中國平安系列(八)之

內含價值分析──新業務價值之冠

內含價值由來已久，最初由英國保險公司率先採用。內含價值是投資者能夠深入了解壽險公司價值極其重要的額外資料，亦是投資者為壽險公司進行估值時最重要的工具。內含價值等於調整後股東資產淨值，加上壽險公司扣除持有償付能力額度的成本後的有效業務價值(扣償後的有效業務價值)，但不包括日後銷售的新業務的價值(因此內含價值是不完整的估值，未能完全表達壽險公司的估值)。

根據**中國平安**的說法，調整後資產淨值是由按中國會計準則計量的經審計股東淨資產值調整準備金等相關差異後得到，加上若干資產的價值調整至市場價值。在 2016 年開始實施償二代體系後，根據平安壽險的數據，2016 年及 2017 年的調整後資產淨值都比資產負債表的資產淨值稍大。

此外，有效業務價值則有點像剩餘邊際，是保單未來的可分配利潤現值。而償付能力額度的成本又名要求資本成本，是指這部份資本原本是可以分配給投資者的，但由於監管要求而要保留在公司內，因此這個要求資本成本就是投資者對於這個資本的機會成本。

圖表 1：平安壽險內含價值變動

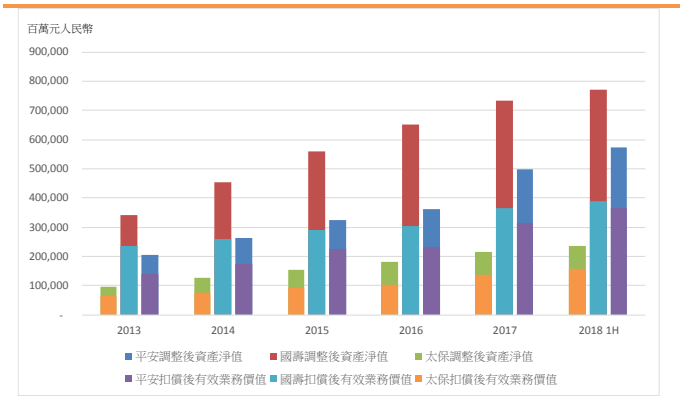
百萬元人民幣	2013	2014	2015	2016	2017	2018 1H	增長部分平均佔比
期初內含價值	177,460	203,038	264,223	325,474	360,312	496,381	-
預計回報	16,510	19,185	24,628	27,346	31,745	22,596	**30.8%**
新業務價值	18,540	22,249	31,058	68,720	88,117	49,442	**60.3%**
假設及模型變動	(1,352)	2,317	(246)	(42,115)	(758)	15	**-9.1%**
市場價值調整影響	(3,045)	815	756	(1,020)	(5,415)	3,330	**-1.0%**
投資回報差異	1,413	21,320	11,599	(547)	30,212	(893)	**13.7%**
其他經驗差異	(501)	275	825	(259)	8,886	15,391	**5.3%**
其他	-	12	298	-	-	-	**0.1%**
淨股息支出	(5,987)	(4,987)	(6,328)	(17,289)	(16,718)	(13,925)	-
期末內含價值	203,038	264,224	326,813	360,310	496,381	572,337	-

資料來源：公司年報、致富集團研究部

從上表我們可以看到影響平安壽險內含價值的主要部分。平安壽險內含價值的增長主要來自新業務價值(這部分下文會再展述)，平均佔增長部分的 60%。其次為預計回報，此部分來自平安調整後資產淨值及扣償後有效業務價值的預計回報，是比較穩定的增長部分，平均佔比為 30%。由此我們可以知道，就算壽險公司一時三刻沒有新業務價值貢獻，內含價值亦會由預計回報得到增長，但當然增速會大幅減慢。至於投資回報差異及其他經驗差異，

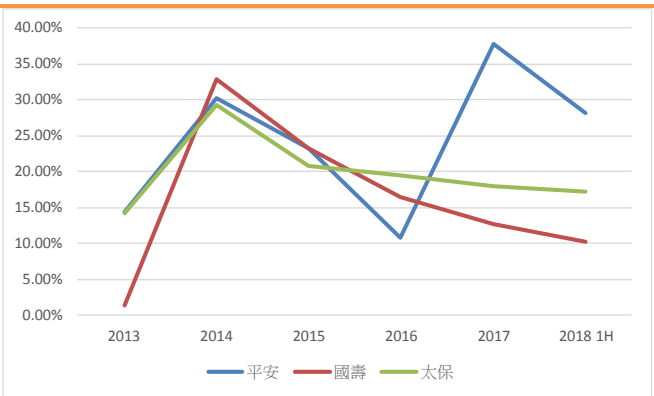
意思就是實際投資回報與假設回報的差異及營運經驗與假設的差異，總的來說對平安壽險的內含價值產生正面影響，表示平均來說實際的投資回報及費用等都好於假設。至於假設及模型變動，主要對平安壽險內含價值的影響發生在 2016 年，由於投資回報假設由 5.5%降低至 5%而產生 421 億元人民幣的減值，除此以外總的來說影響不大。而市場價值調整影響，平均來說影響不大。

圖表 2：近 5 年三大壽險公司的內含價值



資料來源：公司年報、致富集團研究部

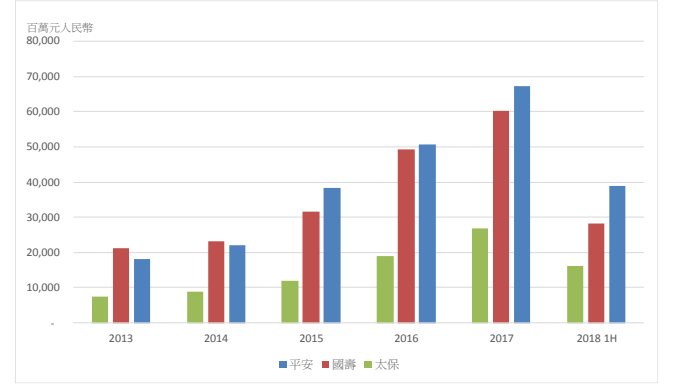
圖表 3：近 5 年三大壽險公司的內含價值增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

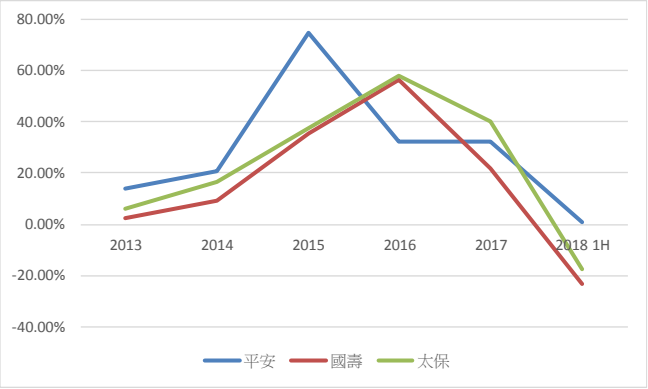
平安壽險的內含價值從 2013 年的 2,030 億元人民幣升至 2017 年的 4,964 億元人民幣，平均年複合增長率達 25.0%，是三家壽險公司增長最快的一家(國壽及太保於同一期間內的壽險內含價值平均年複合增長率分別為 21.0%及 21.8%)，2018 年上半年平安壽險的內含價值再按年升 28.2%至 5,723 億元人民幣。從圖表 2 來看，雖然國壽的內含價值仍然是三家壽險公司中最大，然而若讀者細看之下可以發現，國壽的內含價值之所以比平安壽險高，主要是因為其較高的調整後資產淨值，而平安壽險的扣償後有效業務價值已經非常接近國壽。

圖表 4：近 5 年三大壽險公司的扣償後的新業務價值



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 5：近 5 年三大壽險公司的扣償後的新業務價值增長率



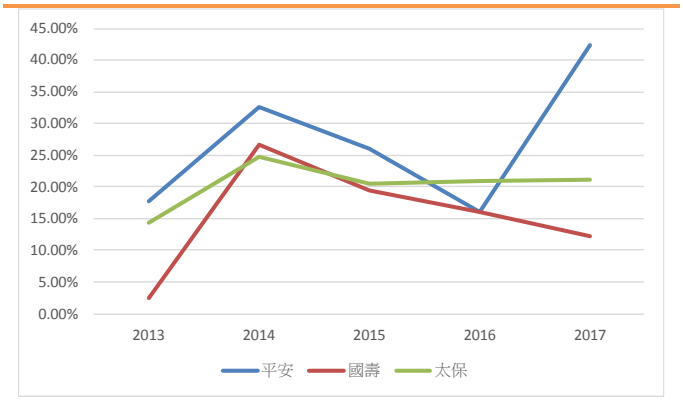
資料來源：公司年報、致富集團研究部

我們再看扣償後新業務價值，平安壽險從 2013 年的 182 億元人民幣升至 2017 年的 674 億元人民幣，平均年複合增長率高達 38.8%，亦是三家壽險公司增長最快的一家(國壽及太保於同一期間內的扣償後新業務價值平均年

複合增長率分別為 29.6%及 37.4%)。新業務價值由首年保費及新業務價值率決定。近 5 年，平安壽險的扣償後新業務價值高速增長主要來自首年保費的快速增長，而新業務價值率則在這期間穩中有升。

2018 年上半年平安壽險的扣償後新業務價值基本按年持平至 388 億元人民幣，而國壽及太保則分別大幅下降 23.7%及 17.5%。新業務價值大幅下降，主要是因為之前提到的 134 號文，壽險公司需要大幅削減躉繳的理財型產品所致，但由於平安壽險較早準備轉型，影響相對較輕，而且相信全年扣償後新業務價值仍會按年上升。此外，平安壽險的扣償後新業務價值早於 2015 年已經超過國壽，主要是因為平安壽險的新業務所創造的價值遠高於國壽。結果與我們之前分析銷售渠道時，平安壽險主力發展銷售長期保障型產品的代理人渠道相符。

圖表 6：近 5 年三大壽險公司的內含價值回報率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

我們再來可用內含價值回報率來檢視各壽險公司創造價值的效率。平安壽險的五年平均內含價值回報率高達 27.0%，是三家壽險公司回報率最高的一家(國壽及太保於同一期間內的平均壽險內含價值回報率分別為 15.3%及 20.4%)。從圖表 6 可以看到，太保 2014 年後內含價值回報率一直維持在 20%左右，而國壽的內含價值回報率卻在 2014 年後不斷下降，顯示其價值創造能力下降。平安壽險的內含價值回報率一直維持於極高水平，2016 年的下跌，主要由於之前提到的投資回報假設下降而產生 421 億元人民幣的減值，若撇險這個因素，2016 年平安壽險的內含價值回報率達到 29.0%。