



保险

2016.10.13

评级: **增持**
 上次评级: 增持

海外保险全景图

——美、日、英、台寿险发展及保险公司股价和估值研究

	刘欣琦 (分析师)	耿艳艳 (研究助理)	孔祥 (分析师)
	021-38676647	021-38676640	021-38674744
	liuxinqi@gtjas.com	Gengyanyan@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880115060008	S0880515080006

本报告导读:

本文研究了海外(美/日/英/台)寿险业的发展历程及近年的发展现状, 保险公司股价走势及规律, 保险公司估值方法和估值水平, 希望能提供一个海外保险股研究的全景图。
摘要:

- **保险公司估值方法:** 包括相对估值法和绝对估值法。相对估值法中常用的方法是 P/EV 估值法, 绝对估值法常用的是内含价值法。在我们选取的四个主要寿险市场中, 只有美国没有内含价值体系, 因此美国上市保险公司用 P/B 估值法; 日本、英国、台湾都有内含价值体系, 因此对这三个市场的寿险公司的估值应采用 P/EV 估值法, 但台湾并没有披露金控公司的内含价值, 因此台湾金控公司采用 P/B 估值法。
- **对近十几二十多年的海外保险公司历史股价数据分析, 我们发现以下结论:** 美国和日本保险公司的股价走势与股市指数和 10 年期国债收益率的相关性都较强, 基本呈现如下特点: 股市指数涨, 则股价涨; 如果股市指数涨的同时, 国债收益率提高, 保险公司的股价会跑赢指数。英国和台湾的保险公司的股价跟股市指数的相关性较高, 但跟 10 年期国债/政府公债收益率的相关性不明显, 主要由于固定收益类资产配置比例较低或海外投资占比较高导致。本质上, 保险公司股价的涨跌是由于盈利能力的边际变化带来的, 股指和国债收益率的变动会影响投资端的投资收益率, 进而带来保险公司盈利能力的变化。
- **海外保险公司目前除英国外, 整体估值水平较低。** 1) 美国: 目前大都会和保德信两家公司的 P/B 估值处于 2000 年以来估值水平的低位。大都会和保德信当前估值均为 0.6-0.7 倍。2) 日本: 目前第一生命和 T&D 控股两家公司的 P/EV 估值处于上市以来估值水平的较低位。T&D 当前估值为 0.4 倍左右; 第一生命当前估值为 0.3-0.4 倍。3) 英国: 目前保诚、英杰华、法通三家公司的 P/EV 估值处于 2006 年以来估值水平的中位。保诚目前估值为 1.0-1.1 倍; 英杰华目前估值为 0.8-0.9 倍; 法通目前估值 1.2 倍左右。4) 台湾: 目前国泰金控和富邦金控两家公司的 P/B 估值处于 2001 年以来估值水平的较低位。国泰金控目前估值水平 1.0-1.1 倍; 富邦金控目前估值为 1.1 倍左右。
- **投资建议:** 1) 以利差为主的盈利模式短期内难以发生重大变化, 我们强调当前保险公司基本面的分析框架应该基于 CRIA 模型, 而中长期的发展方向是参考日本等成熟市场的经验, 提升保障产品占比, 提升死差和费差在利源中的占比。当前中国平安和中国太保基本面情况更好。2) 美国/日本/英国/台湾寿险业已经非常成熟, 因此估值普遍很低, 我国保险业的发展还远没有进入成熟期, 因此估值水平理应高于上述国家或地区保险公司的估值水平。3) 下调投资收益率假设至 5% 后, 中国平安 2016 年修正后的 P/EV 仅为 0.94 倍, 中国太保为 1.15 倍, 估值较低, 推荐中国平安和中国太保。

相关报告

保险:《政策短期冲击有限, 上市公司优势明显》	2016.09.06
保险:《谋求转型, 聚焦保障》	2016.09.05
保险:《不必过于纠结账面利润的大幅下滑》	2016.07.31
保险:《热点聚焦系列之一: 在暴雨和洪水下》	2016.07.10
保险:《大变革前夜》	2016.06.26

目录

导读:	3
1. 保险公司估值方法概述: 内含价值相关方法最常用	3
2. 全球主要寿险市场情况及保险公司股价和估值	5
2.1. 美国	5
2.1.1. 美国寿险业: 全球份额第一, 发展成熟	5
2.1.2. 美国保险股: 股价跟随指数波动, 并受利率变化影响, 估值低	8
2.2. 日本	13
2.2.1. 日本寿险业: 发展成熟, 死差在利源中的占比高	13
2.2.2. 日本保险股: 股价变化规律与美国类似, 估值低	17
2.3. 英国	21
2.3.1. 英国寿险业: 发展成熟, 保费增速低	21
2.3.2. 英国保险股: 股价跟随指数波动, 与利率相关度低, 估值较高	22
2.4. 台湾	28
2.4.1. 台湾寿险业: 近年保费增速放缓, 发展已趋成熟	28
2.4.2. 台湾保险股: 股价跟随指数波动, 与利率相关度低, 估值较低	31
3. 投资建议	37
3.1. 寿险业发展方向预判	37
3.2. 投资建议: 推荐中国平安和中国太保	38

导读:

本文我们研究了海外寿险行业的发展历程和海外保险公司的股价及估值变化，希望能够对我国保险板块的投资研究提供借鉴。由于数据来源的局限和样本公司选择等方面的限制，我们观察到的现象和结论可能仅是冰山一角，但是仍然希望能够在如下方面提供借鉴：

- 1) 美国、日本、英国、台湾寿险业的发展历程及近年的发展现状；
- 2) 美国、日本、英国、台湾保险公司股价走势及股价变动规律；
- 3) 美国、日本、英国、台湾保险公司的估值方法和目前的估值水平。

说明：

美国、日本、英国、台湾的寿险业目前都已经进入成熟阶段，股价和估值的相关研究结论可能未必完全适用我国当前阶段。我们原本想重点研究各国寿险业发展到类似我国阶段时候的股价及估值变化情况，但由于长周期的历史数据难以获取，并且也难以选择到上市时间足够长的保险公司作为研究对象，因此我们仅能就目前所能获取到的最大限度的数据给出我们的研究结论，后续我们将进一步挖掘相关资料做进一步研究。

1. 保险公司估值方法概述：内含价值相关方法最常用

与其他公司的估值方法类似，保险公司的估值方法分为相对估值法和绝对估值法，相对估值法主要包括 P/E、P/B 和 P/EV 估值法，绝对估值法主要包括 DDM 法和内含价值法。各种估值方法均有其优点和缺点。

表 1: 保险公司的估值方法：内含价值相关方法更能反映寿险公司经营特性

	相对估值法			绝对估值法	
	P/B	P/B	P/BV	DDM	评估价值
优点	简单直观，对于相同类别的股票具备可比性	清算的角度，净资产相对稳定和直观，可以用于 EPS 为负数的公司或者盈利不稳定的公司估值	以内含价值为基础，简单直观	传统方法，适用性较广	根据一定的精算假设进行计算，能比较准确的反映保险公司（特别是寿险公司）经营的特性
缺点	对 EPS 为负的公司无法比较；对于保险公司，不同年份受投资环境变化影响净利润波动幅度较大，另外金融资产的分类及会计估计的调整也会对 EPS 有一定影响	对于寿险公司来说，净资产不能反映未来可分配盈余的价值	对精算假设依赖度高，另外没有反映新业务成长的价值	对未来现金流的预测难度较大	比较复杂，对精算假设依赖度高

数据来源：国泰君安证券研究

内含价值估值法是保险公司的估值体系中所特有的，大约在 20 世纪 70 年代起源于英国，主要由于基于会计准则的评估方法低估了寿险公司的价值，因此英国保险公司兼并收购现象比较多发，为了防止恶意收购事件，内含价值评估方法应运而生。其后，内含价值法迅速流传至欧洲、加拿大等国家和地区，主要用于兼并收购时评估寿险公司的价值。2005 年 9 月，中国保监会下发《关于印发〈人身保险内含价值报告编制指引〉的通知》，首次明确内含价值在我国应用。

寿险公司采用内含价值，而不是直接使用财务报表的净资产，主要原因在于人寿保险具有长期性，且会计核算制度有一定的局限性，因此需要有内含价值来作为财务报表的补充。实际上，一张长达几十年的人寿保单的利润应该是在这张保单终了的时候才能够准确核算出来。但是在会计上，需要按照会计年度逐年核算利润并编制财务报表，于是精算师通过提取准备金的方法来对未来的支出做一个预估，并将准备金提转差计入当期损益。在一个保单的生命周期内，早期需要有核保、出单等费用，并且早期的佣金手续费也较高，但是产品设计上又不能在前几年收取较高的保费，因此在保单的前几年通常支出高于收入，利润需要在后期才能释放出来。因此会出现新业务增长越快，公司的利润和净资产越低的现象，如果使用净资产或者利润作为估值的基础，公司的价值就会被低估。内含价值很好地解决了这个问题。

内含价值=调整后净资产+扣除偿付能力额度成本以后的有效业务价值，其中有效价值为评估期末有效的业务在未来可分配收益的贴现值。

评估价值为内含价值的基础上考虑未来新业务价值以后的价值：

评估价值=内含价值+新业务价值

=内含价值+一年新业务价值×新业务乘数

对于寿险公司来说，P/EV 估值法是最为常用的估值方法，我国、日本、英国、台湾的寿险公司均采用 P/EV 估值法，但是美国的寿险公司通常采用 P/B 估值，因为美国没有内含价值体系。另外，在 US GAAP 下，佣金手续费等不是直接计入当期损益，而是计入资产负债表中，具体科目为 Deferred Policy Acquisition Costs，并在以后每年分摊确认；而我国的会计准则是根据 IFRS 制定的，佣金手续费等是直接计入当期损益的。

对于财产险公司来说，通常采用 P/B 估值法；对于既有寿险业务又有产险业务的公司，通常采用 P/EV 估值法。

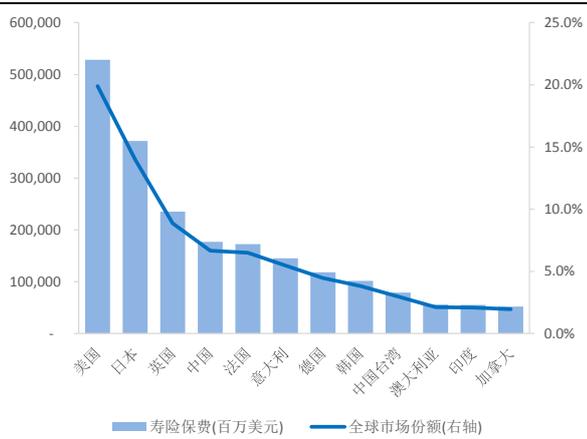
因为 A 股上市的保险公司主要以寿险公司为主，因此本文关于全球保险市场情况研究主要针对寿险行业，而在选取上市公司时，由于标的所限，并不一定是选择纯寿险公司，而主要是依据上市保险公司所处的行业地位、是否具备代表性以及公开数据获取的难易程度等来选择，当然，所选择的上市公司一定是包含寿险业务的。

2. 全球主要寿险市场情况及保险公司股价和估值

2014 年，全球总保费达到 4.778 万亿美元，其中非寿险总保费为 2.124 万亿美元，寿险总保费为 2.655 万亿美元。

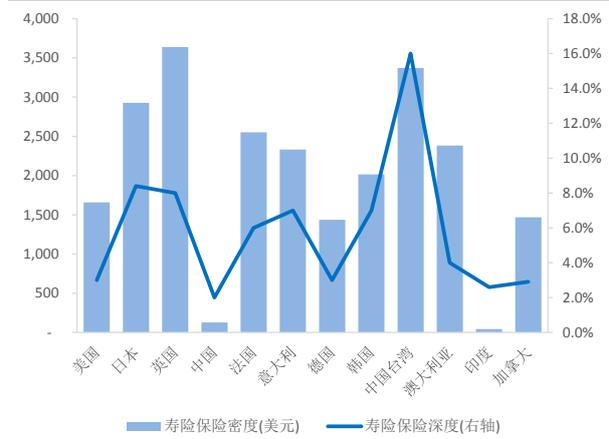
从寿险保费情况来看，排名前十二的公司分别为美国、日本、英国、中国、法国、意大利、德国、韩国、中国台湾、澳大利亚、印度、加拿大，其中英国、日本、台湾等国家或者地区的保险密度和保险深度领先。

图 1: 世界前 12 大寿险市场保费及份额(2014)



数据来源: sigma, 国泰君安证券研究

图 2: 发达国家保险深度和密度远高于我国(2014)



数据来源: sigma, 国泰君安证券研究

本文我们研究美国、日本、英国、中国台湾等国家和地区寿险行业的发展历程和发展现状、上市保险公司的股价变动、估值方法和估值水平等。

2.1. 美国

2.1.1. 美国寿险业: 全球份额第一, 发展成熟

美国寿险业最早起源于 1759 年，经过探索，于 19 世纪下半叶得到快速发展，进入 20 世纪以后寿险业开始趋于成熟。2014 年美国寿险行业保费收入达 5,282.21 亿美元，全球市场份额为 19.9%，排名第一；寿险保险密度为 1,657 美元，寿险保险深度为 3.0%。

表 2: 美国寿险行业 20 世纪以来的发展情况

阶段	发展特点及重要事件
	1906 年至 1915 年: 低增长期。年均增长为 4.3%，主要原因是 19 世纪的粗放式发展使得寿险市场较为混乱，出现销售误导严重、投资纪律松懈等现象，寿险业形象受损。
20 世纪上半叶	1916 年至 1928 年: 高速增长期。从 1916 年起，美国寿险再次进入高速增长期，年均保费增长率为 11.4%。主要原因有: (1) 年均 9.5% 的经济增长对寿险业的拉动作用; (2) 《阿姆斯特朗法案》的出台，促进了保险专业化经营、保险资金规范运用，提升公众对寿险业的信心。
	1929 年至 1943 年: 再次进入低增长期。1929 年至 1943 年，在大萧条的影响下，经济规模缩水导致寿险业进入萎靡期，寿险保

费年均增长 2%。

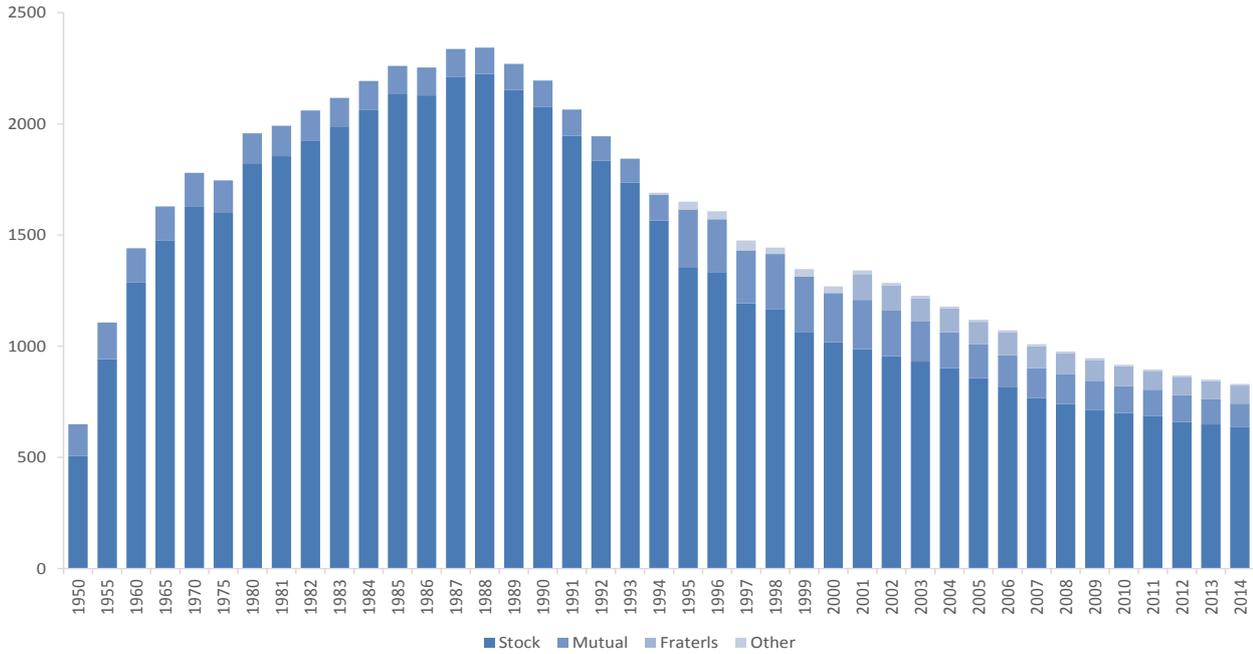
20 世纪下半叶	1944 年至 2000 年：发展比较平稳。寿险保费年均增长 8.9%。重要事项包括：1) 1943 年雇主为员工向商业保险公司缴纳团体医疗和住院保险保费作为员工收入进行税前扣除，推动团体健康保险发展；2) 1952 年变额年金出现，满足投资需求；3) 1974 年开始推动税收递延政策促进年金快速增长，年金从 1970 年的 37.21 亿美元上升至 1990 年的 1290.64 亿美元，复合增速高达 19.4%，占比从 1970 年的 10.1% 上升至 1990 年的 48.9%。
21 世纪以来	2001 年至今：增速波动幅度较大。2001 年至 2010 年，寿险业保费收入年均增长不到 1%，主要原因是：2001 年“9.11 事件”和 2008 年“次贷危机”让寿险业屡遭重创。2011 年至 2015 年间，受经济状况影响，寿险市场的反弹、萎缩情况交替出现；低利率环境使得行业盈利水平承压。

数据来源：ACLI，国泰君安证券研究

从美国寿险公司的数量来看，从 1950 年至 1988 年有个持续增长的过程，至 1988 年达到峰值，为 2343 家，其后数量持续减少。截至 2014 年，共有 830 家寿险公司，其中股份制有 636 家，相互制 106 家，互助型 81 家。

美国寿险公司数量减少的原因主要跟当时金融环境变化下寿险公司资产负债不匹配导致的破产和兼并重组有关。60 年代末，美国政府由于政府开支激增，出现了严重的通货膨胀，金融市场波动频繁，进入 70 年代，金融机构不得不调整传统的金融产品，创新出现了浮动利率抵押贷款及各类金融衍生产品。当时美国对利率的放松管制也进一步加剧了各种金融产品和保险产品的竞争。投保人为追求更高的收益率将保单赋予的选择权，如保单贷款和退保权利执行。面对竞争，寿险公司推出利率敏感型产品，如万能险、趸交延期年金等，同时在投资端采取更为激进的策略。但是由于缺乏有效的资产负债管理原则和决策模型指导，许多保险公司在这一时期激烈的竞争中破产。90 年代后，美国寿险行业力图通过兼并来降低成本，废弃不盈利的产品线，提高财务管理水平。因此自 1988 年美国寿险公司数量达到峰值后持续下降。

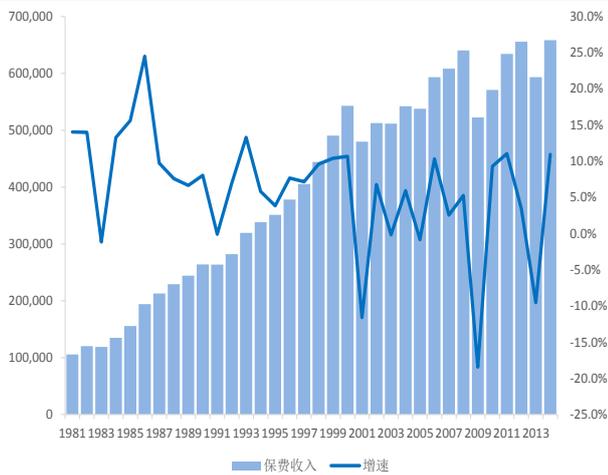
图 3：美国寿险公司数量在 1988 年达到峰值后持续下降



数据来源: ACLI, 国泰君安证券研究

美国寿险行业的发展已经比较成熟, 虽然近年来保费增速波动幅度比较大, 但是总体上增速尚可; 而美国寿险行业的总资产除 2008 年负增长以外, 近年来基本保持 4-7% 的稳定增速。

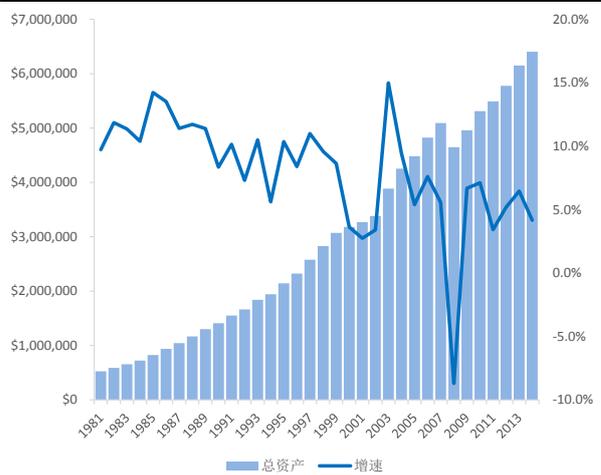
图 4: 美国保费收入增速尚可, 波动幅度较大



数据来源: ACLI, 国泰君安证券研究

单位: 百万美元

图 5: 美国总资产稳定增长

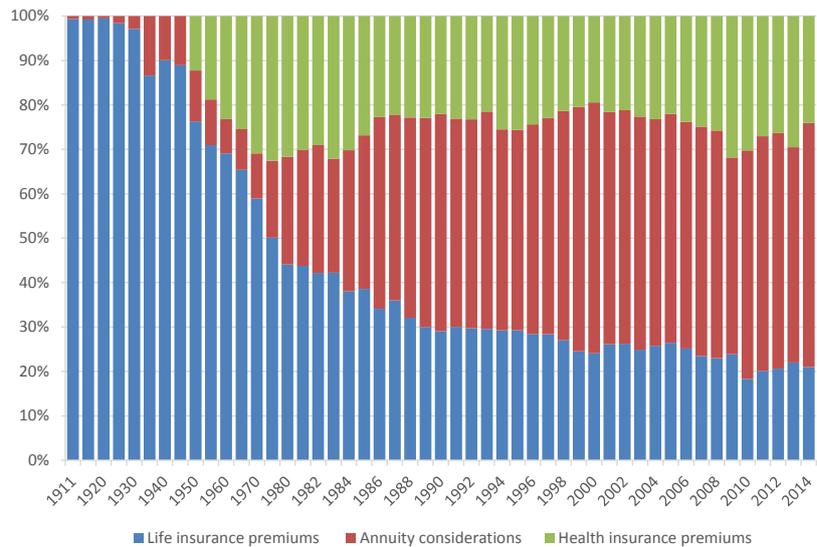


数据来源: ACLI, 国泰君安证券研究

单位: 百万美元

从险种结构来看, 美国寿险公司的年金险和健康险合计占比接近 80%, 其中, 年金险占比 50% 左右, 健康险占比接近 30%。

图 6: 近年来美国寿险行业年金险和健康险合计占比接近 80%



数据来源：ACLI，国泰君安证券研究

从行业集中度来看，相对于830家寿险公司的总量，按照总资产规模排序的前十大保险公司的总资产规模占比高达48.6%，显示美国寿险公司的行业集中度也非常高。

表 3: 按总资产规模排序的前十大寿险公司总资产规模占比达 48.6%

排名	公司名称	总资产(百万美元)	占比
1	MetLife, Inc.	608,352.57	9.5%
2	Prudential Financial	551,620.04	8.6%
3	Manulife Financial	272,105.88	4.2%
4	TIAA-CREF	272,073.40	4.2%
5	American International Group	270,646.74	4.2%
6	New York Life	265,555.20	4.1%
7	Northwestern Mutual	230,089.50	3.6%
8	Lincoln Financial	227,554.50	3.6%
9	Transamerica Corporation	209,139.70	3.3%
10	Massachusetts Mutual	209,136.07	3.3%

数据来源：ACLI，国泰君安证券研究

2.1.2. 美国保险股：股价跟随指数波动，并受利率变化影响，估值低

我们选取大都会人寿保险公司（Metlife）和保德信金融集团（Prudential Financial）两家公司作为研究对象。

大都会人寿保险公司（Metlife）成立于 1868 年，是全球领先的保险公司，旗下业务包括人寿保险、年金保险、员工福利和资产管理业务等。Metlife 在世界近 50 个国家/地区开展业务，在美国、日本、拉丁美洲、亚洲、欧洲和中东地区保持市场领先地位。Metlife 2015 年营业收入为 699.51 亿美元，归母净利润为 53.10 亿美元。在 2016 年财富世界 500 强中名列第 104 位，福布斯世界 500 强中名列第 50 位。Metlife 于 2000 年从相互制转为股份制，并在纽约证券交易所上市。

保德信金融集团 (Prudential Financial) 成立于 1875 年, 公司致力于为个人客户和机构客户提供多样化的产品和服务, 包括人寿保险、年金、退休相关服务、共同基金和投资管理等, 公司业务分布在美国、亚洲、欧洲、拉丁美洲。截至 2015 年年末, 公司管理资产规模达 1.268 万亿美元, 2015 年营业收入为 571.19 亿美元, 归母净利润为 56.42 亿美元。在 2016 年财富世界 500 强中名列第 152 位, 福布斯世界 500 强中名列第 157 位。公司于 2001 年在纽约证券交易所上市。

从大都会人寿保险公司 (Metlife) 和保德信金融集团 (Prudential Financial) 的股价走势与标普 500 指数的关系来看, 很明显的分为两个阶段:

- 1) 2007 年以前, 两家保险公司的股价明显跑赢标普 500 指数;
- 2) 2008 年至今, 两家公司股价虽然也随着标普 500 指数的上涨而上涨, 但是明显跑输标普 500 指数。

图 7: 美国保险公司历史股价与标普 500 指数基本呈现同涨同跌态势



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 8: 美国保险公司历史股价与美国 10 年期国债收益率相关度较高

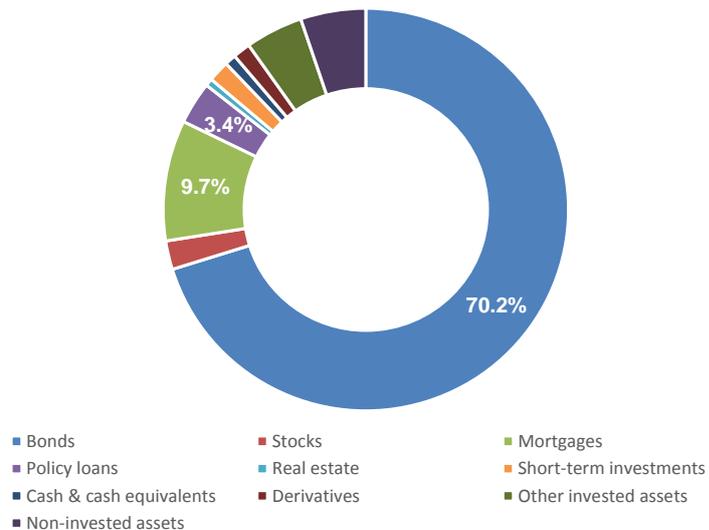


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

在上述两个阶段里, 分别具有如下特点:

1) 关于 10 年期国债收益率: 2002-2007 年 10 年期国债收益率小幅波动, 但总体是向上的趋势, 而 2008 年以后至今 10 年期国债收益率波幅加剧, 总体上是向下的趋势。美国寿险行业普通账户的固定收益类资产 (包括贷款) 配置比例接近 85%。Metlife 和 Prudential 的固定收益类资产占比都超过 85%, 因此投资端跟 10 年期国债收益率相关度比较高。所以在 10 年期国债收益率有向上趋势时股价有较好表现。

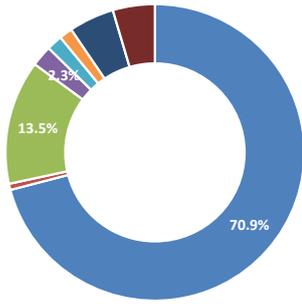
图 9: 美国寿险行业普通账户固定收益类资产配置比例高(2014)



数据来源: ACLI, 国泰君安证券研究

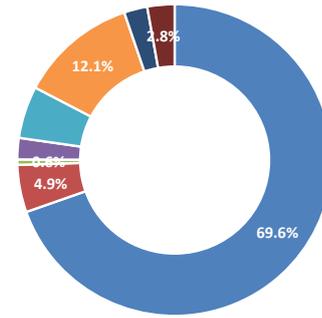
图 10: Metlife 固定收益资产配置比例高(2015)

图 11: Prudential 固定收益资产配置比例高(2015)



■ Fixed Income Available For Sale ■ Equity Securities Available For Sale
 ■ Mortgages ■ Policy Loans
 ■ Real Estate Investments ■ Limited Partnership Investments
 ■ Short-Term Investments ■ Other Investments

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究



■ Fixed Income Available For Sale ■ Fixed Income Trading
 ■ Fixed Income Held To Maturity ■ Equity Securities Available For Sale
 ■ Short-Term Investments ■ Loans
 ■ Other Investments ■ Policy Loans

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

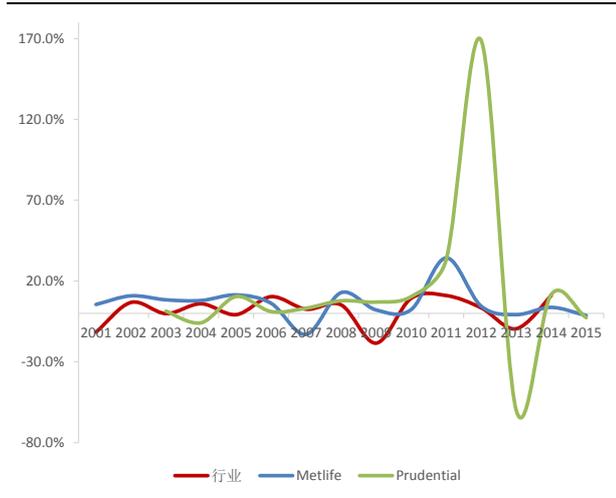
2)关于估值：如前文所述，美国的保险公司通常采用P/B估值法。2007年之前，保德信金融集团的P/B估值有逐渐超过大都会人寿保险公司的过程，且有明显的估值提升；2008年以后两家公司的估值比较接近，且几乎都在1倍P/B以下，2016年以来的估值在0.6-0.7倍（2016年的BVPS采用Bloomberg一致预期数据）。我们认为，2007年之前的估值提升跟10年期国债收益率趋势向上和保险公司ROE等情况持续向好有关。

图 12：美国保险公司目前 P/B 估值水平为 0.6-0.7 倍，处于历史低位



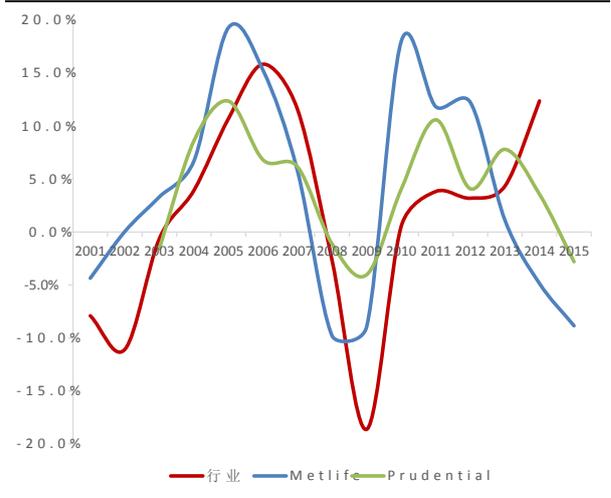
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 13: 两公司 2001 年来保费增速均值均超过 6%



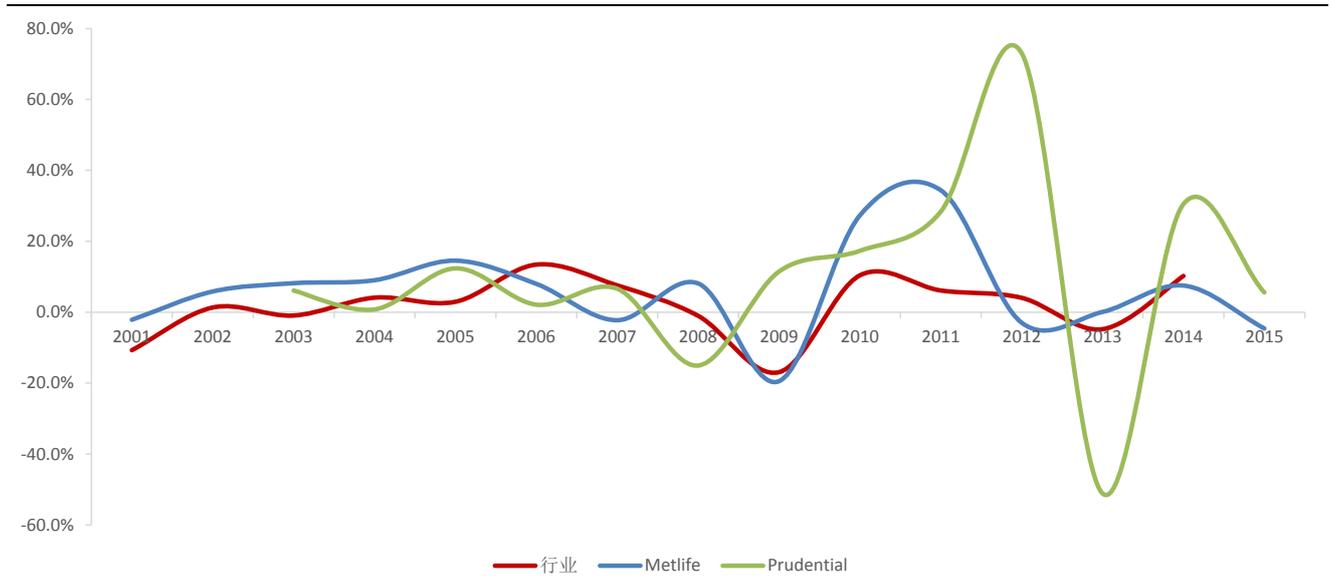
数据来源: Bloomberg, 公司年报, 国泰君安证券研究

图 14: 两公司 2001 年来投资收益增速均值 4% 左右



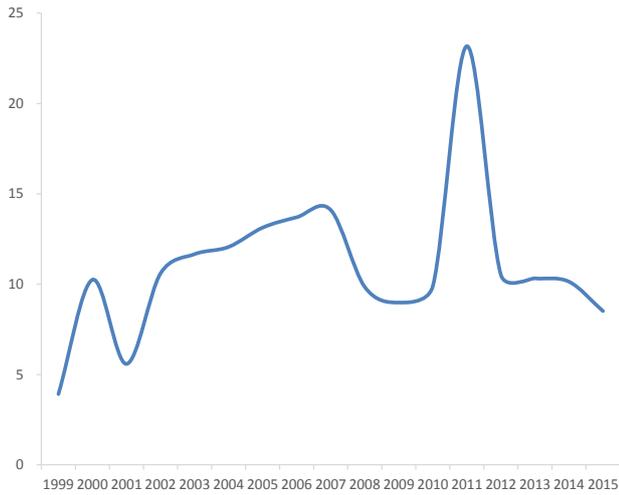
数据来源: Bloomberg, 公司年报, 国泰君安证券研究

图 15: 两公司 2001 年来营业收入增速均值高于 6%, 且远优于行业



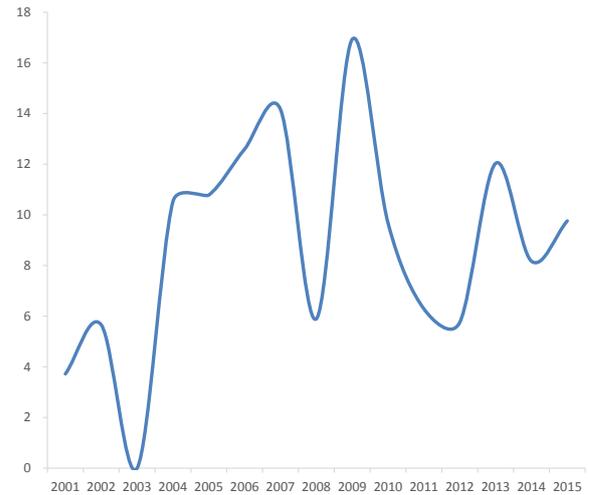
数据来源: Bloomberg, 公司年报, 国泰君安证券研究

图 16: Metlife1999 年来 Operating ROE 均值 11.0%



数据来源: Bloomberg, 公司年报, 国泰君安证券研究

图 17: Prudential2001 年来 Operating ROE 均值 9.4%



数据来源: Bloomberg, 公司年报, 国泰君安证券研究

2.2. 日本

2.2.1. 日本寿险业: 发展成熟, 死差在利源中的占比高

日本寿险行业始于 1881 年明治生命保险公司成立, 已有 130 多年的历史。在不同的历史背景和经济发展阶段, 通过不断创新主动顺应时代变化, 虽也经历过危机和困难, 但历久弥坚, 目前行业的监管体系、公司的经营管理、产品体系在时代变迁的打磨下已经演进的非常成熟。

表 4: 日本寿险行业发展历史演进

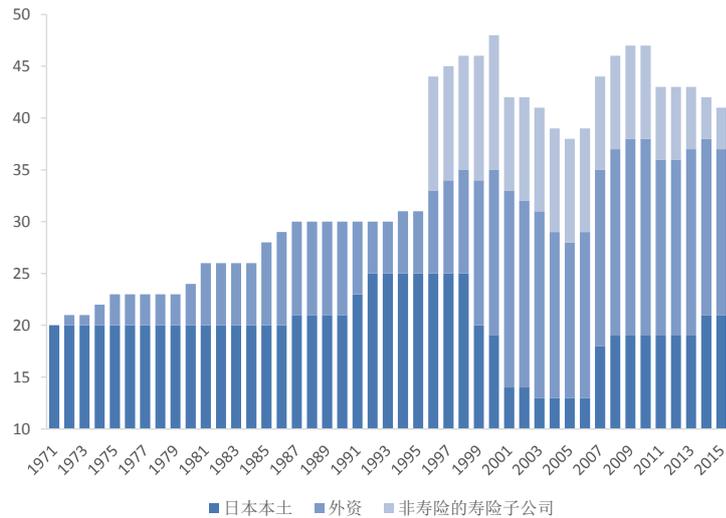
阶段	发展特点及重要事件	监管	主力险种
明治—大正时期 (1881-1926)	1) 保险公司相继成立, 1881 年明治生命保险公司成立, 1888 年帝国生命保险公司成立, 1889 年日本生命保险公司成立, 此时保险公司的经营尚没有引入精算。 2) 第一家相互制保险公司——第一生命保险公司于 1902 年成立。 3) 日本政府从 1916 年开始经营邮政简易人寿保险, 以覆盖低收入者的保险需求。	1900 年颁布了《保险业法》, 提升行业监管体系, 寿险公司走上法制化轨道。	两全保险是主要险种。
20 世纪 90 年代前 昭和初期 (1926-1945)	1) 竞争加剧, 中小寿险公司压力较大, 五大寿险公司(日本生命、明治生命、帝国生命、第一生命、千代田生命)在行业中的地位增强。 2) 第二次世界大战爆发给寿险公司带来重大影响; 二战日本战败导致日本寿险公司资产遭受了重创, 同时日本寿险公司面临战争死亡赔付、新保保费收入减少, 以及通胀带来的营业支出增加等问题, 经营困难。	1939 年修订《保险业法》, 加强资金管理; 1942 年成立寿险管理协会。	两全保险是最主要的险种。
战后经济重建期 (1945-1958)	1) 不少股份制保险公司转制为相互制, 相互制保险公司数量上升为 16 家。 2) 1947 年指定每年 11 月为寿险之月(寿险公司通过促销提高寿险保单的渗透率)。	1) 1946 年, 《金融机构重建和调整法案》颁布, 寿险公司分为新旧两个保险账户, 旧账户按照一定标准评估, 最终的赤字由政府补偿。	1) 1955 年附加定期条款的两全保险被开发出来并成为主力险种。 2) 工业化进程带来雇员数量

		2)1946 年月缴保费方式向寿险公司 放开(之前仅允许邮政简易人寿保险 使用月缴方式)。	增加和员工福利体系发展,对 团体定期寿险的需求增加。
战后高速增 长期 (1958-1989)	保险业高速增长。传统的大家庭结构被小家庭结构 取代,妇女作为雇员参加工作的比例下降,人们对 死亡保障的需求增加。日本经济发展带来人均可支 配收入提升,中产阶级崛起。上门推销保险产品获 得认可,保险公司倾向于招聘妇女作为销售人员。	管制放松,如给保单持有人的分红 自由化、允许管理海外资产等。但 是实施严格的直接监管制度,保险、 银行、证券不能兼营,财险和寿险 业不能兼营。	从 80 年代开始,附加定期条 款的终身保险成为主力险种; 80 年代末,由于处在高利率的 环境中,带有储蓄功能的保险 产品广受欢迎。
泡沫经济破 灭期 (1990-2001 年)	1)居民收入很难增长,为降低家庭开支不再购买保 单或者降低保额,保单数量在 90 年代中期达到峰 值后开始下降;居民选择单身或者延迟结婚的趋势 明显,再加上人口老龄化,死亡保障需求下降。 2)股价下跌、坏帐增加、低利率环境等给寿险公司 的资产造成了重创,寿险公司出现利差损, 1997-2001 年有 7 家寿险公司破产。	1996 年《保险业法》大修订,允许 产险公司和寿险公司以子公司的形 式交互发展业务、维持保险公司的 财务稳健性、引进保单持有人保障 基金等。	附加定期条款的终身保险为 主力险种,医疗保险产品需求 增加。
20 世 纪 90 年代后 调整发展期 (2002 至今)	1) 2000-2005 年出现大规模并购重组,每年有 2-3 起。 2) 在 2008 年爆发的金融危机中受到的直接影响有 限,只有名列第 33 位的大和生命保险由于投资端 激进成为了破产的特例。日本寿险行业能安然度过 此次危机,归因于监管体系完善、日本寿险公司在 1997-2001 年的破产风潮中积累了经验教训经营稳 健、为应对危机积极在渠道、产品、服务上进行创 新且积极拓展海外市场。 3)相互制向股份制转化,股份制公司增多。	自 2002 年 10 月开始放开银行渠道, 银行渠道可以销售年金保险;自 2007 年 12 月银行渠道全面解禁,可 以销售定期保险、终身保险、医疗 保险、护理保险等。	逐渐停售高预定利率产品,并 针对人口老龄化开发个人年 金等产品。

数据来源: LIAJ, 《日本寿险业研究》, 国泰君安证券研究

在不同的历史阶段,日本寿险公司的数量也经历了较大幅度的变化,1971-1995 年日本寿险公司数量稳步增长;1996 年《保险业法》大修订,允许产险公司和寿险公司以子公司的形式交互发展业务,因此 1996 年新增 11 家非寿险公司的寿险子公司;90 年代日本泡沫经济破灭,1997-2001 年有 7 家寿险公司破产,2000-2005 年出现大规模并购重组,导致这一时期日本寿险公司数量下降明显;此后数量逐渐增加,至 2015 年共有 41 家。

图 18: 日本寿险公司数量变化



数据来源：LIAJ，国泰君安证券研究

日本寿险行业历经时代变迁，目前发展已经非常成熟。2014年(注：日本的统计口径为财年口径，为当年4月1日至次年3月31日)日本寿险行业保费收入3715.88亿美元，全球排名第二，全球市场份额14%；寿险保险密度为2,926美元，寿险保险深度为8.4%，世界领先。

截至2014年，日本共有42家寿险公司，其中，股份制有37家，相互制有5家；日本本土寿险公司有21家，外资寿险公司有17家，非寿险公司的寿险子公司4家。

前五大寿险公司分别为邮政保险(Japan Post)、日本生命保险(Nippon)、第一生命保险(Dai-ichi)、明治安田生命保险(Meiji Yasuda)、住友生命保险(Sumitomo)，前五家寿险公司保费市场份额合计为60.2% (2013年)。

表 5: 市场集中度高: 前五大寿险公司合计市场份额达 60.2%

序号	名称	类别	保费(2013)	市场份额(2013)
1	邮政保险(Japan Post)	股份制	5,911.27	17.0%
2	日本生命 (Nippon)	相互制	4,824.67	13.9%
3	第一生命 (Dai-ichi)	股份制	4,013.02	11.6%
4	明治安田生命 (Meiji Yasuda)	相互制	3,615.58	10.4%
5	住友生命 (Sumitomo)	相互制	2,518.64	7.3%

数据来源：LIAJ，国泰君安证券研究

单位：十亿日元

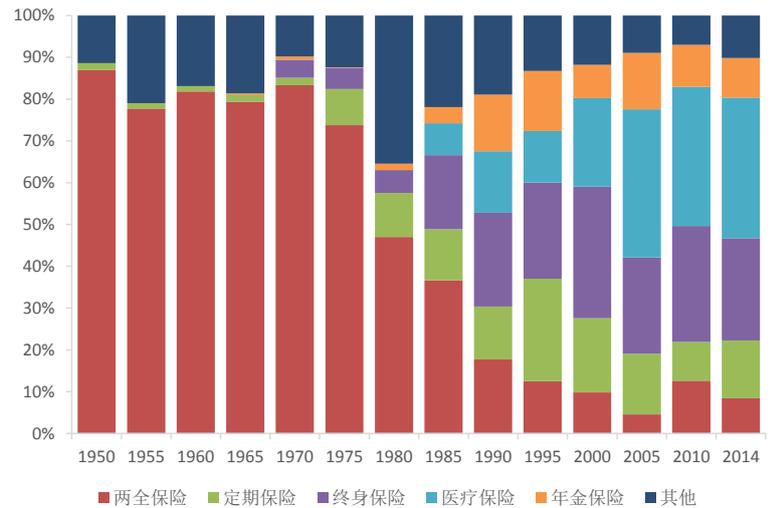
日本寿险行业的净利润从1949年的7亿日元稳步增长，至1990年达到峰值3.56万亿日元，随后开始减小，且出现较大波动，2012年为1.13万亿日元，较1990年下降幅度超过2/3。

从净利润增速来看，净利润增速下降快于保费增速，其中20世纪50-60年代净利润增速为20-80%，1970-1990年为5-20%，1990年以后波动幅度加剧，总体增速很低甚至为负。

日本的寿险保费中保障型险种占到相当的比例，截至 2014 年，按新保保单数量统计的分险种占比情况为：医疗保险占比 33.6%，终身保险占比 24.5%，定期保险占比 13.8%，年金保险占比 9.4%，两全保险占比 8.4%，其他险种占比 10.2%。

由于保障型险种占比较高，且日本的投资收益率比较低，因此目前日本寿险公司死差占比较高，对投资端依赖度较低。

图 19: 按新保保单数量统计的分险种占比历史变化情况



数据来源：LIAJ，国泰君安证券研究

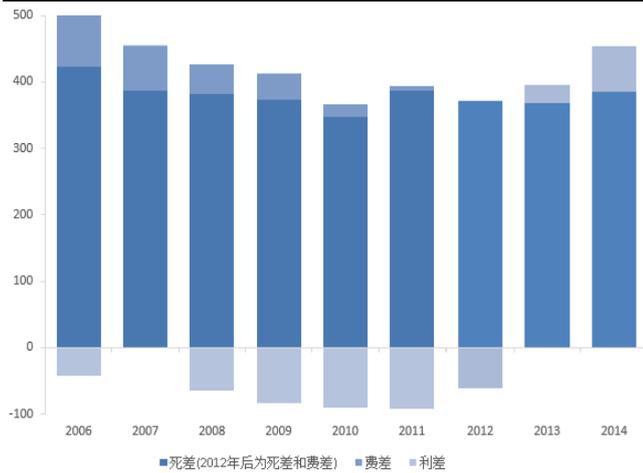
表 6: 1999-2002 年日本寿险业三差占比：死差和费差占比高

项目	1999	2000	2001	2002
费差	50.6%	48.8%	40.0%	33.6%
死差	111.3%	123.0%	136.9%	128.3%
利差	-61.9%	-71.8%	-76.9%	-61.9%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

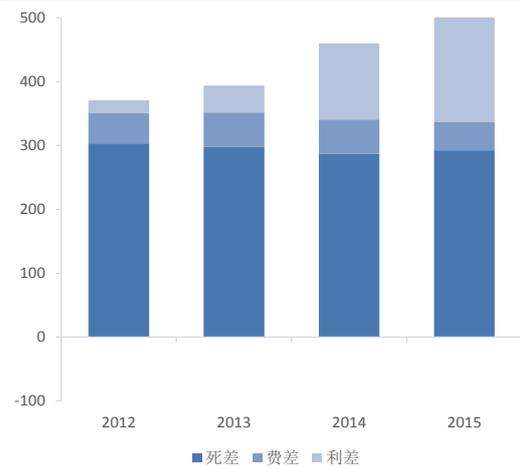
数据来源：中国人寿 2013 年全球开放日材料，国泰君安证券研究

图 20: 日本第一生命保险公司利源分析

图 21: 日本明治安田生命保险公司利源分析



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究
单位：十亿日元



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究
单位：十亿日元

表 7: 日本寿险行业投资收益率不高

年份	债券	国内股票	海外证券	贷款	不动产	普通账户 投资收益率
2009	1.64	2.33	2.52	2.05	2.87	1.86
2010	1.86	1.25	2.06	1.98	2.52	1.79
2011	1.91	1.56	2.91	1.94	2.27	1.92
2012	2.0	0.61	5.25	2.18	2.35	2.36
2013	1.95	5.14	4.6	2.15	2.43	2.4
2014	1.88	5.31	5.5	2.28	2.5	2.58

数据来源：LIAJ，国泰君安证券研究
单位：%

2.2.2. 日本保险股：股价变化规律与美国类似，估值低

日本排名前五的寿险公司中，只有邮政保险和第一生命为股份制公司，其他均为相互制，且邮政控股为 2015 年 11 月才上市，上市时间较短。第一生命人寿上市前也为相互制保险公司，于 2010 年 4 月完成改制并在东京证券交易所上市。因此，我们在选择上市公司时，选择了规模略小的 T&D 控股作为主要研究对象，并参考第一生命完成股价变动和估值相关研究。

T&D 控股成立于 2004 年，旗下包括 Taiyo Life Insurance Company/Daido Life Insurance Company/ T&D Financial Life Insurance Company/T&D Asset Management Co., Ltd./Pet & Family Small-amount Short-term Insurance Company。截至 2016 年 3 月末，T&D 控股总资产规模为 14.67 万亿日元。在 2016 年福布斯世界 500 强中名列第 489 位。T&D 控股于 2004 年 4 月在东京证券交易所上市。

观察日本 T&D 控股和第一生命人寿股价走势和日经 225 指数及 10 年期国债收益率走势，基本能得到与美国寿险公司股价走势类似的结论，即：指数涨，则股价涨；如果指数涨的同时，国债收益率涨，那么保险公司的股价会跑赢指数；指数涨的同时，国债收益率下降，那

么股价会跟着指数涨，但是会跑输指数。

基本上在 2007 年以前日本 T&D 控股的股价跑赢日经 225 指数，2008 年以后随着日本 10 年期国债收益率下行，T&D 控股的股价跟随日经 225 指数上涨，但是跑输指数。

图 22: 日本保险公司历史股价与日经 225 指数基本呈现同涨同跌态势



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 23: 日本保险公司历史股价与日本 10 年期国债收益率相关度较高



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

日本寿险公司股价走势与国债收益率相关度比较高的原因在于日本寿险公司的固定收益类资产占比较高。从日本寿险行业的数据看，固定收益类资产的占比超过 80%。

表 8: 日本寿险公司固定收益类资产占比高

资产类型	2009	2010	2011	2012	2013	2014
固定收益类	81.7	82.3	83.3	83.3	83.5	82.8
现金/存款/短期拆借/货币信托	3.0	3.0	2.5	2.4	2.8	3.4
国内债券	52.0	52.9	55.0	54.5	53.8	51.1
国债	40.2	41.3	43.3	43.2	42.7	40.5
地方政府债券	3.5	3.7	4.0	4.0	4.0	3.8
公司债券	8.3	7.9	7.7	7.3	7.1	6.8
海外债券	12.0	12.7	12.9	14.7	16.0	18.3
贷款	14.7	13.7	12.9	11.7	10.9	10.0
股票类	7.4	7.4	6.0	6.3	6.6	7.9
国内股票	5.9	5.9	4.5	4.8	5.1	6.2
海外股票	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.7
其他证券	5.3	4.4	4.9	5.1	4.8	4.3
不动产	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
其他	3.5	3.8	3.8	3.4	3.3	3.3
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

数据来源：LIAJ，国泰君安证券研究

单位：%

日本寿险公司采用 P/EV 估值法。从 P/EV 估值情况来看，2009 年以后日本保险公司的估值基本都在 0.7 倍以下，最低在 0.25 倍左右；目前最新估值水平在 0.4 倍左右。

2008 年 4 月出现的估值跳升，一方面是当时股价上涨(日经 225 指数和 10 年期国债收益率均上涨)，另外一方面跟数据计算方式有关，因为日本的财年是从前一年 4 月 1 日至本年 3 月末，2009 财年的每股内含价值较 2008 财年大幅下降超过 50%。

图 24：日本保险公司目前 P/EV 估值水平为 0.4 倍左右，处于历史低位



数据来源：Bloomberg，公司年报，国泰君安证券研究

日本 T&D 控股的股价走势和利润情况有明显的一致性，2005-2007 年

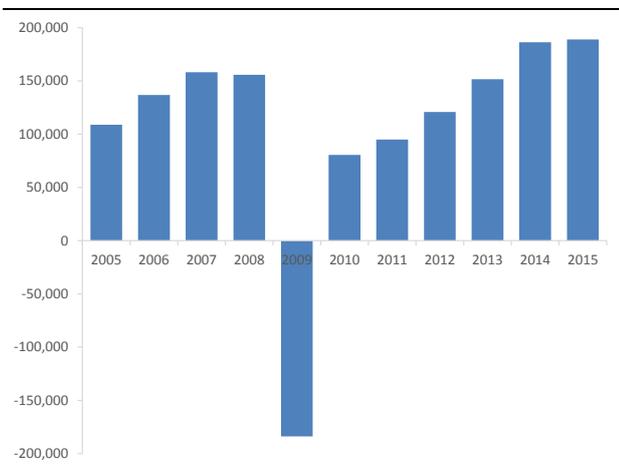
股价的持续上涨也伴随着 ordinary profit 的持续增长，同样，2011-2015 年股价的持续上涨也伴随着 ordinary profit 的持续增长。本质上仍然是因为寿险公司的投资端跟股市和债券收益率的相关度高。

注：日本寿险行业利润分析体系由三块构成，分别为：基础利润(Fundamental profit)、经常利润(Ordinary profit)和净利润(Net income)，三者之间的关系如下：

- 1) 基础利润=利差+死差+费差(Fundamental profit = Negative/Positive spread+ Mortality and morbidity gains + Expense margins);
- 2) 经常利润=基础利润+净资本收益/损失+其他一次性收益/损失(Ordinary profit = Fundamental profit + Net capital gains/losses+ Other one-time gains/losses);
- 3) 净利润=经常利润+非经常收益/损失-保单红利支出-所得税(Net income = Ordinary profit + Net extraordinary gains/losses - Provision for reserve for policyholder dividends - Corporate income taxes)。

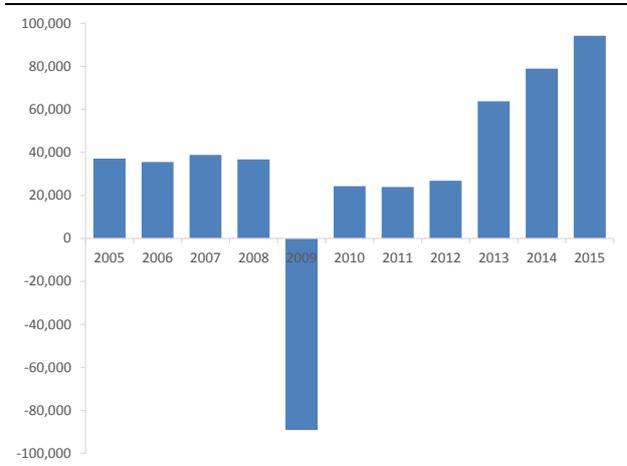
在日本寿险公司的利润来源中，尽管死差和费差能占到相当的占比，但由于日本寿险业已经非常成熟，死差和费差边际上的变化不明显，因此股价的变化仍然跟投资端密切相关，即跟股市指数和 10 年期国债收益率的相关度高。

图 25: 日本 T&D 控股 ordinary profit



数据来源：公司年报，Bloomberg，国泰君安证券研究
单位：百万日元

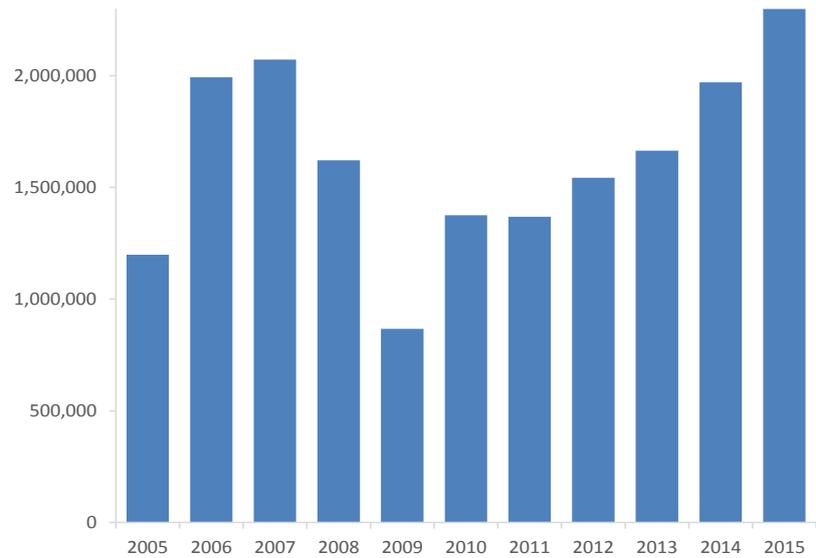
图 26: 日本 T&D 控股 net profit



数据来源：公司年报，Bloomberg，国泰君安证券研究
单位：百万日元

日本 T&D 控股的股价走势和内含价值变化情况也具备明显的一致性，2005-2007 年股价的持续上涨也伴随着内含价值的持续增长，同样，2011-2015 年股价的持续上涨也伴随着内含价值的持续增长。

图 27: 日本 T&D 控股内含价值



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

单位：百万日元

2.3. 英国

2.3.1. 英国寿险业：发展成熟，保费增速低

英国寿险业的发展始于 1583 年，迄今已有 400 多年的历史了，从早期的艰难探索和自由发展，到 19 世纪的初步发展，再到 19 世纪末到 20 世纪中期的快速发展，再到 20 世纪中期以后平稳发展，至今英国的保险市场发展已经非常成熟。

表 9：英国寿险行业发展历史演进

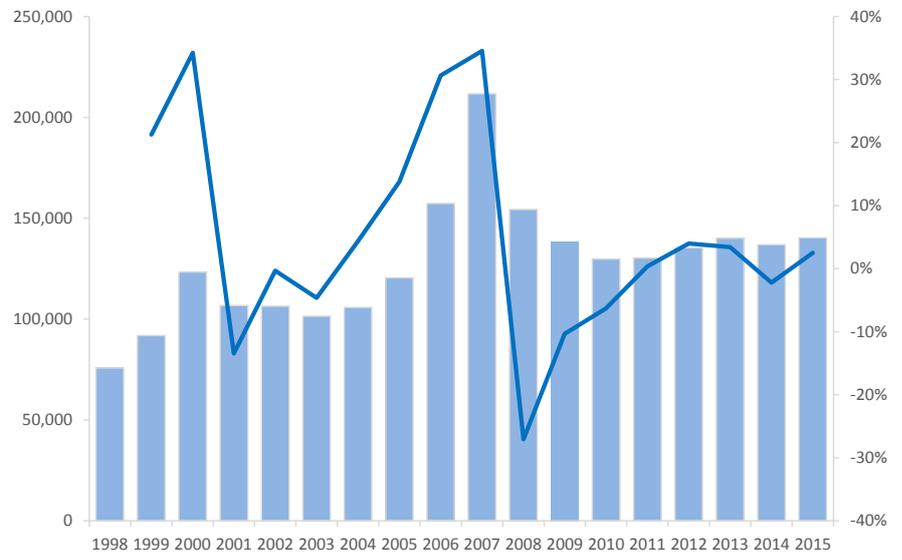
阶段	发展特点及重要事件
19 世纪的初步发展期	行业日趋规范，寿险缓慢发展。1) 从 1800 年至 1899 年，精算技术发展，产品创新打破寿险发展僵局。18 世纪末期公平人寿通过运用概率论理论对死亡率、复利率进行合理估计，以对寿险定价，开发出具有均衡费率的终身寿险产品。新产品的面世刺激了消费者需求，并推动保险公司代理人和分支机构迅速扩张。2) 行业相关制度逐步完善，推动寿险有序发展。
19 世纪末—20 世纪中期快速增长期	经济发展支撑，产品创新提升，寿险快速发展。1) 居民具有稳定的现金流，购买寿险的需求释放；2) 创新产品满足了市场需求，呈现爆发式增长。随着第二次工业革命的推进，城市化加快，工薪阶层崛起，简易人寿保险需求爆发式增长；在人均可支配收入增加、税收优惠以及人口结构变迁等因素的影响下，两全保险快速增长。
20 世纪中期以后的平稳发展期	1955 年至 1975 年，经济增长和投连险的发展共同推动寿险快速增长。1) 英国战后生产恢复，经济增长促进居民可支配收入显著增加，提高了寿险投保率，至 1975 年 89% 的家庭购买寿险保单。2) 开发投连产品，投资型产品开始在寿险市场发酵。投资连接保险在通货膨胀、股市高涨等因素推动下、传统寿险产品竞争力下降影响下，于 20 世纪 60 年代应运而生。寿险公司将连接的概念用于终身寿险、养老险、定期险和年金，开发出各种形式的单位连接保险，产品收益率提高，受市场追捧。 1985 年以后，投资型产品发展迅速，养老险和健康险发展快速。寿险资金大量入市，提高了保险资金的投资收益率，投连险收益率提高，因此分红险向投连险转变。随着人口老龄化深化、通货膨胀等因素影响，越来越多的消费者购买商业养老保险，且商业健康险也得到了快速发展。

数据来源：ABI，国泰君安证券研究

从我们查找到的 1998-2015 年保费增速情况，英国保费收入增速波动幅度较大，1999-2000 年增速高达 20-35%；2001-2003 年增速为负，但逐

渐向好；2004-2007 年逐渐进入高增速，2006-2007 年增速高达 30% 以上；2008-2010 年增速为负；2011-2015 年增速在-2.2%到 4%之间。

图 28: 英国寿险保费收入及增长情况



数据来源: sigma

单位: 百万英镑

截至 2015 年, 英国有 379 家寿险公司, 其中 200 家为英国寿险公司, 179 家为总部在其他欧洲国家但取得英国寿险业经营资格的寿险公司。

表 10: 英国前五大寿险公司

公司名称	2016 福布斯世界 500 强排名	2016 财富世界 500 强排名
保诚 (Prudential)	56	126
英杰华 (Aviva)	162	未上榜
法通保险 (Legal & General)	175	未上榜
标准人寿 (Standard Life)	359	未上榜
友诚人寿 (Friends Life)	未上榜	未上榜

数据来源: 国泰君安证券研究

2.3.2. 英国保险股: 股价跟随指数波动, 与利率相关度低, 估值较高

我们选取了三家保险公司作为研究对象, 分别为保诚 (Prudential)、英杰华 (Aviva) 和法通 (Legal & General)。

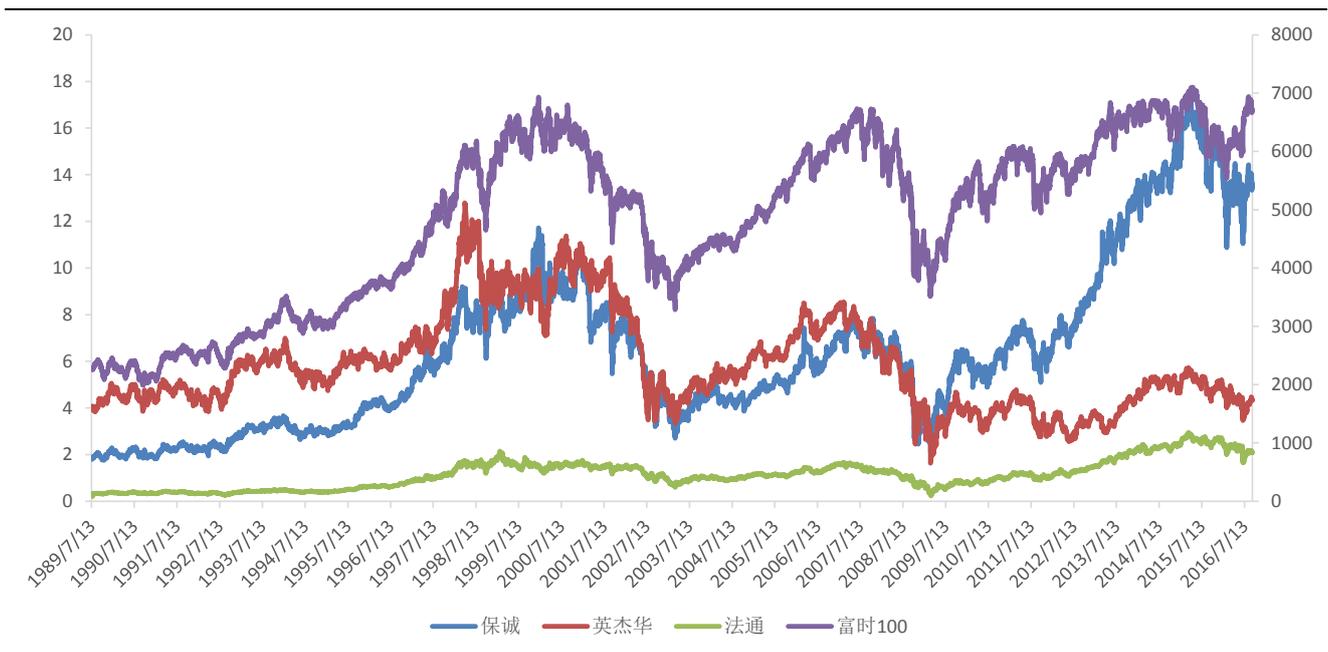
保诚集团于 1848 年成立, 业务分布在亚洲、美国和英国, 主要经营寿险、年金、资产管理等业务, 旗下子公司包括 Prudential Corporation Asia/Eastspring Investments/Jackson National Life Insurance Company/Prudential UK/M&G, 并且近期也开始在非洲开展业务。截至 2016 年中期, 公司的总资产规模达 4393.24 亿英镑。2016 年财富世界 500 强排名第 126 位, 2016 年福布斯世界 500 强排名第 56 位。保诚集团于 1924 年在伦敦证券交易所上市, 于 2000 年在纽约证券交易所上市, 于 2010 年在香港和新加坡上市。

英杰华保险集团创立于 1696 年，集团下有寿险、财险、资产管理等业务，主要业务分布在英国、欧洲、亚洲和加拿大，截至 2015 年末，公司总资产为 3878.74 亿英镑。2016 年福布斯世界 500 强排名第 162 位。英杰华保险集团于 1990 年 6 月 4 日在伦敦证券交易所上市，并于 2009 年 10 月 20 日在纽约证券交易所上市。

法通保险集团于 1836 年成立，旗下业务分为六个板块，分别为 Legal & General Retirement/Legal & General Investment Management/Legal & General Insurance/Legal & General Savings/Legal & General America/Legal & General Capital。2016 年福布斯世界 500 强排名第 175 位。截至 2015 年末，公司总资产为 3967.99 亿英镑。法通保险集团于 1979 年 7 月 2 日在伦敦证券交易所上市。

从英国保险公司的股价走势与富时 100 指数的走势来看，基本上分为两个阶段：1989 年 7 月至 2011 年及 2011 年以后。1989 年 7 月至 2011 年英国保险公司的股价走势基本与富时 100 指数的走势一致；2011 年以后英杰华保险集团股价走势疲弱，跑输富时 100 指数，而保诚和法通相对富时 100 指数有明显的超额收益。

图 29: 英国保险公司历史股价与富时 100 指数基本呈现同涨同跌态势



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

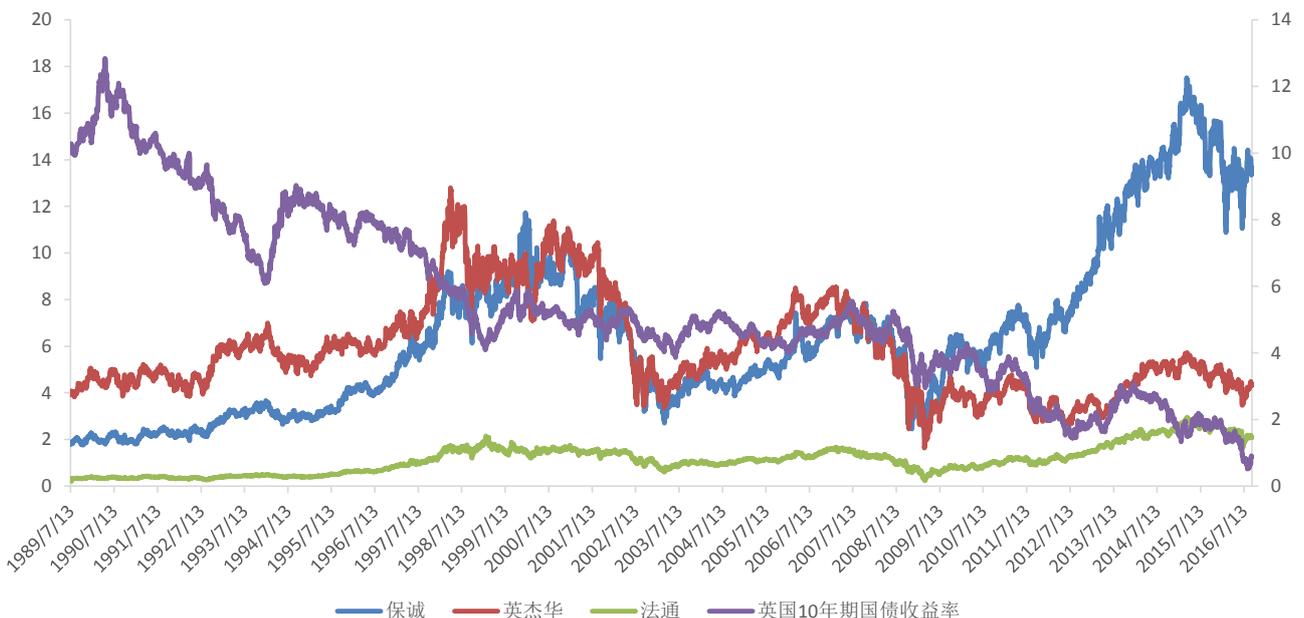
图 30: 法通保险集团历史股价与富时 100 指数基本呈现同涨同跌态势



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

与前述美国和日本的情况有所差异的是，我们观察到 2011 年后保诚和法通的股价跑赢富时 100 指数，并不是由于 10 年期国债收益率走高带来的，相反，2011 年英国 10 年期国债收益率趋势向下。前述美国和日本保险公司的股价走势的规律（股票指数涨，则股价涨；如果指数涨的同时，国债收益率涨，那么保险公司的股价会跑赢指数；指数涨的同时，国债收益率下降，那么股价会跟着指数涨，但是会跑输指数）对于英国的保险公司并不适用。英国保险公司的股价走势主要与股市指数相关，与 10 年期国债收益率走势的相关度不高，主要原因在于英国保险公司固定收益类资产占比显著低于美国和日本的保险公司，且在固定收益类中海外债券占比较高。

图 31：英国保险公司历史股价与 10 年期国债收益率相关度不高



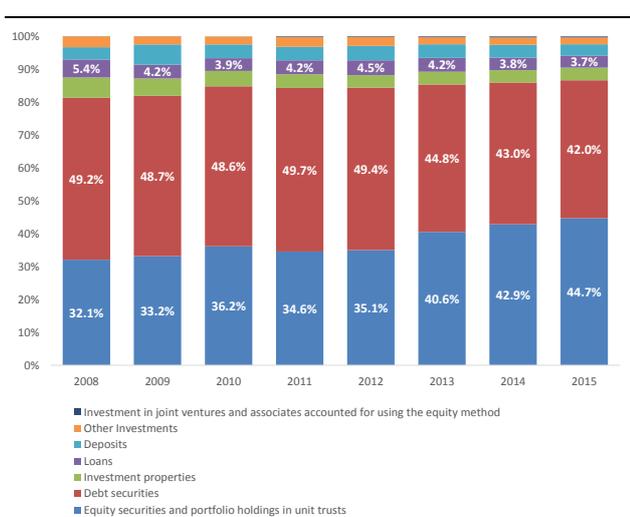
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 32: 法通保险集团历史股价与 10 年期国债收益率相关度不高



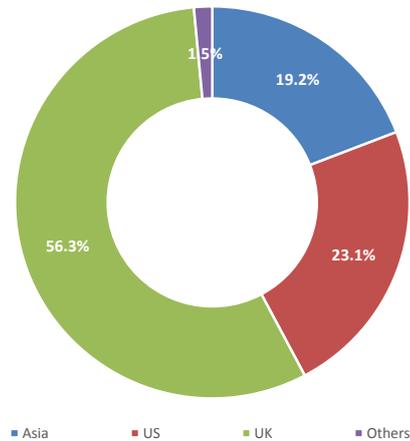
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 33: 保诚固定收益资产占比大幅低于美日保险公司



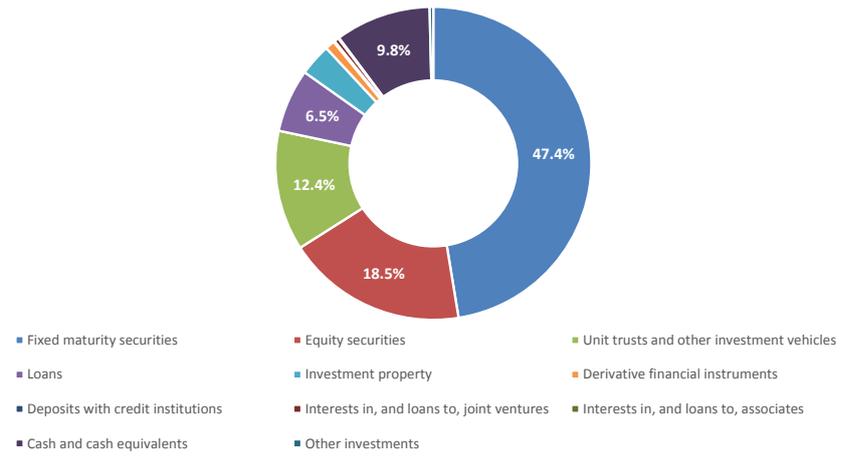
数据来源: 公司年报, Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 34: 保诚海外债券占比超过 40%(2015 年)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 35: 英杰华固定收益资产占比大幅低于美日保险公司(2015 年)



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 11: 英杰华固定到期日证券中海外债券占比较高(2015 年)

项目	2015		2014	
	金额	占投资资产比	金额	占投资资产比
Fixed maturity securities:	162,964	47.4%	131,661	50.4%
Debt securities	160,736	46.8%	129,538	49.5%
UK government	33,279	9.7%	20,590	7.9%
UK local authorities	18	0.0%	18	0.0%
Non-UK government	42,664	12.4%	44,955	17.2%
Corporate bonds	73,852	21.5%	55,628	21.3%
Public utilities	10,653	3.1%	8,443	3.2%
Other corporate	63,199	18.4%	47,185	18.0%
Convertibles and bonds with warrants attached	158	0.0%	170	0.1%
Other	10,765	3.1%	8,177	3.1%
Certificates of deposit	2,228	0.6%	2,123	0.8%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

单位：百万英镑

2011 年至 2015 年初保诚和法通股价跑赢富时 100 指数，是 P/EV 的估值提升和 EV 增长双重因素驱动。

1) 2011 年至 2015 年初，三家保险公司的估值均有提升，法通和保诚的估值提升优于英杰华。法通的 P/EV 从 2011 年的不到 1 倍提升至 1.6 倍左右；保诚从不到 1 倍提升至 1.3 倍左右。

2) 2011 年至 2014 年保诚和法通的每股内含价值和每股新业务价值都保持较高增速。保诚 2011 年至 2014 年平均每股内含价值增速为 12.3%，平均每股新业务价值增速为 10.3%；法通 2011 年至 2014 年平均每股内含价值增速为 8.5%，平均每股新业务价值增速为 26.9%。

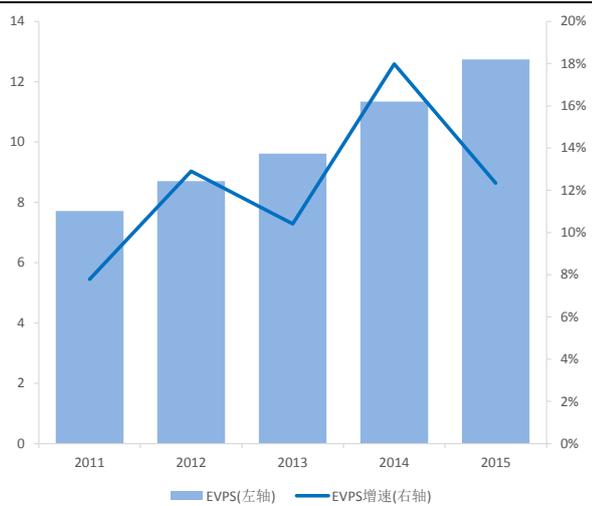
图 36: 英国保险公司 P/EV 估值水平处于历史中位

请务必阅读正文之后的免责条款部分



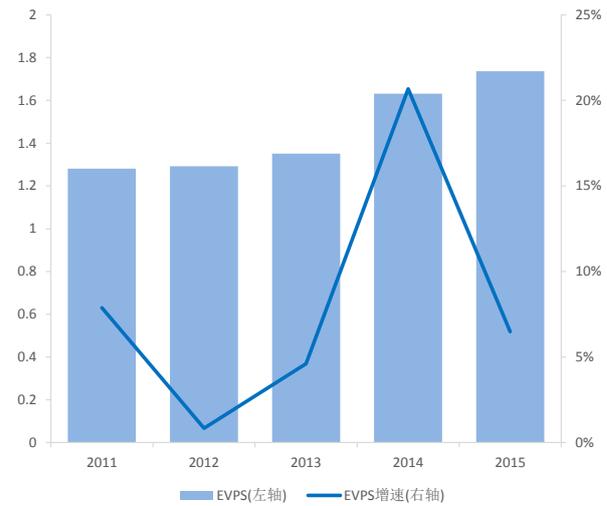
数据来源: Bloomberg, 公司年报, 国泰君安证券研究

图 37: 2011-2015 保诚每股内含价值保持较高增速



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 国泰君安证券研究
单位: 英镑

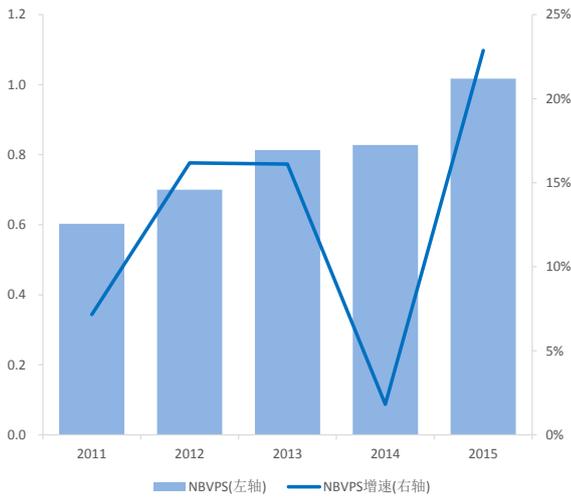
图 38: 2011-2015 法通每股内含价值保持较高增速



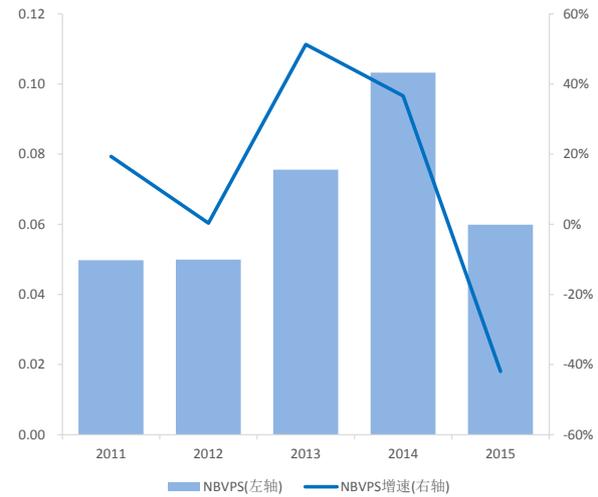
数据来源: 公司年报, Bloomberg, 国泰君安证券研究
单位: 英镑

图 39: 2011-2015 保诚每股新业务价值保持高增速

图 40: 2011-2014 法通每股新业务价值保持高增速



数据来源：公司年报，Bloomberg，国泰君安证券研究
单位：英镑



数据来源：公司年报，Bloomberg，国泰君安证券研究
单位：英镑

2.4. 台湾

2.4.1. 台湾寿险业：近年保费增速放缓，发展已趋成熟

二战后，台湾寿险业总体上经历了管制、有条件开放到自由竞争的变迁。1949-1960年市场禁入，只有2家寿险公司；1960-1962年短暂开放本土民营企业，7家寿险公司登记营业；1963-1981年，因担心恶性竞争，进入第二次市场禁入阶段，此时恰逢台湾工业化进程和经济振兴，伴随台湾经济起飞，寿险业获得快速发展。1982-1991年逐步开放美资公司，1992-1994年台湾寿险市场全面放开，1995年至今为完全开放、自由竞争时期。我们将台湾寿险业的发展分为四个阶段，分别为：光复后的恢复阶段、60年代以来的高速增长阶段、80年代对外开放的高速增长阶段和2000年之后的渐趋成熟阶段。

表 12: 台湾寿险行业发展历史演进

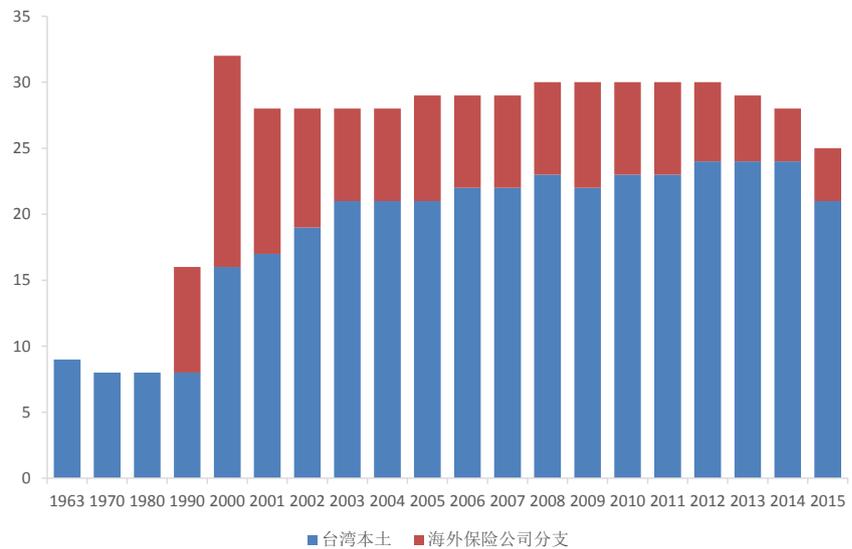
阶段	发展特点及重要事件
光复后的恢复阶段	台湾光复后，所有保险公司一律由“台湾保险监理委员会”接收合并改组，产险公司合并成立台湾产物保险公司，14家人寿保险公司合并成立台湾人寿保险公司，台湾只有2家保险公司的局面维持到1949年，1949年国民党撤退到台湾，几家总部设在上海的保险公司也随之来台。至此，台湾5家产险公司、2家寿险公司的格局确定，直到1960年才出现改变。
60年代开始的高速增长阶段	1960-1962年短暂开放本土民营企业，7家寿险公司登记营业；1963-1981年，因担心恶性竞争，进入第二次市场禁入阶段。此时恰逢台湾工业化进程和经济振兴，伴随台湾经济起飞，寿险业获得快速发展，寿险保费高增，至1980年寿险保费规模达到123.7亿新台币，较1963年增长了近45倍，年均复合增速25.2%。
80年代对外开放的高速增长阶段	1) 由于台湾外贸过度依赖美国，在美方的压力下，1981年对美国有限开放保险市场，但承保对象仅限于美国人及在美国公司财产保险业务。1986年，迫于美国贸易保护主义及“301条款”压力，台湾保险市场对美国完全开放。为适应新形势，1992年开放本土保险公司设立，1994年加入“关贸总协定”，台湾保险市场全面开放。 2) 1995年开始实施全民健康保险制度推动商业健康险的快速发展，1995-2004年健康险保费收入增长7倍，健康险保费占比增长2倍。 台湾寿险业在1980-2000年保持了较高的增速，2000年的保费较1980年增长了近50倍，年均复合增速21.7%。
2000年之后的渐趋成熟	台湾利率从1998年开始快速下滑，银保业务得到快速发展；2001年台湾通过金融控股公司法，随着台湾金融自由化推进和监管体系的完善，并且寿险需求已经逐步得到满足，台湾寿险业增长开始放缓，2015年保费收入较2000年增长了3.67倍，

阶段 年均复合增速 10.8%。

数据来源: LIA-ROC, 国泰君安证券研究

台湾寿险行业的参与主体, 即寿险公司数量基本在 30 家左右, 2015 年有所下降, 为 25 家。其中海外保险公司在 2000 年以后大量退出台湾寿险市场, 2000 年海外保险公司的分公司有 16 家, 至 2015 年仅有 4 家。

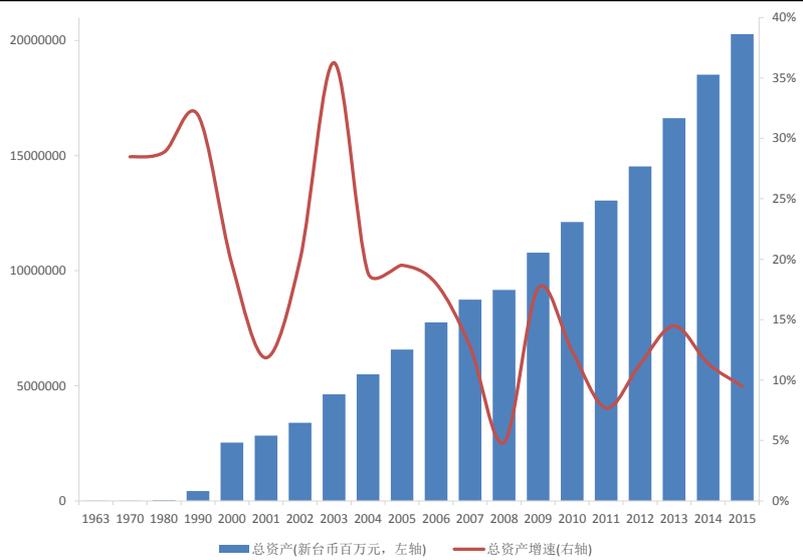
图 41: 台湾人寿保险公司数量近年来略有下降



数据来源: LIA-ROC, 国泰君安证券研究

台湾寿险行业总资产从 1963 年的 3.64 亿新台币增长到 2015 年 202783.04 亿新台币, 除个别年份外, 年增速基本都维持在 10% 以上, 2001-2015 年年平均增速为 15.1%。

图 42: 台湾寿险行业总资产保持较高增速

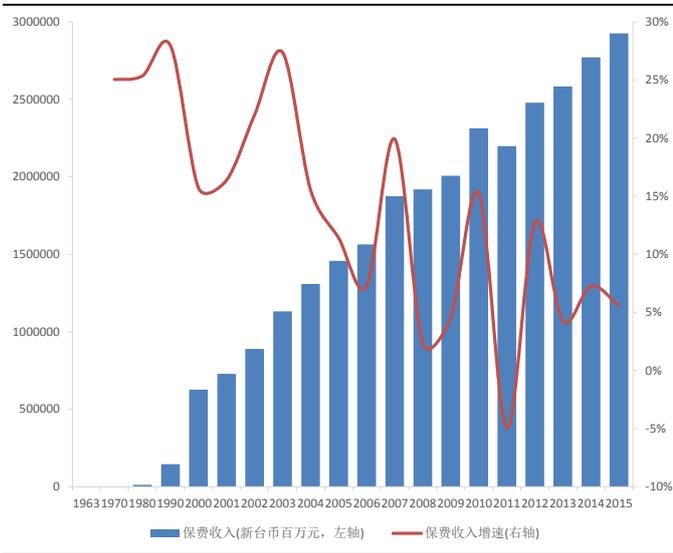


数据来源: LIA-ROC, 国泰君安证券研究

台湾寿险行业 2000 年以后渐趋成熟, 保费增速总体上较 2000 年之前放缓, 2001-2010 年年均增速为 14.2%, 2011-2015 年年均增速为 5.0%。

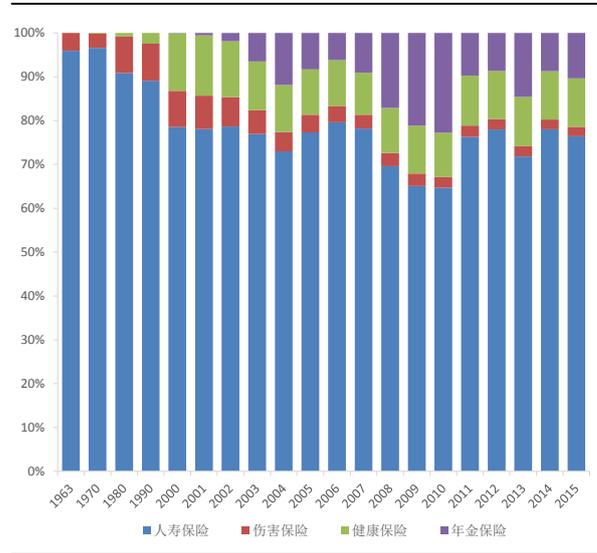
在险种类别上，近年来人寿保险占比 75%左右，年金保险 10%左右，健康保险占比 11%左右。2001 年以后，健康保险的占比基本比较稳定，但是年金险的占比各年度之间有较大的差异，2010 年占比最高达到 22.8%。

图 43: 台湾寿险行业保费收入增速放缓



数据来源: LIA-ROC, 国泰君安证券研究

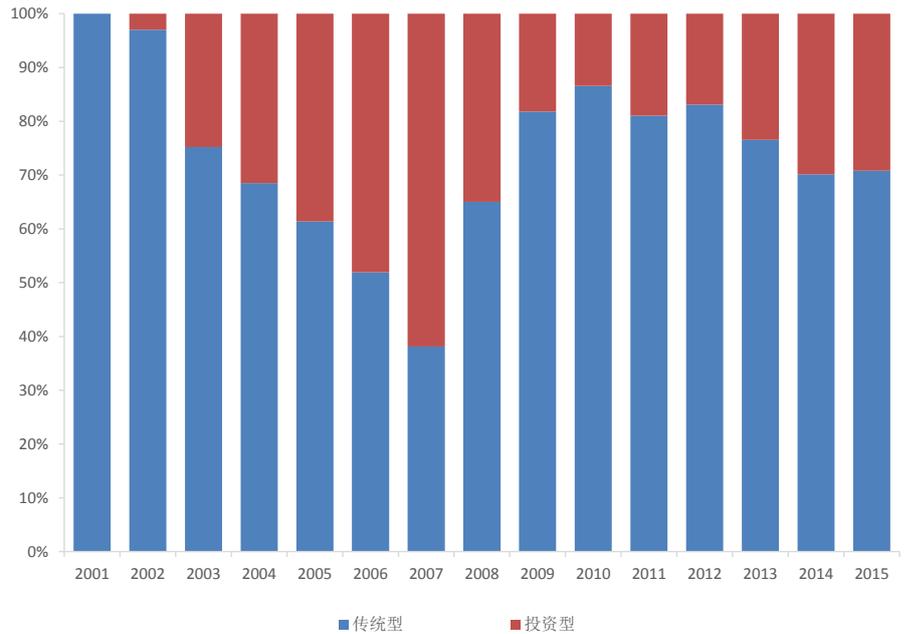
图 44: 台湾寿险行业以人寿保险为主



数据来源: LIA-ROC, 国泰君安证券研究

台湾寿险行业投资型险种首年保费收入占比从 2002 年开始逐渐增加，至 2007 年达到峰值，为 61.8%，此后开始下降，至 2010 年达到最低值，为 13.4%，此后又逐步恢复，2015 年为 29.2%。2015 年，人寿保险新保保费收入中传统型占比为 80.3%，投资型占比为 19.7%；年金保险新保保费收入中传统型占比为 36.7%，投资型占比为 63.3%；伤害保险和健康保险全部为传统型。

图 45: 台湾寿险行业投资型险种首年保费占比 2007 年达到峰值后下降



数据来源：LIA-ROC，国泰君安证券研究

2015年台湾寿险市场共有25家公司，其中，台湾本土21家，海外保险公司的分支机构有4家。台湾寿险行业的集中度高，按照总保费收入计算的前五家寿险公司的市场份额达到66.70%，前十名寿险公司的市场份额达到87.12%。

表 13: 按总保费收入市场占有率排名的前十大寿险公司(2015年)

排名	公司	总保费收入市场占有率
1	国泰人寿保险股份有限公司	22.05%
2	富邦人寿保险股份有限公司	16.21%
3	南山人寿保险股份有限公司	15.12%
4	新光人寿保险股份有限公司	7.78%
5	中国人寿保险股份有限公司	5.54%
6	中华邮政股份有限公司	5.15%
7	三商美邦人寿保险股份有限公司	4.69%
8	中国信托人寿保险股份有限公司	4.65%
9	安联人寿保险股份有限公司	3.24%
10	全球人寿保险股份有限公司	2.68%

数据来源：财团法人保险事业发展中心，国泰君安证券研究

2.4.2. 台湾保险股：股价跟随指数波动，与利率相关度低，估值较低

我们选取了台湾国泰金融控股公司（Cathay Financial Holding）和富邦金融控股公司（Fubon Financial Holding）作为研究对象，国泰金控旗下的国泰人寿和富邦旗下的富邦人寿为台湾市场份额最大的两家寿险公司。

台湾国泰金融控股公司（Cathay Financial Holding）是一家综合金融公司，于2001年12月31日成立并在台湾证券交易所上市，旗下主要子

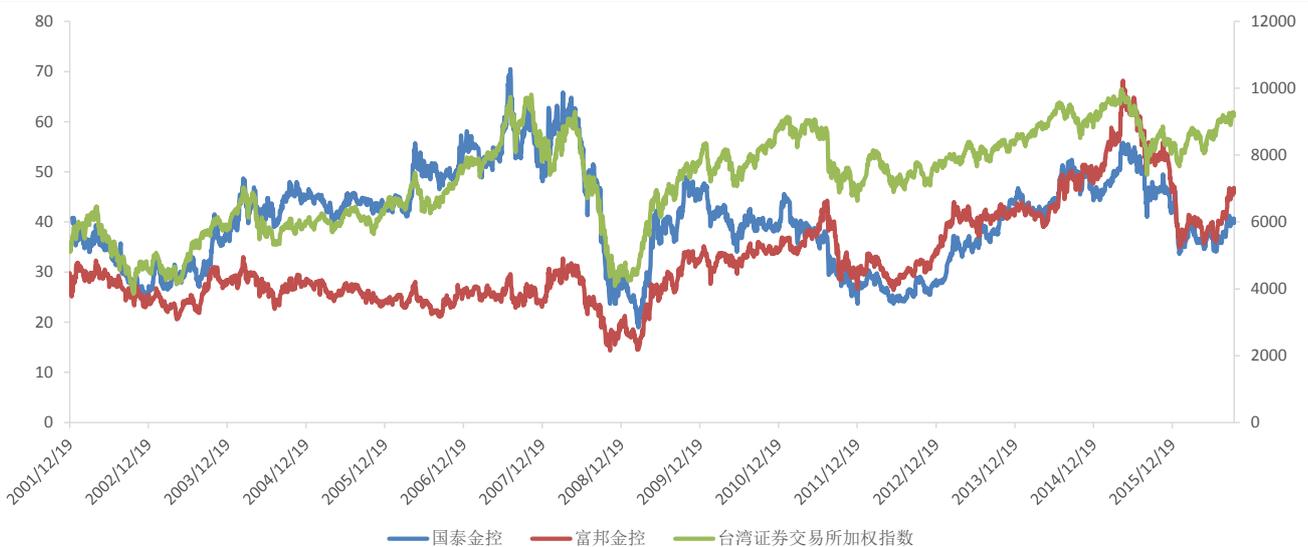
公司包括国泰人寿、国泰世华银行、国泰产险、国泰综合证券、国泰投信、国泰创投等。截至 2015 年年末，国泰金控总资产为 75689.75 亿新台币。国泰金控位列 2016 年福布斯世界 500 强的第 324 位。国泰人寿于 1962 年 10 月 23 日成立，于 1964 年 11 月 7 日在台湾证券交易所上市，并于 2001 年 12 月 31 日以股份转换方式设立国泰金融控股股份有限公司并于同日上市，国泰人寿退市。

富邦金融控股公司 (Fubon Financial Holding) 也是一家综合金融公司，于 2001 年 12 月 19 日在台湾证券交易所上市，旗下主要子公司包括富邦人寿、台北富邦银行、富邦银行(香港)、富邦华一银行、富邦产险、富邦证券等。截至 2015 年末，富邦金控总资产为 59874.68 亿新台币。富邦金控位列 2016 年福布斯世界 500 强的第 319 位。富邦人寿原名安泰人寿，于 2006 年 3 月成立，于 2009 年 6 月 1 日与富邦金控的子公司富邦人寿保险股份有限公司合并后，始更名为富邦人寿保险股份有限公司。安泰人寿系于 2006 年 3 月依分割新设方式由美商美国安泰人寿保险股份有限公司台湾分公司改制为安泰人寿，而美商安泰人寿为美国安泰集团 (Aetna Inc.) 于 1987 年在台设立的分公司，为台湾开放寿险市场后第一家核准设立的外商寿险公司。

从国泰金控和富邦金控的股价与台湾证券交易所加权指数的走势情况看，基本上分为两个阶段：

- 1) 2002-2008 年国泰金控的股价走势基本与加权指数一致；而富邦金控的股价波动较小，基本没有跟随加权指数的走势。
- 2) 2009 年以后国泰金控和富邦金控的股价走势与加权指数的走势相关度较高，基本上跟随加权指数的走势。

图 46: 台湾保险公司历史股价与台湾证券交易所加权指数基本呈现同涨同跌态势

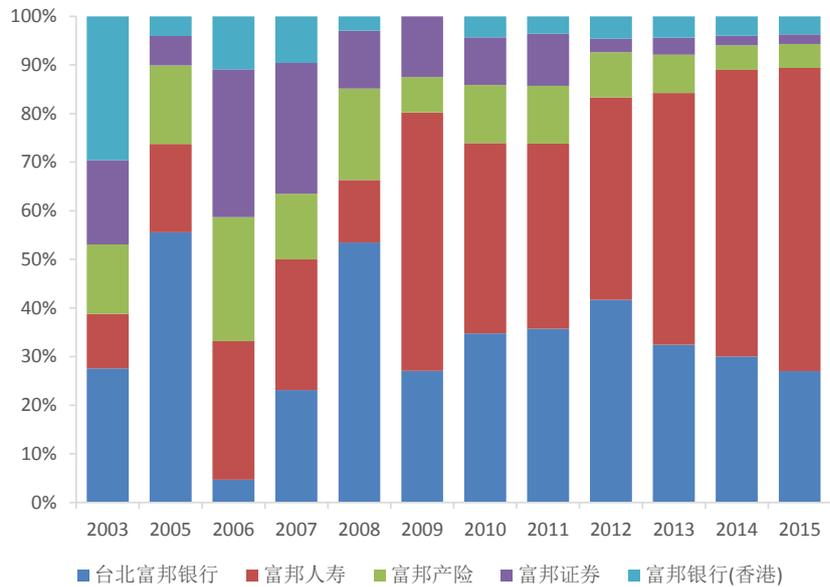


数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

2002-2008 年富邦金控的股价走势与加权指数相关度不高主要原因在于 2002-2008 年富邦金控的业务构成中寿险公司占比较小，而非寿险业务占比较大，导致富邦金控的股价弹性较小；而国泰金控起家于国泰人寿，寿险业务占比高，因此国泰金控的股价相对于股市的弹性较大。

2009 年以后富邦金控的寿险业务占比已经达到一定程度，因此股价跟加权指数相关度显著提高。

图 47: 富邦人寿近年来净利润贡献显著增大



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2009 年以后国泰金控和富邦金控的股价走势与加权指数的走势相关度提高，但有几个时间段有明显跑赢或者跑输指数的现象，我们认为主要跟当年公司的业绩相关。比如国泰金控 2009 年跑赢指数对应当年净利润大幅增长 403.2%，2010 年跑输加权指数对应当年业绩大幅负增长 58.4%；富邦金控 2014 年跑赢加权指数对应 2014 年净利润大幅增长 56.4%，ROE 达到 16.07%。

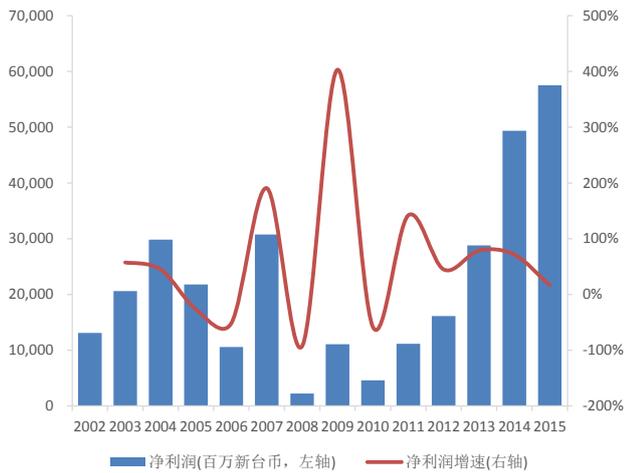
图 48: 富邦金控 2009 年以后股价与台湾证券交易所加权指数相关度提高



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

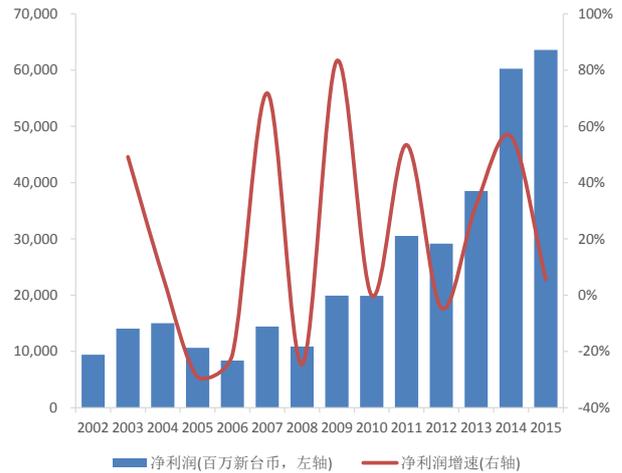
图 49: 国泰金控净利润及增速

图 50: 富邦金控净利润及增速



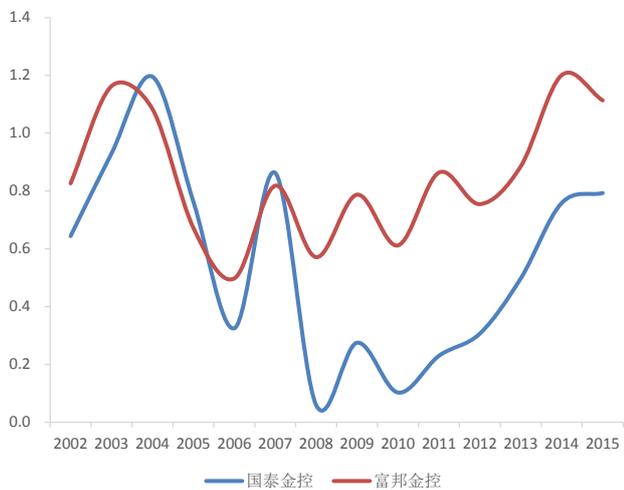
数据来源: Bloomberg, 公司年报, 国泰君安证券研究

图 51: 两家公司 ROA

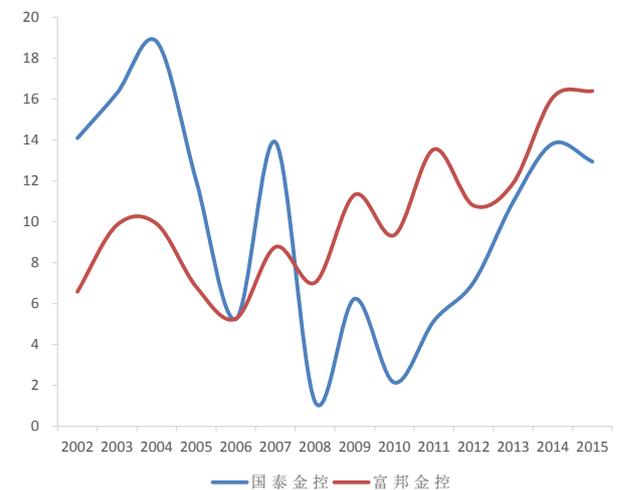


数据来源: Bloomberg, 公司年报, 国泰君安证券研究

图 52: 两家公司 ROE



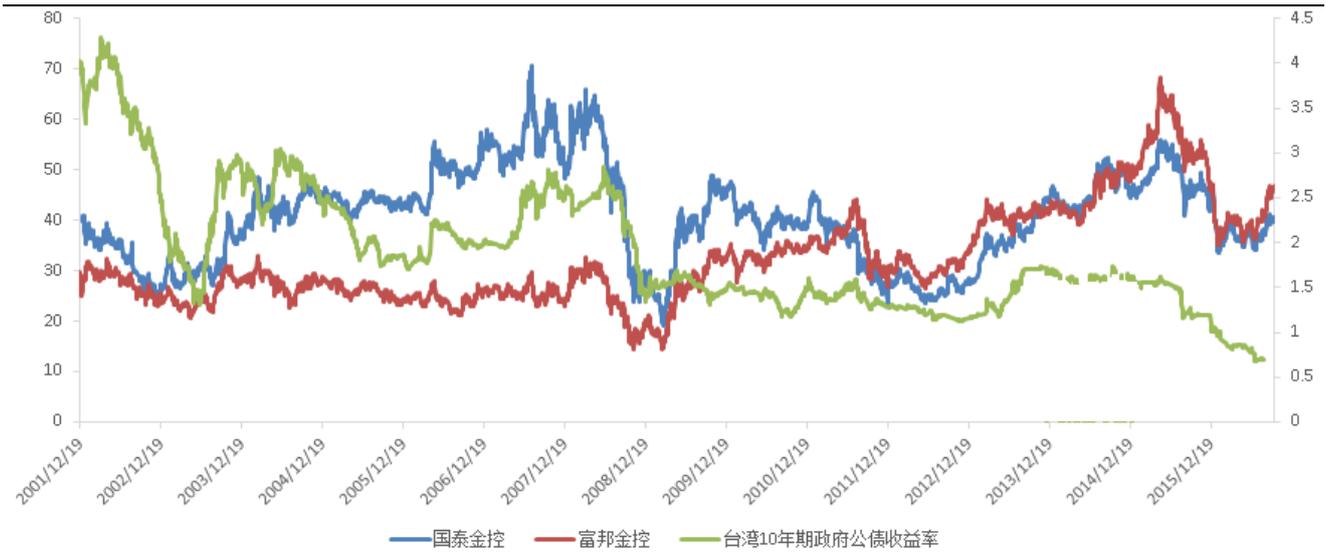
数据来源: Bloomberg, 公司年报, 国泰君安证券研究
单位: %



数据来源: Bloomberg, 公司年报, 国泰君安证券研究
单位: %

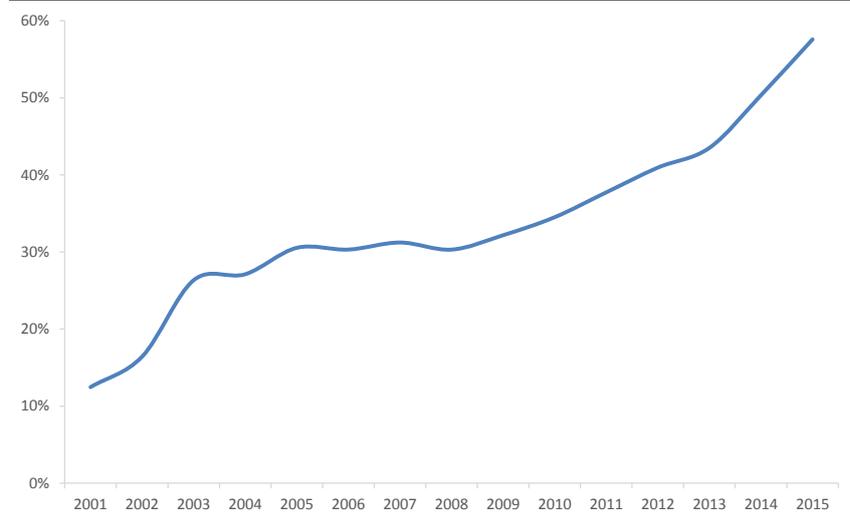
关于台湾保险公司股价走势与 10 年期政府公债收益率走势的关系, 我们的结论是: 前述美国和日本保险公司的股价走势的规律 (股票指数涨, 则股价涨; 如果指数涨的同时, 国债收益率涨, 那么保险公司的股价会跑赢指数; 指数涨的同时, 国债收益率下降, 那么股价会跟着指数涨, 但是会跑输指数) 对于台湾来说并不适用。主要原因在于台湾的保险公司投资资产中海外资产配置比例较高, 特别近年来海外资产配置占总投资资产的比例超过 50%。

图 53: 台湾保险公司历史股价与台湾 10 年期政府公债收益率相关度不高



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 54: 台湾寿险行业海外资产占总投资资产的比例高



数据来源: LIA-ROC, 国泰君安证券研究

图 55: 国泰人寿海外资产占比高(2015)

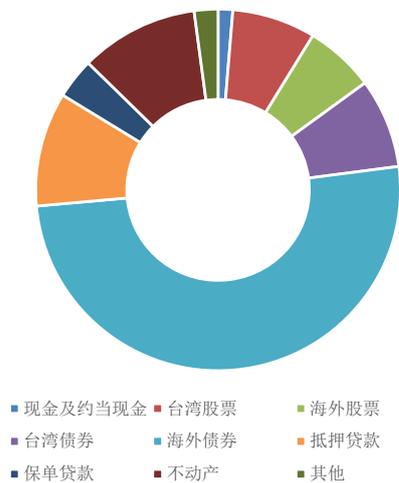
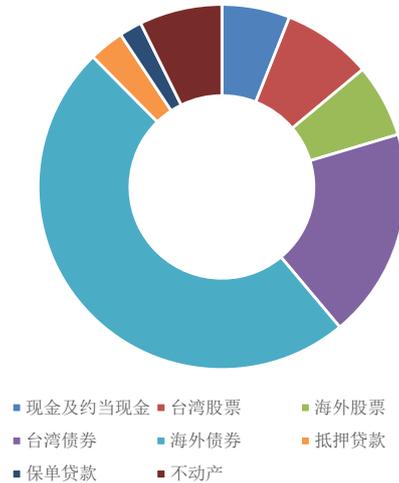


图 56: 富邦人寿海外资产占比高(2015)



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

关于估值方法，我们从公开信息中仅查到了国泰金控旗下国泰人寿和富邦金控旗下富邦人寿的内含价值，但是没有查到国泰金控和富邦金控的内含价值，且从披露的信息看，国泰人寿和富邦人寿所用的精算假设差异较大。我们认为台湾的寿险公司的合适的估值方法应该是用 P/EV 估值法，但是在缺乏金控公司内含价值数据的情况下，我们对国泰金控和富邦金控采用 P/B 估值法。

表 14: 国泰人寿和富邦人寿内含价值精算假设

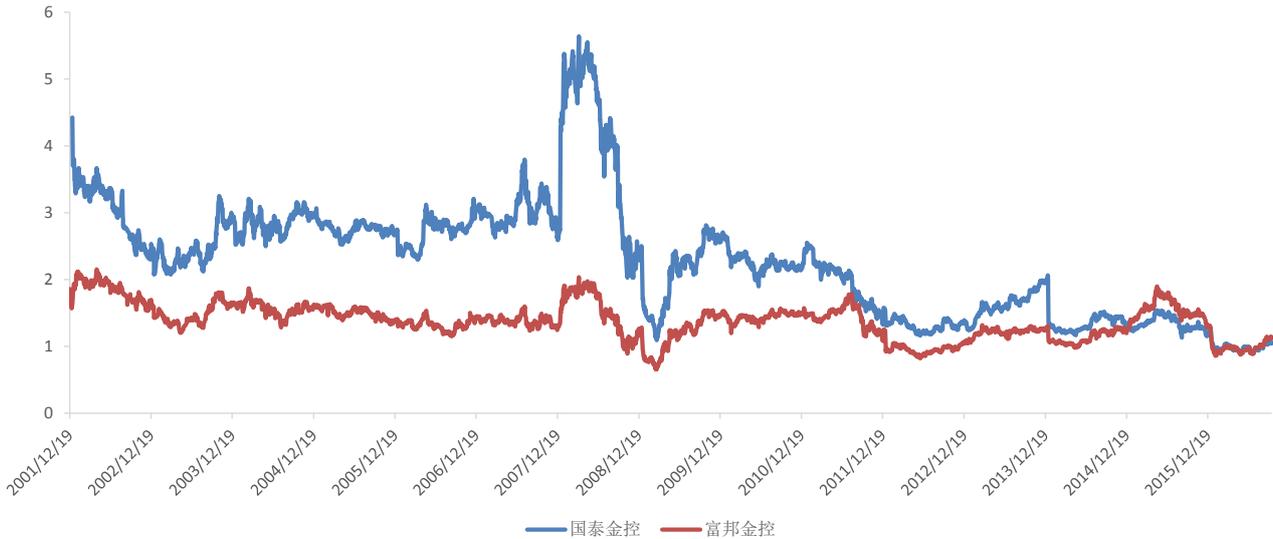
公司	国泰人寿		富邦人寿	
评估日	2014/12/31	2015/12/31	2014/12/31	2015/12/31
有效业务价值	台币账户： 4.01%~2034 年 5.05%	台币账户：3.95%~2035 年 5.02%	台币保单：2015 年至 2052 年为 3.98%~5.43% (2053+)	台币保单：2016 年至 2052 年为 3.86%~5.57% (2053+)
	美元账户： 4.40%~2034 年 6.07%	美元账户：4.67%~2035 年 5.81%	美元保单：2015 年至 2030 年为 5.16%~5.96% (2031+)	美元保单：2016 年至 2040 年为 5.15%~5.96% (2041+)
	利变年金： 2.75%~2034 年 3.02%	利变年金：2.77%~2035 年 3.00%	利变年金：平均利差益约为 100bps	利变年金：平均利差益约 50~100bps
投资收益率	台币账户： 2.54%~2034 年 5.03%	台币账户：2.96%~2035 年 4.90%	台币传统保单：2014 年至 2047 年为 3.89%~5.43% (2048+)	台币传统保单：2015 年至 2050 年为 3.46%~5.55% (2051+)
	美元账户： 4.47%~2034 年 6.07%	美元账户：4.37%~2035 年 5.81%	美元保单：2014 年至 2043 年为 5.14%~5.96% (2044+)	美元保单：2015 年至 2045 年为 4.37%~5.96% (2046+)
	利变年金： 2.19%~2034 年 2.62%	利变年金：1.98%~2035 年 2.28%	利变年金：平均利差益约为 100bps	利变年金：平均利差益约 50~100bps
贴现率	10%	10%	有效契约价值：11.0% 新契约价值：10.5%	有效契约价值：11.0% 新契约价值：10.5%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

国泰金控和富邦金控的 P/B 估值具有如下特点：

- 1) 国泰金控的估值总体上高于富邦金控，但是近年来差距缩小。可能的原因在于 2009 年之前富邦金控的非寿险业务特别是银行业务的占比比较高。
- 2) 国泰金控历史上最高估值超过 5 倍，富邦金控最高估值 2 倍左右，2016 年两家公司的 P/B 估值基本在 1 倍左右。

图 57: 台湾保险公司目前 P/B 估值在 1.1 倍左右, 处于历史较低位



数据来源: Bloomberg, 公司年报, 国泰君安证券研究

3. 投资建议

3.1. 寿险业发展方向预判

目前我国保险公司的盈利模式仍然是以利差为主, 并且我们认为:

1) 寿险公司盈利模式短期内很难发生重大变化:

- ①受制于现有的渠道结构、产品结构、销售队伍的能力以及客户的保险消费理念等, 盈利模式的变化是个长期渐变的过程;
- ②受制于公司管理层的理念, 管理层是不是有足够的动力做长远的打算, 另外, 管理层需要评估长期利益和短期各方压力;
- ③各保险公司之间的博弈、观望和跟随。

2) 寿险公司中短期有变革压力和变革动力:

- ①保监会相关监管政策;
- ②保险公司资产负债匹配的内在经营要求、投资端的现实压力;
- ③先知先觉保险公司率先变革及其带来的示范效应。

3) 寿险公司长期的趋势是提升死差和费差的占比:

- ①利差收窄长期趋势带来的盈利能力下降及过度依赖投资端带来的业绩大幅波动;
- ②海外成熟市场保险公司的发展经验借鉴。

因此, 我们强调当前保险公司的分析框架应该基于 CRIA 模型, 短期在盈利模式难有根本变化的情况下有提升或者维持投资收益率的要求, 而中长期的方向是参考日本等成熟市场的经验, 提升保障产品占比, 提升死差和费差在利源中的占比。

根据 CRIA 模型, 观察不同公司的基本面变化情况应重点关注以下因素: 在承保端, 重点关注渠道结构的改善 (个险渠道的扩张和强劲增长)、业务结构的改善 (期缴业务占比提升)、产品结构优化 (保障型产品占比提升)、业务质量的提高 (退保率降低) 等; 在投资端, 主要

看稳健提高收益率和扩大投资资产规模的能力。

根据 CRIA 模型，中国平安和中国太保基本面更好：

- 1) 中国平安和中国太保个险渠道占比高，在控制负债成本方面的自由裁量权更高，可以通过调整产品结构等方式降低负债成本；
- 2) 中国平安和中国太保在过往年份中，投资收益率表现较好，且都建立了市场化的委托机制，有利于激励投资管理人在风险可控的前提下实现较好的投资收益率；
- 3) 中国平安和中国太保保费增速较高，且由于渠道结构和业务结构较好，退保率较低，业务质量较高，投资资产稳步扩张。

另外，我们建议关注新华保险的转型。新华保险目前转型坚定，大力削减银保趸缴规模，增加期缴规模，同时积极推进保障型产品的发展。虽然作为一家纯寿险公司，新华保险对投资端的依赖度高于中国平安和中国太保，但当前新华保险的转型将会带来基本面的边际改善。

3.2. 投资建议：推荐中国平安和中国太保

我们将前述美国、日本、英国、台湾保险公司股价涨跌及估值水平总结如下：

1) 关于股价涨跌：美国和日本保险公司的股价走势跟股市指数和 10 年期国债收益率的相关性都较强，基本呈现如下特点：股市指数涨，则股价涨；如果股市指数涨的同时，国债收益率提高，那么保险公司的股价会跑赢指数；指数涨的同时，国债收益率下降，股价会跑输指数。而英国和台湾的保险公司的股价跟股市指数的相关性较高，但跟 10 年期国债/政府公债收益率的相关性不明显。本质上保险公司股价的上涨还是由于盈利能力的改善或提高带来的。

2) 关于估值水平：

①美国：目前大都会和保德信两家公司的 P/B 估值处于 2000 年以来估值水平的低位。大都会的历史最高估值为 2.3 倍左右，最低估值曾略低于 0.6 倍，当前估值为 0.6-0.7 倍；保德信的最高估值为 2.8 倍左右，最低估值也曾略低于 0.6 倍，当前估值为 0.6-0.7 倍。

②日本：目前第一生命和 T&D 控股两家公司的 P/EV 估值处于上市以来估值水平的较低位。T&D 控股 2004 年上市以来的最高估值水平在 2.3 倍左右，最低估值水平略低于 0.3 倍，当前估值为 0.4 倍左右；第一生命 2010 年上市以来的最高估值水平略高于 0.6 倍，最低估值水平 0.25 倍左右，当前估值为 0.3-0.4 倍。

③英国：目前保诚、英杰华、法通三家公司的 P/EV 估值处于 2006 年以来估值水平的中位。保诚 2006 年以来的最高估值水平为 1.5 倍左右，最低估值为 0.4 倍左右，目前估值为 1.0-1.1 倍；英杰华 2006 年以来的最高估值水平为 1.2 倍左右，最低估值水平为 0.3 倍左右，目前估值为 0.8-0.9 倍；法通 2006 年以来的最高估值水平为 1.7 倍左右，最低估值水平 0.2 倍左右，目前估值 1.2 倍左右。

④台湾：目前国泰金控和富邦金控两家公司的 P/B 估值处于 2001 年以来估值水平的较低位。国泰金控的最高估值超过 5 倍，最低估值 0.9 倍左右，目前估值水平 1.0-1.1 倍；富邦金控最高估值水平在 2 倍左右，最

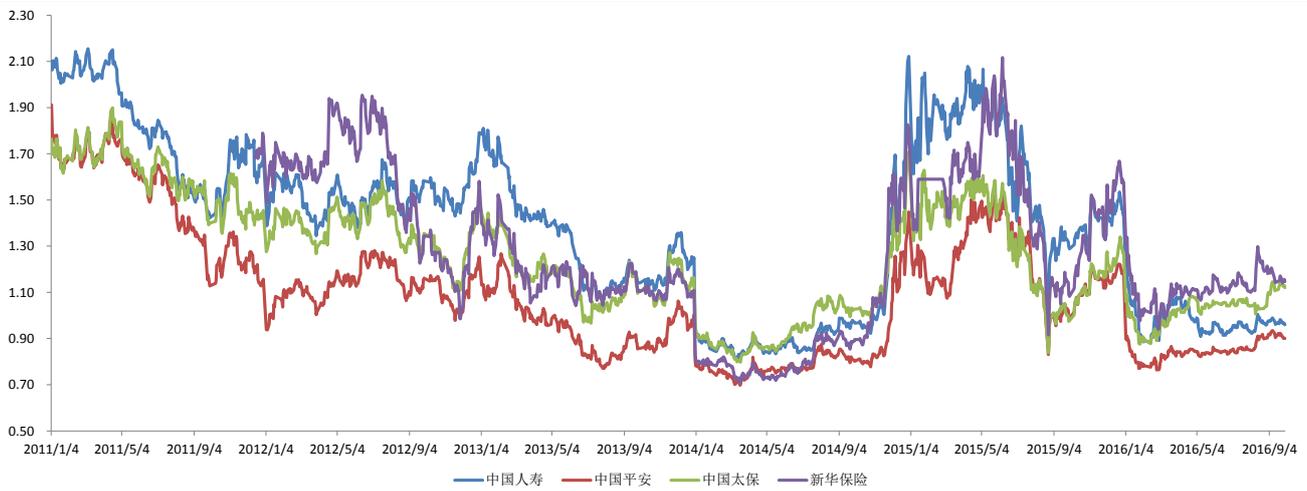
低估值在 0.7 倍左右，目前估值为 1.1 倍左右。

由于这几个国家或者地区的保险业的发展已经非常成熟，因此估值水平总体上较低（英国由于当前的估值水平处于历史估值水平的中位，因此英国的估值水平较高）。

我国的保险业与上述国家或者地区的保险业处于不同的发展时期，我国保险业的发展还远没有进入成熟期，因此估值水平理应高于上述国家或者地区保险公司的估值水平。

目前我国四家保险公司 2016 年 P/EV 估值平均为 1.03 倍，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险四家公司的估值分别为 0.96/0.90/1.12/1.15，处于 2011 年以来历史估值的低位。

图 58：保险股目前处于 2011 年以来历史估值的低位



数据来源：wind，公司年报，国泰君安证券研究

表 15：目前估值及评级

EVPS	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	P/EV	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	评级
中国人寿	16.09	19.82	22.30	24.34	26.93	中国人寿	1.33	1.08	0.96	0.88	0.79	增持
中国平安	25.10	30.24	37.93	45.09	53.96	中国平安	1.36	1.13	0.90	0.76	0.63	增持
中国太保	18.90	22.69	25.66	29.24	33.65	中国太保	1.52	1.27	1.12	0.98	0.85	增持
新华保险	27.33	33.10	35.95	38.97	42.57	新华保险	1.51	1.24	1.15	1.06	0.97	增持
EPS	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	P/E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	评级
中国人寿	1.14	1.23	0.98	1.38	1.51	中国人寿	18.79	17.44	21.94	15.57	14.16	增持
中国平安	2.15	2.97	3.41	3.91	4.61	中国平安	15.90	11.52	10.00	8.74	7.42	增持
中国太保	1.22	1.96	1.71	2.09	2.37	中国太保	23.58	14.70	16.78	13.76	12.13	增持
新华保险	2.05	2.76	2.41	2.95	3.39	新华保险	20.07	14.95	17.10	13.98	12.16	增持
BVPS	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	P/B	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	评级
中国人寿	10.05	11.41	11.86	12.95	14.21	中国人寿	2.13	1.88	1.81	1.65	1.51	增持
中国平安	15.84	18.28	24.73	28.74	33.53	中国平安	2.16	1.87	1.38	1.19	1.02	增持
中国太保	12.93	14.71	15.43	17.12	19.10	中国太保	2.22	1.95	1.86	1.68	1.51	增持
新华保险	15.50	18.54	19.95	22.41	25.31	新华保险	2.66	2.22	2.07	1.84	1.63	增持

数据来源：wind，公司年报，国泰君安证券研究

注：股价为 9 月 30 日数据

当前我国经济增速下行，利率维持在较低水平可能是个长期的现象，保险公司投资收益率中枢有下行压力，市场普遍对当前保险公司以 5.2-5.5% 为长期投资收益率假设的内含价值的真实性有疑问，因此我们将此悲观预期予以充分考虑，并据此对 EV 进行修正。

我们认为在维持贴现率不变的情况下，将投资收益率精算假设下调至 4.5% 的可能性非常小，投资收益率假设为 5% 的情形已经能较为充分反映悲观预期。如果投资收益率假设进一步下调至 4.5%，我们认为贴现率也会随之下调，而贴现率的下调对内含价值有正向作用，会部分抵消投资收益率假设下调对内含价值的负面影响。

将投资收益率假设下调至 5% 后，中国平安 2016 年修正后的 P/EV 仍然仅为 0.94 倍，而中国太保为 1.15 倍，估值较低，推荐中国平安和中国太保。

表 16: 在投资收益率假设下调至 5% 后四家上市保险公司的估值

公司	股价	2016 年 EVPS		2016 年 P/EV	
		修正前	修正后	修正前	修正后
中国人寿	21.41	22.3	20.4	0.96	1.05
中国平安	34.16	37.9	36.5	0.90	0.94
中国太保	28.75	25.7	25.0	1.12	1.15
新华保险	41.21	36.0	33.5	1.15	1.23

数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

注：股价为 9 月 30 日数据

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		