

2008年春季投资策略报告

# 投资收益回落下的保险演绎平滑之道

金融行业首席分析师 朱琰

金融行业分析师 武建刚

2008年4月

# 2008年春季投资策略报告录

## 行业保费增速大幅提升，投资收益有所下降

- 保费收入大幅增长，分红、投资类险种功不可没
- 债券投资收益率曲线的下降对新保单投资收益会有所影响
- 股市持续震荡，当期投资收益不乐观，浮盈释放或能抵消部分账面影响

## 影响保险公司账面利润的要素分析

- 影响保险公司账面利润因素之投资收益
- 影响保险公司账面利润因素之保险责任准备金
- 中国平安寿险责任准备金分析
- 中国人寿寿险责任准备金分析
- 中国太保寿险责任准备金分析

## 公司估值

- 维持中国平安“推荐”评级，目标价70.07元
- 维持中国人寿“推荐”评级，目标价36.45元
- 维持中国太保“谨慎推荐”评级，目标价31.96元



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

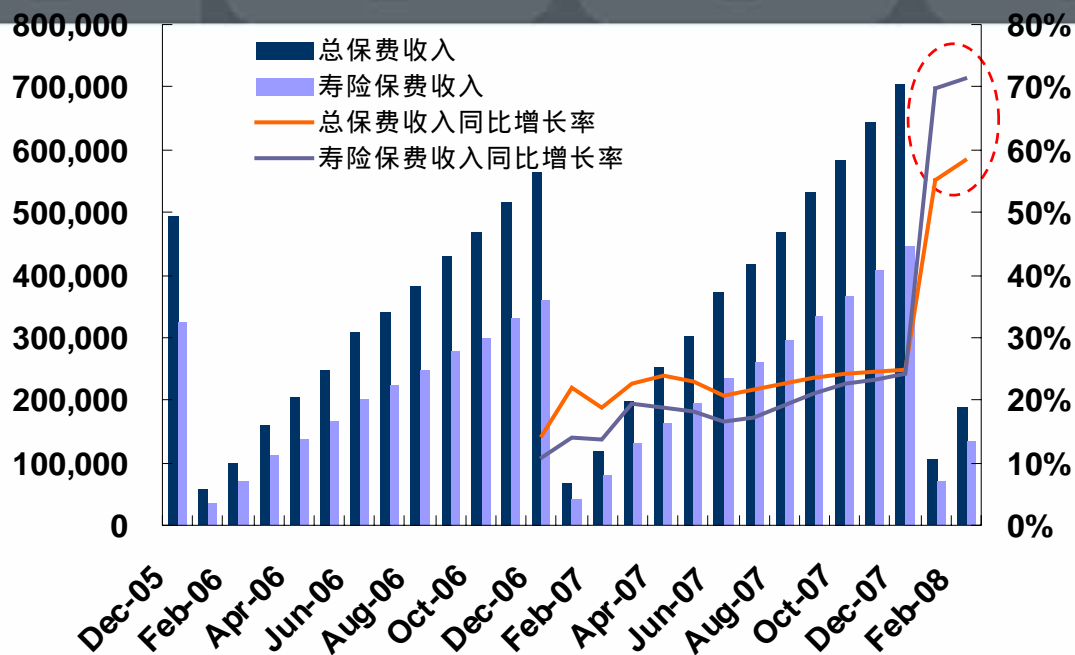
- 行业保费增速大幅提升，投资收益有所下降

# 今年保费收入大幅增长，分红投资类险种功不可没

## 2008年春季投资策略报告

►07-08年总保费收入及寿险保费收入趋势

单位：百万元

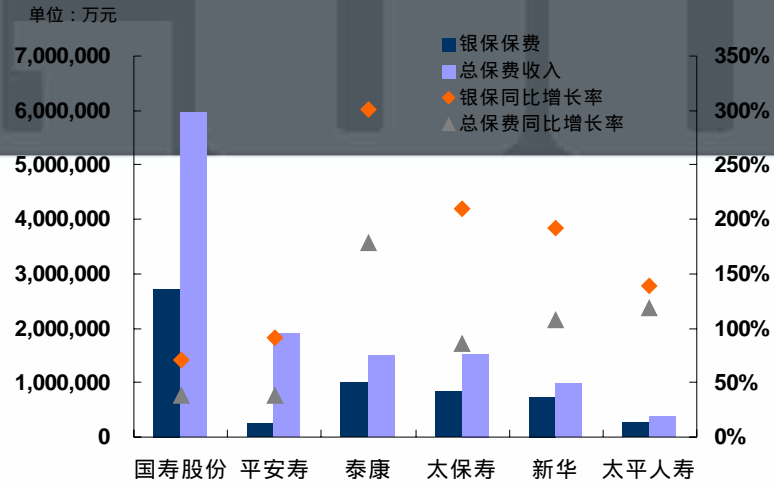


►2008年1-2月，保险行业实现原保费收入1874.74亿元，同比增长58.19%，高于上年同期增长率39.34个百分点，寿险实现原保费收入1345.69亿元，同比增长71.3%，高于上年同期增长率57.69个百分点

# 今年保费收入大幅增长，分红投资类险种功不可没

## 2008年春季投资策略报告

### 2月主要寿险公司银保保费收入及总保费收入对比



由于投资分红类险种主要集中在银邮代理渠道，所以银保渠道保费出现了较大幅度的增长。

### 我国主要寿险公司银保主打产品

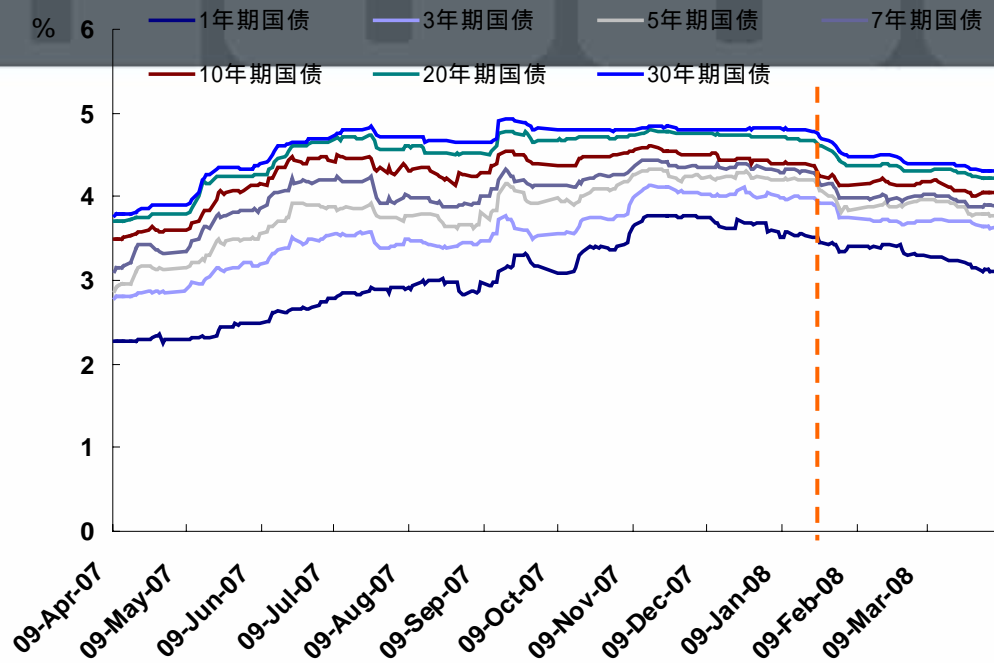
国寿股份	平安寿	泰康人寿	太保寿	新华人寿	太平人寿
鸿丰(分红)	金彩人生(万能)	放心理财财富版(万能型)	红利发两全险	红双喜A(分红)	盈丰C(分红)
鸿泰(分红)	金玉满堂(万能)	放心理财经典版(万能型)	保得利两全险	新红A(分红)	盈利多2007(万能)
鸿阳(分红)	稳赢一生(万能)	赢家理财(投连)	金诚利(万能)	金包银(万能)	财富投连险A
瑞丰(万能)	千禧红D(分红)	放心理财(万能)	金丰利(万能)	得意理财(万能)	财富投连险B
鸿丰(分红)	千禧红E(分红)	放心理财C(万能)	红利发两全C款(分红)	红双喜C(分红)	盈盛B(分红)
美满人生(分红)	金乐章(分红)	稳健终身(万能)	红福寿(分红)	新红C(分红)	财富年金
鸿泰(分红)	千禧红C(分红)	稳健两全(万能)	红葵花(分红)	望子成龙(分红)	
鸿星(分红)	财富一生(分红)	千里马B(分红)	短意险	喜满多(分红)	
	千禧红B(分红)	千里马C(分红)			
	聚富步步高(投连)				
	金管家系列				
	金状元两全险				

资料来源：公司数据 国信证券研究所

# 债券收益率下降，对新业务投资收益有所影响

## 2008年春季投资策略报告

### ➤ 2007-2008年国债收益率走势

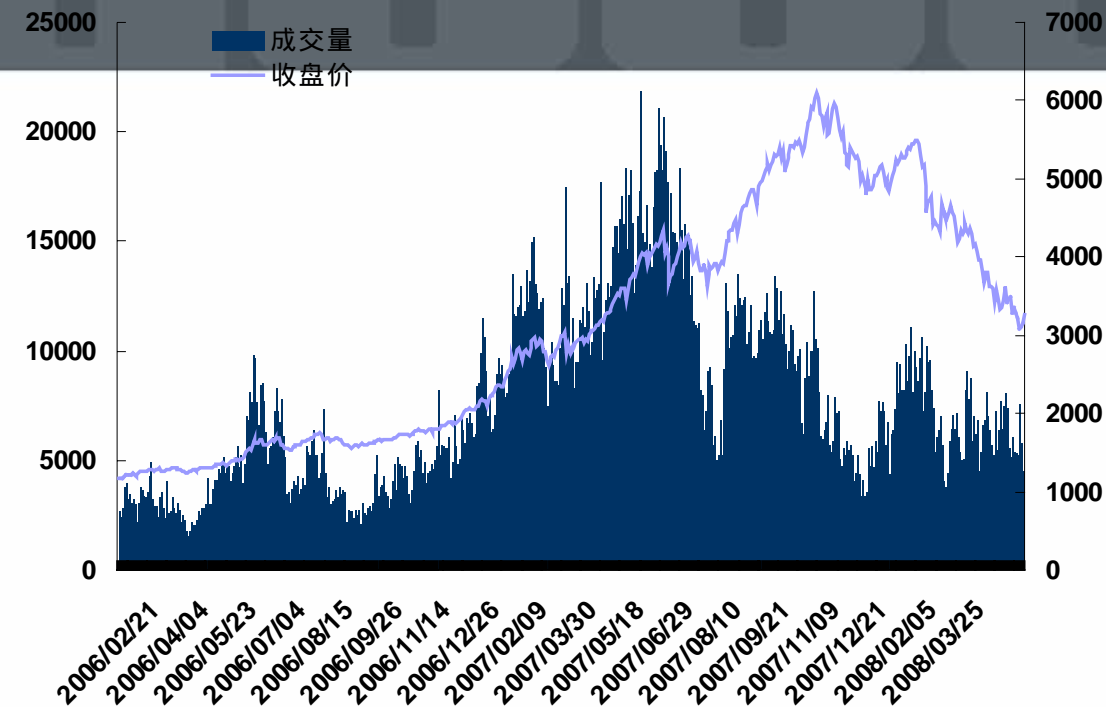


➤从08年1月起，债券收益率呈现下降趋势，预计将对08年新业务利润率有负面影响，但对于老保单来讲，债券收益率的下降则有助于内含价值的提升。

# 投资收益不乐观 浮盈释放或能抵消部分账面影响

## 2008年春季投资策略报告

单位：万手



➤2008年我国股市投资收益不乐观，但保险公司持有的可供出售金融资产中股票含有较多浮盈，如果这部分浮盈能够平稳释放，将会抵消部分影响。



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

●影响保险公司账面利润的要素分析



# 影响保险公司账面利润的两大要素

## 2008年春季投资策略报告

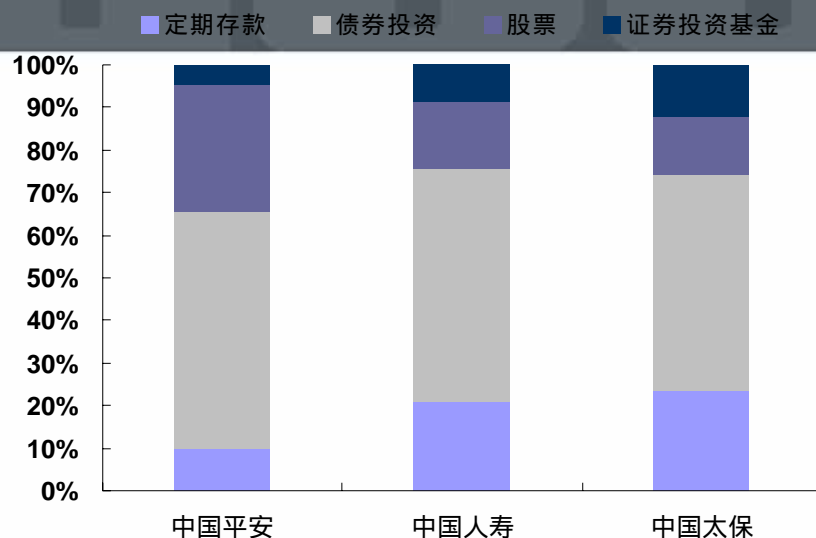
我们认为：

- 在不出售战略性持股的情况下，如果三家公司的浮盈平稳释放，则所释放的浮盈对三家公司每股收益贡献的顺序依次为中国太保、中国平安、和中国人寿
- 在平稳释放所有浮盈的情况下，则所释放的浮盈对三家公司每股收益贡献的顺序依次为中国人寿、中国平安、和中国太保
- 综合资本市场对分红投资类险种以及高利率保单对保险责任准备金的影响，我们认为2008年计提保寿险责任准备金比例弹性最大的为中国平安，其次为中国太保，最后为中国人寿
- 结合对投资收益浮盈和寿险责任准备金计提弹性的分析，我们认为2008年保险公司账面利润不太可能出现大幅下跌。

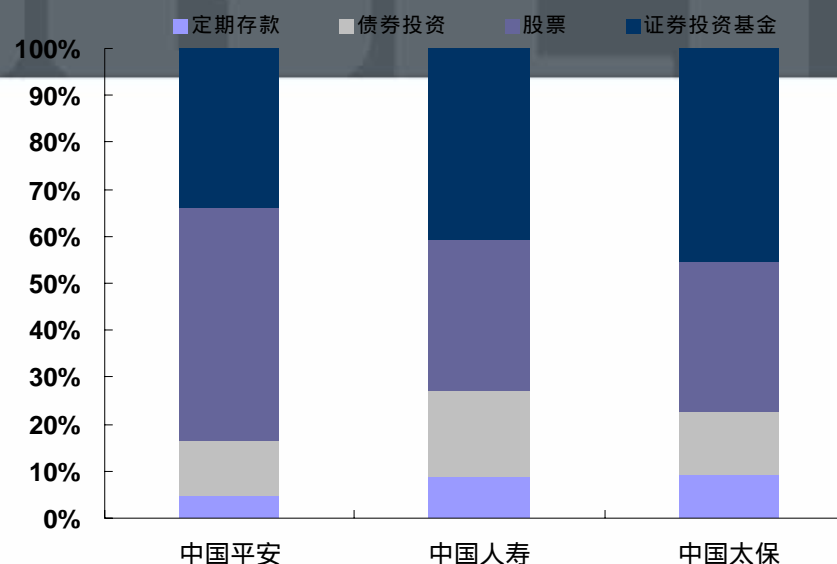
# 影响保险公司账面利润因素之投资收益

## 2008年春季投资策略报告

➤ 2007年末保险公司投资资产构成



➤ 2007年末保险公司投资收益构成 (不含公允价值变动)



➤ 股票和基金在保险公司的投资收益中占的比重非常大，保险公司在2007年末存在较大权益投资浮盈，但国寿和平安其中有相当一部分浮盈属于公司战略性持股产生的浮盈，因此2008年的业绩将受浮盈能否平稳兑现以及战略性持股是否减持影响。太保由于本身没有战略性持股，因此其业绩将受浮盈能否平稳释放影响较大。

# 影响保险公司账面利润因素之投资收益

## 2008年春季投资策略报告

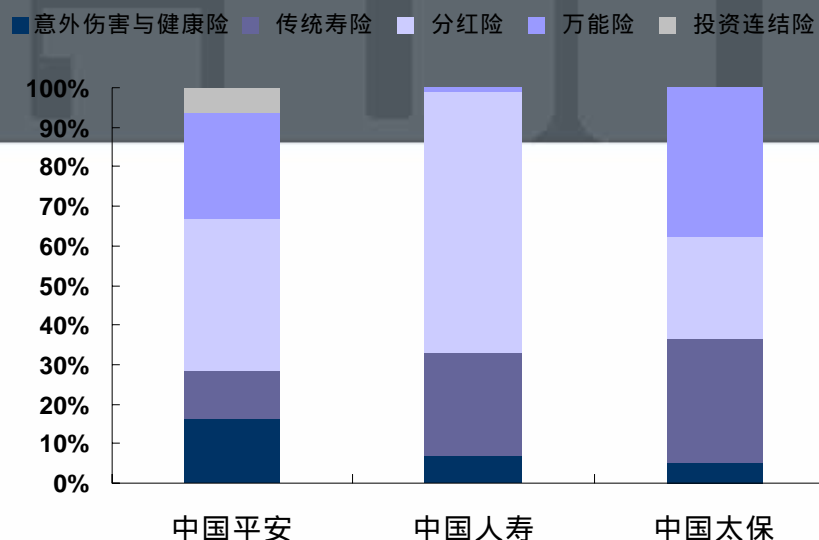
中国平安				中国太保				中国人寿			
持股名称	初始投资金额	持有股数	浮盈	持股名称	初始投资金额	持有股数	浮盈	持股名称	初始投资金额	持有股数	浮盈
FORTIS	21,795	105	-1,489	工商银行	1,821	562	2751	中信证券	6,430	393	28677
民生银行	5,501	721	5,186	工商银行	362	109	247	民生银行	5,448	714	5133
浦发银行	2,228	197	8,162	海通证券	2,870	80	1524	工商银行	2,347	734	3624
中国石油	1,833	110	1,565	大秦铁路	346	70	1446	工商银行	1,892	610	1524
中国石油	318	33	138	中国平安	507	15	1085	建设银行	2,977	461	1560
中国神华	1,928	52	1,491	深发展A	1,054	37	377	建设银行	908	382	1620
中国神华	195	6	88	中国远洋	226	27	912	中国神华	3,047	82	2357
大秦铁路	692	140	2,891	中国石油	739	35	353	大秦铁路	841	129	2460
兴业银行	113	67	3,358	中国石油	63	5	13	中国平安	1,158	27	1755
工商银行	1,100	353	1,766	攀钢钢钒	764	78	297	中国远洋	1,861	66	954
工商银行	349	68	34	交通银行	571	66	466	中国石油	1,361	81	1162
万科A	638	86	1,854	交通银行	2	1	15	中国银行	451	134	435
中国人寿	444	24	920	交通银行	2	0	0	中国银行	1,100	369	295
中国人寿	691	19	84	中国中铁	409	85	571				
合计			26,048	合计			10,057	合计			51,556
剔除战略性持股后			14,189	剔除战略性持股后			10,057	剔除战略性持股后			17,746
每股税后浮盈			2.66	每股税后浮盈			0.98	每股税后浮盈			1.37
剔除战略性持股后每股税后浮盈			1.45	剔除战略性持股后每股税后浮盈			0.98	剔除战略性持股后每股税后浮盈			0.47
每股税后浮盈/每股收益			1.26	每股税后浮盈/每股收益			0.87	每股税后浮盈/每股收益			1.38
剔除战略持股每股税后浮盈/每股收益			0.69	剔除战略持股每股税后浮盈/每股收益			0.87	剔除战略持股每股税后浮盈/每股收益			0.48

➤ 如果三家公司能够在2008年度平稳释放可供出售金融资产浮盈（含战略性投资浮盈），浮盈对人寿的业绩贡献最大，其次是平安，最后是太保。但是考虑到战略持股的浮盈短期内不太可能释放，那么剔除掉战略持股浮盈的释放，三家公司中浮盈对太保的业绩贡献最大，其次是平安，然后是国寿。

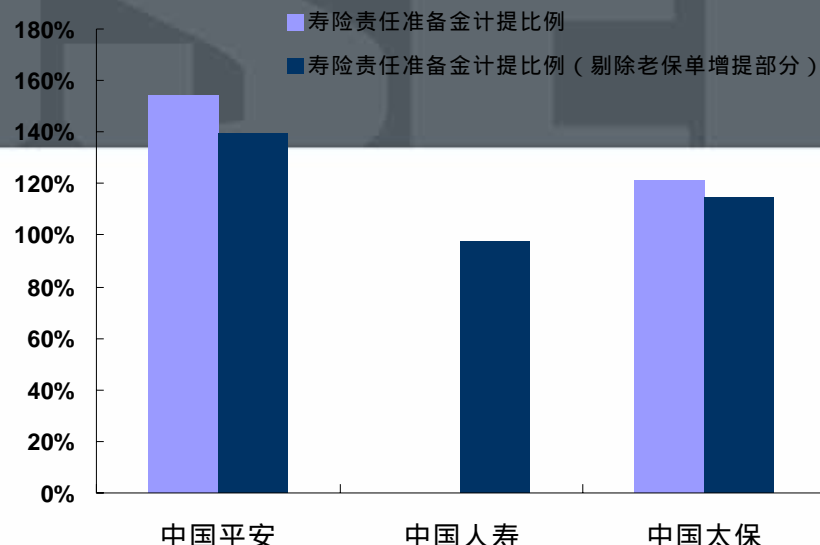
# 影响保险公司账面利润因素之保险责任准备金

## 2008年春季投资策略报告

➤ 2007年我国上市保险公司保费险种结构对比



➤ 2007年我国上市保险公司寿险责任准备金计提比例对比



➤ 从精算的角度来看一般情况下，按险种来讲，投资类险种首期计提比例要高于分红类产品，分红类产品要高于传统类保险产品；按缴费方式来讲趸交产品首期计提寿险责任准备金比例大部分要高于期缴产品

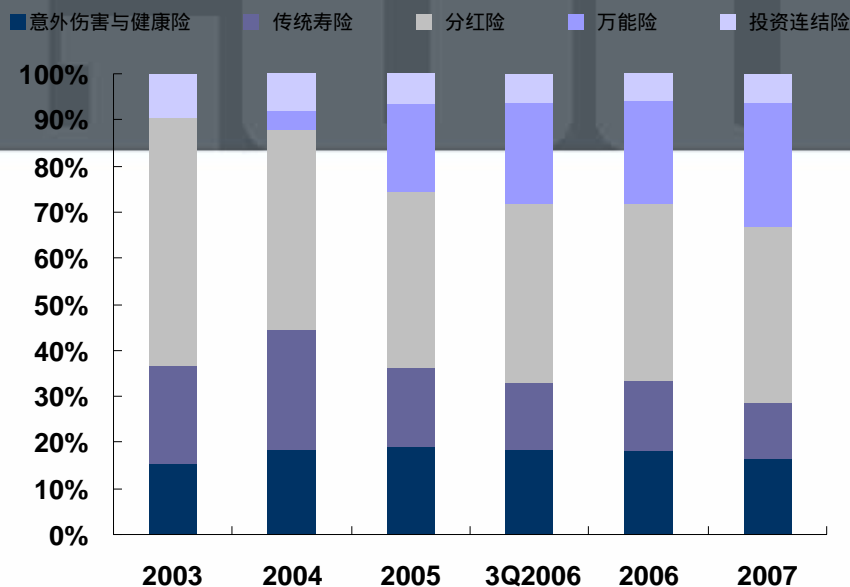
➤ 平安有6.14%的投资连结险，根据保监会【2007】年335号文件关于投连险的规定，投连险单位准备金等于准备金评估日的保单账户价值；投资连结险的账户资产权益类投资比重非常大，因此2007年投连险单位准备金计提比例几乎达到其平均保费存款的2-3倍，受投连险以及我们后面所说的老保单评估利率下调的影响，2007年平安的寿险准备金计提比例远高于人寿和太保。

➤ 投资类险种诸如分红险和万能险会在投资收益率较高的时候计提平滑准备金，从而当期两险种的寿险责任准备金计提比例相对较高。从这个意义上来讲，2008年保险公司分红万能险准备金的计提比例比2007年应会有所降低。

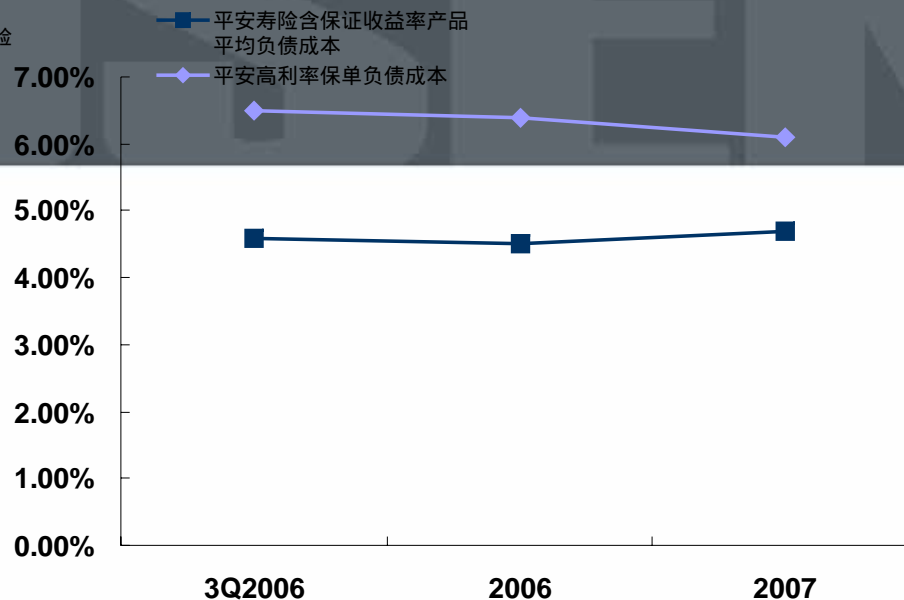
# 中国平安寿险责任准备金分析

## 2008年春季投资策略报告

➤ 2003-2007中国平安险种结构变化



➤ 3Q2006-2007年中国平安负债成本变化



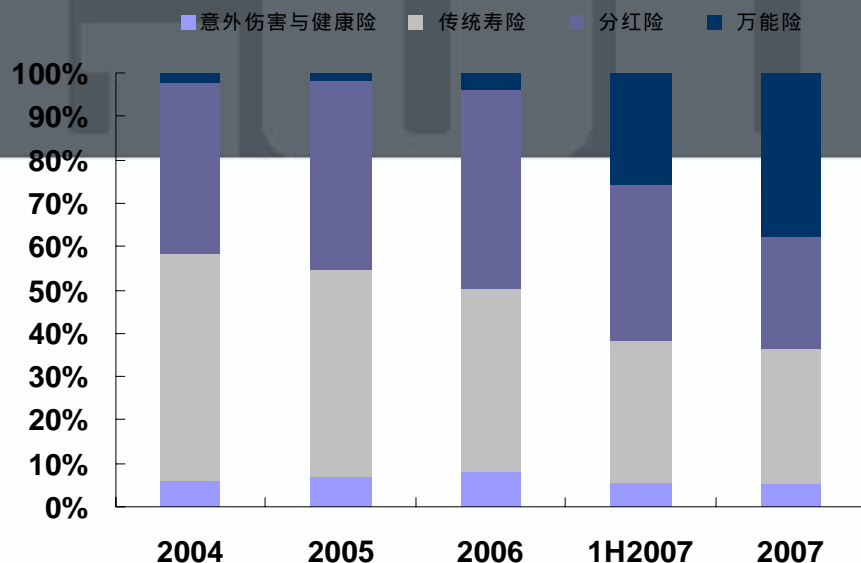
➤ 平安寿险存在高利率保单问题，从2000年公司开始战略性的调低高利率保单准备金评估利率，因此我们可以看到由此多提的寿险准备金在2006，1H2007以及2007年分别为27.43亿元，62.6亿元以及96.89亿元，其中2007年中期和2007年全年多提的准备金分别占当期计提寿险准备金的11.90%和9.46%，而此计划的进程可以随着公司自身的需要而变化，所以使公司当期计提寿险责任准备金的比例有很大的弹性。

➤ 从公司报表可以看出，在考虑公司由于死伤医疗给付及退保而转回或者释放的准备金之后，公司的投资连结险寿险准备金增加了141.07亿，远高于当期投连险中国准则下的保费收入48.73亿。

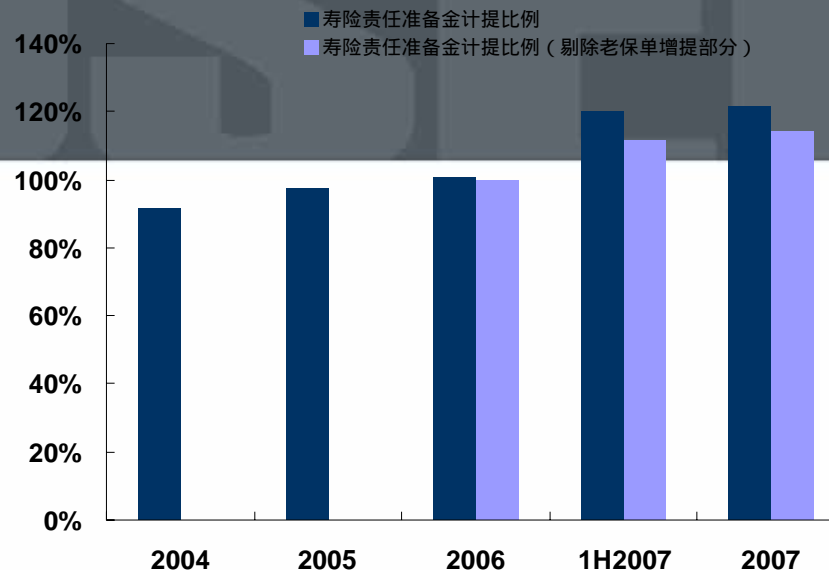
# 中国太保寿险责任准备金分析

## 2008年春季投资策略报告

► 2004-2007中国太保险种结构变化



► 2004-2007年中国太保准备金计提比例变化



► 2004-2007太保寿险保费结构中投资类险种逐步上升，所以导致其准备金计提比例不断上升。

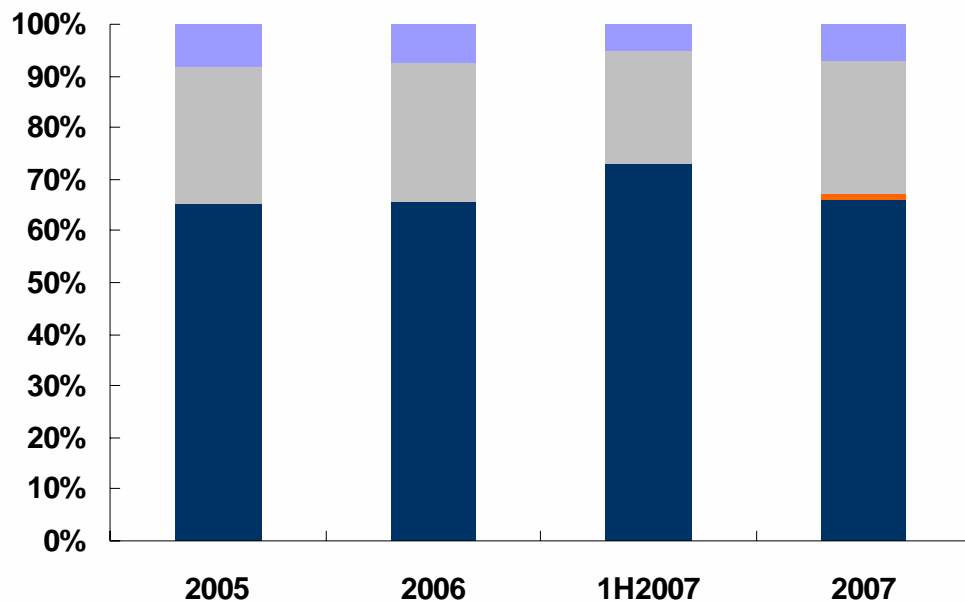
► 太保寿险也存在高利率保单问题，从2006年期公司开始战略性的调低保险准备金评估利率，由此多提的寿险准备金在2006，1H2007以及2007年分别为4.01亿元，20.92亿元以及34.99亿元，分别占当期寿险准备金的1.14%，7.49%和5.99%。所以，和平安寿险一样，这种战略性的降低评估利率的计划使太保寿险当期计提寿险责任准备金的比例有较大的弹性。

# 中国人寿寿险责任准备金分析

## 2008年春季投资策略报告

### 2005-2007中国人寿险种结构变化

■ 分红保险 ■ 万能险 ■ 传统寿险 ■ 意外伤害与健康险



➢ 由于人寿股份将高利率保单剥离给人寿集团公司，所以人寿当期计提的准备金中不含有因老保单评估利率下调而增提的部分。所以从这个方面来讲，人寿的准备金计提弹性相比平安和太保要小。



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

- 公司估值



# 中国平安集团架构下的多元化金融服务平台

我们认为平安的优势在于：

- **多元化的金融服务平台雏形已经显现** 中国第一家以保险为核心，融证券、信托、银行、资产管理、企业年金等多元金融业务为一体的综合金融服务集团。在统一品牌下力争实现“一个客户，一个账单，多种服务，多个产品”的服务目标。

- **先进的集团运营管理中心，强大的后台数据处理能力** 2006年5月投入使用的平安集团运营管理中心整合了中国平安3000多个分支机构的后台作业和服务，使后台处理效率、产能以及服务质量得到提高，将使结构性成本得以降低，同时，将分散的风险集中管理有助于公司进一步加强风险管控能力。

- **完善的公司治理结构** 公司确立了“集团控股、分业经营、分业监管、整体上市”的治理模式，在集团公司、各控股子公司分别建立了与国际接轨、符合中国国情、紧密结合行业和公司实际、彼此独立且相互之间设有严格防火墙的完善治理结构。

- **外资股东丰富的管理经验以及国际化的人才战略有助于公司成为世界顶尖的金融保险集团** 公司最大的股东—汇丰集团具有先进的管理经验以及丰富的国际化运作的经验，同时作为率先引入海外人才的国内金融机构，平安通过国际人才战略，对平安的加速稳健发展发挥了十分重要的作用。相信在外资股东以及国际化的人才战略的帮助和指引下，将使公司成为全球顶尖的金融保险集团。

公司目标价为70.07元，维持“推荐”评级

# 中国平安估值建模过程报告

	2008	2009	2010
标准化保费	19,891.91	25,943.76	33,502.14
标准化保费增长率	21.98%	30.42%	29.13%
新业务边际贡献率	48.82%	49.32%	49.82%
一年新业务价值(含假设差异弹性, 单位: 百万)	10,011.89	13,069.04	16,878.67
一年新业务价值(不含假设差异弹性, 单位: 百万)	9,711.61	12,795.96	16,691.41
经调整后的净资产价值, 单位: 百万	251,868.40	265,484.97	280,314.35
有效业务价值(含假设差异弹性, 单位: 百万)	73,708.31	86,504.27	103,195.68
有效业务价值(不含假设差异弹性, 单位: 百万)	44,670.61	57,466.57	74,157.98
<b>内含价值</b>	<b>325,576.72</b>	<b>351,989.24</b>	<b>383,510.03</b>
一年新业务价值折现之和(含假设差异弹性)(单位: 百万)	191,074.22		
评估价值(AV)(单位: 百万)	516,650.94		
隐含新业务乘数(Implied NBM)	19.08		
每股评估价值/每股内含价值(AV/EV)	1.59		
每股FNBV	1.17		
总股数(单位: 百万)	8,545		
每股内含价值(EVPS)	38.10		
每股新业务价值	22.36		
<b>平安寿险每股价值</b>	<b>60.46</b>		
平安产险预期每股收益	0.21		
平安银行预期每股收益	0.16		
平安证券预期每股收益	0.12		
平安总部预期每股收益	0.36		
平安其他预期每股收益	0.11		
平安产险每股价值	2.10		
平安银行每股价值	1.57		
平安证券每股价值	1.16		
平安总部每股价值	3.65		
平安其他每股价值	1.13		
<b>平安集团每股价值</b>	<b>70.07</b>		



# 中国平安估值弹性分析及情景分析

中国平安估值弹性分析	折现率				折现率				
	13.40%	13.15%	12.90%	12.65%	12.40%	12.15%	11.90%	11.65%	11.40%
4.75%	60.37	60.83	61.32	61.82	62.34	62.89	63.46	64.06	64.69
5.00%	61.79	62.28	62.80	63.33	63.89	64.47	65.08	65.72	66.39
5.25%	63.21	63.73	64.28	64.84	65.43	66.05	66.70	67.37	68.09
5.50%	64.63	65.18	65.76	66.35	66.98	67.63	68.31	69.03	69.79
5.75%	66.06	66.63	67.24	67.87	68.52	69.21	69.93	70.69	71.49
6.00%	67.48	68.08	68.72	69.38	70.07	70.79	71.55	72.35	73.20
6.25%	68.90	69.53	70.20	70.89	71.61	72.37	73.17	74.01	74.90
6.50%	70.32	70.99	71.68	72.40	73.16	73.95	74.79	75.67	76.60
6.75%	71.75	72.44	73.16	73.91	74.70	75.53	76.41	77.33	78.30
7.00%	73.17	73.89	74.64	75.42	76.25	77.11	78.03	78.98	80.00
7.25%	74.59	75.34	76.12	76.94	77.79	78.70	79.64	80.64	81.70
7.50%	76.01	76.79	77.60	78.45	79.34	80.28	81.26	82.30	83.40

	悲观情景			一般情景		
	情形一	情形二	情形三	情形一	情形二	情形三
投资收益率	5.50%	5.50%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
贴现率	13.00%	13.00%	12.40%	12.40%	12.40%	12.40%
集团价值	<b>56.08</b>	<b>60.44</b>	<b>64.30</b>	<b>70.07</b>	<b>76.73</b>	<b>84.42</b>
寿险评估价值	46.47	50.83	54.70	60.46	67.12	74.82
寿险内含新业务倍数	8.9x	13.0x	14.2x	19.1x	24.8x	31.3x
P/EV	1.3	1.4	1.4	1.6	1.8	2.0



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

# 中国人寿春季投资策略报告 中国2008年春 具有强大政府资源的保险巨无霸

我们认为中国人寿的优势在于：

- **“主业特强，适度多元”的战略构架以不变应万变。** 国内最大的寿险公司，短期内无可撼动的市场地位。同时持有银行、证券、信托等多种金融公司股权，为支持其主业发展打下基础。
- **深厚的政府背景以及巨大的政策优势** 作为具有深厚政府背景的国内最大的商业保险公司，相对于别的竞争对手，人寿具有无可匹敌的政策优势。这种优势将对公司无论是承保业务还是投资业务都将产生强大的推动力。
- **众多的销售网点，庞大的代理人队伍以及广泛的县域市场基础** 公司拥有保险营销员63.8万人，团险销售人员逾1.3万人，以银行保险为主的中介销售网点逾9万个，客户经理人数超过1.8万人，在如此庞大的销售队伍中有约40万营销员活跃于县级以下市场，这使得国寿在县级以下市场中市场份额达70%之多，远超同行业其他对手。
- **广泛参股银行资产，存在很大战略灵活性** 公司通过一系列股权收购分别持有多家银行的股份。。公司高层表示，要把公司主业做成特强，并在监管容许的条件下，加大投资银行股权的力度。在条件成熟时，银行业务也会成为公司主业。

公司目标价为36.45元，维持“推荐”评级

# 中国人寿估值技术报告

	2008	2009	2010
标准化保费	47,350	58,627	71,717
标准化保费增长率	27.17%	23.82%	22.33%
新业务边际贡献率	35.35%	37.35%	39.35%
一年新业务价值 (含假设差异弹性, 单位: 百万)	27,066	33,002	39,956
一年新业务价值 (不含假设差异弹性, 单位: 百万)	16,740	21,900	28,224
经调整后的净资产价值, 单位: 百万	196,142	218,619	244,202
有效业务价值 (含假设差异弹性, 单位: 百万)	127,232	149,132	177,356
有效业务价值 (不含假设差异弹性, 单位: 百万)	93,077	114,977	143,201
<b>内含价值</b>	<b>323,374</b>	<b>367,751</b>	<b>421,558</b>
一年新业务价值折现之和 (含假设差异弹性) (单位: 百万)	707,003		
评估价值(AV) (单位: 百万)	1,030,377		
隐含新业务乘数(Implied NBM)	26.12		
每股评估价值/每股内含价值(AV/EV)	3.19		
每股FNBV	0.96		
总股数 (单位: 百万)	8,545		
每股内含价值(EVPS)	11.44		
每股新业务价值	25.01		
<b>中国人寿每股价值</b>	<b>36.45</b>		



# 中国人寿估值弹性分析

中国人寿估值弹性分析	折现率								
	12.70%	12.45%	12.20%	11.95%	11.70%	11.45%	11.20%	10.95%	10.70%
5.25%	24.50	25.05	25.63	26.24	26.88	27.56	28.29	29.06	29.88
5.50%	25.55	26.13	26.74	27.37	28.04	28.74	29.51	30.31	31.16
5.75%	27.42	28.05	28.71	29.41	30.14	30.92	31.76	32.64	33.58
6.00%	29.28	29.97	30.69	31.45	32.25	33.09	34.01	34.97	35.99
6.25%	31.14	31.89	32.67	33.49	34.35	35.26	36.25	37.30	38.41
6.50%	33.00	33.80	34.64	35.53	36.45	37.44	38.50	39.63	40.82
6.75%	34.87	35.72	36.62	37.56	38.56	39.61	40.75	41.96	43.24
7.00%	36.73	37.64	38.60	39.60	40.66	41.79	43.00	44.29	45.65
7.25%	38.59	39.56	40.57	41.64	42.77	43.96	45.25	46.62	48.07
7.50%	40.46	41.48	42.55	43.68	44.87	46.14	47.50	48.95	50.48
7.75%	42.32	43.39	44.53	45.72	46.98	48.31	49.75	51.27	52.89

	悲观情景			一般情景		
	情形一	情形二	情形三	情形一	情形二	情形三
半显性期长度	5	10	10	15	20	25
投资收益率	6.00%	6.00%	6.00%	6.50%	6.50%	6.50%
贴现率	12.40%	12.40%	11.70%	11.70%	11.70%	11.70%
公司评估价值	<b>21.14</b>	<b>25.31</b>	<b>26.90</b>	<b>36.45</b>	<b>43.75</b>	<b>52.29</b>
P/EV	2.0	2.3	2.5	3.2	3.8	4.6
寿险内含新业务倍数	12.6x	17.6x	18.6x	26.1x	33.7x	42.7x



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

# 中国太保 2008年春季投资策略报告 保险集团

我们认为中国太保的优势在于：

- 拥有全国第二大产险公司和第三大寿险公司的真正意义上的保险集团。中国领先的综合性保险集团公司之一。公司下属的太保寿险、太保产险分别是我国第三大寿险和第二大产险公司。

- 众多的销售网点，庞大的代理人队伍 作为国内第三大寿险公司的太保寿险拥有保险营销员20万人，团险销售人员逾2900人，以银行保险为主的中介销售网点逾6万个，庞大的分销网络使太保寿险在国内寿险业占有重要的一席之地。

- 偿付能力不足问题得到解决，保费收入进入高速增长期 2007年4月，公司宝钢集团有限公司等老股东以及Parallel Investors Holdings Limited和Carlyle Holdings Mauritius Limited募集资金102.48亿元。此次增资基本上解决了困扰太保寿险发展多年的偿付能力不足问题。去年12月底公司A股上市则为公司的高速成长提供了资金面的支持。2007年公司保费收入同比增长32.48%，拉开注资后高速成长的序幕，今年第一季度公司同比增长约54%，延续了这种趋势。

公司目标价为31.96元，维持“谨慎推荐”评级



# 中国太保寿险投资策略报告

	2008	2009	2010
标准化保费	9,896	12,021	14,601
标准化保费增长率	23.02%	21.48%	21.46%
新业务边际贡献率	37.98%	38.48%	38.98%
一年新业务价值 (含假设差异弹性)	<b>5,080</b>	<b>6,228</b>	<b>7,675</b>
一年新业务价值 (不含假设差异弹性)	<b>3,759</b>	<b>4,626</b>	<b>5,692</b>
经调整后的净资产价值	107,005	127,749	150,706
有效业务价值 (含假设差异弹性)	33,569	38,195	43,886
有效业务价值 (不含假设差异弹性)	16,022	20,648	26,339
<b>内含价值</b>	<b>140,574</b>	<b>165,943</b>	<b>194,592</b>
一年新业务价值折现之和 (含假设差异弹性)	108,169		
评估价值(AV)	248,743		
隐含新业务乘数(Implied NBM)	21.29		
每股评估价值/每股内含价值(P/EVPS)	1.77		
每股FNBV	0.59		
总股数	8600		
每股内含价值(EVPS)	16.35		
每股新业务价值	12.58		
<b>太保寿险每股价值</b>	<b>28.92</b>		
太保产险预期每股收益	0.27		
10倍市盈率下的太保产险每股价值	2.68		
10倍市盈率下其他业务每股价值	0.35		
<b>太保集团每股价值</b>	<b>31.96</b>		





# 2008年春保债投资策略分析及情景分析

中国太保估值弹性分析		折现率								
		13.40%	13.15%	12.90%	12.65%	12.40%	12.15%	11.90%	11.65%	11.40%
投资收益率	5.25%	24.71	25.06	25.42	25.81	26.21	26.64	27.10	27.59	28.08
	5.50%	25.66	26.04	26.43	26.85	27.29	27.76	28.27	28.81	29.35
	5.75%	26.63	27.04	27.47	27.92	28.41	28.92	29.47	30.07	30.67
	6.00%	27.62	28.06	28.53	29.02	29.55	30.11	30.72	31.37	32.05
	6.25%	28.63	29.11	29.62	30.16	30.73	31.35	32.02	32.74	33.49
	6.50%	29.67	30.19	30.74	31.33	31.96	32.63	33.36	34.16	35.00
	6.75%	30.74	31.30	31.90	32.54	33.23	33.97	34.78	35.66	36.60
	7.00%	31.84	32.44	33.09	33.79	34.55	35.37	36.26	37.24	38.29
	7.25%	32.97	33.63	34.34	35.10	35.93	36.84	37.83	38.92	40.10
	7.50%	34.14	34.86	35.64	36.48	37.39	38.39	39.49	40.72	42.05
7.75%	35.36	36.14	36.99	37.92	38.93	40.04	41.27	42.65	44.17	

	悲观情景			一般情景		
	情形一	情形二	情形三	情形一	情形二	情形三
半显性期长度	5	10	10	15	20	25
投资收益率	6.00%	6.00%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
贴现率	13.00%	13.00%	12.40%	12.40%	12.40%	12.40%
寿险评估价值	21.98	23.63	26.99	28.92	30.97	33.16
集团价值	<b>25.01</b>	<b>26.67</b>	<b>30.02</b>	<b>31.96</b>	<b>34.01</b>	<b>36.19</b>
P/EV	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0
寿险内含新业务倍数	12.0x	15.3x	18.0x	21.3x	24.8x	28.5x

# 2008年春季投资策略报告