

# 绝对低估&相对高估

## ——保险行业系列报告之三（估值篇）

金融行业研究员

邵子钦



中国平安  
PING AN OF CHINA  
专业·价值



# 目录

- 保险估值方法演进
- 中国保险业估值方法讨论
- 中国保险业前景展望
- 投资策略



# 保险估值方法演进

- **1.1 内涵价值法的产生和应用**
- 传统估值方法低估了寿险公司的价值。
- 20年前内涵价值法应运而生。
- 今天内涵价值法在全球广泛应用。
- 内涵价值法的基本估值原理。



# 保险估值方法演进

## • 1.2 各种估值方法的比较

图表1 主要估值方法比较

	相对估值法			绝对估值法		
	PE	PB	P/EV	DDM	EVA	内涵价值法
优点	简单直观，主要用于同类股票间的比较，能在一定程度上反映公司风险性和成长性。	给出清算的概念，相对稳定和直观的度量，可衡量盈利为负数和非持续经营的公司价值。	以内涵价值为企业价值驱动因素，简单、直观。	股票价格最终决定于未来投资者的现金流收入。	对终值估计的依赖性较小，可用于盈利和红利波动较强的公司。	假设严谨，准确反映了公司的经营状况和成长性。
局限	EPS可能是负数，乘数失去意义；收益容易变动，会计数据可能失实。	资产规模差异会导致对价值的误导；账面价值与市场价值可能存在很大背离。	精算要求高，无法反映新业务成长。	受股利政策影响较大。	依赖于会计数据，要求净盈余关系成立。	深奥复杂，对精算假设过于敏感。

资料来源：平安证券



# 目录

- 保险估值方法演进
- 中国保险业估值方法讨论
- 中国保险业前景展望
- 投资策略



# 中国保险业估值方法讨论

- 2.1 估值结论
  - 从静态角度来看，中国保险公司估值明显高于国际平均水平；从动态角度来看，这一估值水平与中国保险行业上升周期的高增长相匹配；从历史数据来看，全球三大保险公司在过去18年中也曾有过较高的估值，中国公司目前估值处于其历史估值水平的上轨。
- 2.2 相对估值法
  - A. PE估值法
  - B. PB估值法
  - C. P/EV估值法



# 中国保险业估值方法讨论

图表2 中国平安与中国人寿相对估值

年度	中国平安				中国人寿			
	EPS (元)	PE (x)	PB (x)	P/EV (x)	EPS (元)	PE (x)	PB (x)	P/EV (x)
2005	0.69	85.46	11.07	7.55	0.35	103.86	15.46	8.54
2006	1.27	46.43	7.88	5.57	0.75	48.47	7.36	5.65
2007F	1.70	34.69	4.61	3.21	0.94	38.67	6.44	4.46
2008F	2.21	26.68	4.08	2.06	1.22	29.75	5.54	3.72

注：以2007.05.29收盘价计算

资料来源：平安证券

图表3 保险公司估值水平国际比较 单位: 倍/百万元人民币/1%

名称	PE	PB	ROA	ROE	净利润	净利润 增长率	总资产	净资产
美国								
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	11.7	1.7	1.5	15	111,997	34	7,644,424	855,798
METLIFE INC	12.2	1.5	1.3	21	50,171	34	4,118,868	274,724
PRUDENTIAL FINANCIAL INC	15.3	1.9	0.8	15	27,330	-3	3,545,592	178,674
HARTFORD FINANCIAL SVCS GRP	10.7	1.7	0.9	16	21,884	21	2,550,004	147,329
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL A	16.7	1.6	4.9	11	87,817	29	1,939,076	863,876
LINCOLN NATIONAL CORP	13.2	1.5	0.9	14	10,492	58	1,393,164	95,230
ALLSTATE CORP	7.9	1.7	3.2	24	39,807	183	1,229,725	170,510
PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	17.1	2.1	0.8	13	8,485	16	1,121,266	61,354
NATIONWIDE FINANCIAL SERV- A	11.8	1.5	0.6	13	5,691	19	932,020	43,227
TRAVELERS COS INC/THE	9.0	1.4	3.7	18	33,548	159	887,916	196,181
加权平均	11.5	1.6	2.2	16	54,921	75	3,424,393	388,769
日本								
MITSUI SUMITOMO INSURANCE CO	33.5	1.1	0.9	4	4,669	7	514,291	136,901
SOMPO JAPAN INSURANCE INC	28.6	1.1	1.2	6	4,886		404,938	95,505
NIPPONKOA INSURANCE CO LTD	121.9	1.0	0.4	2	956	-9	237,295	53,859
AIOI INSURANCE CO LTD	31.0		0.7	4	1,422	22	188,395	43,031
MILLEA HOLDINGS INC	19.3	1.4	5.9	6	9,970	25	161,483	161,395
NISSAY DOWA GENERAL INS	40.0	0.8	0.6	2	528	45	92,142	24,759
FUJI FIRE & MARINE INSURANCE	27.0	1.3	0.7	5	541	7	73,519	11,975
T&D HOLDINGS INC	144.5	3.2	1.8	2	787	-51	42,254	40,372
ADVANCE CREATE CO LTD		1.7	-29.1	-42	-132		453	244
ADVANTAGE RISK MANAGEMENT CO	142.4	22.9	4.1	20	2		42	9
加权平均	53.5	1.5	2.7	4	5,108	3	246,083	106,118

名称	PE	PB	ROA	ROE	净利润	净利润增长率	总资产	净资产
韩国								
SAMSUNG FIRE & MARINE INS	28.1	2.4	1.7	9	2,107	-6	135,259	24,627
DONGBU INSURANCE CO LTD	14.5	2.9	1.8	21	974	6	61,374	5,575
LIG NON-LIFE INSURANCE CO LT	25.6	2.3	0.6	10	285	-31	54,350	3,504
HYUNDAI MARINE & FIRE INS CO	23.9	2.2	0.7	9	353	-36	51,851	3,886
MERITZ FIRE & MARINE INSURAN	22.4	2.6	0.9	12	212	25	25,661	1,901
KOREAN REINSURANCE CO	19.5	2.5	2.4	13	503	16	22,917	4,083
FIRST FIRE & MARINE INSURANC	13.1	1.8	0.7	15	95	230	14,758	701
HANWHA NON-LIFE INSURANCE CO		1.9	-1.0	-14	-95		9,753	634
HUNGKUK SSANGYONG FIRE & MAR		1.1	-2.5	-26	-203		8,658	999
DAEHAN FIRE & MARINE INS CO	25.2	0.7	0.3	3	22	-73	6,975	831
GREEN FIRE MARINE INSURANCE	9.5	0.9	1.3	12	51	4	4,343	546
加权平均	23.5	2.4	1.5	10	1,348	-3	91,523	14,864
台湾								
CATHAY FINANCIAL HOLDING CO	28.9	3.2	0.8	12	5,555	-51	753,528	46,998
SHIN KONG FINANCIAL HOLDING	19.2	2.0	0.6	12	1,799	-4	327,287	16,792
CHINA LIFE INSURANCE CO LTD	33.2	1.6	0.4	9	172	4	50,551	2,391
TAIWAN LIFE INSURANCE CO LTD	12.1	2.0	1.0	18	444	-15	45,198	2,465
CENTRAL REINSURANCE CO LTD	9.1	1.0	3.0	11	165	62	5,601	1,615
SHINKONG INSURANCE CO LTD	13.0	1.4	2.9	12	95	2	3,296	817
UNION INSURANCE CO LTD	15.0	0.4	1.4	3	46	-28	3,295	1,569
TAIWAN FIRE & MARINE INSURAN	13.4	1.3	4.8	11	132	0	2,737	1,202
FIRST INSURANCE CO LTD	89.1	1.5	0.6	2	13	-89	2,175	725
加权平均	26.9	2.9	0.8	12	4,545	-40	630,007	38,703
以上国家和地区加权平均	17.9	1.7	2.2	15	45,287	60	2,826,524	330,280

# 中国保险业估值方法讨论



名称	PE	PB	ROA	ROE	净利润	净利润 增长率	总资产	净资产
以上国家和地区加权平均	17.9	1.7	2.2	15	45,287	60	2,826,524	330,280
CHINA LIFE INSURANCE CO-H	48.0	6.7	1.9	13	9,306	30	559,219	80,809
PING AN INSURANCE GROUP CO-H	40.5	6.6	1.5	14	4,226	36	319,706	33,522
PICC PROPERTY & CASUALTY -H	40.7	3.0	1.2	7	1,113	731	93,380	16,836
加权平均	45.8	6.5	1.7	13	7,640	59	477,491	65,787

注：2007年4月11日数据；加权平均以市值为权数

资料来源：彭博资讯、平安证券

图表4 全球三大保险集团历史估值水平

年份	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>AIG</b>	<b>PE 历史区间 (8.6, 48.8), 中轴 21; PB 历史区间 (1.4, 7.2), 中轴 2.7</b>																	
最高 PE	15.2	12.8	14.7	16.7	19.7	17.3	21.4	22.4	28.1	33.3	41.5	48.8	39.8	39.8	30.4	25.2	20.1	19.4
PE	12.5	11.1	13.5	15.2	15.1	14.6	17.8	18.0	23.5	28.4	33.9	38.4	39.3	26.7	21.6	18.0	18.1	12.2
最低 PE	9.0	8.6	10.4	11.3	14.4	14.0	14.4	16.9	17.8	21.1	28.1	24.6	25.7	23.6	19.8	17.7	13.7	12.2
最高 PB	2.6	2.1	2.2	2.2	2.5	2.1	2.8	2.8	3.6	4.5	5.7	7.2	5.5	4.0	2.9	3.0	2.4	2.2
PB	2.0	1.6	1.8	1.9	1.8	1.9	2.2	2.3	3.2	3.9	5.0	5.4	4.0	2.6	2.6	2.1	2.1	1.8
最低 PB	1.6	1.4	1.5	1.5	1.8	1.7	1.8	2.1	2.3	2.8	3.9	3.7	3.6	2.4	1.9	2.1	1.6	1.7
<b>AXA</b>	<b>PE 历史区间 (5.3, 86.1), 中轴 21.6 ; PB 历史区间 (0.6, 4.1), 中轴 1.6</b>																	
最高 PE	16.1	13.3	9.4	20.2	37.4	38.3	23.4	20.5	23.2	35.2	32.5	31.3	78.3	86.1	32.2	34.0	13.6	14.4
PE	12.9	7.2	9.3	20.2	37.1	17.4	19.6	16.2	19.1	27.3	23.9	14.8	77.5	23.4	29.8	8.8	12.3	12.0
最低 PE	12.7	7.0	5.3	7.6	19.9	17.3	14.5	16.1	15.9	17.1	22.1	14.8	6.3	22.7	16.5	8.7	8.6	10.6
最高 PB	2.2	1.7	1.2	1.1	1.6	1.6	1.6	1.7	2.1	3.7	3.8	4.1	2.7	1.8	1.3	1.4	1.9	1.7
PB	1.7	0.9	0.8	1.0	1.5	1.2	1.6	1.4	2.0	3.2	3.1	2.6	1.6	0.9	1.3	1.2	1.5	
最低 PB	1.8	0.9	0.7	0.6	1.0	1.0	1.0	1.3	1.4	1.8	2.6	2.6	1.1	0.6	0.7	1.2	1.2	1.3
<b>ALLIANZ SE-REG</b>	<b>PE 历史区间 (9, 116), 中轴 41.4; PB 历史区间 (0.5, 7.4), 中轴 3.0</b>																	
最高 PE	82.1	54.6	99.0	116.0	115.3	59.0	63.8	40.1	68.8	60.1	48.1	48.8	46.8	51.3	18.0	20.1	21.0	14.0
PE	42.6	51.0	99.0	74.3	59.7	53.8	38.1	38.5	39.5	41.9	36.5	28.2	46.6		17.9	15.8	11.4	9.1
最低 PE	66.9	34.9	46.7	73.1	58.5	43.3	38.0	33.7	36.9	35.1	31.4	28.0	13.7	13.0	17.9	13.0	11.3	9.0
最高 PB	6.0	5.7	4.7	4.2	5.4	4.7	5.0	4.7	7.4	4.9	4.0	3.8	2.8	2.5	1.4	1.5	1.7	1.6
PB	4.5	3.8	3.5	3.5	4.8	4.2	4.5	4.2	3.2	3.5	2.8	2.7	2.2	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
最低 PB	4.9	3.7	3.4	2.8	3.4	3.5	3.9	4.0	3.2	2.9	2.6	2.6	1.3	0.6	0.5	1.0	1.1	1.1

资料来源: 彭博资讯, 平安证券



图表5 寿险保费收入前15名保险集团估值一览 单位: 倍/百万元人民币/%

国家	公司名称	PE	PB	ROA	ROE	净利润增长率	净利润	总资产	股东权益	人寿保险费净额
IT	ASSICURAZIONI GENERALI	18.4	3.0	0.6	16.7	25	24,083	3,299,853	167,633	457,110
FR	AXA	13.4	2.0	0.8	13.4	22	50,923	5,507,006	349,597	447,437
US	AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	11.7	1.7	1.5	15.0	34	111,997	7,644,424	855,798	244,244
GB	AVIVA PLC	8.8	1.8	0.8	21.2	25	32,524	4,470,977	214,811	242,747
GB	PRUDENTIAL PLC	20.7	3.3	0.4	16.4	17	12,833	3,307,083	85,839	234,730
NE	AEGON NV	9.5	1.1	0.9	12.1	2	27,930	3,240,731	238,670	217,992
FR	CNP ASSURANCES	15.0	1.6	0.4	13.1	20	11,466	2,307,202	91,169	213,075
GE	ALLIANZ SE-REG	9.3	1.4	0.7	15.6	60	70,311	10,842,060	585,634	206,035
US	METLIFE INC	12.2	1.5	1.3	21.0	34	50,171	4,118,868	274,724	187,257
GE	MUENCHENER RUECKVER AG-REG	8.5	1.2	1.6	13.7	29	34,449	2,222,239	272,064	179,698
CA	MANULIFE FINANCIAL CORP	15.9	2.5	1.2	16.4	21	28,016	2,405,268	173,195	134,310
CA	POWER CORP OF CANADA	15.3	2.2	1.1	18.9	32	9,793	888,729	148,754	131,639
CA	POWER FINANCIAL CORP	16.1	2.8	1.8	22.9	30	15,151	873,551	133,691	131,639
CA	GREAT-WEST LIFECO INC	16.8	3.1	1.0	20.1	9	13,548	1,410,645	89,491	131,639
US	PRUDENTIAL FINANCIAL INC	15.3	1.9	0.8	15.0	-3	27,330	3,545,592	178,674	110,881
	按市值加权平均	13.0	1.9	1.1	16.1	29	52,896	5,122,385	397,313	245,865

注: 2007年4月11日数据; 加权平均以市值为权数

资料来源: 彭博资讯、平安证券

图表6 P/EV 的国际比较

P/EV	国家	2001	2002	2003	2004	2005	2006E	2007E
Aegon NV	荷兰	2.4	1.3	1.2	1.0	1.1	1.2	1.1
Allianza	意大利	2.1	1.2	1.3	1.6	1.7	1.5	1.5
Allianz AG	德国	2.4	2.0	1.7	1.5	1.5	1.7	1.6
Assicurazioni Generali	意大利	1.7	1.2	1.2	1.4	1.5	1.3	1.4
AXA	法国	2.3	1.6	1.5	1.5	1.9	1.6	1.6
Baloise	瑞士	1.6	0.9	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
CNP Assurance	法国	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0
Fortis	荷兰	1.8	1.3	1.3	1.4	1.6	1.4	1.4
Friends provident	英国	1.1	0.9	0.9	1.1	1.3	1.1	1.1
ING	荷兰	1.9	1.2	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5
Irish Life and Permanent	爱尔兰	1.9	1.7	1.8	1.4	1.7	1.7	1.6
Legal&General Group	英国	1.6	1.1	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2
Mediolanum	意大利	4.1	2.0	2.2	1.6	1.4	1.8	1.8
Prudential Plc	英国	2.4	1.6	1.7	1.3	1.5	1.5	1.5
Sampo	芬兰	1.2	1.0	1.3	1.8	2.0	1.5	1.7
Swiss Life Holding	瑞士		0.3	0.7	0.7	1.0	0.7	0.8
Zurich Financial Services	瑞士	1.4	0.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.5
平均			1.2	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4
平安 A 股	中国	—	—	—	7.06	5.21	3.00	1.93
中国人寿 A 股	中国	—	—	—	8.90	5.89	4.65	3.88

资料来源：公司数据、平安证券

# 中国保险业估值方法讨论



## • 2.3 绝对估值法

- 绝对估值法的优点是，我们可以将公司未来收益体现到今天的股价之中；绝对估值法的局限性是，无法准确预测公司未来盈利的波动性。我们认为绝对估值法的价值在于，它可以让我们理清思路，知道支撑股价的关键要素和影响价格的最敏感性因素。但在使用绝对估值法时，我们要坚守保守策略的同时，还要给予一定的折扣，并与其他相对估值方法并行使用。中国人寿运用DDM、EVA和EV三种方法得到的合理估值分别为58元、48元和43元；中国平安运用DDM、EVA 和EV三种方法得到的合理估值分别为84元、72元和76元。
- A. DDM 估值法
- B. EVA估值法



# 中国保险业估值方法讨论

图表7 平安和人寿 DDM 和 EVA 估值

假设条件			
增长率		股利分配率	
2007	50%	2007-2013	25%
2008	30%	2014-2018	30%
2009-2013	25%	2019 永续	40%
2014-2018	20%		
2019 永续	7%		
贴现率	10%		
公司估值	DDM		EVA
中国平安	83.58		72.02
中国人寿	58.38		47.80

资料来源：公司数据，平安证券

# 中国保险业估值方法讨论



## C. 内涵价值法EV

- 确定新业务乘数是内涵价值法的关键。
- 我们运用情景分析法确定新业务乘数。
- 永续增长率和风险贴现率是新业务乘数的敏感性因素。
- 相同假设下对人寿和平安的估值。



图表8 新业务乘数的情景分析

年份	一年新业务价值增长率					
	情景一	情景二	情景三	情景四	情景五	情景六
2007	10%	15%	15%	15%	15%	15%
2008	10%	15%	15%	15%	15%	15%
2009	10%	15%	15%	15%	15%	15%
2010	10%	10%	15%	15%	15%	15%
2011	10%	10%	15%	15%	15%	15%
2012	10%	10%	15%	15%	15%	15%
2013	10%	10%	10%	15%	15%	15%
2014	10%	10%	10%	15%	15%	15%
2015	10%	10%	10%	15%	15%	15%
2016	10%	10%	10%	10%	15%	15%
2017	10%	10%	10%	10%	15%	15%
2018	10%	10%	10%	10%	15%	15%
2019	10%	10%	10%	10%	10%	15%
2020	10%	10%	10%	10%	10%	15%
永续增长	6%	6%	6%	6%	6%	6%
新业务乘数	38	41	47	52	58	62

资料来源：平安证券



图表9 新业务乘数对贴现率和永续增长率的敏感性分析

永续增长率	贴现率						
	12.00%	11.50%	11.00%	10.50%	10.00%	9.50%	9.00%
8.00%	31	36	42	50	63	84	126
7.80%	31	35	40	48	58	76	108
7.60%	30	34	38	45	55	69	94
7.40%	29	32	37	43	51	64	84
7.20%	28	32	36	41	49	59	76
7.00%	28	31	35	40	46	56	70
6.80%	27	30	33	38	44	53	65
6.60%	26	29	33	37	42	50	61
6.40%	26	28	32	36	41	48	57
6.20%	25	28	31	35	39	46	54
6.00%	25	27	30	34	38	44	51
5.80%	24	27	29	33	37	42	49
5.60%	24	26	29	32	36	41	47
5.40%	24	26	28	31	35	39	45
5.20%	23	25	28	30	34	38	43
5.00%	23	25	27	30	33	37	42

资料来源：平安证券

图表10 中国平安在 47 倍新业务乘数下的估值 单位：百万元



投资回报率	一年新业务			总价值	每股价值
	内涵价值	价值	新业务价值		
4.30%	138,775	7,027	327,759	466,534	64
4.52%	144,311	7,027	327,759	472,070	64
4.73%	149,846	7,027	327,759	477,605	65
4.95%	155,382	7,027	327,759	483,141	66
5.16%	160,917	7,027	327,759	488,676	67
5.38%	166,452	7,027	327,759	494,211	67
5.59%	171,988	7,027	327,759	499,747	68
5.81%	177,523	7,027	327,759	505,282	69
6.02%	183,059	7,027	327,759	510,818	70
6.24%	188,594	7,027	327,759	516,353	70
6.45%	194,130	7,027	327,759	521,889	71
6.67%	199,665	7,027	327,759	527,424	72
6.88%	205,201	7,027	327,759	532,960	73
7.10%	210,736	7,027	327,759	538,495	73
7.31%	216,271	7,027	327,759	544,030	74
7.53%	221,807	7,027	327,759	549,566	75
7.74%	227,342	7,027	327,759	555,101	76
7.96%	232,878	7,027	327,759	560,637	76

注：（不调一年新业务价值的投资回报率假设）

资料来源：平安证券

图表11 中国平安在 47 倍新业务乘数下的估值 单位：百万元



投资回报率	一年新业务			总价值	每股价值
	内涵价值	价值	新业务价值		
4.30%	139369	7027	327759	467128	64
4.52%	144904	7169	334350	479254	65
4.73%	150440	7310	340941	491381	67
4.95%	155975	7451	347532	503507	69
5.16%	161511	7593	354123	515633	70
5.38%	167046	7734	360714	527760	72
5.59%	172582	7875	367305	539886	74
5.81%	178117	8017	373896	552013	75
6.02%	183652	8158	380487	564139	77
6.24%	189188	8299	387077	576265	78
6.45%	194723	8441	393668	588392	80
6.67%	200259	8582	400259	600518	82
6.88%	205794	8723	406850	612644	83
7.10%	211330	8865	413441	624771	85
7.31%	216865	9006	420032	636897	87
7.53%	222400	9147	426623	649024	88
7.74%	227936	9288	433214	661150	90
7.96%	233471	9430	439805	673276	92

注：（调高一年新业务价值的投资回报率假设）

资料来源：平安证券



图表12 中国人寿在 47 倍新业务乘数下的估值 单位：百万元

投资回报率	调整后净资产	有效业务价值	一年新业务价值	新业务价值	内涵价值	总价值	每股价值
4.50%	153,010	90,833	14,510	676,723	243,843	920,566	33
4.73%	153,010	99,219	14,510	676,723	252,229	928,952	33
4.95%	153,010	107,604	14,510	676,723	260,614	937,337	33
5.18%	153,010	115,990	14,510	676,723	269,000	945,723	33
5.40%	153,010	124,375	14,510	676,723	277,385	954,108	34
5.63%	153,010	132,760	14,510	676,723	285,770	962,493	34
5.85%	153,010	141,146	14,510	676,723	294,156	970,879	34
6.08%	153,010	149,531	14,510	676,723	302,541	979,264	35
6.30%	153,010	157,916	14,510	676,723	310,926	987,650	35
6.53%	153,010	166,302	14,510	676,723	319,312	996,035	35
6.75%	153,010	174,687	14,510	676,723	327,697	1,004,420	36
6.98%	153,010	183,073	14,510	676,723	336,083	1,012,806	36
7.20%	153,010	191,458	14,510	676,723	344,468	1,021,191	36
7.43%	153,010	199,843	14,510	676,723	352,853	1,029,576	36
7.65%	153,010	208,229	14,510	676,723	361,239	1,037,962	37
7.88%	153,010	216,614	14,510	676,723	369,624	1,046,347	37
8.10%	153,010	225,000	14,510	676,723	378,010	1,054,733	37
8.33%	153,010	233,385	14,510	676,723	386,395	1,063,118	38
8.55%	153,010	241,770	14,510	676,723	394,780	1,071,503	38
8.78%	153,010	250,156	14,510	676,723	403,166	1,079,889	38
9.00%	153,010	258,541	14,510	676,723	411,551	1,088,274	39

注：（不调一年新业务价值的投资回报率假设）

资料来源：平安证券



图表13 中国人寿在 47 倍新业务乘数下的估值 单位：百万元

投资回报率	调整后净资产	有效业务价值	一年新业务价值	新业务价值	内涵价值	总价值	每股价值
4.50%	153,010	90,833	14,510	676,723	243,843	920,566	33
4.73%	153,010	99,219	15,819	737,803	252,229	990,032	35
4.95%	153,010	107,604	17,129	798,883	260,614	1,059,497	37
5.18%	153,010	115,990	18,438	859,963	269,000	1,128,963	40
5.40%	153,010	124,375	19,748	921,043	277,385	1,198,428	42
5.63%	153,010	132,760	21,058	982,123	285,770	1,267,894	45
5.85%	153,010	141,146	22,367	1,043,203	294,156	1,337,359	47
6.08%	153,010	149,531	23,677	1,104,283	302,541	1,406,824	50
6.30%	153,010	157,916	24,986	1,165,363	310,926	1,476,290	52
6.53%	153,010	166,302	26,296	1,226,444	319,312	1,545,755	55
6.75%	153,010	174,687	27,606	1,287,524	327,697	1,615,221	57
6.98%	153,010	183,073	28,915	1,348,604	336,083	1,684,686	60
7.20%	153,010	191,458	30,225	1,409,684	344,468	1,754,152	62
7.43%	153,010	199,843	31,534	1,470,764	352,853	1,823,617	65
7.65%	153,010	208,229	32,844	1,531,844	361,239	1,893,083	67
7.88%	153,010	216,614	34,154	1,592,924	369,624	1,962,548	69
8.10%	153,010	225,000	35,463	1,654,004	378,010	2,032,013	72
8.33%	153,010	233,385	36,773	1,715,084	386,395	2,101,479	74
8.55%	153,010	241,770	38,083	1,776,164	394,780	2,170,944	77
8.78%	153,010	250,156	39,392	1,837,244	403,166	2,240,410	79
9.00%	153,010	258,541	40,702	1,898,324	411,551	2,309,875	82

注：（调高一年新业务价值的投资回报率假设）

资料来源：平安证券



# 目录

- 保险估值方法演进
- 中国保险业估值方法讨论
- 中国保险业前景展望
- 投资策略

# 中国保险业前景展望



- **3.1 愿景——中国有望产生国际级保险集团**
- 从历史经验来看，一国经济的繁荣和强大将带动该国保险业的兴起和腾飞。
- 中国作为世界第四大经济体，有望产生国际级的保险集团。
- 实践表明，寿险上升周期可维持数十年，初始阶段可实现超高速增长。

图表14 中国保险集团公司在全球的排名 单位: 倍/百万元人民币/%

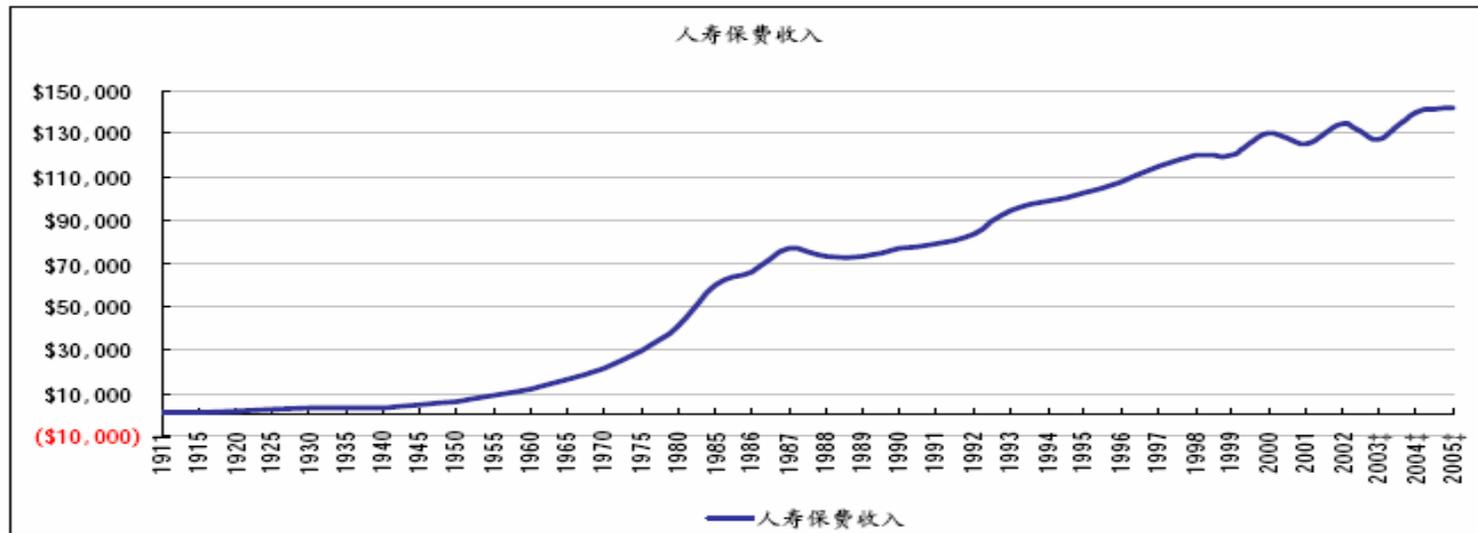
排名	名称	国家	PE	PB	ROA	ROE	净利润	净利润增长率	总资产	净资产	货币调整市值
1	AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	US	11.7	1.7	1.5	15.0	111,997	34	7,644,424	855,798	1,345,349
2	BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL A	US	16.7	1.6	4.9	11.0	87,817	29	1,939,076	863,876	1,309,957
3	CHINA LIFE INSURANCE CO-H	CH	48.0	6.7	1.9	12.7	9,306	30	559,219	80,809	953,462
	CHINA LIFE INSURANCE CO-A										1059,361
4	AXA	FR	13.4	2.0	0.8	13.4	50,923	22	5,507,006	349,597	711,178
5	ALLIANZ SE-REG	GE	9.3	1.4	0.7	15.6	70,311	60	10,842,060	585,634	709,888
6	ASSICURAZIONI GENERALI	IT	18.4	3.0	0.6	16.7	24,083	25	3,299,853	167,633	436,706
7	MANULIFE FINANCIAL CORP	CA	15.9	2.5	1.2	16.4	28,016	21	2,405,268	173,195	418,168
8	METLIFE INC	US	12.2	1.5	1.3	21.0	50,171	34	4,118,868	274,724	369,735
9	PING AN INSURANCE GROUP CO-H	CH	40.5	6.6	1.5	13.8	4,226	36	319,706	33,522	361,302
	PING AN INSURANCE GROUP CO-A										393,254
10	PRUDENTIAL FINANCIAL INC	US	15.3	1.9	0.8	15.0	27,330	-3	3,545,592	178,674	332,888
11	MUENCHENER RUECKVER AG-REG	GE	8.5	1.2	1.6	13.7	34,449	29	2,222,239	272,064	304,940
12	AVIVA PLC	GB	8.8	1.8	0.8	21.2	32,524	25	4,470,977	214,811	303,601
13	ALLSTATE CORP	US	7.9	1.7	3.2	23.8	39,807	183	1,229,725	170,510	287,285
14	PRUDENTIAL PLC	GB	20.7	3.3	0.4	16.4	12,833	17	3,307,083	85,839	279,750
15	TRAVELERS COS INC/THE	US	9.0	1.4	3.7	17.8	33,548	159	887,916	196,181	276,989

注: 2007年4月11日数据

资料来源: 彭博资讯, 平安证券

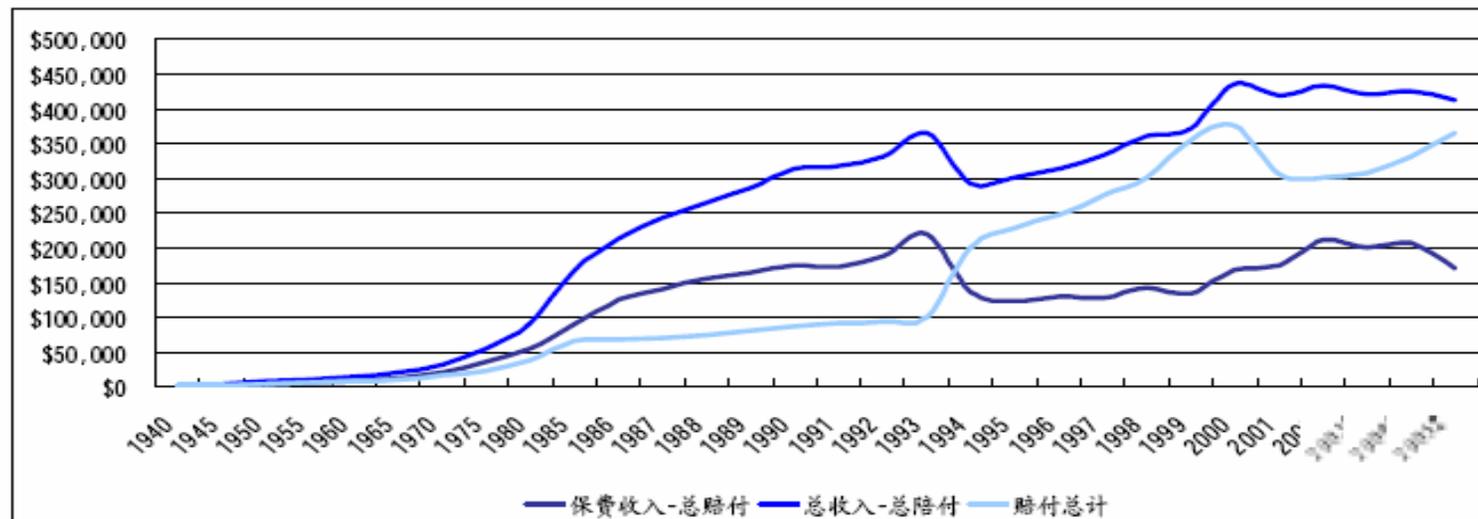


图表15 美国寿险保费收入长期稳定增长 单位：百万美元



资料来源：ACLI、平安证券

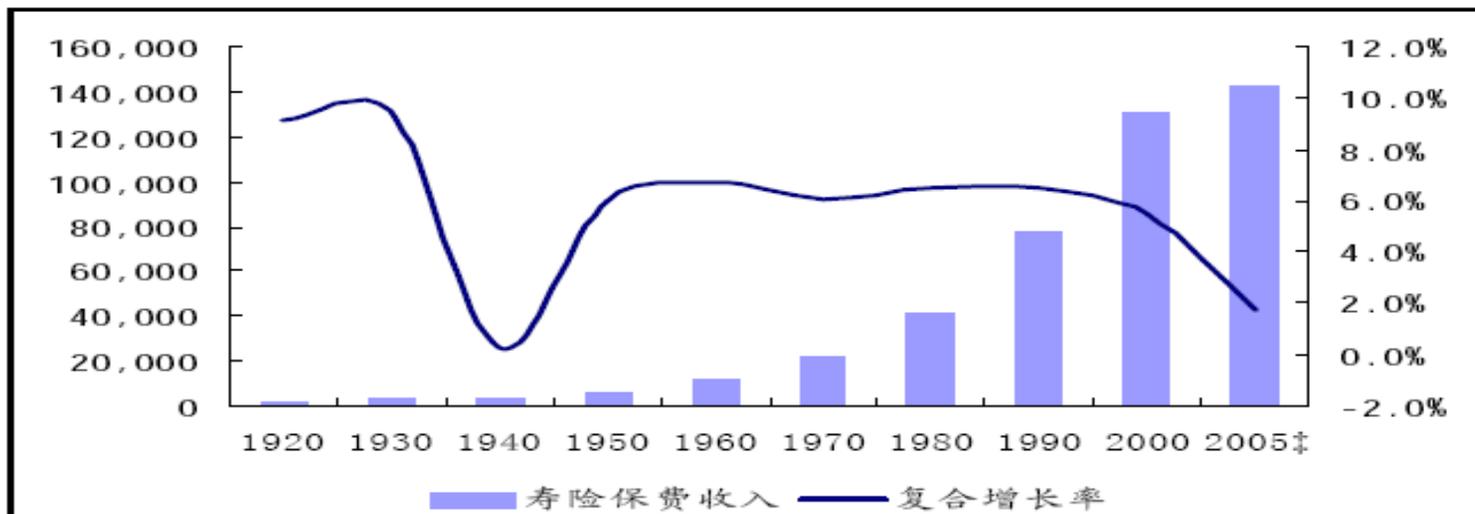
图表16 美国人身险的长期稳定回报 单位：百万美元



资料来源：ACLI、平安证券

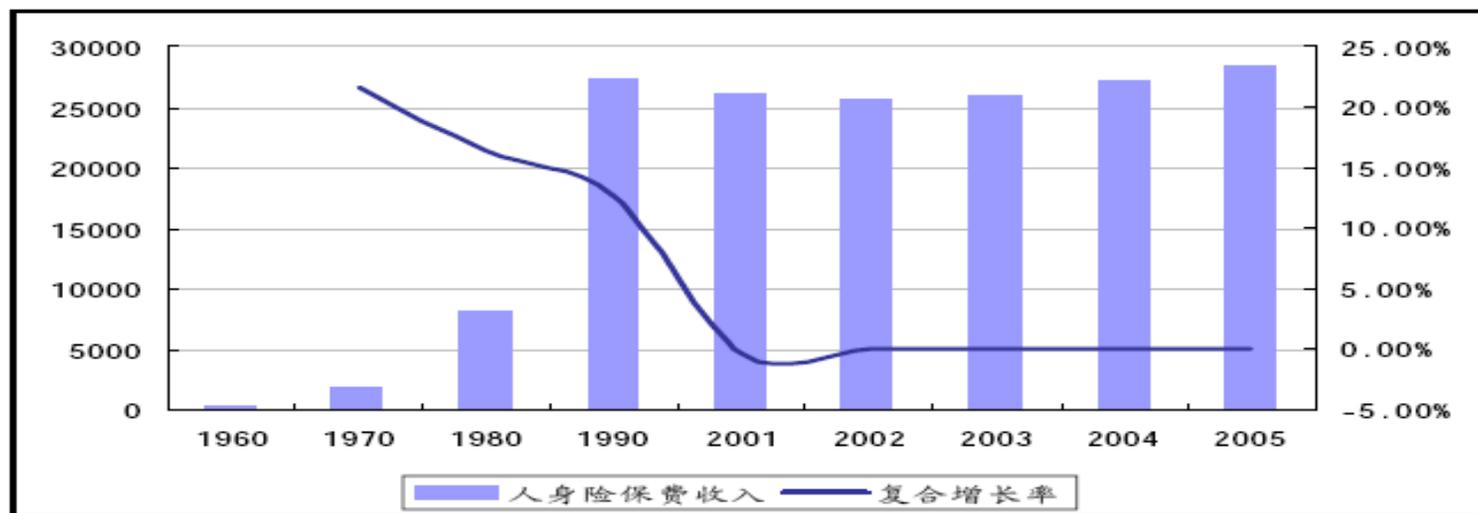


图表17 美国保费收入 10 年复合增长特征 单位：百万美元



资料来源：ACLI、平安证券

图表18 日本寿险保费收入 40 年的增长情况 单位：十亿日元



资料来源：日本寿险协会、平安证券



# 中国保险业前景展望

## • 3.2 现实——近两年的催化剂

- 保险资金投资渠道逐步放开。
- 中国进入加息周期。
- 2008年内外资企业所得税并轨。

图表19 考虑2008年两税并轨因素后的净利润增长率

税后利润 增长率	税前净利润增长率										
	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%	75%
中国平安	25.6%	30.7%	35.7%	40.7%	45.7%	50.8%	55.8%	60.8%	65.8%	70.9%	75.9%
中国人寿	32.6%	37.9%	43.2%	48.5%	53.8%	59.1%	64.4%	69.7%	75.0%	80.3%	85.6%

注：假设中国平安现行实际税负为10%，经测算两税合并后特区五年过渡期之前实际税负为9.55%；  
假设中国人寿现行实际税负为20%，经测算两税合并后实际税负为15.15%。

数据来源：平安证券

# 中国保险业前景展望



- 3.3 保险股在指数中的权重日益重要
- 保险股在上证综指、上证A股指数和国企指数中的权重分别为10.6%、10.8%和13.55%。其中，中国人寿和中国平安分别是上证综指中第四和第五大权重股。对于境内机构投资者而言，投资保险股就意味着锁定了10%的大盘；对于海外资金而言，投资香港的中国股票，必然要选择在指数中占比40%的金融股，而保险股占比为14%强。随着上市保险公司数量的逐渐增加和保险股市值规模的增大，以及单只基金发行规模的扩大，以指数为标尺的大资金，配置保险股是必然选择。

# 中国保险业前景展望



图表20 中国人寿和中国平安在上证综指中的比重

名称	比重 %	最新价 (元)
上证综指	占本指数	
中国工商银行	12.3	5.47
中国银行	9.3	5.84
中国石油化工股份有限公司	7.4	11.78
中国人寿	7.0	37.29
中国平安	3.6	54.60
招商银行	2.0	18.88
上海国际港务集团有限公司	2.0	10.32
宝钢股份	1.7	10.87
大秦铁路	1.7	14.33
兴业银行	1.5	32.50
中信证券	1.3	48.99
民生银行	1.2	12.77
浦发银行	1.1	29.66

注：4月13日数据

资料来源：彭博资讯、平安证券

# 中国保险业前景展望



图表21 中国人寿和中国平安在上证 A 股指数的比重

名称	比重 %	最新价 (元)
上证 A 股	占本指数	
中国工商银行	12.7	5.53
中国银行	9.4	5.76
中国石油化工股份有限公司	7.5	11.75
中国人寿	7.1	37.28
中国平安	3.7	54.61
招商银行	2.1	18.93
上海国际港务集团有限公司	2.0	10.32
宝钢股份	1.7	10.92
大秦铁路	1.7	14.40
中信证券	1.4	49.55
民生银行	1.2	12.76
浦发银行	1.2	29.60
中国联通	1.1	5.66
长江电力	1.0	13.81
贵州茅台	0.9	104.50

资料来源：彭博资讯、平安证券

# 中国保险业前景展望



图表22 金融股在国企指数的权重

股票代码	公司名称	在国企指数中的权重
939 HK	建设银行	9.44%
3328 HK	交通银行	7.58%
3398HK	工商银行	3.5%
3988 HK	中国银行	5.5%
2628 HK	中国人寿	10.45%
2318 HK	中国平安	3.1%
2328 HK	中国财险	0.68%
保险小计		14.23%
金融合计		40.25%

资料来源：彭博资讯，平安证券



# 目录

- 保险估值方法演进
- 中国保险业估值方法讨论
- 中国保险业前景展望
- 投资策略

# 投资策略



- 保险股兼具稳定增长和投资弹性两大属性。
- 给予“强烈推荐”的投资评级，建议“买入并持有”。

图表23 中国平安和中国人寿 A 股和 H 股的比价

公司名称	股票代码	H 股股价		A 股股价	H/A
		港币	元	元	
中国平安	3988HK	43.9	44.42	55.03	80.7%
中国人寿	3968HK	25.3	25.60	37.69	67.9%

注：股价为 4 月 13 日数据；港币兑人民币汇率 0.99。

资料来源：WIND 资讯、平安证券