

证券研究报告  
(增持, 维持)

# 精算师教你买保险股：保险的春天来了

## ——保险行业基本知识和估值体系培训

丁文韬（非银金融行业首席分析师）

SAC号码：S0850512060001

2014年12月30日



海通证券股份有限公司  
HAITONG SECURITIES CO., LTD.

## 牛市中后期品种，目前是最佳配置时点

- 保险行业是牛市中后期品种
- 资产端受益于股权、非标类资产占比提升
- 负债端保险产品吸引力提升，保费继续向上
- 估值仍有向上空间

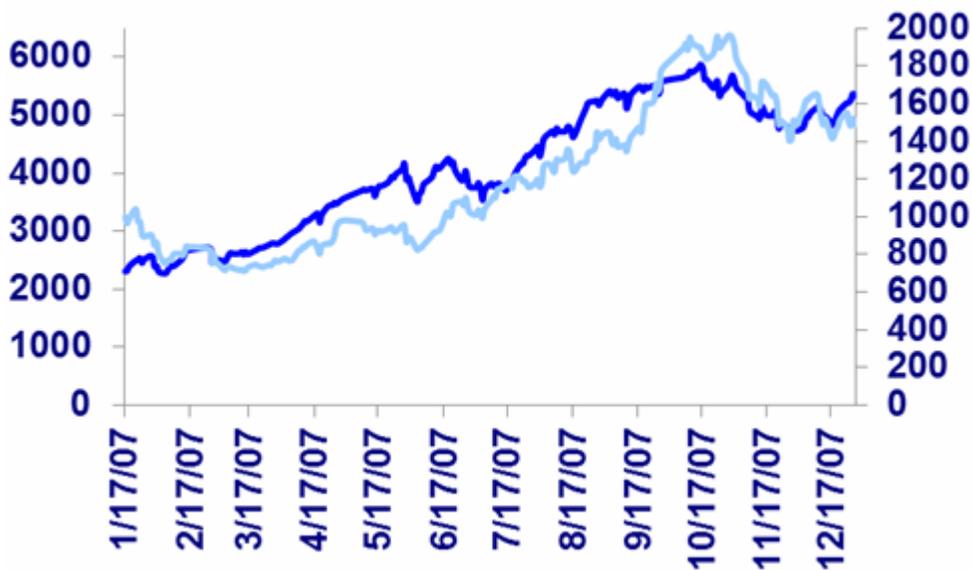
风险提示：权益市场下跌导致业绩估值双重压力。

# 保险是牛市中后期品种

保险是唯一能加杠杆投资股票的标的，在过去的牛市中，保险明显呈现出牛市中后期品种的特点。其原因为牛市初期保险股票配置较低，受益有限。随着牛市行情的明确保险公司逐渐增加股票配置比例，在牛市中后期杠杆增加，行业表现超过大盘走势。

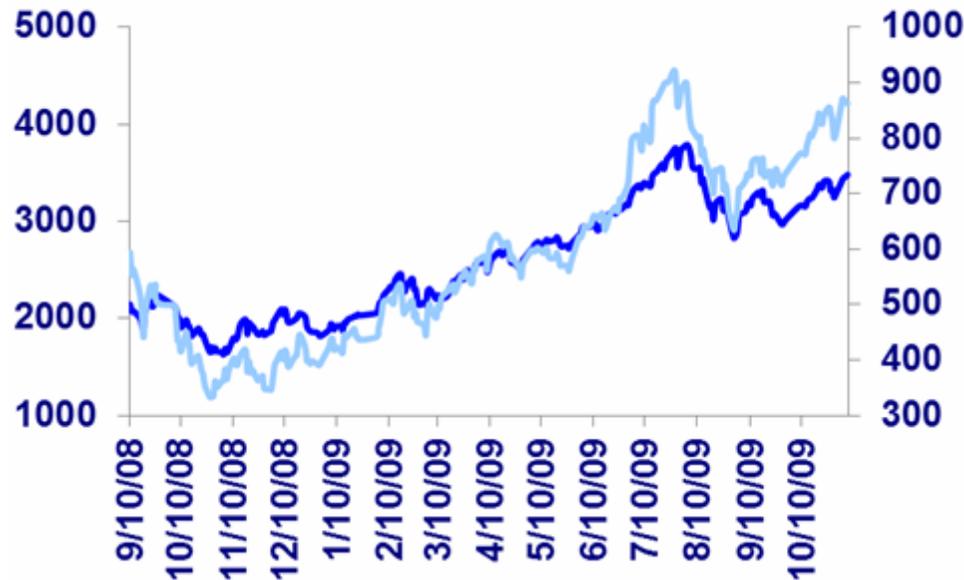
### 2007年沪深300及保险行业指数走势

— 沪深300 (左轴)    — 保险行业指数 (右轴)



### 2009年沪深300及保险行业指数走势

— 沪深300 (左轴)    — 保险行业指数 (右轴)



# 资产端受益于股权、非标类资产占比提升



资产端：**14年初**保险行业股票配置比例约**5%**，预计目前为**12%**，明年预计将继续提升股票配置比例。

目前市场普遍认同**15年**牛市行情，预计**15年**保险公司股票配置比例将大幅增加，股票牛市行情和非标资产配置将共同带动投资收益率持续增加。

假设保险公司股票配置比例达到上限**30%**，则四家公司仅投资于股票的**30%**总投资资产，对应净资产的杠杆率平均高达**2.8倍**，是牛市行情下最受益的标的，投资价值明确！

## 牛市行情下保险加杠杆投资股票空间巨大

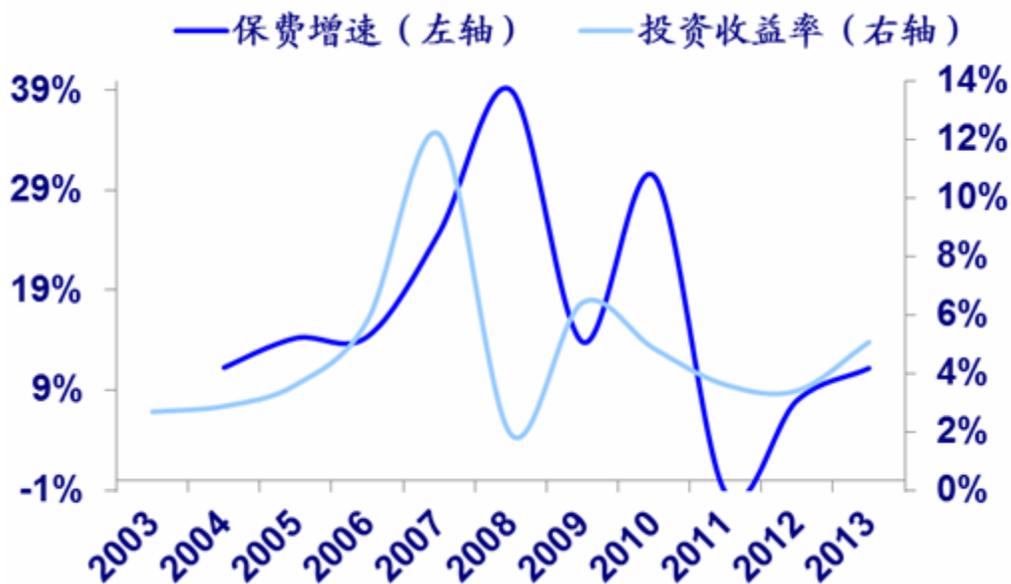
	14H1净资产 (亿元)	14H1投资总资产 (亿元)	总投资杠杆 (倍)	14H1股票配置占比	假设股票配置提升至30%对应金额 (亿元)	30%配置股票部分对应净资产的倍数
中国人寿	2226	19732	8.86	7.50%	5920	2.66
中国平安	2397	13566	5.66	9.40%	4070	1.70
中国太保	1004	7565	7.53	10.30%	2270	2.26
新华保险	393	5948	15.13	8.20%	1784	4.54

注：中国平安净资产包括银行、证券等非保险业务  
资料来源：上市公司年、季报，Wind，海通证券研究所

# 负债端保险产品吸引力提升，保费继续向上

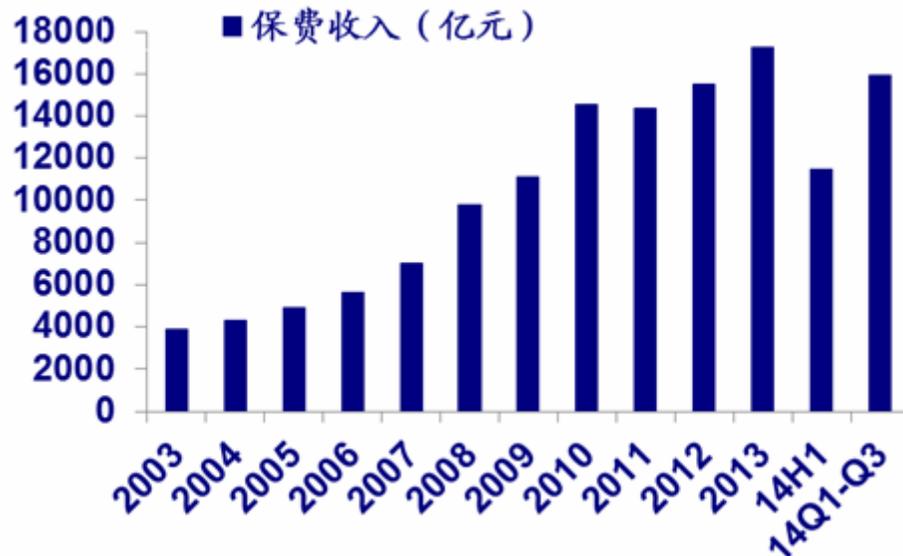
保险行业今年以来保费增速较前几年明显改善，我们预计这一趋势仍将继续，主要受益于：**1）**前几年保险行业调整期，保费的基数较低；**2）**投资收益率改善带动分红增加，提升保险产品收益率；**3）**无风险收益归位，银行理财产品等竞争对手预期收益率显著下降，带动负债端保费增速大幅提升。

### 保险行业投资收益率和保费增速



资料来源：Wind，保险年鉴，海通证券研究所

### 行业历史保费



# 估值对比历史牛市仍低估

目前国内保险行业估值为**1.6X15PEV**，估值处于历史中低部位置。对比历史牛市行情的估值，**07年PEV最高7.5倍**，**09年最高3倍**，**12年时也有2倍**。因此当前与历史牛市情况相比仅处于较低水平，仍有较大提升空间。

	2007年	2009年	2012年
历史PEV高点	7.5倍	3倍	2倍

# 估值仍有向上空间

行业基本面、政策面双双利好，牛市行情下投资弹性大，估值仍有向上空间，投资价值确定性较强。维持行业增持评级，首选基本面质地优良、综合平台、互联网布局领先的中国平安。

单位：元		EV				1YrVNB			
证券简称	价格	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
A股	人民币								
中国平安-A	70.98	36.11	41.64	50.67	58.77	2.01	2.29	2.69	3.11
中国人寿-A	33.73	11.94	12.11	15.20	16.01	0.74	0.75	0.79	0.87
新华保险-A	49.90	18.23	20.64	24.96	29.88	1.34	1.36	1.44	1.56
中国太保-A	31.92	14.93	15.93	18.50	21.15	0.78	0.83	1.01	1.11
证券简称		P/EV				VNBX			
A股	价格	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
	人民币								
中国平安-A	70.98	1.97	1.70	1.40	1.21	17.34	12.79	7.55	3.93
中国人寿-A	33.73	2.82	2.79	2.22	2.11	29.56	28.69	23.42	20.37
新华保险-A	49.90	2.74	2.42	2.00	1.67	23.69	21.55	17.36	12.83
中国太保-A	31.92	2.14	2.00	1.73	1.51	21.81	19.32	13.29	9.70
证券简称		EPS				BVPS			
A股	价格	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
	人民币								
中国平安-A	70.98	2.53	3.56	4.52	5.72	20.16	23.08	27.59	32.81
中国人寿-A	33.73	0.39	0.88	1.25	1.38	7.82	7.80	8.85	10.03
新华保险-A	49.90	0.94	1.42	2.47	2.82	11.50	12.60	15.45	18.72
中国太保-A	31.92	0.56	1.02	1.21	1.46	10.61	10.92	12.25	13.76
证券简称		P/E				P/B			
A股	价格	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
	人民币								
中国平安-A	70.98	28.02	19.93	15.70	12.41	3.52	3.08	2.57	2.16
中国人寿-A	33.73	86.19	38.50	26.96	24.44	4.31	4.33	3.81	3.36
新华保险-A	49.90	53.08	35.21	20.20	17.70	4.34	3.96	3.23	2.67
中国太保-A	31.92	56.97	31.24	26.42	21.86	3.01	2.92	2.61	2.32

注：数据基于2014年12月29日收盘价  
资料来源：Wind，海通证券研究所

1. 保险行业基础介绍
2. 保险公司价值的来源
3. 保险新会计准则介绍
4. 保险公司估值体系

## 第一节要点:

- 保险的种类
- 保险监管介绍
- 寿险产品的不同目的
- 保险产品介绍

## 1.1 保险的种类

保险的种类：

1) 人寿保险：人寿保险的投保人按照保单的约定，向保险人缴纳保险费，当被保险人在合同期限内发生死亡、伤残、疾病等保险事故或达到人身保险合同约定的年龄、期限时，由保险人依照合同约定承担给付保险金的责任。

2) 财产保险：财产保险是指投保人根据合同约定，向保险人交付保险费，保险人按保险合同的约定对所承保的财产及其有关利益因自然灾害或意外事故造成的损失承担赔偿责任的保险。

目前A股上市的四家保险公司中新华人寿为纯寿险公司，中国人寿、中国平安和中国太保则分别拥有寿险与财险两块业务。不过由于财险业务不像寿险业务期限较长，有累计效应，财险业务在三家公司估值中占比也较小。因此，这里重点将介绍寿险业务。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

保险监管介绍:

在中国，保险公司的监管机构为中国保监会(CIRC)。保监会目前在以下几方面对保险公司进行监管:

1) 偿付能力 如:  $\frac{\text{实际偿付能力额度}}{\text{最低偿付能力额度}} > 150\%$

2) 产品设计 如: 传统险定价利率上限**3.5%**

3) 投资渠道 如: 权益类投资占比上限**30%**

## 1.3 寿险产品的不同目的

目前保险公司在竞争最激烈的短期储蓄理财领域与其他金融机构比拼，没有发挥自身牌照特许且擅长经营长期风险和理财服务的经营规律，为客户提供长期养老健康安排。

- ▶养老：以养老保障为目的，保障期限为长期或终身，提供生存金领取的两全或年金保险产品
- ▶储蓄理财：以储蓄替代为主要目的保险产品，绝大部分为短期两全类产品
- ▶健康：以满足客户健康保障需求的保险产品，包括疾病保险，医疗保险，护理及失能支出保障
- ▶保障：以满足客户身故、残疾、意外等风险保障需求的保险产品，以终身寿险、定期寿险、意外险等为主

## 1.4 保险产品介绍

### 保险产品四维分类

按渠道	按缴费模式	按产品特征	按保障特征
个险	期缴	传统	终身
银行	趸交	分红	定期
团险		万能	两全
电销		投连	健康
互联网			意外
			年金

资料来源：海通证券研究所

## 1.4 保险产品介绍——按产品特征维度分类



### ➤传统型寿险

- 固定的保费和保额，保额与投资收益无关
- 定价和扣费不透明，缴费不灵活
- 保单持有人未来的收益在保单购买时已经完全确定

### ➤分红型寿险

- 与传统寿险类似，定价和扣费不透明，缴费不灵活
- 保额与投资收益间接相关，保单持有人未来可以以红利形式分享保险公司的经营成果，目前监管规定最少**70%**的分红给保单持有人
- 最低保证利率**2.5%**

### ➤万能型寿险

- 是指包含保险保障功能并设立有保底收益投资账户的人寿保险
- 弹性保额，扣费和账户价值透明，缴费灵活

### ➤投连型产品

- 是含有保险保障成分的帐户型产品。收益不保证、保障成分单独扣费。
- 保额与投资收益直接相关，扣费透明，缴费灵活

## 2. 保险公司价值的来源

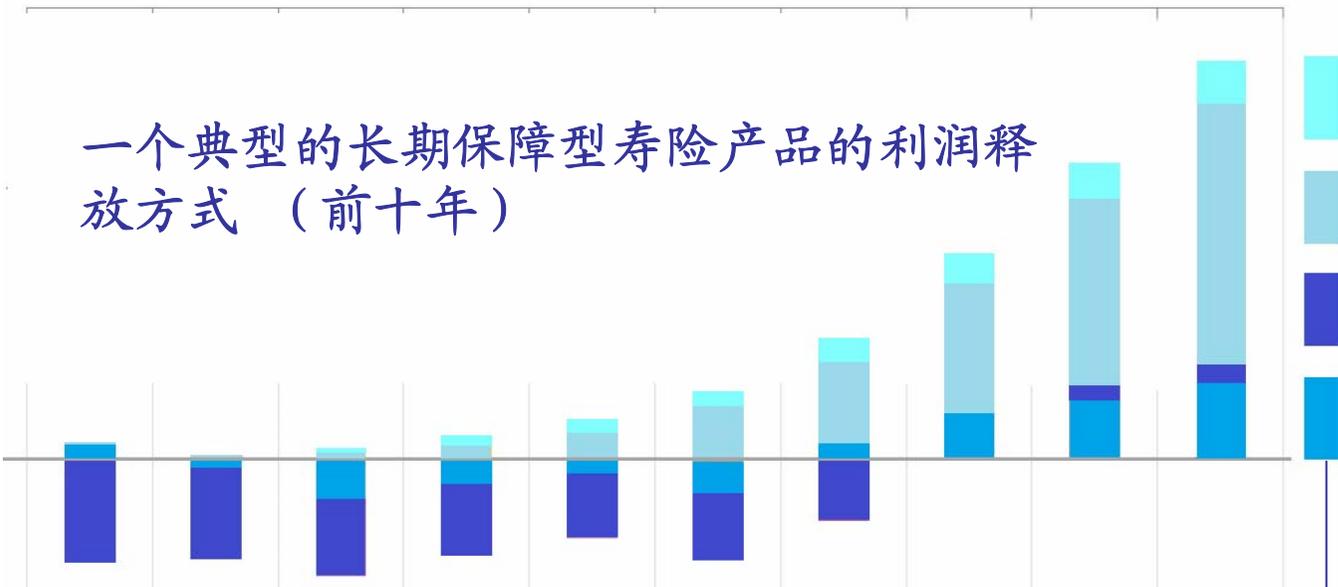
### 第二节要点:

- 寿险公司的普遍盈利方式
- 保险公司盈利模式与假设介绍
- 不同价值来源的简单对比
- 各渠道与价值的关系

## 2.1 寿险公司的普遍盈利方式

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

一个典型的长期保障型寿险产品的利润释放方式（前十年）



死差：公司面临的实际死亡赔付与在定价或计提准备金时根据生命表估计的精算预测死亡赔付之间的税后差异。

利差：公司实际的投资收益与在定价或计提准备金时预期投资的收益（即产品需要的最低投资收益）之间的差异。

其他：利润/亏损的其他来源包括：公司的退保差、分红差等其他实际收支与预期收支间产生不同的项目

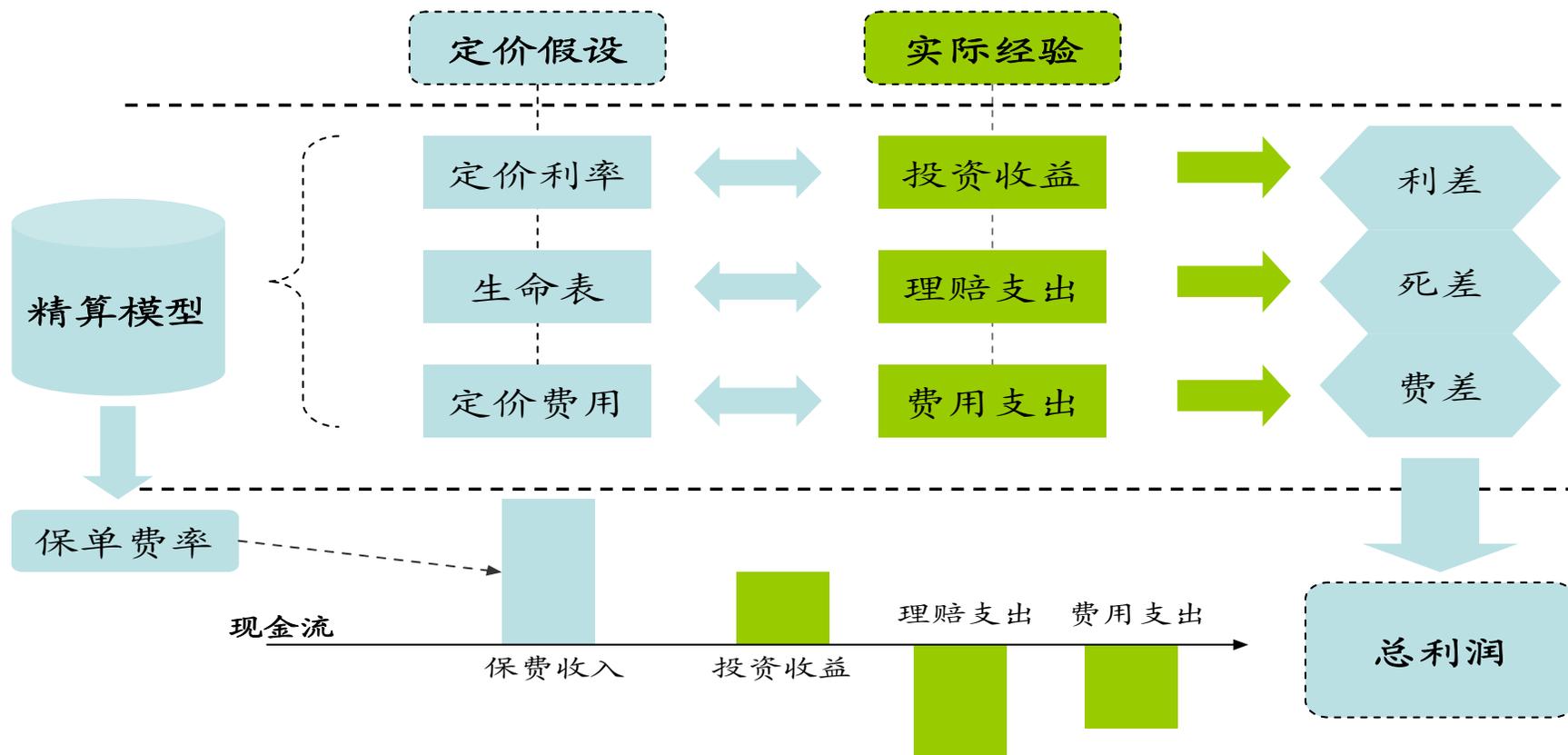
费差：公司实际的费用支出与在定价或计提准备金时精算假设的预期费用之间的差异，需在产品线及渠道层面进行分析。

## 2.2 保险公司盈利模式与假设介绍

	定价假设	现金流假设 (EV假设)	准备金假设 (监管体系)	准备金假设 (财务体系)
利率假设	保监会要求小于 等于 <b>3.5%</b> (除高利率保单)	最优投资假设 <b>5%-5.5%</b>	不得高于定价利率 一般为 <b>3.5%</b> (除高利率保单)	市场利率或最优投 资假设 <b>4%-5.5%</b>
费用假设	按净保费比例 偏谨慎的假设	最优估计费用 按保费、保单、保 额比例	净保费法中不直接 考虑费用	同现金流假设
死亡率假设	按 <b>100%</b> 生命表 偏谨慎的假设	最优估计死亡率 <b>50%-70%</b> 生命表	同定价假设	同现金流假设
退保率假设	不考虑退保	最优退保假设	不考虑退保	同现金流假设
分红假设	不考虑分红	最优分红假设 参考销售时的红利 演示	不考虑分红	同现金流假设

## 2.2 保险公司盈利模式与假设介绍

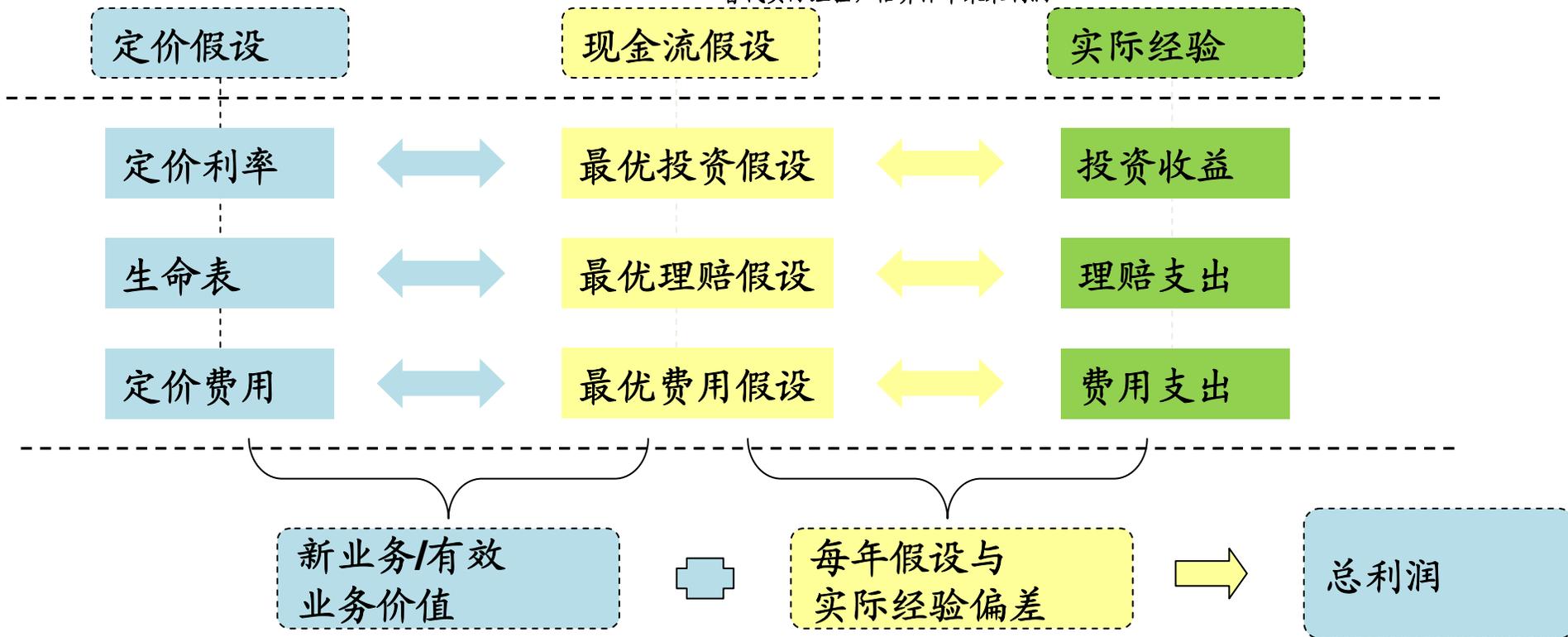
定价假设 - 实际经验 = 实际利润



## 2.2 保险公司盈利模式与假设介绍

定价假设 - 现金流假设 = 新业务/有效业务价值

由于实际经验不可得，采用未来最优假设来替代实际经验，估算保单未来利润



## 2.3 不同价值来源的简单对比

盈利模式	当前规模	销售难度	稳定性	价值率	未来规模贡献
死差	小	较难	好	高	较小
病差	较小	较难	好	高	大
利差	大	容易	差	低	较小
费差	小/负	-	一般	较高	一般
管理费	小	难	好	较高	大

资料来源：海通证券研究所

## 2.3 不同价值来源的简单对比

	主要利源	规模潜力	队伍收入	价值水平	资源占用	资本消耗
分红产品	利差、死/病差	大	高	较低	较高	中等/较高
万能产品	利差	中	中	低	较高	较高
传统产品	死/病差	小	低	高	中等/低	高
平台型产品	管理费	中	高	中	低	中

资料来源：海通证券研究所

## 2.4 各渠道与价值的关系

渠道战略和产品战略的结合，构成了保险公司价值来源的基础

公司	代理人模式	银保模式	电销模式	经代模式
资本占用	较小	较大	较小	较小
资本消耗	较大	较小	较小	较大
保费规模	一般	较大	较小	一般
内含价值	较高	较低	较高	较低
实现盈利	较晚	较早	较早	较晚

资料来源：海通证券研究所

## 2.4 各渠道与价值的关系

- 保费收入在过去的几年中已经增长了一倍以上，年复合增长率在**18%**左右；
- 代理人渠道和银保渠道在总保费收入中的占比约为**90%**；
- 银保渠道的保费收入在**2010-2012**的两年中呈递减趋势，**2013**年明显回升。

寿险总保费各渠道占比

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
代理人渠道	54%	55%	52%	42%	44%	41%	44%	50%	46%
银保渠道	25%	29%	34%	49%	48%	50%	49%	43%	45%
其它渠道	22%	16%	13%	9%	8%	9%	6%	7%	9%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：保险年鉴，海通证券研究所

### 第三节要点:

- 保险新会计准则的影响
- 保险新会计准则介绍
- 保险新旧会计准则对比

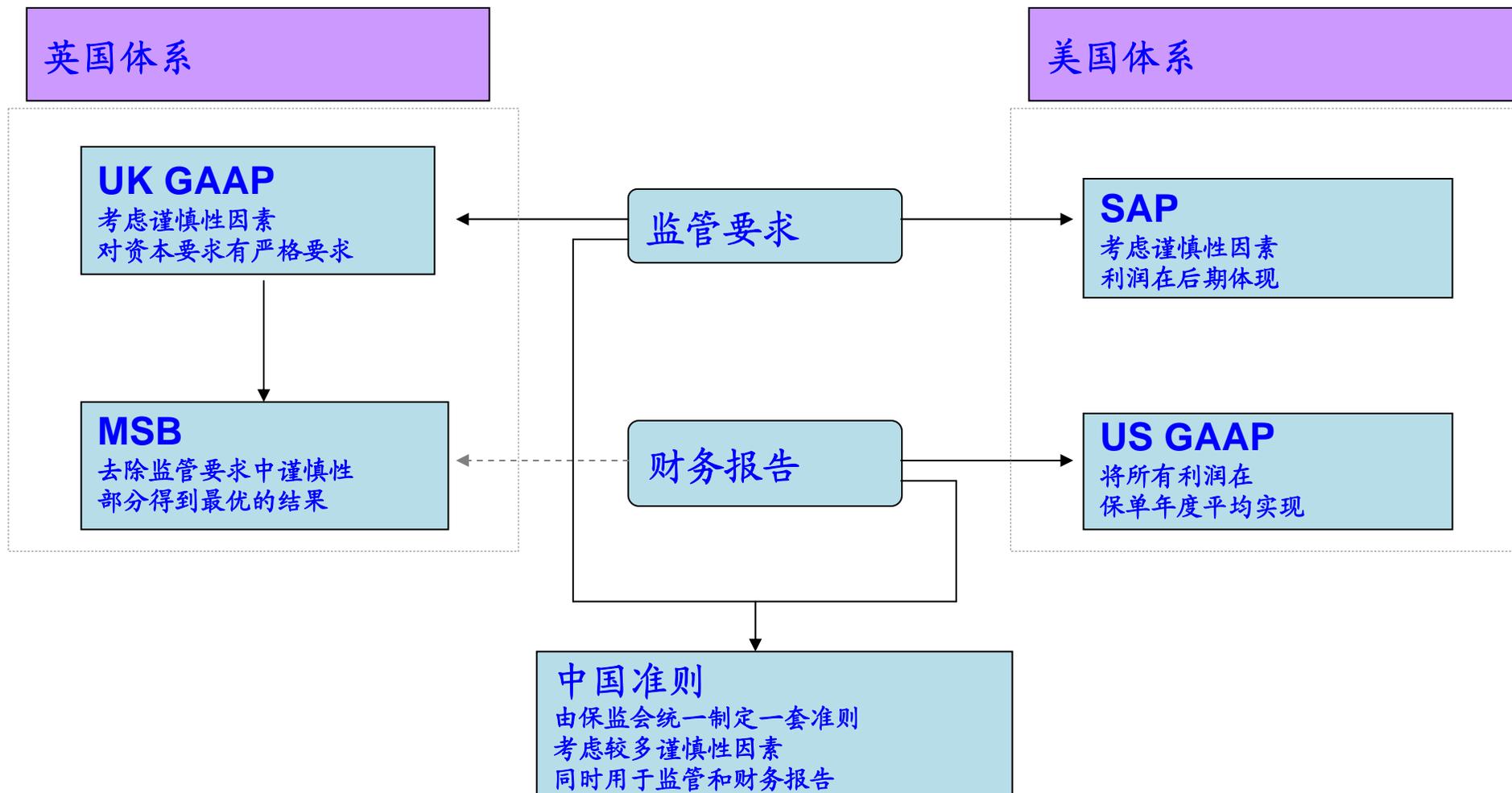
## 3.1 保险新会计准则的影响

针对财政部《企业会计准则解释第2号》，公司A股和H股之财务报表将互相认可，现有A股体系下准备金方法也将相应修改向国际会计准则靠拢。保监会颁发《保险合同准备金计量原则》，确定新评估方法。

利好	中性
方法更合理，避免新业务亏损，促进公司拓展高质量新业务积极性。	对于内含价值不存在影响。
公司当期利润大幅增加，财务指标明显改善。	高利率保单准备金上升，未来损失一次性确认。
准备金负债减小，净资产增加。	

资料来源：海通证券研究所

## 3.2 保险新会计准则介绍



资料来源：海通证券研究所

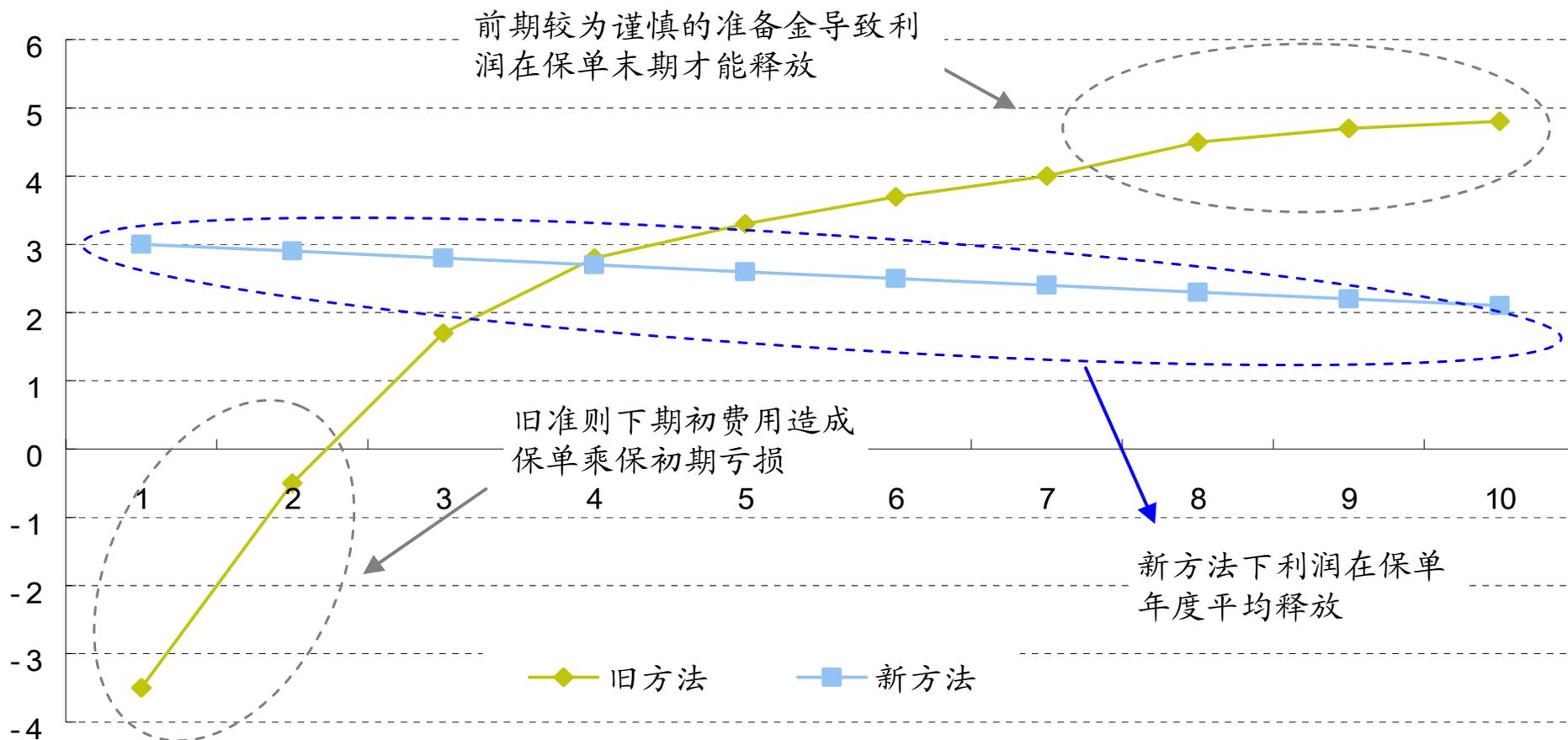
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 3.2 保险新会计准则介绍

	旧准则	新准则	影响
评估方法	净保费准备金	毛保费准备金/未来利润储备	预期利润平均反应在各年度
评估利率	99年前高利率保单按定价率；99年后保单评估利率不高于2.5%	传统险采用无风险收益率；分红险采用最优投资收益率	99年前高利率保单准备金将会上升；99年后保单准备金将会下降
获取成本	保单获取成本不递延，计当期损益	获取成本通过降低准备金间接体现	避免了原有初期新业务损失
假设制定	保监会统一规定谨慎的假设	各公司按最优估计自身假设	开放公司自主权，假设对利润影响加大

资料来源：保监会网站，海通证券研究所

### 3.3 保险新旧会计准则对比



资料来源：海通证券研究所

### 第四节要点:

- 主要估值指标
- 内含价值预测的第一步: 利润的预测
- 内含价值预测的第二步: 新业务价值
- 内含价值预测的第三步: 变动分析

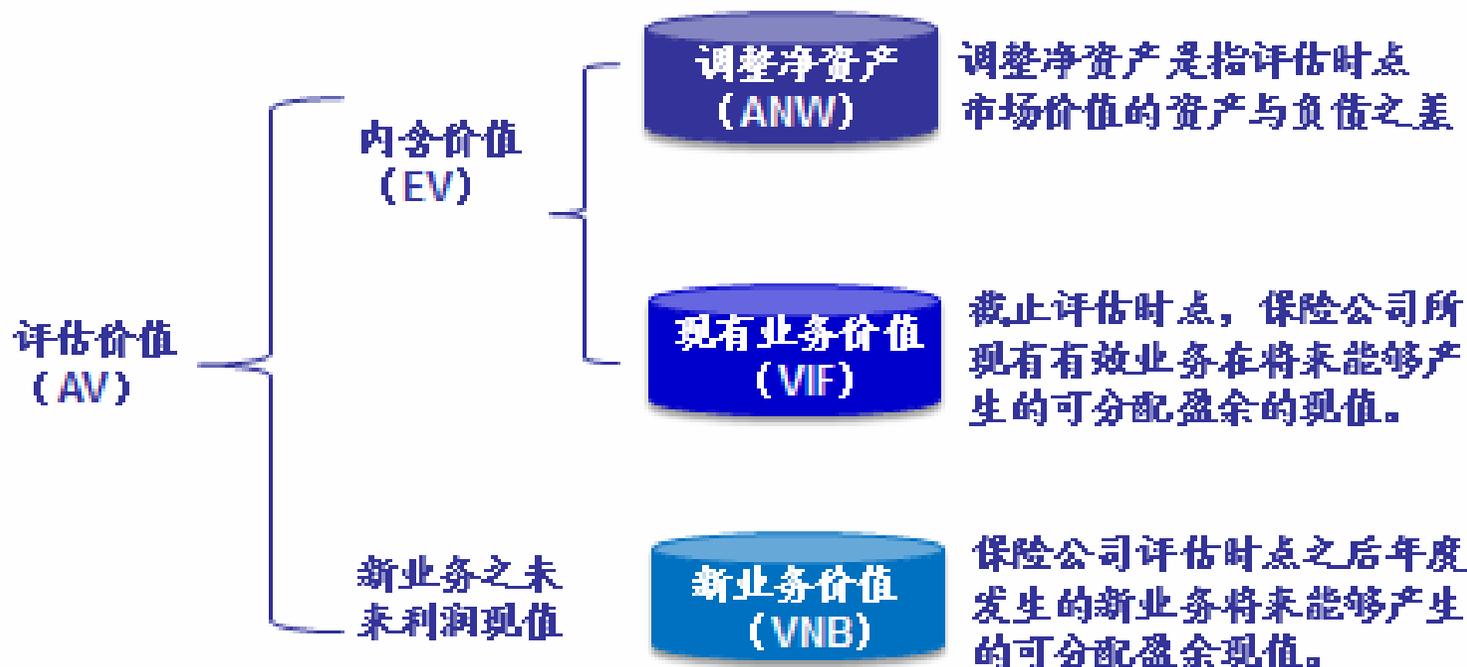
## 4.1 主要估值指标

保险公司的估值指标对应一般公司具有特殊性:

一般公司关注的评估指标	指标说明	寿险公司特别关注的评估指标	指标说明
<b>P/E</b>	市盈率	<b>P/EV</b>	股价/内含价值
<b>P/NAV</b>	市净率		
<b>Dividend yield</b> <b>Earnings yield</b>	分红率 投资收益率	-	-
<b>RoE</b>	净资产收益率	<b>RoEV</b>	内含价值收益率
<b>IFRS Profit Growth Rate</b>	国际会计准则利润增长率	<b>VNB Growth Rate</b>	新业务价值增长率

## 4.1 主要估值指标

国内目前仍然采用评估价值作为保险公司的主流估值方法。



## 4.2 内含价值预测的第一步：利润的预测

对内含价值的预测首先从利润的预测开始：

	科目	具体内容
	保费	投保人的保费收入
加	投资收入	准备金和资本的投资收入
减	给付	给投保人的保险给付 (死亡, 满期, 退保)
减	佣金及相关	销售人员/渠道佣金支付
减	公司费用	公司运营费用 (工资, 物业租金, 税等)
等于	现金收入	
减	准备金提转差	用于未来给付的准备金记提
等于	净利润	
减	资本变动	满足公司或监管要求的用于支持公司运行的资本金
等于	可分配利润	可用于向股东分配的剩余利润

## 4.2 内含价值预测的第一步：利润的预测

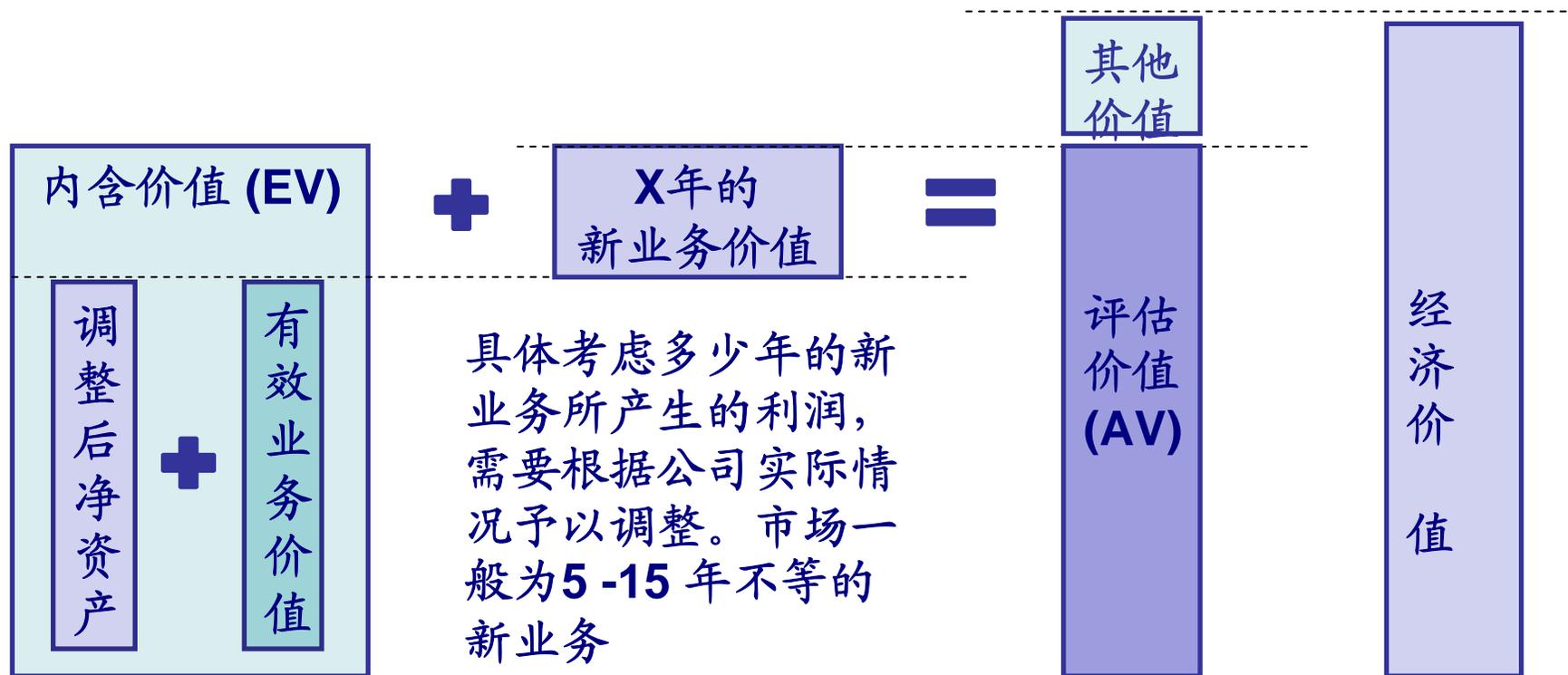
### 举例1：两全产品

一般来说,新业务销售之初会产生一定的亏损,新业务初始亏损的原因包括:  
(1) 销售时产生的费用较高; (2) 首次佣金通常较高; (3) 需要为未来所有的现金流提取准备金和资本金。

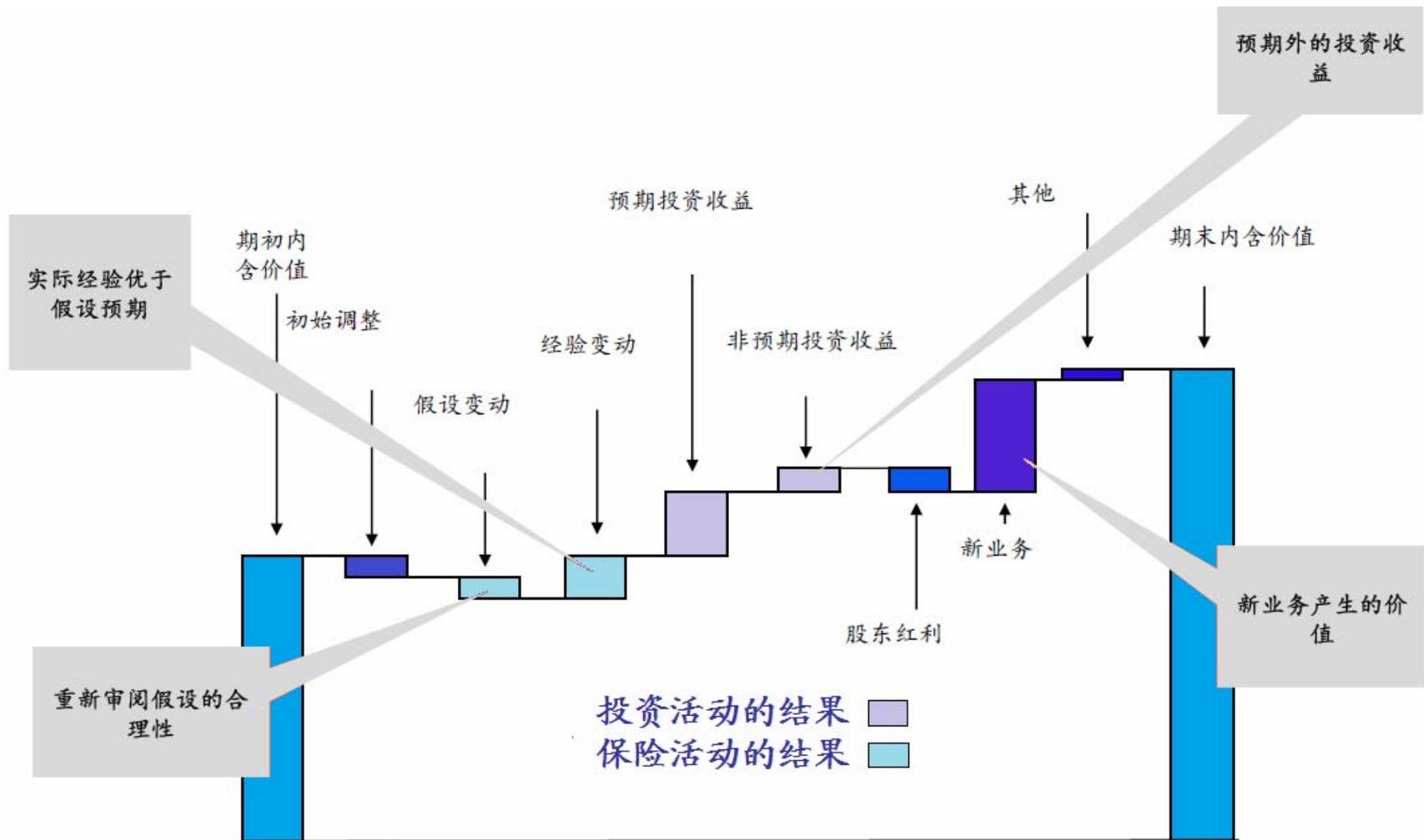
单位: 元	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
保费	1,000	750	675	608	547
投资收入	21	67	87	105	118
总收入	1,021	817	761	712	664
保险给付	(3)	(144)	(104)	(143)	(2,443)
佣金及相关	(400)	(38)	-	-	-
公司费用	(181)	(100)	(105)	(111)	(151)
总支出	(584)	(281)	(209)	(254)	(2,593)
现金收入	437	535	552	457	(1,929)
准备金提转差	(719)	(441)	(434)	(360)	1,954
净利润	(281)	94	118	98	25
资本变动	(36)	(22)	(22)	(18)	98
可分配利润	(318)	72	96	80	122

## 4.3 内含价值预测的第二步：新业务价值

由于保险公司未来还将持续经营，即除目前的有效业务外，还会承保新业务，并由此带来新的利润收入。这部分的价值通常被考虑在评估价值中，类似于一般股权交易中的“商誉”。



## 4.4 内含价值预测的第三部：变动分析



## 分析师声明

丁文韬、吴绪越、王维逸

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

非银行金融行业首席分析师

丁文韬

**SAC执业证书编号： S0850512060001**

**电话： 021-23219944**

**Email: dwt8223@htsec.com**

非银行金融行业分析师

吴绪越

**SAC执业证书编号： S0850514070001**

**电话： 021-23219947**

**Email: wxy8318@htsec.com**

非银行金融行业助理分析师

王维逸

**SAC执业证书编号： S0850514120001**

**电话： 021-23212209**

**Email: wwv9630@htsec.com**

## 投资评级说明

### 1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。