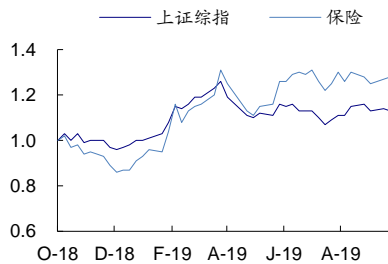


2019年10月24日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《保险资产负债监管政策点评: 明赏罚, 则有胜负》——2019-08-08
 《寿险股价推演: 忽逢桃花源》——2019-08-04
 《保险行业下半年投资策略: 否极泰来, 积极布局》——2019-06-19
 《保险行业重大事件快评: 短期波动不掩长期价值》——2019-01-31
 《行业重大事件快评: 经济起伏, 不改价值回归大势》——2019-01-08

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号: 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

财险: 寿险与巴菲特的距离

● 核心内容及观点

本篇报告是财险深度报告。我们主要通过对比寿险和财险的不同来探讨以下问题: 寿险企业能否在资产端模仿巴菲特? 巴菲特领导的伯克希尔哈撒韦必须是财险企业吗? 我们的核心观点: 财险企业在资产端的风格更加自由, 而寿险企业在资产端受到了负债端的强约束。

● 战略导向不同: 规模与精细

寿险保单的有效期长, 对投保人有储蓄的功能, 即提供金钱的时间价值, 而财险保单的有效期为一年左右, 一般无储蓄作用。如此, 寿险企业的发展往往是以储蓄为主导, 通过迅速扩张储蓄规模以保证高的净资本回报率; 而财险企业的发展将精耕于保障功能, 对迅速扩张规模的诉求较弱, 偏好于深耕资产端和负债端以保证高的净资本回报率。

● 风险导向不同: 利率与通货膨胀

我们认为金融企业是风险导向的企业, 而论及业务不可控的外部风险, 首要的两个风险即是相生相伴的利率风险及通货膨胀风险。寿险保单的有效期长, 且赔付是给付性的, 所以寿险企业的首要风险是利率风险; 财险保单的有效期短, 且赔付是赔偿性的, 所以财险企业的首要风险是通货膨胀的风险。

● 财险和寿险的资产端风格不同

财险和寿险企业拥有不同的战略导向及风险导向, 这决定了财险和寿险拥有不同的资产配置导向。寿险企业的产品有储蓄功能, 负债端规模大且久期长, 更倾向于大量配置长久期且低风险的固收资产, 以实现高效率的规模扩张; 财险企业的产品无储蓄功能, 负债端久期短故利率风险敞口小, 偏向于在资产端构建独立的投资风格, 以充分利用负债端的低成本资金。

● 伯克希尔哈撒韦: 巴菲特与财险

在一定程度上, 伯克希尔哈撒韦就是资产端的巴菲特与负债端的财险业务的结合。正如巴菲特所说, “如果当初没有收购(第一家财险企业), 运气好一点的话, 伯克希尔哈撒韦的价值是今天的一半。”

● 投资标的和投资建议

我们给与中国再保险以“买入”评级, 且2019年目标价在1.55-1.72港元之间; 调高中国财险至“买入”评级, 且2019年目标价在11.31-12.63港元之间。

● 风险提示

(1) 巨灾等自然灾害风险; (2) 通货膨胀风险; (3) 经济系统性风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2019E	2020E
1508.HK	中国再保险	买入	0.13	0.15	0.17	9.6	8.3	7.4
2328.HK	中国财险	买入	1.04	1.16	1.39	9.3	8.4	7.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测(对应2019年10月12日股价, 单位: 港元)

投资摘要

关键结论与投资建议

寿险企业不适宜复制巴菲特的伯克希尔哈撒韦。

财险业务的业务周期短，可以适应一般的估值框架。我们采用“ROE/PB”及“1/PE”等简单的方法来对中国再保险和中国财险进行估值。我们给与中国再保险以“买入”评级，维持中国财险的“买入”评级。

核心假设或逻辑

第一，寿险企业的保单有效期极长，且赔付原则是给付性，如此则必然对投保人负有储蓄责任；

第二，财险企业的保单有效期在一年左右，且赔付原则是赔偿性的，对投保人并不负有储蓄责任；

第三，有储蓄责任的保单，资金成本为正，致使资产的净收益率低；无储蓄责任的保单，资金成本为负，以致资产的净收益率高；

第四，对于负债驱动型的金融企业而言，其股东资本收益率都在于两点：（1）资产的净收益率；（2）权益乘数，即资产/股东权益；

第五，为了提升股东资本的回报率，寿险企业的经营重点在于权益乘数，对规模扩张有着强烈的诉求；财险企业的经营重点在于资产的净收益率，对承保利润和资产回报率都有着较高的要求，但对规模扩张没有强烈的诉求。

与市场预期不同之处

我们认为寿险企业无法复制巴菲特的伯克希尔哈撒韦。财险企业与寿险企业不同的根本原因，在于寿险保单的有效期极长，对投保人附带有储蓄功能，即金钱的时间价值。正如，当市场利率上下剧烈波动之时，人们总会重新审视寿险保单的吸引力，但并不会因此重新审视财险保单的吸引力。如此，寿险企业的负债成本为正，资产净收益较窄，致使寿险企业对规模扩张有着强烈的诉求，以此维持股东资本的高回报率；而财险企业的保单是赔偿性的，对投保人无储蓄功能，资金成本低，且利率风险小，资产端的资产配置不受负债端约束，可以打造独特的投资风格，以充分利用负债端的浮存金。

投资者往往低估利率骤然大幅上升对寿险企业所造成的伤害：（1）存量的寿险保单将大量被质押或者退保，以致寿险企业面临很大的现金流压力；（2）增量保单吸引力大幅下降；（3）股票等高风险资产会率先逐步失去流动性或者价格大幅下挫，加重寿险企业的现金流压力。

股价变化的催化因素

第一，股价及估值水平的提升关键在于 ROE 的提升；

第二，财险各业务条线的风险敞口管理优异，使业务综合成本率稳定；

第三，财险业务对应的资产收益率稳步向上，提升公司整体的资产净收益率；

第四，寿险业务迅速扩张，同时管理好资产和负债的久期匹配。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，巨灾等自然风险；

第二，通货膨胀风险；

第三，贸易战等系统性风险，降低投资者的风险偏好，以此提升投资者对股权的要求回报率。

内容目录

战略导向：规模与精细	5
寿险业务：重点在于规模.....	5
财险业务：重点在于精细.....	6
风险导向：通胀与利率	7
金融企业：风险是底线.....	7
导向的因素：负债端久期与赔付原则.....	8
资产配置的自由度不同	9
寿险：资产配置的自由度低.....	9
财险：资产配置的自由度高.....	11
伯克希尔哈撒韦：巴菲特与财险	14
起点：财险业务为引擎.....	14
转折点：收购财险再保巨头.....	15
投资标的及投资建议	17
中国再保险.....	17
中国财险.....	19
风险提示	21
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

图 1: 美国历年 10 年期国债利率情况.....	8
图 2: 美国历年通货膨胀情况	8
图 3: 2018 年大都会人寿一般业务的投资组合.....	10
图 4: 2018 年大都会人寿可供交易的固收类资产信用结构.....	10
图 5: 2018 年美国保德信一般业务的投资组合.....	10
图 6: 2018 年美国保德信固收类资产的信用结构	10
图 7: 2018 年宏利金融一般业务的投资组合	11
图 8: 2018 年宏利金融固收类资产的信用结构.....	11
图 9: 2018 年私人车险市占率.....	12
图 10: StateFarm 的投资组合	13
图 11: Allstate 财险业务的投资组合	13
图 12: GEICO 的资产组合	13
图 13: 前进财险的投资组合	13
图 14: 业绩的复利: 伯克希尔哈撒韦年均 ROE 19.2%.....	14
图 15: 中国财险股价及估值水平走势.....	20
表 1: 美国上市的部分银行的权益乘数 (资产/股东权益)	6
表 2: 美国上市的部分寿险企业的权益乘数 (资产/股东权益)	6
表 3: 美国上市的部分财险企业的权益乘数 (资产/股东权益)	7
表 4: 伯克希尔哈撒韦浮存金的成本.....	15
表 5: 伯克希尔哈撒韦的浮存金规模.....	15
表 6: 伯克希尔哈撒韦历年 ROE 的分拆.....	16
表 7: 伯克希尔哈撒韦在 1996 年的收购原则	16
表 8: 伯克希尔哈撒韦保险业务的收入	16
表 9: 各保险业务保费收入	18
表 10: 净资本盈利情况分析.....	18
表 11: 负债中各业务线准备金结构	18
表 12: 中国财险的 ROE 结构.....	20
表 13: 中国财险 ROE 四因子拆分.....	20

本篇报告是以财险为主题的深度报告。我们主要通过对比寿险业务来定位财险业务的经营特征以及投资价值。我们认为寿险企业与财险企业在资产配置自由度方面有着本质的不同，这主要因为两点：（1）战略导向不同；（2）风险导向不同。本报告旨在一般业务上的探讨，其中寿险业务指的是传统型的寿险业务，财险业务泛指的是保单有效期在一年左右的财产及意外险等业务。

战略导向：规模与精细

保险企业是典型的负债型驱动企业：企业通过销售保单来获取负债资金，然后将资金投资出去以获取资产。如此，保险企业通过资产和负债两端的运作，赚取利润，再通过以股东资本撬动的权益乘数，即资产除以股东资本的倍数，来最大化股东资本的回报率。

如此，我们构建一个简单的金融企业分析框架，从最简单的视角开始，来审视寿险和财险的运营模式：

$$\text{股东投入资本的回报率} = (\text{资产收益} - \text{资金成本}) * \frac{\text{资产}}{\text{股东投入资本}}$$

我们将以上公式中的前者称为资产净收益率，将后者称为权益乘数。

银行与非银行金融企业不同的重点在于，前者可以直接获取居民的储蓄。而寿险企业是非银行金融行业中少数可以间接获取居民储蓄的金融机构，这决定了寿险企业运营的重点与银行类似，在于规模扩张。

寿险业务：重点在于规模

如果一家金融企业的负债主要由储蓄组成，并且负债成本高，进而资产净收益率低，驱使其对权益乘数有着较高的诉求，以保证股东资本的回报率在一个合适的水平。从权益乘数的角度分析，寿险企业对于规模扩张有着强烈的诉求，甚至高于银行对于规模的诉求。

我国居民接触最为频繁的负债型驱动的金融企业是银行。银行及保险企业的运营皆是从负债端开始。我们借用银行的例子来铺垫对寿险的分析。

银行是通过类似的模式为股东赚取利润：从单家银行角度，银行通过获得个体及机构存款的形式来获取负债资金，存款利率即是负债成本，同时银行将资金以贷款的形式借给个人及机构以获取收益，此时贷款即为银行的资产。银行通过负债和资产两端的运作，赚取利差，同时通过权益乘数来最大化其股东的利益。

在负债端，银行对于储户而言，最直接的服务是储蓄：银行承诺给储户一个存款利率以获取居民的存款，即居民储蓄。而能不能为居民提供储蓄服务，则基本上决定了金融企业的战略方向。银行通过获取居民储蓄以形成负债，以致银行的负债端成本为正，资产净收益率小，所以银行对于规模扩张有着强烈的诉求，以保证股东资本能得到一个合适的收益率。

从在美国上市的部分银行来看，其权益乘数普遍较高。

表 1: 美国上市的部分银行的权益乘数 (资产/股东权益)

证券代码	证券简称	2018 年
MFG.N	瑞穗金融	20.8
BNPQF.OO	BNP PARIBAS ORD	19.3
MUFG.N	三菱日联金融集团	19.1
BCS.N	巴克莱银行	17.8
CM.N	加拿大帝国商业银行	17.0
BMO.N	蒙特利尔银行	16.9
RY.N	加拿大皇家银行	16.7
TD.N	道明银行	16.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

借用大众对于银行的深刻理解, 我们从这是开始理清寿险和财险的区别。保险企业的产品是保单, 保单最核心的功能是风险保障功能, 与储蓄功能不同, 所以按理来说保险企业的保单似乎与储蓄没有关系。但寿险行业却呈现出了一种完全不同的发展生态。

(1) 寿险企业保单的有效期长, 这是令寿险运营和财险运营区别开来的最本质因素。有效期长的保单, 无论是储蓄型保单还是保障型保单, 一定会有储蓄功能, 因为有效期长的保单一定会涉及到一个概念, 即资金的时间价值。这正如现金流有折现的概念一般。如此, 寿险就必然会涉及到储蓄功能, 或者可以被称为资产管理功能。

(2) 一旦产品有储蓄功能的倾向, 企业就有强烈扩张的诉求。储蓄功能强的产品, 其资金成本必然为正。正如纯储蓄型的银行存款, 其存款利率为正。现实中, 寿险企业的资金成本也一般为正, 因为寿险保单的有效期长, 整体以储蓄功能为主导。在正常的市场竞争下, 寿险保单的资金成本和相应的资产收益会持续收窄, 最终保持在较窄的范围内。如此, 对于股东而言, 寿险企业的最终诉求就是规模扩张, 通过规模扩张来提升权益乘数, 以最大化股东资本的回报率。

从在美国上市的部分寿险公司来看, 其权益乘数也普遍较高。

表 2: 美国上市的部分寿险企业的权益乘数 (资产/股东权益)

证券代码	证券简称	2018 年
PUK.N	英国保诚	29.5
AEL.N	美国股票投资寿险	25.7
LNC.N	林肯国民	20.8
PFG.O	信安金融	20.5
AEG.N	荷兰全球保险	17.4
PRU.N	美国保德信金融(PRUDENTIAL)	16.6
MFC.N	宏利金融	15.9
BHF.O	BRIGHTHOUSE FINANCIAL	14.2
MET.N	大都会人寿(METLIFE)	13.0
SLF.N	永明金融	11.1
LFC.N	中国人寿	10.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财险业务: 重点在于精细

因为财险保单的有效期只在一年左右, 与寿险比起来, 财险是纯保险企业, 其保单基本不含有储蓄功能, 所以财险企业普遍在规模扩张方面并不激进, 属于一般的非银行金融类企业。

从在美国上市的部分财险企业来看, 其权益乘数相对处于低位。

表 3: 美国上市的部分财险企业的权益乘数 (资产/股东权益)

证券代码	证券简称	2018 年
ALL.N	好事达保险(ALLSTATE)	5.3
CNA.N	CAN 金融	5.1
TRV.N	旅行者集团(TRAVELERS)	4.6
WRB.N	BERKLEY W R	4.5
PGR.N	前进保险	4.2
THG.N	汉诺威保险	4.2
CB.N	丘博保险(CHUBB)	3.3
BRK_A.N	伯克希尔哈撒韦	2.0
AGO.N	保证担保	2.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对于财险企业而言, 负债端的风险管理才是首要的任务。即如何控制企业的各个风险敞口才是最为重要的事情, 使企业能安然度过像巨灾以及金融危机等重大风险事故, 所以财险企业天然对于风险再保险有着强烈的需求。

举个典型的例子——美国 2008 年的次贷危机: AIG 在 2008 年美国次贷危机之前, 是美国最大的综合性保险集团, 在 2007 年末的资产规模超过 1 万亿美元, 覆盖寿险和财险, 拥有一家飞机金融租赁行业的龙头企业以及一家大型的证券借贷公司, 覆盖金融衍生产品运营等, 一时风光无限。在次贷危机爆发之前, AIG 为大量金融衍生产品销售了信用交换类产品, 类似于信用保证保险, 例如为被称为 CDO (Collateralized Debt Obligation) 这种结构化债务凭证销售了大量的信用交换, 即 CDS (Credit Default Swap)。

截至 2007 年末, AIG 信用交换的风险敞口高达 5270 亿美元, 集团在相关的信贷风险上积累了大规模的风险敞口, 使其最终无法抵御次贷危机。最初, 在产品的风险控制环节上, 隐含的假设之一是, 一单信贷是否会违约与另一单信贷没有显著的统计关系, 促使 AIG “顺利” 积累了与金融衍生品相关的大量信用风险敞口。但是在经济周期的作用下, 许多没有关联的金融衍生品一齐违约, 发生系统性风险, 就好像大量分布于不同地域的私人轿车同时出现事故, 这直接导致了 AIG 的猝不及防。

结论: 能否获得居民储蓄是将银行行业和非银行金融行业区分开的本质因素, 但寿险行业是非银行金融行业里的异类, 能获取居民的长期储蓄, 且在运营方向上与财险行业有着本质的不同。

在探讨完寿险和财险的战略导向后, 风险导向是在此之外必须探讨的框架性重点。

风险导向: 通胀与利率

在一般情况下, 通胀和利率互为阴阳。利率向上, 则通胀向下; 利率向下, 则通胀向上。巧合的是, 寿险企业与财险企业有着这样的风险特征: 寿险企业的首要风险是利率风险, 而通货膨胀风险小; 而财险企业的首要风险是通货膨胀风险, 而利率风险敞口小。

同时需要指出的是, 相对而言, 由于财险企业的保单有效期短, 每个业务周期所需要面对的通货膨胀风险敞口还是相对有限的, 只有长期超预期的通货膨胀才会对业务盈利造成实质性的影响。

金融企业: 风险是底线

我们认为金融企业在本质上是风险导向的企业。金融企业面临的最大的外部风险将影响甚至决定这家金融企业的运营偏好。这正如, 寿险企业的利率风险极大, 为此应运而生的资产负债管理框架对其资产配置有着强约束。

我们从风险的角度，来辨析寿险企业和财险企业，这是辨析战略方向外不可或缺的重点。

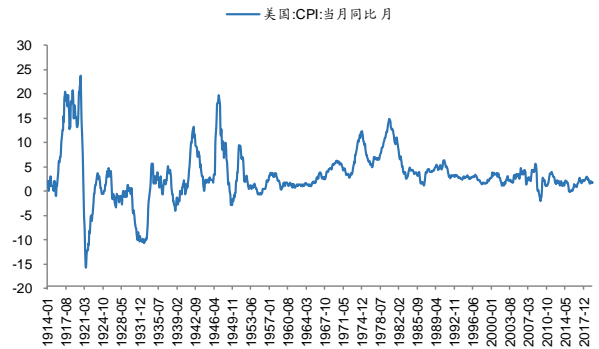
我们首先简要介绍利率风险和通货膨胀风险。我们知道寿险行业最大的外部风险是利率风险，但与利率风险相生相伴的则是通货膨胀风险。

图 1: 美国历年 10 年期国债利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: %)

图 2: 美国历年通货膨胀情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: %)

利率风险: 利率有波动，正如经济有周期一般。当下，我们的经济正在处于一个长期下滑的通道中，这会导致市场利率处于长期下滑的通道中。但在下滑的长期趋势中，利率肯定是波动向下。内因，例如供给和需求的弹性不同，而外应，例如积极的财政政策以及宽松的货币政策往往是对经济下滑的对冲手段，令利率波动。

通货膨胀风险: 在利率的波动中，物价自然难以避免波动，而物价的波动则直接决定了我们当下资产的实际购买能力，即人们实际的财富。例如，今年人均工资的涨幅为 2%，但大米价格的涨幅为 5%，那么人们用今年工资购买大米的数量在下降，实际上人们今年所赚取的工资的实际购买力在下降。在实际情况中，石油等大宗商品物价的输入性通胀，以及货币政策波动所带来的通胀，都是通货膨胀风险的不同表现。

导向的因素：负债端久期与赔付原则

为什么有着不同的风险导向？关键在于保单（负债端）的（1）久期；（2）赔付原则。

（1）负债端久期，决定利率风险敞口大小：寿险企业负债端的久期长，特别是有的成熟型寿险企业的负债端久期大于 20 年，利率风险敞口极高，而财险企业负债端的久期短，在一年以内，其负债端有着极小的利率风险敞口。

久期是理解金融企业运营的核心概念之一。在本报告中，我们将久期定义为：现金流按现金流比重加权的平均到期时间。例如，一年期无息债券的久期为 1 年，十年期无息债券的久期为 10 年，而十年期有息债券的久期在 1 到 10 之间，因为提前到期的利息会降低现金流的平均到期时间。

久期是衡量利率敏感性的重要指标：久期越大，利率敏感性越高。例如，目前的市场利率下降 100 个基点，将有效提升债券的价格，因为债券的价格是其未来现金流的折现值，而折现率的下降自然会提升其折现值。在该情景之下，十年期无息债券价格的提升自然会显著大于一年期无息债券价格的提升。

寿险企业负债端的久期长，故利率风险敞口大。财险企业负债端的久期短，故利率风险敞口小。

（2）负债端赔付原则，决定通货膨胀风险敞口大小：寿险企业的赔付是给付型，赔付额度不随物价波动，所以有着极小的通货膨胀风险敞口；财险企业的赔付是赔偿性，赔付额度由当时的物价所决定，所以有着较大的通货膨胀风险敞口。

寿险：鉴于与人身相关的保险标的无法用货币来准确计价，寿险保单一般是给付性质，即投保人与保险公司事先约定保单的赔付额度，一旦保单触及赔付条款，保险公司以约定的保险金额为实际赔付金额，一般一次或多次给付，不受物价影响，所以寿险企业面临着极小的通货膨胀风险。

财险：鉴于与财产相关的保险标的一般可以用货币或者市价来准确衡量并替换，财险一般采用的是补偿性保险，以财产遭受保险事故所造成的实际损失为限，按补偿原则进行补偿，所以财险企业面临着较高的通货膨胀风险。

资产配置的自由度不同

寿险和财险分别具有不同的战略导向和风险导向，这决定了寿险和财险拥有不同的资产配置自由度。

寿险：(1) 寿险的产品有储蓄功能，负债成本为正；(2) 寿险负债端的久期长，利率风险敞口极大，所以寿险企业更倾向于配置固收资产等低风险资产，一方面降低利率风险，一方面财险企业需要适当降低资产管理的难度，实现高效率的规模扩张。

财险：(1) 财险的产品无储蓄功能，负债成本为负；(2) 负债端的久期短，利率风险小，对于资产端没有强约束，所以财险企业对配置股票等高风险资产有着天然的性价比优势。一方面财险企业的利率风险敞口极小，没有必要大量配置低风险的固收资产来降低利率风险，另一方面财险企业对于快速扩张规模没有强烈的诉求，适当地配置权益等高风险资产，以提高资产的净收益，是财险企业维护股东利益的必要手段。

寿险：资产配置的自由度低

寿险企业在资产端的大类资产配置严格受限于资产负债管理框架，资产配置的自由度低。这既是对股东的负责，也是对投保人的负责。资产端较低的风险偏好，不仅有利于寿险企业实现高效率的扩张，更重要的是帮助寿险企业降低利率风险。

目前，投资者普遍担心的是利率长期下行对我国寿险行业带来的风险，但投资者普遍忽视的一个事实是，如果利率短期内大幅上行，寿险企业会面临更大的风险。美国寿险行业对于资产负债管理的重视就开始于利率大幅上升的阶段。

美国在上世纪 70 年代，受全球石油价格迅速攀升的影响，通货膨胀高企。为了遏止通货膨胀，美联储执行紧缩的货币政策，市场利率几度盘旋于两位数，而处在高位的市场利率对寿险企业的打击是多方面的：

(1) 存量保单大量被质押或退保：在市场利率处于高位时，金融市场的各类资产收益率，尤其是货币市场，远高于保单的收益率，所以金融市场上的大部分资产变得对保单持有人极具吸引力。于是乎，持有高储蓄价值保单的持有人自然而然选择将保单质押给保险公司以获取贷款，再将贷款用以购买远高于保单收益率的资产。一时间，这种无风险的套利行为甚嚣尘上，对寿险企业造成了巨大的现金流压力，甚至导致多家企业的破产。

(2) 新增保单难以销售：相较于市场利率的阶段性波动，寿险产品所承诺的收益率期限更长，所以寿险企业必然更加理性的对待市场利率，并在设计产品时，选择更为折中的收益率。这正如当时寿险保单的收益率会远低于高企的市场利率。如此，寿险保单相较于金融市场上的其它类别的资产不具备吸引力，以致于新单的销售难以推进。正是在这个背景下，寿险行业才被迫创新，创造了万能险、投资连接险等创新型产品，在传统的寿险产品下为保单持有人提供更多的投资选项。

综上，利率风险对于寿险企业而言是实实在在的风险。即使在利率长期下行的

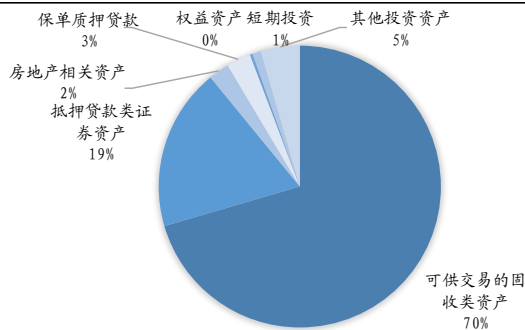
阶段，利率骤然上升的可能性依然存在。因为在利率长期下行的阶段，通货膨胀的风险就必然存在，这既可能是起因于外部的通货膨胀输入，也可能是起因于内生的通货膨胀压力。如此，央行仍然难免会迅速提升利率来打压通货膨胀。长期来看，利率骤然上升的可能性依然存在。

如果寿险企业大量配置股票，那么寿险企业在利率骤然上升的阶段将不堪一击。在利率骤然上升的阶段，高风险资产将率先逐步失去流动性，其中股票及高收益债券等将首当其冲。届时，这种资产的流动性将大幅减少，价值大幅缩水，如此则寿险企业将面临严重的流动性危机。

寿险企业如果不充分配置固收资产，匹配负债久期以降低利率风险，而是大量配置股票等高收益资产，那么从长期来看，寿险企业无疑是面临着巨大的风险，将股东和储户至于不利境地。

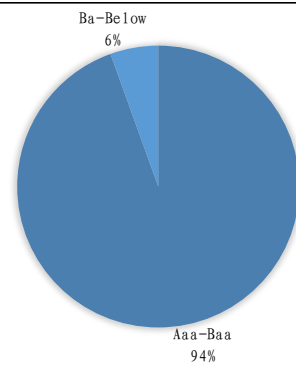
以下为三家北美龙头寿险企业的投资组合结构，可见寿险企业的资产配置自由度之低。

图 3：2018 年大都会人寿一般业务的投资组合



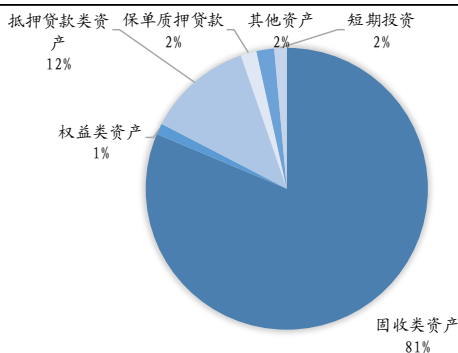
资料来源：公司 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（成本法计量）

图 4：2018 年大都会人寿可供交易的固收类资产信用结构



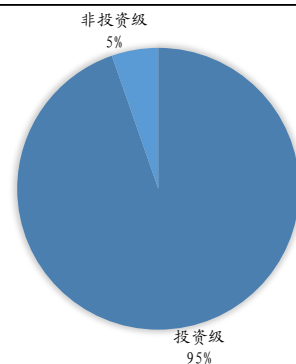
资料来源：公司 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（成本法计量）

图 5：2018 年美国保德信一般业务的投资组合



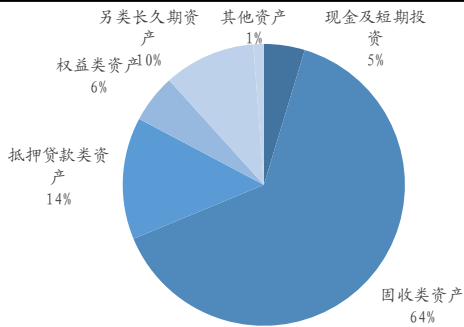
资料来源：公司 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（成本法计量）

图 6：2018 年美国保德信固收类资产的信用结构



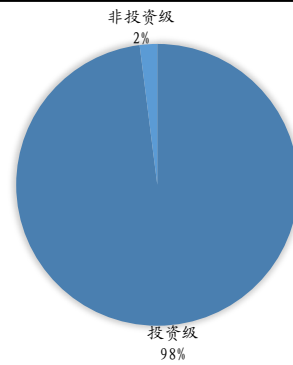
资料来源：公司 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（成本法计量）

图 7：2018 年宏利金融一般业务的投资组合



资料来源：公司 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（成本法计量）

图 8：2018 年宏利金融固收类资产的信用结构



资料来源：公司 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（成本法计量）

财险：资产配置的自由度高

财险保单的有效期一般在一年期以内，且对投保人无储蓄服务，所以财险企业在大类资产配置方面自由度高，可以根据其投资团队的专业打造独特的配置风格，配置更多的高风险资产，例如股票和高收益债券。

我们回到前文的简单公式：

$$\text{股东投入资本的回报率} = (\text{资产收益} - \text{资金成本}) * \frac{\text{资产}}{\text{股东投入资本}}$$

在追求股东资本回报率方面，财险企业的重点在于上述公式的前端，即资产收益和资金成本。正如我们在本报告第一部分所对比分析的，财险企业与寿险企业不同，对于持续扩张规模的诉求相对较弱，而其对于承保业务的风控管理才是其成长的起点。

负债端：负债成本及权益乘数

资金成本：财险企业获取资金的成本可以为负，这完全取决于财险企业在承保时的严谨程度以及运营的效率。对于财险行业的一条产品线，例如车险，财险企业在签出大量保单后，获得了保费收入，在单个会计年度末，划出相应的运营费用和保险赔付金额，余下的便是承保利润。所以保险业务的总成本归于两类，即费用和赔付。

行业内为了衡量财险企业承保业务的盈利能力，定义了一个通用的指标：综合成本率：

$$\text{综合成本率} = (\text{费用} + \text{赔付金额}) / \text{已赚保费}$$

财险企业的负债主要由保险业务的负债构成，所以财险企业的综合成本率只要小于 1，相应的负债成本就远低于市场正常的借贷利率，即负债便实现了盈利。

$$\text{保险业务负债盈利} = 1 - \text{综合成本率}$$

因为负债加股东资本就等于全部资金来源，财险的负债成本为负，资金的获取成本就低。

$$\text{资金成本} = (1 - \text{负债盈利}) * \left(\frac{\text{负债}}{\text{资产}}\right) + \text{股东资本成本} * \left(\frac{\text{权益}}{\text{资产}}\right)$$

同时，根据财务理论，企业的负债率越低，股东资金成本越低。通俗来讲，即一家企业的负债率越低，越能吸引低风险偏好的股东，例如养老金等金融机构，而他们的股权资本要求回报率也低。所以，从这个角度分析，财险企业可以通过对保险业务的精确管理，持续降低资金成本，一是通过严苛的承保条件降低综合成本率，一是通过控制企业的负债率，双管齐下，降低资金成本。

综上，运营能力强的财险企业，其负债成本低，权益乘数不高，对于低风险偏

好的投资者有很强的吸引力。如此，为了维持较高的复利且稳定的复利水平，资产端的卓越经营不可或缺。

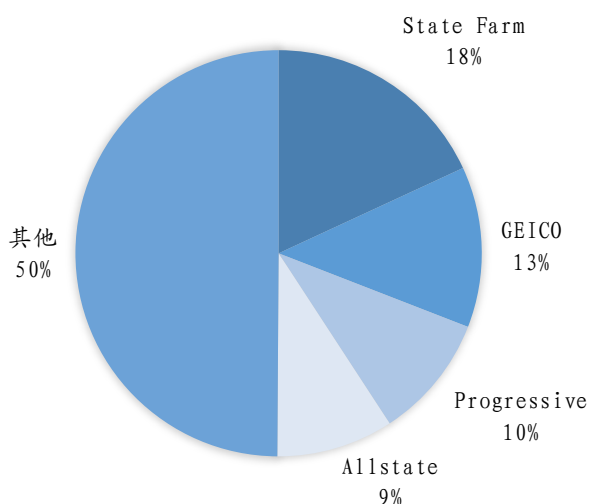
资产端：不受负债端约束

显而易见，财险企业的保险业务不涉及到寿险行业的利差概念，其综合成本率只包括费用率和赔付率。正是因为如此，财险企业在拿到这笔钱后，并不受到负债端的约束，可以打造自己的大类资产配置风格，不需要与寿险相同。所以财险企业可以适当的在资产端配置一些高风险资产，以提升资产利差，保证股东资本的高收益。当然，风险控制的原则对于财险企业的资产配置仍然适用，特别是流动性风险。

$$\text{资产收益率} = \text{资产净收入} / \text{资产}$$

根据美国 2018 年私人车险行业的市占率数据，我们选出其中市占率前四名的企业，并将其投资组合展示如下。这四家企业的投资组合拥有各自的风格，与寿险企业更趋于标准化的投资组合不同。

图 9：2018 年私人车险市占率

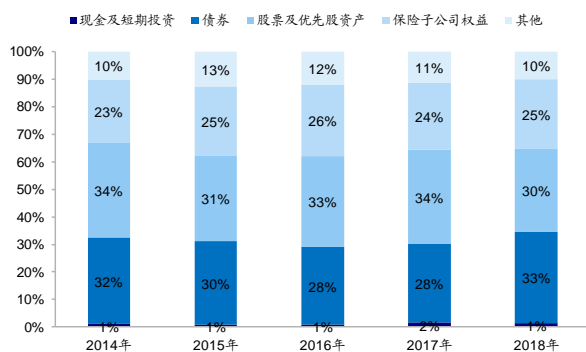


资料来源：A.M.Best，国信证券经济研究所整理

StateFarm: 该企业是美国最大的财险及意外险企业，同时也是最大的车险提供商，在美国企业 2018 年的财富 500 排名中位列第 36。企业在 1999 年开始了其他的金融服务业务，主要是银行和资产管理。

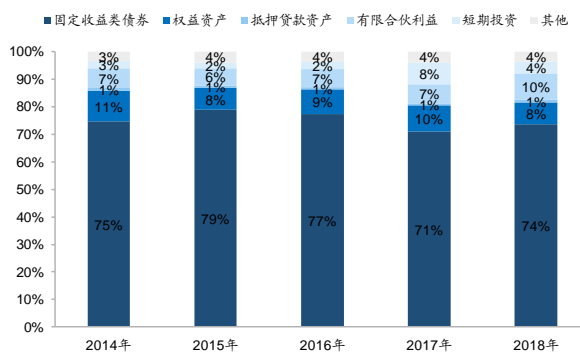
Allstate: 该企业起家于私人车险，产生于 Sears 零售集团，后于 1993 年完成上市，在美国企业 2018 年的财富 500 排名中位列第 82，目前主要覆盖的保险业务是财险、寿险及年金。

图 10: StateFarm 的投资组合



资料来源: 公司历年财报, 国信证券经济研究所整理 (单位: %)

图 11: Allstate 财险业务的投资组合

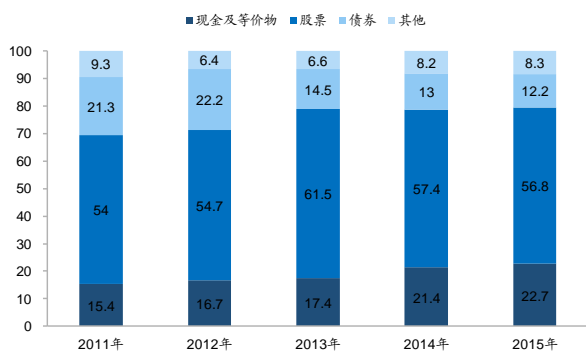


资料来源: 公司历年财报, 国信证券经济研究所整理 (单位: %)

GEICO: 该企业目前是美国的第二大车险提供商, 是伯克希尔哈撒韦集团车险业务的核心。巴菲特在 1962 年买入伯克希尔哈撒韦之后, 于 1967 年开始进军保险行业, 并在 1970 年代逐渐买进 GEICO 的股权。

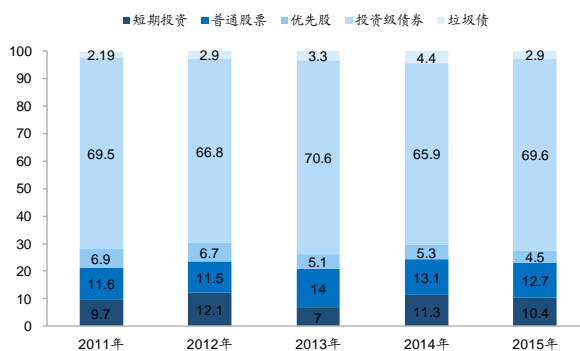
前进保险 (Progressive): 该企业目前是美国的第三大车险提供商。

图 12: GEICO 的资产组合



资料来源: 伯克希尔哈撒韦历年财报, 国信证券经济研究所整理 (单位: %)

图 13: 前进财险的投资组合



资料来源: 公司历年财报, 国信证券经济研究所整理 (单位: %)

四家财险企业的投资组合中, Allstate 最偏保守, 管理层在财报中宣称 Allstate 的投资以将以优质的债券为主; 其次是前进财险, 投资级债券占比高, 但高风险资产占比不低, 其中优先股、股票以及垃圾债的占比依然占比在两成上下。相比而言, Statefarm 和 GEICO 的投资组合则更偏向于股票, 其中在 Statefarm 的投资组合中, 股票和债券的占比接近一比一, 而在 GEICO 的投资组合中, 股票的占比在五成到六成之间, 这使得 GEICO 的投资风格完全与众不同。

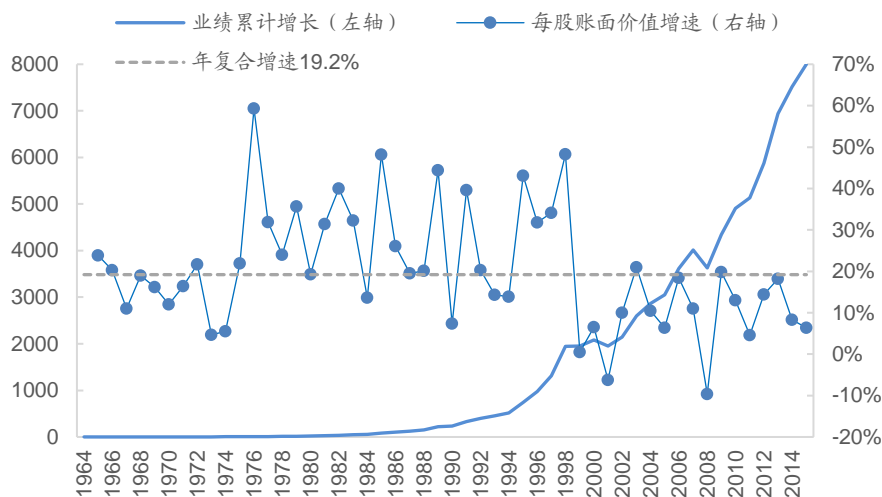
伯克希尔哈撒韦：巴菲特与财险

财险企业需要更加精细的运营，对管理层有更高的运营要求。企业管理层不仅需要在负债端进行精确的运营，亦需要在资产端进行专业性的配置。伯克希尔哈撒韦即为阐述以上观点最好的范例。

在一定程度上，伯克希尔哈撒韦是以巴菲特为核心的资产端与以财险业务为核心的负债端的结合。如果伯克希尔哈撒韦的负债端是以寿险为核心，巴菲特的投资风格将受到严格的限制。

在 1998 年之前，伯克希尔哈撒韦的 ROE 平均水平远在 20% 以上，但在这之后 ROE 少有超过 20%。集团在 1998 年收购通用再保险，其财险业务规模急剧扩张，而这正是集团 ROE 的转折点。这从侧面体现出，财险企业并不适宜迅速的规模扩张。

图 14：业绩的复利：伯克希尔哈撒韦年均 ROE 19.2%



资料来源：伯克希尔哈撒韦 2015 年报，国信证券经济研究所整理；

起点：财险业务为引擎

伯克希尔哈撒韦在 1967 年以 860 万美元收购了国民保险公司及其姊妹企业国民火灾及海事保险公司。自此，财险业务一直以来就是伯克希尔哈撒韦成长的引擎。

最初，财险业务之所以能够吸引巴菲特投资团队，是因为其“先收费、后赔付”的模式，即保户在获得相关服务和赔付之前，先行缴纳保费。同时，财险保单有效期基本在一年左右，其今年的保单费用及赔付可以用明年的保费收入来覆盖。如此年复一年，随着企业的成长，财险业务可以为其资产端提供稳定且持续增长的资金，“浮存金”（Float）。

浮存金没有成本，甚至会贡献利润，是巴菲特投资团队最优质的资金来源，对于伯克希尔哈撒韦的成功至关重要。负债端大量的浮存金使得伯克希尔哈撒韦获取资产的成本持续低于同业，如此，巴菲特投资团队为股东产生的复利效应，要持续高于正常负债的投资团队。

$$\text{股东投入资本的回报率} = (\text{资产收益} - \text{资金成本}) * \frac{\text{资产}}{\text{股东投入资本}}$$

伯克希尔哈撒韦在 1995 年，详细披露了其历年来浮存金的成本数据，我们摘录在表 4 中。此外，巴菲特在 2018 年的年报阐述过，公司在过去的 16 年间，承保业务连续盈利 15 年，即浮存金成本连续 15 年小于 0。如此，则公司浮存金的平均成

本是长期为负，且远小于外部借贷利率。财险业务提供的浮存金是巴菲特复利力量的基石。

表 4: 伯克希尔哈撒韦浮存金的成本

	承保业务亏损	浮存金规模	浮存金成本	长期国债利率
1967	盈利	17	小于 0	5.50%
1968	盈利	20	小于 0	5.90%
1969	盈利	23	小于 0	6.79%
1970	0.4	32	1.14%	6.25%
1971	盈利	53	小于 0	5.81%
1972	盈利	70	小于 0	5.82%
1973	盈利	73	小于 0	7.27%
1974	7	79	9.30%	8.13%
1975	11	88	12.96%	8.03%
1976	盈利	103	小于 0	7.30%
1977	盈利	139	小于 0	7.97%
1978	盈利	190	小于 0	8.93%
1979	盈利	227	小于 0	10.08%
1980	盈利	237	小于 0	11.94%
1981	盈利	228	小于 0	13.61%
1982	22	221	9.77%	10.64%
1983	34	231	14.64%	11.84%
1984	48	253	18.98%	11.58%
1985	44	390	11.34%	9.34%
1986	56	798	7.00%	7.60%
1987	55	1,267	4.38%	8.95%
1988	11	1,498	0.74%	9.00%
1989	24	1,541	1.58%	7.97%
1990	27	1,637	1.63%	8.24%
1991	120	1,895	6.31%	7.40%
1992	109	2,290	4.76%	7.39%
1993	盈利	2,625	小于 0	6.35%
1994	盈利	3,057	小于 0	7.88%
1995	盈利	3,607	小于 0	5.95%

资料来源: 伯克希尔哈撒韦 1995 年年报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万美元)

正如巴菲特在 2004 年的公司年报中所阐述的, “如果没有当初没有收购 (国民保险公司), 运气好一点的话, 伯克希尔哈撒韦的价值是今天的一半。”

我们将“浮存金”定义为财险公司从保费中所提取的各种保险合同准备金, 它属于保险公司对保户的负债, 属于基本不包含储蓄功能的负债, 所以伯克希尔哈撒韦的股东可以占有这部分资金的部分或全部投资收益权。我们将伯克希尔哈撒韦的浮存金规模摘录如下。截至 2018 年末, 伯克希尔哈撒韦的总资产达到 7078 亿美元, 其中股东权益为 3525 亿美元, 负债为 3553 亿美元, 且负债中保险浮存金占比为 55%。

表 5: 伯克希尔哈撒韦的浮存金规模

	1967 年	1977 年	1987 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2010 年	2018 年
GEICO				2,917	3,125	3,444	3,943	9,613	
通用再保险					14,909	15,166	15,152	21,014	
其他再保险		40	701	4,014	4,305	6,285	7,805	26,223	
其他直保业务	20	131	807	455	415	403	598	5,061	
总共	20	171	1,508	7,386	22,754	25,298	27,498	65,832	122,732

资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万美元)

转折点: 收购财险再保巨头

正如上表所阐述的, 伯克希尔哈撒韦在 1998 年以 220 亿美元的代价收购了通用再保险公司, 以致公司浮存金从 74 亿美元上涨至 227 亿美元, 涨幅近 2 倍。通用再保险公司当时是全美最大的财险再保险企业, 且直接或间接拥有科隆再

保险公司 80% 的股票。

从投资的角度出发，财险再保险业务与财险直保业务的区别不大，财险再保险业务的客户是财险直保公司，而财险直保公司的客户是传统意义上的投保人，即个人和非保险业务机构。两者最终的落脚点仍然在于财险。借用巴菲特的话，两者的分析重点依旧在于以下三点：（1）浮存金的规模；（2）浮存金的成本；（3）最重要的是，以上两个因素的长期趋势。所以，即使伯克希尔哈撒韦在收购了体积巨大的通用再保险之后，其以往的分析逻辑仍然不变。

限于数据的有限性，我们摘录伯克希尔哈撒韦自 1992 年以来的 ROE 数据。鉴于股票价值的高波动性，导致其资产收益波动较大，所以我们重点分析公司的**权益乘数**。公司一直以来的权益乘数稳定在 2.0 倍左右，与同业相比处于较低的区间，所以其资产端倾向于配置更多的高风险资产，例如股票，以保证股东的利益。这从侧面印证了公司的运营模式一直以来并无本质变化。

表 6：伯克希尔哈撒韦历年 ROE 的分解

	1992 年	1996 年	1997 年	1998 年	2009	2014 年	2018 年
资产收益-资金成本	3%	6%	3%	2%	3%	4%	1%
权益乘数	1.9	1.9	1.8	2.1	2.3	2.2	2.0
ROE	6%	11%	6%	5%	6%	8%	1%

资料来源：公司历年财报，国信证券经济研究所整理

在收购通用再保险之后，巴菲特对于公司的收购原则基本没有变，唯一变的地方就是交易的规模。1998 年，巴菲特将原则一里的税前利润提升至 5000 万美元；2013 年，最少的税前利润为 7500 万美元。

表 7：伯克希尔哈撒韦在 1996 年的收购原则

	原则	备注
1	大规模买卖	税前利润至少税前 2500 万美元
2	拥有持续盈利的能力	我们没有兴趣预测未来，更谈不上挽救一门生意
3	基本不需要负债即能产生高的净资产回报率	
4	拥有优秀的管理层	我们不提供管理
5	简单易懂的生意	我们分析不了科技企业
6	一个明确的价格	当价格是未知的时候，我们不想浪费彼此的时间。

资料来源：公司 1996 年财报，国信证券经济研究所整理

在每年公司财务报表里的收购原则之后，巴菲特都会补充道：“公司标的越大，我们越有兴趣收购。我们希望收购的规模在 50 亿到 200 亿美元之间”。

投资者很容易预期到，在 1998 年公司通过发行股份收购完通用再保险之后，以巴菲特为首的投资团队必将面临更大的资产管理压力，因为相对而言，伯克希尔哈撒韦需要寻觅更多理想的收购标的。事实亦正是如此，此次收购成为伯克希尔哈撒韦的一次重大转折，且备受争议，造成公司后期的净资产回报率趋势性回落，至今未有重回 20% 以上。

另外值得备注的是，自伯克希尔哈撒韦在 1998 年收购了通用再保险企业，其保险业务自此开始涉及到寿险及健康险业务，但寿险业务的规模一直都远小于财险业务的规模。

表 8：伯克希尔哈撒韦保险业务的收入

	2000 年	2004 年	2009 年	2016 年	2017 年	2018 年
财险业务	17,296	19,070	25,258	40,212	54,891	50,919
寿险业务	1,886	2,015	2,626	5,669	5,706	6,499

资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所整理（单位：百万美元）

投资标的及投资建议

估值方法：财险业务的估值与一般企业的估值方法一样，适用 PE 和 PB 估值；寿险业务的估值适用内含价值框架。

因为财险业务是短期业务，包括直保业务和再保业务，与财务报表的周期一致，所以我们可以对其采用一般的估值方法。如此，对于财险业务的目标价格，我们主要采用以下简单的方法：

ROE/PB趋近于增量股票投资者的要求回报率

$$\frac{ROE}{PB} = \frac{1}{PE}$$

在保本的前提下，股票投资者追求的本质是企业权益资本的回报率，即 ROE，所以对于增量股票投资者而言，当年以多少 PB 倍数的价格买入企业净资本，则当年实际获取的权益资本回报率就是 ROE/PB。正因为企业股票的市场价格是由增量投资者所决定的，所以最终企业的 ROE/PB 会趋近于增量股东对企业股票的要求回报率。

显而易见，企业每年的 ROE 是固定的，每股的权益面值是固定的，而股价是会变的，所以增量的股票投资者会通过交易改变企业的股票价格，进而影响 PB，最终达成一种平衡，即企业的 ROE/PB 约等于增量股票投资者对企业权益的要求回报率。更进一步地，正因为每个股东的风险偏好不同，对股票的要求回报率不同，所以最终企业的 ROE/PB 会落在一个较窄的范围内，并随着市场情绪，或者被称为市场的风险偏好，而保持波动。

故，如果我们假设增量投资者对一家企业的股票要求回报率是 9%-10%，则对应的 PE 倍数是 10-11.11。

鉴于财险企业的权益乘数小，ROE 长期稳定，复利效应持续，我们即假设增量投资者对中国再保险以及中国财险的权益要求回报率在 9%-10%之间，所以如果当期预期的 PE 倍数明显小于 10-11.11 或者当期预期的 ROE/PB 明显大于 10%，我们认为短期内投资的机会凸显。

分析方法：与投资者而言，财险直保公司与财险再保公司的分析逻辑在本质上是一致的，关键在于四点：（1）承保业务规模；（2）承保业务是否盈利；（3）前两者的长期趋势；（4）资产配置风格及盈利。

通俗而言，以上四点，归结到一点，便是 ROE：当期 ROE 的预期高。从分析 ROE 的预期开始，即可判断 PE 或 ROE/PB 的预期高低，给出投资建议。

中国再保险

业务介绍：中国再保险目前主要的收入及利润来源依次是人身再保险业务、财产直保业务及财险再保险业务，三者 在 2018 年共占中国再保险总收入的 99.58%，占净利润的 93.50%。其中，中国再保险通过中再寿险从事人身险再保险业务，持有后者 100% 的股票；通过中再产险从事财产险再保业务，持有后者 100% 的股票；通过中国大地保险从事财产险直保业务，持有后者 63.30%。除此之外，中国再保险通过直接及间接渠道持有中再资产 96.43% 的股票，持有华泰保险经纪有限公司 52.50% 的股票。在 2018 年，按再保险保费收入的规模来排名，中国再保险排名全球第八，其总资产达到 3409 亿元，股东权益达到 872 亿元。

表 9: 各保险业务保费收入

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
中再产险	23,163	21,792	25,239	28,947
中再寿险	44,209	31,251	44,311	52,454
中国大地保险	37,268	32,071	37,268	42,622

资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元)

净资本盈利分析: 正如我们在上文中一直强调的, 保险企业的盈利重点在于两个方面: (1) 权益乘数; (2) 资产净收益率。其中, 对于财险企业而言, 后者是其运营更为偏重的因素; 对于寿险企业而言, 权益乘数是其运营更为偏重的因素。

从中国再保险整体来看, 公司受益于寿险业务的扩张, 权益乘数持续上涨, 但资产净收益在持续下降, 压低 ROE。

表 10: 净资本盈利情况分析

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
权益乘数 (资产/净资产)	3.5	4.6	2.9	3.2	3.9
资产净收益率 (资产收益率-资金成本)	3.1%	2.8%	2.5%	2.2%	1.3%
ROE (加权平均)	10.9%	13.0%	7.3%	7.2%	4.9%

资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理 (2016 年实施的偿二代对数据口径有所影响, 但不影响整体分析)

分业务来看, 从中国再保险的准备金结构出发, 公司寿险业务及财险业务的准备金规模基本各占负债 30% 左右。那么从负债成本的角度出发, 目前寿险业务和财险业务对于中国再保险的影响是相当的。而正如我们在上文中所阐述的, 财险业务的战略导向和寿险业务的战略导向是不同的, **所以中国再保险的 ROE 结构在未来的变化趋势中有三种可能:**

(1) 寿险业务继续快速扩张, 中国再保险将越来越趋近于中国平安和中国太保等以寿险为主导的大型保险集团, 如此中再未来发展的重点就在于迅速扩张, 提升权益乘数, 同时资产净收益率持续降低;

(2) 坚持以财险业务为主导, 在负债端深耕财险直保及再保险业务, 持续提升浮存金, 且保持财险综合成本率于低位, 以保障资产端低成本资金的供给; 同时, 在资产端建立自己的资产管理风格, 即与寿险的大类资产配置风格区别开来, 适当地主动管理高收益资产, 获得较高的投资收益。

(3) 财险业务和寿险业务同时正常扩张, 但受业务特征的影响, 这种发展路径最终大概率会演变成第一种可能, 即寿险业务逐渐成为主导。

表 11: 负债中各业务线准备金结构

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
长期人身再保险合同	50,858,100	35,727,403	45,187,377	74,345,564
短期人身再保险合同				
—未决赔款准备金	1,748,827	2,252,465	3,089,656	4,419,260
—未到期责任准备金	865,936	1,627,629	2,174,635	3,706,513
财产再保险合同				
—未决赔款准备金	23,375,114	24,440,279	23,591,122	29,619,237
—未到期责任准备金	9,307,255	7,604,672	7,477,248	9,250,581
财产原保险合同				
—未决赔款准备金	7,297,004	6,581,062	7,488,341	14,137,101
—未到期责任准备金	10,538,873	12,054,421	14,237,126	18,362,178
财产险合同负债	50,518,246	50,680,434	52,793,837	71,369,097
—总负债占比	20%	36%	32%	28%
人身险合同负债	53,472,863	39,607,497	50,451,668	82,471,337
—总负债占比	21%	28%	30%	33%

资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 千元), 2016 年实施的偿二代对数据口径有所影响, 但不影响整体分析)

股价表现：估值水平与 ROE

中国再保险自上市以来，估值水平持续降低，PB 水平从最初的 1.0 倍降至 0.57 倍。这反映着投资者对公司股东净资产回报率的预期。

投资者投资股票，最本质的追求是股东净资产的回报率。中国再保险的股价表现即是对此最好的诠释。随着中国再保险 ROE 的持续降低，估值水平就相应持续回落。

中国再保险的 ROE 从 2015 年的 13.0% 降至 2018 年的 4.9%，而 PB 水平从相应的 1.0 倍降低至 0.57 倍，如此使得公司的 ROE/PB 围绕在 10% 左右，恰好等于投资者对一般股票的投资回报要求。从这个角度出发，中国再保险当下的估值水平是合理的。

净资产估值水平位于低位

截至 2018 年末，中国再保险的归属于母公司股东权益合计约为 783 亿元，其中中再财险的净资产为 186 亿元，中再寿险的净资产为 142 亿元，中国大地保险的净资产为 253 亿元。按照持股比例，中再占有中国大地保险的净资产 160 亿元。

鉴于人身险业务的估值已经有内含价值可以参考，我们先估算该业务的市场价值。根据数据，公司人身险业务的内涵价值达到 218 亿元，其中经调整的净资产价值为 164 亿元，占比达 75%，而扣除偿付能力成本后的有效业务价值仅为 54 亿元，占比约 25%。由于人身险业务的有效业务价值占比较低，我们给与其较保守的估值水平。假设该业务的 P/EV 水平在 0.6 倍到 0.75 倍之间，则人身险业务的市场估值为 142 亿到 164 亿元之间。

假设目前港币对人民币的汇率为 0.9，则截至 2019 年 10 月 11 日，中国再保险的股票市值为 479 亿元。同时，按照持股比例推算，中再旗下财险业务的净资产总共为 344 亿元。

综合以上数据，中再旗下财险业务的 PB 估值水平在 0.98 到 0.91 倍。故从净资产估值的角度出发，中再旗下的业务估值基本处于低位。

投资建议

综上所述，中国再保险未来的估值水平关键在于两个因素：（1）当期 ROE；（2）ROE 的长期趋势。短期而言，鉴于以下三个因素，我们看好中国再保险的利润修复：（1）股票市场表现好于 2018 年，利于公司的利润修复；（2）巨灾、偿二代等对财险不利的影响正逐渐减少；（3）寿险保障业务的扩张、财险行业整顿、税收政策等有利的影响正逐渐加大。

我们预计公司 2019 年-2021 年的 EPS 分别为 0.13/0.15/0.17 元，ROE 分别为 7.0%/7.2%/7.9%。考虑到公司目前的 PB 倍数为 0.57 倍，以及 2019 年的 ROE 预期，中国再保险 2019 年对应的 ROE/PB 为 12.28%。

我们假设投资者对中国财险股权的要求回报率为 9%-10% 之间，且中国再保险的 ROE/PB 将会趋近于这个区间，则我们预估 2019 年对应的 PB 将会提升至 0.70-0.78 之间，且对应的目标价将会处于 1.55-1.72 港元之间。

综上所述，我们认为中国再保险的投资价值明显，给与“买入”评级。

中国财险

为了保持报告逻辑的紧密性，对于中国财险，我们仍然结合上文的角度，简要分析其投资价值。

鉴于中国财险的业务在一年左右，我们对中国财险的投资分析将聚焦在其 ROE 及 ROE 中短期的趋势上。

就中国财险的 ROE 趋势而言，其权益倍数逐渐回落至 4.0 倍上下。与美国的财

险企业比较，其权益乘数处在均位数，即就中国财险的权益规模而言，其目前的整体规模处在同业的均位数。

表 12: 中国财险的 ROE 结构

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
ROE (扣除/摊薄)	22.8	22.9	18.4	17.6	20.1	15.1	14.9	10.9
权益乘数	7.6	6.4	5.6	4.3	3.9	4.0	3.9	3.9
资产净收益	3.02	3.58	3.31	4.13	5.20	3.79	3.78	2.81

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们将财险业务的 ROE 进一步拆解成四因子: 我们将财险企业拆解成资产端和负债端, 其中资产端对应投资收益率和相应的杠杆倍数, 负债端对应承保利润率和对应的杠杆倍数。数据口径略有不同, 但不影响整体分析。

$$\begin{aligned}
 \text{ROE} &= \text{承保利润率} \times \text{承保业务杠杆} + \text{投资收益率} \times \text{投资业务杠杆} \\
 &= \text{承保利润率} \times (\text{已赚保费} / \text{净资产}) \\
 &\quad + \text{投资收益率} \times (\text{投资资产} / \text{净资产})
 \end{aligned}$$

我们分资产端和负债端来分析中国财险: 在投资业务方面, 近几年投资业务杠杆和投资收益率皆在持续下滑, 或体现出投资业务过于保守的配置风格; 承保业务方面, 受车险费用率提升以及巨灾等因素不利影响, 公司在 2018 年的表现并不理想, 但承保利润率仍然持续为正, 凸显公司在财险业务方面强大的风控能力以及竞争优势。

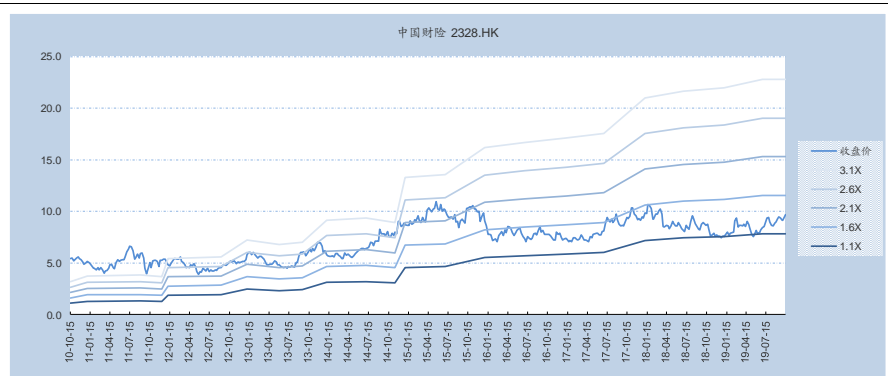
表 13: 中国财险 ROE 四因子拆分

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
承保利润率 (A)	2.26%	6.02%	4.88%	3.26%	3.45%	3.52%	1.86%	3.01%	1.54%
承保业务杠杆 (B)	5.0	3.8	3.4	3.2	2.5	2.2	2.3	2.3	2.4
投资收益率 (C)	3.4%	2.4%	3.7%	4.2%	5.2%	6.7%	5.2%	5.3%	4.7%
投资业务杠杆 (D)	6.1	5.4	4.8	4.2	3.4	3.2	3.2	3.1	3.1
税前 ROE=AxB+CxD	31.84%	35.57%	34.37%	28.02%	26.22%	28.95%	20.87%	23.54%	18.12%
税后 ROE	22.37%	26.76%	25.82%	20.51%	21.10%	22.44%	15.79%	15.69%	11.30%

资料来源: 公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

我们认为就目前的股价及估值水平而言, 中国财险具有长期的投资价值。公司复利的效应不容忽视: 承保业务的规模优势足, 风险管理能力强, 可以长期为资产端提供负成本的浮存金, 而资产端目前整体保守, 尚有很大的上升空间。

图 15: 中国财险股价及估值水平走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (前复权)

我们预测中国财险在 2018 年对应的 EPS 分别为 1.04/1.16/1.39 元, 对应的 ROE 分别为 15.12%/14.13%/14.32%, 对应的 PB 分别为 1.1/0.9/0.8。如此, 则 2019 年的 ROE/PB 预计为 13.74%, 高于一般投资者对于股票的要求回报率。

鉴于全球即将进入货币政策宽松的周期, 我们假设投资者对中国财险股权的平

均要求回报率为 9%-10%之间，且中国财险的 ROE/PB 将会趋近于这个区间，则我们预估 2019 年对应的 PB 将会提升至 1.52-1.68 之间，对应的目标价将会处于 12.34-13.64 港元之间。

综上所述，我们调高中国财险的评级至“买入”。

风险提示

- (1) 巨灾等自然风险；
- (2) 通货膨胀风险；
- (3) 贸易战等经济系统性风险上升，致使投资者风险偏好大幅下降。

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