 43.5%，比 2005 年高出 2.6%，而这主要是老年人口负担系数出现加速增长所致，原来年均增长不足 0.3%迅速上升到年均增长 1%。

图 5 中国正进入“人口红利”黄金期（2005-2015）



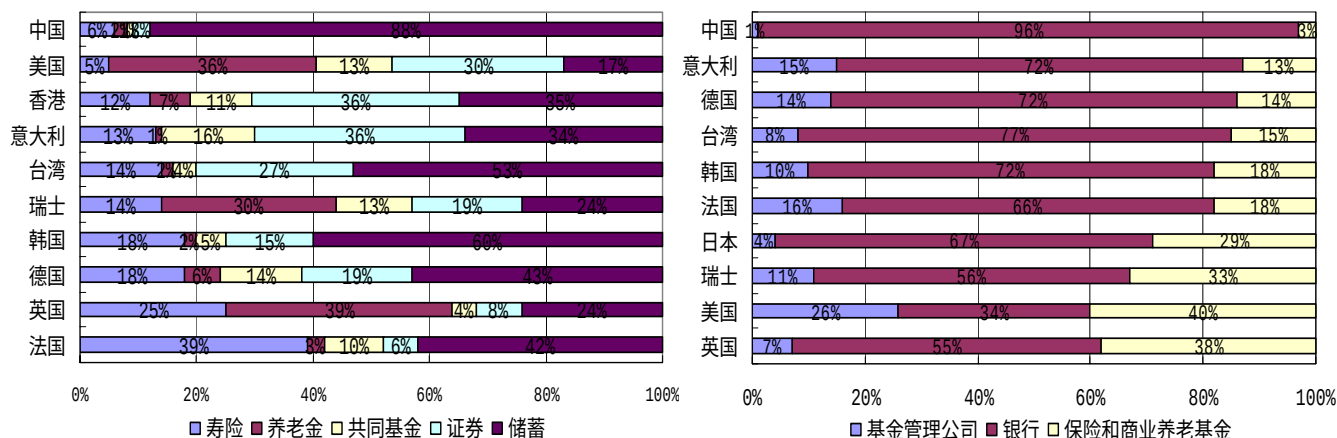
资料来源：UN Population Division, 申银万国证券研究所

人口结构变化改变了国民收入中消费和储蓄分配比例。个人储蓄变化是一个先上升后下降的趋势，如果总人口中劳动年龄人口的比重大，那么，这部分人口的个人储蓄之和将有助于提高储蓄率。同时，劳动年龄人口的抚养比相对较低，他们所承担的抚育和赡养等经济负担较轻，从而减少了家庭支出，提高了家庭储蓄的比例。人口红利导致中国社会整体上进入财富积累期间。

1.1.3. 受益于金融资产结构调整，进入黄金增长期

从有关部门对国内居民储蓄动机调查来看，以养老、教育、防病等目的的储蓄比例超过 40%，而且这一比例还有逐步上升的趋势。上述预防性储蓄资金通常用来购买保险和养老基金。根据推算，有 5.88 万多亿居民储蓄与保险具有较大相关性和可替代性，是潜在保险需求。由此测算 2005 年与寿险业相关金融资产理论规模应达到 7 万亿（寿险公司资产占保险业资产 86%左右），从而占金融资产总量的 18.7%。而实际上，2005 年保险业资产 1.5 万亿，金融业资产总量 37.4 万亿，份额在 4%左右，远低于国际平均 15%左右的水平。

图 6 中国寿险业资产在金融资产占比很低，有巨大潜力



资料来源：麦肯锡报告，申银万国证券研究所

在我们目前特定的背景下，出现了受压制的银行存款利率和比较高资产投资回报率，越来越多的居民将资产从储蓄中转出。我们相信银行存款利率压制不会在短期内结束，而在资本市场预期收益率提高的背景下，个人资产选择从银行存款中转向其它资产的趋势还会持续。而寿险行业在投资政策放开后可以获得更高的投资收益率，从而吸引更多的人投保。

面向个人的资产管理业务孕育巨大的潜力，保险公司将是重要的参与者。但是需要看到居民也有很多替代的投资选择比如直接投资股票、债券，也可以通过

基金和信托方式投资，这些替代性产品对人身保险尤其是投资成分比重大的寿险产品有比较强的替代作用。我们了解到在诸多寿险产品中纯投资性保单的盈利能力平平，风险保障型产品则盈利可观，成为众多保险公司争取的重点业务。

以单纯的资产管理业务而言，保险公司并没有必然的优势。不过由于保险公司的部分产品具有收益率保底并有保障功能，所以在吸引一些中低端收入者方面具有优势。

税收因素也可能使保险公司未来具有优势地位。不过，由于目前对固定收益率产品有 10% 的利息税，而对股票资本利得反而没有所得税，所以目前的税收环境对于以利息固定收益为主要投资工具的寿险产品反而是不利的。我们认为未来政策变化方向应该对保险公司有利。

表 3 主要的投资工具和资产管理形式

	收益率	收益保底	风险	期限	抗通胀能力	机构盈利方式
股票	高	无	高		高	
债券	中	有	低	中、长期	低（目前）	
地产	中	无	中		高	
储蓄	低	固定	低	短、中期	低（目前）	利差
保险	低到高	通常有	低	通常长期	低（目前）	利差、死差、费差
基金	高	无	高		高	管理费用
信托	高	无	高		高	管理费用

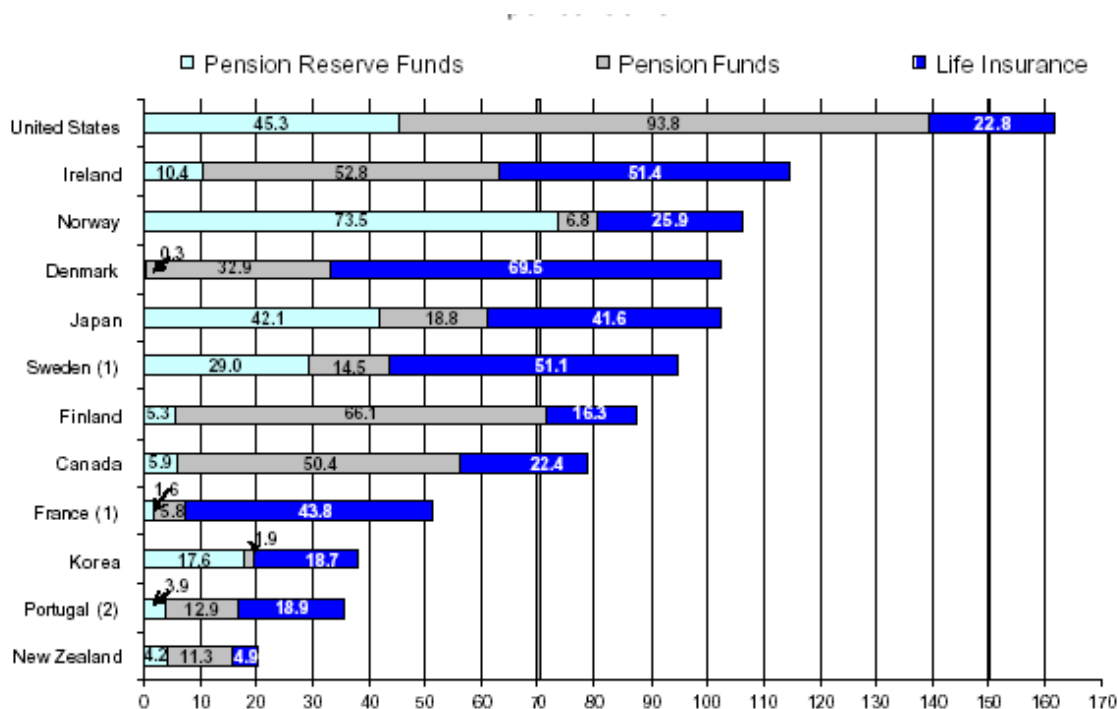
资料来源:申银万国证券研究所

1.1.4. 社保体系覆盖有限，商业保险大有可为

以社会基本养老保险、企业补充养老保险和个人储蓄养老保险为三大支柱构成的社会养老保险体系，是海外其他国家养老体系的主要实践方向。但在不同社会和经济体制下，各部分在养老体系中的地位又有较大差别。

以美国为代表的，在其养老体系中企业补充养老保险占到最为重要的地位，各中类型的企业年金计划发展非常成熟；而以德国为代表的，基本养老保险几乎提供了所有的退休收入。

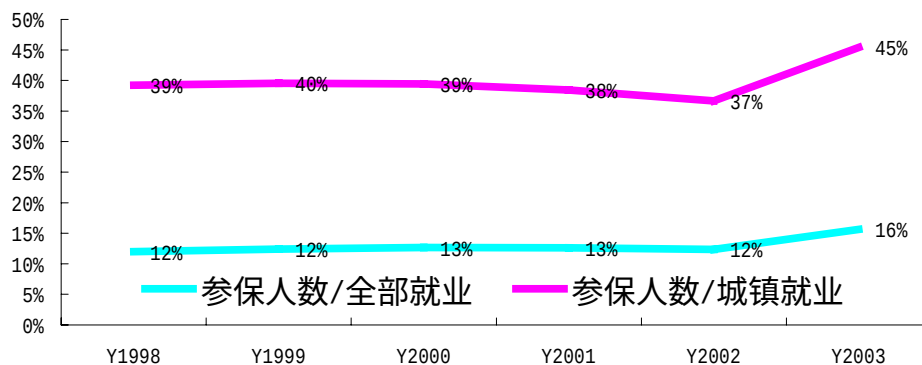
图 7：OECD 国家各部分养老保险资产占 GDP 的比例



资料来源：OECD

在保障需求持续增加的背景下，我们社会保障覆盖能力不足。我国目前的社会保障情况显示 2006 年末估计我国养老保险的参保人数只有 1.85 亿人，仅占城镇人口的 30%左右，不及劳动力人口的 25%，覆盖率不到世界平均水平的一半。根据世界银行 2005 年的研究报告，从 2001 年到 2075 年间，我国基本养老保险的收支缺口将高达 9.15 万亿元。上述数据显示我国养老保险的覆盖面远远不足，这为商业保险提供了广阔空间。

图 8：城镇社会养老保险制度覆盖率



资料来源：申银万国证券研究所

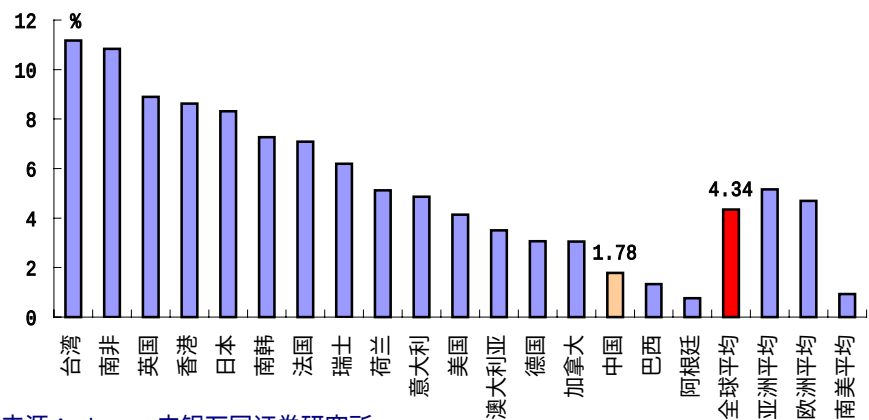
1.2.寿险市场：未来 20 年 CAGR 为 16%

1.2.1.整体规模：20 年复合增长率为 16%

GDP 的高速增长是寿险增长的主要动力，估计 2006 年我国实际 GDP 的增长率将会达到 10.5%，未来 20 年国民经济仍将高速增长。预计到 2025 年人均 GDP 达到 1.67 万美元，接近台湾、韩国目前水平。

我们估计寿险深度在 2025 年达到 5%，高于 2005 年全球寿险深度水平（4.34%），但略低于亚洲国家 2005 年的平均水平（5.19%）。我们没有采用台湾、日本、韩国和香港等深度较高的亚洲国家作为参考标准的最重要原因是：中国国内在经济转轨初期在城镇地区有比较强大的社会保障覆盖能力，这对于商业保险有一定的抑制作用。但是，应该看到中国的社会保险的覆盖能力还是不足，商业保险是一种重要的选择。我们预计的寿险深度将高于部分经济更发达的福利型社会的寿险深度，包括工业化国家和海湾国家。

图 9：各国寿险深度



资料来源：sigma，申银万国证券研究所

我们的测算表明未来 20 年中国寿险保费复合增长率为 16%。

表 4：寿险保费收入 2005-2025 年复合增长 16%

	Y2005	Y2006E	Y2007E	Y2010E	Y2015E	Y2020E	Y2025E
实际 GDP 增长率%	9.90	10.50	9.80	8.45	8.37	5.59	5.09
通货膨胀率%		2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
名义 GDP 增长率%	14.52	13.26	12.55	11.16	11.08	8.23	7.72
GDP（亿人民币）	183085	207367	233381	324573	549640	859926	1258900
汇率	8.19	7.82	7.51	6.75	5.79	5.11	4.86
GDP（亿美元）	22260	26517	31076	48085	94929	168283	258927
人口（亿）	12.98	13.20	13.60	14.00	14.50	15.00	15.52
人均 GDP（美元）	1715	2009	2285	3435	6547	11219	16686
寿险保险深度%	1.78	1.81	2.01	2.65	3.76	4.65	5.00
寿险保费总额（亿美元）	396	480	625	1274	3569	7825	12946

寿险保费总额（亿人民币）	3245	3753	4691	8601	20666	39987	62945
--------------	------	------	------	------	-------	-------	-------

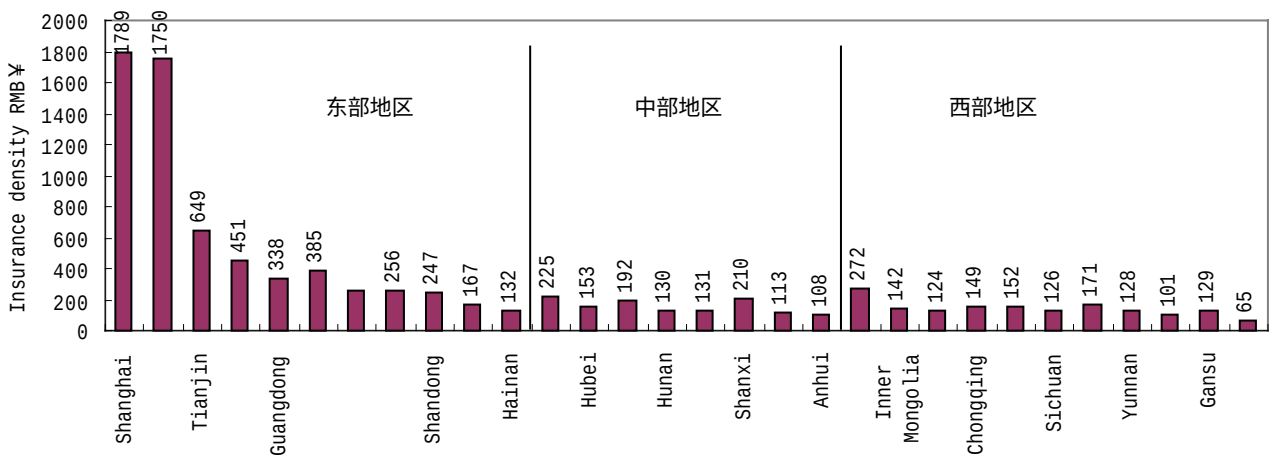
资料来源：申银万国证券研究所

预测的主要风险：在于对于 GDP 增长率的长期预估；国家保障体系的长远定位，对于社会保障、企业年金和商业保险等各种保障方式的税收政策取向。

1.2.2.区域结构：东部占大头，中西部增长更快

目前中国排名前七的省份贡献的保费收入超过了一半，而绝大部分省份是属于沿海地区的华东六省市，这表明经济发展程度是决定保险消费的主要力量。而经济发达程度较低的中西部地区人均保费明显低于东部地区。

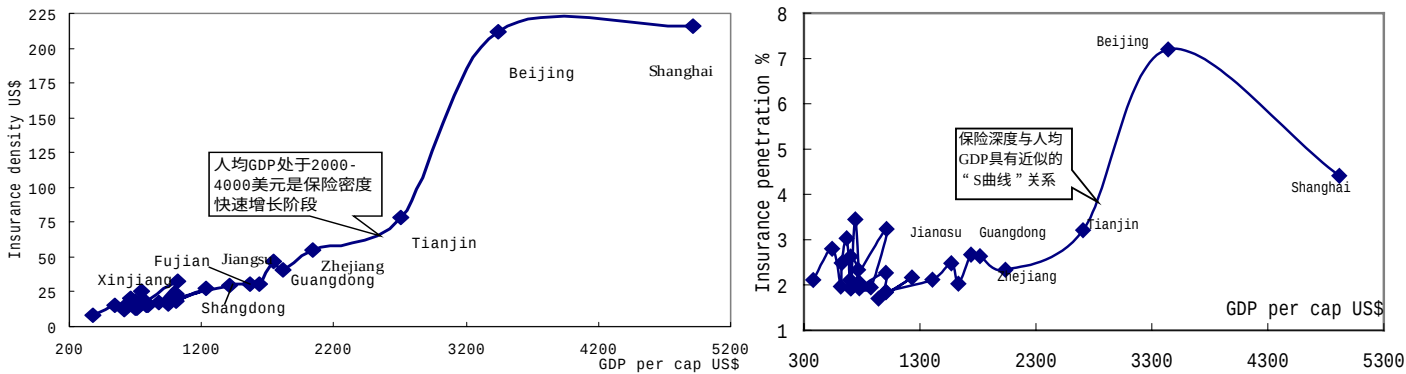
图 10：寿险密度和经济发达程度直接相关



资料来源：统计年鉴和保险年鉴

目前各城市的保险消费显示，人均 GDP 处于 2000 到 4000 美元是保险密度快速增长阶段，随着我国整体经济的快速发展，我们预计未来会有更多的地区进入到这一快速增长阶段，从而带动整个寿险市场的增长。而按照中国经济目前的发展速度未来 5-10 年决大多数省份人均 GDP 将超过 2000 美元,进入寿险深化阶段。

图 11 保险密度（左）和保险深度（右）“S 曲线”预示更多省份陆续进入快速增长阶段



资料来源：CEIC，申银万国证券研究所

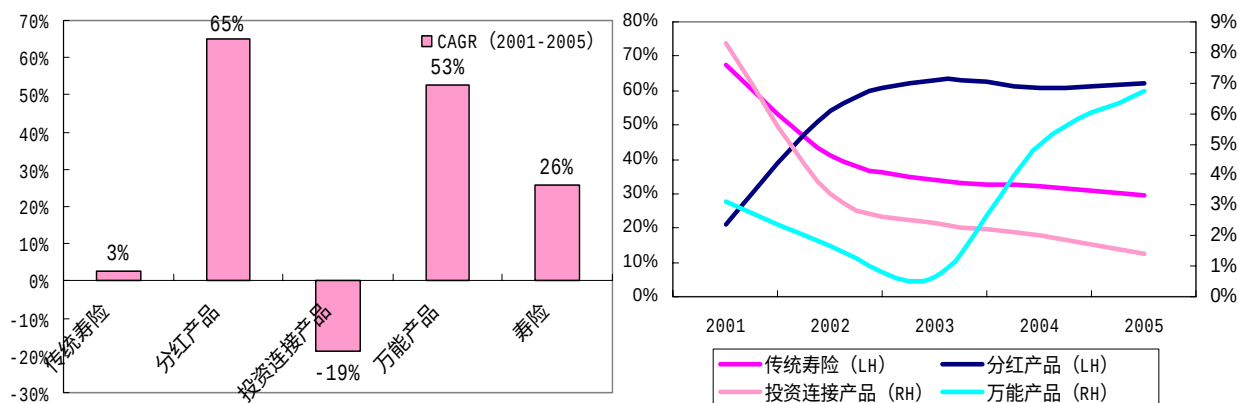
县域市场也呈现快速增长，2004 年县域人身保费收入 998 亿元，占全国保险费的 31%。其中，中国人寿因为巨大的网络优势占据 76% 的市场份额。县域市场快速增长的原因是农村社会保障体系非常缺乏，而在建设新农村的大背景下大量财政投入以商业保险方式运作，而城市化和家庭小型化也使人身风险上升。

1.2.3. 险种结构：利率敏感保单热销

资本市场目前处于经济快速增长和流动性过剩双重作用下的牛市，这样股票和基金市场预期收益率较高，这与 2.5% 的预定利率水平形成了越来越大的差距，传统的预定利率保单的吸引力大大下降，保险公司也越来越多推出利率敏感产品以维持保单在投资功能上的吸引力。

2001-2005 年间寿险产品结构变化趋势看，分红险对传统寿险的替代效应明显，传统寿险占比由 2001 年的 67% 下降到 2005 年的 30%，同期分红险占比由 21% 上升到 62%。投连险和万能险也出现了此消彼涨的情况，而这主要与资金市场的变动有关。我们估计 2006 年的这种变化会继续延续，而从初步的行业信息判断，2006 年万能保险的比例还将继续大幅度增长，传统寿险的比率继续显着的下降，而分红保险的比例因为万能险的分流也有下降。

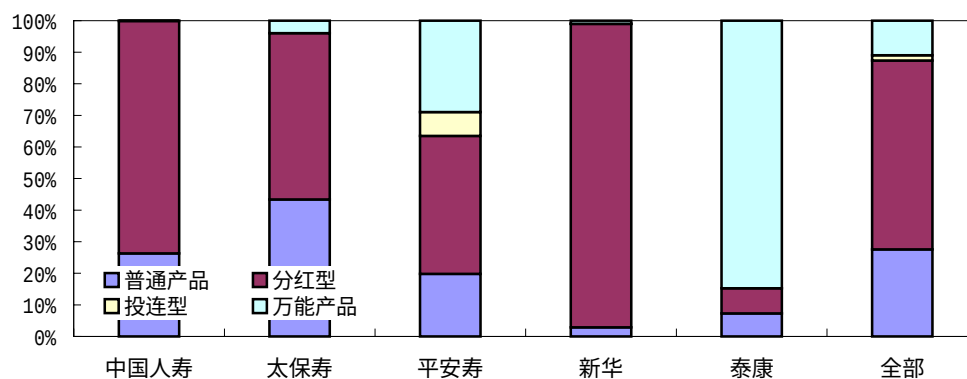
图 12：低预定利率时代，传统寿险被替代



资料来源：中国保险统计年鉴各期，申银万国证券研究所

从历史数据来看，通货膨胀率、利率和股票市场收益率等宏观经济因素是主要外生变量。例如，寿险消费增长与通货膨胀率呈负相关关系；央行从 1998 年连续 9 次降息使得一年期存款利率低于寿险产品 2.5% 的预定利率催生了分红险的迅速增长，而 2001 年牛市也带来了投连险出现快速增长；2004 年 10 月央行首次将一年期存款利率由 1.98% 提高到 2.25%，使得万能险开始走进前台，银行保险渠道的收缩导致分红险进入调整期。

图 13 国内寿险公司产品结构



资料来源：申银万国证券研究所估计

1.3.产险业同样具有潜力

中国的产险业务在过去的 5-6 年的增长速度大大落后于寿险业务，产险深度提升速度较慢，仅从 2000 年的 0.61%提高到了 2006 年 0.75%。

表 5 2000-2006 年产险深度提高缓慢

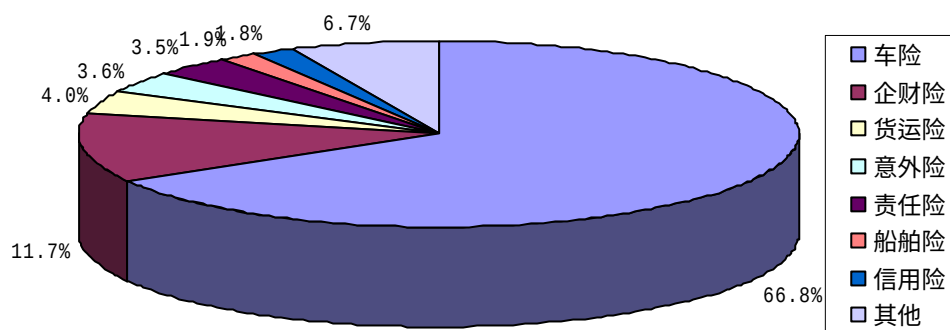
	Y2000	Y2001	Y2002	Y2003	Y2004	Y2005	Y2006
产险收入	606	691.1	773.2	865.6	1124.8	1283.5	1580.35
产险深度	0.61%	0.63%	0.64%	0.64%	0.70%	0.70%	0.75%
增长率	8.4%	14.0%	11.9%	12.0%	29.9%	14.1%	23.1%

资料来源：保监会，国家统计局

1.3.1.车险：受益于轿车 2 次普及

中国的非寿险业务高度依赖于车险，高于全球平均水平，2005 年有 2/3 保费收入来自车险。

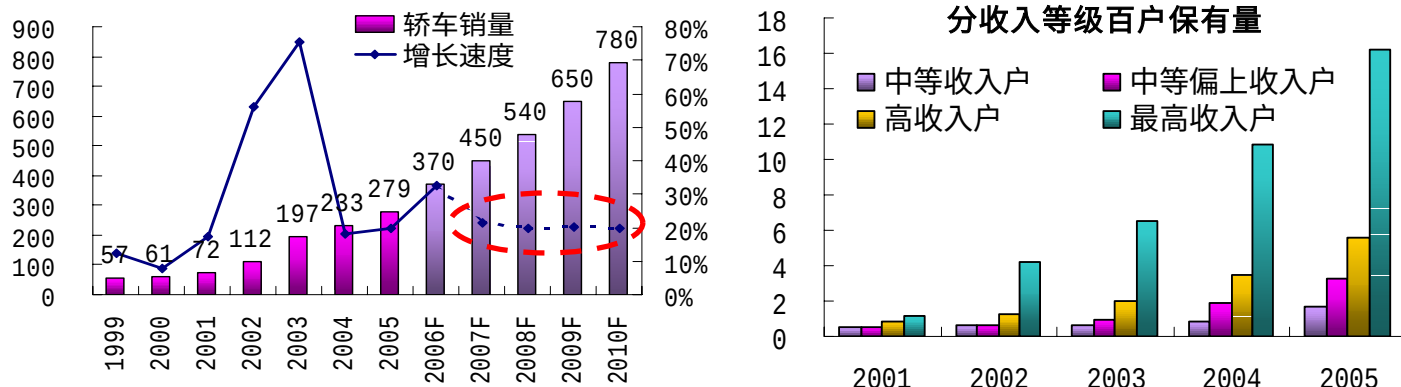
图 14 2005 年非寿险业务高度依赖于车险业务



资料来源：2005 年中国保险市场年报

由于今后中国轿车进入 2 次普及期，车险仍将是产险业务的主要增长动力。

图 15 轿车的 2 次普及：从富裕走进小康家庭

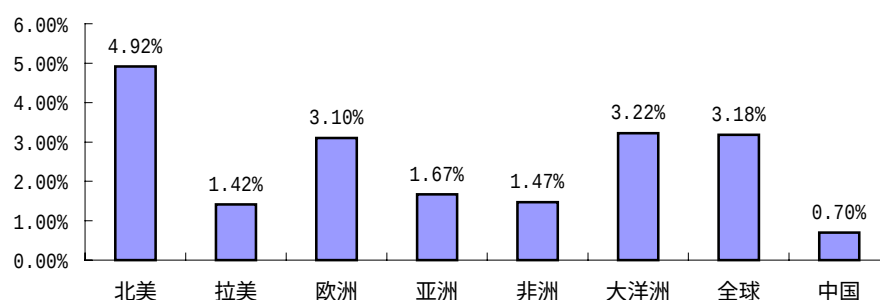


资料来源：申银万国证券研究所整理预测

1.3.2. 资本密集化进程中的产险还有巨大潜力

2005 年中国非寿险深度为 0.70%，而同期全球平均为 3.18%，产险深度的差异大大高于寿险（1.78%/4.34%），而巨大差距显示中国非寿险业规模还有巨大的增长空间。

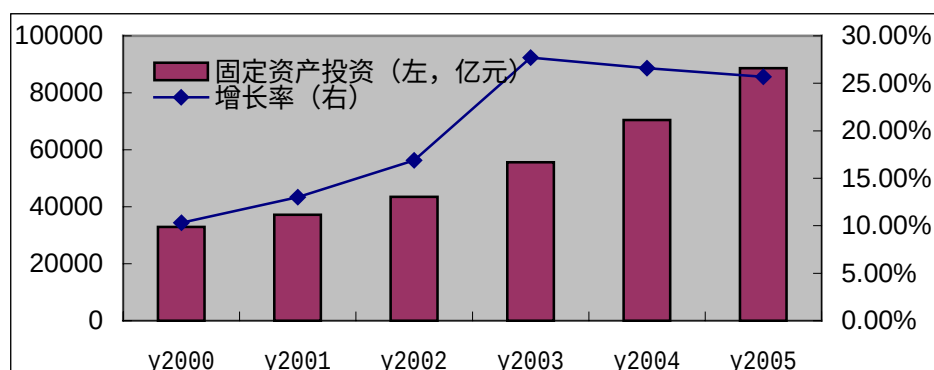
图 16 2005 年非寿险保险深度国际比较



资料来源：中国非寿险市场年研究报告（2005）唐运祥

中国经济正在资本密集化进程中，固定资产投资保持快速增长，这些将是产险业发展的源动力。

图 17 中国经济走向资本密集阶段



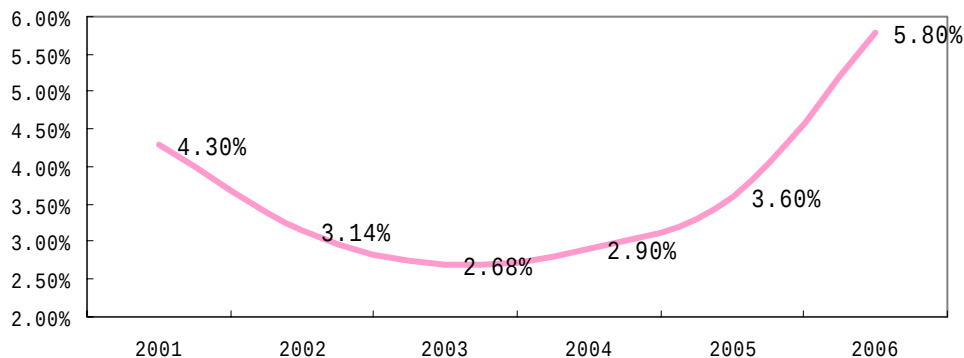
资料来源：中国统计年鉴

2. 保险投资：受益于金融业的大发展

投资能力是保险公司核心竞争力，也是保单定价的重要因素，对于有巨额准备金而且保险期间很长的寿险公司而言，投资能力显得尤其重要。2006 年中国保险业整体获得已实现投资收益 955.3 亿元，收益率达到 5.8%，比 2005 年高 2.2 个百分点。实际上，保险公司还有大量未实现投资收益，如果按照公允价值衡量投资收益率将更高。

国内大多数保险公司在精算中都假设 5%左右的长期投资收益率，而这在“中国长期牛市论”背景被很多人士认为过于保守。我们在和业内人士的交流中，也发现寿险公司的长期投资收益率可以更高，收益率水平可以达到 6-8%都是可以接受范围，而具体水平则还要受到宏观经济政策取向的影响。

图 18 保险投资收益率在 2006 年达到新高



资料来源：中国保险监督管理委员会

2.1. 投资收益率将是上升趋势

2.1.1. 范围拓宽：更高收益的投资工具 更好的匹配负债

我们将中国人寿（2005）和其它国家 2002 年保险投资资产配置比例进行比较发现中国寿险公司投资品种明显偏少，且过于偏重银行存款等低收益率品种。

表 6：各国寿险投资资产配置有明显差异（%）

	美国	英国	德国	韩国	日本	台湾	中国人寿
年份	2002	2002	2002	2001	2002	2002	2005
债券	57.86	37.44	33.3	22.5	50.3	30.29	52.82
股票	23.42	35.38	25.6	32.3	11.1	9.15	7.82 (含基金)
抵押贷款	7.41	1.25	11			14.81	
不动产	0.97	6.05	2.6	8	4.2	6.08	
保单贷款	3.11						0.19
其它资产	7.23	6.61	0.5		4.5	2.89	
单位信托		7.43					

贷款			25.7	34.9	29.9	12.04	31.66
存款			1.3	2.3		8.32	37.21
国外投资						16.42	

资料来源：2005《保险资金运用国际比较》、孟昭亿

保险投资范围的这种差异主要是整体金融环境和保险投资政策规定引起的。从最近的保险投资规定来看，对寿险投资的范围已经在迅速放开，相信今后有更多的资产类别进入寿险投资范围，投资比例也将进一步放开，而这将推动投资收益率上升。

表 7：国内寿险投资逐渐放开

	存款无限制
99 年 5 月	国债
99 年 5 月/03 年 6 月	企业债 20%；中央企业债券/AA 级以上的企业债券。
04 年 3 月/6 月	银行（定期）次级债务（券）
04 年 7 月	可转债 20%
99 年 10 月/01 年 3 月	证券投资基金 5%；平安等三家公司投资连接保险比例从 30%放宽到 100%。
04 年 8 月	境外股票
04 年 10 月/05 年 2 月	境内股票：传统保险<5%；投资连结保险<=100%；万能寿险<=80%。
06 年 3 月	高速公路、铁路、机场、港口等基础设施项目：寿险 5%，产险 2%
06 年 6 月	提高投资资本市场比例、参股商业银行、境外投资、投资资产证券化产品、不动产、创投企业、医疗机构，允许符合条件的保险资产管理公司逐步扩大资产管理范围。
06 年 10 月末	上市商业银行的股权 3%

资料来源：申银万国证券研究所

需要强调的是作为资金实力巨大的保险资金，其能够实行的资产类别配置还要受到资本市场本身的资产结构的影响（不同国家寿险投资配置差异也明显有各国资本市场结构特征的痕迹）。中国资本市场将重点发展直接融资，股票和企业债券的比重将快速上升，而随着这些更高收益的投资工具进入保险公司的投资组合，保险公司的投资收益率将呈现上升趋势。

2.1.2. 基础利率压制将持续，但非常态

保险投资收益率是具体资产类别的收益率加权平均，债券和银行存款都是对市场利率高度敏感，目前这些投资工具的回报率太低，还有较大提升空间。

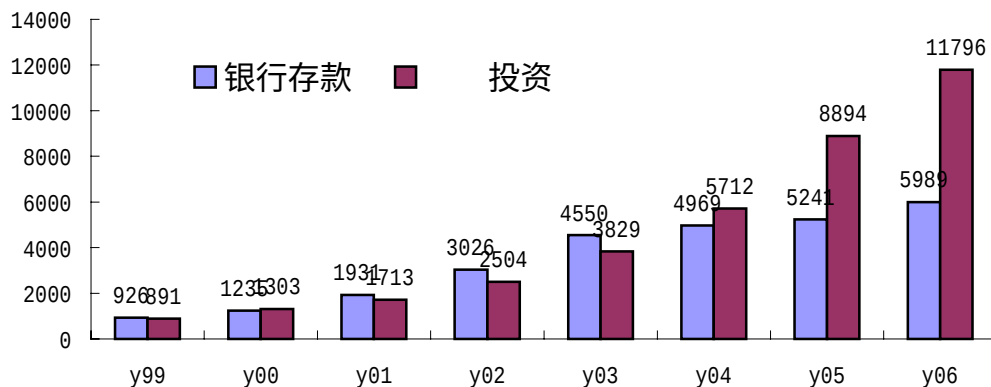
相比之下英国保诚保险对公司债收益率的预估为 4.9%，而德国 AXA 对固定收益产品的回报率预计为 5.32%。显然中国目前固定收益投资工具的回报率明显低于国际水平，这种现象的根本原因在于人民币升值压力下，利率政策失去了灵活性。就目前的情况看人民币持续升值还会持续，利率压制暂时不会结束。

尽管如此，我们认为利率压制非常态，中国的市场利率的长期趋势将是上升趋势，所以我们预期银行存款收益率、国债投资收益率和企业债收益率都是长期上升的趋势。

2.1.3. 超额获利能力是关键，对巨额资金而言难度颇高

2006 年保险业总资产达到 1.97 万亿元，其中可投资资产（银行存款+投资）为 1.78 万亿元。1999-2006 年间总资产的复合增长率为 33.5%，而可投资资产的复合增长率为 38.5%。

图 19 保险资产快速扩张（单位：亿元）



资料来源：保监会统计数据

从 2001 年美国市场和全球排名前 500 金融机构的资产比重来看，保险机构资产占金融机构资产要在 15%以上，这样的金融生态格局是经过长时期市场竞争的自然选择而形成的，对中国不同金融机构在未来金融体系中的地位变迁具有一定的启示作用，保险机构在中国未来金融体系中的地位必然会得到进一步提升。

我们看到，一些寿险公司确实给人以感觉可以获得超额投资业绩，但是这里要强调的是作为一个市场主要参与者，保险公司在整体上要长期获得超额盈利能力其实是非常困难。

2.2. 投资收益率对业务影响

简单地讲，资产收益率上升将提高静态的盈利能力，但是收益率上升也导致替代产品价格同样具有吸引力，从而迫使寿险公司将收益率上升带来的好处大部分回馈给客户。

2.2.1 已承保业务：影响积极

根据保单对利率的敏感性寿险保单可以分为 4 种类型，分别是普通、分红、投资连接和万能保单。普通保单是根据预定利率确定给付责任，全部的收益率风险由保险公司承担；分红保单是在承诺收益率的前提下，将部分超额盈利返回给客户（通常是可分配利差和死差的 70-80%返还给客户）；投资连接则由客户承担所有收益率风险，但通常客户参与投资决策过程。在收益率上升时，依据价值提升程度，对保险公司最有利的产品排序是普通、分红、投资连接和万能。

表 8：各种保单的利率敏感性

	负债利率	投资风险和收益的承担者
传统保单	预定利率 2.5%	寿险公司
分红保单	保底利率 2%	保户享受 70%以上可分配赢余
投资连结保单	无预定利率	保户（实现资金的单帐户管理）

备注：万能保单给予投保人更多选择权，包括投资组合和保单条款。

需要注意由于退保选择权的存在，市场收益率变化对续保也产生影响。尤其是固定利率的普通保单，在市场收益率大幅上升时将面临更多退保，尽管保险公司通常都可以通过条款设计，而在退保中获利，但这不一定能弥补未来收益率减少的损失。根据我们的了解，各公司在内含价值精算报告中通常没有考虑这类选择权的影响。

2.2.2 新业务：预定利率管制下，客户选择利率敏感保单

中国寿险市场的保单预定利率水平上限受到管制，目前规定的不能超过 2.5%。

资本市场目前处于经济快速增长和流动性过剩双重作用下的牛市，这样股票和基金市场预期收益率较高，这与 2.5%的预定利率水平形成了越来越大的差距，传统的预定利率保单的吸引力大大下降，保险公司也越来越多推出利率敏感产品以维持保单在投资功能上的吸引力。

2001-2005 年间寿险产品结构变化趋势看，分红险对传统寿险的替代效应明显，传统寿险占比由 2001 年的 67%下降到 2005 年的 30%，同期分红险占比由 21%上升到 62%。投连险和万能险也出现了此消彼涨的情况，而这主要与资金市场的变动有关。我们估计 2006 年的这种变化会继续延续，而从我们得到的行业信息判断，2006 年万能保险的比例还将继续大幅度增长，传统寿险的比率继续显着的下降，而分红保险的比例因为万能险的分流也有下降。

我们认为收益率变化对于新保单业务价值的影响小于对于现存业务的影响。此外，我们相信预定利率市场化是寿险未来的发展方向，而在预定利率市场化的时候，收益率上升对新业务的影响将更加弱化。

寿险行业面临着多种产品的相互竞争，在 2006 年的股票市场超级牛市的背景下，我们认为寿险业务可能在短期受到了抑制，根据保监会的统计 2006 年寿险的增长率为 11.4%，增长速度比市场预期的均衡增长水平低。这种现象的主要原因在于目前国内寿险保单中有超过 2/3 是分红类型保单，这些保单的客户通常对于保单的投资功能更为看中，由于保险资金大部分资产配置在固定收益类工具上面，所以收益率达不到股票市场平均水平。

3. 费率市场化：未必是价值杀手

费率市场化主要针对的是寿险领域（产险领域已经率先经历了市场化的洗礼，在经历了严酷的价格竞争后回归理性）。寿险费率由投资收益率、死亡率和费用率 3 项决定，而寿险业的费率管制也通过对这些 3 项管制实现，比如规定预定利率最高水平普通保单为 2.5%，分红保单的保底利率为 2%，规定法定准备金提取所用死亡表以及规定佣金上限。市场利率触底上升的背景下，预定利率管制受越来越大压力。

3.1. 市场化动力：替代品的竞争

寿险业费率管制始于 1999 年，当时的初衷是应对银行利率的持续下降，避免同业之间无序的价格竞争。今天看来，这些原因正在逐渐远去，与此同时，各寿险公司的精算能力也大大加强。

首先是国内 3 大保险公司的治理结构大大改善（中国平安本身就治理良好，中国人寿在上市公司也逐渐以公司价值最大化为业务取向，而太平洋保险则有望通过新近引入的战略投资者凯雷改善治理结构），损毁公司价值的恶性价格竞争将减少。而利率水平尽管目前仍旧处于比较低的水平，但是已经实行了 2 次调高利率的行为，而如果不是汇率的牵制，相信利率决不是现在水平。利率长期上升趋势明朗。

2005 年居民扣除保险准备金部分的整体预期收益率为 2.02%，这种背景下面保险采用 2.5% 的预定利率似乎非常合理。但是，我们相信所有驱动保险投资收益率上升的因素也都会驱动居民投资收益率的上升。而如果我们把居民平均收益率看成是保险投资功能的替代品，那么保险面临越来越大的压力。

表 9 2005 年居民金融资产分布偏向储蓄存款

	金额	占比	收益率
存款	148273	71.78%	
活期	50000	24.21%	0.72%
定期	98273	47.58%	2.90%
现金	19946	9.66%	0.00%
证券	18000	8.71%	3.00%
保险准备金	18315	8.87%	
其他金融资产	2029	0.98%	
合计	206564	100.00%	

资料来源：申银万国证券研究所

尽管有论调认为，利率上调后传统保单的预定利率仍高于一年期存款扣利息税后的收益率。但是，考虑到保单长期特性以及保险投资组合和储蓄之间的明显

差异，这种比较是不恰当的，预定利率明显偏低显而易见。而在目前预定利率水平下压制了寿险需求。

3.2. 变化方向：负债成本和投资收益率同时上升

如果说金融市场演化将加快费率市场化，降低保险费率，提高保险公司的负债成本。那么同样的因素也会使保险投资预期收益率会相应提升，而由于国内寿险公司普遍采用了比较保守的投资收益率假设，所以保险公司的盈利能力并不会明显受损。

表 10 2005 年寿险公司内涵价值报告关于投资收益率假设偏向保守

公司	投资收益假设	2006	2007	2008	2009	2010	2011+
中国平安	传统产品和万能寿险	4.20%	4.30%	4.40%	4.50%	4.60%	4.70%
	投资连结业务	4.70%	4.80%	4.90%	5.00%	5.10%	5.20%
长期险 2005-2013 从 4%逐渐提高到 5.2%							
中国人寿	短期险为 0.72%						

资料来源：公司招股说明书

我们认为对保险公司盈利而言更重要的是居民平均收益率和保险投资收益率之间的利差，投资收益率的绝对水平不是关键因素。正因如此，尽管我们预见费率市场化将导致寿险费率的下降（或者保户分红比例上升），但是由于寿险公司采用的精算假设还有释放空间，价格杀手不会成为价值杀手。

4. 日益开放的保险产业

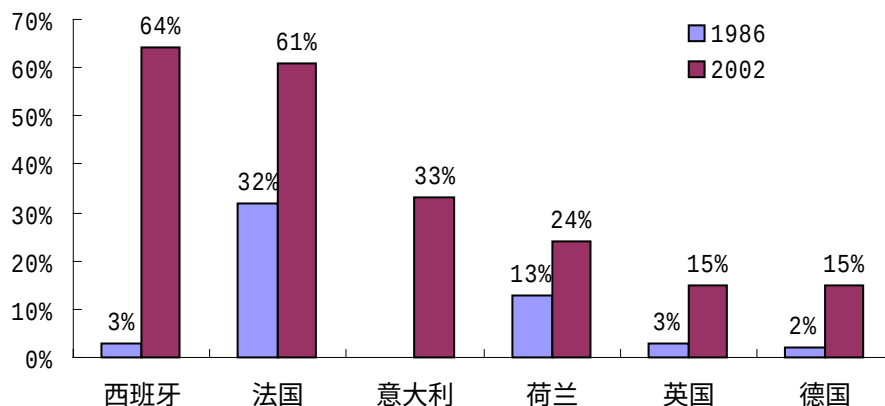
中国保险业的潜力巨大，也吸引着各路资本进入。而金融市场在开放的大背景下，资本进入对于产业影响不可不察。

4.1. 银行具有惊人销售能力

保险公司通过银行保险摆脱单一的销售渠道(代理人)、并接触迄今为止还很难接近的客户。对于新进入市场的公司，也热切希望利用银行保险削弱那些现有公司的竞争优势（拥有大型的代理网络）。对于银行而言，银行保险是提高手续费收入、增加跨行业销售机会的一种有效方式。

全球范围看，银行保险的兴起和 20 世纪 80 年代开始的金融管理放开有关系。2002 年在一些西班牙和法国，银行成为寿险销售的主要渠道。

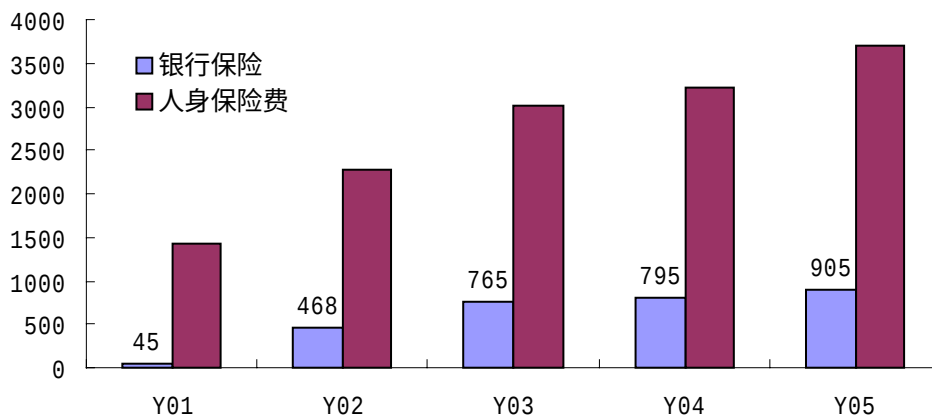
图 20 欧洲部分国家寿险销售渠道中银行所占的市场份额



资料来源：European Fund Industry Directory

1996 年起国内的银行作为代理形式销售人身保险业务，但销售规模发展不大。但是从 2001 年开始中国的银行保险进入了第一个发展高峰期，当年实现销售 45 亿元，而仅仅在 4 年过后的 2005 年银行保险就实现销售 905 亿元，占总人身保险费的 24%，银行保险与个人代理和团体直销一起成为保险销售的 3 大支柱。尽管对这种爆发性增长给保险公司带来的价值贡献备受争议，但是银行展现的渠道销售能力却是令人印象深刻。

图 21 2005 年中国银行保险已经占保费收入的 1/4

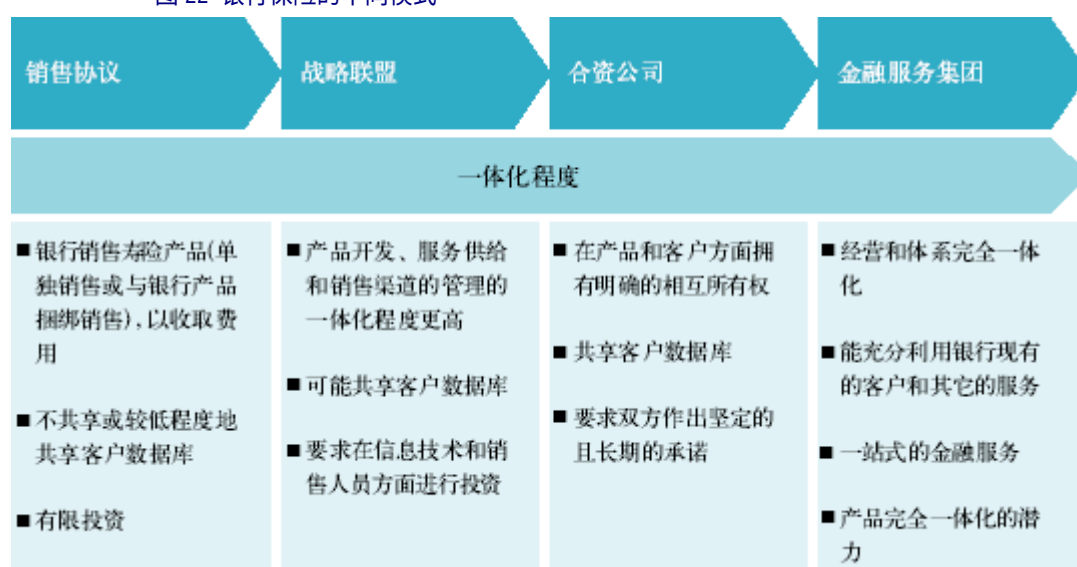


资料来源：申银万国证券研究所

4.2. 中国的银行保险还是初级模式

银行保险根据银行和保险公司的联合紧密程度可以分为不同发展阶段，下面是 SWISSRE 在 2002 年一个研究报告中对于银行保险的形态划分。中国的银行保险大多数处在销售协议阶段，少部分开始进入战略联盟阶段，保险公司通过银行销售的简单的保险产品，而银行收取代理费。

图 22 银行保险的不同模式



资料来源：SIGMA

银行保险模式取决于所在国特有的文化背景和监管环境。一般而言，组织结构的一体化程度越高，就越有更大的空间合理地使用费用、并提高经营效率，但其它方面不断提高了的复杂程度可能会抵消这些好处。最重要的是，每家开展银行保险的机构在选择最好的经营模式时都必须考虑到特殊的市场条件(如监管条件、文化因素、基础设施等)。而经营一体化程度最低的销售协议一般更适合于简单的保险产品，正如中国银行保险之现状。

4.3. 银行和保险的相互进入：产业格局重要变数

在国家大力发展直接融资的时代背景下，银行业务多元化是必然选择，而保险领域也在各大银行的考虑当中，目前有多家大型银行提交了设立保险公司的申请，但是获得批准的时间还难以判定。目前，仅银行系的保险公司仅中银保集团（一个特例，因为直接隶属香港中银，被视同于外资保险）以外，目前尚未获得批准。

金融混业将实现客户的深度开发使用。目前大型银行首先考虑的多数是设立财产保险公司。而考虑到国内大型银行众多的企业客户，这些将很容易转化为企业财产保险客户。我们相信在寿险方面，银行和保险的交叉销售也有潜力。

银行保险发展将意味着：多种销售渠道将会越来越普及，保险产品的销售将会和保险产品的产出进一步分离；银行是否具备挖掘银行庞大的消费群体的能力将成为一个日趋重要的竞争因素；不用招募大量的代理人，“白手起家”式的创业经营将会变得更容易；家庭金融资产领域将是全体金融产品的竞争。

随着银行保险推进将导致各种资源的重新整合，最终可能影响未来的产业版图。单纯从终端网点数量而言，国内几家大银行领先于保险公司，我们认为一旦

保险市场对银行开放可能导致市场格局的巨大变化，这可能会削弱单纯以渠道能力见长的保险公司的竞争力。（当然，保险是专业性较强的领域，产品定价有赖于长期积累的经验数据，所以银行对保险公司的影响在初期应该并不明显）

表 11 2005 年主要银行和保险公司的渠道能力

	机构数	员工数	个人寿险代理人
中国工商银行	18,870	355,312	
中国农业银行	28,234	478,895	
中国建设银行	14,250	304,434	
中国银行	11,618	209,265	
中国人寿	12000	75,728	648,000
中国平安	>3000	48,286	194,962

资料来源：各公司年报

中国平安和中国人寿都确立了金融控股集团的最终目标，并在银行、证券等领域都有投资。在金融控股集团的构架方面，中国平安领先其他保险公司，不过由于今后涉足金融控股集团的有时有强大实力的企业，所以目前还难以判断平安就取得战略优势。

融合趋势并不会影响短期到中期的行业格局，但确实有重大的长期影响。

相关资料：汇丰保险依托银行网络快速发展。

香港汇丰人寿 1993 年通过银行网络为客户提供个人寿险产品及服务，但银行保险的真正大发展是在 1997 年金融风暴后，利差收入的减少、市场竞争的激烈和客户需求的变化迫使银行在传统业务外寻求新的收入渠道，而汇丰银行自身广泛的业务网络和良好的市场品牌无疑是可以挖掘的最大资源，汇丰集团内部同时拥有保险和银行又给资源整合提供了天然的便利，汇丰通过银行与保险的资源充分共享，有效将保险业务内化到银行产品体系中，为客户提供真正的一体化金融服务，取得了巨大成功，1997 年汇丰的人寿保险业务在香港市场还未进入前十名，到 2001 年已进入前五位，目前已成为香港最大的银行保险公司。

图 23 汇丰保险的发展

	2001 年		2002 年			2003 年			2004 年			2005 年		
	年度化 保费	市场 份额	年度化 保费	增长率	市场 份额	年度化 保费	增长率	市场 份额	年度化 保费	增长率	市场 份额	年度化 保费	增长率	市场 份额
汇丰 人寿	6.68	7.3%	7.62	14.0%	7.6%	13.02	70.87%	10.9%	17.82	36.87%	13.4%	17.49	-1.85%	12.3%
恒生 人寿	6.84	7.5%	6.33	-7.64%	6.3%	9.19	45.18%	7.7%	13.18	43.42%	9.9%	15.11	14.64%	10.6%
友邦	16.63	18.3%	19.41	16.72%	19.2%	23.58	21.48	19.8%	26.95	14.29%	20.3%	25.57	-5.12%	18.0%
市场 总计	90.94	100.0%	100.91	10.93%	100.0%	119.29	18.21%	100.0%	133.03	11.52%	100.0%	142.03	6.77%	100.0%

资料来源：申银万国证券研究所

对于现有的保险公司而言，将优先发展长期客户，以抗衡未来来自银行体系的竞争。由于退保成本使长期业务更具有黏性，所以长期寿险成为保险公司争取业务的重点。但是，长期保单本身具有的投资特性对与收益率提出了更高要求，这对于目前的预定利率水平以及保单利率管制制度本身都是一个挑战。

5. 寿险公司价值驱动力

5.1. 内含价值法最好，但需关注核心价值驱动力表现

寿险产品是先销售后生产，其成本需要在保单有效期结束后才能精确计量，正是这个原因寿险公司的定价和会计确认要以很多精算假设为基础。所以保险公司估值过程中对内含价值（EV）报告给予高度的关注，而内含价值法本质上是自由现金流贴现和保险精算的结合。在欧洲、澳大利亚等地，内含价值被寿险公司广泛采用。2006 年开始保监会要求国内寿险公司编制和报告内含价值报告，而海外上市的中国人寿和平安保险则已经率先采用。

内含价值报告提供了现有业务价值（EV）和一年内新业务价值（NBV）以方便价值判断。内含价值只能测算现模式下的公司价值，表外业务包括全新业务价值并未考虑。基于内含价值的公司价值由 3 部分组成，其中表外价值是指在目前的业务中还没有体现出来的价值：

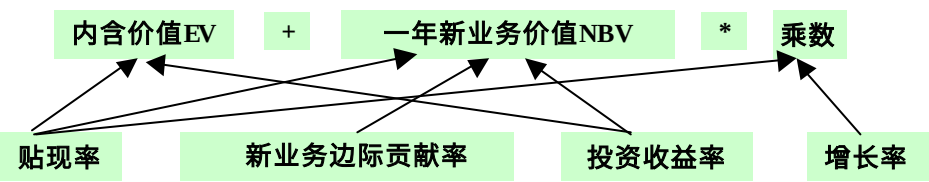
$$\text{公司价值} = \text{内含价值（EV）} + \text{一年新业务价值（NBV）} \times \text{乘数} + \text{表外业务价值}$$

中国的寿险行业处于产业深化的初级阶段，业务将快速持续增长，而由于寿险收入和资产规模具有不断累计的特征，所以寿险公司的价值更多体现在未来。这种背景下，简单的横向比较市盈率和市净率已经失去了意义，正是这个原因我们对于最近的损益表和资产负债表并不是十分重视。事实上，我们认为由于寿险展业费用需要在相当长时间分摊，所以其确认的会计利润和现金流之间并不匹配，这导致最终我们还是需要用内涵价值的眼光去分析公司价值。

此外，内含价值方法的局限也很明显，它对精算假设太过依赖。即便是最详细的信息披露，也不能帮助外部分析师从独立计算内涵价值，加上中国寿险公司都采用超长时期的价值评估方法，所以这种内含估值法有很大的灵活度。

不过，内含价值却可以提供很好的寿险公司价值分析框架，我们认为寿险公司价值驱动的核心指标是新业务边际贡献率、新业务增长率、贴现率和投资收益率。

图 24 寿险评估价值的核心驱动力



资料来源：申银万国证券研究所

我们认为投资收益率并不是决定公司长期价值的核心指标，尽管投资收益率是中短期公司价值影响重要因素。事实上只有长期超越同行的投资能力才会产生公司价值溢价，而这对于中国人寿或中国平安这样级别的机构投资者而言决非易事。

5.2. 贴现率是最有把握的重估动力

国际市场上普遍认为发展中国家的寿险业务具有更高的风险，而给予了更高的贴现率，这一点我们可以从保诚保险对不同国家开展的保险业务采用不同的贴现率可以看到。

表12：贴现率假设显示经济越发达的国家适用的贴现率越低

		2005	2004
PRUDENTIAL			
UK	新业务	7.6%	7.1%
	现有业务	7.7%	7.1%
US	新业务	6.9%	6.1%
	现有业务	6.1%	5.8%
CHINA	新业务	12.0%	10.0%
	现有业务	12.0%	10.0%
KOREA	新业务	10.3%	7.1%
	现有业务	10.3%	7.1%
INDIA	新业务	16.5%	16.0%
	现有业务	16.5%	16.0%
AXA			
	新业务	7.1%	6.2%
	现有业务	8.37%	7.97%
中国人寿			
	新业务	11.5%	12.0%
	现有业务	11.5%	12.0%

资料来源：各公司年度报告

我们认为尽管发展中国家保险业发展速度呈现更大的波动，但是中国寿险业的发展预期其实是非常明确，而中国人寿和中国平安等龙头公司，其增长预期也

有良好的可实现性。在这种背景下，我们相信市场最终将给中国寿险公司更低的风险评价，适用更低的贴现率。

香港市场属于国际投资人众多的市场，在香港市场投资人看来中国人寿是一个外国公司，对汇率、国家政治风险评估都可能导致采用更高的贴现。不过我们相信香港市场并未因为人民币升值而给予相应溢价。

而在 A 股市场，中国人寿是一个本土公司，市场对这些风险评估会大大低于香港市场的评估，这些都支持我们采用更低的贴现率。贴现率的重估在过去的一年多十分明显，在我们的价值分析报告中采用了 9.84% 的市场回报率 (3+3.84%)，但是我们相信以目前的估值水平隐含的市场回报率可能低于上述假设。

贴现率是影响寿险公司价值最重要的精算假设。由于内含价值、新业务价值和新业务乘数都对贴现率高度敏感，并且相互叠加，一旦贴现率下降，寿险公司价值将出现快速提升。我们认为贴现率导致的市场重估对寿险公司价值是个重要的驱动力。

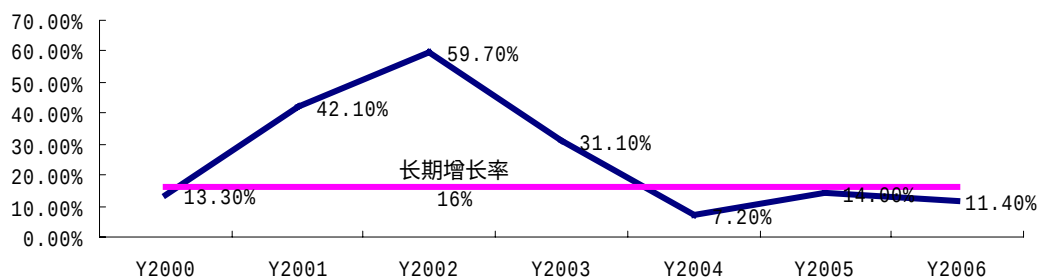
5.3. 增速放缓, 处于价值驱动力较弱的时候

根据保监会公布的数据，其中 2006 年寿险业保费收入 4061 亿元，同比增长 11.4%，增长速度在 2006 年呈现整体下降的趋势，这个增长率大大低于预期的长期平均增长率水平，甚至低于名义 GDP 的增长。

寿险增长速度下降的主要原因是目前股票市场分流了部分投资类的保险需求，同时许多寿险公司在进行产品结构调整中更重视期缴产品，这导致趸缴保费增长下降。

寿险公司价值高度依赖于未来的增长，目前国内市场给予寿险公司的新业务价值乘数（类似市盈率的概念）通常都在 40 倍左右。保费增长速度对于估值的影响巨大，而 2006 年下半年以来保费增长速度下降导致市场对于寿险公司的估值趋向谨慎。

图 25 2006 年寿险保费收入增长放缓



资料来源：中国保监会

寿险业增长的背景基础实际上是朝更好的方向发展。但是，应该看到在需求增长和投资收益率预期上升的背景下，寿险公司也面临上升的负债成本，寿险业

在定价方面需要给予更有吸引力的预定利率或投资收益分享机制，才能使寿险行业增长回到预期的轨道（而正如，我们前面所述，由于精算假设上还有很大的释放空间，。

另外，尽管行业增长速度在减缓，但以中国人寿为代表的公司业务重心转向更能产生价值的个人期交业务，这将导致一年标准年化保费增长速度高于总保费增长，而内含价值的提升将更为明显。

我们认为由于增长速度（最重要的价值驱动因素）放慢，寿险公司本身处于短期价值驱动力较弱的时候。但是，我们认为寿险增长速度本身处于明显偏低的时候，我们认为 A 股市场趋向稳定、寿险费率适当浮动以及寿险公司逐渐向个人期交业务转化都可能促使增长回到高速轨道。我们对寿险公司的长期价值看好。

6. 公司篇：中国人寿 Vs 中国平安

6.1. 业务效率：平安领先，人寿在追赶

从业务效率来看，我们认为目前平安领先，人寿在追赶。平安领先的原因有以下几点。

1、经营地域的不同。近几年中国人寿保费收入快速增长部分源于前期在全国非重点地区的布点，2004 年县域人身保费收入 998 亿元，占全国保险费的 31%。其中，中国人寿因为巨大的网络优势占据 76% 的市场份额。

表 13：中国人寿各地市场份额情况

2003 年%	上海	江苏	浙江	宁波	新疆	河北	四川	广东	北京	大连	陕西	青岛	云南	湖北	重庆	黑龙江	山西
中国人寿股份	28.51	54.64	63.94	37.73	68.36	59.74	57.09	58	18.77	36.09	69.91	36.43	61.62	61.3	52.98	58.86	73.42

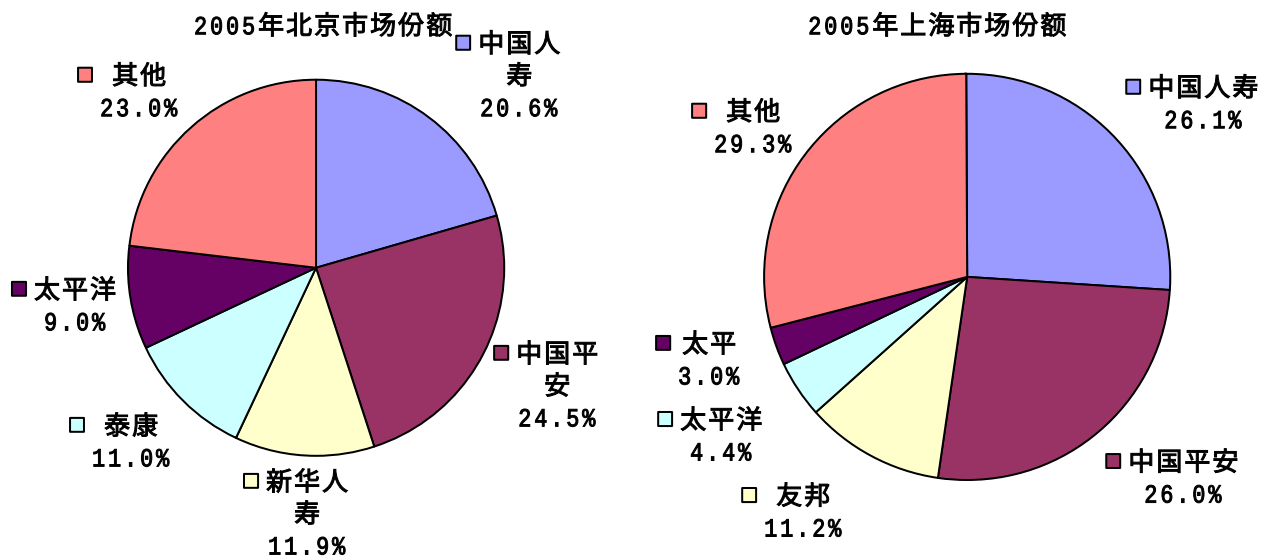
续表：中国人寿各地市场份额情况

2003 年%	福建	山东	安徽	辽宁	河南	深圳	天津	甘肃	贵州	内蒙古	青海	宁夏	江西	海南	吉林	广西	湖南	厦门
中国人寿股份	62.85	55.42	63.49	48.11	69.94	43.37	38.75	83.74	62.23	88.64	71.27	60	81.58	51.01	63.94	75.96	68.15	43.45

资料来源：保险统计年鉴，申银万国证券研究所

县域市场快速增长的原因是农村社会保障体系非常缺乏，而在建设新农村的大背景下大量财政投入以商业保险方式运作，我们认为这部分业务的效率将低于在大中城市的效率。而在大中城市方面，我们发现中国平安与中国人寿的份额已不相上下。

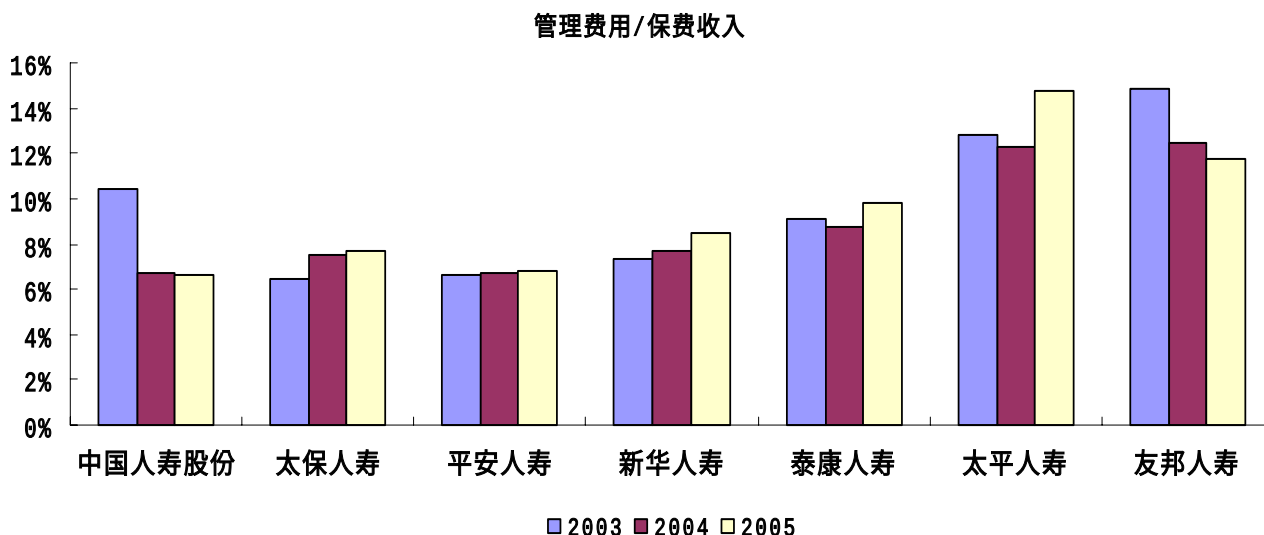
图 26：2005 年上海北京市场份额比较



资料来源：中国保险统计年鉴

2、人员效率的不同。中国人寿和中国平安是国内两大寿险公司，已经达到规模经济，所以在管理费用/保费收入指标上相差无几。但是考虑到平安保险的个人期缴业务比重比较高，所以我们相信它在管理费用/保费收入指标上的优势还是非常明显。

图 27 主要寿险公司管理费用率比较



资料来源：招股说明书，申银万国证券研究所

而在人均销售能力方面平安保持稳定增长，其指标领先于同行。2005 年末平安寿险人均首年保费收入为 4446 元/月，而中国人寿的人均首年保费收入为 2517 元/月。

3、业务结构的不同。我们采用 NBV/APE 这个指标来比较中国人寿和中国平安的业务盈利能力，我们发现两者有显著的差异，2005 年末中国人寿和中国平安 NBV/APE 分别为 39.4%和 69%，中国平安的新业务边际价值贡献率超过中国人寿一倍左右。差异的原因在于 2 个公司产品结构的不同，中国平安在个人期缴业务的比重可能更高，而这类保单通常有很高的利润贡献率。

中国人寿的业务发展重点转向个人期交业务，从最新的数据看这类保单的比重将上升，所以，我们相信在最近几年中国人寿的 NBV/APE 将持续上升。提升的空间取决于中国人寿的业务结构、人员效率以及治理结构改善的进程。我们认为中国人寿的该项指标可能提升到 40%甚至更高水平。

6.2. 精算假设：平安更为保守

贴现率是影响内含价值分析中最重要的精算假设。由于内含价值、新业务价值和业务乘数都对贴现率高度敏感，一旦贴现率下降，公司价值将出现快速提升。我们认为因为贴现率导致的市场重估将带来整个市场的重估，目前中国平安采用的贴现率为 12%，中国人寿采用的贴现率为 11.5%，中国平安的假设更为保守，而两者目前的贴现率分别较当初在香港上市时的假设下降 0.5%和 1%，我们认为目前的假设依旧偏高，未来贴现率假设会继续下降，在后文附件公司报告中我们采用 10.66%的贴现率（无风险利率 3%，风险溢价 6.84%，贝塔 1.12）对两者进行估值。

另一个对评估价值有较大影响的精算假设是投资收益率。2005 年中国人寿内含价值报告中对今后 10 年投资收益率的预估在 4-5.2%，中国平安的假设是传统保险和万能保险的投资回报率为 4.2-4.7%，投连险的回报率为 4.7-5.2%。中国平安的假设略为保守，我们认为这些估计依赖于现有的金融环境，体现了稳健原则。目前制约国内投资收益率上升的最主要原因是实行的利率压制政策，而这于中国正在面临的庞大外汇储备和币值压力有关系。我们认为从长期看，中国经济高速发展内含的通货膨胀率并没有在目前的利率中得到足够的体现，利率上升将是长期趋势。制约投资收益率的另一个原因是适合寿险长期投资的投资工具太少，造成收益率偏低，而这也处于改善的过程中。我们和行业内的人士交流中发现，6-7%的长期收益率是有可能达到的区间，而具体水平则取决于在安全性和收益性上面的权衡。

6.3. 投资故事：关键在于治理结构

中国人寿：治理的改善 效率提高

我们关注其治理结构能否进一步改善，中国人寿股份公司的前身曾经是中国唯一一家人寿保险公司，在相当长的时间内处于寡头垄断的地位，而随着中国人寿的股份公司化特征日益明显，其管理效率的提高也是可以期待的。

同时值得我们关注的是中国人寿私人股权投资所带来的超额盈利能力能否持续。中国人寿依靠其巨大的资金实力和特殊的央企背景成为众多金融类公司基础投资者，甚至直接参股拟上市公司股权，确实表现出超过平均的投资能力。这种盈利能力与国内正在进行的资产证券化过程有关系，我们相信这种状况还将持续。在市场相对有效的状况下，私人股权投资的年回报率在 20-30%，不过我们相信最近几年中国的私人股权投资将有远高于上述水平的回报率。我们相信中国人寿在广东发展银行和南方电网上投资的回报率都可能超过 100%。但这类超额盈利能力能维持多久是一大疑问，应该看到，私人股权投资是新鲜事物，寿险公司是为数不多的参与者，而由于资金参与还不很高，在初期这类投资会具备超额盈利能力。而随着更多资金的参与，投资回报率应该下降。我们认为这种盈利能力在最近几年可以维持，但随着国内金融市场逐渐成熟这种能力将逐渐减弱。

我们给予中国人寿合理价值为 35-40 元，目前价格可以长期配置。

中国平安：良好的公司治理最能分享行业的增长

中国平安最令投资者眼前一亮的是其良好的公司治理结构。高管和员工持有 13% 股权，使公司具有明确的价值取向。无论在寿险还是产险，平安都表现出了超越同业的业务质量和盈利能力，在面临战略调整关口，平安也反应敏锐，行动迅速。早在 1994 年就引进高盛、摩根斯坦利为股东，是国内最早引进外资的全国性金融机构，2002 年汇丰以 6 倍净资产的价格参股，汇丰与平安的牢固资本纽带使其可以得到很多技术支持。而汇丰也对管理层有一定制衡作用，形成完善的治理结构。

平安的战略定位并不局限于保险领域，公司有着清晰的中长期战略规划，第一阶段公司的利润主要来源于寿险和产险，第二阶段新的利润增长点将产生于银行和资产管理业务，而未来第三阶段消费信贷、企业年金、第三方资产管理等业务将会成为平安新的着眼点。在目前二级市场上投资者较为偏好金融股的背景下，平安旗下质地不错的平安证券和深圳商业银行无疑能为投资者带来较大的想象空间。

我们给予中国平安合理价值为 52.5 元，建议增持，目前价位可以积极配置，个月目标价为 63 元。

附件一：保险公司国际估值

国际各大寿险财险公司相对估值比较：

表 14：国际寿险公司估值比较

Name	P	06 P/E	07 P/E	08 P/E	06 PB	07 PB	08 PB
MET LIFE	63.15	12.55	11.98	10.74	1.56	1.39	1.26
PRUDENTIAL FINANCIAL INC	90.26	15.04	13.16	11.91	2.05	1.90	1.82
LINCOLN NATION CORP	67.79	13.50	12.55	11.00	1.63	1.51	1.39
PRUDENTIAL	717.50	14.29	12.37	11.74	2.68	2.42	2.09
AXA	31.74	13.34	12.25	11.02	1.88	1.73	1.59
AVIVA	748.50	9.51	9.24	8.76	3.05	2.84	3.03
GREAT EASTERN LIFE	19.70	23.18	20.96	18.76	3.16	2.85	2.60
TAIWAN LIFE	43.05	9.04			1.66	1.64	
AXA ASIA PACIFIC	7.18	18.89	20.51	17.95	4.06	3.76	3.44
CHINA LIFE	22.45	38.91	27.72	28.78	6.10	4.82	4.20
PING AN	38.50	32.63	31.30	26.92	6.06	4.31	3.83

资料来源：Bloomberg，申银万国证券研究所

表 15：国际财险公司估值比较

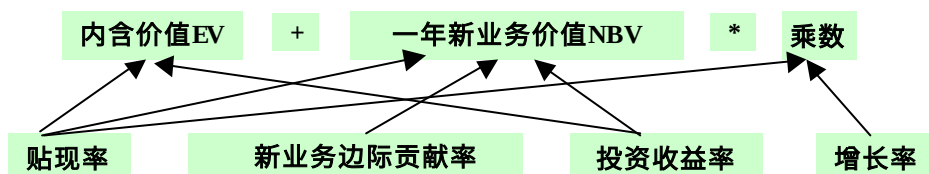
Name	P	06 P/E	07 P/E	08P/E	06 PB	07 PB	08PB
HYUNDAI MARINE & FIRE INS CO	13200	35.20	20.99	14.63	2.68	2.49	2.22
LG INSURANCE CO LTD	16950	37.92	18.96	13.92	2.28	1.98	1.70
SAMSUNG FIRE & MARINE INS	160500	24.09	19.51	14.63	2.33	2.13	1.93
ACE LTD	57.06	8.08	8.27	8.15	1.39	1.20	1.05
ALLSTATE CORP	60.06	7.76	8.69	8.87	1.68	1.55	1.39
AMERICAN FINANCIAL GROUP INC	34.04	10.95	10.25	9.87	1.42	1.26	1.13
CHUBB CORP	51.67	9.41	9.73	9.66	1.54	1.38	1.24
EVEREST RE GROUP LTD	96.17	7.51	7.83	7.63	1.24	1.08	0.96
MARSH & MCLENNAN COS	29.29	18.90	16.46	14.29	2.74	2.35	2.14
TRAVELERS COS INC/TH	51.77	9.18	9.26	9.11	1.41	1.28	1.16
HISCOX PLC	269.25	9.16	8.62	8.47	1.65	1.45	1.29
MUENCHENER RUECKVER AG-REG	126.25	8.44	9.48	9.26	1.13	1.05	0.98
SWISS RE-REG	111	10.63	10.00	9.81	1.36	1.25	1.14
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	67.22	11.41	10.74	9.93	1.77	1.54	1.36
INSURANCE AUSTRALIA GROUP LT	5.89	12.02	13.70	13.70	3.04	2.83	2.78
PICC Property and Casualty Company Limited	4.48	21.33	22.63	18.44	2.56	2.27	2.09

资料来源：Bloomberg，申银万国证券研究所

附件二：中国人寿：基于核心价值驱动分析

分析的起点：精算假设

内含价值为基础的评估方法中，寿险公司的价值包括 3 个部分：



重要的价值决定因素有：新业务边际贡献率、新业务增长率、贴现率和投资收益率。需要注意的是这些指标本身并不是独立的，相互联动，这个特性决定了我们需要用动态的，而非静态的角度分析公司价值。

我们这里先介绍一下基准假设条件。我们假设新业务边际贡献率 2006-2007 年为 31%，而 2008 年后由于所得税下降而上升到 33.5%；总保费 20 年的复合增长率为 14.4%，而新业务增长率为 12.9%；投资收益率按照 2005 年内含价值报告假设的从 4% 逐渐提高到 5.2%；贴现率采用 10.66%。

在这些假设下中国人寿的评估价值为 26.4 元。在考虑了中国人寿计划开展但还没有开始运营的养老金管理和财产保险业务后我们给予中国人寿的基准价格为 29 元。

我们的基准价格其实是一个偏向稳健的判断，而本报告将就重大假设对估值的影响进行详细分析。我们的分析并不是一个单纯的情景分析，也包括我们对于不同假设的评判。

边际价值贡献率 NBV/APE 有提高潜力

我们假设中国人寿的保单对业务价值的贡献率（NBV/APE）指标为 33.5%。

从下表的数据我们可以看到，中国人寿的 NBV/APE 指标大大低于中国平安的水平。差异的原因在于 2 个公司产品结构的不同，中国平安在个人期缴业务的比重可能更高，而这类保单通常有很高的利润贡献率。

中国人寿的业务发展重点转向个人期交业务，从最新的数据看这类保单的比重将上升，所以，我们相信在最近几年中国人寿的 NBV/APE 将持续上升。提升的空间取决于中国人寿的业务结构、人员效率以及治理结构改善的进程。我们认为中国人寿的该项指标可能提升到 40% 甚至更高水平。

表 16：新业务的边际价值贡献能力的比较

	NBV/APE	口径
中国平安（2004）	58%	税后和法定要求后
中国平安（2005）	69%	税后和法定要求后
中国人寿（2005）	24%	税后和法定要求后
中国人寿（2005）	29%	税后和法定要求后
中国人寿假设水平	31%	税后和法定要求后

资料来源：根据各公司内含价值报告测算

NBV/APE 的长期水平判定涉及到对行业监管政策的判断。目前高利润率与正在实行的预定利率管制有关，普通保单预定利率上限为 2.5%，而分红保单保证利率 2-2.5%，这些利率水平明显低于投资收益率水平，导致承保利润率偏高。市场可能担心的是预定利率管制的松动后引起价格竞争。但是，根据我们在费率部分的讨论分析，价格下降将推动增长，而精算假设的释放可以对冲价格下降的影响。

我们相信长期看 33.5% 的 NBV/APE 是一种中性估计，但是，在最近几年，我们会看到这个指标的上升，而在牛市阶段市场将对该指标进行乐观反映。

新业务增长率维持稳健估计

中国人寿增长率由行业增长率和市占率 2 个因素决定。

行业增长率由经济增长率和寿险深度估计确定。如果 GDP 增速可以长期维持，我们对行业增长的判断应该属于稳健的判断。我们也对寿险深度 2025 年达到 8% 的情景进行了测算，结果表明评估价值将提升 40% 左右。

需要注意的是，尽管我们对行业增长率的长期预期是 16%，不过从保监会的统计数据看 2006 年的行业增长速度可能在较低的 2 位数，而增长速度下降的主要原因是银行升息和股票市场火暴对寿险产品需求的抑制，另外，保险公司也有意识地收缩盈利平平的保险业务。

公司增长率的另一个关键因素是中国人寿的市占率预估。目前中国人寿在经济发达程度低的区域的市场占有率明显高于其在发达地区的市场占有率底。我们认为由于经济发展程度低区域的增长性好于其他地区，中国人寿的市场份额最近几年表现出稳定状态（2006 年上半年份额的上升估计和其他公司积极收缩银行保险业务有关），不过长远看当市场容量逐渐增加后，会有更多的公司在这些地区开展业务，导致份额的缓慢下降。我们认为中国人寿市场占有率将从 2005 年的 46% 下降到 2025 年下降到 35%，以此推算的公司总保费复合增长率为 14.4%。

我们估计未来 5 年中国人寿并不会出现有特别强劲竞争对手出现，公司的市场占比将维持现有水平。我们对保持 50% 市场份额的情景进行了测算，结果表明评估价值将提升 28%。

可能动摇中国人寿垄断地位的因素是金融混业导致大型银行进入保险市场。尽管这不是中短期需要担心的事情，但是考虑到寿险公司依赖长期新业务价值的贴现，我们审慎认为中国人寿远期的市场份额将下降到 35%。而在目前的市场环境看可能显得保守。

贴现率将带来持续重估机会

贴现率是影响内含价值分析中最重要的精算假设。由于内含价值、新业务价值和业务乘数都对贴现率高度敏感，一旦贴现率下降，公司价值将出现快速提升。我们认为因为贴现率导致的市场重估将带来整个市场的重估，而中国人寿这类依赖未来贴现的公司将有更大的重估空间。

表17：2005年内含价值对贴现率的敏感性分析（单位：百万元人民币）

风险贴现率	内含价值 EV	一年新业务价值 NBV
10.50%	48,716	8,446
11.50%	43,811	7,489
12.50%	39,524	6,659
拟合公式	$y=309x^2-11703x+137530$	$y=63.5x^2-2354x+26162$
8%	63,682	11,394
9%	57,232	10,120
10%	51,400	8,972
11%	46,186	7,952

注释：内含价值报告只列出了10.5%、11.5%和12.5%贴现率下的内含价值和新业务价值，我们拟合2次函数计算其它贴现率下的数据，通常情况下这种计算在低贴现率时引起内含价值低估。

资料来源：申银万国证券研究所

我们采用 10.66% 的贴现率中国人寿的评估价值为 26.6 元，我们相信对贴现率的这种判断也是稳健判断，如果和市场上其他公司的定价对比，我们用的 10.66% 的贴现率可能偏于保守了。

投资收益率预期是上升趋势

收益率预期 5-5.5%是保守估计

2005 年中国人寿内含价值报告中对今后 10 年投资收益率的预估在 4-5.2%。这个估计和中国平安估计的水平基本接近，也和我们了解到的国内其他保险公司的预估水平接近。我们认为这些估计依赖于现有的金融环境，体现了稳健原则。

不过，从国外保险公司的经验来看长期投资收益率确实大大高于上面的预期，我们看到国外公司的投资收益率平均水平确实达到过 8%左右，尽管最近几年因全球流动性过剩使收益率大大下降。

制约国内投资收益率上升的最主要原因是目前实行的利率压制政策，而这于中国正在面临的庞大外汇储备和币值压力有关系。我们认为从长期看，中国经济高速发展内含的通货膨胀率并没有在目前的利率中得到足够的体现，利率上升将是长期趋势。制约投资收益率的另一个原因是适合寿险长期投资的投资工具太少，造成收益率偏低，而这也处于改善的过程中。

我们和行业内的人士交流中发现，6-7%的长期收益率是有可能达到的区间，而具体水平则取决于在安全性和收益性上面的权衡。

来自战略投资的盈利是超额的

只有超过平均水平的投资能力才能创造股东价值。中国人寿依靠其巨大的资金实力和特殊的央企背景成为众多金融类公司基础投资者，甚至直接参股拟上市公司股权，确实表现出超过平均的投资能力。这种盈利能力与国内正在进行的资产证券化过程有关系，我们相信这种这个状况还将持续。

表 18 中国人寿参与的大型战略投资获利颇丰

股权投资				
名称	初始投资成本（百万元原币）	股权比例	投资起始日	获利程度
中信证券 A 股	人民币 3,252	11.74%	2006 年 6 月 28 日	364%
中国银行 H 股	港币 1,175	0.16%	2006 年 6 月 1 日	31%
建设银行 H 股	港币 970	0.19%	2005 年 10 月 27 日	90%
中国银行 A 股	人民币 380	0.05%	2006 年 6 月 28 日	84%
广东发展银行	人民币 5670	20%		
南方电网	人民币 35000	31.94%		

股票基准日：回报率按 2007 年 3 月 29 日收盘价格计算

资料来源：申银万国证券研究所

中国人寿在广东发展银行和南方电网的投资将有更加丰厚的回报，其主要原因在于国内目前的 PE（私人股权投资）还处于启动阶段，资金的供需仍处于不平衡阶段。而 PE 本身是适合寿险公司这类长期投资者的投资工具。

在市场相对有效的状况下，PE 投资的年回报率在 20-30%，不过我们相信最近几年中国的 PE 投资将有远高于上述水平的回报率。我们相信在广东发展银行和南方电网上投资的回报率都可能超过 100%。

来自股票市场的超强收益率是中短期的

目前市场普遍预测股票市场会出现较高收益率。我们认为股票市场出现超强收益率，是最近几年更可能发生的事情，不是长期持续水平，其只有短期影响，我们根据 2006 年底的预测数据进行了敏感分析，结果如下：

表 19 股票超强收益率的影响分析

	不同收益率假设下对每股价值的影响			
	20%	30%	40%	50%
权益类配置比例 12.5%	0.1	0.21	0.31	0.41
权益类配置比例 25%	0.21	0.41	0.62	0.83
假设 2007 年年初的金融资产总额 6071 亿元；				
预期权益类投资收益率为 9.8%；				
分红调整因子为 51%，预计有 70%的分红保单准备金比率，分红保单分配率 70%；				
税收因子为 75%，按两税并轨后的税率计算 25%，尽管实际 07 税率应为 33%。				

资料来源:申银万国证券研究所

股票市场回报率是前后年度有关联的，前面年度收益会侵蚀后期的收益。最近一段时间的股票超强投资收益对于寿险公司并非好消息，因为寿险公司资产还处于快速增长阶段。

收益率上升的静态影响积极，但动态影响复杂

根据 2005 年的内含价值报告，新业务价值和现有业务价值对收益率的弹性在 1.5-1.8 左右。不过，内含价值中的敏感测试反映了静态弹性，并没有反映由于市场利率上升而对公司业务结构和产品价格方面的影响，所以这是一个静态的测试结果。

我们认为由于市场利率上升会影响投保人对于资金成本的判断，利率上升将导致资产配置方面的重新考虑，这会至少会部分对冲投资收益率的正面影响。

我们认为收益率提升对公司现有业务非常积极。各种保单中对收益率变化最敏感的是固定预定利率的普通保单，这些保单的投保人对于资金成本本身就不敏感，加上退保成本的影响，投保人对于投资收益率上升的反应比较迟钝，所以，我们认为可以采用敏感测试的弹性来测算影响程度。

对新业务的影响将小于敏感分析的弹性，收益率的上升的好处需要返还给投保人。因为竞争对手包括替代性投资工具也参与了市场竞争，这会引起价格竞争，从而导致大部分收益率上升带来的好处返给客户。

表 20 收益率上升对动态和静态评估价值 (AV) 影响测算

投资回报率	现有业务价值	新业务价值	静态 AV 较基准假设的增加	动态 AV 较基准假设的增加
6%	28%	28%	24%	3%

7%	63%	63%	53%	6%
8%	98%	98%	83%	9%
9%	133%	133%	112%	12%

资料来源:申银万国证券研究所

我们基于内含价值报告的敏感分析数据,采用二次函数拟和,测算了收益率提升对公司价值的影响。

我们认为,实际情况是介于动态和静态之间的结果。考虑到中国人寿在战略投资方面具有一定的超额盈利能力,我们认为可以在基准估值水平上面给予 20% 的溢价。

合理估值提高到 35-40 元

投资收益率假设还有释放空间(提升 20%),鉴于业务结构改善而导致 NBV/APE 中期还有提升空间(提升 15%),我们认为中国人寿的合理估值为 35 -40 元,建议目前价位长期配置。

由于评估价值的自然增长每年在 11%,而贴现率将有持续重估的趋势,我们预计中国人寿未来 5 年的年回报率为 20%。

附件三：中国平安：治理优势+行业成长性

平安保险的独特优势在于其良好的股权结构。高管和员工持有 13%股权,使公司具有明确的价值取向。而汇丰也对管理层有一定制衡作用,形成完善的治理结构。无论在寿险还是产险,平安都表现出了超越同业的业务质量和盈利能力,在面临战略调整关口,平安也反应敏锐,行动迅速。

平安集团未来的战略定位是保险、银行和资产管理。尽管平安在全能零售银行方面的布局已经国内领先。但是,我们认为未来真正开展全金融业务的竞争者都会具有强大实力,目前还不足以判断平安已经获得战略优势。不过,由于汇丰与平安的牢固资本纽带使平安可以获得汇丰在金融混业上有过丰富经验。(其银行保险在香港取得巨大成功)

平安寿险的业务质量在国内最好,其中个人期交业务占新业务的大部分,新业务盈利能力因而大大领先于国内同行。我们认为平安的市场份额将保持稳定,总保费 CAGR 为 16%,新业务 CARG 为 14%,对新业务边际贡献率、贴现率进行调整后的测算表明寿险业务价值 46 元/股。

公司的产险业务规模排名第 3, 不过其业务质量为国内第 2。2006 年产险的市场占有率继续上升,我们估计 2006 年产险业务的盈利约为 8 亿元,我们认为合理的 PE 为 30 倍,扣除净资产后,对应的每股价值为 3 元。

非保险类业务的评估价值约合每股 5.19 元，不过由于在内含价值报告中已经对各分部的净资产（1.7 元/股）进行了反映，所以非保险业务带来 3.5 元的价值贡献。

由于寿险业在 2006 年下半年以来增长速度明显放慢，可能减低市场对行业增长潜力的预期，考虑到行业增长放慢的短期负面影响，加上 H 股较低带来的压制作用，平安处于低估状态，我们采用分部估值法合计的公司价值为 52.5 元，12 个月目标价为 63 元。我们给予中国平安增持建议，建议长期配置。

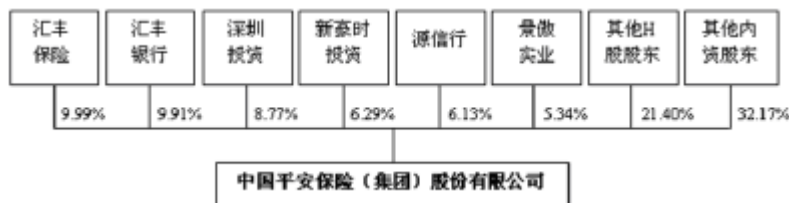
平安的独特优势

平安已经从一家地方性保险公司，发展成为经营区域覆盖全国，以保险业务为核心，以统一的品牌向客户提供包括保险（寿险、产险、健康险、养老险）、信托、银行、证券、资产管理、期货等多元化金融服务的全国领先的综合性金融服务集团。公司拥有约 20 万名寿险营销员及超过 4 万名正式雇员，各级各类分支机构及营销服务部门约 3,000 个，向 3,000 多万名个人客户及约 200 万名公司客户提供多元化金融服务。

平安保险集团目前业务仍高度依赖于保险业务尤其是人寿保险业务，2005 年实现保费收入 716.09 亿元，其中寿险业务实现保费收入 588.49 亿元，在国内排名第 2，产险业务实现保费收入 127.60 亿元，国内排名第 3。

完善的股东结构保证股东利益最大化

图 28 中国平安的股东结构



资料来源：A 股 IPO 资料

平安设立了员工受益所有权计划，由参与员工认缴员工投资集合资金并获得单位权益，而由该投资集合分别通过新豪时投资、景傲实业间接投资于本集团。员工投资集合的权益持有人受益拥有股本总额的 11.63%。此外，公司部分高级管理人员和关键岗位人员委托持有江南实业股权，而江南实业持有公司股份的 2.25%。公司员工共计持有股份 13.88%。此外，通过 2004 年开始的虚拟期权计划，公司员工共获得了 5800 万股期权。平安管理层和公司员工有足够动力实现股东价值最大化，而国内排名前 3 位的寿险和产险公司中只有平安具有这种独特的股权结构。

员工和高管大量持股，使平安业具有明确的价值取向，我们看到无论在寿险还是产险，平安都表现出了超越同业的业务质量和盈利能力。而在面临重大战略调整的关口，平安也反应敏锐，行动迅速。

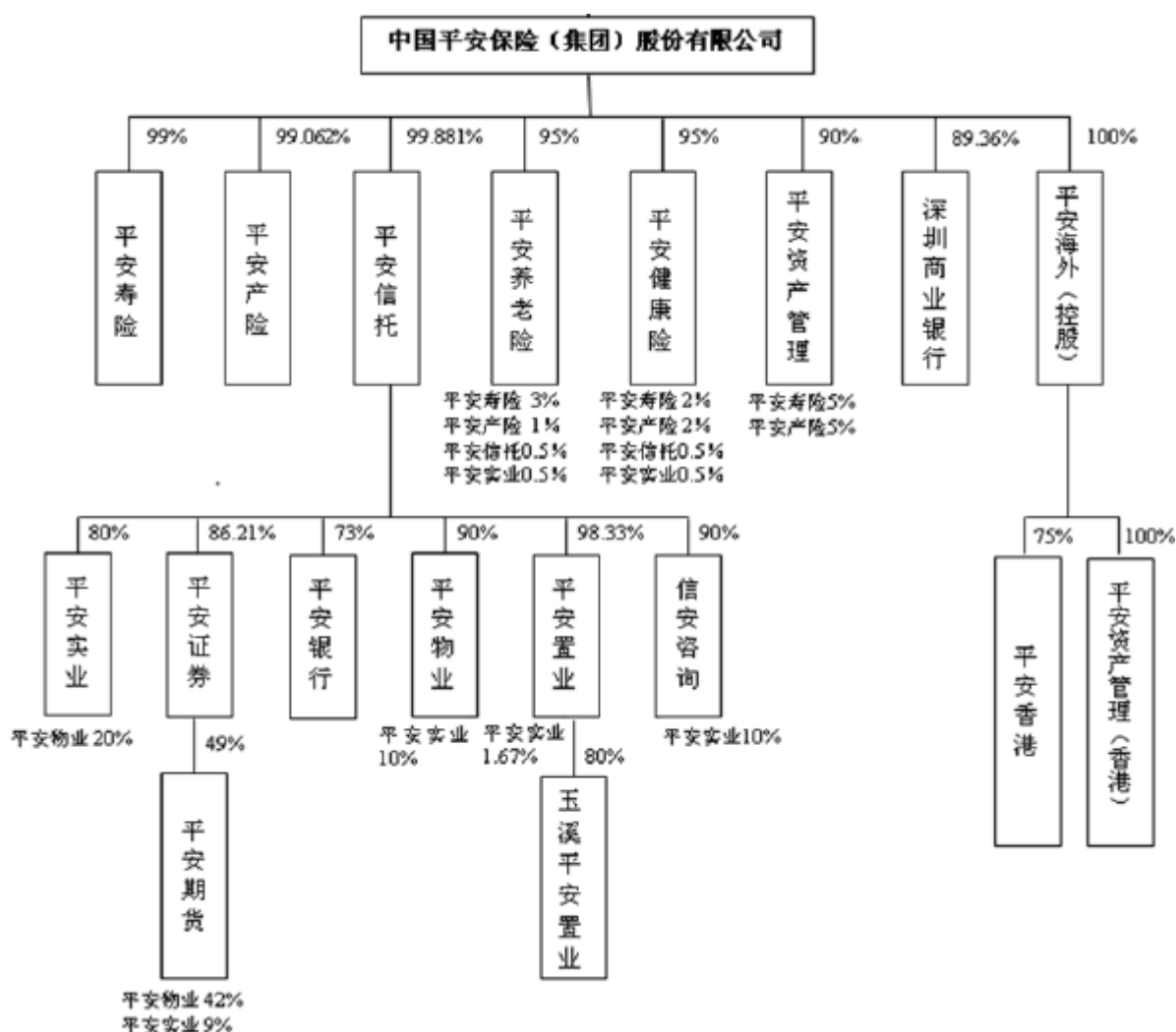
汇丰保险、汇丰银行（同受汇丰控股的控制）两家公司合计持有公司 19.9% 的股份。中国平安因而与汇丰控股形成牢固的资本纽带，可以从汇丰得到很多技术支持。而汇丰也对管理层有一定制衡作用，形成完善的治理结构。值得注意的是尽管汇丰是平安的大股东，但是汇丰并没有派人直接介入公司的管理，反映出汇丰对公司管理层的认可。

保险为主的金融控股集团雏形

我们看到平安在组织结构上已经形成了集团控股，分业经营（分业监管）的金融控股集团，业务涉及保险、证券、信托、资产管理、期货。平安已经形成了定位于个人金融服务的金融控股企业。

集团公司不具体开展业务，但通过控股方式成立了各类业务的子公司股权。

图 29 平安保险集团的组织结构



资料来源：A 股招股说明书，平安银行和深圳商业银行将整合到一个平台上

平安的寿险和产险实力比较均衡，有利于发挥协同效应。平安产险通过寿险平台实现的保费收入已经超过 1/10，2006 年平安产险增长 33% 高出行业平均水平 10%，产寿险的协同效应初步现象。

而平安寿险拥有的 3000 万个高端客户也有希望通过其他业务的再次开发，而使客户价格可以得到充分挖掘。

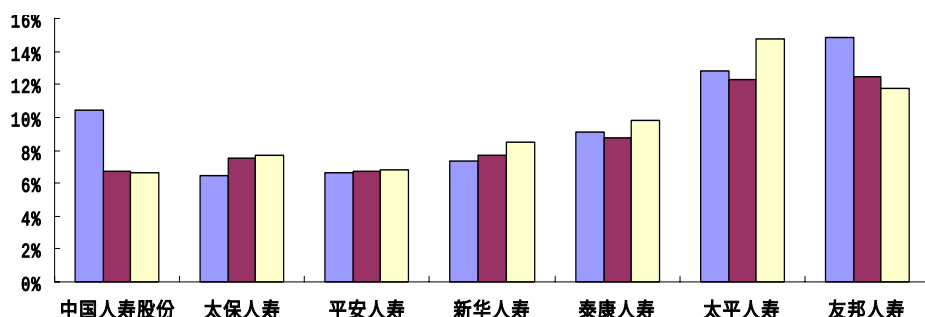
平安集团未来的战略定位是保险、银行和资产管理。尽管平安在全能零售银行方面的布局已经国内领先，但我们相信未来真正开展全业务经营的竞争者都会具有强大实力，目前还不足以判断平安已经获得战略优势。

寿险效率高、产品结构好，价值 46 元/股

平安寿险是国内第 2 大寿险公司，已经达到经济规模，所以它在管理费用/保费收入指标和中国人寿以及太保人寿相差无几。但是考虑到平安保险的个人期缴业务比重比较高，所以我们相信它在管理费用/保费收入指标上的优势还是非常明显。

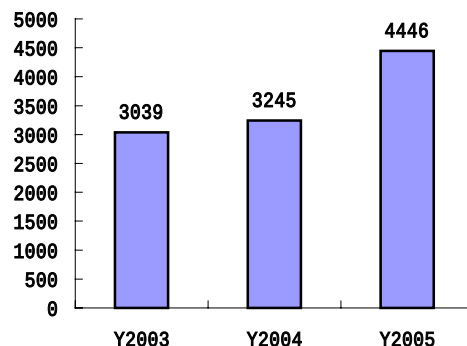
而在人均销售能力方面平安保持稳定增长，其指标领先于同行。

图 30 国内主要寿险公司管理费用率比较



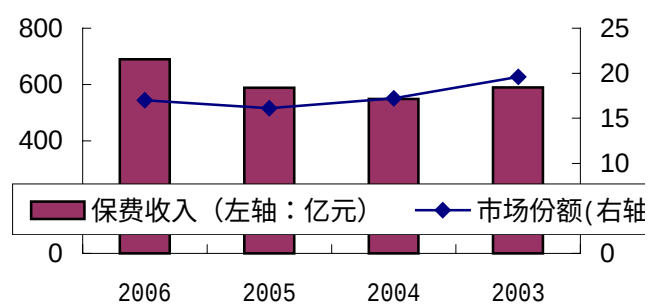
资料来源：申银万国证券研究所

图 31 平安寿险人均首年保费收入 (元/月)



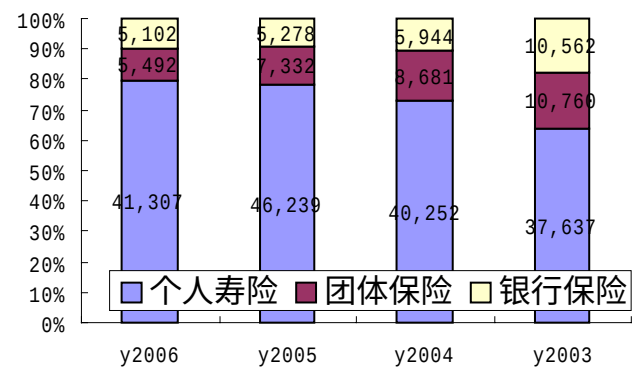
中国平安具有行业内最好的业务结构，2003-2004 年公司压缩了盈利欠佳的团险和银行保险业务，发展盈利能力较强的个人寿险业务。2006 年的个人寿险业务占 79.6%，而在个人寿险首年保费中有 77% 来自期缴业务。

图 32 中国平安市场份额



资料来源：公司招股说明书

图 33 中国平安的业务结构(单位：百万元)



良好业务结构也导致平安的盈利能力大大高于行业的平均水平。对比 NBV/APE 指标我们也可以发现中国平安和中国人寿的业务盈利能力有显著的差异，中国平安的新业务边际价值贡献率超过中国人寿的一倍左右。

表 21：新业务的边际价值贡献能力的比较

	NBV/APE	口径
AXA（2005）	21%	税后和法定要求后
PRUDENTIAL（2005）	40%	税前
AVIVA（2005）	14%	税后和法定要求后
	29%	税前和法定要求前
中国平安（2004）	58%	税后和法定要求后
中国平安（2005）	69%	税后和法定要求后
中国人寿（2005）	32.8%	税后和法定要求后
中国人寿（2005）	39.4%	税后和法定要求后

资料来源：根据各公司内含价值报告测算，需要注意欧洲寿险公司通常采用了 8% 左右的贴现率，平安采用 12%贴现率，而中国人寿采用了 11.5%贴现率。

我们以公司公布的内含价值报告为基础，并对主要精算假设做如下调整：

内涵价值报告中采用 12%的贴现率没有正确反映国内市场的风险水平。我们认为中国平安适用贴现率（采用 1.15 的贝塔）为 10.87%，这将导致各项价值因子提升，而使公司价值重估。

平安寿险新业务盈利能力在国内公司中处于比较高的水平。在 12%贴现率假设下 2005 年的 NBV/APE 为 69%（而如果采用采用 10.67%贴现率则高达 77%），大大高于中国人寿的水平。我们认为管理效率上的差别可以解释平安和中国人寿在该指标上面的差异，不过长期来看这种差异将缩小，而竞争（包括保险费率市场

化) 可能使该指标回归而呈现下降趋势。我们在价值评估中假设 NBV/APE 将逐渐下降到 50%，较目前下降 1/3。

我们预计平安保费收入增长与行业 (CAGR 为 16%) 同步，需要注意由于寿险业务具有累加特性，所以新业务增长率其实要低于总保费增长，我们预计新业务复合增长率为 14%。

投资收益率假设在低利率环境下是合理的，不过，该假设面临金融市场环境变迁考验，我们相信今后投资收益率预期将呈现上升趋势，这对寿险公司是利好。详细分析投资收益率需要考虑众多复杂因素，我们将在今后的行业报告中专门分析。

测算表明平安的新业务倍数为 42 倍，寿险业务价值为 46 元/股。

表 22 平安寿险业务内含价值法的评估

单位 (百万元)	y2004	y2005	y2006E	y2006 发行后
贴现率	12.00%	12.00%	10.87%	10.87%
调整后资产净值	25,161	33,072	39,406	74,056
1999 年 6 月前承保的有效业务价值	-16,743	-18,089	-24,728	-24,728
1999 年 6 月后承保的有效业务价值	33,127	38,537	50,191	50,191
法定偿付能力额度持有成本	-4,297	-5,157	-5,151	-5,151
内含价值	37,248	48,363	59,718	94,368
一年新业务价值	4,331	5,148	6,073	6,073
法定偿付能力额度持有成本	-418	-609	-473	-473
扣法定偿付能力额度持有成本后的一年新业务价值	3,913	4,539	5,611	5,611
新业务乘数 (X)			42	42
新业务价值总合			238,152	238,152
评估价值			297,870	332,520
每股评估价值 (元/股)			48	46

资料来源：A 股招股说明书，申银万国证券研究所

产险在交叉销售下价值提升，估 3.3 元/股

平安产险业务在国内排名第三，前两位是中国财险和太平洋产险。在经历了 2004 年的低谷后，平安产险的市场份额逐渐提高，2006 年根据保监会的初步统计数据，平安的市场占有率达到 10.7%，较 2005 年上升 0.7 个百分点。2006 年平安车险增长迅速已经占 2/3 的非寿险收入。

我们看到一个有趣的现象是 2004 年尽管平安的产险份额呈现下降，但是其运营指标却是业内最好的两家之一（见下表）。

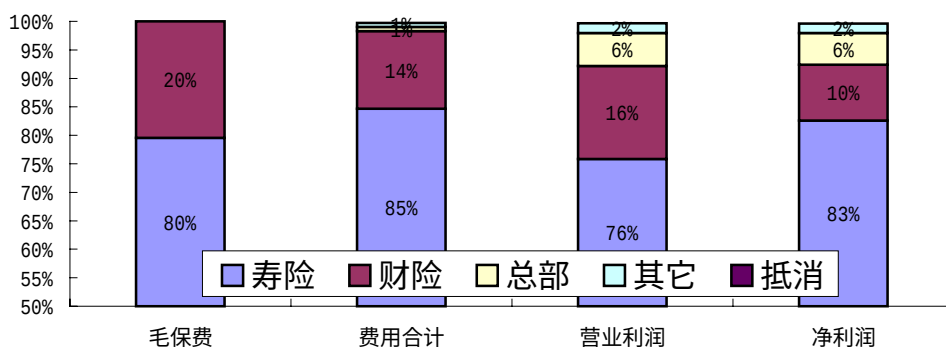
表 23 2004 年国内主要产险公司主要经营指标比较 (单位:百万元)

	净保费	已赚净保费	承保利润	投资收益	营业利润	净利润	ROE	承保利润率	投资收益率
人保财险	52720	50628	506	304	625	208	1.35%	0.77%	0.58%
平安财险	6841	5764	150	244	432	217	10.88%	1.41%	3.57%
太保财险	9724	8181	455	268	725	574	12.36%	3.29%	1.67%
中华联合	5799	3732	-17	32	16	8	1.60%	-0.26%	0.90%
天安	4508	3049	62	-15	46	23	3.90%	1.20%	-0.49%
行业合计	88573	77540	523	1006	1423	537	1.60%		

资料来源:中国非寿险市场年研究报告(2005)唐运祥

2006 年平安产险保费收入约占总保费收入的 1/5,但是净利润贡献仅占 1/10。产险对平安集团的价值贡献并不大。不过 2006 年 1-9 月财产保险的盈利能力快速上升,在中国会计准则下,产险的净利润已经达到寿险的 1/5。

图 34 产险的利润贡献与保费收入不匹配(2005 年)



资料来源:A 股招股说明书

2006 年 1-9 月平安产险的净利润为 5.84 亿元,我们估计 2006 年全年的净利润为 8 亿元左右。我们认为产险业务也可以获得 30 倍的 PE,对应的每股价值为 3.3 元,扣除内含价值已经反映的净资产,产险业务价值每股 3 元。

非保险金融业务价值 3.5 元/股

平安股份持有深圳市商业银行 49.17 亿股,占深圳市商业银行总股本的 89.36%。2005 年末深商行资产总额为 719 亿元,同比增长 2.46%,实现净利润 2.68 亿元,同比增长 72.89%,贷款同比增长 11.58%,存款同比增长 8.2%,资本充足率为 3.14%,不良贷款余额为 36.87 亿元,五级分类不良贷款率为 8.44%。2006 年 7 月深商行进行了增资重组,深圳市财政局以 10.08 亿元的价格收购了公司原账面价值 10.08 亿元的不良资产。平安股份认购了新发行的 39.02 亿的股份,通过增资重组,我们预计未来深商行的不良贷款率将会有明显下降,资本充足率显著上升。考虑到深商行的成长性不如目前已上市的股份制商业银行,我们给予深商行 2006 年 3 倍 PB 的估值。

平安股份持有平安证券约 86%的股权。截至 2006 年底，平安证券总资产为 88.53 亿元，位于所有证券公司的第 12 位，交易量占整个市场份额的约 1.3%。在牛市和本币升值的背景下，证券股的估值往往达到顶峰，以目前 A 股的中信证券为例，中信证券目前的 2006 年 PB 达到了 9.35 倍，考虑到中信证券作为行业的龙头公司享有一定的溢价，我们给予平安证券 2006 年 3.5 倍 PB。

公司拥有平安信托 99.88%的股份，平安信托是国内资产规模最大，主营业务收入最高的信托公司。由于目前 A 股上市的信托公司极少且不能反映国内信托公司的状况，平安保险集团的上市，它旗下的平安信托在整个 A 股市场上有一定的稀缺性。我们给予 2006 年 3 倍 PB 的估值。

非保险类业务的评估价值约合每股 5.19 元，不过由于在内含价值报告中已经涵盖了各分部净资产（1.7 元/股），所以非保险业务重估将带来 3.5 元/股的价值贡献。

表 24：平安非保险其他业务分部估值汇总

百万元	持股比例	2005 年末总资产	2006.9 权益净资产	2006.9 净资产	股本（发行后）	BVPS	PB	2005 净利润	2006 净利润	2006 净利率 P
银行业务										
深圳商业银行	89.36%	71900	4917	5502	7345.05	0.67	3	269		2.01
平安银行	73.00%	1117	504	691	7345.05	0.07	3	7	4	0.21
信托业务										
平安信托	99.88%	7529	4512	4517	7345.05	0.61	3	35	71	1.84
证券业务										
平安证券	86.21%	3681	1409	1634	7345.05	0.19	3.5	6	259	0.67
其他业务										
平安养老险	99.50%	296	290	291	7345.05	0.04	3	-7	-3	0.12
平安健康险	99.50%	503	498	501	7345.05	0.07	3	0	0	0.20
平安资产管理	90.00%	217	189	210	7345.05	0.03	3	5	7	0.08
平安海外	100.00%	167	143	143	7345.05	0.02	3	1	-5	0.06
合计						1.7				5.19

资料来源：申银万国证券研究所

我们采用分部估值方法测算，其中寿险业务贡献 46 元/股，财险贡献 3.3 元/股，而非保险金融业务贡献 3.5 元/股，三部分价值合计为 52.5 元。这是我们认为相对合理的 A 股二级市场定价。目前价位建议重点配置。

信息披露

分析师承诺

余斌：保险、电子元器件

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。