

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业报告

保险行业系列报告之六

——寿险估值再讨论：寻找价值底线

2008年07月21日

邵子钦	金融行业首席分析师	0755-22626592	shaozq@pasc.com.cn
童成墩	保险行业研究助理	0755-22627185	tongcd@pasc.com.cn

内含价值法是寿险估值唯一标准。由寿险公司经营模式的特殊性所决定，会计报表无法反映真实的经营绩效，不适宜采用传统估值法。内含价值法引入精算技术，解决了传统估值法低估寿险价值的问题，是寿险价值判断的唯一标准。

全球视野下，中国公司价值低估。中国公司价值低估源于以下两个因素：

①**中国公司精算假设过于保守。**三大保险公司投资回报率假设偏低（5.2%-5.5%），贴现率假设偏高（11.5%-12%），贴现率与投资回报率之间的差距过大（6%-6.8%）。如果以风险溢价来衡量，中国人寿和中国平安为7.17%，中国太保为7.67%，而欧洲公司普遍为3%左右。若同时提高投资回报率50个基点，降低贴现率100个基点，则三大保险公司内含价值提高9.3%-18.9%，评估价值16.9%-24.8%，中国人寿、中国平安、中国太保目前股价隐含的新业务乘数分别下降为23.1倍、11.8倍和14.2倍。

②**中国公司应给予高于成熟市场的新业务乘数。**目前中国人寿、中国平安、中国太保A股股价隐含的新业务乘数分别为32倍、15倍和19倍，平均22倍，而全球主要保险公司2000年以来的平均新业务乘数10-13倍。我们认为，中国保险行业尚处发展初级阶段，相当于40年代的美国，60年代的日本和80年代的台湾，新业务增长的持续性高于成熟市场，理应给予高于成熟市场的新业务乘数。

精算利润是重要的估值参考。会计利润影响因素复杂且难以预测，但在一定程度上可以影响股价短期波动；精算利润则真实地反映了公司管理绩效，可用于筛选优秀管理层，是重要的估值参考。

维持行业“强烈推荐”评级。中国人寿、中国平安、中国太保目前股价分别较评估价值低0.4%、46%和21%。我们认为，中国寿险行业承保处于上升周期，投资受益于加息周期。目前股价并未反映精算假设的调整空间，以及未来新业务价值的持续增长。维持行业“强烈推荐”评级。

三大保险公司估值

公司	评级	股价	寿险估值假设			2008				合计价值	股价隐含乘数
			贴现率	投资回报率	新业务乘数	EV	NBV	寿险价值	非寿险价值		
中国人寿	推荐	26	11.50%	5.50%	32	9	0.52	26		26	32
中国平安	强烈推荐	41	11.50%	5%-5.5%	43	10	1.25	64	12	76	15
中国太保	推荐	20	12%	4.5%-5.2%	30	4	0.50	19	6	25	19

注：股价为2008-7-18收盘价，EV不包含非寿险业务净资产。

目录

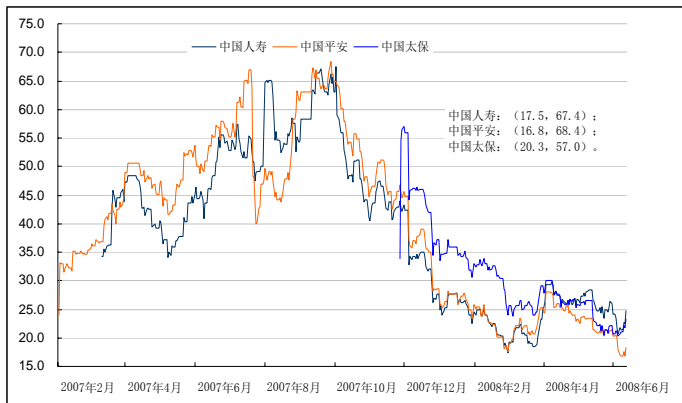
一、估值的困惑.....	3
二、内含价值法是寿险估值唯一标准.....	3
2.1 估值方法比较.....	3
2.2 内含价值法：价值评估唯一标准.....	4
三、中国公司价值低估.....	6
3.1 国内精算假设过于保守.....	6
3.2 国内新业务乘数理应高于国际水平.....	8
四、精算利润提供估值参考.....	14
4.1 会计核算体系与内含价值体系比较.....	14
4.2 会计利润：影响股价但难以预测.....	14
4.3 精算利润：用于筛选优秀管理层.....	16
五、保险公司估值.....	18
5.1 估值结论.....	18
5.2 估值基础.....	20
附录：.....	21

一、估值的困惑

保险估值大幅波动。在基本面相对稳定的情况下，保险股估值由07年最高点的57-68倍PE、6-13倍PB、5.6-8.4倍P/EV、106-156倍新业务乘数（按公司07年数据计算），降至08年最低17-20倍PE、1.7-3.2倍PB、2.1-2.3倍P/EV、16.4-23.5倍新业务乘数（按公司08年预测数据计算）。

波动引发三点疑问：①寿险估值到底采用传统估值法，还是内含价值法？②全球视野下，中国公司是否高估？③大幅波动的会计利润价值何在？

图表1 保险股动态PE-A股 单位：倍



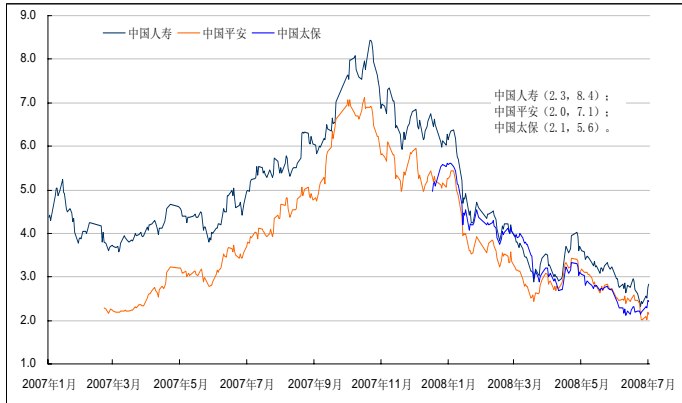
图表2 保险股动态PB-A股 单位：倍



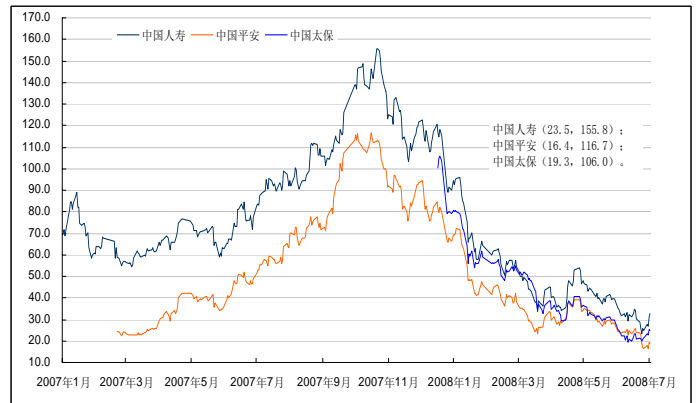
注：EPS和BVPS为分析师对当期期末预测平均值。

资料来源：彭博资讯、平安证券

图表3 保险股动态P/EV-A股 单位：倍



图表4 股价隐含新业务乘数-A股 单位：倍



注：EV为当期期末公司公布数据，未剔除非寿险业务净资产。

资料来源：彭博资讯、平安证券

二、内含价值法是寿险估值唯一标准

2.1 估值方法比较

内含价值法与传统估值法是两套不同的估值体系。传统估值法的估值基础是财务体系下的

会计报表，内含价值法的估值基础是精算体系下的内含价值。由寿险公司经营模式的特殊性所决定，会计报表无法反映真实的经营绩效（具体参见 4.2.2），不适宜采用传统估值法。内含价值法引入精算技术，解决了传统估值法低估寿险价值的问题，是寿险价值判断的唯一标准。

图表5 各种估值方法比较

估值方法	传统估值法				内含价值法	
	相对		绝对		相对	绝对
	PE	PB	DCF	EVA	P/EV	EV
核心要素	净利润增速	ROE	现金流	净盈余	EV	一年新业务价值增速
估值基础	会计报表				内含价值	

资料来源：平安证券

2.2 内含价值法：价值评估唯一标准

2.2.1 内含价值法的诞生

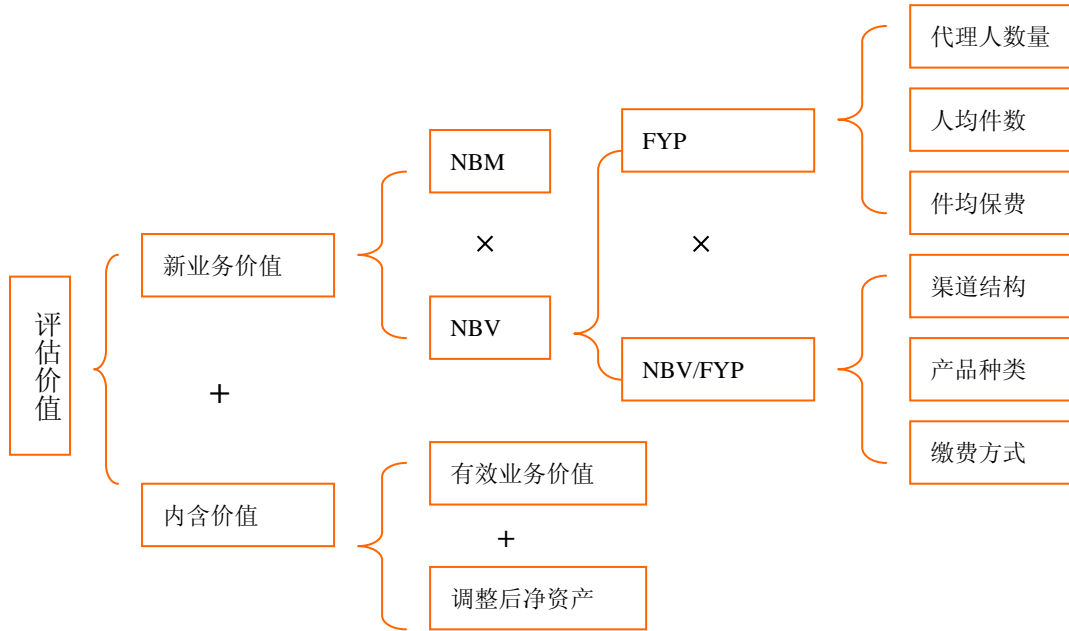
源于英国市场的恶意收购。20 世纪 60-70 年代，寿险公司的恶意收购在英国纷纷上演，严重打击了寿险行业的发展。恶意收购的原因在于传统估值法低估了寿险公司的价值。针对上述情况，内含价值评估体系应运而生。

克服了传统估值方法的不足。内含价值是引入精算技术，建立在对未来现金流和相关风险贴现基础上的经济价值。内含价值法能够纠正保单期限较长和新业务展业负担造成会计核算的偏差，同时解决了传统估值法低估公司价值的问题。

2.2.2 内含价值评估体系

现阶段影响内含价值的关键因素是：代理人数量和产品结构。评估价值=内含价值+新业务价值；新业务价值=一年新业务价值*新业务乘数；一年新业务价值=新单首年保费*新单内含价值贡献率；新单首年保费=代理人数量*人均件数*件均保费；新单内含价值贡献率取决于产品结构。由于人均件数和件均保费短期内相对稳定，所以代理人数量和产品结构是现阶段决定一年新业务价值最关键的两个要素。

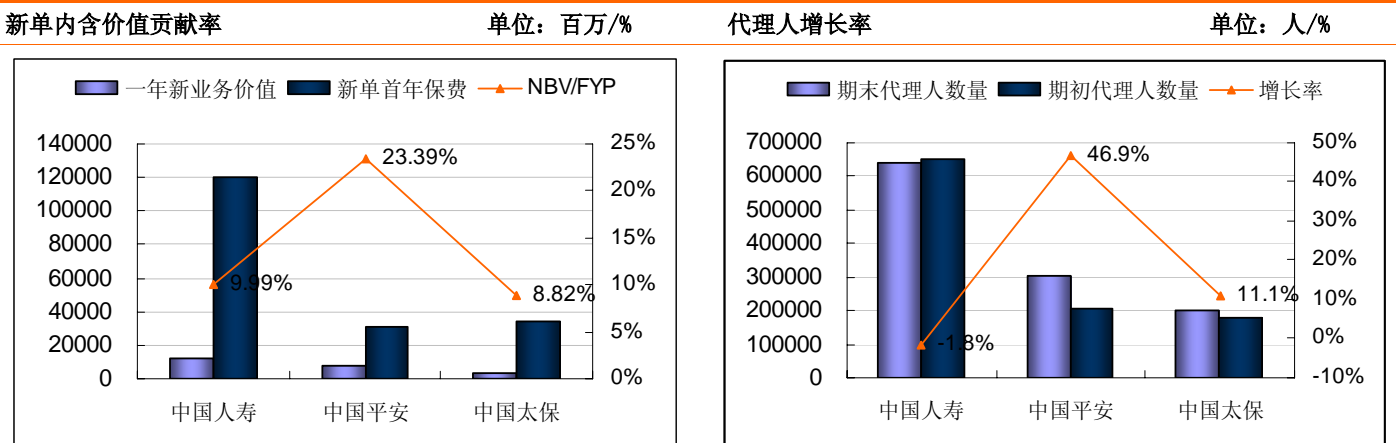
图表6 寿险公司内含价值评估体系



注：FYP为新单首年保费，NBV为一年新业务价值，NBM为新业务乘数。NBV/FYP为新单内含价值贡献率。

资料来源：平安证券

图表7 三大保险公司评估价值的关键因素



注：2007年数据。

资料来源：公司数据、平安证券

2.2.3 内含价值增长的驱动因素

内含价值增长由以下三部分组成：

- ① 核心价值——年初内含价值的预定回报+一年新业务价值；
- ② 超额回报——三差、假设调整、市值短期波动；
- ③ 资本运作——并购融资。

其中，核心价值和超额回报源自内涵式增长，资本运作源自外延式扩张。

内含价值增长中，精算利润（一年新业务价值+经验利润）是由公司通过管理创造，其中一年新业务价值是相对稳定可控的因子。

图表8 内含价值增长驱动因素分解

驱动因素	具体细分	增长来源	特征
价值核心	期初内含价值的预计回报	(期初有效业务价值+一年新业务价值)* 贴现率+净资产的投资回报	稳定增长
	一年新业务价值	新单销售	长期增长
超额回报	其它经验差异	费差、死差	大幅波动
	投资回报差异	实际投资收益-精算假设下投资收益	
	假设及模型变动	精算假设调整	超额回报
	市场价值调整影响	相关认可资产、认可负债市值调整	
资本运作	支付股息	持续融资	外生性增长
	资本注入		

注：以底纹由深至浅表示稳定性由强至弱。

资料来源：平安证券

三、中国公司价值低估

3.1 国内精算假设过于保守

3.1.1 贴现率和投资回报率是精算假设中最关键的两项指标

内含价值建立在精算假设基础上，对精算假设缺乏合理判断是导致估值结论偏差的主要原因。在贴现率、投资回报率、死亡率、费用率、退保率、分红率等诸多假设变量中，最富争议、影响最大的是贴现率和投资回报率。

3.1.2 国内精算假设尚存调整空间

参照欧洲寿险公司数据，我国寿险公司精算假设相对保守，具体体现在：

① 投资回报率假设偏低。

中国人寿、中国平安、中国太保长期投资回报率假设分别为5.5%、5.5%、5.2%。随着投资渠道逐步放开，以及加息周期下基准利率的逐步走高，长期投资回报率假设有望提高。在《保险行业系列报告之投资篇——现代保险业的生命线》中，我们采用情景假设，认为在经济平稳运行的前提下，保险公司一般帐户长期平均回报率为5.46%-7.67%。

② 贴现率假设偏高。

中国人寿、中国平安、中国太保贴现率假设分别为 11.5%、11.5%、12%，而欧洲寿险公司普遍假设为 7%-8%，存在进一步下调空间。

③ 贴现率与投资回报率之间差距过大。

以风险溢价来衡量，中国人寿和中国平安为 7.17%，中国太保为 7.67%，而欧洲公司普遍为 3%左右。

在评估价值的计算公式中，投资回报率是分子的影响因素之一，贴现率则影响分母。投资回报率的提升和贴现率的下降，均对评估价值产生正面影响。

若同时提高投资回报率 50 个基点，降低贴现率 100 个基点，则三大保险公司内含价值提高 9.3%-18.9%，评估价值提高 16.9%-24.8%，中国人寿、中国平安、中国太保目前股价隐含的新业务乘数分别下降为 23.1 倍、11.8 倍和 14.2 倍。

图表9 中国寿险公司内含价值精算假设

精算假设	中国人寿	中国平安	中国太保
贴现率	11.50%	11.50%	12%
长期投资收益率	5.5%	5.5%	5.2%
固定利率国债收益率——7年期	4.33%	4.33%	4.33%
贴现率-无风险利率	7.17%	7.17%	7.67%
贴现率-投资回报率	6%	6%	6.8%

资料来源：公司数据、平安证券

图表10 保诚集团不同地区内含价值精算假设

	China	HK	India	Japan	Korea	Singapore	Taiwan	UK
新业务贴现率	11.75%	5.7%	15.75%	5.1%	9.7%	6.4%	9.1%	7.3%
有效业务贴现率	11.75%	6%	15.75%	5.1%	9.7%	6.8%	9.8%	7.85%
预期长期通胀率	4%	2.25%	5%	0%	2.75%	1.75%	2.25%	3.2%
国债收益率	8.25%	4.1%	9.25%	2%	5.8%	4.25%	5.5%	4.55%
权益平均回报率		8.1%				9.3%		8.55%
贴现率-无风险利率	3.5%	1.6%	6.5%	3.1%	3.9%	2.15%	3.6%	2.8%

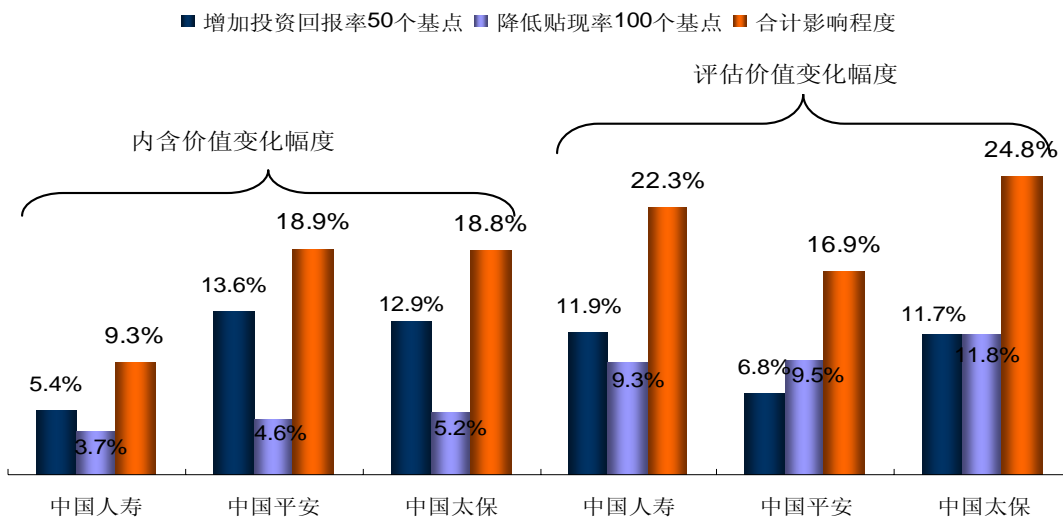
资料来源：公司数据、平安证券

图表11 欧洲寿险公司内含价值精算假设

	Aviva		AXA Group		Standard Life		Allianz	
	UK	US	France	US	UK	Europe	Euro	China
贴现率								
新业务	7.30%	6.70%	7.07%	7.57%	7.33%	6.45%	7.95%	8.25%
投资收益率								
国债/无风险利率	4.60%	4.00%			4.58%	4.33%	4.35%	4.65%
企业债收益率			5.00%	7.40%	5.56%			
权益回报率	7.60%	7.00%	8.00%	9.00%	7.58%	7.33%	8.35%	8.65%
房地产收益率	6.60%		6.50%	7.50%	6.58%	6.33%	5.22%	5.58%
总投资收益率			5.28%	6.90%				
长期通胀率	3.50%	3.00%	2.00%	2.60%				
贴现率-无风险利率	2.70%	2.70%			2.80%	2.10%	3.60%	3.60%
贴现率-投资回报率			1.80%	0.70%				

资料来源：公司数据、平安证券

图表12 三大保险公司对投资回报率和贴现率敏感性比较（2007）



注：数据中均剔除非寿险业务净资产。

资料来源：公司数据、平安证券

3.2 国内新业务乘数理应高于国际水平

新业务乘数与传统估值法的PE类似，由一年新业务价值未来增长速度贴现得来。中国保险行业尚处发展初级阶段，相当于40年代的美国，60年代的日本和80年代的台湾，新业务增长的持续性高于成熟市场，理应给予高于成熟市场的新业务乘数。

3.2.1 新业务乘数由新单首年保费增速和新单内含价值贡献率决定

新业务乘数由一年新业务价值增速所决定，而一年新业务价值又由新单首年保费和新单内含价值贡献率所决定。因此，我们在确定新业务乘数时，必须考虑上述两项指标的长期变动趋势。

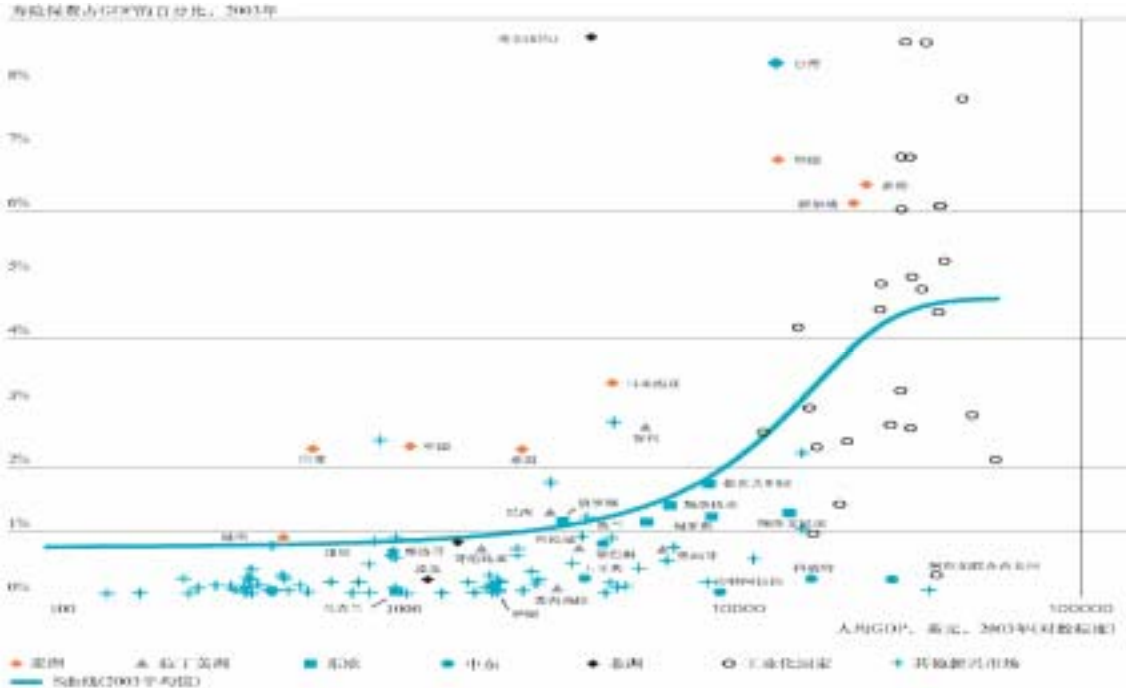
3.2.2 保费增速由GDP决定

中国保费与GDP呈S型曲线。瑞士再研究表明：全球保费增速与GDP最相关，且呈S型曲线，当人均GDP1000-10000美元之间时，保费增速是GDP1-2倍的弹性系数。历史数据表明：S型曲线在中国同样适用。

中国寿险深度和密度明显不足。据瑞士再统计，截至2007年底中国寿险深度1.8%，寿险密度44美元，而美国同期寿险深度4.2%，寿险密度1922美元。我们参照世行对中国08年及未来的GDP预测，《全国“十一五”人口和计划生育事业发展规划》对人口增长的规划，以及采用1.5倍保费对GDP的弹性系数，计算出来的2012年人身险深度为3%，人身险密度为1136元，上述两项指标分别为2007年美国的71%和8.7%。这里还没有考虑中国社会保障体系不健全，未来需要商业保险来补充的特殊性因素。

中国保险产品体系尚不完整。从美国过去105年的保险历史发展看，保险产品由单一寿险过渡到年金、健康险、寿险并重，盈利模式由毛利率推动转向规模推动。我国尚处发展初级阶段，产品类型集中于寿险，具有较大发展空间。

图表13 全球寿险保费增长的S曲线

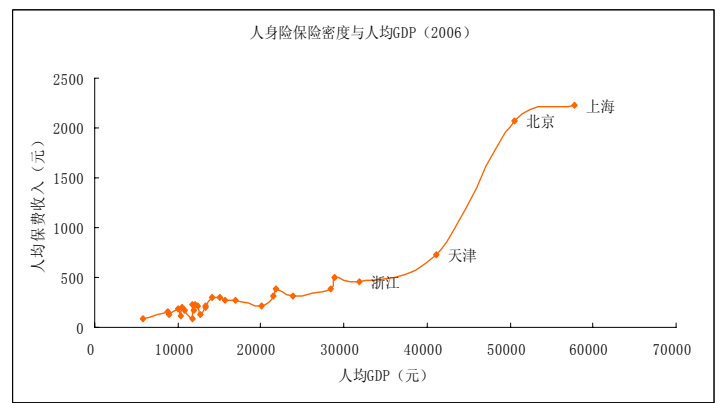
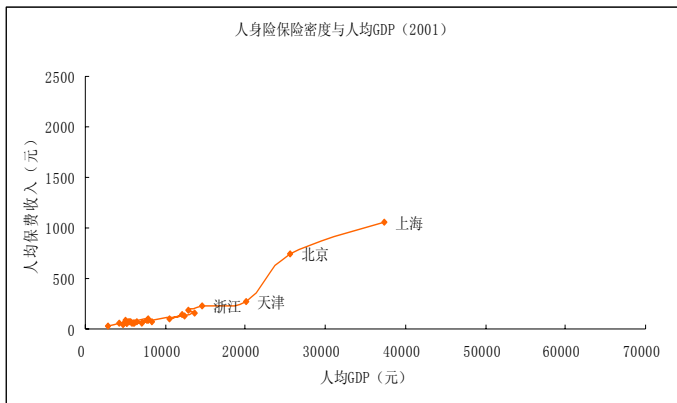


资料来源: SIGMA

图表14 中国各地区人身险 S 曲线

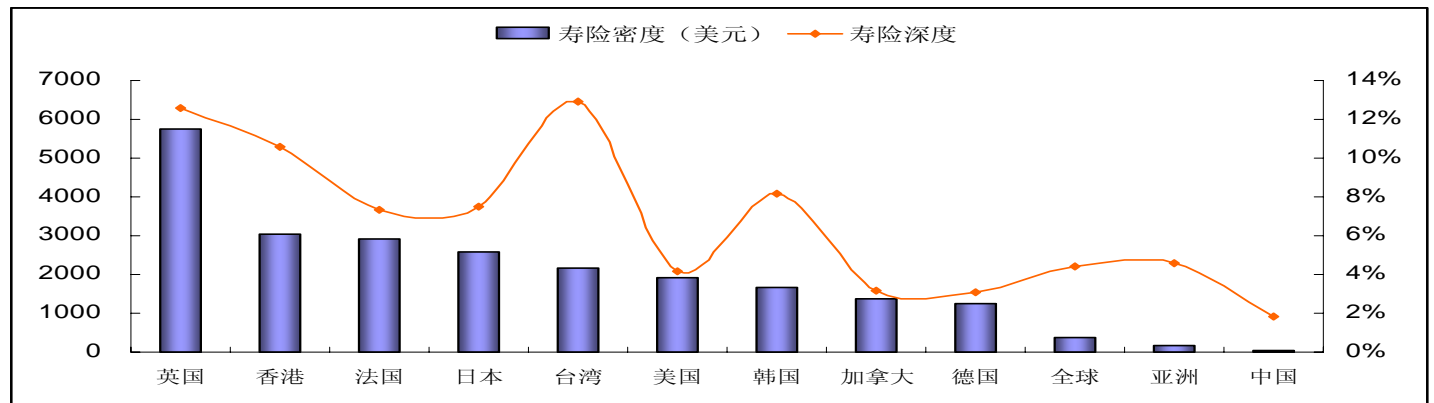
中国各地区人身险 S 曲线-2001

中国各地区人身险 S 曲线-2006



资料来源: CEIC、平安证券

图表15 各国和地区寿险密度与寿险深度比较-2007年



资料来源: SIGMA

图表16 中国人身险保费增长率预测

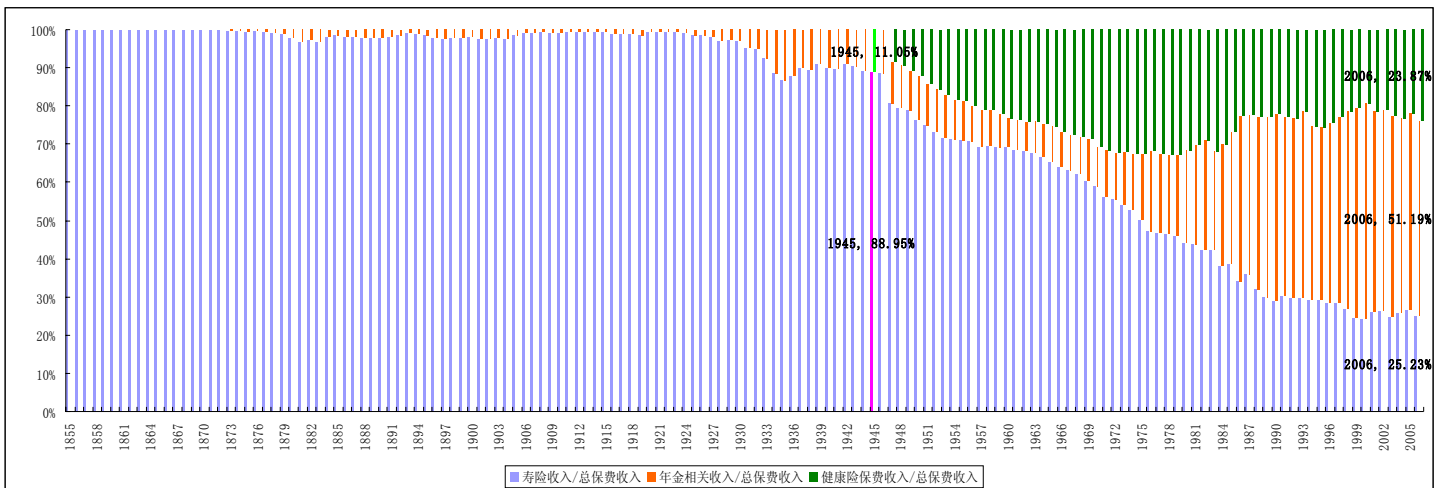
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
人身险保费 (亿)	2275	3011	3228	3697	4132	5038	7053	8693	10584	12806	15400
人身险保费增长率	59.8%	32.4%	7.2%	14.5%	11.8%	21.9%	40.0%	23.3%	21.8%	21.0%	20.3%
名义 GDP (亿)	120333	135823	159878	183868	211923	249530	299436	345849	395997	451436	512380
名义 GDP 增长率	9.7%	12.9%	17.7%	15.0%	15.3%	17.7%	20.0%	15.5%	14.5%	14.0%	13.5%
实际 GDP 增长率	9.1%	10.0%	10.1%	10.4%	11.6%	11.9%	10.0%	9.5%	8.5%	8.5%	8.5%
GDP 平减指数	0.6%	2.9%	7.6%	4.6%	3.7%	5.8%	10.0%	6.0%	6.0%	5.5%	5.0%
人口 (万)	128453	129227	129988	130756	131448	132129	132813	133500	134191	134884	135581
人口增长率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
人均名义 GDP (元)	9,368	10,510	12,299	14,062	16,122	18,885	22,546	25,906	29,510	33,468	37,791
保费对 GDP 弹性	6.14	2.51	0.41	0.97	0.77	1.24	2	1.5	1.5	1.5	1.5
保险密度 (元)	177	233	248	283	314	381	531	651	789	949	1,136
保险深度	1.9%	2.2%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	2.4%	2.5%	2.7%	2.8%	3.0%

注：1、世界银行预测中国08年GDP增长率为9.8%；

2、《全国“十一五”人口和计划生育事业发展规划》对2010年总人口的约束性指标是13.6亿。

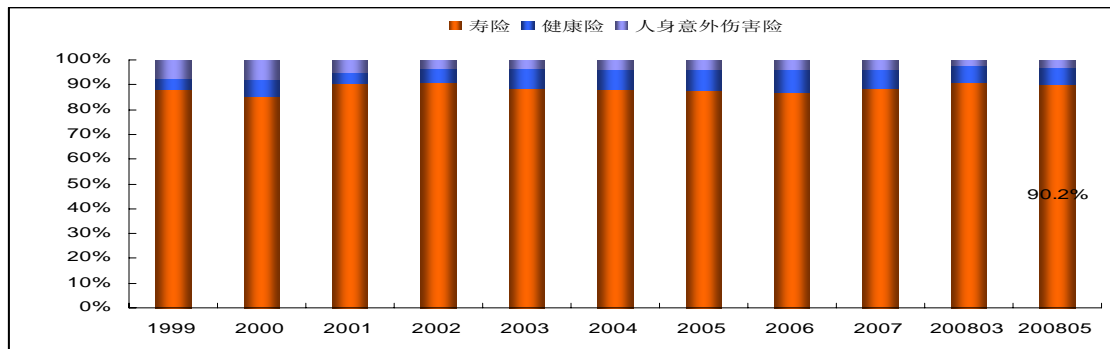
资料来源：平安证券

图表17 美国寿险公司险种构成



资料来源：美国统计年鉴、平安证券

图表18 中国寿险公司险种构成



资料来源：CIRC、平安证券

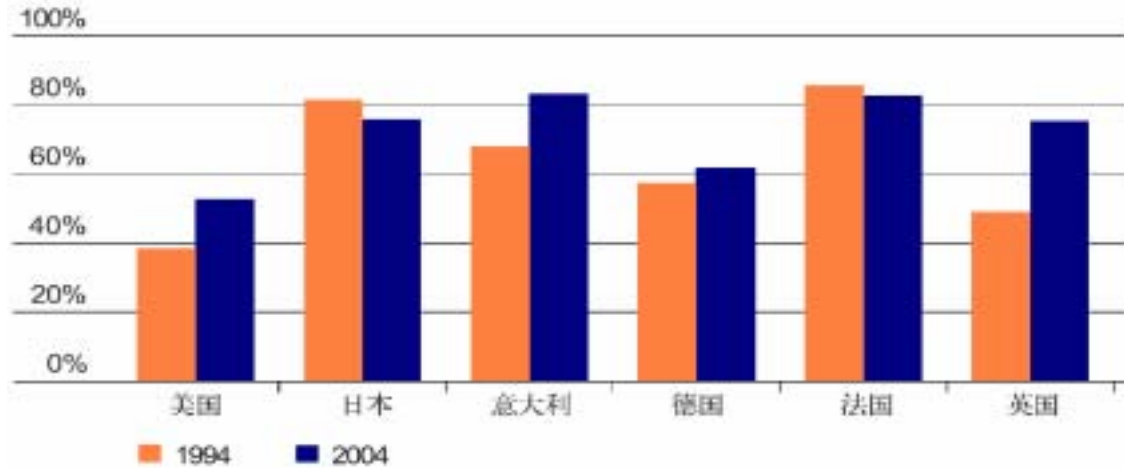
3.2.3 内含价值贡献率由竞争格局决定

竞争格局决定利润空间。这是市场经济法则，而不仅适用于寿险行业。

全球保险市场垄断特征明显。1994年—2004年全球主要成熟市场前10大保险公司市场份额合计占比40%—80%，竞争格局比较稳定。

中国垄断格局短期难以打破。截至2008年6月底，前三大保险公司市场份额合计为63.7%，这是在激烈竞争下缓慢下降的结果，而且2003年以来新单内含价值贡献率整体稳步上升。我们认为，在数量化配套监管体系下，恶性竞争难以成行，这既符合行业发展的利益需要，也是国家逐步健全保险保障体系的必然选择。

图表19 前10大保险集团累计市场占有率



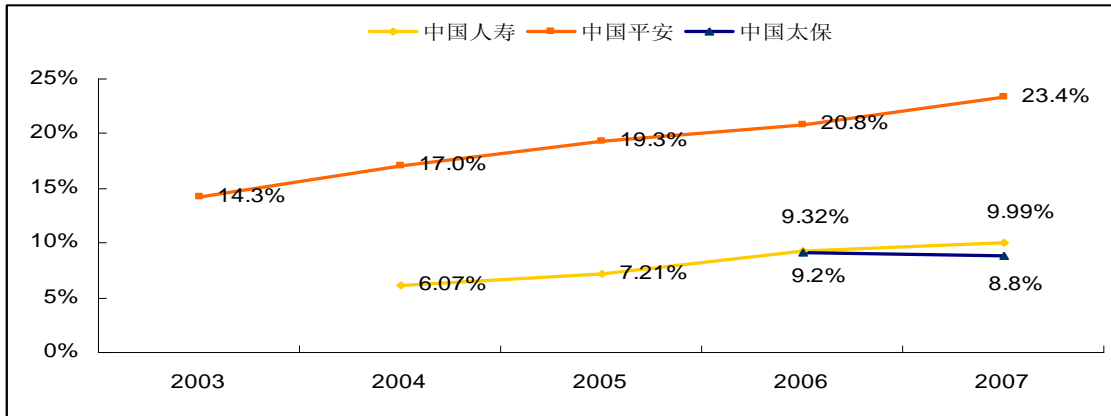
资料来源：SIGMA

图表20 我国人身险市场结构

市场份额	200612	200712	200801	200802	200803	200804	200805	200806
中国人寿	45.3%	39.7%	40.2%	41.4%	44.3%	44.2%	43.3%	42.2%
平安寿险	17.0%	16.0%	14.2%	13.2%	12.0%	12.1%	12.7%	12.5%
太保寿险	9.3%	10.2%	10.7%	10.6%	9.9%	9.6%	9.4%	9.0%
三大寿险公司合计	71.6%	66.0%	65.1%	65.3%	66.1%	65.9%	65.4%	63.7%
中资合计	94.1%	92.0%	93.5%	94.3%	94.8%	94.9%	95.0%	NA
外资合计	5.9%	8.0%	6.5%	5.7%	5.2%	5.1%	5.0%	NA

资料来源：CIRC、平安证券

图表21 三大保险公司新单内含价值贡献率 (NBV/FYP)



资料来源：公司数据、平安证券

3.2.4 万能结算利率不是新保单成本

2008年以来，万能险结算利率持续走高，引发了投资者对寿险行业竞争环境恶化的担忧。我们看到的事实是：2008年6月与1月相比，除平安寿险和中意人寿万能结算利率分别提高50个基点和20个基点外，其他公司均为持平或下降。

我们的观点是：

- ① 结算利率是波动的，而不是只升不降的；
- ② 结算利率是实际回报率平滑后的结果，而不是新保单成本；
- ③ 寿险公司长期看是相对理性的，恶性竞争在现有监管体系下是难以为继的。

图表22 万能险结算利率

公司	产品	200801	200802	200803	200804	200805	200806
国寿	瑞安两全保险	5.00%	6.05%	6.05%	5.85%	5.00%	4.90%
平安	个人万能险	5.25%	5.25%	5.50%	5.50%	5.75%	5.75%
太保	金诚利两全保险（万能型）	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
泰康	卓越财富终身寿险（万能型）	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%
人保	智胜金账户两全保险（万能型）	5.68%	5.68%	5.68%	5.68%	5.68%	5.56%
人保	优选金两全保险（万能型）	5.88%	5.88%	5.58%	5.50%	5.50%	5.50%
新华	新华得意理财两全保险(万能型)	5.66%	5.66%	5.60%	5.60%	5.60%	5.35%
太平	盈利多 2007 两全保险（万能型）	5.70%	5.70%	5.70%	5.70%	5.70%	5.70%
生命	金满贯终身寿险（万能型）	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.55%
友邦	万能险结算年利率	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
中意	万能理财账户（个险）	4.80%	4.80%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：公司数据、平安证券

3.2.5 三大保险公司的合理乘数

目前中国人寿、中国平安、中国太保A股股价隐含的新业务乘数分别为32倍、15倍和19倍，平均为22倍，而全球主要保险公司2000年以来的平均新业务乘数为10-13倍。我们认为，中国作为新兴市场，新业务增长的可持续性高于成熟市场，因此给予一定的溢价，结合对三大保险公司成长性的判断，分别给予30-43倍新业务乘数（具体估值数据参见本文5.1）。

图表23 三大保险公司估值精算假设

公司	新业务乘数	贴现率	一年新业务价值增长率假设			
			2009-2013	2014-2018	2019-2023	永续
中国人寿	32 倍	11.50%	16.2%、15.3%、15%、15%、15%	13%	10%	3%
中国平安	43 倍	11.50%	24%、21%、20%、20%、20%	15%	10%	3%
中国太保	30 倍	12%	17.2%、15%、15%、15%、15%	13%	10%	3%

资料来源：公司数据、平安证券

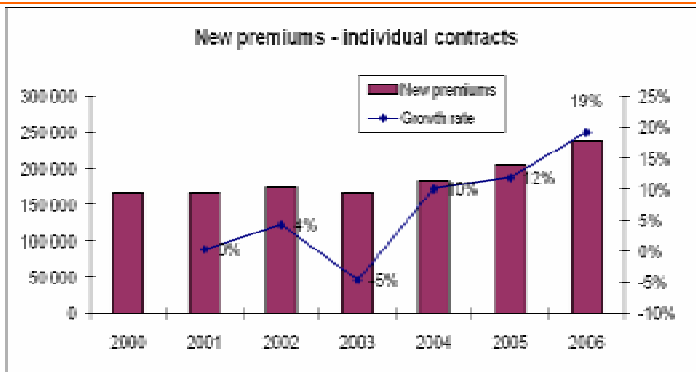
图表24 三大保险公司与全球主要保险公司一年新业务价值复合增长率比较 单位：百万

	货币	2004	2005	2006	2007	复合增长率
Prudential Plc	GBP	752	869	1039	1215	17.3%
Legal and General Plc	GBP	353	380	479	468	9.9%
Aegon NV	EUR	489	550	775	927	23.8%
Allianz SE-REG	EUR	611	663	982	1077	20.8%
Ing	EUR	632	805	807	1,113	20.8%
中国人寿	CNY	3913	4539	5132	7187	22.5%
中国平安	CNY	6504	7489	10481	12047	22.8%
中国太保	CNY			2004	3780	88.6%

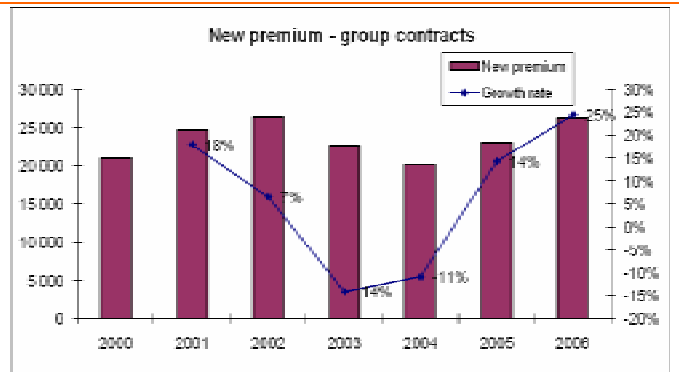
注：中国太保复合增长率为06-07期间，其余则为04-07期间。

资料来源：公司数据、平安证券

图表25 欧洲个险新单保费增长率 单位：百万欧元

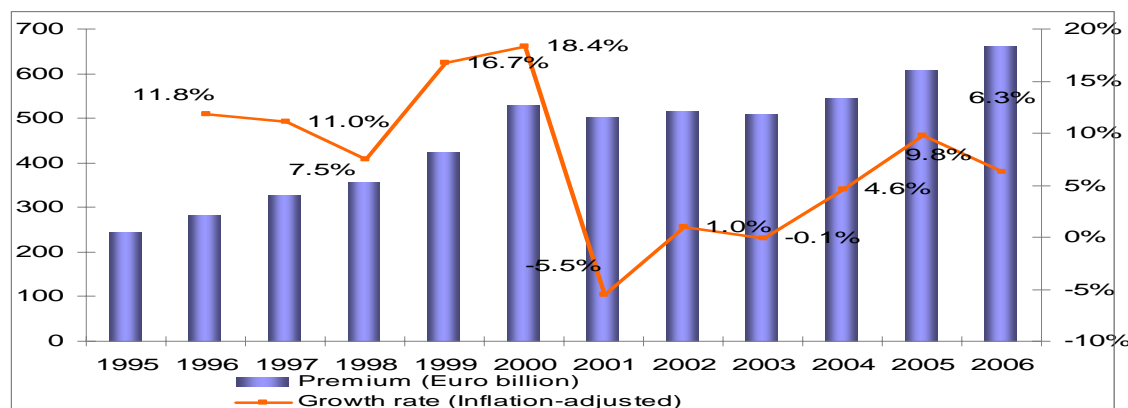


图表26 欧洲团险新单保费增长率 单位：百万欧元



资料来源：CEA、平安证券

图表27 欧洲寿险总保费增长率



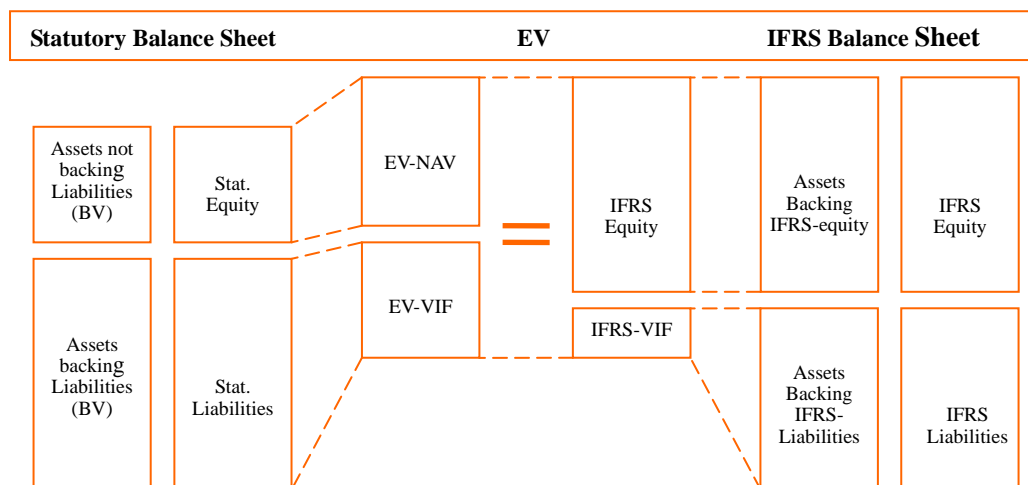
资料来源：CEA、平安证券

四、精算利润提供估值参考

4.1 会计核算体系与内含价值体系比较

会计核算体系和内含价值体系是两套独立的核算体系，分属于财务系列和精算系列。二者在核算结果上的差异主要体现在：调整后净资产小于一般会计净资产，因为偿付能力资本的现金流分配受限制；有效业务价值来自于现有负债业务，反映有效保单的未来价值。

图表28 内含价值体系与会计核算体系比较



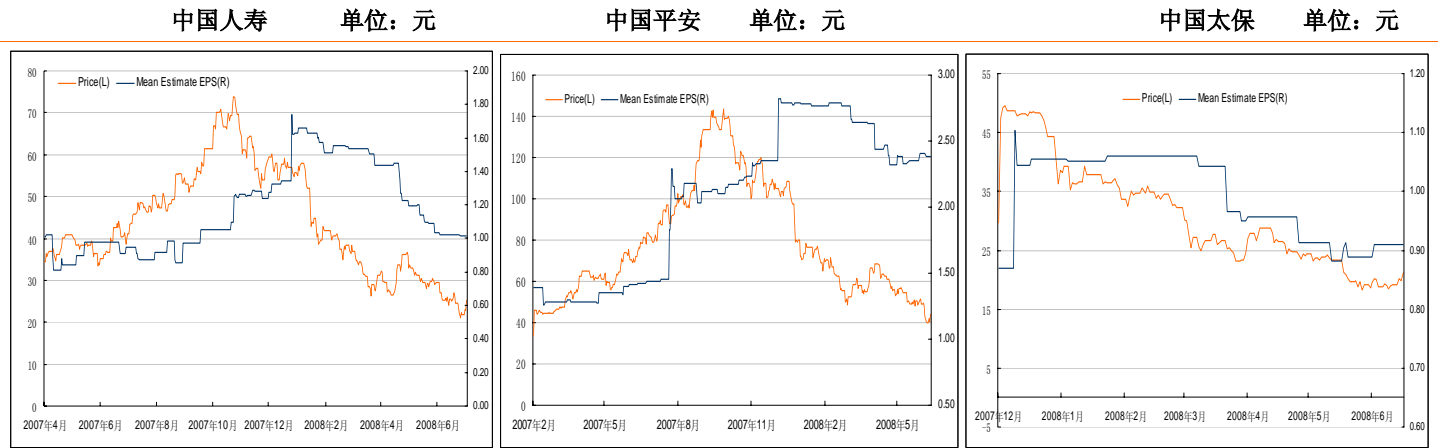
资料来源：平安证券

4.2 会计利润：影响股价但难以预测

4.2.1 股价提前反映业绩预期

我们以彭博资讯统计的所有分析师预测的当期期末业绩均值与股价表现进行比较，发现保险股股价基本提前反映业绩预期，这一点从海外公司股价表现亦可得到印证。

图29 A 股股价与分析师预测当期期末业绩平均值



资料来源:彭博资讯、平安证券

图30 股价与分析师预测当期期末业绩平均值



资料来源:彭博资讯、平安证券

4.2.2 会计利润难以准确预测

会计利润由收入和支出决定，其中收入主要包括保费收入和投资收益；支出主要包括赔付和准备金计提差。会计利润的波动性主要体现在：

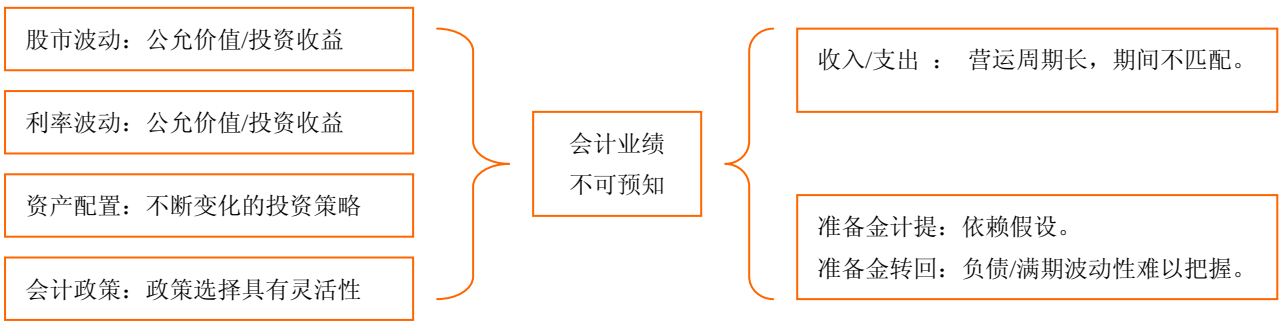
收入支出期间不匹配扭曲会计利润。由于新单销售的佣金或费用一般发生在前期，尤其是首年，所以会计利润往往不是由首年新单，而是由续期保单所创造。这种新业务压力直接造成了对会计利润的扭曲。

投资收益和净资产倍受资本市场波动影响。利率政策直接影响股市和债市走向，而且往往是相反的走向。加上各公司不同的投资策略、资产配置结构和会计政策的选择，导致在不同假设下不同的结论。这一点从全球 45 家保险公司的财务数据中同样得到印证。近 10 年来，全球 45 家保险公司总投资收益率大幅波动，从而带动 ROE 和 ROA 的较大幅度波动。

盈余管理增加准备金预测难度。管理层对万能平滑准备金、分红特别准备金、高利率保单准备金等准备金计提和结转具有较大的选择权，直接影响当期负债和会计利润。

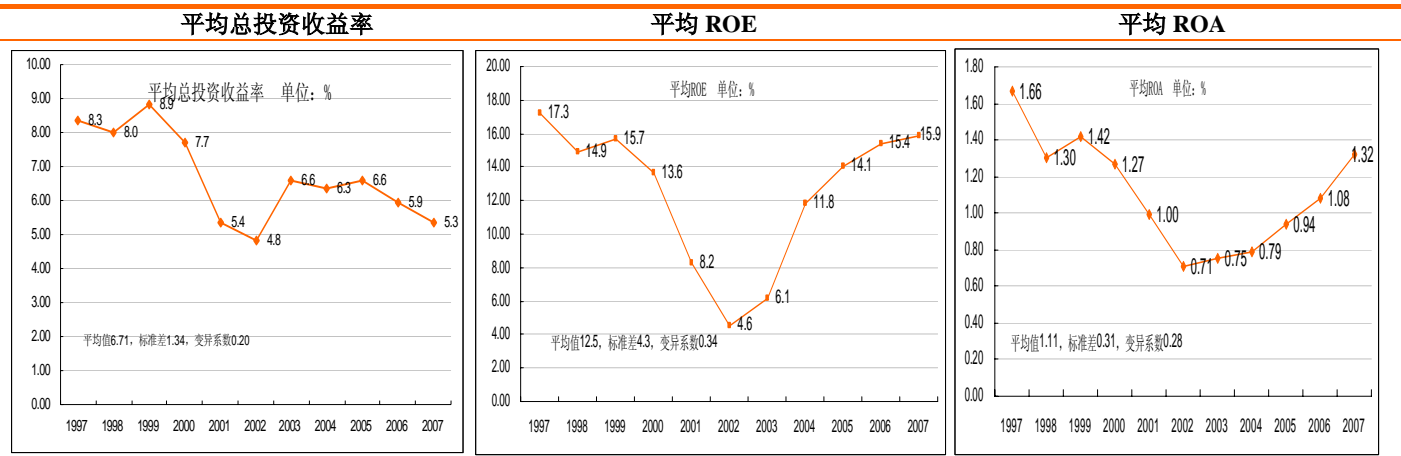
以上因素不仅单独作用，而且交互影响，使利润的波动方向变得更为复杂。

图表31 寿险公司短期会计业绩具有不可预知性



资料来源: 平安证券

图表32 全球 45 家保险公司主要财务数据



资料来源: 彭博资讯、平安证券

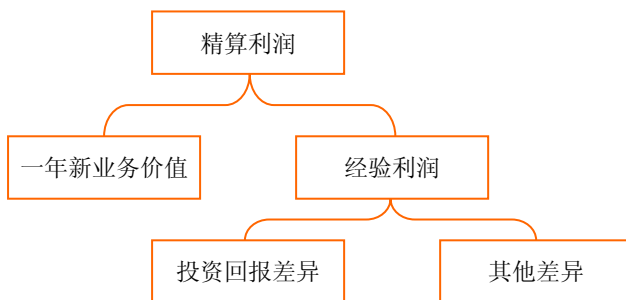
4.3 精算利润：用于筛选优秀管理层

4.3.1 精算利润的构成

目前精算利润的概念在欧洲已广泛使用。欧盟标准的内在价值 (EEV) 利润是欧洲寿险公司年报中的重要阐述内容之一，同时也被投资者广泛认同，成为重要的估值参考。它由一年新业务价值和超越精算假设的三差构成，可以真实反映公司管理绩效。

一年新业务价值是精算利润的稳定来源。在精算假设和定价假设基础上，一年新业务价值由当期新增单增长情况决定，不受当期实际投资回报率、死亡率、费用率的影响，相对稳定，并具有可预测性。

图表33 精算利润构成



资料来源: 平安证券

图表34 寿险公司精算利润来源

	利差	死差	费差
一年新业务价值	投资收益率精算假设 定价利率	死亡率精算假设 定价死亡率	费用率精算假设 定价费用率
投资回报差异	实际投资收益率	实际死亡率	实际费用率
其他营运差异	投资收益率精算假设	死亡率精算假设	费用率精算假设
精算利润	实际投资收益率 定价利率	实际死亡率 定价死亡率	实际费用率 定价费用率

资料来源：平安证券

4.3.2 精算利润具短期波动性

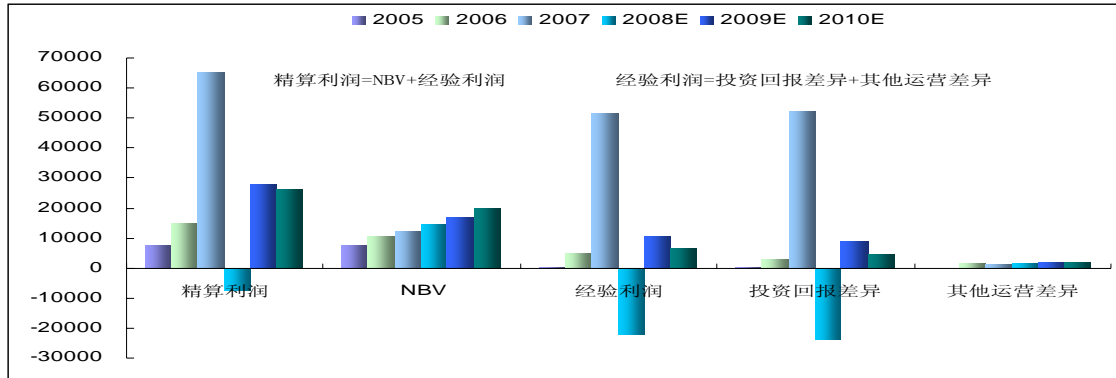
经验利润中死差和费差相对稳定，而利差随着实际收益率的大幅波动而波动，它较会计利润更真实地反映了投资绩效。中国平安和中国人寿 07 年借助一年新业务价值的稳定增长和资本市场的繁荣，造就了优异的投资表现，分别实现精算利润 205 亿元和 650 亿元，每股精算利润 2.8 元和 2.3 元，远远高于会计利润。

4.3.3 精算利润可用于公司间比较

从较长周期看，各公司投资能力差异不大，因此我们可以在假设投资能力无差异的情况下，对精算利润进行分项目比较和预测。这种方法可以在一定程度上摆脱收入成本期间不匹配和准备金计提的困扰，将精力集中于核心要素——一年新业务价值（NBV），有利于长期价值判断和筛选出优秀管理层。

图表35 中国人寿精算利润预测及分解

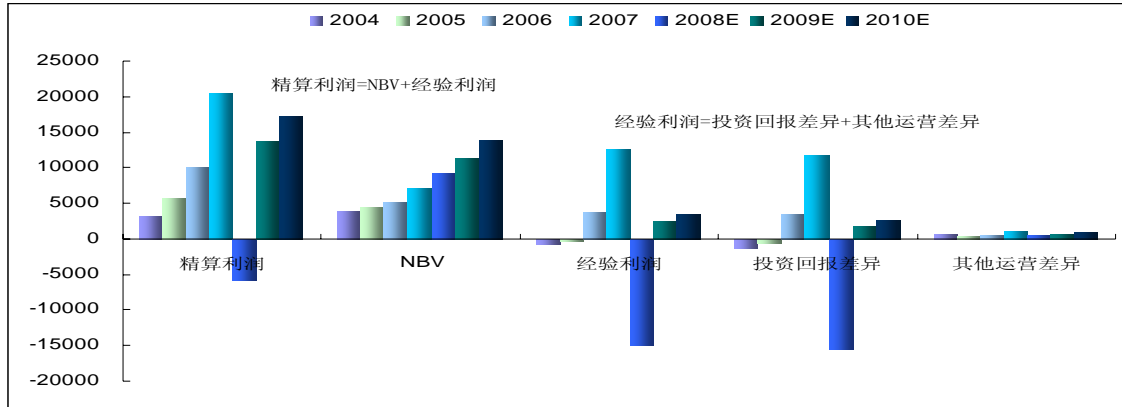
单位：百万



资料来源：公司数据、平安证券

图表36 中国平安精算利润预测及分解

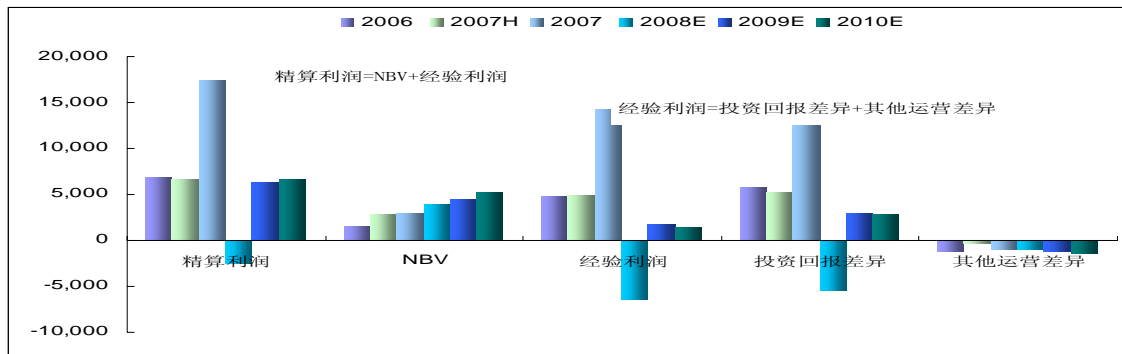
单位：百万



资料来源：公司数据、平安证券

图表37 中国太保精算利润预测及分解

单位：百万



资料来源：公司数据、平安证券

图表38 三大保险公司精算利润

单位：百万/元

	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2006	2007	2008E	2006	2007	2008E	2006	2007	2008E
NBV	10481	12047	14698	6,222	7,880	9167	2,176	3,015	3,871
投资回报差异	3,116	51,923	-23525	3,399	11,658	-15444	5,878	15,271	-5,515
其他经验差异	1,615	1,075	1455	447	1,004	545	-1,155	-944	-900
经验利润	4,731	52,998	-22070	3,846	12,662	-14900	4,723	14,327	-6,415
精算利润	15,212	65,045	-7372	10,068	20,542	-5733	6,899	17,342	-2543
精算利润增长率		327.59%			104.03%			151.37%	
每股NBV	0.37	0.43	0.52	0.85	1.07	1.25	0.28	0.39	0.50
每股精算利润	0.54	2.30	-0.26	1.37	2.80	-0.78	0.896	2.25	-0.33

资料来源：公司数据、平安证券

五、 保险公司估值

5.1 估值结论

股价低于合理估值。中国人寿、中国平安、中国太保目前股价隐含的新业务乘数分别为32倍、15倍和19倍，分别较评估价值低0.4%、46%和21%。

维持行业“强烈推荐”评级。从行业周期看，我国寿险行业正站在上升周期的起点上（参见《保险行业系列报告之美国寿险借鉴篇》）；从盈利能力看，利差作为寿险主要利润来

源，受益于加息周期和投资渠道的拓宽。目前股价并未反映新业务价值的持续增长，以及未来精算假设的调整空间。维持行业“强烈推荐”评级。

图表39 三大保险公司评估价值

公司	EV	NBV	新业务乘数	寿险价值	非寿险价值	评估价值	每股价值	投资评级
	百万	百万	倍	百万	百万	百万	元	
中国人寿	262797	14698	32.1	734762		734762	26	推荐
中国平安	73865	9167	43.1	469254	88402	557656	76	强烈推荐
中国太保	29225	3871	30.0	145249	46022	191271	25	推荐

注：数据均为2008年归属于上市公司预测数据，EV已剔除非寿险业务净资产。

资料来源：公司数据、平安证券

图表40 中国平安分业务估值（2008）

单位：百万/元

	估值方法	净资产	净利润	评估价值	集团实际 持股比例	归属于集团 价值	归属于集团 每股价值	价值构成
平安寿险	内含价值	19600	9448		99%	469254	64	84%
平安产险	2XPB	3804	742	7608	99%	7536	1	1%
平安银行	2.5XPB	8090	1465	20225	90%	18211	2	3%
平安证券	2XPB	3760	746	7520	86%	6475	1	1%
集团及其他	1XPB	56179	3147	56179	100%	56179	8	10%
非寿险价值						88402	12	16%
价值合计						557656	76	100.0%

注：平安寿险评估价值中包含调整后净资产价值194亿元、寿险有效业务价值545亿元、新业务价值3954亿元。

资料来源：平安证券

图表41 中国太保分业务估值（2008）

单位：百万/元

	08年预测	持股比例	归属于集团	构成
调整后净资产	11476	97.83%	11227	5.9%
寿险有效业务价值	18397	97.83%	17998	9.4%
内含价值	29873	97.83%	29225	
寿险新业务价值	118598	97.83%	116024	60.7%
寿险评估价值	148471	97.83%	145249	75.9%
产险净利润	734	98.14%	720	
产险净资产	8200	98.14%	8048	
产险估值（2XPB）	16401	98.14%	16096	8.4%
集团及其他净资产	29,926	100%	29926	
集团估值（1XPB）	29,926	100%	29926	15.6%
合计估值			191271	100.0%
每股价值			24.8	

资料来源：平安证券

图表42 新业务乘数敏感性分析

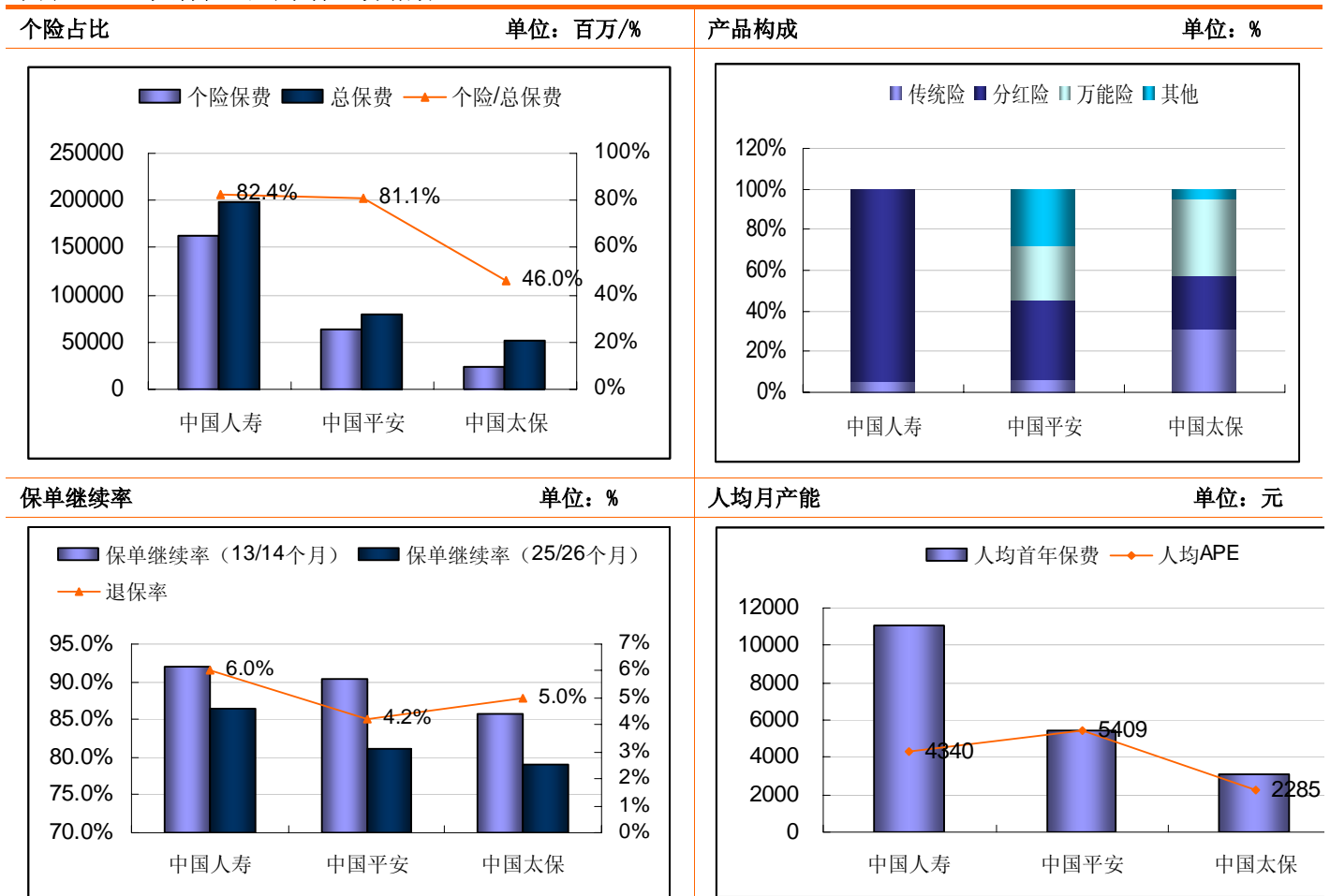
单位：百万/元

合计估值	新业务乘数							
	15	20	25	30	35	40	45	50
中国人寿	483262	556750	630238	703726	777215	850703	924191	997680
中国平安	299766	345599	391432	437265	483098	528931	574764	620597
中国太保	133312	152667	172022	191377	210732	230087	249442	268797
每股估值								
中国人寿	17	20	22	25	27	30	33	35
中国平安	41	47	53	60	66	72	78	84
中国太保	17	20	22	25	27	30	32	35

资料来源：公司数据、平安证券

5.2 估值基础

图表43 三大保险公司承保业务指标（2007）



注：中国人寿保单继续率为24/26个月指标，中国平安和中国太保为13/25个月指标；人均产能按期初代理人数量和期末代理人数量的平均值作为分母计算。

资料来源：公司数据、平安证券

附录:

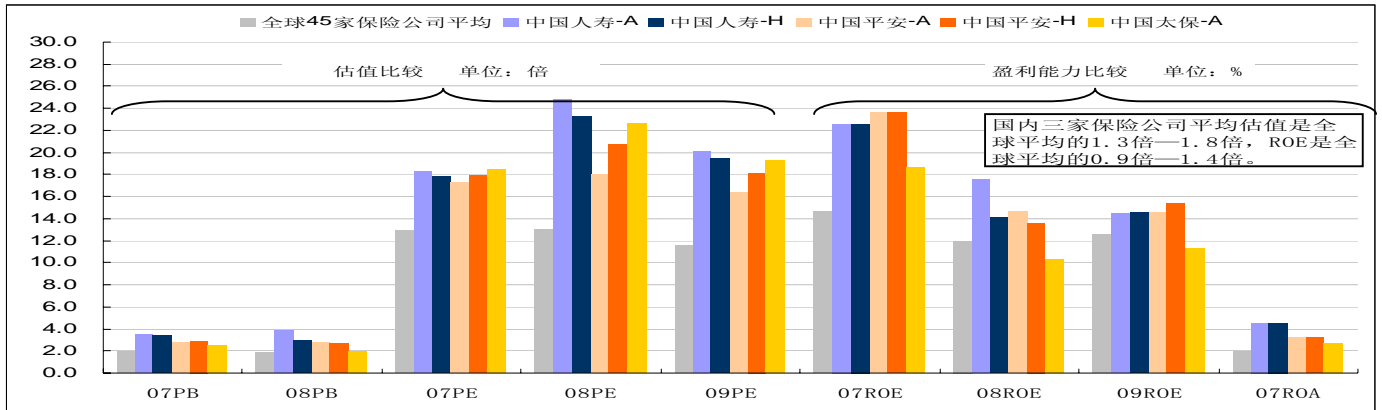
图表44 三大保险公司相对估值

	股价	市值	净资产	净利润	EV	P/B	P/E	P/EV
	元	百万	百万	百万	百万	倍	倍	倍
中国人寿	26	732064	167795	22229	262797	4.4	32.9	2.8
中国平安	41	301659	89773	15055	144980	3.4	20.0	2.1
中国太保	20	150689	51290	6499	71884	2.9	23.2	2.1

注: EV 包含非寿险净资产; 净资产、净利润、EV 均为 2008 年预测值。
资料来源: 平安证券

图表45 全球 45 家保险公司当下估值比较

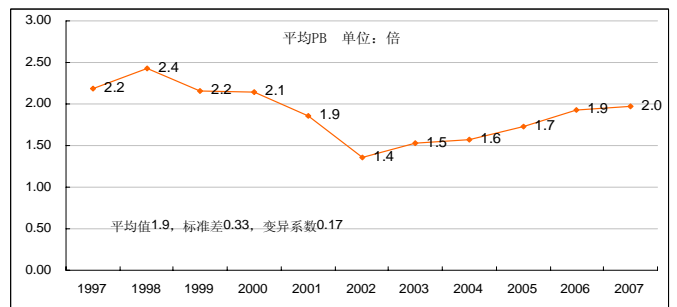
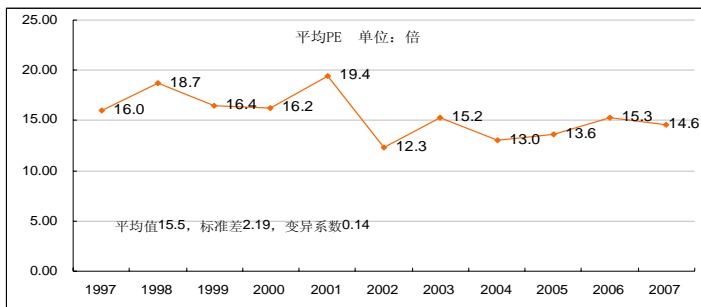
单位: %/倍



注: 股价日期 2008-7-10, 08 和 09 年数据为分析师预测平均值。
资料来源: 彭博资讯、平安证券

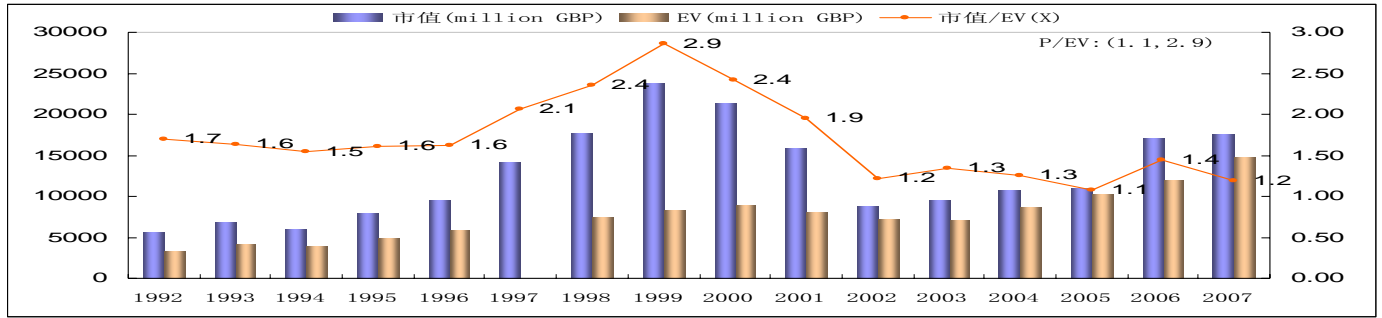
图表46 全球 45 家保险公司平均 PE

图表47 全球 45 家保险公司平均 PB



资料来源: 彭博资讯、平安证券

图表48 保诚集团历史 P/EV



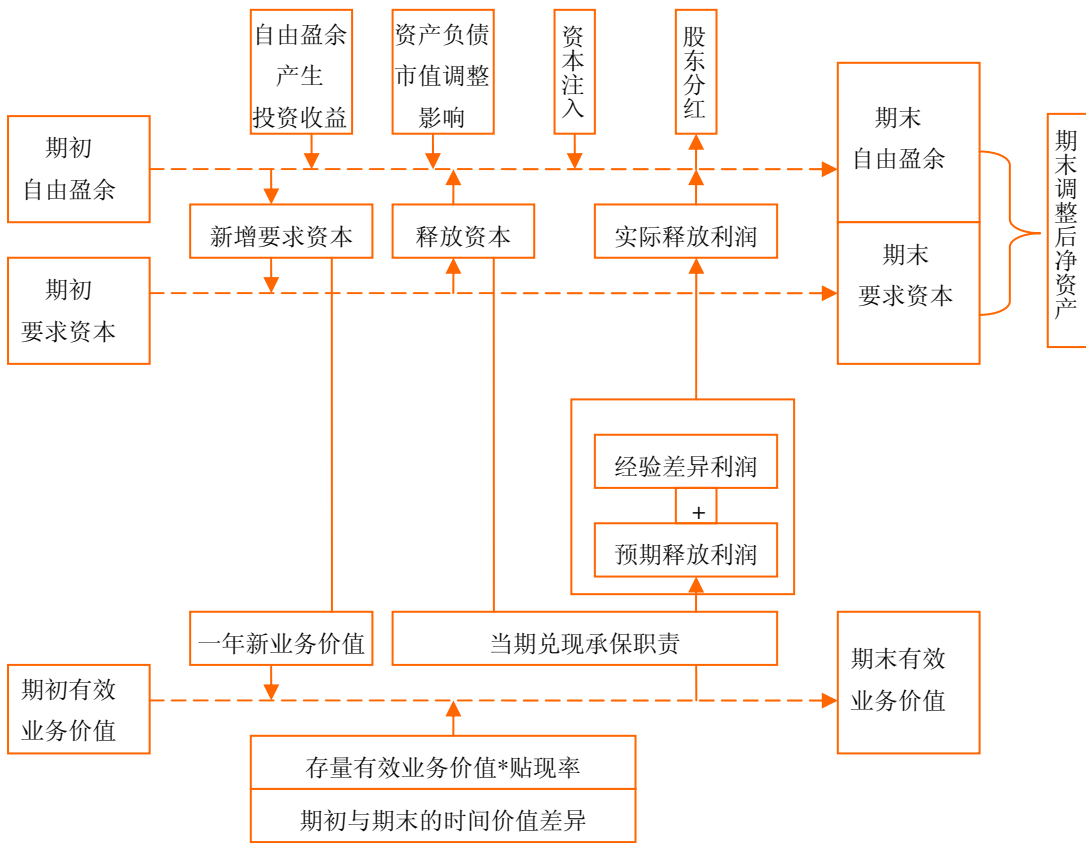
资料来源：公司资料、平安证券

图表49 内含价值相关概念

指标	公式
内含价值	=调整净资产+有效业务价值=(自由盈余+要求资本)+(有效保单未来产生的股东现金流现值-持有要求资本的成本)。
调整后净资产	=适用业务对应的所有资产的市场价值-相应负债; =自由盈余+要求资本。
要求资本	不低于法定最低偿付能力额度。
自由盈余	=调整后净资产-要求资本;
有效业务价值	=支持有效业务负债的资产所产生的未来可分配的股东现金流的现值; =有效保单未来产生的股东现金流现值-持有要求资本的成本。
内含价值增长	=(期初内含价值的预计回报+一年新业务价值) + (假设及模型变动+市场价值调整影响+投资回报差异+其他经验差异) + (资本注入-支付股东股息)
精算利润	=一年新业务价值+经验利润(投资回报差异+其他经验差异)
有效业务价值增长	=上期期末有效业务价值*风险贴现率+本期释放的预期利润+新业务未来可分配利润的现值

资料来源：平安证券

图表50 寿险公司内含价值周转流程



资料来源：平安证券

近期相关报告

- 《再现戴维斯王朝——中国保险行业投资价值分析报告》
- 《保险行业系列报告之投资篇——现代保险业的生命线》
- 《保险行业系列报告之产品篇——保障为本，品质为先》
- 《保险行业系列报告之估值篇——绝对低估&相对高估》
- 《保险行业系列报告之会计核算篇——数据背后的故事》
- 《保险行业系列报告之美国寿险借鉴篇——站在上升周期的起点上》
- 《中国人寿询价及上市定价报告——牛市时尚，限量珍藏》
- 《中国平安询价及上市定价报告——持续领先，成就你我》
- 《重归价值——中国平安估值报告》
- 《结算利率是投资回报率的滞后函数——万能险结算利率点评》
- 《价值型增长有待印证——中国太保年报点评》
- 《股市震荡之殇——中国人寿1季报点评》
- 《承保增长弥补投资收益不足——中国平安1季报点评》
- 《赔付额增加，投保意识增强——四川7.8级地震对保险行业影响快评》
- 《寻找规模与价值的均衡点——中国人寿估值报告》
- 《多重目标下价值型增长难行——中国太保估值报告》
- 《承保增速全球领先，承保增速面临挑战——产险行业分析报告》
- 《保费增长动力源自个险期缴业务——中国平安1-5月份保费收入快评》
- 《费率市场化开闸，效果有待观察——〈天津滨海新区补充养老保险试点实施细则〉快评》

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

特别声明：

本报告是基于可靠的已公开信息，并准确表述了分析员的个人观点。虽然平安证券有限责任公司是中国平安保险(集团)股份有限公司旗下平安信托投资有限责任公司的控股子公司，但平安证券有限责任公司及分析员个人无权代表中国平安保险(集团)股份有限公司发布任何信息或提供任何保证。

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2008版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳八卦三路平安大厦三楼

邮编：518029

电话：4008866338

传真：（0755）82449257