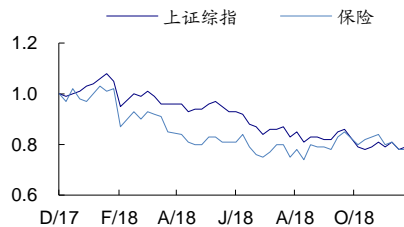


一年该行业与上证综指走势比较



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

行业专题

寿险：值所归处，价所往矣

● 主要结论：投资机会凸显，寿险企业估值将提升

四大 A 股寿险企业的寿险业务 P/EV 长期徘徊在 1 倍左右，基本未给予增量利润溢价，同时亦未考虑其因业务质量逐渐趋优而应有的溢价。我们认为：寿险企业的估值水平将提升，即寿险业务的保障型产品占比更高，其业务盈利的能力越强（新业务价值率高），同时盈利的稳定性亦更高（死差及费差占比越高），进而其被给予的估值水平就应更高。四大 A 股险企近年来回归保障的趋势明显，有助于其未来估值溢价的长期提升。

● 投资价值：由非利差提升带来的盈利稳定性

我们主要从三差的角度来讲解寿险业务的独特投资价值：死差和费差占比提升所带来的盈利稳定性。死差和费差，顾名思义，天然与经济的短期波动不相关，由此两者产生的利润较利差更为稳定。而我国寿险行业目前正处于回归保障的转型阶段，未来死差和费差的占比将持续提高。

● 行业聚焦：成长空间大，竞争格局利龙头

保守测算，国内目前保险行业的绝对发展水平大约需要 20 年才能达到美国和日本在 2014 年的水平；同时，行业整体的保费收入或有将近 4 倍的成长空间。另一方面，在价值回归以及监管更加精细化的环境下，中小寿险企业未来的运营压力以及资金压力都会尤其甚，所以我们看好龙头未来市场份额的提升。

● 个股选择：四大 A 股寿险企业转型成效显著，投资机会凸显。

相较于传统会计框架，内含价值框架更能体现出寿险业务的长期权益投资价值。在该框架内，新业务价值率是前瞻性判断寿险价值回归的首要指标。目前，四大 A 股寿险企业在价值回归的转型中成效显著，业务质量更高，但估值水平却长期维持以往，投资机会凸显。

● 投资建议

沿着保障型业务的边际改善逻辑以及相应寿险企业的估值情况，我们重点推荐的险企标的及顺序是：价值提升持续稳定的中国太保和中国平安，估值弹性和业绩弹性强的新华保险，以及结构性价值改善的中国人寿。

● 风险提示

(1) 消费者对保障型产品的购买意愿受短期经济波动的影响超出预期；(2) 未来的利差损超出预期；(3) 资本市场利率走低的影响超出预期；

重点公司投资评级及业绩预测

名称	价格	P/EV (集团, 倍)			NBV (倍)			投资评级
		17A	18E	19E	17A	18E	19E	
中国太保	31.48	1.0	0.9	0.7	-0.15	-1.84	-3.25	买入
中国平安	64.25	1.5	1.3	1.1	4.34	2.90	0.85	买入
新华保险	44.31	0.8	0.7	0.6	-2.05	-4.08	-5.77	买入
中国人寿	22.01	0.8	0.7	0.6	-2.63	-4.44	-5.70	买入

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

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

投资摘要

关键结论与投资建议

价值转型下，寿险业务有其独特的投资价值，即其盈利的相对稳定性与盈利能力是同时提高的。目前，在监管的督促下，内资四大险企的寿险业务正在逐渐向价值率高的保障型业务转型，即规模的增长更注重质量的改善，未来盈利的占比中死差和费差的占比会逐渐升高，提升各公司寿险业务盈利的稳定性，进而降低各公司盈利的市场风险敞口，同时保障型产品占比的提升带动新业务价值率的改善，公司的盈利能力得到提高。

结合公司股价和估值，我们依据各公司寿险业务的边际改善预期及其目前股价依次推荐：中国太保、中国平安、新华保险、中国人寿。

核心假设或逻辑

第一，盈利的稳定性越强，其享有的估值水平应越高。

第二，目前国内资本市场对短期利率的波动预期十分不确定，寿险业务随着其死差和费差盈利占比的提升，避险价值更加凸显。一方面，美国加息进程激进，年末预计第四次加息，远超年前的三次加息预期，给国内以及香港的资本市场带来不小的加息压力；同时，国内自年初至今已经降准三次，加大了未来短期内国内资金利率的波动预期。中短期内，金融市场仍将成为利率风险的放大器，波动剧烈。

第三，行业成长性充足，但目前国内上市险企的估值普遍较低，未凸显寿险业务未来的价值回归溢价和成长溢价。

第四，对于目前的竞争环境而言，寿险业务价值转型更显必然。当下寿险行业竞争激烈，以往销售的部分产品保障性有限，其盈利中费差的调整空间有限，同时死差的盈利常常为负，导致行业内大部分寿险产品仍主要以利差的盈利为第一来源。如此，保险行业未来回归保障，才能更为健康地发展。

第五，各大寿险公司的未来估值水平，值得期待。目前内资四大上市险企的寿险业务，其新业务价值率的提升，即质量的提升已经形成趋势，且已经带动部分险企的新业务价值在规模上的快速增长，各大险企值得估值溢价。

与市场预期不同之处

第一，原保监会在 2017 年出台了规范人身险产品开发设计的通知，禁止了短交快返型等理财色彩强烈的寿险产品的销售，进一步促进了寿险行业的价值回归。虽然这个政策在一定程度上压制了未来短期内保险行业的保费收入，但从另一个角度来看，中小型寿险企业未来通过销售理财型产品快速扩张规模的路径或越走越窄，**寿险龙头企业的行业地位或将更加稳固**。同时，在监管部门的督促下，寿险龙头企业的价值回归趋势将愈发稳固，**有利于其未来盈利能力的持续提升**。

第二，我们看好未来龙头寿险的市场份额。随着偿二代的逐步落实，以及监管对于保险行业更加审慎的管控，将促使保险行业的资金成本进一步上升，其中久期长的寿险行业尤甚。中小型寿险企业未来的突围之路将更为险阻。

第三，目前美国的寿险行业保费增长十分缓慢，部分龙头寿险企业的寿险业务频频亏损，部分甚至剥离寿险业务。此现状导致国内很多从业人员和投资者看淡我国寿险行业的未来。但事实是我国目前的人均 GDP 仍然很低，寿险产品的覆盖水平也十分不充足，所以我们认为寿险行业的成长空间仍在，投资价值也仍在。即使未来我国寿险行业真的要面临这般不利局面，成熟保险行业应有的强大流动性也利于保护投资人的利益。

第四，我们的分析框架是“业务质量提升（长期保障型产品的提升）→（逐渐体现在）新业务价值率→（公司整体运营逐渐转型成功）高质量的业务规模增速”。

聚焦新业务价值率的改变，反推公司的业务质量提升的趋势，进而前沿性的预估由此带来的更高质量的规模提升。

股价变化的催化因素

第一，**估值推动**：寿险业务的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，目前美国及国内金融市场受利率影响，在中短期内难以稳定，凸显了高质量寿险业务的避险价值。

风险提示

第一，短期内经济的震荡影响居民的消费行为，使得居民购买带有重大风险保障之寿险产品的意愿降低，或导致寿险业务质量的边际改善无法有效的传导至规模层面，形成增质不增量的局面，对投资者的相关投资预期形成压制。

第二，上市险企公司的价值转型趋势不稳固。

第三，目前上市险企的盈利来源中，利差占比仍然具有一定空间，所以短期内投资者对其的市场风险敞口仍然未能轻视，进而影响投资者对公司价值回归趋势的预期。

内容目录

投资价值：非利差提升的稳定性	7
利源的分析角度	7
寿险业务的独特投资价值：盈利稳定性	10
行业聚焦：成长性充足，龙头更优	13
保险行业发展程度测算	13
保险行业潜在保费测算	14
行业争“量”，龙头重“质”：龙头价值凸显	16
寿险前景靓丽，龙头更优	17
个股选择：内含价值框架下的价值回归	20
经济价值的估值方式：内含价值	20
内含价值的增长：存量和增量	21
追寻的重点：新业务价值率	23
价值回归提升估值的案例：友邦保险	25
避险价值凸显+成长性确定+价值回归，推荐寿险龙头	29
寿险龙头投资机会及股价表现	29
上市寿险企业内含价值的基本情况	30
各上市寿险企业的价值回归情况	34
投资建议	39
风险提示	39
国信证券投资评级	40
分析师承诺	40
风险提示	40
证券投资咨询业务的说明	40

图表目录

图 1: 寿险业务利润来源.....	8
图 2: 寿险产品的分类.....	10
图 3: 中国平安长期保障型业务的三差占比 (2017 年).....	11
图 4: 中国平安长期保障型业务的三差占比 (2016 年).....	11
图 5: 德国某定期寿险的利润来源.....	11
图 6: 德国某储蓄型寿险产品的利润来源.....	12
图 7: 2014 年全球部分国家和地区保险深度.....	13
图 8: 2014 年全球部分国家和地区保险密度 (单位: 美元).....	13
图 9: 2000-2016 中国保险深度.....	14
图 10: 2000-2016 中国保险密度 (单位: 人民币).....	14
图 11: 保障型寿险、健康险及储蓄型产品投资款收入近期数据.....	16
图 12: 内资险企上市公司 (寿险业务) 新业务价值率.....	17
图 13: 国内寿险和非寿险情况.....	18
图 14: 国内财险和人身险保费占比.....	18
图 15: 内含价值评估框架.....	20
图 16: 内含价值分析框架.....	23
图 17: 2017 年各典型寿险产品线新业务价值率.....	24
图 18: 2016 年各典型寿险产品线新业务价值率.....	24
图 19: 各上市险企股价表现.....	25
图 20: 各上市险企内含价值增速.....	25
图 21: 各上市险企寿险新业务价值率.....	26
图 22: 各上市险企寿险新业务价值同比增速.....	27
图 23: 各上市险企寿险的总投资回报率.....	28
图 24: 中国太保估值水平及股价表现.....	29
图 25: 中国平安估值水平及股价表现.....	29
图 26: 新华保险估值水平及股价表现.....	29
图 27: 中国人寿估值水平及股价表现.....	29
图 28: 中国太保寿险新业务价值率.....	34
图 29: 中国太保寿险业务首年保费.....	34
图 30: 中国太保各渠道保费占比.....	34
图 31: 中国太保个险渠道结构.....	34
图 32: 中国平安寿险新业务价值率.....	35
图 33: 中国平安首年保费.....	35
图 34: 中国平安寿险 (包括健康险等) 规模保费渠道占比.....	35
图 35: 中国平安个险渠道规模保费收入占比.....	35
图 36: 新华保险各渠道保费占比.....	37
图 37: 新华保险个险渠道结构.....	37
图 38: 新华保险新业务价值率.....	37
图 39: 新华保险首年保费.....	37
图 40: 中国人寿各渠道保费收入占比.....	38
图 41: 中国人寿个险渠道保费收入占比.....	38
图 42: 中国人寿新业务价值率.....	38
图 43: 中国人寿首年保费.....	38
表 1: 美国寿险龙头及国内寿险龙头总投资收益率.....	7
表 2: 中国平安三项业务收入占比 (单位: 百万元).....	9
表 3: 中国人寿三项业务收入占比 (单位: 百万元).....	9
表 4: 中国太保三项业务收入占比 (单位: 百万元).....	9
表 5: 新华保险三项业务收入占比 (单位: 百万元).....	9
表 6: 各国人均 GDP8000 美元之后 20 年涨幅倍数.....	14
表 7: 总保费测算.....	14
表 8: 保险行业国际比较.....	17
表 9: 国内寿险行业竞争格局 (原保费规模).....	18
表 10: 美国寿险市场竞争格局 (直接保费规模).....	19
表 11: 中国太保 2015-2017 年内含价值数据 (单位: 百万).....	21
表 12: 友邦保险与其他可比标的的估值情况.....	27

表 13: 各上市险企内含价值主要假设 (2017 年)	30
表 14: 一年新业务价值敏感性分析对比	31
表 15: 有效业务价值敏感性分析对比	31
表 16: 中国太保内含价值敏感性分析	31
表 17: 中国平安内含价值敏感性分析	31
表 18: 新华保险内含价值敏感性分析	32
表 19: 中国人寿内含价值敏感性分析	32
表 20: 内含价值历年变化的结构分拆 (平均值)	32
表 21: 中国太保内含价值历年变化的结构分拆	33
表 22: 中国平安内含价值历年变化的结构分拆	33
表 23: 新华保险内含价值历年变化的结构分拆	33
表 23: 中国人寿内含价值历年变化的结构分拆	33
表 25: 中国太保新业务价值率增速和 EV 增速	35
表 26: 中国平安新业务价值率增速和 EV 增速	36
表 27: 平安寿险及健康险估值水平 (单位: 百万)	36
表 28: 新华保险新业务价值率增速和 EV 增速	37
表 29: 中国人寿新业务价值率增速和 EV 增速	38
表 30: A 股险企的 P/EV 以及友邦保险	39

投资价值：非利差提升的稳定性

利源的分析角度

对于寿险业务的盈利来源分析，业界通常有三种角度：（1）国内最早由原保监会提出的三差视角，即寿险业务盈利可以通过死差、费差、利差等三个因素来分析；（2）寿险业务单独作为资金中介，其盈利为总体资产投资收益减去总体资金成本；（3）寿险业务的利润可向下分拆为承保利润、投资收益、资产管理费收入。因为第二种角度中的资金成本难以精确计算，且利率的微小变化就能导致结果的南辕北辙，实践性不强，故我们在此篇报告中主要采用第一种和第三种方法。

（1）第一个角度：从理论上讲，在一个完全竞争的市场中，寿险公司在定价产品之时根据精算师对一系列定价因子的假设，特别包括未来利率、死亡率、费用等，产品的预期利润为0，即保单的预期保费收入现值等于保单的预期支出的现值。但在实践中，这些假设通常隐含着一个假定的不确定的正利润，有时这个正利润的假定是明确的。未来，随着时间的变化，现实中的各个定价因子在波动，早先预期的保单收入和保单支出与实际情况往往并不相等，于是保单就出现了不确定的利润。这时，利润的变化便可基本拆分为三个部分，即三差：死差、费差、利差。

$$\text{死差} = \text{预期死亡赔付} - \text{实际死亡赔付}$$

$$\text{费差} = \text{预期经营费用} - \text{实际经营费用}$$

$$\text{利差} = \text{保险准备金} \times (\text{实际投资收益率} - \text{定价折现率})$$

如果以上三差在现实中为正，那么保单即通过死差益、费差益、利差益给公司创造了利润。在现实中，许多公司为了多签保单，一味扩张规模，就会在寿险产品定价时过于激进，以较低的保单价格承担较高的风险，通过高估未来的投资收益率导致利差损，或低估人身风险（广义）导致死差损，或低估经营费用导致费差损，从而给公司带来亏损。

回到现实的分析当中，三差的分析思路有很大的应用价值。

比如，投资者预期随着长期GDP增速的下滑，未来市场利率会逐步趋于回落，寿险公司会因为以往签下的高预期利率保单而出现大面积的利差损。但我们并不如此认为。

国内目前的实际GDP增速仍在6.5%左右，但是寿险公司的长期投资收益率却在5.5%的低位徘徊，比较发达国家保险公司的收益率，国内寿险公司的投资收益率未来仍有较大回旋空间。美国的资本市场发达，其历来是各国保险公司的投资目的地，其现阶段的实际GDP增速在3%左右，但美国寿险公司的长期投资收益率仍在4.5%左右。国内投资者对于国内险企的未来投资收益率不必过于悲观。

表 1：美国寿险龙头及国内寿险龙头总投资收益率

	2017年各市占率排名	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
MetLife	1	5.60%	5.61%	5.49%	5.40%	4.64%	4.44%	4.39%
Prudential Financial	2	4.97%	4.66%	4.40%	4.48%	4.18%	4.17%	4.30%
中国人寿	1	3.5%	2.8%	4.9%	5.4%	6.2%	4.6%	5.2%
中国平安	2	4.0%	2.9%	5.1%	5.1%	7.8%	5.3%	6.0%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

(2) 第三个角度：根据寿险公司的利润表科目，寿险公司主要通过保险业务和投资业务创造价值，其主要利润来源有三个：承保利润、投资收益和管理费收入。承保业务创造承保利润，其与保费收入正相关，与赔付金额和费用负相关。投资收益为资产投资利差，即资产投资收益减去资金成本。管理费收入由提供资产管理服务所得，是资产管理规模的管理佣金，其管理资产目前主要为由投资连接险业务产生的独立账户。

该分析框架十分适用于寿险业务的分析，可以帮助分析(1)所有的寿险产品的盈利来源，同时(2)理清各业务之间的轻重关系。

(1) 寿险产品可从两个角度来划分：保障型和储蓄型。保障型产品，包括定期寿险、意外伤害保险、医疗费用保险，其主要利润来源为承保利润，死差占比高。终身、可变保险、养老保险等兼具保障和储蓄的保险，其利润来源同时包含承保利润和投资利差。分红险、万能险等提供保底投资收益率、以投资或分红为主的保险产品，其主要利润来源为投资收益。而投资连结保险、可变递延年金等投资性保险产品，其由独立账户管理的保费部分占比大，其利润来源以资产管理费收入为主。

(2) 承保业务是寿险公司的根本，且盈利稳定性较强，对于市场利率的风险敞口较小；而投资业务的资产规模依赖于寿险业务的负债增长，同时其盈利的稳定性和管理费收入的稳定性皆较弱，对市场风险的敞口较大，受市场波动的影响极深。所以，承保业务才是寿险公司的核心比较优势，赋予整个与众不同的 β ，而高质量的承保业务则更加赋予个股公司更高的溢价，即 α 。

图 1：寿险业务利润来源



资料来源：瑞士再保险，国信证券经济研究所整理

资产管理费用占比较小，来源于部分储蓄型保险产品和无重大风险保障的保险产品，包括投连险产品和万能险产品等，其收入大小与被委托管理的资产规模成正比。虽然此类产品的利率风险及市场风险主要由保单持有人担负，但此类保单的退保风险极大，尤其是在股票市场波动大的时候。一旦股票市场和债券市场出现大的波动，或者市场利率以及通货膨胀出现大的波动，该类的保单退保率就会受到非常大的影响，所以寿险公司的资产管理费有时极不稳定。同样的，寿险公司储蓄型保单业务的盈利会受到资本市场波动的影响而显现出不稳定的状态，其利率风险敞口为其主要风险，会受保单持有人的退保行为以及金融市场动荡的双重影响，而这两个因素直接受市场利率及通货膨胀的影响。

承保业务是寿险公司投资价值的真正来源，其相对回报高，盈利稳定性强。保障型的承保业务实乃寿险公司的比较优势之所在，保障型产品的盈利主要受到死差和费差的影响，利差占比极小。由于保障型产品的保单有效期往往长达十年、二十年、五十年、甚至更长，寿险公司为了对冲资产和负债的久期风险会因此而选择投资更多的固定收益债券并且持有至到期，从而极大的减小了寿险公司的利率风险敞口，所以保障型业务占比越高，公司在盈利中死差和费差等非市场性利润来源占比则更多，从而使得寿险公司的盈利更加稳定。从这个角度来看，当股票市场以及债券市场因为利率波动或者通货膨胀波动而出现极度不稳定的情况下，拥有更多保障型承保业务的寿险公司将表现出更加稳定的盈利表现，对投资者来说其股票的避险性越高。所以对于整个行业来讲，寿险行业拥有较为稳定的盈利能力，拥有不同于一般周期性行业的 β 。

表 2：中国平安三项业务收入占比（单位：百万元）

中国平安	2016 年	2016 年占比	2017 年	2017 年占比
已赚保费（总）	441,620	80%	572,990	78%
投资收益	109,678	20%	155,919	21%
投连管理费收入及投资合同收入	2,557	0.5%	2,341	0.3%

资料来源:公司历年财务报告，国信证券经济研究所整理

表 3：中国人寿三项业务收入占比（单位：百万元）

中国人寿	2016 年	2016 年占比	2017 年	2017 年占比
已赚保费（总）	426,230	76%	506,910	81%
投资收益	134,983	24%	120,831	19%
非保险合同账户管理费收入	826	0.1%	563	0.1%

资料来源:公司历年财务报告，国信证券经济研究所整理

表 4：中国太保三项业务收入占比（单位：百万元）

中国太保	2016 年	2016 年占比	2017 年	2017 年占比
已赚保费（总）	134,899	77%	172,345	78%
投资收益	40,444	23%	46,720	21%
第三方管理费收入	802	0.5%	962	0.4%

资料来源:公司历年财务报告，国信证券经济研究所整理

表 5：新华保险三项业务收入占比（单位：百万元）

新华保险	2016 年	2016 年占比	2017 年	2017 年占比
已赚保费（总）	111,547	77%	107,928	75%
投资收益	34,011	23%	35,649	25%
非保险合同业务服务收入	88	0.1%	62	0.0%

资料来源:公司历年财务报告，国信证券经济研究所整理

寿险业务的独特投资价值：盈利稳定性

保险公司的承保业务指的是保险公司成功售卖保险产品，获取保费，为保单持有人提供相应的风险对冲保障。理论上讲，众多保单之间的风险关系基本独立，而正是这种风险的独立性，使得保险公司通过大量的签发保单，从量变导致质变，实现其整体风险的中性，亦使其整体风险可以通过统计方法而实现有效的预测。不过，如许多数理结论一样，该理论所示的结果，是在许多苛刻的假设条件下才可实现，甚至理论从业者都不知道某些假设条件的具体区间，所以对于如何理解承保业务的价值，这个理论对许多投资者和行业从业者的指导价值一般。

我们认为以下的金融理论可以帮我们更好的理解寿险业务的价值，即相同的回报率之下，盈利更加稳定的投资机会享受更高的估值溢价。寿险业务的核心价值，来源其盈利的稳定性。

为了更好的理解寿险业务盈利的稳定性，我们首先来理解寿险业务的根本，即寿险产品。首先，我们从保单购买人的角度来理解寿险产品，寿险产品可以由两个属性来解析，即保障型和储蓄型。

图 2：寿险产品的分类

	保障型	储蓄型	
产品	定期寿险 团体寿险 失能 长期护理 重疾 派息年金 非健康年金	终身寿险 万能寿险 可变寿险 养老保险 联寿-寿险-年金	固定和可变递延年金 投资连结储蓄 保证利息合同 固定缴费养老产品
保险公司的主要风险	死亡 疾病 长寿 失败	死亡 疾病 长寿 失败 利率 股市 通胀	利率 股市 通胀 退保
盈利主要来源	承保业务 投资收益	承保业绩 投资收益	投资收益 管理费收入

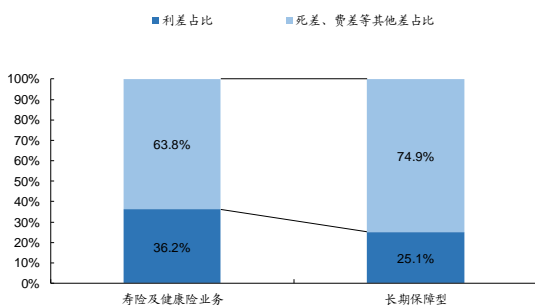
资料来源：瑞士再保险，国信证券经济研究所整理

保障型寿险产品

纯保障性的寿险产品包括定期寿险、终身寿险等，重在风险保障属性，其购买的意义是当家庭的经济支柱一旦出现意外，保险产品可以提供余下的经济来源支持，覆盖整个家庭的未来开支包括未成年子女的教育开支、家庭成员的医疗开支等，以帮助家庭在其他成员成长为新经济来源之前实现平稳的过渡。社会对于这种纯保障型寿险产品的需求是刚性的，同时其对于整个社会的稳定和发展有着重要的意义。从这种意义上来讲，保险公司在伦理上是“大而不可倒”的金融企业，保障着社会的“道德底线”。

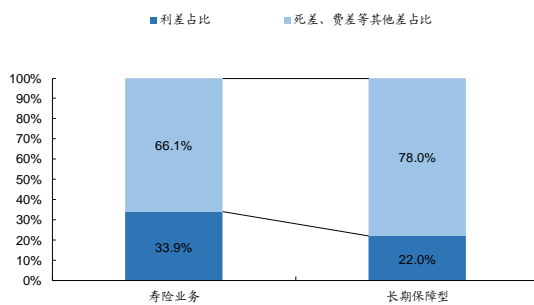
从投资者的角度来讲，承保业务是寿险公司真正的投资价值，那么保障型寿险产品即是寿险公司的价值核心。保障型寿险产品的盈利最稳定，其盈利来源主要为费差和死差，而非利差。由于费差和死差为非市场性因素，所以保障型寿险产品的市场风险敞口很小。当资本市场由于利率或贸易冲突等原因而大幅波动，保障型产品的盈利仍然十分稳定。

图 3: 中国平安长期保障型业务的三差占比 (2017 年)



资料来源: 中国平安 2017 年年报, 国信证券经济研究所整理

图 4: 中国平安长期保障型业务的三差占比 (2016 年)



资料来源: 中国平安 2016 年年报, 国信证券经济研究所整理

通过对发达国家定期寿险产品的长期盈利来源分析可知, 定期寿险产品的盈利长期稳定。其盈利的主要来源包括管理和开发费差、人身风险、投资, 其中费差和死差产生的盈利占比长期稳定在 90% 以上, 对寿险产品的稳定性贡献十分显著, 而投资收益占比十分有限, 长期保持在 5% 以下, 体现出保障型寿险产品的盈利不仅稳定, 而且受市场影响较小, 包括在 2008 年金融危机期间和 2001 年的互联网泡沫期间。

图 5: 德国某定期寿险的利润来源



资料来源: 瑞士再保险, 国信证券经济研究所整理

储蓄型寿险产品

纯储蓄型寿险产品是寿险公司开发的基本无特大风险保障而重在储蓄功能的一类金融产品, 包括投资连结储蓄、可变递延年金等。纯储蓄型寿险产品盈利的主要风险包括市场利率风险、通胀风险、退保风险、金融市场风险, 其主要的利润来源为投资收益, 所以纯储蓄型寿险产品的市场波动风险敞口极大。一旦金融市场不稳定, 或者市场利率出现大幅的上升, 许多持保人便会选择退保, 在扣除退保费之后将资金投入在更高的收益产品上; 同时, 未有失效的保单, 即持保人没有选择退保的保单, 会直接面临利率波动的风险, 成为保险公司和持保人的整体收益中极不稳定的

因素。

我们根据发达国家的储蓄型寿险产品的长期利润来源表现可以看出，储蓄型寿险产品相较保障型寿险产品，其总体盈利表现出极不稳定的状态。其盈利来源以投资收益为主，受股票市场和债券市场的影响极大，即其市场风险敞口极大。在盈利表现上，其与总体金融市场表现出一致的波动性，所以储蓄型寿险产品对寿险公司的盈利在稳定性方面基本没有贡献。下图即显示出，在2001年的互联网泡沫破裂之后，其对储蓄型寿险产品的盈利业绩造成极大的影响。

图 6：德国某储蓄型寿险产品的利润来源



资料来源：瑞士再保险，国信证券经济研究所整理

所以，我们认为寿险行业的保障型产品占比越高，其盈利的稳定性越强，如此在金融市场总体出现大的波动之时，寿险行业的避风港作用越强，体现出行业的β价值，行业因此值得更高的溢价。进一步的，寿险公司的保障型寿险业务更优质，体现出其个股的α价值，公司因此值得更高的溢价。

行业聚焦：成长性充足，龙头更优

保险行业发展程度测算

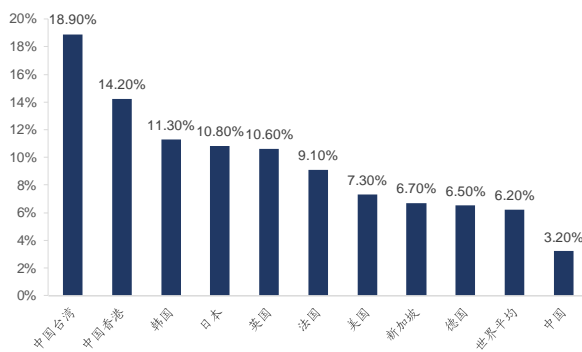
行业内一般使用两个指标来衡量各国保险行业的发展阶段和发展水平，即保险深度和保险密度。保险深度等于一个国家当年保费与当年 GDP 的比率，保险密度等于该国当年保费与总人口的比值，其分别用于衡量国家之间保险业的相对发展水平和绝对发展水平。

$$\text{保险深度} = \text{国内总保费} / \text{GDP}$$

$$\text{保险密度} = \text{国内总保费} / \text{总人口}$$

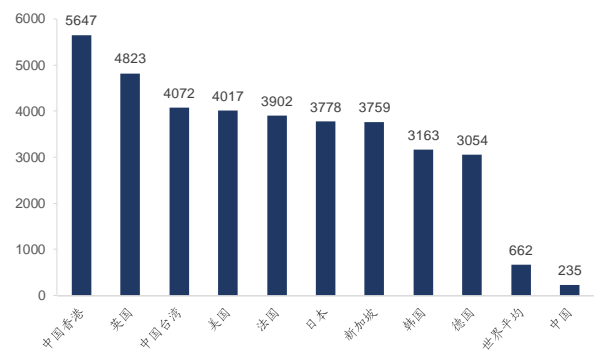
用保险密度来衡量我国与其他国家之间的保险业发展，我国保险业的整体发展空间还非常巨大。根据 2014 年的行业数据，西方发达国家中，英国的保险密度较高，是我国目前的 20 倍左右；德国的保险密度，是我国的 14 倍左右。

图 7：2014 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 8：2014 年全球部分国家和地区保险密度 (单位：美元)



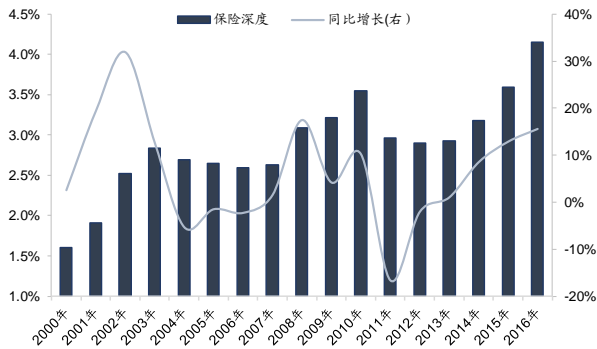
资料来源：Sigma，国信证券经济研究所整理

按照目前国内保险行业的平均发展速度，国内至少需要 20 年，才能赶上西方国家在 2014 年的保险覆盖水平。根据原保监会 2011-2016 年的行业数据，中国保险深度平均每年增长约 3%，即中国的总保费平均每年增长幅度要超过国内名义 GDP 增长幅度的 4%。假设中国保险深度按照 4% 的平均幅度增长 20 年，则到 2036 年中国的保险密度达到 7.5%，表示届时中国保险行业的相对发展水平与 2014 年的美国处于同一水平。

同时，中国保险密度在 2011 年-2016 年的平均增长幅度为 13%。假设中国保险密度按照这个增长幅度继续扩张 20 年，并且假设汇率为 6.7，则到 2036 年中国的保费密度达到 3855 美元，显示中国保险行业的绝对发展水平处于美国和法国之间。

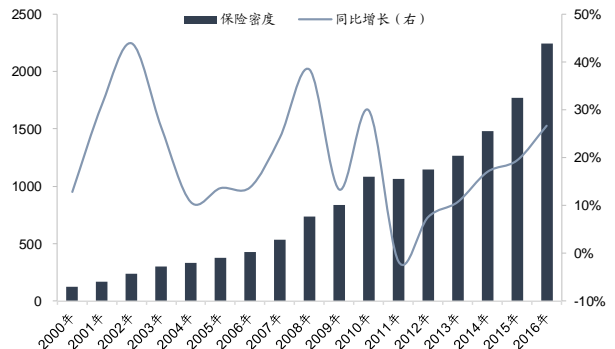
以上计算结果或相对保守，未来行业的发展速度大概率将比以上假设要略低。首先，国内 GDP 的长期增速会逐渐下滑至新的平衡水平；其次，偏投资的储蓄型产品，包括万能险和投连产品，拉高了整个行业的保费收入增速，同时未来随着监管的趋严，整个行业将趋向于价值回归，由投资产品所带来的虚高增速将逐渐被挤出。

图 9：2000-2016 中国保险深度



资料来源：原保监会，国信证券经济研究所整理

图 10：2000-2016 中国保险密度 (单位：人民币)



资料来源：原保监会，国信证券经济研究所整理

保险行业潜在保费测算

以上的保险深度和保险密度估算亦相对保守。同属于儒家文化圈的亚洲发达国家和地区保险密度和保险深度皆远高于西方发达国家，预示着我国保险业的潜在成长阶段时间要比以上假设的要长。从全球各国发达地区和国家保险深度来看，同属于儒家文化圈的台湾、香港、韩国、日本，其平均保险深度要远高于西方发达国家的水平。从保险密度的指标来看，香港和台湾亦是名列前茅。

根据世界银行的数据，我国目前的人均 GDP 为 8827 美元。为了统一口径，我们提取了世界银行的相关数据，获取了部分发达国家和地区自 1970 年-2017 年的人均 GDP 增长数据。我们计算了各发达国家和地区从人均 GDP 处于 8000 美元开始，其 20 年后的人均 GDP 涨幅倍数，计算所得的结果均值为 3.03。各国 20 年后的人均 GDP 涨幅倍数差别不大，所以此均值有一定的参考价值。按照这个均值，我们预估 20 年后我国的人均 GDP 为 26,746 美元

表 6：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，国信证券经济研究所整理

表 7：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	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

按照国务院的人口发展规划，中国到 2030 年的总人口为 14.5 亿，我们假设中国到 2036 年的总人口为 14.6 亿。届时，假设我国的人均 GDP 为 26,746 美元，中国的 GDP 将达到 39 万亿美元。如果按照上文所述的，到 2036 年中国的保险深度达到 7.5%，则届时中国的年保费将达到约 2.9 万亿美元的水平。如果按照 6.7 的汇率换算，则届时的保费总收入为 19.6 万亿元。

根据原保监会的数据，在 2017 年，我国的总保费收入为 3.6 万亿人民币。按照以上假设估算，未来 20 年内，我国保费收入将有将近 5 倍的成长空间，年均同比增长可达 9%。一言以蔽之，行业未来的增量成长空间仍然巨大。其中，行业保费收入年均增长可达 9%，预示在假设中年均 GDP 的同比增幅可为 5%，以及相应保险深度的年均涨幅为 4%，此推算既符合上文的假设，亦符合金融市场的部分预期，显示了以上推算一定的严谨性。

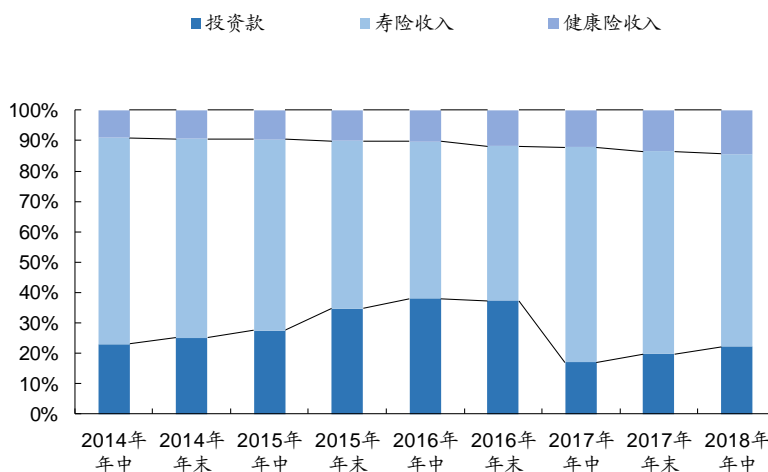
行业争“量”，龙头重“质”：龙头价值凸显

目前寿险及健康险行业更为注重“量”的增长。原保监会的行业保费数据显示，行业近年来在整体上突出体现的是规模上的增长，而非价值上的提升，即目前行业内储蓄型产品的投资款占比仍然具有一定规模。其主要原因是部分中小保险公司在战略上仍然把规模增长放在优先位置，欲主打预定利率更高的万能险等储蓄型寿险产品实现弯道超车。考虑到国内目前寿险的集中度高，以及保障型寿险产品的销售难度更高且更加依赖品牌知名度，这种战略确实有很大的现实意义。

根据保险行业的会计规则，有重大风险保障的传统型和分红型产品保费收入归入“原保费收入”科目下，而未能承担重大风险保障部分的保费收入则被拆入“投资款新增交费”科目下，如万能险保费收入中未承担重大风险保障的保费部分，同时投资连结险的保费收入则全部计入到“投连险独立账户新增保费”科目下。

我们从原保监会导出了以上保费收入在2014年4月到2018年6月的数据，其中将寿险保费收入和健康险单独列示，同时将后两项未能承担重大风险保障的部分同时计入投资款中。相应的图表显示，行业新业务的收入中，投资款在绝对值上仍然占据一定的份额，体现出行业内价值回归的趋势并不稳固。

图 11：保障型寿险、健康险及储蓄型产品投资款收入近期数据

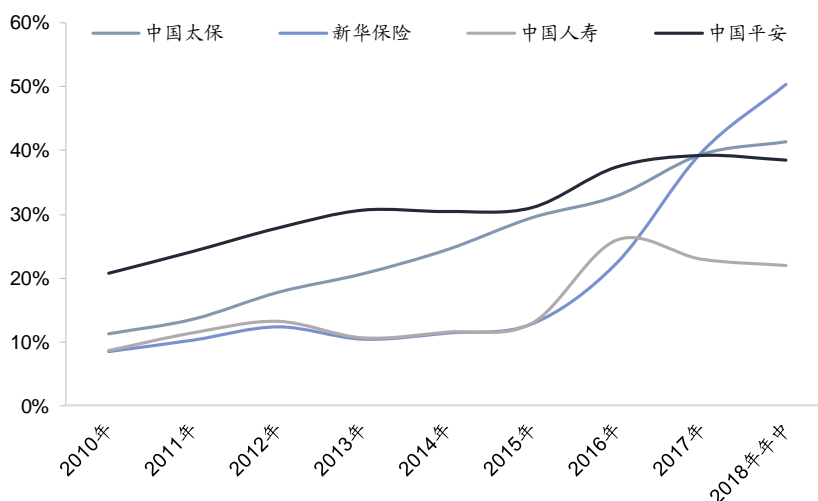


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业龙头重质：逐渐实现价值的回归。 寿险行业的内资四大险企上市公司的业务质量持续提升，其趋势明显。内资四大险企的业绩报表显示，各自在其寿险业务的质量边际改善上不遗余力。其中新华保险自2016年来新业务价值率提升最为迅速；中国平安和中国太保的该指标持续提升，体现出两个集团稳扎稳打的出色工作实力；而中国人寿因为存量保单规模大，其质量边际虽有改善，但体现到新业务价值率指标的提升上却不明显，未来提升空间较大。

总的而言，行业龙头目前在实现寿险业务价值回归的路上，率先为行业做出表率，与以往力冲规模而不顾中小股东之利益的形象渐行渐远，正为整个行业的投资价值的提升做出贡献。

图 12: 内资险企上市公司 (寿险业务) 新业务价值率



资料来源: Wind, 各上市险企历年年报, 国信证券经济研究所整理

寿险前景靓丽, 龙头更优

寿险前景靓丽: 参考国际数据, 寿险行业的市场空间普遍要大于非寿险行业, 且我国的保险覆盖密度仍然较低。同时, 我们需要注意到, 各个国家政府在保险市场的参与程度不同, 以及部分强制投保政策的要求程度不同, 各国保险数据的可比性有限。

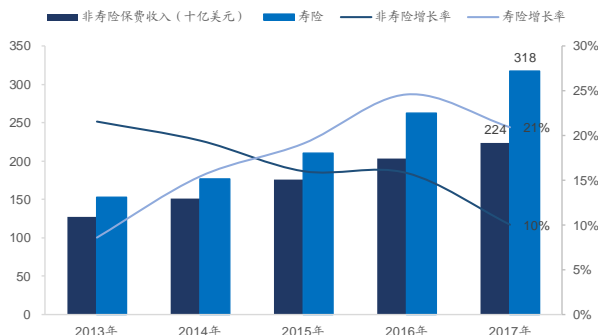
表 8: 保险行业国际比较

	2017 年经济指标			非寿险			寿险		
	GDP(十亿美元)	人均 GDP(美元)	GDP 实际增长率	保费 (十亿美元)	保险深度	保险密度 (美元)	保费(十亿美元)	保险深度	保险密度 (美元)
中国	11,856	8,409	6.90%	224	1.89%	159	318	2.68%	225
美国	19,407	59,349	2.30%	830	4.28%	2542	547	2.82%	1674
日本	4,911	38,669	1.70%	115	2.34%	901	307	6.26%	2411
德国	3,691	44,470	2.50%	126	3.41%	1519	97	2.63%	1169
印度	2,655	1,980	6.60%	25	0.93%	18	73	2.76%	55
英国	2,628	39,818	1.70%	93	2.36%	938	190	7.22%	2873
法国	2,586	38,597	2.00%	88	3.18%	1224	154	5.77%	2222
韩国	1,567	30,725	3.10%	78	5.00%	1523	103	6.56%	1999
瑞士	679	75,444	1.00%	28	4.12%	3289	30	4.41%	3522
台湾	551	22,958	2.80%	19	3.42%	803	99	17.89%	4195
香港	342	48,857	3.80%	11	3.36%	1557	50	14.58%	6756
新加坡	324	54,000	3.60%	7	1.58%	915	22	6.64%	3835

资料来源: Sigma, 国信证券经济研究所整理 (非寿险包括意外险和健康保险, 寿险不包括意外伤害和健康保险)

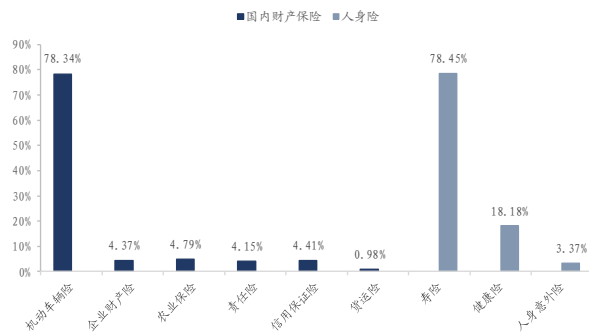
国内寿险市场目前处于快速增长阶段，增速和绝对值近年来逐步与非寿险行业拉开距离。同时，另一方面，在人身险中，寿险占比远远超过健康险和人身意外险。国内健康险还有很大的发展空间。

图 13: 国内寿险和非寿险情况



资料来源: Sigma, 国信证券经济研究所整理

图 14: 国内财险和人身险保费占比



资料来源: 《中国保险年鉴》2016 年, 国信证券经济研究所整理

龙头地位更稳: 再回到具体的寿险行业竞争格局上，国内目前寿险行业竞争激烈，其中国内目前中国人寿、中国太平、中国太保龙头优势明显，市场份额持续上升。

基于以下两点，我们看好未来四大龙头寿险企业的市场份额：

第一，行业的价值回归趋势，使得中小寿险企业以销售理财型寿险产品来实现快速扩张的路径或越走越窄。通过原保监会在 2017 年出台了规范人身险产品开发设计的通知，禁止了短交快返型等理财色彩强烈的寿险产品的销售，进一步促进了寿险行业的价值回归。虽然这个政策在一定程度上压制了未来短期内保险行业的保费收入，但从另一个角度来看，中小型寿险企业未来通过销售理财型产品快速扩张规模的路径或越走越窄，**寿险龙头企业的行业地位或将更加稳固。**

第二，行业监管的精细化，或使得寿险业务的资金成本越来越高，中小寿险企业未来的扩张将面临更大的压力。随着偿二代的逐步落实，以及监管对于保险行业更加审慎的管控，将促使保险行业的资金成本进一步上升，其中久期长的寿险行业尤甚。中小型寿险企业未来的突围之路将更为险阻。

表 9: 国内寿险行业竞争格局（原保费规模）

		2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
1	中国人寿保险股份有限公司	22.14%	19.67%	19.85%	22.96%
2	中国平安人寿保险股份有限公司	16.59%	14.17%	12.69%	13.14%
3	中国太平洋人寿保险	8.12%	6.68%	6.33%	6.85%
4	中国人民人寿保险股份有限公司	5.16%	4.08%	4.84%	5.64%
5	太平人寿保险	4.97%	4.38%	4.35%	5.04%
6	华夏人寿保险	4.60%	3.34%	2.09%	0.33%
7	泰康人寿保险	4.16%	4.43%	4.14%	4.79%
8	新华人寿保险	3.59%	4.20%	5.19%	7.05%
9	富德生命人寿保险	2.95%	3.09%	4.71%	4.98%
10	国华人寿	2.47%	1.77%	1.23%	1.49%
...					
20	人保健康	0.66%	0.74%	1.09%	1.02%
	其他	24.59%	33.46%	33.48%	26.71%
		100%	100%	100%	100%

资料来源: 原保监会, 国信证券经济研究所整理

同时，我国目前的寿险格局与美国类似。龙头地位较为稳定，二线寿险竞争激烈，

但业务流动性充裕，股东盈利效率高。

美国寿险市场竞争激烈，历来各公司市场份额并不稳定。美国资本市场开放程度高，且金融市场发达，机构投资者众多，使得机构间保险业务的分拆及整合的交易频繁，保险市场繁荣。以保险业务为核心的集团经常在此环境下进行业务整合，导致行业龙头排名并不固定，但股东的利益最大化始终是业务整合的前提。

寿险保单在本质上与资本市场上的可投资金融资产无异，其有续期保费收入作为未来现金流入，有一定的赔付率作为未来现金支出，同时其定价也受到退保率等其他因素的影响。在保险行业非常发达的美国，各个金融机构有条件将保险业务整体打包交易。

例如，马州互助保险(MassMutual)在2012年收购了一家保险公司(The Hartford)的退休金计划业务，规模近涨一倍，其于2013年进入行业前十。近年保持行业第一的大都会保险集团在2005年收购了花旗集团旗下旅行者的寿险及年金业务和其他所有的国际保险业务，晋升为北美最大的个人寿险集团；但其后由于被美国联邦政府定性为“系统性重要”，需要承担更为严格的资本要求，致使大都会寿险的后期运营大受压力。再比如，AIG在2008年金融危机中，因其前期大量销售的信用保险而受到重创，使得美国政府必须注资AIG以平定整个资本市场，而后期AIG不得不出售相当多的保险业务以偿还政府的注资，导致AIG的寿险行业排名逐步下滑。(2008年年末，按直接保费规模排名，AIG在美国的寿险行业排名第二。)

表 10: 美国寿险市场竞争格局（直接保费规模）

		2017年	2016年	2015年	2010年
1	MetLife	13.6%	15.2%	16.4%	19.1%
2	Prudential Financial Inc.	7.4%	7.3%	6.9%	8.9%
3	New York Life Insurance Company	5.0%	4.9%	4.8%	4.8%
4	Principal Financial Group Inc.	4.4%	4.5%	3.8%	2.6%
5	Massachusetts Mutual Life Insurance Co.	3.9%	3.8%	3.7%	-
6	Jackson National Life Group	3.5%	3.5%	4.4%	3.5%
7	American International Group	3.4%	3.6%	4.0%	3.2%
8	Transamerica (AEGON)	3.3%	3.4%	4.0%	3.2%
9	AXA	3.3%	3.5%	3.1%	-
10	Lincoln National Corp.	3.2%	3.1%	3.6%	3.7%

资料来源: NAIC, III, 国信证券经济研究所整理（保费口径不包括意外险和健康险）

个股选择：内含价值框架下的价值回归

经济价值的估值方式：内含价值

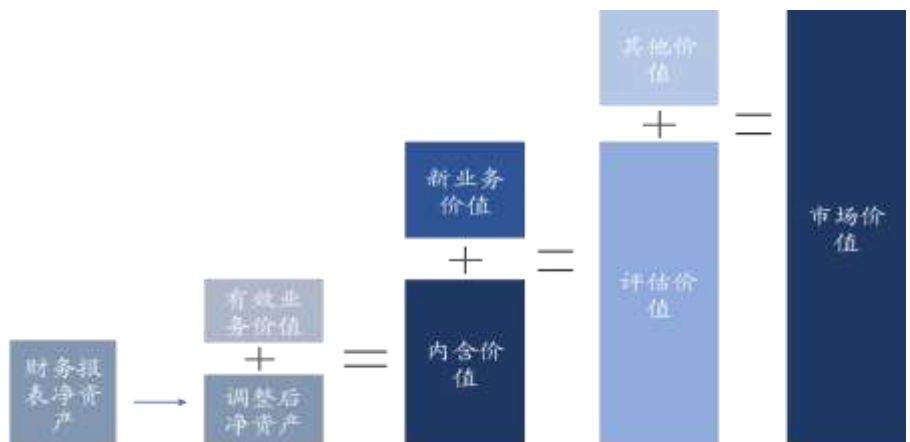
保险公司通过签发保单创造价值，而寿险的保单有效期限长，远远长于会计年度，所以目前会计准则下的相关会计指标无法衡量保单的整体价值。首先所有该类在手保单未来的净利润现值并没有体现在股东权益里，所以 PB 估值易低估保险企业的股权价值。同时，新售保单的所有相关支出与保费收入并不一一对应，在会计实践中，大量销售及运营成本被前置，导致传统的估值方法 P/E 亦不适用寿险和健康险公司的估值。

目前在国内及欧洲的市场，寿险和健康险公司的主流估值方法是内含价值，以现金流的绝对估值模型为基础，基于有关该公司业务运营的所有假设，计算出在某一时点下该寿险或健康险公司的未来所有权益现金流的折现值。根据中国精算师协会在 2016 年发布的《精算实践标准：人身保险内含价值评估标准》，内含价值的定义如下：内含价值，是指在充分考虑总体风险的情况下，适用业务及其对应资产产生的现金流中股东利益的现值。

我们在这里简单介绍一下内含价值的计算方法。在实际计算中，内含价值由扣除偿付能力额度后的有效业务价值和调整后净资产组成。有效业务价值本质上为寿险或健康险公司所有在手保单未来利润的折现值；调整后净资产是指其它业务及资产按市值调整后的资产价值与负债按法定准则调整后的价值之差。

内含价值为寿险或健康险公司在某个时点的价值，不考虑公司未来可以获取的保单价值，所以内含价值类似于寿险或健康险公司的清算价值。一般而言，当行业处于成长阶段时，新业务价值的估值，即未来公司能赚取的保单价值会对公司的市场价值产生积极的贡献，所以寿险或健康险公司的市场价值一般要远高于公司的内含价值。

图 15：内含价值评估框架



资料来源：国信证券经济研究所整理

内含价值的增长：存量和增量

由于内含价值的计算覆盖了寿险和健康险保单的所有期限，所以其涉及到了有关保险公司内部运营及外部相关影响因素的所有假设，其计算结果亦有一定的主观性。同时，内含价值增长的计算过程亦同样十分复杂，涉及到众多的经济及运营假设。投资者如果按照内含价值的整个计算过程去理解寿险和健康险公司的价值，将十分费力，事倍功半。

$$\begin{aligned} \text{内含价值}_t = & \text{内含价值}_{t-1} + \text{期初内含价值的预期回报} + \text{期间新业务价值创造} \\ & + \text{运营及经济经验变动} + \text{运营及经济假设变动} \\ & + \text{未来假设变动的的影响} + \text{模型调整的影响} \end{aligned}$$

为了抓大放小，抓住内含价值的增长本质，我们将内含价值增长分析的重点放在两个因素上：**期初内含价值的预期回报和期间新业务价值创造**。两者的增长贡献为内含价值当期增长的绝对主力。

表 11：中国太保 2015-2017 年内含价值数据（单位：百万）

	2015 年	2016 年	2017 年
寿险业务期初内含价值	125,737	151,918	181,603
内含价值评估标准影响		7,553	
内含价值预期回报	13,051	14,082	17,540
一年新业务价值	12,022	19,041	26,723
分散效应		4,145	3,736
投资收益差异	3,548	-967	883
营运经验差异	-97	509	1,890
评估方法、假设和模型的变化	40	-5,090	-2,296
市场价值调整变化	2,772	-1,391	-3,447
资本注入			
股东股息	-5,052	-8,421	-12,630
其他	-103	224	34
寿险业务期末内含价值	151,918	181,603	214,037
扣除资本变动的内含价值	156,970	190,024	226,667

资料来源：中国太保 2015 年-2017 年年报，国信证券经济研究所整理

存量的时间价值：期初内含价值的预期回报

内含价值分两个部分，即**调整后净资产+扣除偿付能力额度后的有效业务价值**，两者是内含价值增长的内生动力。调整后净资产的计算简意上文已经提及，其在每个会计单位时间内都可实现投资收益，是贡献内含价值预期回报的动力之一。

另一方面，有效业务价值，作为内含价值的另一部分，其本质上是对公司目前所有在手保单未来盈利的贴现值，其在扣除要求资本的持有成本之后即为内含价值增长的另一个驱动因素。国内寿险公司一般在计算有效业务价值时的贴现率为 11% 左右，其为理论上的股权资本的要求报酬率。即从另一个角度来讲，有效业务价值每年的权益价值增量幅度约为 11%。

在每会计单位时间内，调整后净资产的投资收益和有效业务价值的价值增量为期初内含价值预期增长的两个动力源。但是**内含价值的预期增长，即调整后净资产和有效业务价值的预期增长，已经包含在精算假设之内，是投资者早已经**

获取的投资信息，其是“预期”之内的信息，所以其对于投资者一般不会贡献有意义的信息。

同时，我们也必须认识到，随着内含价值在未来持续释放转入股东权益，如果没有新业务价值的持续补充，内含价值本身给股东产生的权益增长会逐年减少。

新增投资信息的落脚点：新业务价值创造

新业务价值，这里特指一年新业务价值，即保险公司在当期会计年度内新签发的所有保单所能为股东创造的利润价值。与有效业务价值一样，新业务价值是新保单未来净利润的折现值。本质上而言，如果所有精算假设保持一致且与实际相同，一年新业务价值加上期初内含价值的预期回报即为期间内内含价值的增量。一年新业务价值是内含价值的增量价值，而期初内含价值的预期回报为期初内含价值本身的时间价值。

聚焦当下新业务价值的增长才能洞悉寿险业务价值的未来增长，即公司 α 层面的投资机会。理论上，股票市场是有效的，上市公司的寿险和健康险业务的定价已经考虑到了其在当下时点的内含价值，以及存量内含价值的未来增长和增量新业务价值的预期贡献。期初的内含价值是存量且在客观上已不可变，同时随着监管的趋严，保险公司苛刻的风险管控会使得其预期的长期增长与现实差异趋小。所以新业务价值才是最大的新变量，是新增投资信息的主要来源，所以保险行业的投资机会蕴含在新业务价值里。如果新业务价值的边际改善超预期，股价自然会有积极的反应。

追寻的重点：新业务价值率

如何捕捉寿险企业的投资机会？

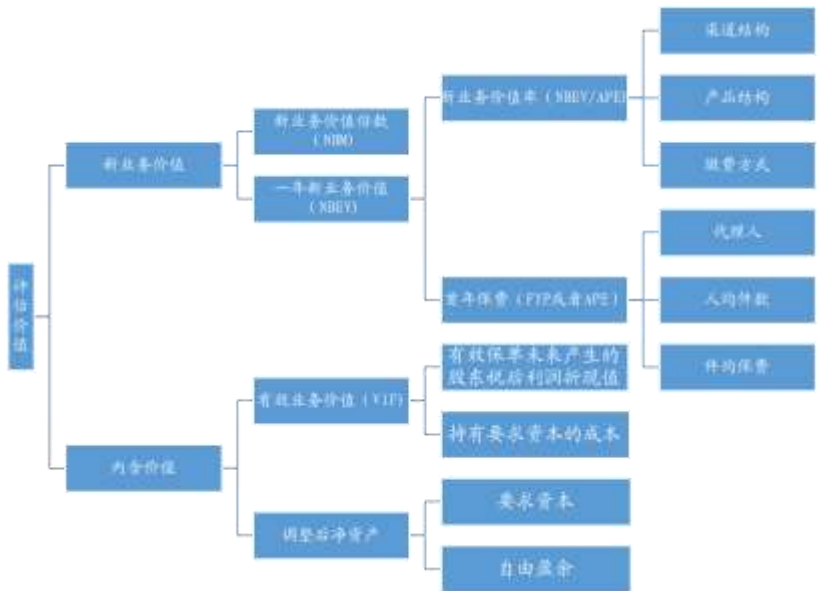
体现价值回归的首要指标即为新业务价值率。通俗地来讲，新业务价值率越高，未来每卖出一块钱保单所能给股权投资人带来的回报就越高。所以公司新业务价值率的提升，同时也体现出公司在销售及运营效率方面的改善。

公司的新业务价值，即未来所有签发保单的净利润折现值，可解构为两部分：新业务价值倍数和一年新业务价值。其中，由于一年新业务价值是投资者理解公司价值的新增信息，所以其是接下来的解析重点，而新业务价值倍数只是基于新一年业务价值而衍生出的估值倍数。

新一年业务价值可解构为新业务价值率与首年保费，其为以上两者之乘积，即 $新业务价值 = 新业务价值率 * 首年保费$ 。新业务价值率衡量的是一年新业务价值的“质”，而首年保费衡量的是一年新业务价值的“量”。顺其而下，对新业务价值率的分析，可拆分为对公司寿险和健康险的销售渠道结构、产品结构、缴费方式的分析。一般而言，代理人渠道的新业务价值率要高于其他渠道保障型产品的新业务价值率要高于储蓄型产品，期缴的产品要高于趸交的产品。

另一方面，对首年保费的分析可拆分为对代理人数量、人均件数、件均保费的分析。其中，专业的代理人渠道适合销售和维持复杂度高的保险产品，而近年前景光明的电话及互联网渠道目前较为适合销售简单且期限短的保险产品。

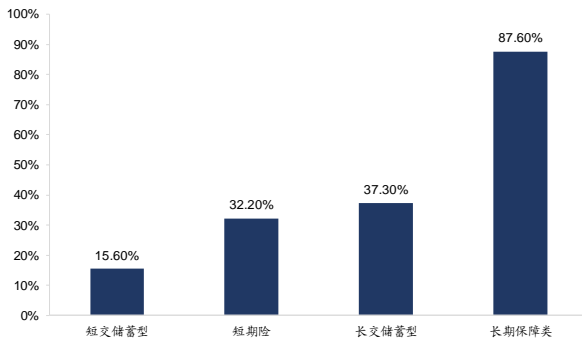
图 16：内含价值分析框架



资料来源：国信证券经济研究所整理

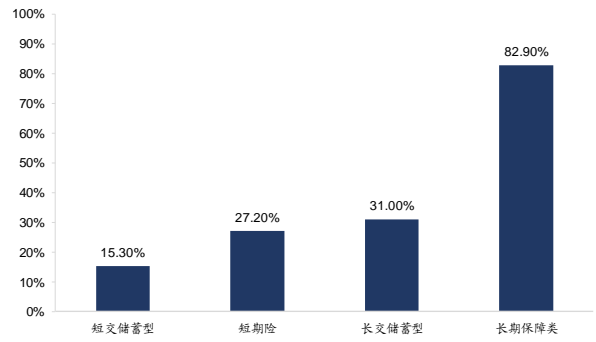
投资者应更为看重边际质量的改善，从而更好的理解新业务价值的规模增长，即沿着新业务价值率的分析能贡献更多的新增投资信息。因为保障型产品的新业务价值率高，投资者以此为关注点可以更好的跟踪寿险和健康险公司的业务质量和价值转型成效。这里的理解重点又回到了本篇报告第一部分所阐述的，保障型产品占比的提升更能提升寿险和健康险公司的价值。

图 17：2017 年各典型寿险产品线新业务价值率



资料来源：中国平安年报（2017 年），国信证券经济研究所整理

图 18：2016 年各典型寿险产品线新业务价值率



资料来源：中国平安年报（2016 年），国信证券经济研究所整理

相对于提升新业务价值率，提升新业务规模对保险公司来说更容易。保险公司通过销售高预定利率的保障型产品可以迅速扩张规模，但是如此便加大了公司的市场风险敞口，增加了公司盈利的波动性，偏离了寿险和健康险公司应有的价值轨道。只有持续跟踪和分析新业务价值率的边际变化，才能更好的洞悉公司的价值回归趋向。

价值回归，即保障型产品占比的提升，对于公司盈利的促进体现在两方面：第一，盈利的稳定性提升：因为保障型产品的死差和费差占比相对高，且两者相较利差皆不受市场短期波动的影响，所以盈利的稳定性相对较高；第二，盈利能力的提升：因为保障型产品的新业务价值率高，公司每卖出一元保单为股东带来的利润就更高，所以公司的盈利效率更高。同时，前者提升公司的估值溢价，因为稳定性更高的盈利值得更高的溢价；而后者提升公司的盈利效率，促进公司业绩的提升，从而在业绩层面上驱动公司的股价上升。

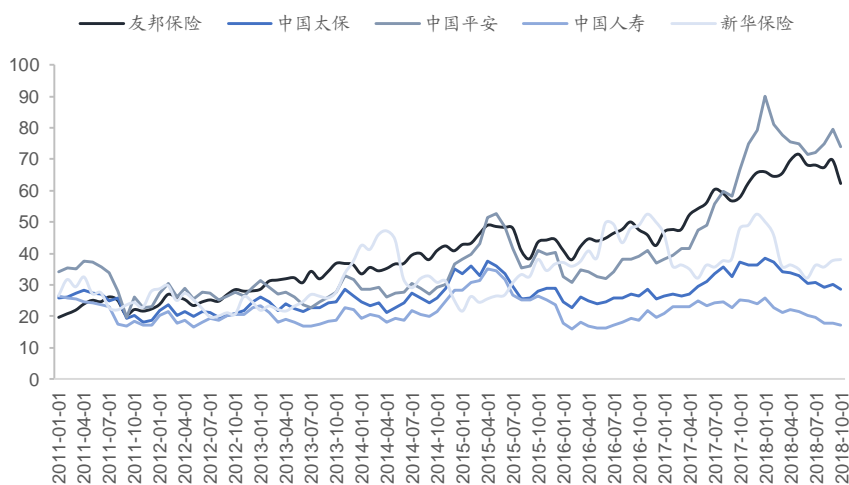
于香港上市的友邦保险，其一直以来的估值水平和股价表现即是对以上关于新业务价值率之阐述最好的诠释。

价值回归提升估值的案例：友邦保险

友邦保险于 1919 年在上海创立，目前已经成为泛亚地区最大的独立上市人寿保险集团，业务覆盖亚太区内 18 个市场，包括香港、泰国、新加坡、马来西亚、中国、韩国、菲律宾等。按寿险保费计算，集团在亚太区（除日本外）领先同业，并在大部分市场中占据领导地位。截至 2017 年底，友邦集团总资产为 2210 亿美元。

友邦保险的股价气势如虹。友邦保险自 2010 年于香港上市之后，其股价表现优于整个国内行业和大盘涨幅，独领风骚，每年皆有不俗的表现，与大盘指数和其他竞争对手的股价表现形成强烈的对比。

图 19：各上市险企股价表现

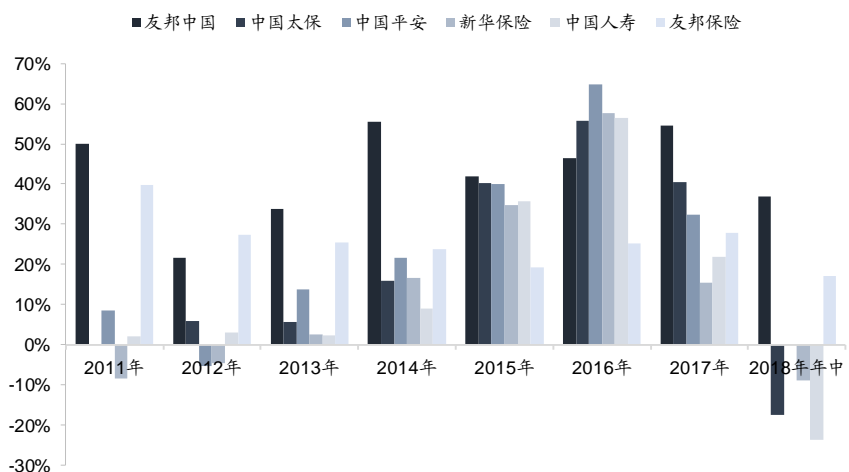


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

友邦的股价表现源于质量的边际改善而非规模。根据上文的分析框架，我们重点分析友邦保险的一年新业务价值中的首年保险增速和新业务价值率。

首先，我们从整体的规模层面上比较，即比较各个主要上市公司的内含价值的增速。

图 20：各上市险企内含价值增速

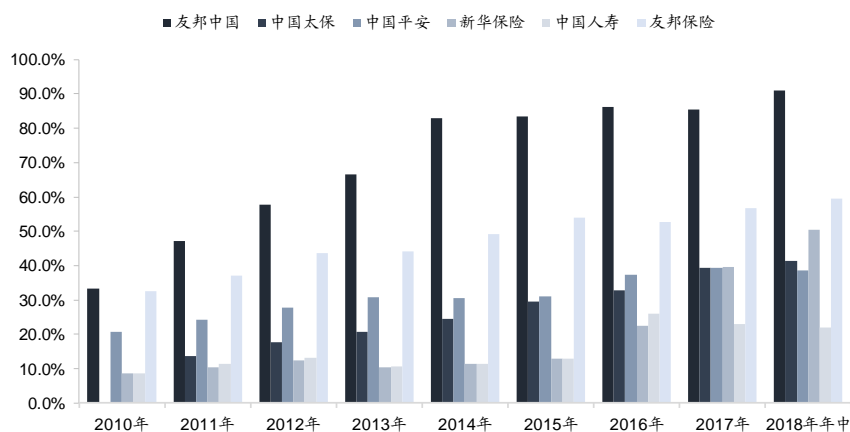


资料来源：各上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理

自 2011 年以来，友邦和与其同在 2011 年于香港上市的其它寿险健康险公司相比，其历年的内含价值增速表现不佳。由此可以推断，内含价值的同比增长幅度并非为友邦股价表现的驱动力。即内含价值的存量信息对公司股价的贡献不大。

我们再来比较友邦自 2011 年上市以来与其它可比标的新业务价值率。由上图可知，友邦保险的新业务价值率要远远高于其竞争对手，即友邦保险的保单质量之提升明显领先行业内其他上市公司。友邦保险在 2010 年末的新业务价值率为 33.2%，之后逐年上升，即其业务质量持续改善，体现出友邦在业务运营方向上的持续优化；而反观国内同业上市公司，相比较而言，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险皆在新业务价值率方面没有明显的优势，虽然其中中国太保的质量改善有所提升，但相比友邦保险其幅度仍相差甚远，体现出友邦保险的价值创造能力远超同业，使得投资者对其未来的预期持续提升，带动其估值水平逐年上升。

图 21：各上市险企寿险新业务价值率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新业务价值率的改善持续提升友邦估值溢价。上文已分析道友邦的内含价值（EV）增长并非其股价表现的主要驱动因素，那么友邦股价的优异表现就源于其 P/EV 的持续估值溢价。而根据我们的分析框架，推动友邦估值溢价的主要因素即是其持续改善的新业务价值率，这亦与友邦的相关数据吻合。

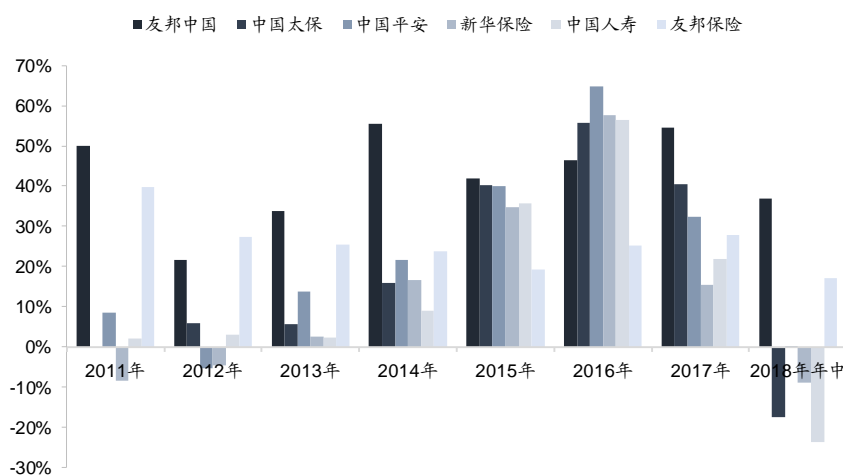
表 12: 友邦保险与其他可比标的的估值情况

证券代码	上市公司	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年年中
2318.HK	中国平安	2.65	2.33	1.65	1.46	1.09	1.41	1.07	1.23	1.44
1336.HK	新华保险	0.00	0.00	0.00	1.25	0.97	1.20	0.71	0.90	0.69
2601.HK	中国太保	2.43	2.21	1.55	1.75	1.49	1.55	1.02	1.03	0.82
2628.HK	中国人寿	3.25	2.41	1.75	1.78	1.39	1.54	0.82	0.93	0.62
1299.HK	友邦保险		1.41	1.32	1.61	1.69	1.91	1.71	1.75	1.81

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（年度股价为年末前 52 周日平均，2018 年年中股价为前一周日均）

友邦保险自上市之初，与其它四家上市公司在估值上并无太大差异。从 2012 年开始，友邦的估值便开始表现出溢价，之后随着其新业务价值率自 2011 年开始持续攀升，友邦的估值水平亦开始跟随上涨，且与同业对标标的的相比其估值溢价逐年扩大，与其新业务价值率表现出一致的上升趋势。

图 22: 各上市险企寿险新业务价值同比增速



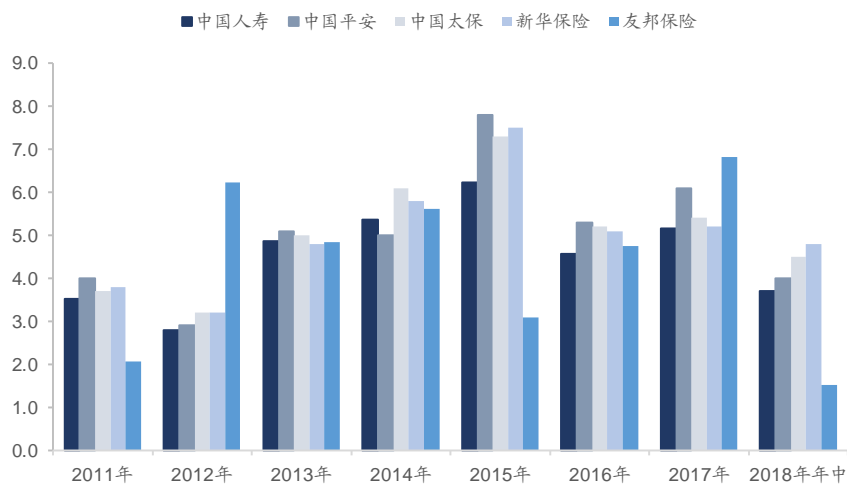
资料来源：各上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理

沿着新业务价值率分析，长期聚焦保障型产品的战略是提升友邦新业务价值率的主因，公司得以实现更高质量的规模增长，从而驱动其股价和估值水平持续攀升。友邦保险长期聚焦保障型产品以及强力执行以此为核心的发展战略，在销售层面上践行“最优代理人”的策略，使得友邦保险保单的新业务价值质量持续提升且优于同业。

随着友邦逐步聚焦提升新业务价值率，公司的保险业务经营能力持续提升，带动公司在新业务价值的规模增速上，远超同业。即使银监会在 2010 年收紧银保销售渠道，导致整个行业的增长在销售层面上大幅波动，但友邦中国的新业务价值增长幅度稍见下滑即便恢复正常，可见公司强悍的战略执行能力。

同时，值得注意的是，公司在资产端的投资收率方面并未表现出优势，基本每年都逊色于内资的可比标的，但这并不影响友邦的估值溢价和股价表现，可见投资收益率的表现并非投资者对于寿险健康险公司的关注重点，即负债端的价值提升才是寿险业务的估值重点。此亦于本篇报告的观点一致。来源于负债端的价值边际改善，随后带动公司整体的高质量规模增长才是保险公司提升其竞争优势及估值溢价的康庄大道。

图 23: 各上市险企寿险的总投资回报率



资料来源：各上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理

避险价值凸显+成长性确定+价值回归, 推荐寿险龙头

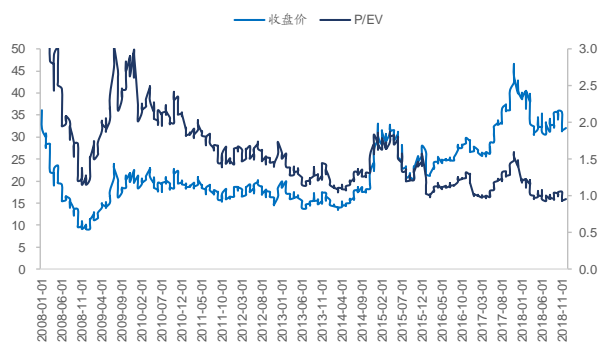
寿险龙头投资机会及股价表现

我们强调目前寿险上市公司的投资机会。近年来寿险企业的股价增长基本由业绩增长驱动, 而寿险业务的 P/EV 估值水平逐年下降至 1 倍且目前维持在 1 倍左右。龙头寿险企业的估值水平与持续向好的基本面长期背离, 表明市场并未给与寿险业务应有的估值溢价。我们的推荐顺序是: 中国太保、中国平安、新华保险、中国人寿。

保障型产品的盈利稳定, 凸显避险价值。如前文所阐述的, 保障型寿险产品的盈利非常稳定, 其盈利主要以死差和费差为主而利差贡献份额相对较小, 基本不受短期内市场利率剧烈波动的影响。有重大风险保障的健康险类似。所以, 以寿险及健康险业务为主的保险公司盈利趋于相对稳定, 其在手保单中保障型保单占比越高, 业务价值率越高, 其盈利越发稳定。目前, 在国内短期市场利率波动剧烈且不明朗的情况下, 即在美国逐步加息的背景下国内货币政策保持稳健但信用环境持续不友好的环境下, 寿险及健康险业务的避险价值弥足珍贵。(这里所指的利率波动为各国央行可控区间内的波动)

价值回归, 提升估值溢价。当下, 在监管层的督促下, 行业龙头的价值回归取向越发强烈, 其未来的战略倚重将越来越倾向于高业务价值率的保障型产品, 寿险以及健康险公司的价值回归将是大势所趋。如此, 根据我们上文的阐述, 随着各公司价值回归战略的逐步落实, 此将在很大程度上驱动我国目前寿险及健康险上市公司的市场估值溢价。

图 24: 中国太保估值水平及股价表现



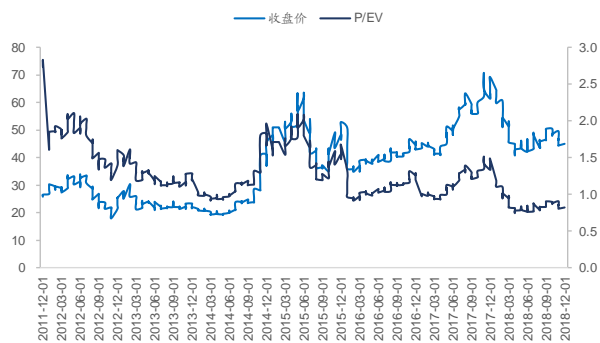
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 中国平安估值水平及股价表现



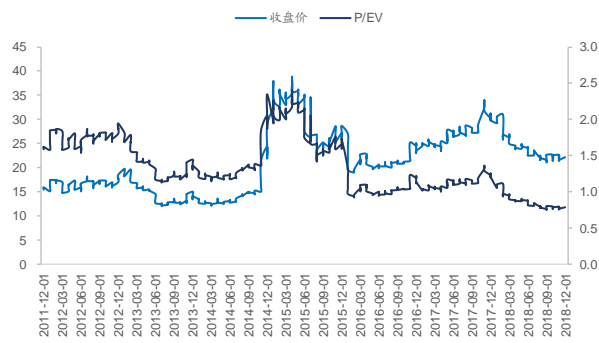
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 新华保险估值水平及股价表现



资料来源: 上市险企历年年报, 国信证券经济研究所整理 (计算 NBV 首年保费口径)

图 27: 中国人寿估值水平及股价表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上市寿险企业内含价值的基本情况

因为内含价值涉及到寿险保单的整个业务期限，其计算必然是基于一些列假设之上的。但四个 A 股上市公司计算内含价值时所基于的假设不尽相同，所以我们有必要整理了各个 A 股寿险上市公司的主要假设以及对应的估值敏感性，以便更一致的比较各上市公司内含价值。

首先，对比各寿险企业的假设，实际各公司年报披露的数据相对有限，且口径不一。四大企业仅仅在风险贴现率、投资回报、费用率这三个假设层面可以较为间接的比较。

其中，比较显著的区别是，中国人寿采用的风险贴现率为 10%，远低于其他三家企业，内含价值因此需要相应调低。按照公司披露的有限信息，如果风险贴现率上升 50 个基点到 10.5%，其扣除要求资本成本后的有效业务价值下降 4.3%。如果分母改为集团内含价值，下降的幅度还要下调。

表 13: 各上市险企内含价值主要假设 (2017 年)

2017 年	风险贴现率	投资回报	税项	死亡率	其他发生率	保单失效率	费用	保单红利
中国人寿	11.00%	长期险业务: 4.9%-5.0%。短期险业务的投资收益率假设是参照中国人民银行在评估日前最近公布的一年期存款基准利率水平而确定。	所得税率假设为每年 25%。投资收益中豁免所得税比例为每年 16%。豁免率依据具体情况而定。	中国人寿保险业经验生命表 (2010-2013)	中国人寿保险业重大疾病经验发生率表 (2006-2010)	根据经验和展望	根据本公司最近的费用分析结果而确定。单位维持费用未来每年增加 2.5%	团体分红业务: 80% 的利差益; 其他分红业务: 70% 的利差益和死差益。
中国平安	11.0%	非投资连结型寿险: 4.75%-5.0%; 投资连结型资金的未来投资回报在上述假设的基础上适当上调	假设平均所得税率为每年 25%，同时假设未来年度投资收益中每年可以豁免所得税的比例为自 12% 起，以后每年增加 2%，至 16% 并保持不变	《中国人寿保险业经验生命表 (2000-2003)》: 非年金男性表和女性表以 65% 和 65% 为基准计算，年金产品分别以 60% 和 50% 为基准计算。	发病率和意外发生率参考行业表或公司本身的定价表为基准，其中发病率考虑长期恶化趋势。短期意外及主要健康险业务的赔付率假设在 15% 到 100% 之间。	根据经验和展望	费用假设根据本公司最近的费用分析而定。单位维持费用每年增加 2.0%。	个人分红业务: 75% 的利差益和死差益。团体分红业务: 根据利息盈余的 80% 的利差益。
新华保险	11.5%	传统非分红及分红险: 4.50%-5.00%，万能险: 4.50%-5.10%，投连险: 7.6%-7.90%	所得税率假设为每年 25%，并考虑可以豁免所得税的投资收益，包括中国国债、权益投资及权益类投资基金的分红收入	死亡率假设表现为中国人寿保险业经验生命表 (2010-2013) 的百分比	中国人寿保险业重大疾病经验发生率表 (2006-2010) 的百分比	根据经验和展望	依据本公司经验数据以及展望而定。对于每单费用，假定未来每年 2.0% 的通胀率	70% 的分红业务盈余分配给保单持有人。
中国人寿	10.0%	5%	所得税率假设为每年 25%。投资收益中豁免所得税的比例，从 13% 开始逐步增加到 17% 后保持不变。	根据经验和展望等	根据经验和展望等	根据经验和展望等	根据经验和展望等	根据经验和展望等

资料来源: 各公司 2017 年财务报告, 国信证券经济研究所整理

另一方面，通过对比分析各公司内含价值的敏感性分析数据，结合“三差”的分析框架，我们可以获知各公司内含价值的主要的风险敞口。

首先，基于敏感性分析数据，我们可以获知中国太保在各风险管理方面较好，其利率风险敞口相对较小，保单产品组合风控较好。同时，由于中国平安没有披露有效业务价值口的分析，其利率风险敞口难以同业比较。

表 14: 一年新业务价值敏感性分析对比

	中国太保	中国平安	新华保险	中国人寿
风险贴现率提高 100bp	-4.4%	-5.2%	-4.7%	-4.4%
风险贴现率降低 100bp	4.8%	5.6%	10.3%	4.7%
投资回报率提高 50bp	11.4%	9.6%	8.0%	14.3%
投资回报率降低 50bp	-11.4%	-9.7%	-23.8%	-14.2%

资料来源: 各公司 2017 年财务报告, 国信证券经济研究所整理

表 15: 有效业务价值敏感性分析对比

	中国太保	中国平安	新华保险	中国人寿
风险贴现率提高 100bp	-3.6%	N/A	-5.0%	-4.3%
风险贴现率降低 100bp	3.9%	N/A	10.9%	4.7%
投资回报率提高 50bp	15.6%	N/A	13.0%	17.0%
投资回报率降低 50bp	-16.0%	N/A	-32.1%	-16.9%

资料来源: 各公司 2017 年财务报告, 国信证券经济研究所整理

其次, 综合其他方面而言, 中国太保和中国人寿在死亡率、费用率、以及退保率等方面的弹性有限。同时, 因为中国平安的价值转型较早, 保障型产品占比较高, 受死差和费差的影响相对较大, 但利差的弹性较小, 致使其盈利中, 死差和费差占比较大 (前文附图), 所以盈利稳定性较强, 值得溢价。另一方面, 新华保险目前处于转型的攻坚期, 所以其新一年业务受以上因素影响较大, 未来的盈利能力有望迅速提升。

表 16: 中国太保内含价值敏感性分析

	单位: 百万元	扣除要求资本成本后的有效业务价值	扣除要求资本成本后的一年新业务价值
1	中间情景	136,749	26,723
2	风险贴现率提高 50bp	-3.6%	-4.4%
3	风险贴现率降低 50bp	3.9%	4.8%
4	投资回报率提高 50bp	15.6%	11.4%
5	投资回报率降低 50bp	-16.0%	-11.4%
6	死亡率假设提高 10%	-0.7%	-0.8%
7	死亡率假设降低 10%	0.7%	0.8%
8	疾病发生率假设提高 10%	-2.0%	-3.7%
9	退保率假设提高 10%	0.6%	-1.2%
10	退保率假设降低 10%	-0.7%	1.1%
11	费用假设提高 10%	-1.6%	-5.3%

资料来源: 公司 2017 年财务报告, 国信证券经济研究所整理

表 17: 中国平安内含价值敏感性分析

	单位: 百万元	集团内含价值	寿险及健康险内含价值	一年新业务价值
1	中间情景	825,173	496,381	67,357
2	风险贴现率提高 50bp	-1.4%	-2.4%	-5.2%
3	风险贴现率降低 50bp	1.6%	2.6%	5.6%
4	投资回报率提高 50bp	4.7%	7.7%	9.6%
5	投资回报率降低 50bp	-4.7%	-7.8%	-9.7%
6	2016 年评估所用假设及模型	0.1%	0.2%	-0.2%
7	死亡、疾病和意外等发生率上升 10%	-1.9%	-3.1%	-7.9%
8	保单失效率上升 10%	-1.0%	-1.6%	-4.3%
9	维持费用上升 10%	-0.3%	-0.6%	-0.9%
10	客户分红比例增加 5%	-1.0%	-1.6%	-1.5%
11	权益资产公允价值下跌 10%	-2.3%	-3.0%	

资料来源: 公司 2017 年财务报告, 国信证券经济研究所整理

表 18: 新华保险内含价值敏感性分析

	单位: 百万元	扣除要求资本成本后的有效业务价值	扣除要求资本成本后的一年新业务价值
1	中间情景	60,264	12,063
2	风险贴现率提高 100bp	-5.0%	-4.7%
3	风险贴现率降低 100bp	10.9%	10.3%
4	投资回报率提高 50bp	13.0%	8.0%
5	投资回报率降低 50bp	-32.1%	-23.8%
6	获取费用和维持费用提高 10%	19.7%	4.3%
7	获取费用和维持费用降低 10%	6.5%	21.8%
8	失效和退保率提高 10%	-5.3%	-13.8%
9	失效和退保率降低 10%	4.6%	11.5%
10	死亡率提高 10%	-3.1%	-6.1%
11	死亡率降低 10%	2.0%	1.9%
12	发病率及赔付率提高 10%	-4.7%	-5.2%
13	发病率及赔付率降低 10%	7.8%	8.9%
14	75%的分红业务盈余分配给保单持有人	-11.4%	-6.4%

资料来源: 公司 2017 年财务报告, 国信证券经济研究所整理

表 19: 中国人寿内含价值敏感性分析

	单位: 百万元	扣除要求资本成本后的有效业务价值	扣除要求资本成本后的一年新业务价值
1	中间情景	363,673	60,117
2	风险贴现率提高 50bp	-4.3%	-4.4%
3	风险贴现率降低 50bp	4.7%	4.7%
4	投资回报率提高 50bp	17.0%	14.3%
5	投资回报率降低 50bp	-16.9%	-14.2%
6	费用率提高 10%	-1.3%	-5.4%
7	费用率降低 10%	1.3%	5.4%
8	非年金产品的死亡率提高 10%; 年金产品的死亡率降低 10%	-0.7%	-1.2%
9	非年金产品的死亡率降低 10%; 年金产品的死亡率提高 10%	0.7%	1.2%
10	退保率提高 10%	-0.2%	-1.6%
11	退保率降低 10%	0.1%	1.5%
12	发病率提高 10%	-1.3%	-1.9%
13	发病率降低 10%	1.3%	1.9%
14	使用 2016 年内含价值评估假设	-1.8%	0.0%

资料来源: 公司 2017 年财务报告, 国信证券经济研究所整理

然后, 我们结合实际情况, 初步探视各上市公司的假设与实际情况的拟合程度。总的而言, 中国太保的在运营假设及经济假设方面拟合较好, 中国太保和中国人寿在投资业务层面拟合较好; 同时, 中国平安在投资方面的表面远优于其他行业龙头。

表 20: 内含价值历年变化的结构分析 (平均值)

		中国太保	中国平安	新华保险	中国人寿
1	EV 增速	20.00%	24.50%	16.60%	16.20%
2	内含价值预期回报 (期初 EV 占比)	10.50%	9.40%	10.90%	9.80%
3	新业务价值贡献 (占比)	11.30%	15.10%	9.70%	7.40%
4	投资收益偏差 (占比)	-1.40%	2.40%	-2.80%	-0.60%
5	其他 (占比)	-0.40%	-2.30%	-1.20%	-0.30%

资料来源: 历年上市公司年报数据, 国信证券经济研究所整理 (“其他” 主要包括运营和经济两方面因为经营与假设差别所导致的修正, 以及由假设的更新所直接导致的修正)

表 21: 中国太保内含价值历年变化的结构分析

单位: 百万	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	平均
EV (分红前)	60,143	74,132	86,102	99,274	123,973	156,970	190,024	226,667	
EV 增速	18.8%	5.0%	18.0%	16.4%	27.4%	24.8%	25.1%	24.8%	20.0%
1.内含价值预期回报 (期初 EV 占比)	12.5%	10.3%	10.6%	10.6%	10.7%	10.4%	9.3%	9.7%	10.5%
2.新业务价值贡献	12.1%	9.5%	9.7%	8.8%	9.0%	9.6%	15.3%	16.8%	11.3%
3.投资收益偏差	-2.2%	-14.9%	0.6%	-3.6%	6.3%	2.8%	-0.6%	0.5%	-1.4%
4.其他	-3.6%	0.2%	-2.9%	0.6%	1.5%	2.1%	1.2%	-2.1%	-0.4%

资料来源: 历年上市公司年报数据, 国信证券经济研究所整理 (“其他” 主要包括运营和经济两方面因为经营与假设存在差别所导致的修正, 以及由假设的更新所直接导致的修正)

表 22: 中国平安内含价值历年变化的结构分析

单位: 百万	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	平均
EV (分红前)	123,054	136,433	183,443	209,025	269,210	333,142	377,601	513,099	
EV 增速	22.2%	12.7%	27.0%	17.8%	32.6%	26.1%	15.5%	42.4%	24.5%
1.内含价值预期回报 (期初 EV 占比)	9.8%	10.1%	10.4%	9.3%	9.4%	9.3%	8.4%	8.8%	9.4%
2.新业务价值贡献	16.2%	14.3%	11.3%	10.4%	11.0%	11.8%	21.0%	24.5%	15.1%
3.投资收益偏差	1.4%	-1.4%	-4.9%	0.8%	10.5%	4.4%	-0.2%	8.4%	2.4%
4.其他	-5.1%	-10.4%	10.2%	-2.8%	1.7%	0.6%	-13.7%	0.8%	-2.3%

资料来源: 历年上市公司年报数据, 国信证券经济研究所整理 (“其他” 主要包括运营和经济两方面因为经营与假设存在差别所导致的修正, 以及由假设的更新所直接导致的修正)

表 23: 新华保险内含价值历年变化的结构分析

单位: 百万	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	平均
EV (分红前)	23,370	58,091	64,407	85,728	103,935	130,323	154,971	
EV 增速	-16.8%	18.6%	13.3%	33.1%	21.9%	26.2%	19.7%	16.6%
1.内含价值预期回报	13.7%	9.9%	10.1%	12.1%	10.1%	10.7%	9.7%	10.9%
2.新业务价值贡献	16.7%	9.1%	7.4%	7.6%	7.8%	10.1%	9.3%	9.7%
3.投资收益偏差	-42.4%	-0.2%	-0.4%	18.0%	9.2%	-4.3%	0.2%	-2.8%
4.其他	-4.8%	-0.2%	-3.9%	-4.6%	-5.2%	9.6%	0.5%	-1.2%

资料来源: 历年上市公司年报数据, 国信证券经济研究所整理 (“其他” 主要包括运营和经济两方面因为经营与假设存在差别所导致的修正, 以及由假设的更新所直接导致的修正)

表 24: 中国人寿内含价值历年变化的结构分析

单位: 百万	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	平均
EV (分红前)	298,099	292,854	337,596	342,224	454,906	560,277	652,057	
EV 增速	2.0%	17.5%	2.5%	35.4%	24.0%	18.6%	13.7%	16.2%
1.内含价值预期回报	9.3%	10.3%	10.5%	11.0%	9.9%	9.3%	8.0%	9.8%
2.新业务价值贡献	6.8%	7.1%	6.3%	6.8%	6.9%	8.8%	9.2%	7.4%
3.投资收益偏差	-10.8%	3.3%	-6.8%	11.5%	4.5%	-5.5%	-0.7%	-0.6%
4.其他	-3.3%	-3.2%	-7.5%	6.2%	2.6%	6.0%	-2.9%	-0.3%

资料来源: 历年上市公司年报数据, 国信证券经济研究所整理 (“其他” 主要包括运营和经济两方面因为经营与假设存在差别所导致的修正, 以及由假设的更新所直接导致的修正)

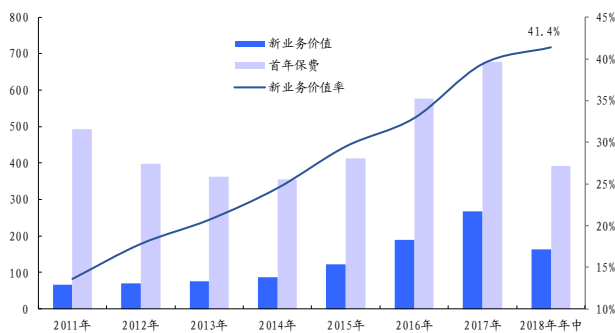
各上市寿险企业的价值回归情况

新业务价值率是分析寿险企业价值回归趋势的首要指标。通俗来讲，新业务价值率即为寿险企业每售出一元保单给股东带来的利润。新业务价值率越高，企业的盈利能力越高；如果同时，企业的保费亦实现了迅速的增长，即为转型成功：企业的盈利效率将随即得到有效的提升。

中国太保：中国太保的寿险业务实现了在质量和规模上的双维度提升，体现出其出色的管理能力和销售实力。

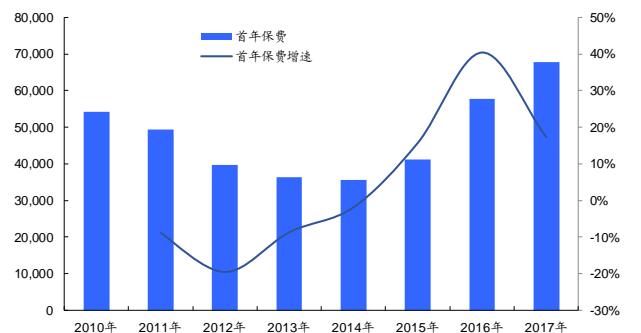
中国太保集团受益于管理层早期的坚定转型策略，整体营运效率不凡。集团在2013年完成了董事会换届，基于往届集团高层的运营基础，新的董事局为未来三年制定了新的发展蓝图得以顺利实施，持续推动集团的转型发展。集团在2014年计划未来要在确保价值持续增的前提下，推动“以客户需求为导向”的转型项目全面落实，并初步形成保险业务与资产管理业务双轮驱动的发展模式。集团寿险业务得益于集团沉淀较深的转型趋势，新业务价值创造能力持续得到了提升，巩固了集团的盈利能力，其中新业务价值率保持持续上升的态势。同时，首年保费的增速在2014年首次由负转正，并于之后实现了高质的增长。

图 28：中国太保寿险新业务价值率



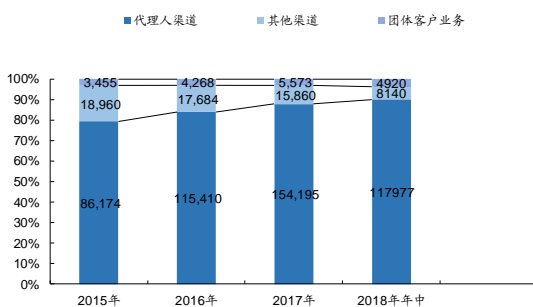
资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（计算NBV首年保费口径）

图 29：中国太保寿险业务首年保费



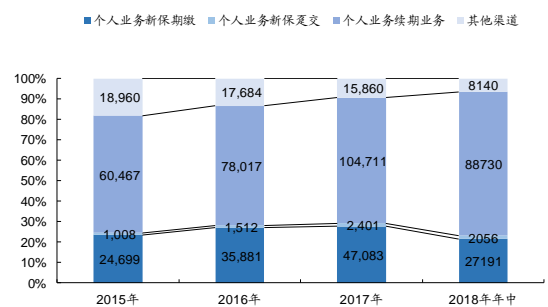
资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（计算NBV首年保费口径）

图 30：中国太保各渠道保费占比



资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理

图 31：中国太保个险渠道结构



资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理

表 25: 中国太保新业务价值率增速和 EV 增速

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
新业务价值增速	10%	5%	6%	16%	38%	58%	40%
EV 增速	5.0%	18.0%	16.4%	27.4%	24.8%	25.1%	24.8%

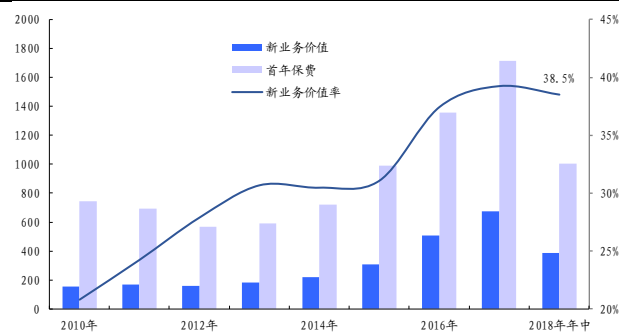
资料来源: 上市险企历年年报, 国信证券经济研究所整理

中国平安寿险业务随着未来产品结构持续优化, 新业务价值率升幅空间大, 有望继续迅速驱动估值水平的上升。

公司在 2018 年上半年, 长期保障型产品的新业务价值率继续增长, 首次超过 90% 达到 93.6%, 超过友邦中国。受益于平安寿险对期交保障型业务的持续深耕, 其业务结构将继续优化, 带动公司整体的新业务价值率上升, 未来平安寿险的估值水平大概率还将进一步上升。

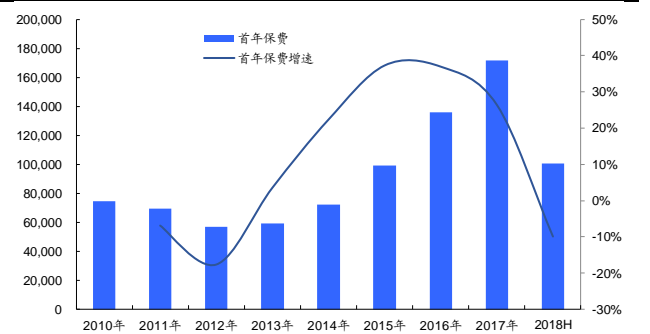
鉴于中国平安的内部业务繁多, 并且集团 P/EV 远大于行业平均, 我们测算得出目前中国平安的寿险及健康险业务 P/EV 在 1.06 倍左右, NBM 约为 0.38, 估值溢价并不高, 对标友邦中国目前的 1.81 倍, 未来仍有进一步的上升空间。

图 32: 中国平安寿险新业务价值率



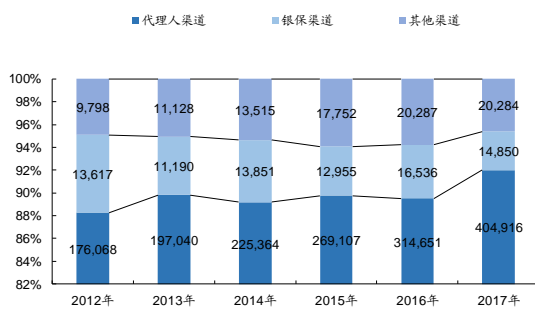
资料来源: 上市险企历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 33: 中国平安首年保费



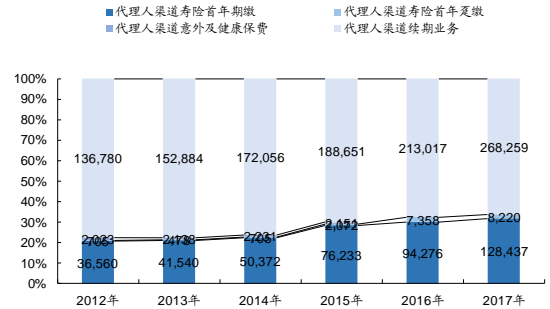
资料来源: 上市险企历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 34: 中国平安寿险 (包括健康险等) 规模保费渠道占比



资料来源: 上市险企历年年报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万)

图 35: 中国平安个险渠道规模保费收入占比



资料来源: 上市险企历年年报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万)

表 26: 中国平安新业务价值率增速和 EV 增速

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
新业务价值增速	-5%	14%	21%	40%	65%	33%
EV 增速	27.0%	17.8%	32.6%	26.1%	15.5%	42.4%

资料来源: 上市险企历年年报, 信证证券经济研究所整理

表 27: 平安寿险及健康险估值水平 (单位: 百万)

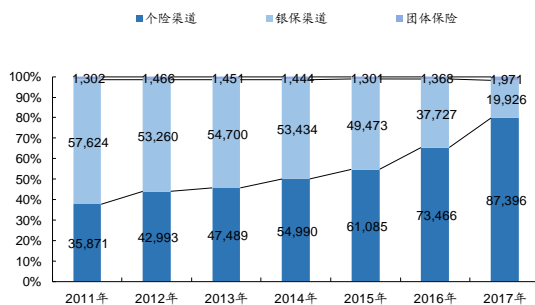
业务名称	科目	数值	备注
平安财险	2018 年年中净资产	72,818	
	PB	1.1	中国财险 PB
	估值	80,100	
	中国平安持股比例	99.51%	
	持股部分估值	79,707	
平安银行	市值	180,986	
	中国平安持股比例	49.56%	
	持股部分估值	89,697	
平安信托	2018 年年中净资产	19,514	
	PB	2.0	安信信托 PB
	估值	39,028	
	中国平安持股比例	99.88%	
	持股部分估值	38,981	
平安证券	2018 年年中净资产	28,354	
	PB	1.3	行业平均 PB
	估值	36,860	
	中国平安持股比例	40.96%	
	持股部分估值	15,098	
其他资产管理业务	2018 年年中净资产	64,436	
	PB	1.5	
	估值	96,654	
陆金所控股	最新估值	414,000	最新估值 600 亿美元
	中国平安持股比例	43.76%	
	持股部分估值	181,166	
平安好医生	市值	38,300	
	中国平安持股比例	39.27%	
	持股部分估值	15,040	
金融一账通	最新估值	51,750	上半年融后估值达到 75 亿美元
	中国平安持股比例	44.30%	
	持股部分估值	22,925	
平安医保科技	最新估值	60,720	年初估值达到 88 亿元
	中国平安持股比例	44.33%	
	持股部分估值	26,917	
汽车之家	市值	9,200	
	中国平安持股比例	52.78%	
	持股部分估值	4,856	
以上业务估值 (除寿险和健康险)		整体估值	571,042
中国平安市值 (单位: 百万元)			1,180,172
平安寿险及健康险		2018 年年中内含价值	572,533
		P/EV	1.06

资料来源: 集团年中财报, Wind, 国信证券经济研究所整理 (市值为 11 月 22 号数据)

新华保险：新华保险的价值回归战略执行成效突出，渠道转型明显，结构持续优化，未来有望实现规模和质量的双轮驱动。新华保险自 2016 年以来执行转型战略，推进代理人渠道的发展，代理人保费占比持续上升，至 2018 年年中达到首年保费 80%；同时，新业务价值率提升迅速，在 2016 年-2017 年分别达到了 22.4%和 39.7%，分别提升了 9.5 个百分点和 17.3 个百分点。

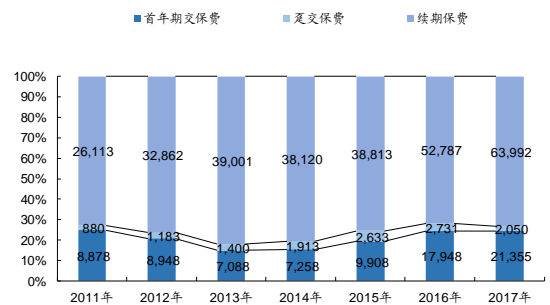
新华边际改善的趋势持续，至 2018 年年中，新华保险的新业务价值率达到了 50.4%，较年初提升 10.7 个百分点。强劲的价值回归表现，以及渠道的持续转型，未来有望驱动新华保险的规模保费增长，进而提升公司的估值以及估值溢价。

图 36: 新华保险各渠道保费占比



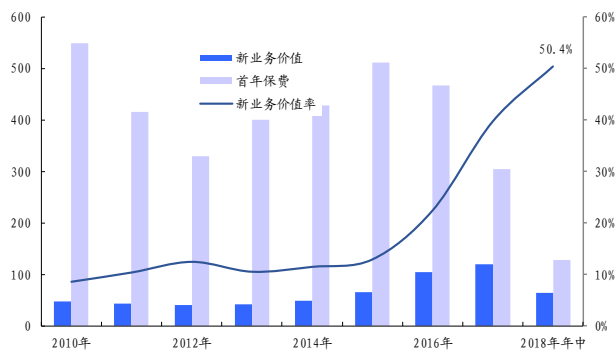
资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（口径经过调整）

图 37: 新华保险个险渠道结构



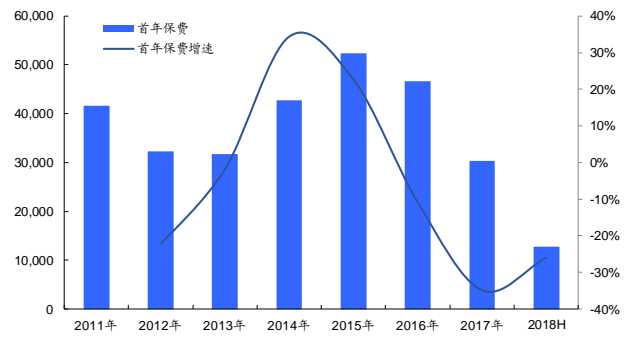
资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（口径经过调整）

图 38: 新华保险新业务价值率



资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（计算 NBV 首年保费口径）

图 39: 新华保险首年保费



资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（计算 NBV 首年保费口径）

表 28: 新华保险新业务价值率增速和 EV 增速

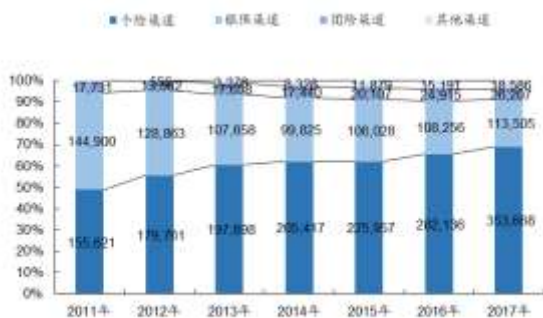
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
新业务价值增速	-4%	2%	16%	35%	58%	15%
EV 增速	18.6%	13.3%	33.1%	21.9%	26.2%	19.7%

资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理

中国人寿的业务结构持续优化，转型路径清晰可见。由于中国人寿的整体保费规模巨大，近年来的公司的整体价值回归效果不明显。主要是中国人寿的保费收入中，来自银保渠道和团险渠道等 NBM（新业务价值率）较低的渠道的保费收入占比仍然较高，压底公司的新业务价值率。

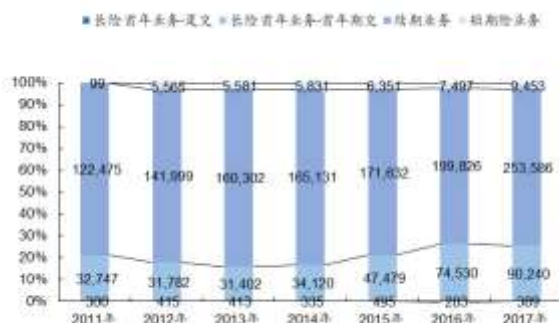
但公司的整体业务价值确实是在逐渐结构性地趋优，考虑到目前公司目前的 P/EV 估值水平，我们提醒投资机会。公司近年来持续推动个险销售渠道的建设，致使个险渠道的保费收入占比从 2011 年的 49% 逐渐上升到 2017 年的 72%。同时，个险渠道中，趸交占比小，其个险渠道的保费占比不到 1%，体现出公司的个险渠道质量相当之高，此亦体现在公司新业务价值率的逐渐提升上。从长期来看，公司未来整体的盈利效率提升值得期待。

图 40: 中国人寿各渠道保费收入占比



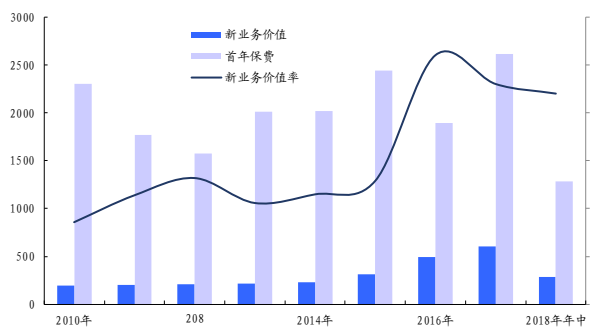
资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理

图 41: 中国人寿个险渠道保费收入占比



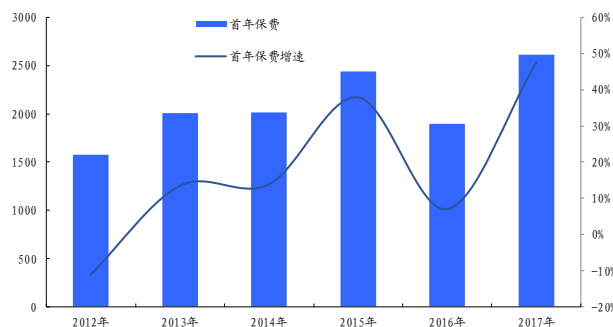
资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理

图 42: 中国人寿新业务价值率



资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理

图 43: 中国人寿首年保费



资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理

表 29: 中国人寿新业务价值率增速和 EV 增速

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
新业务价值增速	2%	9%	36%	56%	22%	
EV 增速	17%	3%	35%	24%	19%	14%

资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理

投资建议

给以上逻辑，总结：首先，我们提请关注寿险行业的投资价值。目前，寿险公司及业务的估值普遍较低，与向好的基本面出现了持续的背离。如前文所述的，寿险公司及寿险业务的新签保单随着其质量的提升，其盈利更加稳定，市场应该坚定的给与整个行业一定的溢价。

其次，在个股推荐顺序方面，我们按照估值与基本面的背离程度以及基本面持续提升的确定性，推荐中国太保、中国平安、新华保险、中国人寿。其中，从业务质量的角度，我们推荐估值较低且优势相对明显的中国太保；同时，推荐业务质量持续突破的中国平安，其估值水平有望继续上升，以及质量边际改善最为明显新华保险和业务质量结构性趋优的中国人寿。其中，新华保险的质量边际改善最为明显。未来随着新华保险价值回归战略的坚定实施，以及销售实力的进一步提升，其盈利能力有望迅速增长。

表 30: A 股险企的 P/EV 以及友邦保险

		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年年中
601628.SH	中国人寿	2.39	1.81	1.52	1.31	0.98	1.63	0.96	1.07	0.78
601318.SH	中国平安	1.91	1.48	1.13	0.95	0.74	1.22	0.94	1.11	1.25
601601.SH	中国太保	1.88	1.61	1.30	1.16	1.00	1.30	1.00	1.07	0.97
601336.SH	新华保险		1.72	1.57	1.17	0.91	1.52	0.99	1.10	0.89
1299.HK	友邦保险		1.41	1.38	1.61	1.69	1.94	1.71	1.75	1.81

资料来源：上市险企历年年报、Wind，国信证券经济研究所整理（年度股价为年末前 52 周均价，年中股价为最近交易日前一周均价）

风险提示

第一，短期内经济的震荡影响居民的消费行为，使得居民购买带有重大风险保障之寿险产品的意愿降低，或导致寿险业务质量的边际改善无法有效的传导至规模层面，形成增质不增量的局面，对投资者的相关投资预期形成压制。

第二，上市险企公司的价值转型趋势不稳固。

第三，目前上市险企的盈利来源中，利差占比仍然具有一定空间，所以短期内投资者对其的市场风险敞口仍然未能轻视，进而影响投资者对公司价值回归趋势的预期。

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