

# 中国人寿

## 中国人寿，三年九十

合理假设决定合理估值，定价权焦点之战

金融保险业

一年目标价 35 元  
三年目标价 90 元

罗毅  
86-755-82940797  
luoyi@ccs.com.cn  
赵宇杰  
86-755-82943293  
zhaoyj@ccs.com.cn

H 股：强烈推荐 A  
A 股：建议积极申购

### 本报告的特别之处：

1. 看清中国人寿一直被低估的原因，报表公布的内含价值与新业务价值所使用的投资回报率假设的不合理性是被低估的核心！在不合理的基础上估值的结果必然是不合理的。这也是很多外资同业一直以来看错中国人寿走势的根本所在。
2. 自建模型来模拟投资回报率假设的变化对于内含价值与新业务价值的影响，我们发现如果按照合理的投资回报率假设水平，中国人寿的估值水平可以极大的提高。
3. 参考发达国家的经验，国内寿险行业目前的情况，人寿的竞争能力，来判断人寿未来投资回报率应趋于的合理水平，同时指出投资者偏好保险股的原因。
4. 将行业面分为收入篇，回报率篇，竞争篇来进行分析，奠定寿险行业的分析框架。
5. 将公司面分为核心竞争力篇，产品篇，预测与估值篇进行分析，得出中国人寿的合理价值

- 保险公司的实质其实就是放大杠杆的投资公司，在承诺的回报基础上，赚取属于自己的利差，而未来决定保险公司胜负的核心，实际上就是其投资能力，如果投资能力优秀，1%的投资回报率的提高，可以带来收益的几何级增长，这也是投资大师偏好保险的原因。
- 投资寿险公司必须要有大气魄与大智慧，不能仅看当前的利润，因为这样的利润是建立在各种假设的基础上，而假设的不合理也使得利润无法真实反映出来，同时利润也受到不同会计准则的影响，例如根据香港与中国大陆的 GAAP 所预测的盈利，差距可以达到 73%，所以账面盈利对于寿险公司来说，并不重要。以盈利为基础的估值方法也都缺乏依据，例如市盈率（PE），股利折现模型（DDM）等。
- 我们认为对于寿险的估值方法依然是国际通用的精算价值法最为可靠，其核心理论基础实质上就是寿险公司未来所能得到盈利的贴现值，其中包含众多假设，例如投资回报率，税率，贴现率等。但是众多外资同业分析师应用精算价值法的基础，却往往是报表公布的假设。而报表中的低回报率假设本身就是不合理的。所以不合理的基础，必然导致不合理的估值。这就是很多外资投行一直看反国寿走势的原因。
- 我们通过自建模型来测算投资回报率假设对于精算价值的影响，通过测算，如果人寿的投资回报率在 2013 年提高到 8%，每股的精算价值（也就是合理估值）即为 34.07 元。如果乐观一点，投资回报率在 2013 年提高到 10%，每股的精算价值就为 90 元。美国在 1975 年-1992 年，保险资金投资收益率为 14.44%，英国为 13.29%，法国为 13.01%，日本为 8.48%。而我们目前的经济在高速增长，年均 9% 以上，企业利润在 20% 以上，而保险资金的投资回报率仅为 3% - 4%，显然是无法想象的，这就跟 05 年的股市一样，实体经济的崛起必将反映到资本市场的繁荣，从而提高保险的资金投资回报率。巴非特投资的盖可保

上证指数：2343.7

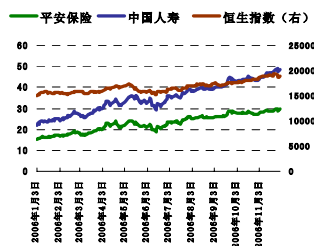
### 股本资料

发行前总股本	267.65 亿
发行后总股本（全额超额配售）	282.65 亿
发行 A 股	15 亿
H 股数量	74.4 亿

### 时间安排

	时间
网下配售	12 月 25 日-26 日
网上申购	12 月 26 日
定价日	12 月 26 日
挂牌日	07 年 1 月 9 日

### 保险香港 H 股走势



### 相关研究

《请为高成长定价—银行业重估报告》  
2006 年 8 月 20 日

《银行上市潮带来银行业重估》  
2006 年 6 月 15 日

《世界看中国，中国选金融》  
2006 年 2 月 22 日

险 (GEICO) 在 85 - 95 年的投资收益率为 22.8%，所以成就了巴非特股神的地位，如果人寿的投资回报率可以达到 20%，那合理价值将高不见顶（8% 是 35 元，10% 是 90 元，20% 会是多少？）

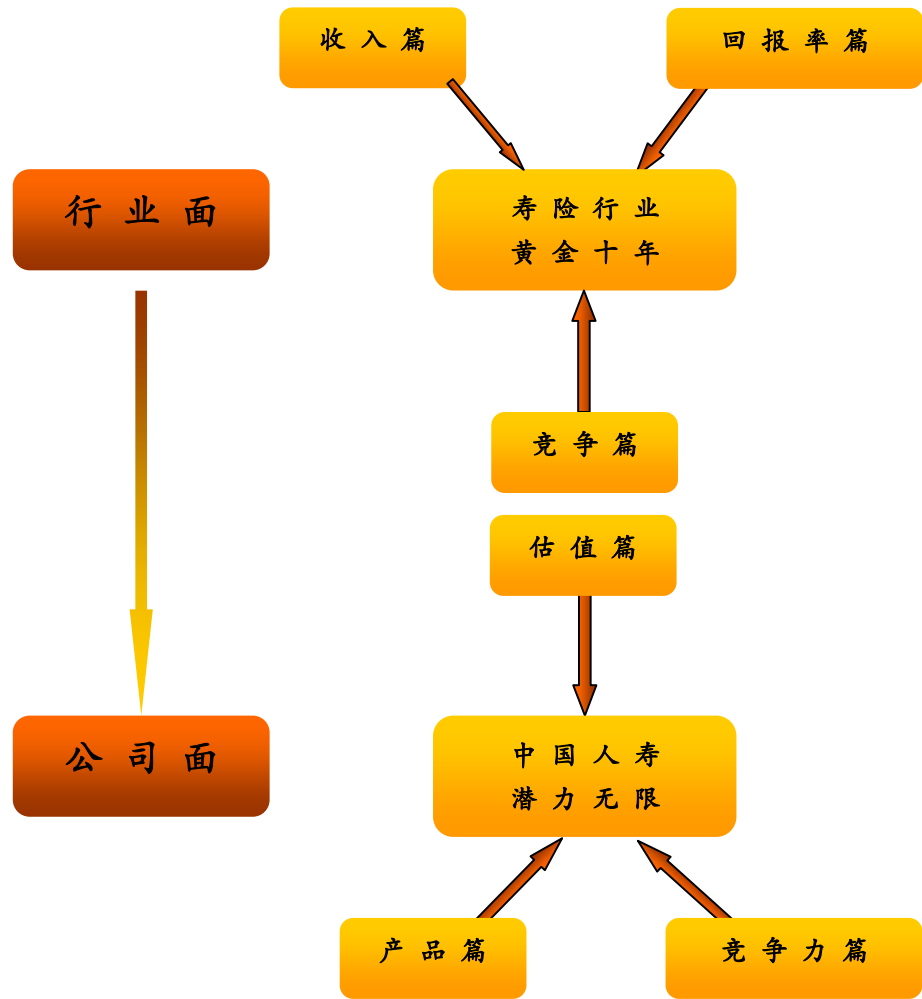
- 那么如何让人寿取得高回报？主要通过经济的发展，投资渠道的拓展，资本市场的繁荣，利率的逐步提高（详细参考回报率篇的分析），人寿的资源与背景（竞争篇与核心竞争力章）。投资渠道对比发达国家，限制仍然过于苛刻。而国内资本市场如今正在步向繁荣，加息周期的确定当前已成共识，而人寿的资源与背景，相信中国人都知道，更不用提中信，广发，中行，工行的股权。
- 那么保单收入能否维持高速增长，给中国人寿提供源源不断的资金支持？我们则在收入篇中详细探讨。主要分为空间章与增速章，空间章主要是通过对比世界范围寿险穿透率与人均 GDP，同时在保险密度，深度上与发达国家的差距，还有最新的十一五规划，表明保险收入的增长空间。而在增速章，主要是通过经济增速与保费收入增速的国际对比，消费升级与人口二波浪理论来论证寿险收入已经步入高速增长期。
- 竞争会否使得人寿的份额下降过快？我们在竞争篇中详细论证。核心观点是寿险行业的特点决定了行业的高度集中，同时对比亚洲国家的集中度来说明这点。同时，从经营理念，经营特点，来说明人寿的市场份额在今后很长的时间内不会受到威胁，而 06 年中的份额上升，也很好的说明这点。
- 盈利预测与估值：估值是我们整篇文章的重中之重，因为我们通过自建模型来测算投资回报率假设的提高对于其精算价值的影响，也因此说明很多分析师低估了人寿的真实价值，通过分析，当投资回报率在 2013 年达到 8%，合理估值为 35，如果达到 10%，合理估值在 90。而在回报率篇已经充分证明了 2013 年达到 8% - 10% 回报率的合理性。所以给予一年目标价 35，而随着市场对于人寿战略价值的逐步认可，投资者会提高人寿的回报率预期，因此给予三年目标价 90。
- 人寿的 A 股上市，在定价权的争夺上，将是一个里程碑式的事件，在此之前，A 股的走势往往跟随 H 股，例如早期的银行股走势，同时，外资投行报告的影响力往往要强于本土券商，但是人寿上，他们集体遭遇了滑铁卢，一篇篇看空的报告无法阻挡人寿上涨的步伐，同时近期人寿 H 股的凌厉走势，恰恰说明 H 股在跟随 A 股，同时也不得不说明，A 股市场行情的火爆，基金规模急速扩张，资金的迅速扩大，实际上正在为我们本土赢得定价权，也为本土券商赢得定价权。人寿的上市，将是定价权的焦点之战，因为在此之后，大批 H 股的回归，必然延续 H 股跟随 A 股势头，而对人寿定价上的分歧，将会决出未来一年内，本土与外资投行之间的赢家，大战刚刚拉开序幕。

### 主要财务指标

会计年度	2005	2006E	2007E	2008E
主营收入(百万元)	99,196	130,861	171,305	218,599
同比增长率(%)		31.92%	30.91%	27.61%
营业利润(百万元)	12,494	19,943	29,108	38,109
同比增长率(%)		59.62%	45.96%	30.92%
净利润(百万元)	10,290	16,273	23,607	30,716
同比增长率(%)		58.14%	45.07%	30.11%
营业利润率(%)	12.60%	15.24%	16.99%	17.43%
净利润率(%)	10.37%	12.44%	13.78%	14.05%

会计年度	2005	2006E	2007E	2008E
每股收益(元) (HK)	0.38	0.58	0.84	1.09
每股净资产(元)	3.02	4.31	4.94	5.76
每股内含价值 EV	4.26	5.64	7.11	8.92
每股股息(元)	0.05	0.20	0.25	0.30
偿付能力	273%	536%	437%	368%
ROE	12.73%	13.36%	16.91%	18.87%
ROA	1.84%	2.19%	2.52%	2.58%
(35 元估值) P/E(倍)	92.11	60.34	41.67	32.11
(35 元估值) P/EV(倍)	8.22	6.21	4.93	3.93

### 全篇文章的逻辑线



# 目 录

PART1、行业面的论述.....	7
(一) 收入篇：对于寿险行业收入的论述.....	7
1、空间章（寿险行业广阔的发展空间）.....	7
2、增速章（寿险行业发展进入加速发展的上升通道）.....	9
(二) 回报率篇.....	15
1、我国投资回报率与发达国家差距巨大.....	16
2、造成低回报率的原因与改善的方法.....	17
三、竞争篇.....	22
1、目前行业内格局呈现高度集中的特点.....	22
2、未来行业集中的格局不会改变.....	23
PART2、公司面的论述.....	25
一、产品篇.....	25
1、保险目的分类.....	25
2、业务种类分类.....	26
3、交费方式对比.....	28
二、竞争力篇.....	28
1、强大的政府背景是其将来获得超额报酬率的核心.....	28
2、庞大的营销网络与客户基础.....	30
3、优质的保单基础是低成本资金的来源.....	31
4、富有经验的管理层.....	33
三、盈利预测与估值篇.....	34
1、盈利预测章.....	34
2、估值：合理假设决定合理估值，本土定价权的焦点之战.....	36
四、风险提示：.....	45
附录一、股权比例图.....	47
附录二、重组过程图.....	48
附录三、管理层简介.....	49

## 图 表

图表 1、2003 年世界各国 S 曲线图 .....	7
图表 2、2005 年世界各国人寿保险密度和保险深度 .....	9
图表 3、1998 年—2007 年国内生产总值及增速 .....	10
图表 4、1999—2004 年各国 GDP 平均增长率 .....	10
图表 5、人均 GDP .....	12
图表 6、城市化进程 .....	12
图表 7、中国 2003 年的人口结构 .....	13
图表 8、美国个人不同年龄的税前收入、税后收入和支出 .....	14
图表 9、中国人口出生率及老龄化率 .....	14
图表 10、中国人口的增长 (1949-2001) .....	15
图表 11、75—92 年美日 GNP 增速及美, 英, 法, 日四国的保险资金投资回报率 .....	17
图表 12、我国 GDP 增速与就业人口增长率、我国保险资金的投资回报率 .....	17
图表 13、沪深两市指数走势图 .....	20
图表 14、资本化比率 .....	20
图表 15、存款利率走势图、沪市国债到期收益率五日均线图 .....	21
图表 16、人寿短期投资结构变化 (净值占比)、人寿长期投资结构变化 .....	21
图表 17、2005 年底的市场份额一览 .....	22
图表 18、2006 年上半年的市场份额一览 .....	23
图表 19、规模向利润转型 .....	24
图表 20、丰富的寿险产品 .....	25
图表 21、分红险与非分红险增速对比 .....	26
图表 22、2004 年—2013 年个人保费收入及增速 .....	27
图表 23、2004 年—2013 年团体保费收入及增速 .....	27
图表 24、净保费收入与期缴净保费收入 (单位: 百万) .....	28
图表 25、重组方案介绍 .....	32
图表 26、精算估值法 .....	38
图表 27、中国人寿在香港近一年来走势图 .....	45

# 表 格

表格 1、年测算寿险行业 2003 年—2029 复合增长率表.....	8
表格 2、保险密度 2003 年—2010 年复合增长率.....	9
表格 3、东亚国家与地区的生命表.....	16
表格 4、国内保险可投资渠道.....	18
表格 5、部分国家保险资金运用方式的比例限制.....	18
表格 6、美国、日本、韩国、中国台湾保险资产运用结构变动情况.....	19
表格 7、1999 年亚洲各国（地区）寿险业和非寿险业集中度.....	24
表格 8、人寿股权投资收益一览.....	29
表格 9、资金运用的回报率预测.....	29
表格 10、国内各寿险公司所占市场份额.....	30
表格 11、2003 年主要寿险公司各地区市场份额.....	31
表格 12、对于公司高管的判断.....	33
表格 13、利润表.....	35
表格 14、资产负债表.....	35
表格 15、核心指标预测.....	36
表格 16、情景假设一.....	40
表格 17、符合人寿自身假设的贴现模拟值.....	40
表格 18、情景假设二.....	40
表格 19、将人寿自身的回报假设提高 10% 而得到的贴现模拟值.....	41
表格 20、人寿自身的敏感性测算.....	41
表格 21、当投资回报率在 2013 提高到 8% 的情景分析.....	42
表格 22、当投资回报率在 2013 提高到 8% 的估值分析.....	42
表格 23、当投资回报率在 2013 提高到 10% 的情景分析.....	43
表格 24、当投资回报率在 2013 提高到 10% 的估值分析.....	43
表格 25、估值倍数的确定.....	44

## PART1、行业面的论述

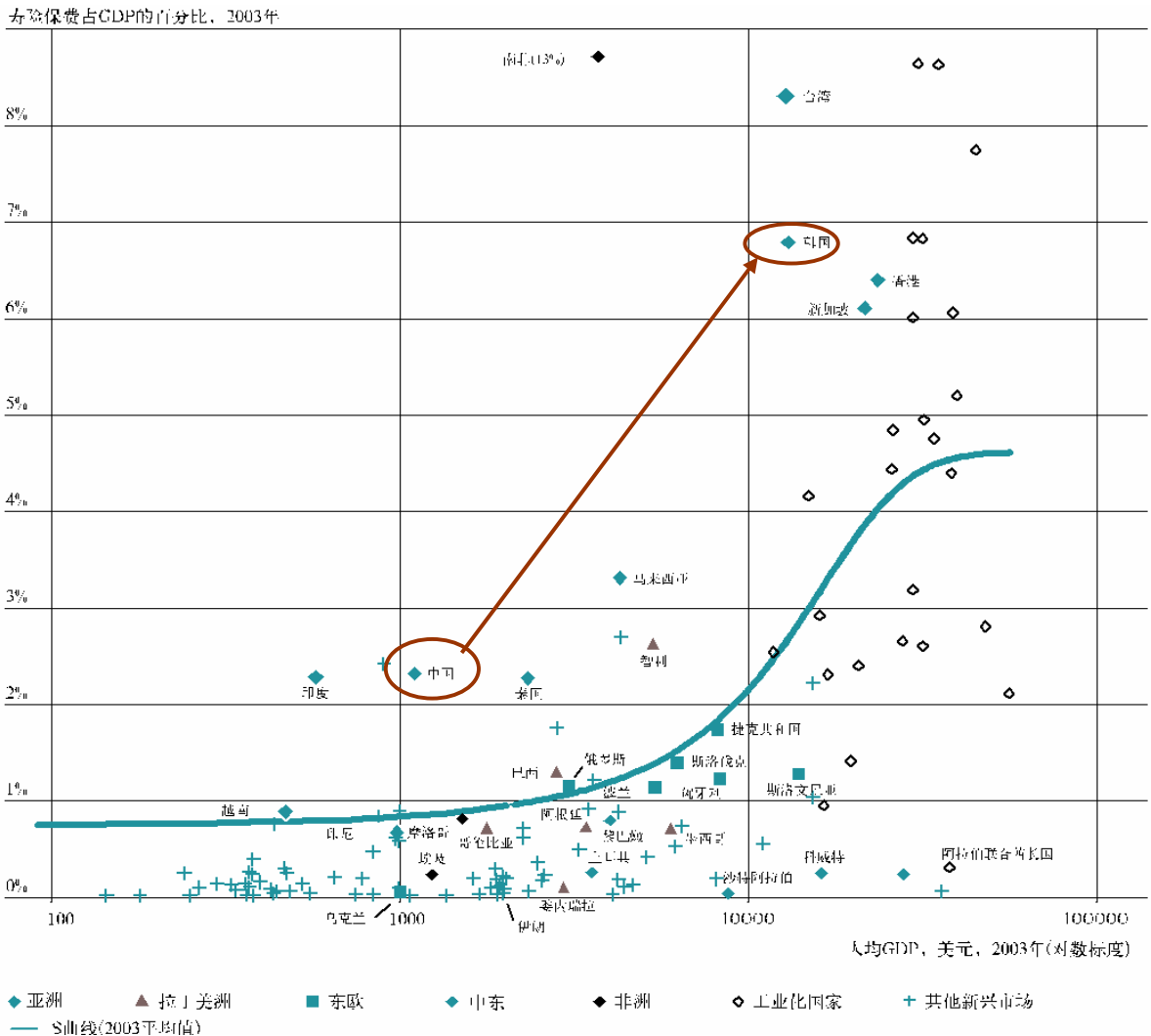
### (一) 收入篇：对于寿险行业收入的论述

#### 1、空间章（寿险行业广阔的发展空间）

##### 1.1、人均 GDP 与寿险渗透率 S 曲线的论述

根据学者的测算，寿险行业的发展与人均 GDP 存在着密切关系，我们先由此展开对寿险空间的讨论。（寿险渗透率就是寿险深度，即寿险保费收入/GDP）

图表 1、2003 年世界各国 S 曲线图



资料来源：SIGMA



从上图可以看出, 2003 年各国人均 GDP 与寿险渗透率之间存在 S 曲线的关系, 当该国的人均 GDP 超过 1000 美元后, 其寿险渗透率会随着人均 GDP 的不断提高, 有一段加速上升的阶段。

我们选择与地理位置邻近, 并具有相似文化背景的国家 and 地区看, 这种现象更加明显: 韩国、新加坡、香港、台湾在人均 GDP 超过 10000 美元时, 其寿险渗透率都在 6% 以上。

我们选取处于中间位置的韩国作一个比较。韩国在 2003 年人均 18500 美元, 对应的寿险渗透率为 6.8%。我国 2003 年人均 GDP 刚过 1000 美元, 寿险渗透率为 2.3%, 05 年为 2.03% (下降的主要原因是统计局对 GDP 的调整)。我们假设从 03 年开始, 中国经济保持 9.5% 的名义增速 (1978 年到 2002 年, 我国名义 GDP 的年均增速为 14.94%, 我们的预测并不过分乐观), 人口保持 0.5% 的增长, 那么中国将在 2029 年人均 GDP 达到 18441.4 美元 (按照汇率 1 美元=6 元人民币, 可能低估了人民币的升值幅度), 将达到韩国在 2003 年人均 GDP 规模, 那么根据 S 曲线, 到 2029 年中国的渗透率将有望达到 6.7%。我们测算的名义 GDP 在 2029 年为 163 万亿人民币, 那么对应的寿险保费收入则为 10.9 万亿人民币, 而 2003 年的寿险保费收入为 3259 亿元, 则可以算出从 2003 年到 2029 年寿险行业的复合增长率为 14.5% 左右。

S 曲线理论表明我国的寿险行业未来 25 年的复合增长率在 15% 左右

表格 1、年测算寿险行业 2003 年—2029 复合增长率表

单位: 亿	人均 GDP (美元)	汇率	GDP (亿人民币)	GDP 实际/预测增速	寿险保费收入	人口数 (亿)	人口实际/预测增速	寿险渗透率
2003 年	1269.4	8.2767	135823	9.3%	3123.9	12.92	0.697%	2.30%
2004 年	1486.1	8.2765	159878	9.5%	3533.3	13.00	0.59%	2.21%
2005 年	1734.5	8.07	183084.8	10.2%	3716.6	13.08	0.62%	2.03%
2029E	18441.4	6	1631320.33	9.50%	109298.5	14.74	0.50%	6.70%

资料来源: 招商证券研发中心整理

## 1.2、国家政策明确保险空间

2006 年, “国十条”和保险业“十一五”规划相继出台, 我国保险业发展有了新的方向盘。“国十条”明确了我国保险业未来的发展方向, 保险业“十一五”规划则明确了具体目标。

根据十一五规划, 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。根据测算, 由 2003 年保险密度 280 元到 2010 年的 750 元, 其复合增长率为 15.11%, 这与我们前面通过 S 曲线进行横向比较测算出的寿险复合增长率基本一致。

十一五规划, 对于保费收入在 2006 - 2010 年的复合增长率预测也为 15% 左右



**表格 2、保险密度按照十一五规划在 2003 年——2010 年复合增长率**

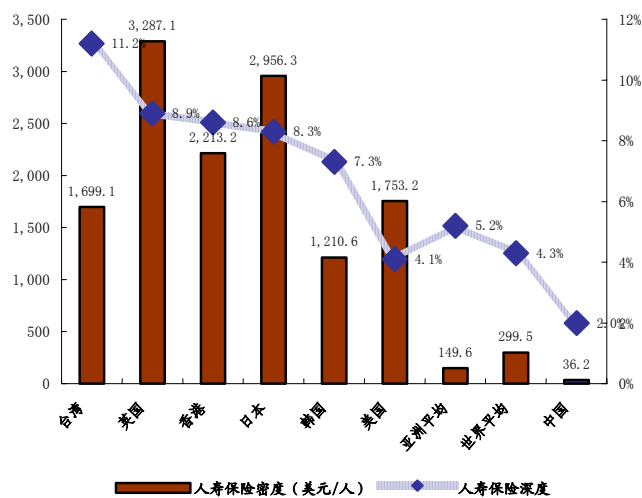
单位：人民币	国内生产总值 (亿)	保险密度	保险收入	保险密度	保险密度复合增长率
2003 年	135823	2.30%	3123.929	280 元	<b>15.11%</b>
2010E	291641.37	4%	11665.655	750 元	

资料来源：招商证券研发中心整理

### 1.3、中国寿险市场处于初级阶段，成长空间巨大

我们对比 2005 年主要国家及地区的人寿保险深度和人寿保险密度，以及亚洲和世界的平均数。我们发现，我国寿险业还处于初级阶段，在寿险深度和密度上远远落后于发达国家，也落后于亚洲和世界平均数，同时也证明我国发展的空间很大。

**图表 2、2005 年世界各国人寿保险密度和保险深度**



资料来源：2006 年第 5 期瑞士再保险公司《Sigma Report》、《2006 中国统计年鉴》

## 2、增速章（寿险行业发展进入加速发展的上升通道）

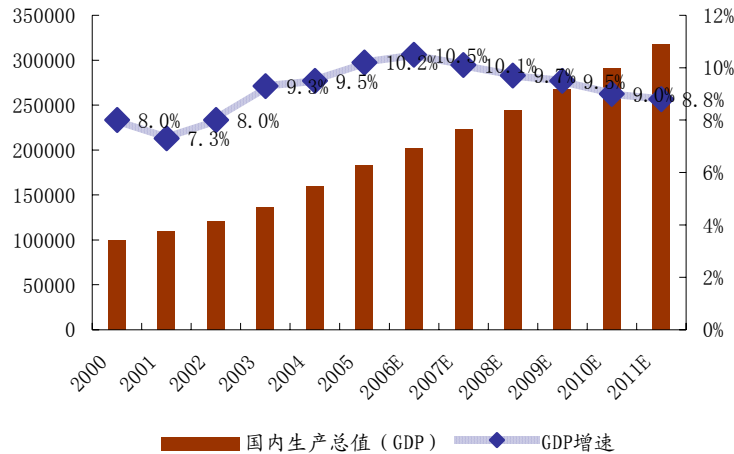
### 经济与寿险增速的探讨

#### 2.1、宏观经济稳定高速增长是寿险行业蓬勃的基础

宏观经济是整个金融行业盈利的基础，而目前，我们的经济正处于高速增长的轨道上，从改革开放以来中国经济连续 27 年高速增长，中国 GDP 从 1979 年的 4038 亿元，增长到 2005

年的 18.3 万亿元。而当前经济依然处于健康状态，通胀率较低。根据我们宏观小组预测，未来三年我国经济都将维持在 9.5% 以上的增速，这为寿险行业的发展提供了基础。

**图表 3、1998 年—2007 年国内生产总值及增速**



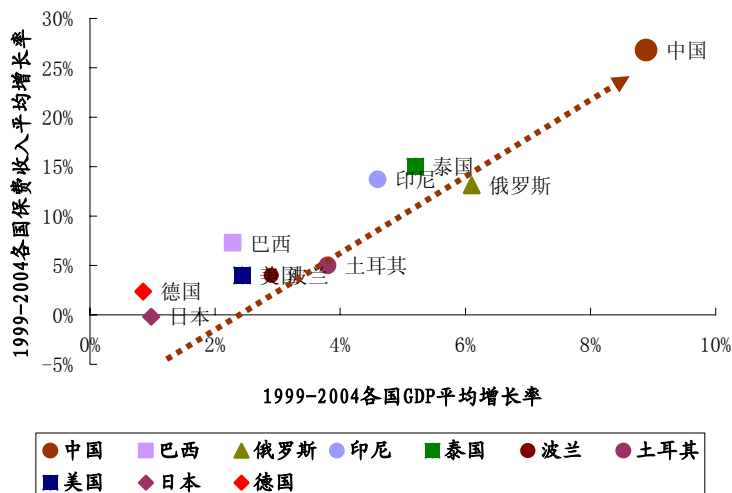
资料来源：招商证券研发中心整理

**2.2、保费收入增速与 GDP 增速存在密切关系**

通过横向比较各国 1999 年至 2003 年来五年平均的实际 GDP 增速与保费收入增速的关系，我们发现两者存在密切关系。基本上各国的保费收入增速是经济实际增速的 1.5-2.5 倍。

**图表 4、1999—2004 年各国 GDP 平均增长率及各国保费收入平均增长率**

各国经验表明，保费收入的增速是实际 GDP 增速的 1.5-2.5 倍，而我国强劲的经济是保险蓬勃发展的基础



资料来源：Sigma

这让我们有一种新的视角来审视中国保险业的发展。我们预测中国“十一五”期间国内实际 GDP 将维持 8%—10% 的增速，那么通过线性关系计算，可以预测中国保险业的保费收入将保持在 14%—25% 的增长速度。

## 2.3、消费升级与人口二波浪理论是寿险发展的大背景

### 2.3.1 消费升级

伴随着经济的高速增长，我们已进入消费升级的黄金发展期，这是一股不可遏止的势头。我们通过老百姓所追求的“三大件”变迁来直观的感受消费结构的升级。

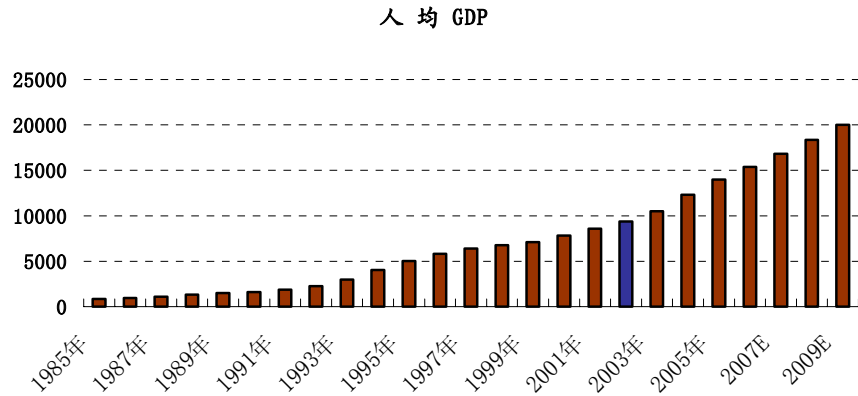
从社会主义建设初期的——自行车、手表和缝纫机，到改革开放初期的电视机、电冰箱、洗衣机，再到演变为目前小康和谐社会所追求的超级“三大件”——住房、汽车、保险，对于保险的影响我们后面将重点论述。

消费结构不断升级，带动了产业结构的升级，消费结构升级与产业结构升级形成的良性互动，成为中国经济成长的结构性推动力，也为寿险的发展提供了广阔的空间。

消费升级的动力主要来自三个方面：

一方面受益于社会经济快速稳定的发展，国民财富增加所自然产生的消费升级需求。研究表明：在人均 GDP1000 美元左右时，这个国家的消费结构会面临升级。而中国人均 GDP 在 2003 年已突破 1000 美元，金融理财需求出现大幅增加，这才导致房地产价格从 03 年以来出现飞速上涨，也是我们这轮牛市的重要基础，所以预期未来的保险也是金融理财需求大幅增加的受益者。

图表 5、人均 GDP

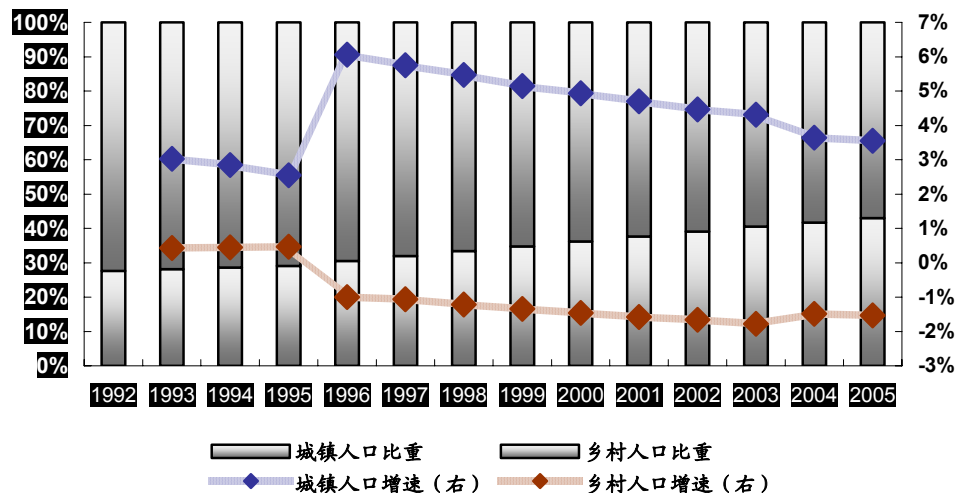


资料来源：招商证券研发中心整理

另一方面则是人口结构变化带来的，20 世纪 80 年代初出生的我国第一批独生子女现在已经长大成人，步入社会，同时二战之后的婴儿潮，已经步入壮年，这两者综合的消费能力与保险需求都很庞大，是保险行业进入黄金时期的支持。（详细分析见二波浪理论）

三是城市化进程的加快，大批农村剩余劳动力向城市转移，不仅将产生对城市基础设施的巨大需求，带动投资需求的增长，而且将导致其消费行为的市民化，进而带动广大农村的消费升级，同时也带动寿险行业的发展。

图表 6、城市化进程

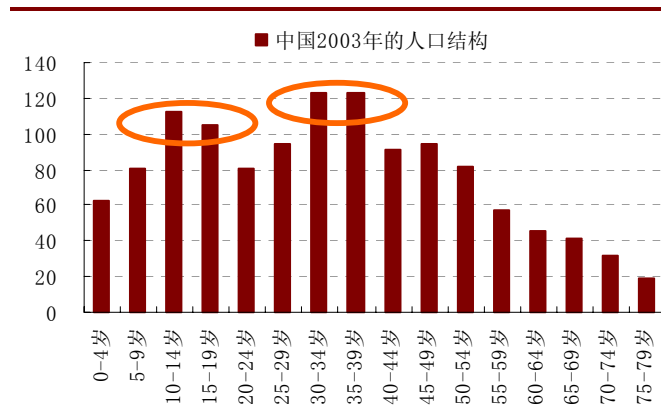


资料来源：WIND 咨询、招商证券研发中心整理

### 2.3.2、二波浪理论

二波浪理论，是在我们人口红利基础上提出的，核心就是 14-24 岁的人口高峰与 35-54 岁的人口高峰，所带来保险行业发展的黄金时期。我们正在面对独生子女步入职场后，为了减轻未来家庭负担，同时理财意识强化所带来的保险高峰，与步入壮年的 35—54 岁人群，为了退休之后的稳定生活，所进行的保险高峰，保险双高峰是人口二波浪理论的真实反映。

**图表 7、中国 2003 年的人口结构**

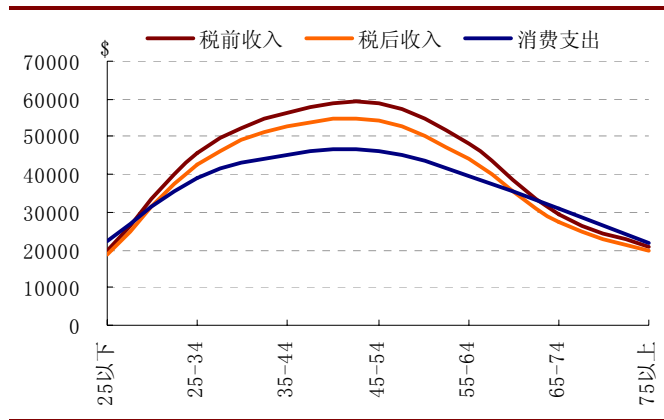


资料来源：国家统计局，《中国统计年鉴》，招商证券研发中心。

二波浪理论是对未来中国黄金消费时期的群体进行划分，分为前后两个波浪：

**第一浪是五十到七十年出生的人群。**中国自建国之后于 1950-1970 年间经历了生育高峰，婴儿潮出生的这一代人在 1990-2015 期间相继进入 35-54 岁的黄金年龄。收入也达到一生中的最高水平。

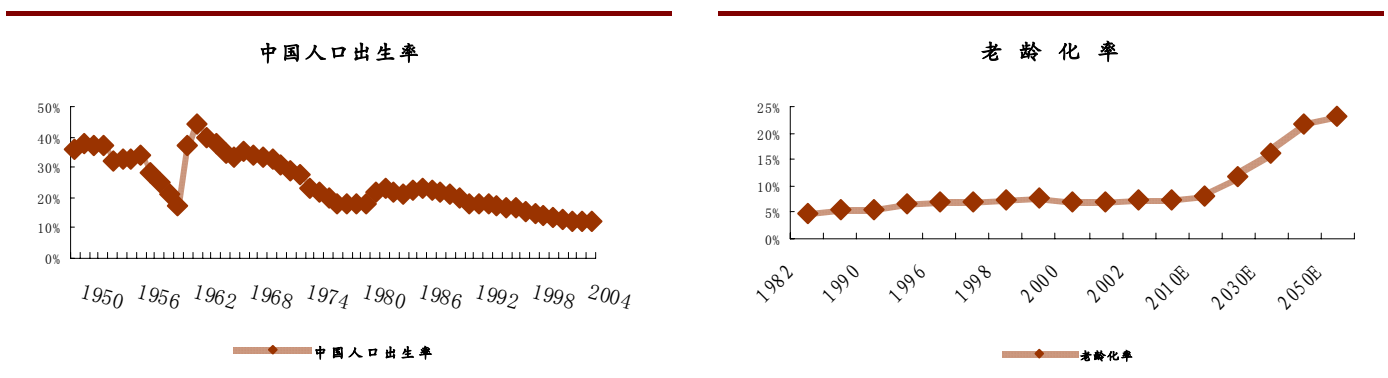
**图表 8、美国个人不同年龄的税前收入、税后收入和支出**



资料来源：美国劳工统计局

这一浪人群中，大多数人已进入事业的最佳状态，为了烫平收入在不同生命阶段的波动，倾向于将壮年时期所获得的收入进行合理的规划和投资，同时由于目前社会保障机制的不健全，为了维护退休后的生活质量，这一批人会较多的购买保险，而目前老龄化比率的提高可以反映潜在的需求（参考老龄化率）。另一方面，子女尚未完全独立，而独生子女政策的实行又大幅增加了这批人的风险感（可参考出生率图），所以为了防范子女出现意外所构成的经济与精神损失风险，也会促进保险的购买需求。

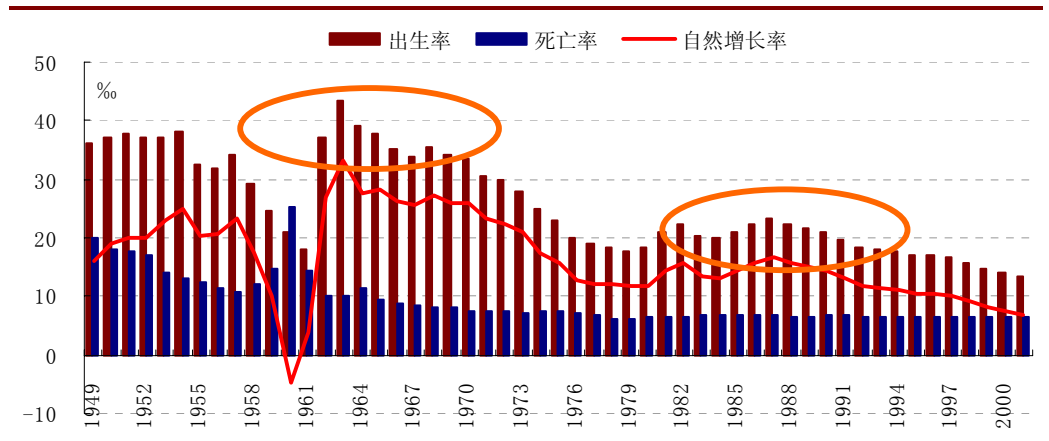
**图表 9、中国人口出生率及老龄化率**



资料来源：WIND 咨询、招商证券研发中心整理

第二浪则是 70 年代末开始出生的独生子女。这一批人正在逐步进入社会，也开始进入消费人群的主流。虽然目前第二浪要担当消费的主力还需要时间，但他们接受的是完全不同于父辈的消费观念，有更好的收入预期和更强烈的消费需求与冲动，他们更愿意投资未来，认同社会普遍的价值观，敏感于日新月异的消费潮流。对于保险的认同度更高，为个人、家庭、财产等进行保险的意识更强。同时，这批独生子女的家庭负担都相当繁重，两个人经常需要面对四个长辈的养老需求，这样对于收入的稳定性要求很高，所以这一批人也会为长辈购买养老保险等。这种潜在的需求正在转化为实际的消费，对于保险业来说，第二浪的黄金发展期也已经同时到来。

**图表 10、中国人口的增长（1949-2001）**



资料来源：WIND 咨询、招商证券研发中心整理

## （二）回报率篇

利差是寿险企业未来的核心竞争力所在

寿险的盈利实际上是从投保人手中获取现金，代为投资，在将来再按照条款与回报率返还。实质上，赚的就是对投保人的预期与实际发生的差额。所以才会有死差（实际死亡率与预期死亡率的差距），费差（实际费用率与预期费用率的差距），利差（实际投资回报率与预期的差距），费差在规范市场，由于竞争的压力，基本都趋于一致，我国保险之间的差距并不大。在死差上，国内寿险企业的早期保单使用的生命表是 1990 - 1993 年的生命表（见表 3），高估了人口的死亡率，会给寿险企业带来比较大的死差益。但是这并不是寿险的核心投资价值，因为生命表的修订不是寿险企业自身所能控制，同时也不具备可持续的盈利能力，而各大寿险公司目前已经启用了 2000 - 2003 年的生命表。



**表格 3、东亚国家与地区生命表**

年份	中国	韩国	香港	台湾
	1990-1993	2002	1998	2002
0 岁	0.29%	0.51%	0.31%	0.59%
1-4 岁	0.14%	0.51%	0.03%	0.05%
5-9 岁	0.05%	0.04%	0.01%	0.02%
10-14 岁	0.04%	0.02%	0.01%	0.02%
15-19 岁	0.07%	0.02%	0.03%	0.05%
20-24 岁	0.08%	0.04%	0.05%	0.07%
25-29 岁	0.07%	0.05%	0.05%	0.09%
30-39 岁	0.09%	0.06%	0.05%	0.12%
35-39 岁	0.13%	0.08%	0.07%	0.17%
40-44 岁	0.20%	0.13%	0.13%	0.25%
45-49 岁	0.33%	0.21%	0.20%	0.35%
50-54 岁	0.53%	0.34%	0.32%	0.51%
55-59 岁	0.86%	0.49%	0.54%	0.77%
60-64 岁	1.39%	0.74%	0.91%	1.17%
65-69 岁	2.43%	1.13%	1.49%	1.85%
70-74 岁	3.56%	1.78%	2.45%	2.98%
75-79 岁	5.64%	3.00%	3.91%	4.75%
80-84 岁	8.78%	5.38%	6.08%	7.82%
85 岁之后 (包括 85 岁)	13.47%	13.24%	10.98%	15.15%

资料来源：招商证券研发中心整理

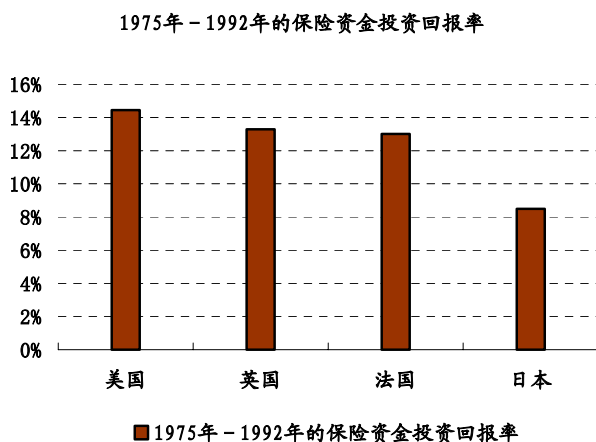
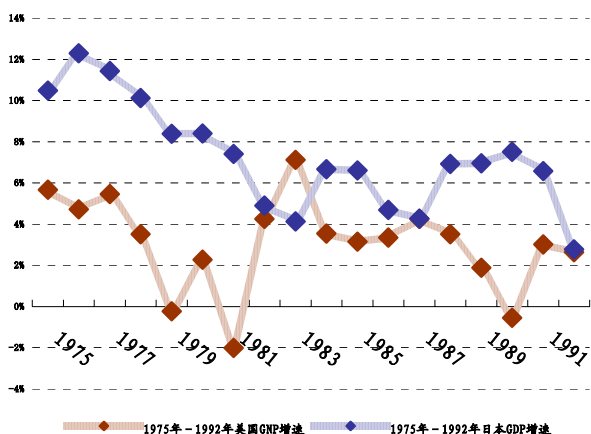
而利差是寿险行业的核心竞争力，也是我们估值的基础，所以我们重点分析利差。

### 1、我国投资回报率与发达国家差距巨大

我国高经济增速与保险的低投资回报率形成强烈反差，而国外的经济增速弱于中国，保险的投资回报率却远远高于中国

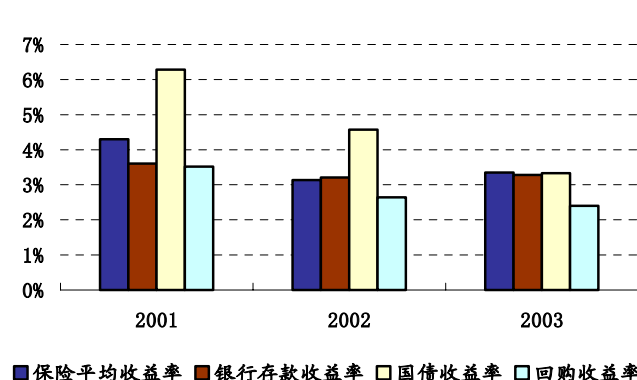
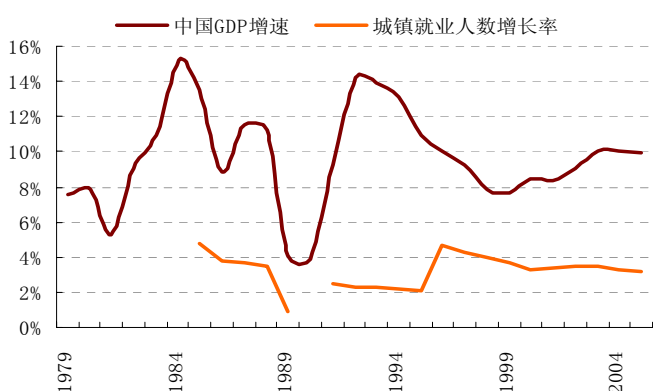
国内经济一直高速增长，年均 9% 以上，企业利润增速一直在 20% 以上，而保险的投资回报率却一直在低位徘徊（01-05 年，没有一年的收益率超过 5%，所以报表上才有非常保守的未来回报率假设），这种现象是极其不合理的。参考发达国家，回报率往往较经济增速为高，例如美国在 75-92 年间，GDP 的增速在 6% 以下，但是其保险资金的投资回报率却达到 14.44%，日本从 75 年-92 年，经济增速逐年放缓，从 75 年的 12% 降低到 92 年的 2.3%，但是其保险资金的回报率在这段时间为 8.48%。英国在 75-92 年的保险资金投资回报率为 13.29%，而法国在 75-92 年的保险资金回报率为 13.01%，我们的这种回报率上的差异恰恰反映出我们的改善价值，而分析师就是要看清楚这种改善价值（估值篇有精算价值对投资回报率假设的敏感性测算）。

图表 11、75——92 年美日 GNP 增速及美，英，法，日四国的保险资金投资回报率



资料来源：CEIC、招商证券研发中心整理

图表 12、我国 GDP 增速与就业人口增长率、我国保险资金的投资回报率



资料来源：CEIC、招商证券研发中心整理

## 2、造成低回报率的原因与改善的方法

现在造成这种低回报率的原因主要有三个方面，而未来，国家也将从这三个方面来改善

2.1、渠道的限制，以前保险只能投资于国债，定期存款等非常保守的渠道，而目前这种渠道已经有较大拓展扩展，而未来将进一步拓展。

现在，保险公司的直接投资股市比例提高到 5%，同时也可以投资于企业债，但是渠道上来说，仍然非常狭窄，横向来看，在国外地区，股票的直接投资比例限制一般在 30% - 65%，法国最高 65%。虽然美国有 10% 股票直接投资限制，但是对共同基金的投资比例没有限制，实际上是没有二级市场的股权投资限制。而我们这两项加起来的比例限制仅为 20%，

对比发达国家，我们的投资渠道限制过于苛刻

大大落后于国际同业。国外大部分没有外币投资的限制，只有美国的限制为 10%，即使如此，也远远高于国内目前的规模。而在不动产的投资上，我国的限制也非常苛刻。

**表格 4、国内保险可投资渠道**

当前保险的可投资渠道
商业银行的定期存款
国债与金融债
公司债与可转债（不超过资产的 30%，同时必须由保监会批准的中介机构给与 AA-级以上评级）
证券投资基金（不超过资产的 15%）
直接入市投资（不超过资产的 5%）
国外债券与 H 股（不超过外币资产的 80%）
基础建设投资（不超过资产的 5%）
银行股权（一般投资与重大投资合计不超过资产的 3%，而单一银行股权余额不超过 1%）

资料来源：保监会、招商证券研发中心整理

**表格 5、部分国家保险资金运用方式的比例限制**

国家	政府债券	现金及银行存款	股票	共同信托基金	保险单抵押贷款	不动产	外币与境外投资
美国	无限制	无限制	<10%	-	无限制	<10%	<10%
英国	无限制	无限制	无限制	-	无限制	无限制	无限制
法国	无限制	无限制	<65%	-	<5%	<10%	无限制
德国	无限制	无限制	<30%	-	<10%	<40%	限于被控债务同值资产
新加坡	无限制	单一银行不超过 20%	45%		保单现金价值	25%	30%
韩国	无限制	10%	30%	-	-	15%	-
马来西亚	不低于 20%	无限制	30%	10%	20%	20%	5%
泰国	无限制	无限制	包括公司股票为 30%	20%	保单现金价值	10%	-

资料来源：CEI、招商证券研发中心整理

即使纵向来看,在日本 75-96 年高速增长期,股票的投资比例翻了 6 倍,从 4%到 24.73%,而韩国从 81 年到 97 年,股票债券投资比例从 18.5%上升到 27.2%,而台湾从 86 到 97 年,股票债券的投资比例从 17.36%上升到 28.03% (见表)。说明在资本市场的逐步繁荣期,保险公司的股票与债券投资比例会显著提高。而我国目前的资本市场正在蓬勃发展,预计未来的股票与债券的投资比例会进一步提高,预计到 2010 年,股票与基金投资比例合计将会达到 30% - 40%,而长期公司债的占比也会显著提高。

**表格 6、美国、日本、韩国、中国台湾保险资产运用结构变动情况**

国家	年份	贷款	债券	股票	不动产	银行存款	其他	合计
美国	1917	47.6	33.2	1.4	3	14.8	0	100
	1985	27.4	38.5	10	2.1	22	0	100
	1997	12.2	41	23.2	1.8	21.8	0	100
日本	1975	67.9	17.7	4	7.9	1.4	1.1	100
	1996	34.6	3.88	24.73	5.2	6	5.59	100
韩国	1981	62.8	18.5		18.7			100
	1997	48.5	27.2		8.5	15.8		100
中国台湾	1986	31.29	17.36		27.19	24.6	0	100
	1997	35.05	28.03		9.89	27.03	0	100

资料来源: CEI、招商证券研发中心整理

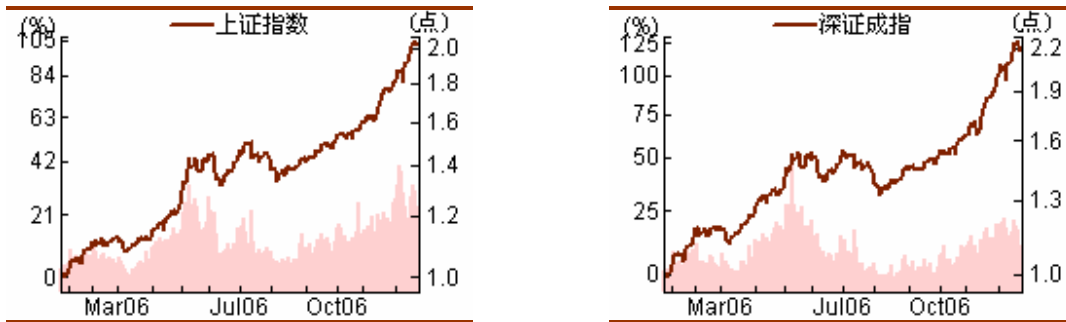
管理层清楚的认识到目前投资渠道问题是保险资金运作最大的问题,所以也在积极的为保险公司证券政策上的放行,例如保监会主席主席吴定富就多次明确表示将拓宽保险资金的投资渠道。在这样的需求与管理层的促进下,相信保险未来在投资渠道上会有较大的放宽。

## 2.2、资本市场的不成熟

实体经济的  
强劲一般会  
反映到资本  
市场的繁荣

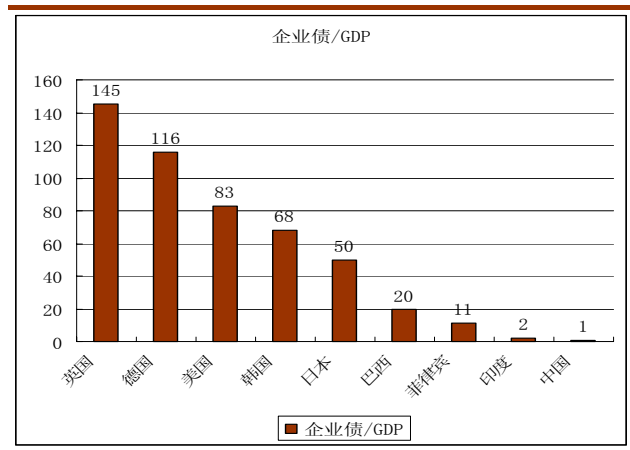
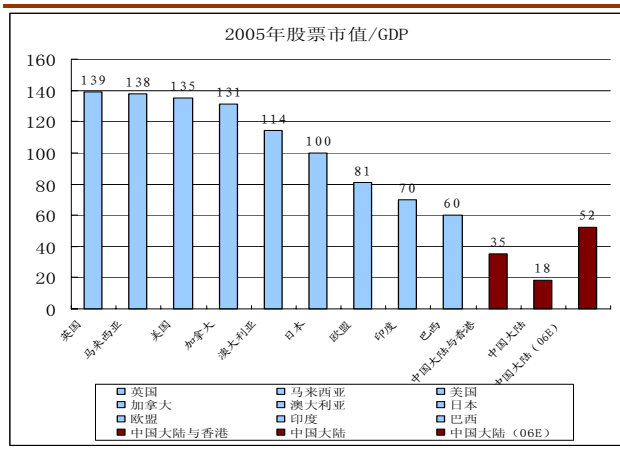
我国的资本化比例与发达国家的差距依然很大,股票占 GDP 的市值在去年仅为 18%,而 06 年预计提高到 52%,但是与发达国家的差距依然很大,发达国家基本上都在 100%以上,即使发展中国家,以印度、巴西来看,我们如此强劲的经济依然有提高的空间。目前,债券市场的发展明显要落后于股票市场,但是国家在短期融资券上的放开,也会促进债券的发展,而随着信用体制的健全与发展,预计公司债的规模也会逐步跟上股票融资的速度。而股市与债市市场容量的扩张,也降低了保险公司的冲击成本,提高回报率。

图表 13、沪深两市指数走势图



资料来源：招商证券研发中心整理

图表 14、资本化比率



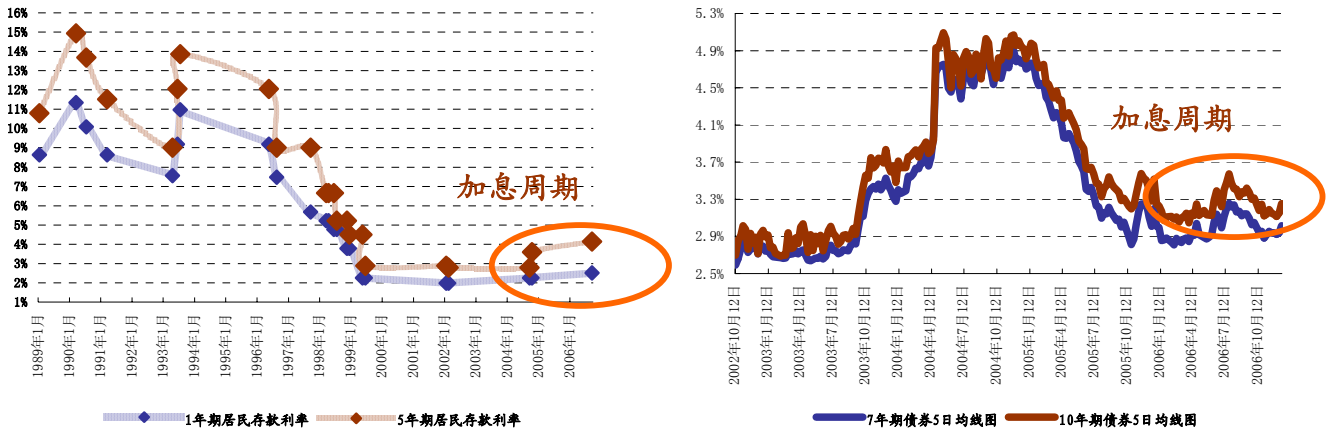
资料来源：CEIC、招商证券研发中心整理

### 2.3、低利率的环境

我们步入加息周期，而利率的提高可以提升保险资金回报率

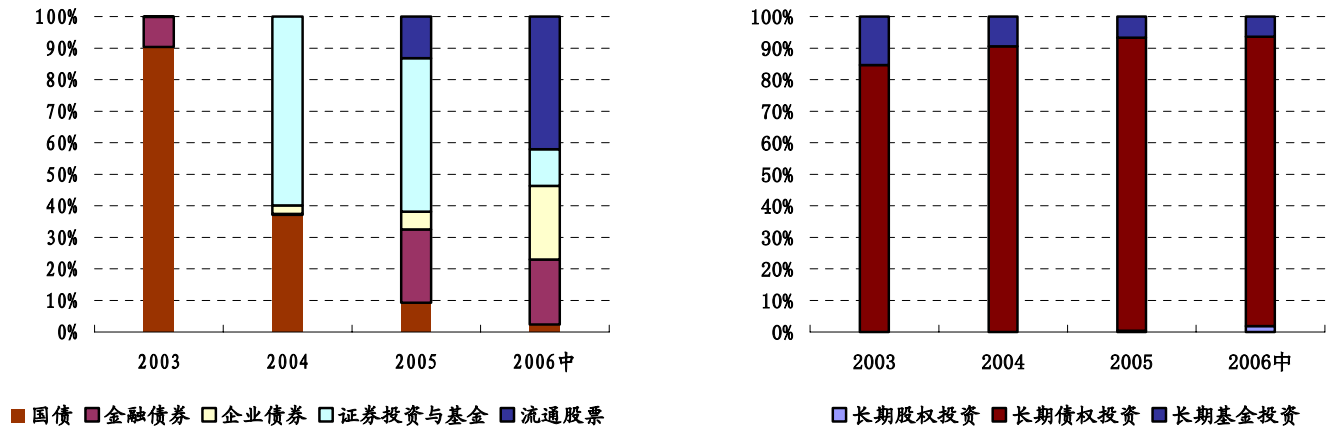
众所周知，目前中国经济目前已经进入了加息周期，目前投资增速反弹，调控的风声又紧，预计 07 年 - 10 年我们都将处于加息周期。这样对于保险的回报率会有一个较大的提升作用，因为保险依然大部分的资金投资于银行存款与国债上，提息使得再投资收益率明显提高。同时，保险持有的长期债券大部分是归属于持有到期的金融资产，所以加息对其并没有过多负面影响。

图表 15、存款利率走势图、沪市国债到期收益率五日均线图



资料来源：WIND 咨询、招商证券研发中心整理

图表 16、人寿短期投资结构变化（净值占比）、人寿长期投资结构变化



资料来源：招股说明书、招商证券研发中心整理

这三个方面，是未来主要的提高投资回报率的主要方向，而根据发达国家经验，基本上高速增长时期的投资回报率都在 8% - 15%，而中国目前作为正在崛起的大国，经济高速增长，只要在上述三个方面下力气去改善，相信投资回报率在 2013 年达到 8% - 10%，这就为我们后面的高估值奠定了基础。

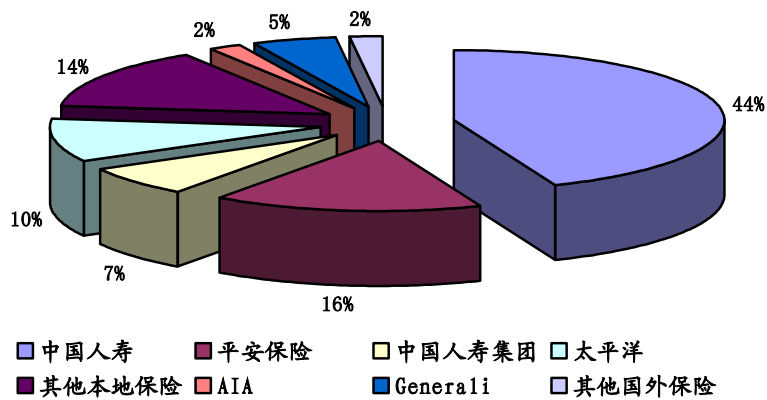
三、竞争篇

1、目前行业内格局呈现高度集中的特点

寿险行业  
呈现高度  
集中局面

目前寿险行业内部呈现出高度集中的格局，人寿控制了近半壁江山（06年中为49.4%，05年底为44%），显示出人寿在寿险行业的领导地位。造成这种格局的因素，主要是历史遗留的影响。国家从59年暂停保险业务，82年恢复寿险业务，之后一直由中国人民保险公司经营，后来改组成人保（集团），将寿险，财险，再保险分拆经营，最后寿险这块就是人寿（集团）的前身，后来中国人寿剥离不良保单，重组上市。实际上人寿如此庞大的客户基础与营销网络，都是由于接过原先积累的资源。

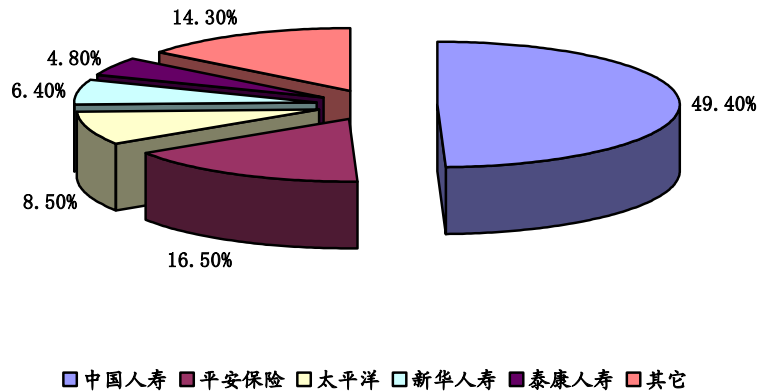
图表 17、2005 年底的市场份额一览



资料来源：招商证券研发中心整理



图表 18、2006 年上半年的市场份额一览



资料来源：招商证券研发中心整理

## 2、未来行业集中的格局不会改变

国寿的垄断局面在未来的很长时间内，不会改变

而未来的行业形态，我们与其他分析师的预测并不相同，我们认为人寿的这种垄断优势是可以持续的，也即是说人寿的份额并不会由于竞争出现大幅下降。这主要是由于行业的竞争态势已经从过去的拼规模，转向拼盈利能力。外资保险公司的经营理念也并不急于追求规模，也没有如此的实力去追求，因为寿险行业的初始盈利点一般在 5-7 年，也就是说一家寿险公司必须要面对 5-7 年亏损的局面，如果大局扩张，对于其成本来说，会构成巨大的压力。而中资的寿险，目前也开始主动收缩高成本业务，例如平安主动降低自己银保渠道的销售比例（因为银行的手续费率过高，参考产品篇）。在这种大环境下，人寿的网络与人员优势不会削弱，同时人寿在二三线城市的品牌与基础，也使得其他竞争对手无法轻易进入（人寿核心竞争力篇），因此，行业的份额方面，在五年之内，并不会发生太大变化，而 06 年初人寿份额的提高，恰恰可以说明这点。

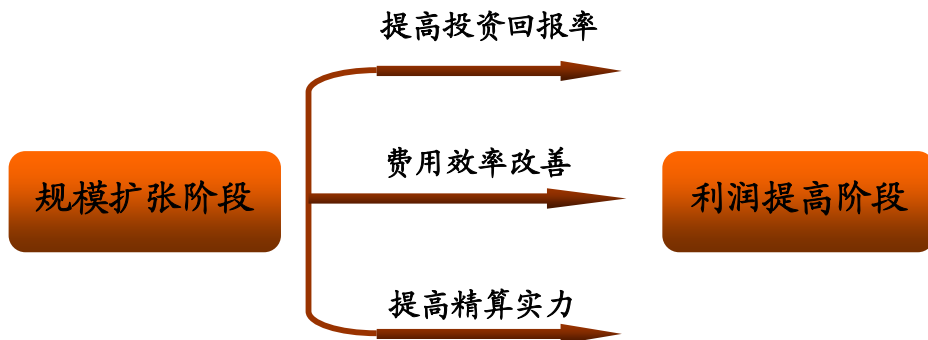
即使从周边地区，亚洲的其他国家来看，寿险行业的集中度也是非常高的，例如前五名保险公司在寿险行业的所占份额上（99 年数据），都超过 50%，而印度，越南更是 100%。说明寿险的行业特点，决定了整个市场的集中化。

**表格 7、1999 年亚洲各国（地区）寿险业和非寿险业集中度**

国别	保险公司数量		排名前五位保险公司的市场份额		Herfindahl 指数	
	寿险	非寿险	寿险	非寿险	寿险	非寿险
中国	12	14	99.10%	98.10%	5180	6398
印度	1	5	100.00%	100.00%	10000	2524
越南	4	10	100.00%	94.80%	10000	3908
韩国	27	15	82.10%	74.40%	2126	1368
日本	45	60	61.20%	53.10%	1009	828
中国台湾	31	28	78.50%	47.60%	1771	805
印尼	62	107	66.20%	34.30%	1317	381
泰国	25	73	90.20%	37.40%	2975	462

资料来源：招商证券研发中心整理

**图表 19、规模向利润转型**



资料来源：招商证券研发中心整理

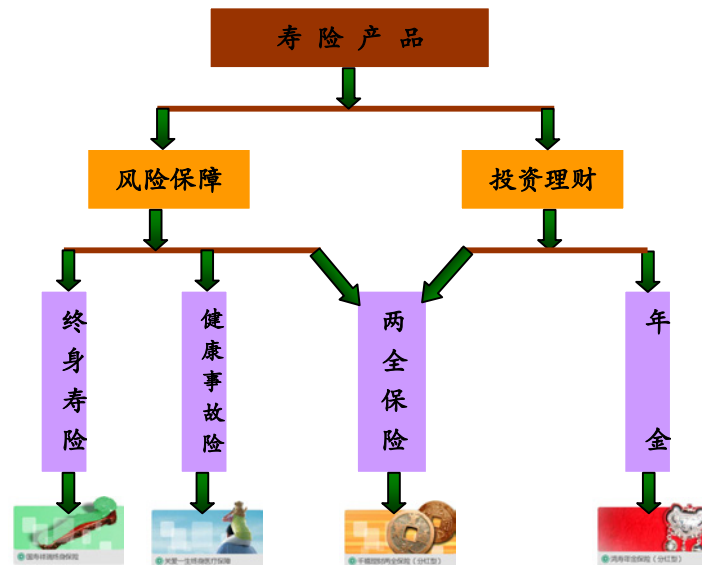
而在利润提高阶段，人寿的资源与背景，是其他竞争对手所无法比拟的，因此，我们认为人寿可以获得很多超额回报的机会，这样为人寿未来在利润提高阶段的胜出奠定了基础，而目前中行，工行与中信股权的投资，正是这种行业趋势的反映。（详细分析请参考人寿的核心竞争力），因此我们认为寿险行业依然会维持高度集中的格局，同时盈利将向领导者转移。

## PART2、公司面的论述

### 一、产品篇

寿险的产品非常繁多，而人寿作为寿险的龙头企业，旗下产品的广度与深度明显要领先于其他同业，这里做一个简单的介绍方便投资者把握人寿的投资价值。

图表 20、丰富的寿险产品



资料来源：招商证券研发中心整理

### 1、保险目的分类

寿险的产品主要分成两类，一类是风险保障型，另一类是投资理财型，两者的功能与特点存在较大的差异。

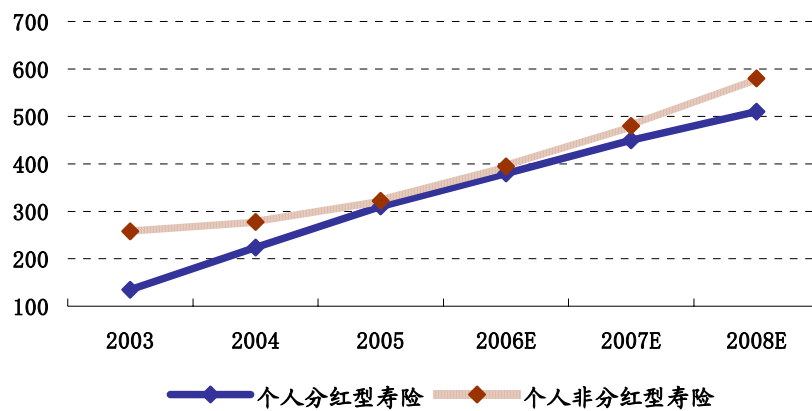
**风险保障型：** 主要包含定期寿险，终生寿险，健康事故险。这种保险主要功能是防范风险，其投资功能相对较弱。定期寿险即指在特定期限内提供死亡保障，终生寿险指终生提供死亡保障。

**投资理财型：** 主要具备较高的储蓄与投资功能，例如两全产品（也有可能是风险型产品，但并非主流）即无论被保人在保期结束前死亡，还是生存至保期满都将获得保险金。健康事故指在住院时或者发生意外时将获得保险金。年金，既是指保险公司从约定的时点开始，按照一定周期给付保险金。万能寿险是指保费可根据保单持有人的需求和状况变化，改变保险金

额，同时使得保险单现金价值与投资收益相联系，允许被保险人部分支取个人账户的现金，是当前保险市场发展最快的产品之一。

无论风险保障还是投资理财，都有分红型与非分红型两种，分红型使得被保险人可以在保险公司给付的保底收益率之上获得保险公司盈利的分红。一般情况下，保险公司用以分红的利润，主要是保险公司所获得收益减去必要的费用与计提之后，再留出 70%（此项为证监会规定下限）作为保单持有人的分红。而非分红型则不具备这种特点。目前与世界范围相比，大部分的国家都是维持 80%-90%的分红比例，而中国寿险公司的分红比例相对较低，但我们认为这种分红比例仍将持续，因为作为保险的战略定位是其保障功能，分红与投资功能只能作为锦上添花的选项，不应该本末倒置，提高分红比例显然不是当前寿险行业发展的重点。在过去三年分红型增速非常迅猛，复合增长率达到 51%。需要注意的是，保险的分红收益是不需交税的，而银行存款利息收入需要交 20%利息税的相比。当前银行 5 年期的存款利率为 4.14%，扣除利息税之后的利率为 3.31%，较分红险 2.5%上限的保底收益，并不具有太大的溢价，而分红险具有超出保底收益的回报的机会，同时保障功能依然是保险最为主要的功能。但在短期来看，目前股市正在牛市进行中，而提高的利率也将导致居民的预期收益率的提高，分红险在吸引力方面会有下降，而增速在今明两年会有一个减速。

**图表 21、分红险与非分红险增速对比**



资料来源：公司年报、招商证券研发中心预测

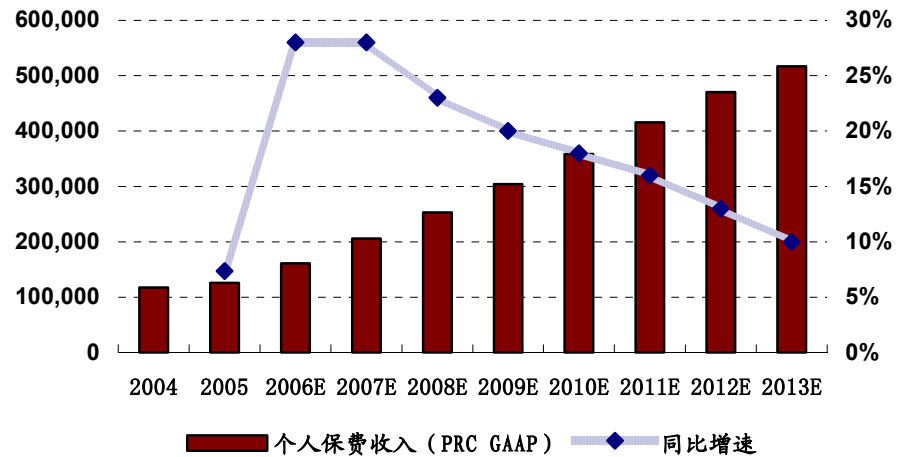
## 2、业务种类分类

### 2.1、个人业务

个人业务在保费收入中的占比依然具有绝对优势，同时增速与可持续性都明显好于团体寿险，这主要因为我们前面收入层面所谈的消费升级，行业空间等因素，预计未来三年仍将维

持 20% 以上的复合增长率，同时个人业务的毛利率也相对团体业务高（主要由于团体的谈判能力较强），可以为人寿带来更多的利润。

**图表 22、2004 年——2013 年个人保费收入及增速**

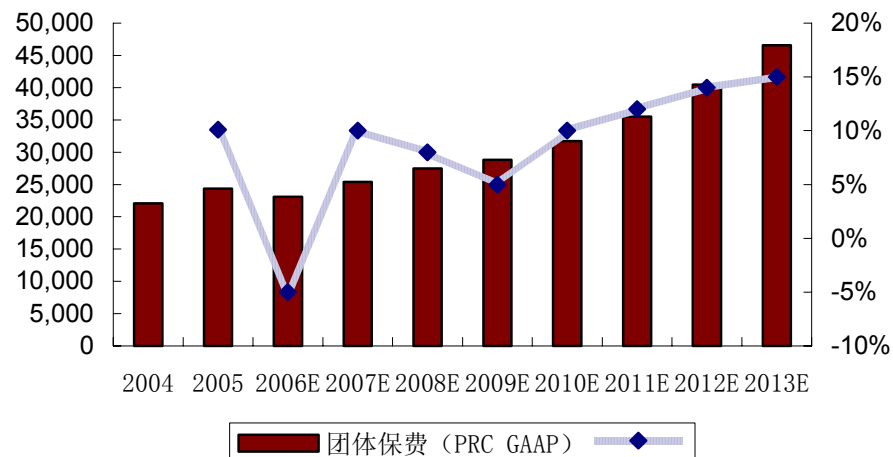


资料来源：招股说明书、招商证券研发中心预测

## 2.2、团体业务

团体业务的增速明显缓慢，这里主要由于政府对于企业购买保险的监管，同时政府对企业年金的逐步放开，对于团体业务来说，都有一定的负面影响，所以短期来看，我们给予 5% - 10% 的增长率预测，但是在更长的时间，我们相信只要人寿证明自己的投资能力，充分发挥自身资源背景优势，团体业务会恢复增长。

**图表 23、2004 年——2013 年团体保费收入及增速**



资料来源：招股说明书、招商证券研发中心预测

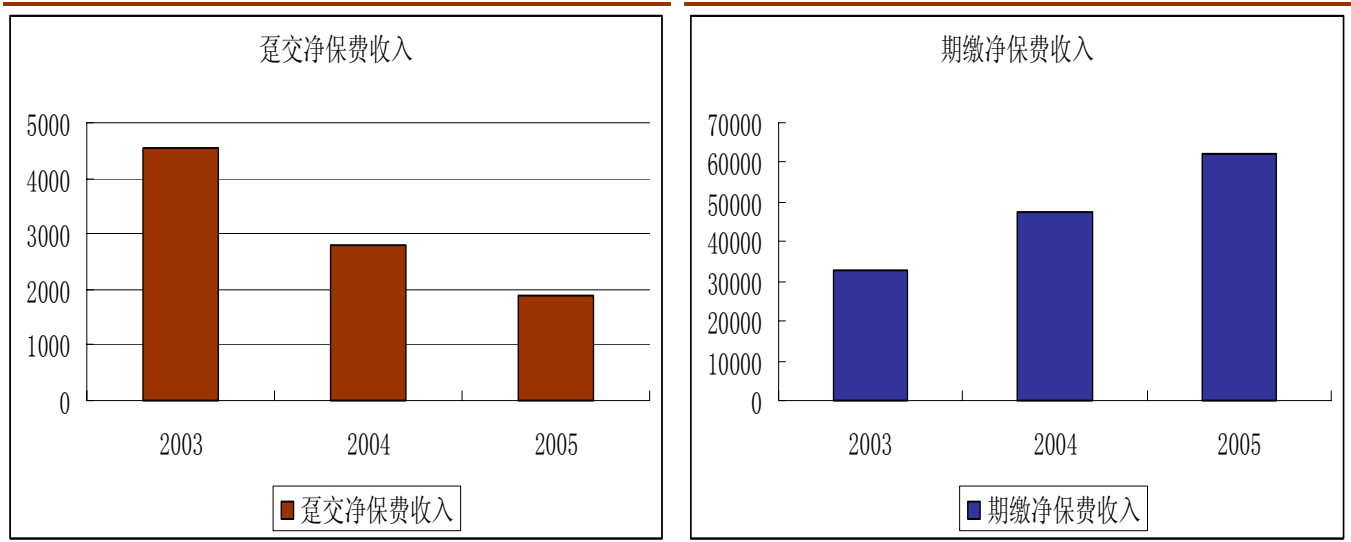
### 3、交费方式对比

期缴比例的提高可以提升产品的利润率

期缴的净保费金额逐年上升，上升到 05 年的 620.27 亿，而趸交的净保费金额在逐年下降，从 03 年的 45.53 亿，下降到 18.96 亿。期缴比例的提高实际上有利于提高保险业务的边际收益率，因为趸交的费用率往往较高。

根据调研，趸交方式主要来自于银行的分支机构，这主要是因为银行代理保险费用很高，一般为 2.5-3.5% 的保费收入，而银行人员为了追求自身的高手续费收益，往往会给消费者推荐趸交的缴款方式。而期缴，大部分是由保险自身代理销售，不需要经过银行，所以费率明显要低。（所以在新业务估值倍数的确定上，我们也考虑了边际收益率的提高）

图表 24、净保费收入与期缴净保费收入（单位：百万）



资料来源：招股说明书、招商证券研发中心整理

## 二、竞争力篇

### 1、强大的政府背景是其将来获得超额报酬率的核心

政府背景与资源可以保证人寿参与高回报项目

对于人寿，其最为核心的竞争力就是其强大的政府背景与资源，可以投资到其他机构无法投资的企业，这点在中信证券的增发中可以明显反映，中国人寿股份公司获得 3.5 亿股，而人寿集团获得 1.5 亿股，其他机构没有参与的空间。同时广发行的股权争夺之中，人寿的背景也起到相当重要的作用，与花期一起击败法兴与平安，而南方电网上击败华能，国家电网，虽然是母公司的胜利，不排除未来装入上市公司的可能，同时也说明人寿集团的实力。这些依靠背景与资源的投资，往往伴随着巨大的超额收益，例如中信证券目前的股价在 25 元，

较最初的 9.29 元的增发价上涨 169%，中行，工行的股价都大幅上涨（中行 30%，建行 94%），广发预计随着花旗的进入，经营业绩的改善，获取巨额收益的可能性很大（成本仅为 2.48 元，而按照相近民生银行估值，我们给予其三年目标价 8 元，三年回报率预计达到 222%），这仅仅是大型股权投资的开始，预计未来人寿会有更多机会获得巨额收益。

**表格 8、人寿股权投资收益一览**

名称	股份性质	击败对手	股数	占股权比例	投资成本(每股)	市价(12.23)	收益率
中信证券	A 股	各保险与基金	350,000,000	11.74%	9.29 元	24 元	158%
中国银行	H 股	各保险与基金	394,210,000	0.16%	2.98 港币	3.9 港币	31%
中国建行	H 股	各保险与基金	408,495,000	0.19%	2.38 港币	4.62 港币	94%
中国银行	A 股	各保险与基金	123,376,000	0.05%	3.08 元	4 元	30%
广发银行	未上市	法兴与平安	2,281,684,519	20%	2.485 元	预计三年后, 8 元	222%(三年预计收益)

资料来源：公司招股说明书、招商证券研发中心整理

国寿的投资  
回报率必将  
逐步提高

目前国内 A 股市场的火爆，必然会迎来 07 年上市与定向增发的高潮，而人寿完全可以凭借其背景获得上市前或增发的稀缺筹码，从而获取稳定的高额盈利。从 07 年 1 月 1 日起，中国大陆使用新会计准则，交易性的金融资产盈利将直接归入利润，对人寿的利润将会有较为明显的提高作用。另外，我们可以粗略估计 07 年股权投资的收益率应在 16% 以上，而保险资金收益率合计将达到 5.8%，在未来 5 年，随着资本市场的繁荣，利率的逐步上调，资金运用的收益率会维持逐步提高的趋势，我们认为，到 2013 年，将达到 8% - 10% 的资金收益率，这也为我们后面的估值篇的假设提供了依据。

**表格 9、资金运用的回报率预测**

	2004 收益率	2005 收益率	2006E	2007E	2008E	2009E
银行存款类净投资收益	3.45%	3.93%	4.05%	4.20%	4.40%	4.70%
债权投资类净投资收益	3.06%	4.21%	4.10%	4.40%	4.70%	5.00%
股权投资类净投资收益	1.34%	1.94%	14.30%	16%	18%	20%
收益率合计	3.26%	3.93%	5.30%	5.80%	6.40%	7.00%

资料来源：招股说明书、招商证券研发中心预测



## 2、庞大的营销网络与客户基础

营销网络与客户资源,可以让国寿得到更多的低成本资金

### 2.1、庞大的营销网络

公司拥有国内规模最大、分布最广的销售队伍。共拥有保险营销员约 648,000 人, 团险销售人员约 12,000 人, 分销网络几乎遍及中国各地。除了保险营销员和团险销售渠道, 还建立了多渠道的分销网络, 主要包括分布于商业银行、邮政储蓄网点和信用合作社等兼业代理机构的 90,000 多个网点。此外还通过专业代理公司和保险经纪公司为客户提供保险产品和服务。

### 2.2、最庞大的全国性客户群

公司是中国拥有最大客户群的人寿保险公司。根据招股说明书资料, 截至 2006 年 6 月 30 日, 公司拥有超过 7,000 万份有效的个人和团体人寿保险单、年金合同及长期健康保险保单; 向个人和团体提供意外伤害保险和短期健康保险产品和服务; 代理集团公司 5,991 万份有效保单。公司已为所有长期和短期保单持有人提供过共计 6 亿人次的服务。

### 2.3、占有绝对优势的市场占有率是庞大的销售网络和客户群的直接体现

从全国市场份额来看, 公司 2005 年和 2006 年上半年保费收入的市场份额都在 44% 以上, 占据国内人寿市场的半壁江山。比排在第二位多出 30% 的市场份额, 优势非常明显。

**表格 10、国内各寿险公司所占市场份额**

单位: (亿元)	2006 年上半年保费收入	2006 年上半年市场份额	2005 年保费收入	2005 年市场份额
中国人寿保险股份有限公司	1,114	49.40%	1,609	44.10%
中国平安人寿保险股份有限公司	373	16.50%	588	16.10%
中国太平洋人寿保险股份有限公司	192	8.50%	362	9.90%
新华人寿保险股份有限公司	145	6.40%	211	5.80%
泰康人寿保险股份有限公司	109	4.80%	178	4.90%
其它	322	14.30%	698	19.10%
总计	2,255	100%	3,646	100%

资料来源: 招股说明书、招商证券研发中心整理

再从国内各区域来看，除经济发达地区（包括直辖市与沿海发达地区）占有绝对的市场份额外，在经济欠发达的中西部地区也有较高的市场份额就更加显示出公司庞大的营销网络和客户群体。

**表格 11、2003 年主要寿险公司各地区市场份额**

地区	中国人寿	平安人寿	太平洋人寿	新华人寿	泰康人寿	太平人寿
直辖市和计划单列市	30.55%	36.18%	11.09%	12.18%	6.37%	3.64%
沿海发达地区	60.50%	14.51%	16.14%	4.63%	3.76%	0.46%
中部地区	61.24%	17.29%	11.49%	4.35%	5.14%	0.48%
西北部地区	72.90%	13.19%	11.82%	1.47%	0.62%	0.00%

资料来源：CEI、招商证券研发中心整理

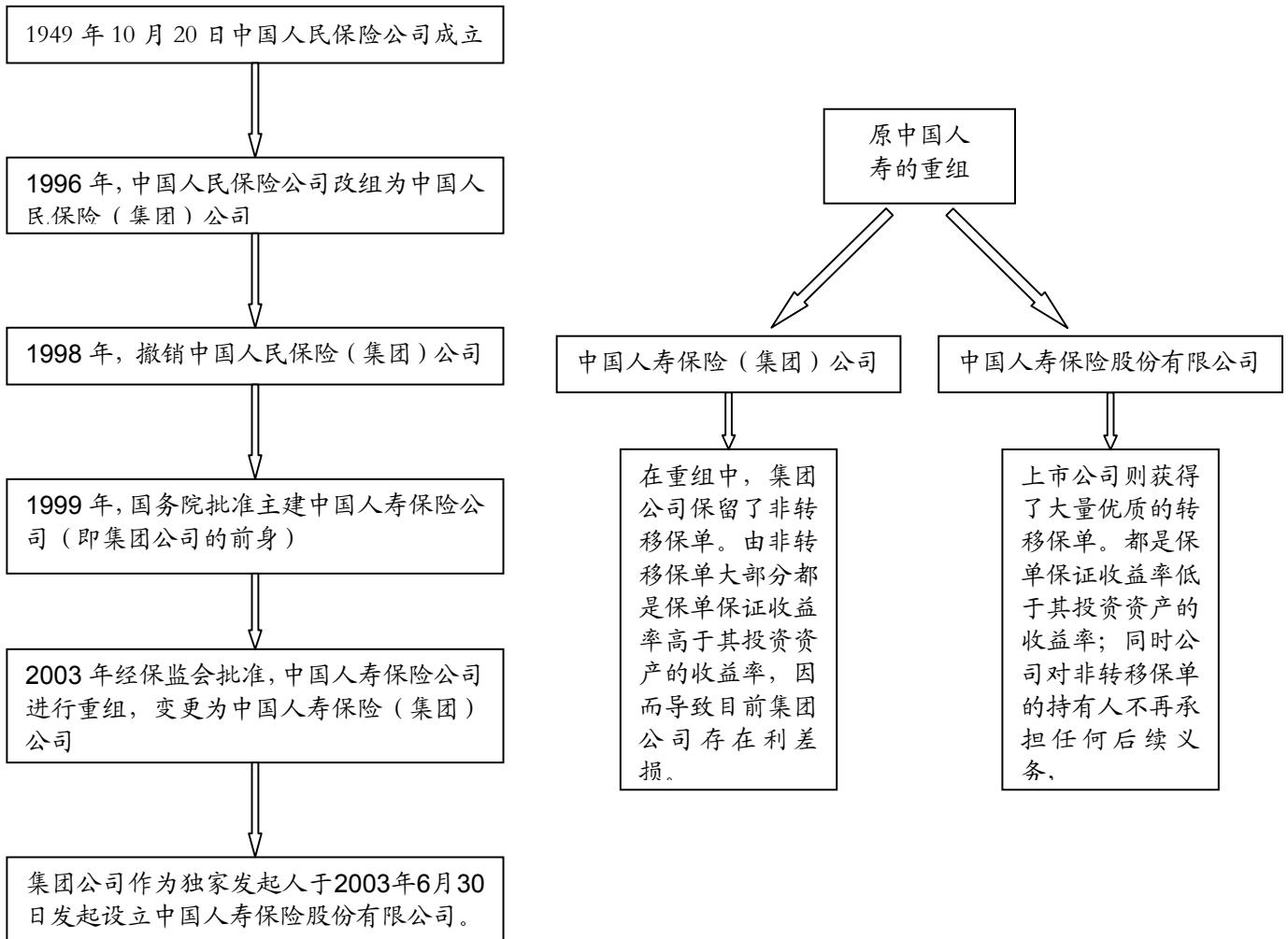
### 3、优质的保单基础是低成本资金的来源

优质的保单  
使得人寿的  
资金成本折  
上再折

中国人寿保险股份有限公司是 2003 年 6 月 30 日由中国人寿保险（集团）公司作为独家发起人与 2003 年发起设立的。公司在 2003 年 9 月 30 日与集团公司签订了《重组协议》。在进行重组时，集团公司将保单分为转移保单和非转移保单。转移保单基本上都是保单保证收益率低于其投资资产的收益率（低成本的资金来源）；而集团公司保留了保单保证收益率高于其投资资产的收益率的大量非转移保单（高成本的资金），同时上市公司对非转移保单的持有人不再承担任何后续义务。

这样，集团公司实际上就将大量优质的保单注入了上市公司，使得上市公司获得大量的低成本资金，使得公司盈利能力大大增强。（别忘了保险公司的实质就是放大杠杆的投资公司，而低成本的资金来源，当然是这种投资公司的核心竞争力）

图表 25、重组方案介绍



非转移保单	中国人寿保险(集团)公司直接承保或按再保险合同方式承保的正式履行和尚未履行但可以复效的,除“转移保单”外的所有保单(无论是主险保单还是附加险保单)
转移保单	(1) 依据1999年6月10日及之后保监会批准和备案的保险条款订立的并在1999年6月10日及之后签订的一年期以上(不含一年)的保险合同,并且是a)在《重组协议》附件中说明的精算数据库中所载的截至2003年6月30日签定的长期保险合同,或(b)依照团体补充医疗保险(基金型)条款签定的保险合同;(2) 1999年6月10日及之后签订的一年及一年以下的主保险合同;(3) 附加于上述(1)和(2)合同下的所有附加保险合同,以及重组协议附件中列明的适用的再保险合同。这些保单在本招股说明书中称为“转移保单”

资料来源:招股说明书、招商证券研发中心整理

#### 4、富有经验的管理层

管理层经验  
丰富,搭配也  
得当

杨超拥有近 30 年的保险业、银行业工作经验,同时在集团公司地位非常稳定,有足够的威信,能将集团公司与上市公司资源进行优化配置,并平衡各方利益,作为领导者,是值得信赖的。其他各位管理者基本上都具有保险业相当丰富的从业经验,在保险业核心的投资、风险控制、信息技术领域都有非常优秀的决策者。

同时整个管理团队平均年龄 46.5 岁,正是年富力强的黄金时期。我们认为整体本土管理团队的水平较高。

表格 12、对于公司高管的判断

姓名	职位	年龄	对于公司高管的判断
杨超	董事长	56 岁	拥有 30 年丰富的保险、银行工作经验。具有很好的英语能力和国外留学背景;曾在欧洲、香港等发达完善的保险市场负责管理工作学习。使其更具有国际化视野。在集团公司地位非常稳定,有足够的威信,能将集团公司与上市公司资源进行优化配置,并平衡各方利益,作为领导者,是值得信赖的。
吴焰	总裁	45 岁	曾担任共青团中央组织部副部长,具有较强的政治背景。个人所积累的政治人脉及资源将为公司争取到政府更多的优惠和政策。从事金融领域相关管理工作也有近十年时间。
万峰	副总裁	48 岁	具有较高的学历,是正统的科班出身。从事人寿保险工作已经 23 年,是一位非常务实低调的实干型企业家。先后毕业于吉林财贸学院获得经济学学士学位、香港公开大学获工商管理硕士学位和天津南开大学获经济学博士学位。
刘乐飞	首席投资执行官	33 岁	曾在首创、银河证券担任投资决策者,具有丰富的投资管理实战经验,并先后毕业于人大、中国社科院和中欧工商管理学院,对于财务金融有较深的造诣。是第九届和第十届全国青联委员,并担任新华富时指数委员会委员和路透年金指数委员会委员。
刘安林	首席信息技术执行官	43 岁	本科主修计算数学,获清华大学工商管理硕士,现在攻读风险管理专业博士,有 11 年的从事信息技术相关工作经验的经验。是一位实干型的管理者。

Daniel Joseph Kunesh	总精算师	61 岁	曾于 1999 年至 2000 年期间担任美国精算学会之寿险财务报告委员会主席，于 1990 年至 1992 年期间担任美国保险管理委员会 (NAIC) 顾问委员会成员。参与了超过 150 个保险公司的审计业务，具备非常丰富的财务经历和在寿险精算领域丰富的专业经验。John Hancock 将会极大提高公司的精算实力。
----------------------------	------	------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源：招商证券研发中心整理

### 三、盈利预测与估值篇

#### 1、盈利预测章

由于国际会计准则符合国际惯例，也使得利润更加具有国际可比性，而人寿也将于 07 年采用新会计准则，使得整体的会计准则更加接近于国际会计准则 (IFRS)，所以我们采用香港的会计准则作为盈利预测的标准。

核心假设 1：我们预计 06 年人寿的保费收入将实现 28% 的增长，而 07-09 年，增速依然会维持在 20%-30%，理由我们前面已经强调过，宏观经济的增长与消费升级，人口红利带来保险需求的高速扩张，同时二三线城市与农村保险意识的增强，也为人寿收入面提供了发展的动力。而人寿的份额在目前的行业竞争中，并不会收到威胁。

核心假设 2：在投资渠道上，我们假设股权投资的比例逐年提高，06 年将达到 8.3%（直接投资比例并没超过 5%），而预计 07 年直接投资比例有望放宽到 10%，在战略投资的限制上也会有所松动，所以股权投资比例将达到 14%，而 08 年达到 15% 以上。

内含价值在 06 年会有大幅的上升，同比增长 31%，每股内含价值将达到 5.64，主要由于 A 股上市融资（假设 20 元发行），使得净资产出现较大的提升。而我们预计未来三年，随着人寿投资回报率的提高，内含价值依然可以维持 20% - 25% 的增长。（但这种内含价值的假设我们是很怀疑的，具体理由请见估值篇）

人寿凭借其政府背景，投资回报率将随着资本市场的逐步壮大，投资渠道的放开而提高，也导致人寿的 ROE 与 ROA 水平逐步上升。预计 07 年 ROE 达到 16.7%，ROA 达到 2.52%，而 09 年 ROE 达到 21.7%，ROA 达到 2.76%。

**表格 13、利润表**

	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E
保费收入净额	81,022	103,708	133,768	171,159	218,946
净投资收益	16,435	24,653	35,037	44,940	57,632
其他净收入	1,739	2,500	2,500	2,500	2,500
收入合计	99,196	130,861	171,305	218,599	279,078
佣金及手续费	9,082	11,716	15,365	19,359	24,968
保险及赔偿金	49,135	63,384	81,524	104,338	133,504
收购成本分摊	16,287	20,522	25,652	31,295	37,868
利息及红利支出	11,226	14,033	18,317	23,813	30,707
其他支出	972	1,264	1,339	1,685	2,156
支出合计	86,702	110,918	142,197	180,490	229,202
营业利润	12,494	19,943	29,108	38,109	49,876
所得税	2,145	3,590	5,385	7,241	9,726
少数股东权益	59	80	116	152	200
净利润	10,290	16,273	23,607	30,716	39,951

资料来源：招商证券研发中心

**表格 14、资产负债表**

	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E
现金及现金等价物	28,051	35,905	47,087	60,729	78,323
定期存款	164,869	210,681	230,944	256,108	280,872
债权投资	255,554	336,739	420,384	587,215	630,283
股权投资	39,548	53,159	121,832	167,283	201,182
其他投资	981	1,236	1,738	2,198	2,573
投资资产合计	489,003	637,720	821,985	1,073,533	1,193,233
递延保单获取成本	37,741	50,132	67,383	86,473	109,283
有形固定资产	12,710	16,523	22,183	29,373	37,393
其他资产	19,765	39,386	24,101	2,349	107,708
资产总计	559,219	743,761	935,652	1,191,728	1,447,617
未决赔付和未到期责任准备金	6,931	9,010	11,533	14,532	18,019
长期保险合同	396,288	523,100	667,363	867,571	1,092,596
长期投资合同	44,102	58,391	74,740	95,668	118,628
其他负债	31,089	31,432	42,438	61,204	34,285
负债合计	478,410	621,933	796,074	1,028,975	1,263,529
股本	26,765	28,265	28,265	28,265	28,265
权益合计	80,809	121,828	139,577	162,753	184,088

资料来源：招商证券研发中心

**表格 15、核心指标预测**

EPS (IFRS)	0.38	0.58	0.84	1.09	1.41
DPS	0.05	0.20	0.25	0.30	0.35
BVPS	3.02	4.31	4.94	5.76	6.51
EV	4.26	5.64	7.1	8.9	10.8
NBV	0.30	0.4	0.53	0.65	0.79
ROE	12.73%	13.36%	16.91%	18.87%	21.70%
ROA	1.84%	2.19%	2.52%	2.58%	2.76%
偿债能力					
偿付能力	273%	536%	437%	368%	337%
实际偿付能力	59,561	117,348	137,183	152,373	183,234
法定偿付能力	21782	21874	31384	41384	54384
偿付能力溢额	37,779	95,474	105,799	110,989	128,850

资料来源：招商证券研发中心

## 2、估值：合理假设决定合理估值，本土定价权的焦点之战

外资同行分析师看反国寿走势的主要原因是没有认识到内含价值与新业务价值所使用假设的不合理性

何谓估值？估值是判断其合理价值，而不是通过账面价值简单按照国际标准乘以一个通用的系数，很多时候，账面价值本身就存在重大的问题，尤其是寿险行业，因为假设往往是不合理的。我们整体估值的思路就是通过分析，证明寿险行业目前所采用的投资收益率假设大大的低估了寿险企业实际的投资价值。按照发达国家经验，与中国的点（经济高速发展，资本市场步向繁荣，投资渠道的增加，人寿的背景与市场领导力），人寿的投资回报率必然逐步提高（参考回报率篇）。通过自建模型来发现人寿精算价值对于投资回报率的敏感性，最后选定我们认定的合理假设，来进行合理估值。

### 2.1、估值的核心需要围绕投资收益率展开

寿险的盈利实际上是从投保人手中获取现金，代为投资，在将来再按照条款与回报率返还。实质上，赚的就是对投保人的预期与实际发生的差额。所以才会有死差（实际死亡率与预期死亡率的差距），费差（实际费用率与预期死亡率的差距），利差（实际投资回报率与预期的差距），而死差与费差在充分竞争的市场中，应该差距不大，在未来，真正决定公司胜负的是利差，也即是投资回报率超过预定回报率的部分。而我们认为估值的核心也应该围绕投



资回报率展开，因为这才是保险行业的核心价值，而目前市场上几乎都低估了人寿未来所能达到的投资回报率。

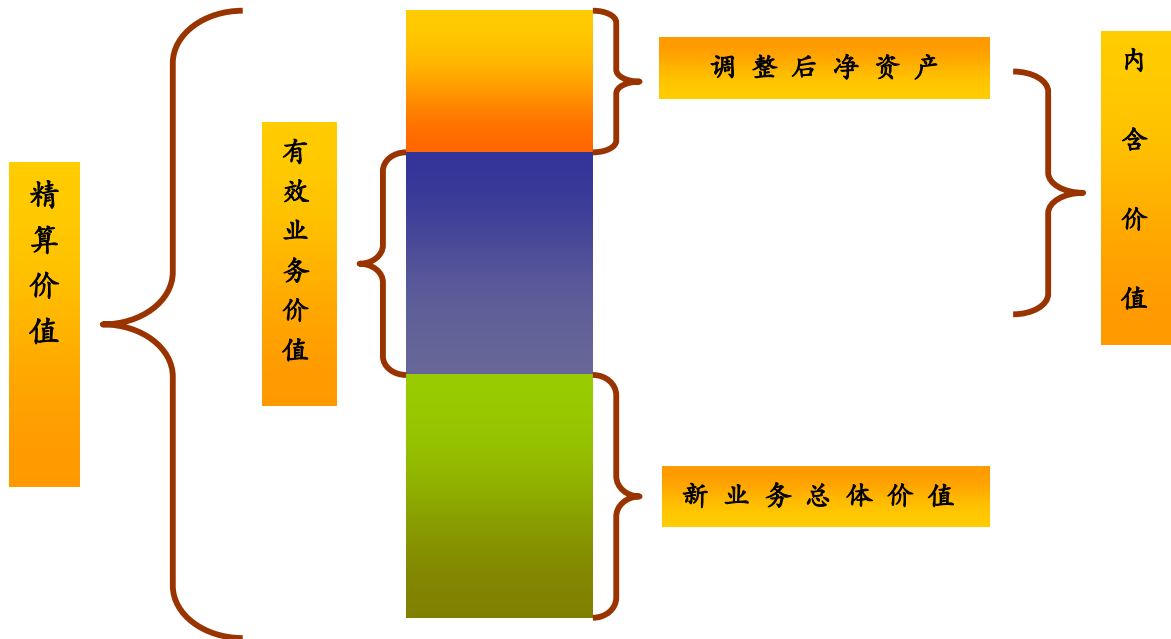
## 2.2、精算估值法是目前唯一可以反映保险公司价值的方法

很多投资者都知道寿险公司通用的估值方法是精算估值法，也即是内含价值加上新业务总体价值，这种方法的实质就是将寿险企业在未来所能获得的盈利贴现回来，从而得到合理估值，即精算价值。内含价值也即是调整后的净资产，再加上老业务在未来所能带来的盈利贴现价值，其中包含死亡率的假设，贴现率，投资回报率的假设等等，新业务总体价值往往是以新业务在未来所能带来盈利的贴现价值再乘以一个反映增长空间的乘数（新业务倍数）。这种估值理论的核心依然是寿险业务所能带来盈利的贴现。

我们认为只有这种方法可以最为准确的反映寿险公司的价值，因为寿险公司的盈利是建立在各种各样的假设基础上，微弱的假设差别可以导致盈利大幅波动，所以静态的盈利数据是无法反映动态的寿险公司变化。同时，保险企业的会计准则差异很大，盈利的可比性很弱，对于收入，盈利的确认往往没有统一标准，例如 06 年预测的盈利，中国 GAAP 对香港 GAAP 的折价可以达到 72.7%，一样就动摇了以盈利为基础的估值方法，例如市盈率法（PE），股利折现模型（DDM），或者剩余收益模型。而精算价值法，是根据寿险公司自己的假设，计算出来的盈利贴现值，不存在会计准则的差异，能够较好的显现出保险公司的价值。



图表 26、精算估值法



$$\begin{aligned} \text{内含价值} &= \text{调整后净资产价值} + \text{有效业务价值} \\ \text{新业务总体价值} &= \text{新业务价值} \times \text{新业务倍数} \\ \text{精算价值} &= \text{内含价值} + \text{新业务总体价值} \end{aligned}$$

资料来源：招商证券研发中心

### 2.3、错误的假设必然导致错误的估值

这种精算价值的计算基础（内含价值与新业务总体价值），很多分析师往往都以报表公布为准，仅对新业务的乘数进行估计，但却很少怀疑计算基础假设的准确性。如果错误的假设，导致错误的内含价值与新业务价值，那么我们的估值基础就是错误的，我们最后的估值也必然是错误的。

前面文章已经证明了到2013年，国寿回报率逐步提高到8%-10%的合理性

人寿的内含价值与新业务价值的投资回报率假设是从2005年的4%，逐步变化到2013年的5.2%，今后维持不变。投资者都清楚我们目前的实际经济增速是10%，而今后五年，经济学家的普遍预期都在8%以上，如此低的投资回报率假设与高速增长的经济预期形成强烈的反差。实体经济的增速，最终应反映到资本市场的繁荣。以股票为例，在过去五年，企业盈利增速的均值在20%以上，而从01-05年的熊市与高速增长的盈利是强烈的对比，这就是导致06年整体股市井喷的基础。但是人寿如此低的投资回报率假设显然还没有反映出这种逻辑。其原因主要是由于中国资本市场正处于初期，股市在06年才显出生机，企业债的市

场依然偏小，人寿只能长期大量投资在低利率的定期存款与国债上。所以，静态的看，人寿的假设仿佛合理。可是作为投资者，眼光需要长远，在未来五年，经济依旧高速增长，资本市场将会蓬勃发展，实体经济的利润必将反映到资本市场，而人寿作为具有深厚背景资源的企业，将会有很多机会参与大项目，参与中信，广发，中行，工行正是这种优势的体现，所以人寿有很多渠道可以提高自己的投资回报率。同时，我们已经步入加息周期，寿险行业的整体回报率目前正处于加速上升前的拐点（06年已经小有反映）。那么当前如此保守的假设是有问题的（参考回报率篇）

参考国际发达国家的经验，他们的保险资金投资回报率普遍在10%以上，例如美国从75年到92年，保险资金的年均投资回报率达到14.44%，而英国是13.29%，法国是13.01%，日本是8.48%，而股神巴菲特所持有的盖可（GEICO）保险，从85年到95年的年均复合收益率为22.8%，我们目前如此高的经济增速，人寿01-05年的投资回报率均在5%以下，显然是不合理的。

这一切都将随着资本市场的繁荣与投资渠道的拓展（参考回报率篇）而改变。根据前面文章的分析，我们预计未来5-10年，人寿的投资回报率将会逐步提高到8%-10%。这种被压抑的低回报率的状态就如同05年的股市，实体经济的利润提高终将反映到资本市场的繁荣，最终反映到保险资金的投资回报率上。

## 2.4 只有合理的假设才有合理的估值

### 2.4.1、模型假设与说明

为了反映投资回报率假设对于精算估值的影响，我们建立了一个模型，并进行简单的测算，来说明投资回报率假设变化对于有效业务价值（内含价值中会随假设而变化的一块）与新业务价值的影响。（其中的核心就是反映同等倍数的关系，也就是收益贴现模拟值的增长倍数，会反映到有效业务与新业务价值的增长倍数）

根据人寿的投资回报贴现原理，假设初始投资成本为1，按照人寿的回报假设，贴现率选择11.5%，实际税率为26%，而回报率从4%提高到2013年的5.2%，然后持续不变，我们可以测算出，收益的贴现模拟值为0.785。

我们自建模型来模拟测算内含价值，新业务价值对于投资回报率假设的敏感性。

**表格 16、情景假设一**

2005 年的回报率	4.00%
2013 年后的回报率	5.20%
实际税率	26%
折现率计算	
无风险利率	3.10%
贝塔	1.4
市场溢价	6%
折现率	11.50%

资料来源：招商证券研发中心

**表格 17、符合人寿自身假设的贴现模拟值**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
投资回报率	4%	4.20%	4.40%	4.60%	4.80%	4.90%	5.00%	5.10%	5.20%
以 1 元投资	1.000	1.042	1.088	1.138	1.193	1.251	1.313	1.380	1.452
绝对回报		0.042	0.046	0.050	0.055	0.058	0.063	0.067	0.072
实际税率		26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
实际的绝对回报		0.0311	0.0339	0.0370	0.0404	0.0432	0.0463	0.0496	0.0531
折现系数		1.000	0.897	0.804	0.721	0.647	0.580	0.520	0.467
现值		0.031	0.030	0.030	0.029	0.028	0.027	0.026	0.025
2013 后稳定增长 (以 5.2%)									1.199
稳定增长现值									0.559
<b>收益贴现模拟值</b>									<b>0.785</b>

资料来源：招商证券研发中心

如果我们将收益率提高 10%，从 4.4%，逐步变化到 5.75%，得到收益的贴现模拟值为 0.932，比原先假设增长 18.7%。而根据人寿自己公布的敏感性分析中，有效业务与新业务在投资回报率提高 10% 的情况下，基本提高的空间也都在 18-19% 之间（参见表），说明我们的模型与其相差并不大。

**表格 18、情景假设二**

2005 年的回报率	4.40%
2013 年后的回报率	5.75%
实际税率	26%
折现率计算	
无风险利率	3.10%
贝塔	1.4
市场溢价	6%
折现率	11.50%

资料来源：招商证券研发中心

**表格 19、将人寿自身的回报假设提高 10%而得到的贴现模拟值**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
投资回报率	4.40%	4.50%	4.60%	4.80%	5.00%	5.10%	5.20%	5.40%	5.75%
以 1 元投资	1.000	1.045	1.093	1.146	1.203	1.264	1.330	1.402	1.482
绝对回报		0.045	0.048	0.052	0.057	0.061	0.066	0.072	0.081
实际税率		26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
实际的绝对回报		0.0333	0.0356	0.0388	0.0424	0.0454	0.0486	0.0531	0.0596
折现系数		1.000	0.897	0.804	0.721	0.647	0.580	0.520	0.467
现值		0.033	0.032	0.031	0.031	0.029	0.028	0.028	0.028
2013 后稳定增长(以 5.75%)									1.482
稳定增长现值									0.692
<b>收益贴现模拟值</b>									<b>0.932</b>

资料来源：招商证券研发中心

**表格 20、人寿自身的敏感性测算**

		投资回报率提高 10%	变动幅度
经调整的净资产价值	70,143	70,143	
扣除偿付能力额度成本之后的有效业务价值	43,811	51,828	18.30%
内含价值	113,954	121,971	
扣除偿付能力额度成本之后的一年新业务价值	7,489	8,849	18.16%

资料来源：招商证券研发中心

如果到 2013 年, 人寿的回报率可以达到 8%-10%, 现在对应的合理估值就是 35-90 元左右(如果是 20% 的回报率呢?)

因为相近的原理与相似的敏感性变化, 我们相信在大致的数量级上的变化, 模型还是较好的反映出实际的变化。

#### 2.4.2、模拟结果

那么倘若我们按照自己对于回报率的保守预期, 回报率将从 06 年的 5%, 逐步上升到 2013 年的 8%, 并且维持 8% 不变, 那么其收益的贴现模拟值为 2.1, 是我们最初的 0.785 的 2.68 倍, 因此, 如果按照我们的合理假设与同等倍数关系, 有效业务价值应为 4.68, 内含价值为 8.22, 而新业务价值应为 0.87, 按照 29.6 倍的新业务倍数(下一节证明此倍数的合理性), 新业务总体价值为 25.85, 那么精算价值应为 34.07 元。很多外资同行的分析师按照报表公布的内含价值与有效业务价值, 得到之前较低的精算价值(15.29 元), 这是因为他们没有看到隐含投资回报率的低估, 如果按照合理的回报率增长水平(2013 年投资回报率提高到 8%), 我们的精算价值应该在 34.07 元。

**表格 21、当投资回报率在 2013 提高到 8%的情景分析**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
投资回报率	4%	5.20%	5.60%	6.00%	6.40%	6.80%	7.20%	7.60%	8.00%
以 1 元投资	1.000	1.052	1.111	1.178	1.253	1.338	1.434	1.543	1.667
绝对回报		0.052	0.059	0.067	0.075	0.085	0.096	0.109	0.123
实际税率		26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
实际的绝对回报		0.0385	0.0436	0.0493	0.0558	0.0630	0.0713	0.0807	0.0914
折现系数		1.000	0.897	0.804	0.721	0.647	0.580	0.520	0.467
现值		0.038	0.039	0.040	0.040	0.041	0.041	0.042	0.043
2010 后稳定增长									3.810
稳定增长现值									1.778
<b>收益贴现模拟值</b>									<b>2.103</b>

资料来源：招商证券研发中心

**表格 22、当投资回报率在 2013 提高到 8%的估值分析**

	2006 预测	按照同等倍数关系，投资回报率提高到 8%
经调整的净资产价值（考虑增资扩股之后）	110177.00	100143.00
扣除偿付能力额度成本之后的有效业务价值	49371.00	132314.28
内含价值	159548.00	232457.28
扣除偿付能力额度成本之后的一年新业务价值	9210.00	24682.80
股本	28265.00	28265.00
每股扣除成本的有效业务价值	1.75	4.68
每股内含价值	5.64	8.22
每股扣除成本之后的新业务价值	0.33	0.87
新业务估值倍数（后文有计算过程）	29.60	29.60
新业务总体价值	9.65	25.85
精算价值	15.29	<b>34.07</b>

资料来源：招商证券研发中心

如果乐观估计，收益率从 06 年的 5.2%，迅速上升到 2013 年的 10%，之后维持在 10%，那么我们得出的回报收益贴现值就为 5.91，是最初 0.785 的 7.52 倍。如果按照同等倍数关系，那么对应的每股有效业务价值应为 13.14，每股内含价值为 17.03，新业务价值应为 2.45，按照 29.6 的新业务倍数（下一节分析此项倍数的合理性），新业务的总体价值为 72.53，而

每股的精算价值为 89.56 元。按照我们前面对发达国家保险收益率的分析，盖可保险（巴非特旗下 GEICO）收益率的分析，凭借中国的经济增长，资本市场的繁荣，投资渠道的拓宽，人寿的背景资源，同时在竞争中的领导地位，实现 10% 的回报率可能性是很大的。当然这个价值需要市场的认可，所以我们给予其三年目标价 90 元。

**表格 23、当投资回报率在 2013 提高到 10% 的情景分析**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
投资回报率	4.40%	5.20%	5.90%	6.30%	7.00%	7.70%	8.60%	9.30%	10.00%
以 1 元投资	1.000	1.052	1.114	1.184	1.267	1.365	1.482	1.620	1.782
绝对回报		0.052	0.062	0.070	0.083	0.098	0.117	0.138	0.162
实际税率		26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
实际的绝对回报		0.0385	0.0459	0.0519	0.0613	0.0722	0.0869	0.1020	0.1199
折现系数		1.000	0.897	0.804	0.721	0.647	0.580	0.520	0.467
现值		0.038	0.041	0.042	0.044	0.047	0.050	0.053	0.056
2010 后稳定增长									11.879
稳定增长现值									5.545
<b>收益贴现模拟值</b>									<b>5.916</b>

资料来源：招商证券研发中心

**表格 24、当投资回报率在 2013 提高到 10% 的估值分析**

	2006 预测	按照同等倍数关系，投资回报率提高到 10%
经调整的净资产价值（考虑增资扩股之后）	110177.00	110177.00
扣除偿付能力额度成本之后的有效业务价值	49371.00	371269.92
内含价值	159548.00	481446.92
扣除偿付能力额度成本之后的一年新业务价值	9210.00	69259.20
股本	28265.00	28265.00
每股扣除成本的有效业务价值	1.75	13.14
每股内含价值	5.64	17.03
每股扣除成本之后的新业务价值	0.33	2.45
新业务估值倍数（后文有计算过程）	29.60	29.60
新业务总体价值	9.65	72.53
精算价值	15.29	<b>89.56</b>

资料来源：招商证券研发中心



新业务倍数  
主要反映新  
业务的成长  
空间,我们通  
过测算得出  
较为保守的  
29.6 倍

## 2.5、新业务倍数的确定

新业务倍数是反映将来新业务的成长空间,与我们前面对投资假设的调整并不矛盾。根据我们前面所分析的寿险行业收入面,随着 GDP 的高速发展(寿险增速与 GDP 增长的关系),消费升级(S 曲线)与人口二波浪理论,新业务的业务量可以维持在 20% - 25% 的增长,同时产品结构的升级,寿险的保障功能越来越被人接受(风险型的毛利率明显高于投资型),而期缴比例的提高(参考产品篇),所以新业务的边际利润也会有一定的提高,我们预计在 07 年可以达到 20%。

考虑到竞争与经济在未来减速的趋势,我们对于其新业务价值的预测分为三阶段,第一阶段从 06 年到 09 年,增长率在从 22% 逐步降低到 17%,第二阶段从 09 年到 2013 年,增速从 15% 逐步降低到 8%,第四阶段从 2015 年之后,维持 4% 的永续增长率(假设均较为保守)。而折现率我们取人寿自己定的折现率, 11.5%,最后得出的新业务倍数为 29.6 倍(在分析师普遍预测中,较为保守)

表格 25、估值倍数的确定

	第一阶段					第二阶段			第三阶段
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	之后
新业务价值增长率	22%	20%	18%	17%	15%	13%	10%	8%	4%
新业务价值	1.22	1.46	1.73	2.02	2.32	2.63	2.89	3.12	43.3
折现系数	1.00	0.90	0.80	0.72	0.65	0.58	0.52	0.47	0.42
折现率	11.5%								
新业务折现价值	1.22	1.31	1.39	1.46	1.50	1.52	1.50	1.46	18.19
新业务折现倍数	<b>29.55</b>								

资料来源: 招商证券研发中心

以人寿为分  
界点,未来 H  
股跟随 A 股  
的可能性很  
大,而在券商  
话语权上,也  
将决出未来  
的赢家

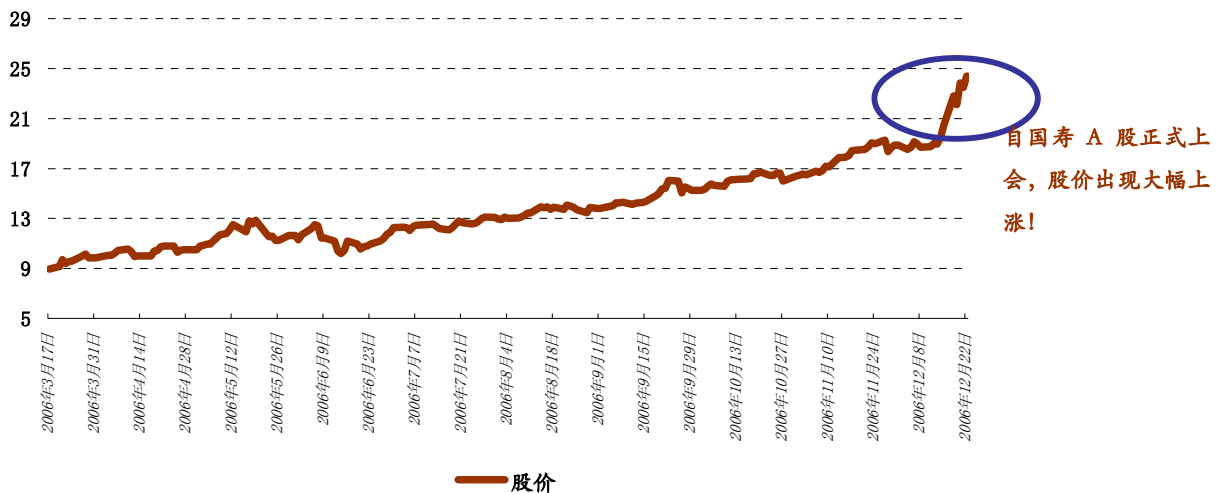
估值是要找其合理价值,并不是低估其价值。好企业对于自身的盈利预计往往比较保守,但是作为投资者,需要有自己的眼光。根据现代金融理论,企业的价值往往既是未来所获得收益或者现金流的现值,所以精算价值估值法,其核心也是保险所获得收益的现值,可以反映保险的合理价值,但是我们必须有我们自己的假设,有自己判断的内含价值与新业务价值。如果相信寿险的投资回报率将会上升到 8% - 10%,那么我们对于人寿的合理估值就没有错误,而我们前面篇幅的论述正是为了说明这点。股神之所以成为股神,就是因为他能看到公司的长期价值,在别人都在为 P/EV 的倍数,争得面赤耳红时,他能知道,如果保险公司的投资回报率超出之前所作的假设,保险的投资价值将有几何级的提升,所以在 GEICO 上,股神可以获得完美的回报。而中国的经济发展,企业的盈利增速,资本市场的繁荣,投资渠道的扩展,同时人寿的背景与资源,几乎保证了人寿投资回报率将会大幅提高。

## 2.6、定价权的焦点之战

很多外行自从人寿香港上市开始，就一直看空人寿，认为人寿高估，但是人寿的涨幅却一直超出预期，说到底，他们不了解中国的资本市场，他们没有看到回报率提升的趋势，仅仅是形而上学的去看报表的内含价值，与新业务价值，但恰恰是没有看清寿险公司是一个放大杠杆的投资公司，同时也是讲求假设的公司，如果假设低估了利润的增长，那么从假设推出来的结果也必然是错误的。我们现在做的正是将假设合理化，从而得到真正的合理价值，这才是分析师最应该看清的价值。

人寿的 A 股上市，在定价权的争夺上，将是一个里程碑式的事件，在此之前，A 股的走势往往跟随 H 股，例如早期的银行股走势，同时，外资投行报告的影响力往往要强于本土券商，但是人寿上，他们集体遭遇了滑铁卢，一篇篇看空的报告无法阻挡人寿上涨的步伐，同时近期人寿 H 股的凌厉走势，恰恰说明 H 股在跟随 A 股，同时也不得不说明，A 股市场行情的火爆，基金规模急速扩张，资金的迅速扩大，实际上正在为我们本土赢得定价权，也为本土券商赢得定价权。人寿的上市，将是定价权的焦点之战，因为在此之后，大批 H 股的回归，必然延续 H 股跟随 A 股势头，而对人寿定价上的分歧，将会决出未来一年内，本土与外资投行之间的赢家，大战刚刚拉开序幕。

**图表 27、中国人寿在香港近一年来走势图**



资料来源：招商证券研发中心

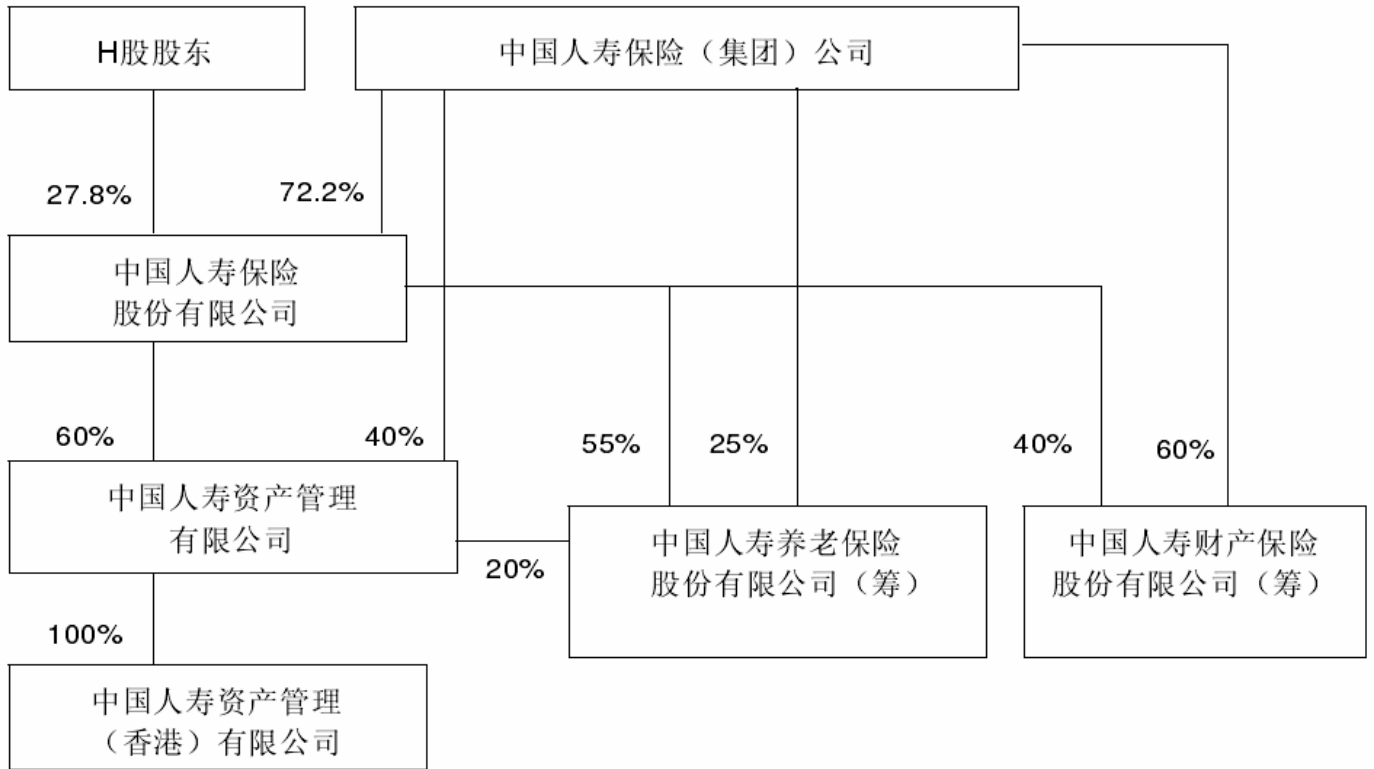
## 四、风险提示：

1、投资回报率低于我们的预期，例如投资回报率在 2013 年无法达到 8%-10%，这样会导致人寿的合理价值低于我们预期，从而无法达到我们的目标价



- 2、投资渠道的拓展低于我们的预期，从而降低保险资金的收益率
- 3、资本市场的发展弱于预期
- 4、加息趋势出现逆转，使得保险的收益率降低

附录一、股权比例图



## 附录二、重组过程图

## 事 件

1949年10月	中国人民保险公司成立
1959年	政府暂停了国内大部分保险业务
1979年	中国人民保险公司恢复国内财产保险业务
1982年	中国人民保险公司恢复国内人寿保险业务，成为当时中国唯一人寿保险企业
1996年	中国人民保险公司改组为中国人民保险（集团）公司，下设中保人寿保险有限公司、中保财产保险有限公司和中保再保险有限公司。
1998年10月	国务院批准撤销中国人民保险（集团）公司
1999年1月	现中国人寿集团公司的前身中国人寿保险公司在1999年1月经国务院批准组建的
2003年	中国人寿保险公司进行重组，变更为中国人寿保险（集团）公司。
2003年6月30日	集团公司作为独家发起人设立中国人寿保险股份有限公司
2003年9月30日	集团公司与中国人寿保险股份有限公司签订《重组协议》。在进行重组时，集团公司将保单分为转移保单和非转移保单。转移保单基本上都是保单保证收益率低于其投资资产的收益率（低成本的资金来源）；而集团公司保留了保单保证收益率高于其投资资产的收益率的大量非转移保单（高成本的资金），同时上市公司对非转移保单的持有人不再承担任何后续义务。

## 附录三、管理层简介

姓名	职位	年龄	工作经历	教育背景
杨超	董事长	56岁	1976年至1996年，历任中国银行上海分行职员、中国人民保险公司上海分公司助理总经理、副总经理、中国人民保险公司上海浦东分公司总经理、中国人民保险公司董事兼营业部总经理。1996年至2000年期间，任中国保险欧洲控股有限公司董事长兼总经理。2000年至2005年期间，担任中国保险（控股）有限公司、香港中国保险（集团）有限公司董事长兼总经理、中保国际控股有限公司董事局主席。2005年6月至2006年1月担任公司总经理。2005年7月起担任公司董事长，并自2005年5月起任中国人寿保险（集团）公司总裁。	先后毕业于上海外国语大学、英国MIDDLESEX大学，分别主修英语和工商管理，并获工商管理硕士学位。拥有近30年保险业和银行业经验，系高级经济师。
吴焰	总裁	45岁	1985年至1998年，曾担任共青团中央组织部副部长、共青团新疆自治区区委党组书记、中共博尔塔拉蒙古自治州党委书记、中共博乐市委书记、共青团新疆自治区区委副书记。1998年到2003年期间，担任中央金融团工委书记、全国金融青联主席。2003年至2006年1月本公司非执行董事、任中国人寿资产管理有限公司董事兼总裁。2003年8月至今兼任中国人寿保险（集团）公司副总裁。2006年1月起担任公司执行董事兼总裁。	1981年毕业于新疆财经学院，主修金融专业，2002年毕业于中国社会科学院研究生院，主修国民经济学专业，获博士学位。
万峰	副总裁	48岁	1997年至1999年任中保人寿保险有限公司深圳分公司总经理，在此之前是太平人寿保险公司香港分公司董事兼高级副总经理、原中国人寿保险公司香港分公司助理总经理及中国人民保险公司吉林省分公司人身险处副处长。自1999年起曾任原中国人寿保险公司副总经理兼深圳分公司总经理和中保康联人寿保险有限公司董事。自2006年1月起担任中国人寿资产管理有限公司董事。自2006年6月担任公司执行董事，并自2003年起担任公司副总裁。从事人寿保险工作已经23年，享受国务院颁发的政府特殊津贴。	先后毕业于吉林财贸学院获得经济学学士学位、香港公开大学获工商管理硕士学位和天津南开大学获经济学博士学位。
刘乐飞	首席投资执行官	33岁	1995年至1998年，在财政部综合司任职。1998年至2003年期间，任国家冶金部中冶安顺达实业总公司副总经理，同时兼任首创证券公司执行董事。2003年至2004年担任中国银河证券有限责任公司投资管理总部总经理，并兼任北京银河投资顾问公司总经理。2004年8月起担任公司投资管理部总经理。自2006年7月起担任公司首席投资执行官。	是第九届和第十届全国青联委员，并担任新华富时指数委员会委员和路透年金指数委员会委员。于1995年毕业于中国人民大学，获经济学学士学位，1998年毕业于中国社会科学院研究生院，2006年毕业于中欧工商管理学院，获工商管理硕士学位，主修财务金融方向。
刘安林	首席信息技术执行官	43岁	1995年1月至1996年6月担任中国人民保险公司甘肃省分公司计算中心技术部经理、甘肃中保电子有限公司技术开发部经理。1996年6月至1999年4月担任中保人寿保险有限公司甘肃省分公司电脑处处长助理、副处长（主持工作）；于1999年4月至2001年11月期间担任原中国人寿保险公司甘肃省分公司电脑处副处长（主持工作）、原中国人寿保险公司甘肃省分公司总经理助理；2001年11月至2002年11月期间，担任原中国人寿保险公司人事部副总经理。自2002年11月至2006年7月先后担任公司信息技术部负责人、总经理。2006年7月起担任公司首席信息技术执行官兼信息技术部总经理。	1985年毕业于兰州大学数学力学系，主修计算数学专业，获理学学士学位；于2006年获得清华大学工商管理硕士学位。现在北京师范大学攻读风险管理专业博士。

Daniel  
Joseph  
Kunesh总精算  
师

61岁

1967年至1970年是John Hancock相互寿险公司的助理精算师。1970年至1973年，Kunesh先生在富兰克林寿险公司担任准精算师；1973年至1983任KPMG Peat Marwick公司合伙人，参与了超过150个保险公司的审计业务，具备非常丰富的财务经历，在寿险精算领域也有着丰富的专业经验。1984年至1985年为Kunesh, Montgomery & Associates公司创始人、总裁。自1985年起任职韬睿咨询公司。1993年至2003年负责协调与美国公认会计准则和美国证交会相关的国际业务，以及寿险公司的财务报告、财务分析、财务管理系统为重点的咨询业务。自2004年起担任公司总精算师。

曾于1999年至2000年期间担任美国精算学会之寿险财务报告委员会主席，于1990年至1992年期间担任美国保险管理委员会（NAIC）顾问委员会成员。与其他人合著的《寿险公司的美国通用会计准则》已于2000年出版。于1967年获得威斯康星大学工商管理学士学位；于1969年获得西北大学精算硕士学位。

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

本报告只是对调研公司的快速反应，具体内容和数据请参看正式报告。其中的信息为调研所得，报告中的内容和意见仅供参考。本邮件可能包含机密信息，只派发给特定的用户。任何更改或以任何方式传播、复制或派发此邮件内容的行为都被禁止。如果阁下错误收到本邮件，请及时与发信人联系，并删除所有电脑、磁盘或其他存储媒介中含有的本邮件内容。因使用或依赖本邮件或其内容而导致的任何直接或间接损失，招商证券不承担任何责任。