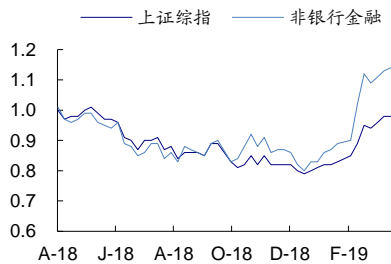


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《保险行业3月投资策略:理性风险偏好下的首推标的》——2019-03-11
《券商资产减值计提专题:轻舟已过万重山》——2019-03-03
《保险行业点评:短中长期的坚实标的》——2019-02-26
《MOM新规点评:规范业务发展,享创新红利》——2019-02-24
《券商交易系统外部接入放开点评:监管政策松绑,经营环境边际改善》——2019-02-24

证券分析师:王剑

电话:021-60875165
E-MAIL:wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码:S0980518070002
联系人:王鼎
电话:0755-81981000
E-MAIL:wangding1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

黄金有价

● **主要结论: A股寿险龙头的估值极低, 主要原因是投资者对经济的预期**
本篇报告的主要目的是回答以下问题: (1) A股寿险企业的估值有多低? (2) A股寿险企业的估值为何如此低, 甚至H股仍有折价? (3) 如何理解并快速抓住寿险企业的投资机会? 我们尝试着构建一个简洁的分析模型, 一方面衡量对比寿险企业的估值水位, 一方面尝试着按图索骥从估值的角度去分析寿险企业的投资价值。

● **以存量和增量视角构建分析模型: β 和 α**

寿险企业在本质上是金融企业, 其价值的核心是保单, 我们将保单分为存量和增量, 那么投资者对于存量保单质量的理解以及对于增量保单的预期则分别决定了寿险企业的 β 和 α 投资价值:

$$\text{寿险企业市值} = \beta \times \text{存量保单业务价值} + \alpha \times \text{新一年业务价值}$$

(1) 我们量化行业的成长空间以测算出 α 的合理区间; (2) 根据寿险企业的相关已知数据, 利用公式反推 β 的值, 并与其合理区间相比较。

● **A股寿险企业的分析: 与宏观经济指标密切相关**

我们将分析模型分别应用于友邦保险和A股四大寿险企业, 有如下结论: (1) 分析模型可以充分解释目前友邦保险的市值; (2) A股四大寿险企业的估值极低, 只有将存量保单部分的价值视为负数, 才能将其增量保单的价值调至正常区间; (3) 投资者对A股寿险企业的估值极低, 大概率的反映出投资者对于存量保单未来预期利润的不认可, 间接反应出投资者对我国宏观经济未来极度保守的态度。

● **投资建议**

2019年, 我们看好全年寿险企业的表现。首先, 各项主要经济指标的逐渐向好, 会持续改善投资者对存量保单部分的利润预期, 提升寿险企业的 β 投资价值, 首推中国平安; 其次, 寿险行业新单销售的回暖, 会持续提升投资者对新增保单部分的价值预期, 首推新华保险。

● **风险提示**

(1) 美国10年期国债利率再次超预期下滑; (2) 中国各项经济数据超预期下滑; (3) 寿险企业过于注重短期会计利润, 转型不坚定, 或有反复。

重点公司投资评级及业绩预测

名称	价格	每股 EV			P/EV (倍)			投资评级
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	
新华保险	58.62	55.5	63.2	71.5	1.06	0.93	0.83	买入
中国平安	82.03	54.8	64.2	75.0	1.50	1.28	1.09	买入
中国太保	35.11	37.1	42.7	49.0	0.95	0.82	0.72	买入
中国人寿	29.07	28.1	32.4	37.2	1.03	0.90	0.78	买入

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

投资者，特别是国际投资者，对于 A 股寿险企业的估值极低。其主要原因大概率是投资者对于寿险企业的存量保单价值部分打折过低。甚至我们将其存量保单的估值调至负数，其增量保单价值部分的溢价才能处于合理区间。我们认为 A 股寿险企业的估值处于如此水位的原因大概率是，部分投资者对于中国宏观经济未来的预期过于保守，认为中国寿险企业签出的存量保单所对应的预期利润有一部分在未来是无法兑现的，甚至会侵蚀股东资本金，如此才导致 A 股寿险企业的估值极低，H 股甚至更为折价。

是故，我们认为中短期内关注宏观经济的重大指标走向便是抓住寿险企业 β 行情最直接简单的方式。鉴于中国宏观经济指标近期表现不俗，我们仍然看好 A 股寿险企业的 β 行情，首推中国平安。同时，密切关注各寿险企业的主力销售产品以及销售实力的提升，以观测新业务价值同比增速最为直接，此为寿险企业的 α 行情，我们首推新华保险。

核心假设或逻辑

第一，寿险企业以保单的形式盈利，其投资价值可以分为存量保单部分以及增量保单部分。我们将寿险业务的内含价值全部视为存量保单价值，其市值所对应的其余溢价全部归因于增量保单部分。

第二，增量保单价值可视为寿险企业未来通过签出保单给股东带来的所有利润，所以其跟寿险企业的销售实力以及产品策略有直接关系。

第三，我们将寿险企业的投资价值分为 β 价值和 α 价值，其分别跟企业的存量保单价值以及增量保单价值有着直接的关系，所以其相关指标则分别对应的是 β 行情和 α 行情。前者的相关指标主要指的是重大经济指标，包括长端利率，影响投资者对资产端投资回报率的预期；后者的相关指标则主要指的是产品策略以及相应的销售实力。

第四，目前我们将美国的 10 年期国债利率视为最直接最简洁的行情指标，鉴于其与投资者对宏观经济的预期有着密切的关系。同时，该指标于近期有过超预期的下跌，所以我们特别关注这个指标。

与市场预期不同之处

第一，A 股寿险企业的 P/EV 短期内超过 1.1 倍，必须有持续向好的经济数据以作支撑。

第二，美国 10 年期国债利率能充分影响投资者对中国宏观经济的预期，所以其能影响投资者对于我国寿险企业的估值。只有反映我国宏观经济的相应指标强劲向好，寿险企业的估值才能独立于这个指标。

第三，2019 年寿险企业新单增速的回暖，只能在目前的估值水平上以业绩贡献的方式来提升寿险企业的股价。业绩的提升本身无法改变寿险企业估值的水平，只有内含价值本身的利润结构的改变才能主动提升寿险企业的估值水平，即回归保障，迅速提升死差和费差的占比。

股价变化的催化因素

第一，**估值推动**：寿险业务新签保单的质量边际持续提升，首先提升估值水平；**业绩推动**：随后驱动新业务价值的增长，带动公司的内含价值迅速增长，形成支撑股价上涨的强劲动力。

第二，美国长端利率（例如，10 年期）稳定上升，或者中国长端利率稳定上升。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，美国经济相关指标超预期走弱，特别是美国长端利率再次超预期下滑，严重打击投资者对于全球经济增长的预期，进而重挫投资者的风险偏好。

第二，中国各项经济数据超预期下滑，打击投资者对国内经济增长的预期。

第三，寿险企业过于注重短期会计利润，转型不坚定，或有反复，价值指标增长不稳固。

内容目录

分析模型：存量和增量视角	6
分析模型的逻辑及计算	6
模型应用：友邦保险	8
国内寿险企业的分析	10
增量保单视角：代理人队伍因素	10
存量保单视角：预期利润的兑现	10
存量保单估值的瓶颈：主动和被动因素	13
主要结论和投资建议	15
主要结论： β 行情和 α 行情	15
投资建议：从行业并进到个股精选	15
风险提示	16
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 内含价值框架的各组织部分	6
图 2: 2014 年全球部分国家和地区保险深度	8
图 3: 2014 年全球部分国家和地区保险密度	8
图 4: 英国历年十年期利率	14
图 5: 美国历年十年期利率	14
表 1: 各寿险集团寿险业务的偿付能力充足率	7
表 2: 多情境下新业务价值倍数的测算及相关假设	7
表 3: 各国人均 GDP8000 美元之后 20 年涨幅倍数	8
表 4: 总保费测算	8
表 5: 估值模型在友邦保险的应用	9
表 6: 最保守情境下四大寿险集团的新业务溢价与市值的比较	10
表 7: 寿险集团的新业务价值增速的情况	10
表 8: 中国太保业务价值敏感性分析	12
表 9: 各寿险集团估值情况	12
表 10: 各寿险集团在极端情况下的估值情况	12
表 13: 投资回报率下降 50 个基点对寿险业务价值的影响	13
表 11: 新华保险采用的投资回报率假设	14

我们首次对行业构建了一个分析模型，以估值的角度切入，将寿险企业视为保单组合，分为新增保单部分和存量保单部分。如此分析，我们便能更加清晰的界定寿险企业的β投资价值与α投资价值：β投资价值来源于存量保单部分，α投资价值来源于增量保单部分。基于此，我们便能直接获知哪些指标是投资者捕捉相应投资机会的重要信号。

分析模型：存量和增量视角

对于寿险企业的估值，我们在行业内首次提炼出以下简洁公式：

$$\text{寿险企业市值} = \beta \times \text{存量保单业务价值} + \alpha \times \text{新一年业务价值}$$

简洁而富有深意的估值方法才能与市场保持一致，而过于复杂的估值方法会因为参考面太广而导致无效。

寿险企业本质上是金融企业，其估值核心是保单，所以我们将寿险企业的价值分为存量保单业务价值部分以及增量保单业务价值部分，同时以估值为脉络，以此来展开我们对A股寿险企业龙头的分析。

分析模型的逻辑及计算

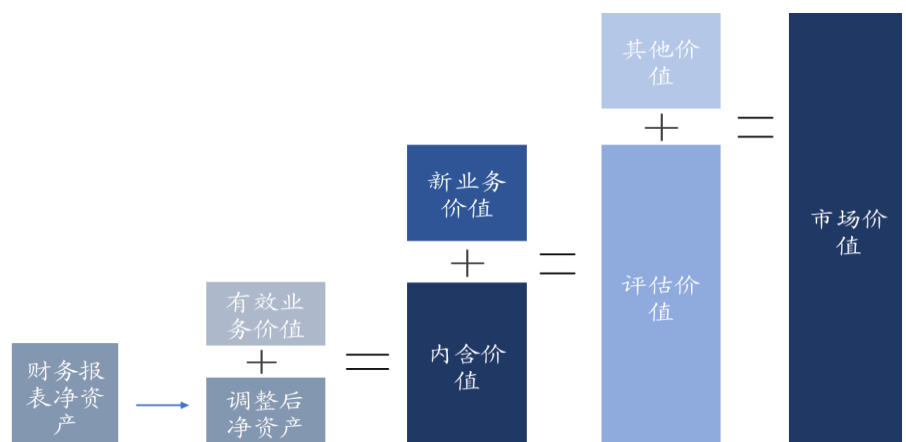
我们首先介绍模型，按照以下顺序来展开：（1）模型的核心逻辑；（2）模型相关系数的计算。

- 寿险企业的本质是金融企业，而其价值的根本在于保单。我们将寿险企业的估值分为与存量保单相关的部分以及和增量保单相关的部分。其中，存量保单业务价值决定寿险企业的估值中枢，增长保单业务价值决定寿险企业的估值溢价。
- 我们采用倒推的思路，先按照多期现金流折现模型测算出α，然后再根据已知的市值及存量保单业务价值来测算出β。

（1）估值模型的核心思路：以保单为核心

行业内对于寿险企业权益的估值一般都按“市值/内含价值（P/EV）”来衡量，其中内含价值包括两个部分：调整后净资产和寿险保单净现金流的折现值（有效业务价值）。

图 1：内含价值框架的各组织部分



资料来源：国信证券经济研究所整理

我们直接将期末时点的内含价值作为以上估值模型中的“存量保单业务价值”。理由如下：

本质上，寿险企业是通过销售保单而为股东赚取利润，所以其权益价值应该主要跟保单的现金流有关。但是出于对于寿险企业破产风险的控制，监管层要求寿险企业的股东为企业每卖出一张保单拿出一一定的资本金，以作偿付风险的保障，这部分资本金被称作“**要求资本**”。所以理论上，纯粹的寿险企业的内含价值应该只包括两个部分：**要求资本和寿险保单净现金流的折现值**。

但是现实中，寿险企业可能在要求资本之外，还多留出一部分的资本，或以作偿付能力波动的安全边际，又或者作其它目的使用。这些除去业务价值之外的所有资本累计在一起，就被称为调整后净资产。所以现实中，**寿险企业的内含价值分为调整后净资产和寿险保单净现金流的折现值（即有效业务价值）**。

在西方发达国家的公司金融理论里，有这么一种观点：公司过多的持有资本，于股东是一种损失。这个观点对于寿险企业的股东来说再正确不过了。因为很明显，我国寿险企业的股东要求回报率（即内含价值的折现率）都在 11% 上下，而只有寿险业务价值的回报率可以达到如此的回报要求（否则寿险企业为股东代开展寿险业务无意义），但所持资本的投资回报率只在 5% 左右，达不到股东回报率的要求，所以寿险企业在要求资本之外过多的持有资本于其股东是一种明显的浪费。那么由于行业竞争的原因，寿险企业的调整后净资产与其有效业务价值应该存在一种明显的数量关系。于是我们将寿险企业的有效业务价值与其调整后净资产捆绑在一起，作为以上估值模型中的“存量保单业务价值”便在理论上有了一定的合理性。

上市寿险企业近年来偿付能力基本保持在一个稳定的合理范围，既是对以上观点最好的佐证，因为偿付能力充足率的分子和分母分别直接对应的即是实际资本和存量保单的业务规模：

表 1：各寿险集团寿险业务的偿付能力充足率

偿付能力充足率	2018	2017	2016	2015	2014
中国人寿	251	278	297	330	294
中国平安	219	234	226	203	220
中国太保	261	245	257	201	218
新华保险	275	282	281	227	227

资料来源：各企业历年财务报表，国信证券经济研究所整理（单位：%）

（2）模型相关系数的计算：行业成长空间

我们的估值模型是：

$$\text{寿险企业市值} = \beta \times \text{存量保单业务价值} + \alpha \times \text{新一年业务价值}$$

1) α ：我们将 α 定义为新业务价值倍数，其映射的是行业未来的增长空间。我们采用多增长长期模型来测算 α 。计算得出的 α 的合理区间为 15-27：

$$\text{寿险企业市值} = \beta \times \text{存量保单业务价值} + \alpha \times \text{新一年业务价值}$$

表 2：多情境下新业务价值倍数的测算及相关假设

	1-5 年增长率	6-10 年增长率	11-15 年增长率	16-20 年增长率	20 年以上增长率	新业务价值倍数
乐观情景	10%	10%	10%	10%	1%	26.56
中性情景 1	9%	10%	10%	8%	1%	24.54
中性情景 2	8%	8%	8%	8%	1%	20.97
中性情景 3	5%	8%	8%	5%	1%	17.59
保守情景	5%	5%	5%	5%	1%	15.03

资料来源：国信证券经济研究所整理

乐观情景下的新业务价值倍数，27 倍，应该是新业务价值倍数的天花板了。理由如下：我们在《寿险行业深度一：值所归处，价所往矣》（2018 年 12 月 6 日）里合理地测算过，行业 20 年内大致的保险收入涨幅为 5.4 倍，而如果我们假设 20 年内的新业务增长率为 10%，则保险收入涨幅为 6.7 倍，远超过以上测算倍数，所以乐观情景下的新业务价值倍数具有天花板的参考意义。

20 年内保险收入涨幅 5.4 倍的计算过程大致如下：第一，根据世界银行数据，

我国目前的人均 GDP 大致在 8000 美元左右，而西方发达国家以及地区在人均 GDP 为 8000 美元时，未来 20 年的该数据的平均增长倍数为 3.0；

表 3: 各国人均 GDP8000 美元之后 20 年涨幅倍数

	德国	法国	英国	美国	日本	中国香港	中国台湾	平均
涨幅倍数	2.89	2.71	2.79	3.49	3.64	3.37	2.35	3.03

资料来源:世界银行(单位:倍)

第二,再根据国务院文件,《国务院关于印发国家人口发展规划(2016—2030 年)》(2017 年 1 月 25 日),对于 20 年后我国人口的发展规划,我们可以获知我国 20 年后的总 GDP;第三,然后根据发达国家以及地区目前平均的保险深度(保险收入/GDP)为 7.5%,介于法国和美国之间,可相应测算出我国 20 年后的保险收入;第四,用 20 年后的保险收入除以目前我国目前的保险收入,即可得到 5.4 倍。

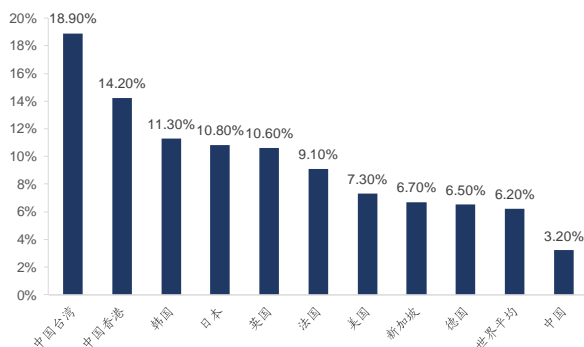
表 4: 总保费测算

1	2017 年人均 GDP (美元)	8827
2	20 年人均 GDP 增长 (倍)	3
3	2037 年人均 GDP (美元)	26746
4	2037 年人口 (国务院人口规划,亿)	14.5
5	2037 年中国 GDP (万亿美元)	38.8
6	2037 年中国保险深度	7.5%
7	2037 年总保费 (万亿美元)	2.9
8	2037 年总保费 (万亿人民币,汇率 6.7)	19.5
9	2017 年总保费 (万亿人民币)	3.6
10	2037 年总保费/2017 年总保费	5.4

资料来源:世界银行、国务院人口规划、原保监会,国信证券经济研究所整理

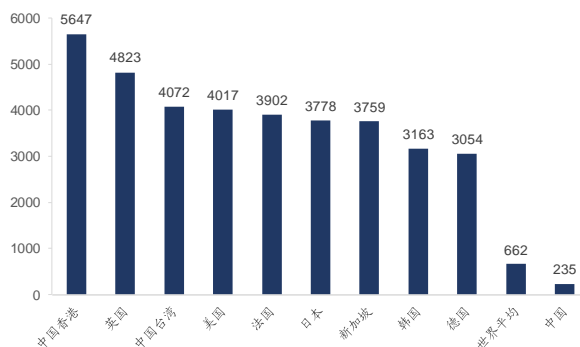
同时考虑到中国大陆受文化因素的影响,大概率会像台湾、香港、新加坡、韩国、日本等深受儒家文化影响的地区一样,其未来的保险深度或远高于西方发达国家。

图 2: 2014 年全球部分国家和地区保险深度



资料来源: Sigma, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2014 年全球部分国家和地区保险密度



资料来源: Sigma, 国信证券经济研究所整理(单位:美元)

我们假设 20 年后,中国的保险深度达到 10%,则保险收入涨幅为 7.22 倍。所以乐观情境下得到的 6.7 倍涨幅已经具备很强的天花板意义。

2) β : 我们在上文中已经计算得出 α 的合理区间,那么我们根据目前寿险企业的市值及存量保单业务价值即可算出 β 。

模型应用: 友邦保险

企业介绍: 友邦保险集团是亚洲寿险行业内的翘楚,在香港上市,目前的市值接近万亿港币,是泛亚地区最大的独立上市人寿保险集团,提供人寿保险、医疗保险、重大疾病保险、意外伤害保险以及养老保险等保险产品,覆盖亚太地区 18 个市场,主要市场包括香港、泰国、新加坡、马来西亚及中国大陆。主要市场中,最核心的市场在香港,占其 2018 年新业务价值的 41%,排名第二的

中国大陆占比为 23%，排名第五的泰国占比为 6%。

鉴于人民币与美元之间的汇率较为稳定，我们接下来主要以人民币为估值货币。我们以 6.7 作为美元兑人民币的中间汇率。

估值模型应用过程：

α ：保守情景下，如上文所示， α 的合理区间为 15-27。即在最保守的行业增长预期下，我们采用的 α 为 15。

存量保单业务价值及增量报道业务价值数据：截至于 2018 年年末，按固定汇率的口径计算，友邦保险内含价值为 562 亿美元（3765 亿元），如果不计算企业的商誉及其他无形资产，友邦保险的内含价值为 545 亿美元（3652 亿元），其中新业务价值为 39.55 亿美元（265 亿元）。

市值：截至于 2019 年 4 月第一周，友邦保险的市值大约为 8350 亿元人民币。我们将以上数据嵌入估值模型，即可得 β ，如此我们便可以了解投资者如何对友邦保险估值。

我们的估值模型如下：

$$\text{寿险企业市值} = \beta \times \text{存量保单业务价值} + \alpha \times \text{新一年业务价值}$$

即：

$$\text{寿险企业市值} = \beta \times \text{内含价值} + \alpha \times \text{新一年业务价值}$$

我们通过调整 α 的范围，得到估值模型中 β 的范围，如下表所示。两者分别反应投资者对友邦保险的新增保单以及存量保单价值的认可度。 α 越高，代表市场对寿险行业未来的增长以及寿险企业本身业务的增长空间越看好； β 越高，代表友邦保险存量保单的预期利润越被市场所认可，所以对内含价值的折扣很少，甚至有溢价。

表 5：估值模型在友邦保险的应用

	市值	内含价值	新业务价值	α	β
保守情景	8350	3765	265	15	1.16
中性情景 1	8350	3765	265	17	1.02
中性情景 2	8350	3765	265	20	0.81
中性情景 3	8350	3765	265	23	0.60
乐观情景	8350	3765	265	27	0.32

资料来源：友邦保险 2018 年财务报表，Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

观点：在友邦保险历年来业务增速较快的地区中，首位是中国大陆，其次是香港，其余地区的增速一般并不显著。但由于监管原因，友邦保险目前在中国大陆市场只是局部布局，在上海、广东、深圳、北京、江苏等 5 个城市设有分公司，在东莞、江门设有支公司。所以友邦保险目前的 α 不应过高。

同时，对于存量保单的估值而言，最重要的是企业对其各项风险敞口的管理，包括利率、通货膨胀、事故预期假设等等。友邦保险在这方面处于行业翘首，对存量保单的风险管理十分专业，这个可以由其内含价值的敏感性测试结果体现出来（参见下文）。其历年来存量保单预期外的利润持续为正，营运差异自 2010 年首次公开招股以来已增加超过 20 亿美元至内含价值。所以我们认为市场对友邦保险的存量保单估值应该打折很少，甚至在全球机构投资者要求回报率逐渐下滑的背景下有望溢价。

结论：我们认为，参考友邦保险目前的股价，其对应的 α 的合理区间为 17-20，则 β 的合理区间为 0.81-1.02。

估值提升的主要催化因素：（1）中国大陆市场的开发步伐加速，友邦保险的 α 将迅速提升；（2）保险业务赔付端的主动管理更进一步，提升投资者对于企业存量保单业务的估值；（3）美国加息进一步放缓，投资者对于泛亚地区的经济预期全面提升，进而提升对于友邦保险的业务预期；（4）全球市场的资产平均回报率进一步下降，友邦保险的存量保单价值凸显， β 提升。

国内寿险企业的分析

我们将上文中的估值模型应用到 A 股的四大寿险集团，结果如下表所示。结果很明显，目前 A 股的四大寿险集团的市值都低于其增量业务的整体溢价。如果与友邦保险的估值情况相比较，国内寿险龙头企业的估值异常低。

表 6: 最保守情境下四大寿险集团的新业务溢价与市值的比较

	新业务价值	新业务倍数	新业务溢价	内含价值	市值	市值/新业务溢价	市值/内含价值
新华保险	122	15	1830	1732	1610	0.88	0.93
中国平安	723	15	10845	6132	8698	0.80	0.85
中国太保	271	15	4065	2584	3005	0.74	1.16
中国人寿	495	15	7425	7951	7504	1.01	0.94

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (我们将中国平安的市值打 6 折, 以结果作为其寿险业务的市值, 而保守测算下, 其它业务市值占比约为 0.34, 单位: 亿元)

如上表所示, 目前四大寿险集团的市值比最保守增长预期下的新业务价值溢价都要低。对于国内寿险企业目前的估值窘境, 我们从上文中所用的估值框架来分析: 增量保单角度和存量保单角度。

增量保单视角: 代理人队伍因素

我们知道中国大陆的寿险行业是朝阳行业, 市场未来的发展空间很大。但是最终寿险企业能在整个市场中占有多少的份额, 或者说投资者预期一个寿险企业未来能占有多少的市场份额, 这都取决于该寿险企业代理人渠道的销售实力。因为回归最本质的业务层面, 寿险企业的新增保单还是需要依靠其代理人去销售。

如果某寿险企业的代理人销售实力与市场其他竞争对手无异, 或者没有任何销售优势, 包括平台优势、科技优势、品牌优势等, 同时在行业未来会有更多强劲的竞争对手会出现, 那么投资者自然无法将该寿险企业的增长空间与整个市场的增长空间等而视之。

表 7: 寿险集团的新业务价值增速的情况

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
友邦保险	406,700	351,200	275,000	219,800	184,500	149,000	118,800	93,200
同比增速	16%	28%	25%	19%	24%	25%	27%	
中国平安	7,229,400	6,735,700	5,080,500	3,083,800	2,196,600	1,816,300	1,591,500	1,682,200
同比增速	7%	33%	65%	40%	21%	14%	-5%	8%
新华保险	1,221,000	1,206,300	1,044,900	662,100	491,200	423,600	417,200	436,000
同比增速	1%	15%	58%	35%	16%	2%	-4%	-8%
中国太保	2,712,000	2,672,300	1,904,100	1,202,200	872,500	749,900	706,000	671,400
同比增速	1%	40%	58%	38%	16%	6%	5%	10%
中国人寿	4,951,100	6,011,700	4,931,100	3,152,800	2,325,300	2,130,000	2,083,400	2,019,900
同比增速	-18%	22%	56%	36%	9%	2%	3%	2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (友邦保险的单位: 万美元; 其余寿险集团的单位: 万元)

目前国内寿险企业即将面对的就是以上所描述的局面: (1) 寿险行业对外开放的步伐正逐步加快; (2) 销售实力的沉淀不突出, 与同业差异不明显, 却与某些外资的销售实力差距明显; (3) 行业回归保障的转型刚刚开始, 销售团队亦部分处于转型之中, 对于销售期缴保障型寿险产品而言, 竞争优势不突出。

结论: 是故, 投资者对于 A 股四大寿险集团的新增保单价值的估值打折很大。同时, 我们认为寿险企业新增保单价值的估值提升, 即 α 的提升, 主要来源于其销售实力的提升, 即代理人渠道销售实力的加强。

存量保单视角: 预期利润的兑现

存量保单是寿险企业已经签出的保单。因为寿险保单的有效期非常长, 其未来给股东带来的利润已经通过精算定价给固定下来了, 所以寿险企业在手保单的预期利润在其保单签出的时刻便被计算出来, 放入了内含价值科目内。

正如上文所提及的，从理论上而言，纯粹寿险企业的核心是在手保单，其在手保单未来预期的所有股东净利润全部放入内含价值，而内含价值剩余的资产，即净资产，则是为了满足监管层要求，为在手保单的对应的责任而持有的要求资本，保持偿付能力的充足。那么内含价值中的净资产与在手保单价值有着直接的关系，再考虑到内含价值其余的价值全部为在手保单的预期股东利润折现值，所以我们将内含价值视为寿险企业存量保单价值便是合理的，这是基于对于寿险业务的理解。

债券视角

那么如何理解投资者对于寿险企业存量保单价值的估值？ 存量保单的价值来源于其未来预期利润，那么其估值便很自然的是基于投资者对于该预期利润的认可。投资者认为在手保单预期利润的可信度越高，则自然对其估值就越高，打折就越少。

我们可以将寿险企业的所有在手保单看成是一张债券，因为在手保单未来预期的利润如同债券一般，流向股东的净现金流是可以预期的，只是预期的可靠程度不同，即风险不同。同时，寿险企业的股东在买入这个债券的时候，还要缴纳一定的“保证金”，即要求资本，但这笔保证金的机会成本已经在保单的预期利润中扣除了。所以理论上，我们就可以将寿险企业的在手保单价值视为一张债券。

如此便很好理解，投资者对于这张债券未来净现金流的预期，便决定了这张债券的市场价值。于是投资者对该债券的估值就基本取决于两个因素：（1）投资者的要求回报率；（2）预期的净现金流。

（1）投资者的要求回报率：显而易见，假设一个债券在初始定价时的每期回报率是 11%，而投资者要求的回报率是 9%，甚至更低，则投资者就会愿意溢价收购这张债券。投资者要求的回报率越低，则债券的溢价就会越高。

我们知道，随着一个国家从发展阶段到发达阶段，其资本的回报率是在逐渐降低的，这就如同一个国家或地区的 GDP 同比增速是在持续下降一样，所以在发达国家及地区的投资者的要求回报率是比在发展中国家及地区的投资者的要求回报率低的。那么随着我国经济的发展，我国大陆市场的投资者的要求回报率也必然会逐渐降低的。如此从债券的视角来看，寿险企业内含价值的估值水平本身就是处于一个水位逐渐抬升的池塘里。

（2）预期的净现金流：在要求回报率之外，决定该债券估值的因素便是投资者预期该债券的现金流。假设一张债券预期的当期现金流入为 1000 元，但投资者认为该债券当期的现金流入因为某些原因只能是 500 元，那么投资者自然对该债券的估值会大打折扣。

那么如何理解寿险保单的预期净现金流？ 寿险企业在销售一张保单之时，该保单的预期利润已经计算得出，即保单未来的现金流出和现金流入已经预期好了。而这种预期必然涉及到非常多的假设，包括定价时预期的赔付率以及预期实际的赔付率、定价时预期的投资回报以及预期实际的投资回报、定价时预期的运营费用以及预期实际的运营费用、定价时预期的退保率以及预期实际的退保率等等，而寿险保单的利润主要来源于前三者，行业内俗称“三差”，例如实际的投资回报与预期的投资回报之差称为利差。

如果投资者认为寿险企业在手保单的预期假设不可靠，或者认为未来的实际情况将于预期的假设不符，那么投资者将不会认可在手保单的预期利润价值，对其的估值也会大打折扣。

在手保单预期利润所涉及到的各个假设，都可被视为一类风险敞口。而各个寿险企业对其内含价值所作的敏感性测试，即是对以上各类风险敞口的一种有限度的测量。我们以中国太保为例，中国太保的风险管理能力处于行业内的领先地位：

表 8: 中国太保业务价值敏感性分析

	单位: 百万元	扣除要求资本成本后的有效业务价值(2019)	扣除要求资本成本后的有效业务价值(2018)	扣除要求资本成本后的一年新业务价值(2019)	扣除要求资本成本后的一年新业务价值(2018)
1	中间情景	169,714	136,749	27,120	26,723
2	风险贴现率提高 50bp	-3.61%	-3.60%	-4.54%	-4.40%
3	风险贴现率降低 50bp	3.92%	3.90%	4.90%	4.80%
4	投资回报率提高 50bp	15.26%	15.60%	13.00%	11.40%
5	投资回报率降低 50bp	-15.55%	-16.00%	-13.00%	-11.40%
6	死亡率假设提高 10%	-0.69%	-0.70%	-0.84%	-0.80%
7	死亡率假设降低 10%	0.69%	0.70%	0.83%	0.80%
8	疾病发生率假设提高 10%	-2.33%	-2.00%	-4.53%	-3.70%
9	退保率假设提高 10%	0.52%	0.60%	-1.20%	-1.20%
10	退保率假设降低 10%	-0.59%	-0.70%	1.13%	1.10%
11	费用假设提高 10%	-1.56%	-1.60%	-5.39%	-5.30%

资料来源: 公司 2018 年及 2017 年财务报告, 国信证券经济研究所整理

从中国太保的业务敏感性分析结果可以看出, 对于中国太保在手保单的预期利润而言, 其最大的风险敞口为投资回报率。这种情况同样适用于其他三家寿险集团。

而目前, 正是投资者有关投资回报率的预期压制着寿险企业的估值。现在中国经济正在转型, 正处于增速换挡的阶段, GDP 的增速将持续下降, 整体的资产回报率也在持续下降, 直至降到中速增长平台, 如此反映长期经济基本面的长端利率便倍受投资者关注, 该利率不仅关系着长期经济基本面, 亦直接关系着投资者关于整体资产的投资回报率的预期。

考虑到以上层面的因素, 我们将四大寿险企业的 β 值调到 0.8 以下, 可得到如下估值结果:

表 9: 各寿险集团估值情况

	乐观情景		中性 1 情景		中性 2 情景		保守情景	
	α -新业务倍数	β -存量保单折价	α -新业务倍数	β -存量保单折价	α -新业务倍数	β -存量保单折价	α -新业务倍数	β -存量保单折价
新华保险	1.84	0.8	3.26	0.7	6.10	0.5	10.36	0.2
中国平安	5.25	0.8	6.09	0.7	7.79	0.5	10.33	0.2
中国太保	3.46	0.8	4.41	0.7	6.32	0.5	9.18	0.2
中国人寿	2.31	0.8	3.92	0.7	7.13	0.5	11.95	0.2

资料来源: 各寿险集团 2018 年财务报告, 国信证券经济研究所整理 (单位: 倍)

从以上结果, 我们仍然能看到国内寿险企业的估值极低。即使不考虑存量保单的利润, 新业务倍数最高也在 11 倍-15 倍之间。

在极端情况下, 假设我国经济会面临如日本在 1990 年代一般的情况, GDP 断崖式下跌, CPI 持续为负, 长端利率多年保持在低位, 即整体的资产回报率极低, 那么我国寿险企业的在手保单对其股东而言将全部变为有毒资产, 持续侵蚀资本金。在这种极端情况下, 我们假设 β 为 -0.5, 即寿险企业目前的在手保单将不会对股东产生任何利润, 反而还会以总价值规模的 0.5 倍腐蚀股东的资本金, 在这种假设下, 各寿险企业的 α 才会回归到正常范围即 15-26 倍之间。

表 10: 各寿险集团在极端情况下的估值情况

	极端情景 1		极端情景 2	
	α -新业务倍数	β -存量保单折价	α -新业务倍数	β -存量保单折价
新华保险	20.29	-0.5	13.20	0
中国平安	16.27	-0.5	12.03	0
中国太保	15.86	-0.5	11.09	0
中国人寿	23.19	-0.5	15.16	0

资料来源: 各寿险集团 2018 年财务报告, 国信证券经济研究所整理 (单位: 倍)

一般情况下, 寿险企业在销售新的寿险保单之时, 可以根据外部环境来调整寿险保单的各项假设, 以保证新增保单预期利润的可靠性, 所以新业务与存量业务不同, 新业务的预期利润可以通过产品的定价来调节, 完全反应风险。投资

者一般不会对新业务倍数打折过多。

结论：是故，对于我国寿险企业以上低估现象的解释只能有两种解释：（1）投资者对我国经济的增长预期过于悲观，仿佛即将要面临如日本曾经经历的经济下滑，使得投资者对我国寿险企业资产端未来的投资回报率全面看空，认为目前所有的存量保单未来都将是入不敷出的资产，会持续腐蚀股东资本；（2）投资者对我国寿险龙头企业的未来并不看好，对新业务价值的估值打折很大，同时对存量保单预期利润亦不认可，对其估值亦打折很大。

存量保单估值的瓶颈：主动和被动因素

正如上文中所阐述的，目前 A 股寿险企业在存量保单价值层面的估值极低。为什么？我们将其原因分为两个部分以深入分析：寿险企业主动人为的因素，以及大环境所造成的被动因素。

主动因素：发展历史使然

寿险企业主动人为的因素可简述为企业在发展的过程中，主动销售了大量以利差占比为主的寿险产品，致使存量保单的预期利润以赚取投资回报为主。即企业并没有主动充分的去管理投资回报率的风险敞口，而是扩大这个风险敞口以博取利润。如果投资回报率在未来达不到预期的要求，那么这些存量保单将最终腐蚀股东的资本。

我们整理了 A 股龙头寿险企业及友邦保险有关投资回报率的风险敞口数据，即各个寿险企业的寿险业务价值对于投资回报率假设改变的敏感性。敏感性越高，证明相应的风险敞口越高，即如果未来实际的投资收益率达不到预期的要求，寿险保单所对应的责任对股东资本的腐蚀程度也就越高。

对比这几家寿险集团的相关数据即可发现，友邦保险关于投资回报率的风险敞口明显小于其他寿险企业，证明友邦保险一直以来非常注重对于利差风险敞口的管理，这是友邦保险主动为之的结果。而 A 股的龙头寿险企业则由于其一直以来发展策略的不同，在这方面相形见绌，这即是造成其存量保单估值瓶颈的主动因素。

表 11：投资回报率下降 50 个基点对寿险业务价值的影响

		有效业务价值	敏感性	新业务价值	敏感性
中国太保	基准	169,714		27,120	
	变动后	143,329	-15.5%	23,594	-13.0%
新华保险	基准	74,259		12,210	
	变动后	60,770	-18.2%	10,817	-11.4%
中国平安	基准	628,853		76,119	
	变动后	580,397	-7.7%	68,993	-9.4%
中国人寿	基准	408,998		49,511	
	变动后	337,320	-17.5%	42,045	-15.1%
友邦保险	基准	54,517		3,955	
	变动后	54,268	-0.5%	3,771	-4.7%

资料来源：各寿险集团 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（友邦保险单位：百万美元，其余单位：百万元）

被动因素：规律使然

被动因素则是由宏观经济的自然发展规律所导致。A 股寿险龙头企业在计算内含价值时所采用的投资收益率假设在未来是恒定的，这不符合宏观经济规律，违背了金融市场的定价原则。随着一个国家的发展，其 GDP 增速会阶段性下降，那么其整体的资产回报率就会阶段性下降，所以在该国作为投资收益率基准的十年期国债是处在一个长期下滑的过程中。而我国寿险企业把未来的投资收益率设定在了一个恒定的水平，这明显很难得到市场的认可。

我们整理了 A 股四大上市企业及友邦保险在计算内含价值时所采用的投资回报率假设：

新华保险：新华保险在计算其内含价值时采用的投资回报假设如下表所示。

表 12：新华保险采用的投资回报率假设

	2019	2020	2021	2022+
传统分红险	4.50%	4.60%	4.80%	5.00%
分红	4.50%	4.60%	4.80%	5.00%
万能	4.50%	4.70%	5.00%	5.10%
投连	7.60%	7.60%	7.80%	7.90%

资料来源：新华保险 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理

中国太保：长期险业务的未来投资收益率假设为 2018 年 5.0%，且以后年度保持在 5.0% 不变。

中国平安：假设非投资连结型寿险资金的未来年度每年投资回报率为自 4.75% 起，第 2 年增加至 5.0% 此后保持不变。

中国人寿：投资回报率假设为 5%。

友邦保险：“倘假设的长期投资回报有别于现有固定收入资产的当前市场收益率因而严重影响计算数据，则需作出调整以计及当前市场收益率的影响。在该等情况下，计算有效保单业务价值时，须调整投资回报假设，以便使现有固定收入资产整个剩余投资期的投资回报与该等资产的当前市场收益率一致，并与保单负债资产的评估相符。本集团已参考 10 年期政府债券的回报设定权益回报及物业回报假设，并已计及按资产类别及地区改变的风险溢价的内部评估。”

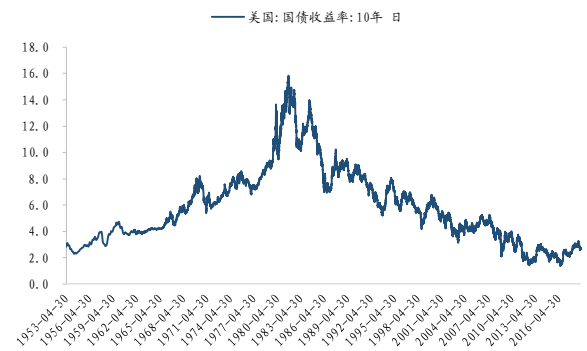
日本和美国的 10 年期国债利率走势：在理论上，10 年期国债利率是大类资产投资回报率基准，是锚。我们整理了日本和美国的 10 年期国债利率走势，以反映大类资产回报率的一般规律，即该回报率会随着一个国家的发展而长期下滑。

图 4：英国历年十年期利率



资料来源：美国经济分析局，国信证券经济研究所整理（单位：%）

图 5：美国历年十年期利率



资料来源：上市公司历年财报，国信证券经济研究所整理（单位：%）

结论：对比以上境外和境内寿险龙头企业在计算内含价值时所采用的投资收益率假设，我们可以明显发现友邦保险的假设是与市场保持一致的，所以其内含价值的计算结果可以充分反映投资者对宏观经济及相应大类资产回报率的预期，更容易被投资者所接受。这也是西方发达国家寿险行业所推崇的做法。

只有与市场收益率保持一致，内含价值的计算才能充分反映长端收益率逐步下滑的影响，同时产品的定价也能更为合理。这里体现出了寿险企业维护股东利益的责任。

是故，在我国经济增速换档的背景下，在长端利率持续下滑的背景下，国内寿险企业对未来投资收益率保持不变的假设，就被动地成为了其存量保单估值的瓶颈。

主要结论和投资建议

主要结论：β行情和α行情

(1) β行情：对于 A 股寿险企业低估值的两种解释，无论哪一种解释更加合理，投资者对于中国经济未来增长的预期都非常重要。如此，投资者如何对我国寿险企业进行估值，便很难脱离其对于中国经济未来增长的预测或者理解。

诚然，在实践中，宏观经济的预测是非常难的，特别是长期而言。宏观经济的运行不仅涉及到客观层面，也会涉及到主观层面。简单而言，一个国家所推行的宏观政策就能左右其国家经济未来的走向，甚至其他国家的经济走向，从汇率到通货膨胀，再到消费者及投资者的预期，这一系列的潜在影响没有人能长期预料。所以一般而言，宏观经济的预测越近则准确度越高。

如果外资因为某些客观数据而强烈的看空中国经济，进而对中国寿险企业的估值打折较大，那么短期而言，外资的这种投资观点本身无可争辩。但如果中国经济后续的经济数据持续向好，或者中国经济增速换挡成功，探到了所谓的“中速增长平台”，那么外资自然也会扭转以上的投资观点。

是故，短期而言，中国宏观经济的各项数据无论是否继续向好都会牵动寿险集团存量保单的估值，即我们所谓的β行情。关注长端利率变化便是抓住该行情最为直接粗暴的方法。β行情之下，我们首推中国平安。

(2) α行情：另一方面，在上文所言及的背景之下，回归保障是寿险企业必然的选择。只有回归保障，存量保单的利润结构才会逐渐从以利差为主调整至以死差占比为主，如此存量保单的预期利润对于投资端回报率的敏感性才会逐步降至最小。例如，健康险保单组对应的负债端资金成本低，远远低于分红险及其他储蓄功能占比高的产品，那么依此所计算得出的内含价值对投资回报率的敏感性将相对更低。如此，投资者对于该保单组的内含价值的估值水平便会相对更高。

自然，这种估值水平的提升速度会和新增保单进入存量保单的速度成正比，存量保单的结构调整越快，估值水平自然越高。如此，显而易见，销售寿险保单的主要渠道，即代理人渠道，其销售实力的提升便是提升新业务估值溢价的最为直接的因素，此便是α行情。

是故，关注新主力寿险产品，同时关注新业务价值的增速，便是抓住该行情最直接的方法。在α背景之下，我们首推全力聚焦健康险的新华保险。

投资建议：从行业并进到个股精选

前期，寿险行业个股都处于估值底部，在宏观经济预期向好的基础上，都能为投资者带来大致相同幅度的相对收益。但行情演绎至今，投资者对宏观经济持续向好的预期已经被美债收益倒挂的事件所影响，后市的风险偏好大概率更显谨慎。在这种背景之下，再考虑到寿险行业个股的估值已经有一定幅度的抬升，我们认为后续的策略主题是**个股精选**。

投资者仍然需要密切关注宏观经济指标，特别是美国和中国的长端利率。如果后期中国主要的宏观经济指标表现强劲，那么寿险企业的β行情仍然会延续；但如果只是符合之前投资者在一般程度上的乐观预期，那么精选个股的α行情将更能获得优异业绩。

综上，针对β行情，我们首推中国平安；针对α行情，我们首推新华保险。

风险提示

(1) 各项经济数据超预期下滑; (2) 长端利率未有企稳向上; (3) 寿险企业过于注重短期会计利润, 转型不坚定, 或有反复。

重点公司投资评级及业绩预测

公司 名称	收盘 价格	每股 EV			P/EV (集团, 倍)			投资 评级
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	
新华保险	58.62	55.48	63.15	71.50	1.06	0.93	0.83	买入
中国平安	82.03	54.84	64.16	75.03	1.50	1.28	1.09	买入
中国太保	35.11	37.09	42.69	49.00	0.95	0.82	0.72	买入
中国人寿	29.07	28.13	32.35	37.20	1.03	0.90	0.78	买入

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测（单位：元）

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032