

从经营效率看寿险公司价值提升

——保险行业专题研究之五

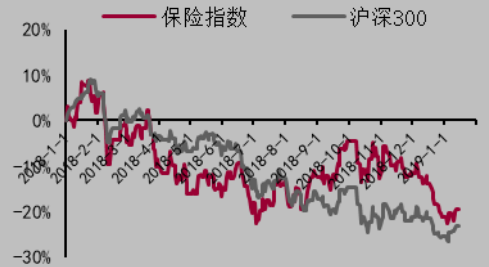
强于大市（维持）

日期：2019年1月15日

投资要点：

- **提升投资资产利用率和覆盖率能改善投资偏差，有利于提升公司盈利能力，平安寿险暂据优势。**2009-2017年，四大上市寿险公司资产规模快速提升，规模效应持续扩大，投资资产占总资产比例总体稳中有升，平安寿险2017年末相对领先达到97.6%，主要原因在于其固定资产占比明显更低。进一步分析投资资产覆盖率（投资资产/（有息负债+净资产）），2017年末国寿、平安、太保、新华分别为100.3%、104.1%、101.2%、98.8%，由于投资偏差是投资资产基数偏差与投资收益率偏差共同作用的结果，较高的投资资产覆盖率有利于改善投资偏差，进而提升公司盈利和长期价值创造能力。
- **合理控制管理费用，持续扩大规模效应，提升队伍效能，有利于公司摊薄成本，太保寿险近几年费用效率明显提升。**用单位管理费用支撑的有效业务价值衡量费用效率，测算结果显示，国寿受益于突出的规模效应，管理费用效率处于领先地位，直至2017年才被太保超越，但仍处于较高水平。太保寿险2009年低于国寿和平安较多，近些年完成大个险转型的同时费用控制也较为出色，平安则因业务投入较大导致管理费用效率并不高。但在人力费用方面，平安寿险的人力费用效率一直领先主要同业，2017年达到20.4，国寿和太保较为接近，分别为17.5、17.1，新华6.5仍明显低于其他三家。
- **保持偿付能力合理充足，追求相对均衡的业务结构，改善资本利用率，有利于公司价值最大化。**偿二代实施以来，四大上市寿险公司核心偿付能力充足率始终保持在200%以上，但高充足率也反映出资本利用率不够高的问题，从核心资本利用率看，2018年二季度末平安寿险相对最高45%，其他三家在38%左右。从单位资本的价值产出效率看，太保寿险近两年明显提升，而平安寿险虽有提升但仍低于主要同业。整体我们认为，在资本压力较小的情况下，不应单纯追求资本产出效率，而应充分利用资本，寻求整体业务价值的最大化。
- **投资建议：**从投资、运营、资本三个方面看，主要上市寿险公司的经营效率总体呈稳中有升的趋势，长期看这有利于盈利能力和价值创造能力的提升。保险股近期主要受利率下行预期带来的价值下移以及2018年投资收益率较低导致年度业绩承压影响，估值有一定压力，但业务仍将持续改善，长期价值仍有成长空间，维持保险行业“强于大市”评级。
- **风险提示：**规模人力大幅下降、保障型业务销售不及预期、权益市场大幅下跌、系统性风险

保险行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019年1月14日

相关研究

万联证券研究所 20181226_行业专题报告_AAA_我国寿险公司负债成本研究
万联证券研究所 20181018_行业专题报告_AAA_从代理人价值产能看寿险业可持续发展
万联证券研究所 20180911_行业研究报告_AAA_从偿付能力报告看寿险公司价值成长
万联证券研究所 20180604_行业研究报告_AAA_一图看懂寿险公司经营逻辑

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚，张译从，孔文彬

电话：010-66060126, 021-60883489

邮箱：yugang@wlzq.com.cn, zhangyc1@wlzq.com.cn, kongwb@wlzq.com.cn

目录

| | |
|---|----|
| 1、寿险公司经营效率主要体现在投资、运营、资本三个方面 | 3 |
| 2、主要寿险公司经营效率分析 | 4 |
| 2.1 投资：提升资金运用效率有利于改善公司盈利能力，平安寿险投资资产覆盖率较高 | 4 |
| 2.2 运营：固定费用投产比和个险队伍价值产能是衡量寿险公司运营效率的重要指标，太保寿险费用效率近几年明显改善 | 6 |
| 2.3 资本：在偿付能力保持合理充足条件下，提升资本利用效率有利于公司价值最大化 | 8 |
| 3、研究结论 | 10 |
| 4、投资建议 | 11 |
| 5、风险提示 | 11 |
| | |
| 图表 1：主要寿险公司投资资产（亿元） | 4 |
| 图表 2：主要寿险公司投资资产占总资产比例 | 5 |
| 图表 3：主要寿险公司投资资产覆盖率 | 5 |
| 图表 4：2018H 平安寿险及健康险业务内含价值变动分析 | 6 |
| 图表 5：主要寿险公司业务管理费（亿元） | 7 |
| 图表 6：主要寿险公司单位管理费用支撑的有效业务价值 | 7 |
| 图表 7：主要寿险公司支付职工薪酬（亿元） | 7 |
| 图表 8：主要寿险公司单位人力成本支撑的有效业务价值 | 7 |
| 图表 9：主要寿险公司 2013 年以来月人均新业务价值产能（元） | 8 |
| 图表 10：主要寿险公司核心偿付能力充足率 | 8 |
| 图表 11：主要寿险公司核心资本利用率 | 8 |
| 图表 12：主要寿险公司单位最低资本创造的剩余边际 | 9 |
| 图表 13：主要寿险公司剩余边际（亿元） | 10 |
| 图表 14：主要寿险公司有效业务价值（亿元） | 10 |

1、寿险公司经营效率主要体现在投资、运营、资本三个方面

对于寿险公司而言，内含价值是最为常用的衡量其长期盈利能力的价值指标，净利润则是普遍适用的短期盈利指标。目前针对寿险公司盈利能力的研究更多聚焦在业务结构、新业务价值率、偏差分析等层面，业务结构和价值率属于业务端范围，相关研究已经较多，而偏差分析则是公司实际经营经验与预期假设的差异，即公司经营效率的最终体现，本专题将针对寿险公司经营效率进行深度分析。

结合内含价值、净利润等长/短期价值指标分析，我们认为寿险公司经营效率主要体现在投资、运营、资本三个方面：

提升投资效率能增加投资收益，改善投资偏差，进而提升公司盈利能力。从内含价值变动分析看，投资偏差是实际投资收益与预期投资收益的差，即投资资产*实际投资收益率-预期投资资产*预期投资收益率，也就是说投资偏差不仅受投资收益率偏差影响，还受投资资产基数偏差的影响，造成该偏差的原因在于，预期的投资资产主要由保单负债、短/长期借款、卖出回购、应付保单红利、应付债券、净资产组成，但由于固定资产等非投资资产的影响，公司实际投资资产能否将这些预期投资资产覆盖具有不确定性，因此投资能力（投资收益率）之外，投资资产的利用效率也是影响投资偏差的重要因素。净利润的利源分析主要由剩余边际释放、经验偏差、假设变动和净资产投资收益四部分组成，其中经验偏差也可以分解为运营偏差和投资偏差，投资偏差的逻辑与内含价值变动分析基本一致。

提升运营效率，特别是固定费用效率和队伍效能，能有效节约费用资源，摊薄管理成本。费用是寿险公司的重要支出项，其中佣金手续费属于变动费用，与业务直接挂钩，对于大公司而言主要通过定价费用支持，而业务管理费则主要属于固定费用，不同公司由于规模效应和经营效率差异会体现出不同的费用效率。特别是固定费用（职工薪酬、职场、软硬件设备等），其投入产出效率将直接影响费用是否能有效分摊，一般来说，更具规模效应的大型公司能够较好的分摊固定费用，摊薄成本进而拥有更强的盈利能力，而对于中小公司，有效控制固定费用或通过规模效应持续改善费用效率则是改善盈利能力的重要手段。同时，在当前大个险为主流的经营模式下，个险队伍效能的高低也影响寿险公司的盈利能力，因为分支机构的大部分固定费用支出是用于个险队伍管理，对于队伍效能较低的公司，代理人队伍占用资源较多，但价值产出并不高，造成资源浪费，抬升公司成本。

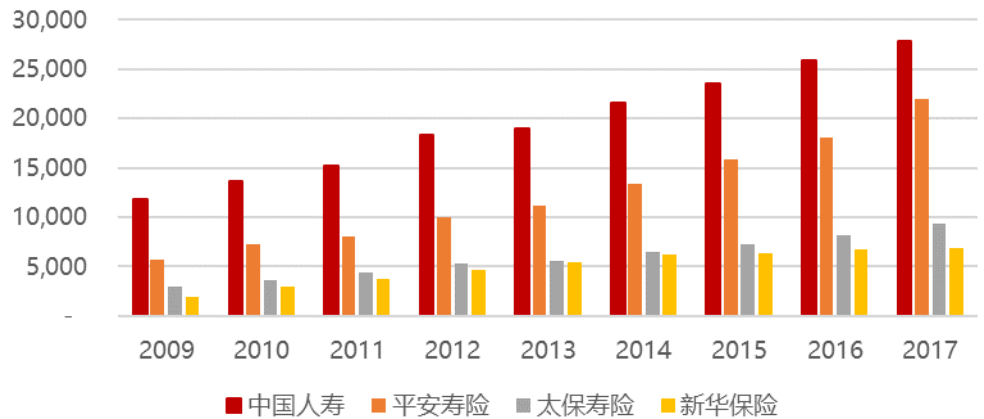
在偿付能力合理充足的前提下，提升资本利用效率有利于实现公司价值最大化。不同类型寿险业务的新业务价值率和对资本的占用程度差异性较大，一般来说高价值业务资本占用少、贡献实际资本，低价值业务则占用较多资本、贡献较少实际资本，甚至对于部分成本较高的中短存续期业务，并不产生反而消耗实际资本。由于寿险公司的经营受偿付能力监管，如果在资本较为有限的情况下，将全部资本用于发展高价值业务必然是最好的方案，但实际情况是大型寿险公司偿付能力充足率普遍较高，远高于监管要求，也就是说目前大公司的资本利用率还不够高，应更多关注业务发展和公司价值创造，单纯追求中高价值业务占比难以实现公司价值最大化，可以适当发展资本占用稍高的中低价值业务，只要能确保边际上能为公司创造真实价值即可，以此提升资本利用率，虽然单位资本的价值产出可能不是最高，但有利于公司整体实现价值最大化。

2、主要寿险公司经营效率分析

2.1 投资：提升资金运用效率有利于改善公司盈利能力，平安寿险投资资产覆盖率较高

投资资产复合增速均超过10%，资产较快增长有利于扩大规模效应。由于平安寿险和太保寿险没有独立上市，其母公司年报并不单独披露寿险子公司投资资产数据，为统一分析口径，我们通过资产负债表科目计算四家主要上市寿险公司的投资资产，投资资产=总资产-应收类资产-固定资产-无形资产-商誉-递延所得税资产。截至2017年末，国寿、平安、太保、新华投资资产分别为2.78万亿、2.20万亿、0.94万亿、0.69万亿，是2009年末的2.3/3.9/3.2/3.5倍，年均复合增长率11.3%/18.5%/15.6%/17.0%，均超过两位数。四大上市寿险公司均已基本完成二/三/四级分支机构全国覆盖，机构数量较多使得公司需要更多的职场、大楼、软硬件设备等固定资产支撑公司业务发展，过去几年投资资产的快速增长有利于公司扩大规模效应，提升投资资产利用效率。

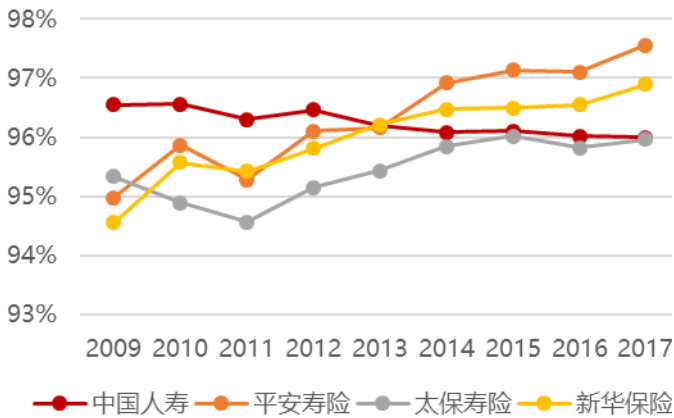
图表1：主要寿险公司投资资产（亿元）



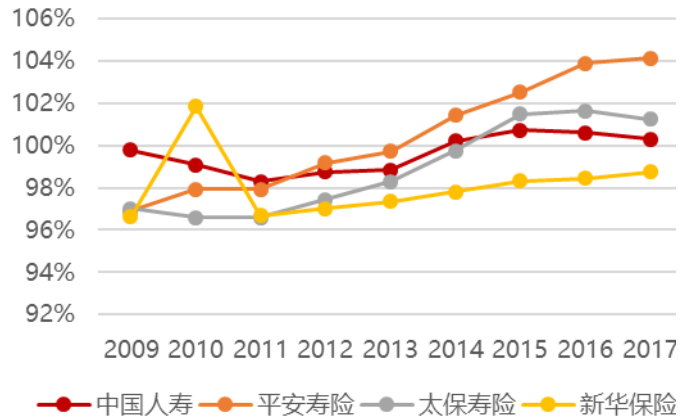
资料来源：wind、公司公告、万联证券研究所

投资资产占总资产比例总体稳中有升，平安寿险2017年升至97.6%，资金运用效率较高。虽然过去几年主要寿险公司投资资产规模均实现较快增长，但资金运用效率表现出一定的差异性。通过计算投资资产占总资产的比例发现，国寿受益于先发优势在2009年已形成较强的规模效应，投资资产占比明显高于其他三家公司，之后几年，随着平安、太保、新华投资资产快速成长，其资金运用效率也均有明显提升，其中平安寿险从2009年的95%升至2017年的97.6%，太保从95.3%升至96%，新华从94.5%升至96.9%，国寿相对稳定在96%-97%之间。通过分析非投资资产科目后发现，造成这种差异的主要原因在于固定资产占比，国寿、平安、太保、新华2017年末固定资产占总资产比例分别为1.45%、0.26%、0.70%、1.20%，其中平安寿险最低仅为0.26%，2017年末其固定资产为59.2亿，明显低于国寿(420.8亿)，也低于资产体量更小的太保(69.0亿)和新华(85.2亿)，使其投资资产占总资产比例达到97.6%，资金运用效率明显优于主要同业，有利于公司改善投资收益。

图表2: 主要寿险公司投资资产占总资产比例



图表3: 主要寿险公司投资资产覆盖率



资料来源: wind、公司公告、万联证券研究所

资料来源: wind、公司公告、万联证券研究所

平安、太保、国寿投资资产覆盖率超过100%，新华相对较低为98.8%。通常来说，投资资产主要由有息负债和净资产形成，有息负债主要包括短/长期借款、卖出回购、应付保单红利、应付债券和保单负债等，虽然投资资产占比不可能达到100%，但由于负债项中也存在部分应付科目，使得有息负债占比也低于100%。为进一步分析资金运用效率差异，我们将投资资产/(有息负债+净资产)定义为衡量寿险公司投资资产覆盖率，当覆盖率高于100%时，相当于投资资产在支撑有息负债和净资产之外，还形成了一部分超额投资资产，其产生的投资收益将与净资产投资收益类似直接构成公司利润，因此，提升投资资产占比和投资资产覆盖率最终将有利于改善公司的盈利能力。从2009-2017年数据看，剔除2010年新华异常值（股东增资认购款导致）之外，四大上市寿险公司的投资资产覆盖率总体呈上升趋势，截至2017年末，国寿、平安、太保、新华分别为100.3%、104.1%、101.2%、98.8%，其中平安寿险最高，仅新华低于100%。

较高的投资资产覆盖率有利于改善投资偏差，进而提升公司盈利和长期价值创造能力。上市寿险公司在内含价值评估时一般使用相对稳定的投资收益率假设（例如5%），但由于实际投资收益率受权益市场影响波动较大，通常在内含价值变动分析中会单独披露投资偏差科目，投资偏差可以理解为实际投资收益与预期投资收益的差，用公式可表达为：投资偏差=投资资产*实际投资收益率-（有息负债+净资产）*预期投资收益率。此前大家更多关注实际投资收益率与预期投资收益率的差异，而经过以上分析，我们发现投资资产也存在一定偏差，且不同公司表现出差异性，资金运用效率更高的公司将对投资偏差有改善作用。即投资偏差不仅受投资收益率偏差影响，而是投资资产基数偏差与投资收益率偏差共同作用形成的结果。

以中国平安为例，其保险资金2018年上半年实际总投资收益率仅为4%，平安率先实施IFRS9后，综合投资收益率（全口径投资收益率）与总投资收益率已非常接近，而且投资资产中大部分是寿险及健康险业务，因此我们判断平安寿险及健康险业务2018年上半年实际综合投资收益率也在4%左右。而中国平安2017年年报显示，平安寿险及健康险业务内含价值评估使用的2018年投资收益率假设为4.75%，因此投资偏差应为实际综合投资收益率4%与预期投资收益率4.75%的差异，如果没有投资资产基数偏差，考虑到2.3万亿的投资资产规模，即便有负债吸收效应，0.75%的投资收益率偏差导致的投资偏差金额应该较大，但中报披露的实际投资回报偏差仅有8.93亿，不到投资资产规模的0.1%，远远低于0.75%/2。因此我们认为，平安寿险及健康险业务较低的投资偏差受益于其较好的资金运用效率，如果按照投资资产覆盖率104%估算，超额投资资产约为900亿，4%的年化投资收益率对应上半年贡献税前利润18亿，能够部分解释

投资偏差较低的原因。营运利润中短期投资波动的分析也与之相似，这里不再展开讨论。

图表4：2018H平安寿险及健康险业务内含价值变动分析

| (人民币百万元) | | 2018年 | 说明 |
|------------------|----------------|---------|--------------------------------|
| 寿险及健康险业务期初的内含价值 | [1] | 496,381 | |
| 年初内含价值的预计回报 | [2] | 22,596 | 内含价值预期增长 |
| 新业务价值创造 | [3] | 49,442 | |
| 其中：上半年新业务价值 | | 38,757 | 当期销售的新业务的价值，资本要求计算基于保单层面 |
| 新业务内部的分散效应 | | 5,828 | 新业务内部保单之间存在风险分散效应，降低资本要求和资本成本 |
| 新业务与有效业务的风险分散效应 | | 4,857 | 新业务和有效业务之间存在风险分散效应，降低资本要求和资本成本 |
| 营运假设及模型变动 | [4] | 15 | |
| 营运经验差异及其他 | [5] | 15,391 | 营运经验优于假设 |
| 寿险及健康险业务内含价值营运利润 | [6]=[2+...+5] | 87,443 | |
| 经济假设变动 | [7] | - | |
| 市场价值调整影响 | [8] | 3,330 | 期初到期末市场价值调整的变化 |
| 投资回报差异 | [9] | (893) | |
| 寿险及健康险业务内含价值利润 | [10]=[6+...+9] | 89,880 | |

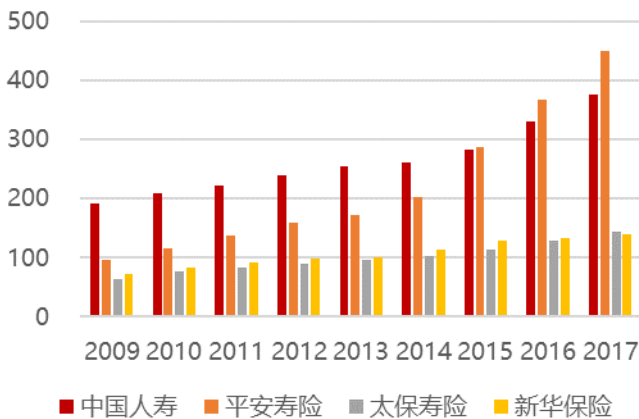
资料来源：公司公告、万联证券研究所

2.2 运营：固定费用投产比和个险队伍价值产能是衡量寿险公司运营效率的重要指标，太保寿险费用效率近几年明显改善

在2009年，国寿因规模较大业务管理费达到192亿，其他三家均不超过100亿，经过8年的发展，各公司业务规模持续扩大，2017年平安寿险业务管理费达到451亿，已经超过国寿，太保和新华费用规模一直较为接近，国寿、平安、太保、新华2009-2017年复合增速分别为8.8%、21.3%、10.9%、8.6%。但是考虑到各公司存量业务的价值差异较大，为研究各公司费用效率的差异，我们使用单位管理费用支撑的有效业务价值作为衡量指标，由于不同公司的内含价值评估精算假设可能有较大差异，为更好的进行横向比较，在本报告中我们统一采用风险贴现率为11%对应的有效业务价值（部分数据通过模型估算得到），当然其他还有很多精算假设难以统一，对分析结果也会产生一定影响。

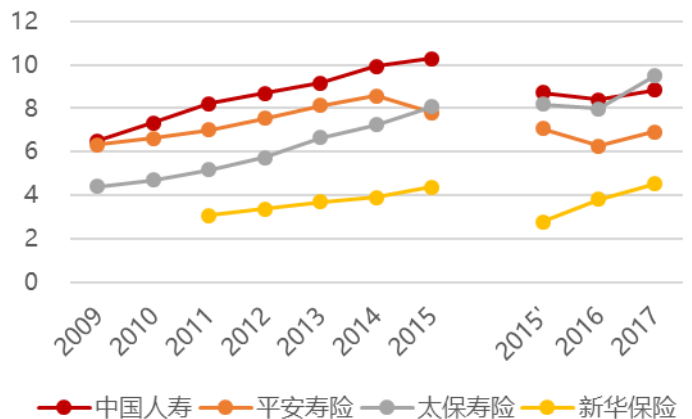
太保寿险管理费用效率提升明显，国寿规模效应显著，平安寿险近几年业务投入较大，费用效率低于太保、国寿。测算结果显示，国寿受益于突出的规模效应，管理费用效率处于领先地位，直至2017年才被太保超越，但仍处于较高水平。太保寿险2009年单位管理费支撑的有效业务价值仅为4.4，近些年完成大个险转型的同时费用控制也较为出色，业务管理费年均增速10.9%，仅略高于国寿和新华，远低于平安，使得2017年其管理费用效率提升至9.5，领先主要同业。平安寿险从2015年开始费用效率有一定下滑，究其原因，发现其业务管理费中“业务投入及监管费用支出”远高于主要同业，2015-2017年分别为113亿、125亿、146亿，我们判断与其近几年业务投入较大有关，所以导致管理费用效率并不高。新华近几年虽然也有明显提升，但与其他三家的差距仍然明显，费用效率还有待提升。

图表5: 主要寿险公司业务管理费 (亿元)



资料来源: wind、公司公告、万联证券研究所

图表6: 主要寿险公司单位管理费用支撑的有效业务价值

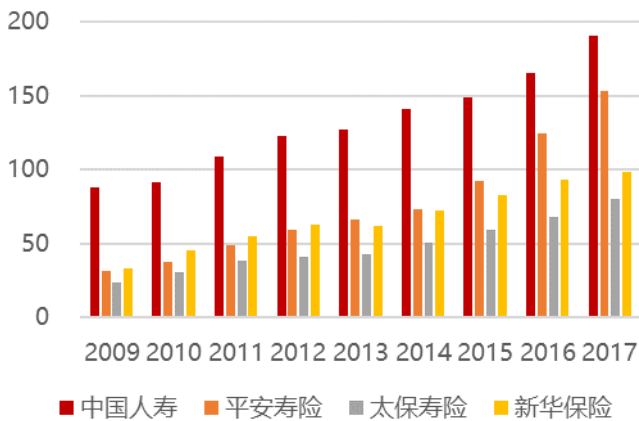


资料来源: wind、公司公告、万联证券研究所

注: 内含价值评估标准在2016年切换, 重置2015年结果

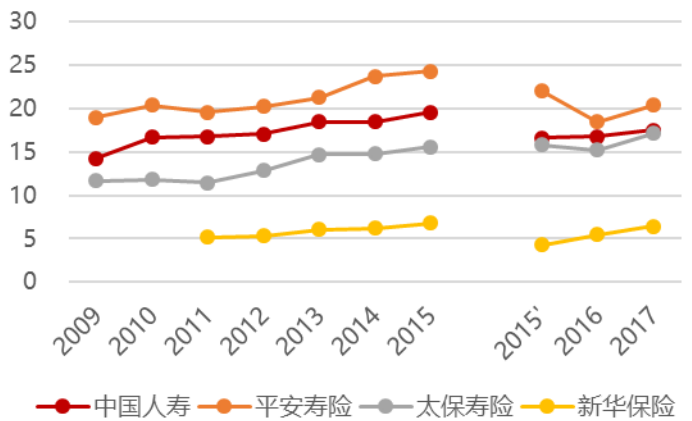
太保寿险人力成本控制较好, 新华人力费用效率明显低于主要同业。换个角度, 仅从人力成本出发, 由于部分非上市公司并不披露业务管理费中职工薪酬数据, 这里我们使用现金流量表中“支付给职工以及为职工支付的现金”科目进行分析。从人力成本金额看, 自2013年平安超过新华后总体趋势是国寿>平安>新华>太保, 2017年分别为190亿、153亿、98亿、80亿。同样, 我们分析单位人力成本支撑的有效业务价值, 与管理费用最大的不同在于, 平安寿险的人力费用效率一直领先主要同业, 2017年达到20.4, 国寿和太保较为接近, 分别为17.5、17.1, 新华6.5仍明显低于其他三家, 规模效应仍有待持续提升。

图表7: 主要寿险公司支付职工薪酬 (亿元)



资料来源: wind、公司公告、万联证券研究所

图表8: 主要寿险公司单位人力成本支撑的有效业务价值



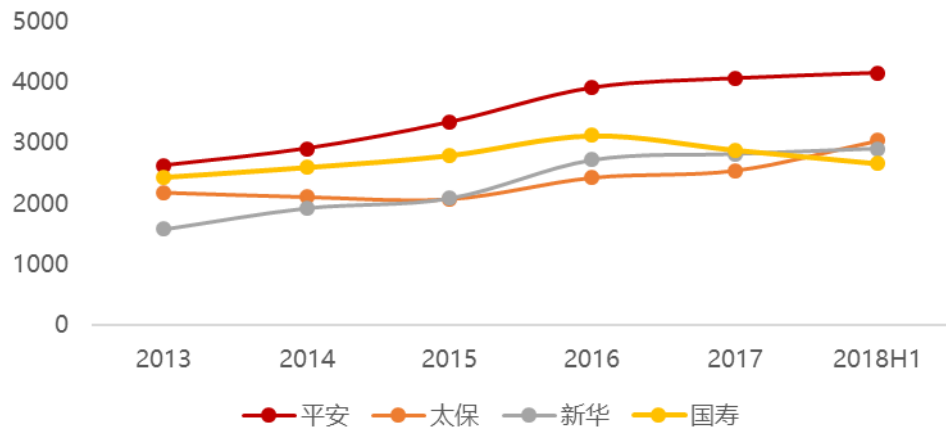
资料来源: wind、公司公告、万联证券研究所

注: 内含价值评估标准在2016年切换, 重置2015年结果

平安寿险个险队伍价值产能明显高于主要同业, 队伍高质量发展有利于提升费用效率。目前大型寿险公司基本都已形成大个险经营格局, 因此个险队伍的效率就至关重要, 因为公司大部分大量的资源投入到个险队伍的管理中, 包括职场、软硬件设备、行政办公等费用, 这些费用更多与队伍规模有关。如果寿险公司能持续提升个险队伍效能, 则有利于改善管理费用的投入产出效率。我们在专题报告《从价值产能看队伍可持续发展》中对个险队伍产能进行了深入分析, 认为应该用价值产能来衡量个险队伍的效能, 这样能避免部分低价值业务冲规模造成的保费产能虚高现象, 2013年以来

数据显示，平安个险队伍价值产能持续改善，明显优于主要同业，使得平安寿险费用投入更加有效，价值产出更高，能够减少资源浪费，节约不必要的管理费用支出。

图表9：主要寿险公司2013年以来月人均新业务价值产能（元）

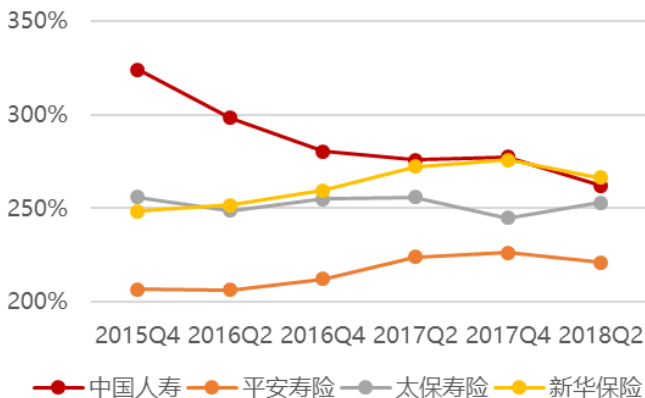


资料来源：公司公告、万联证券研究所

2.3 资本：在偿付能力保持合理充足条件下，提升资本利用效率有利于公司价值最大化

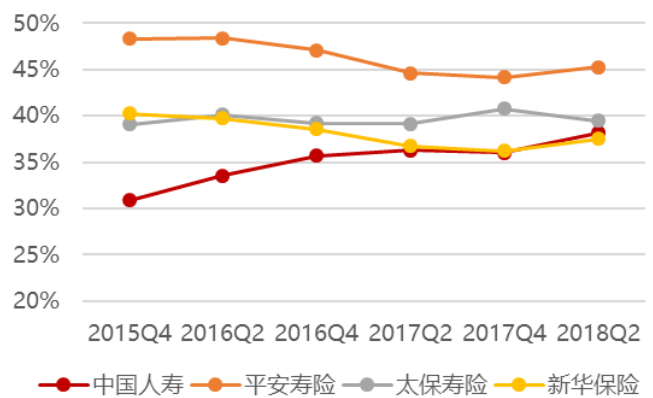
偿二代实施以来，主要寿险公司偿付能力充足率总体保持高位。偿二代于2016年正式实施，大公司受益于业务结构和存量价值优势，2015年末准则切换时偿付能力明显提升，国寿、平安、太保、新华核心偿付能力充足率分别达到324%、207%、256%、249%，远高于监管要求底线。这里使用核心充足率的主要考虑是大公司综合充足率与核心充足率差异相对较小，而且核心资本更多来自于内生增长，不受发行资本补充债的影响。近几年四大上市寿险公司核心偿付能力均保持在200%以上，其中国寿下降幅度相对较大，主要是由于业务持续快速增长对资本的占用，平安和新华稳中有升，2018年有小幅下降，太保相对最稳定，保持在250%左右。

图表10：主要寿险公司核心偿付能力充足率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表11：主要寿险公司核心资本利用率



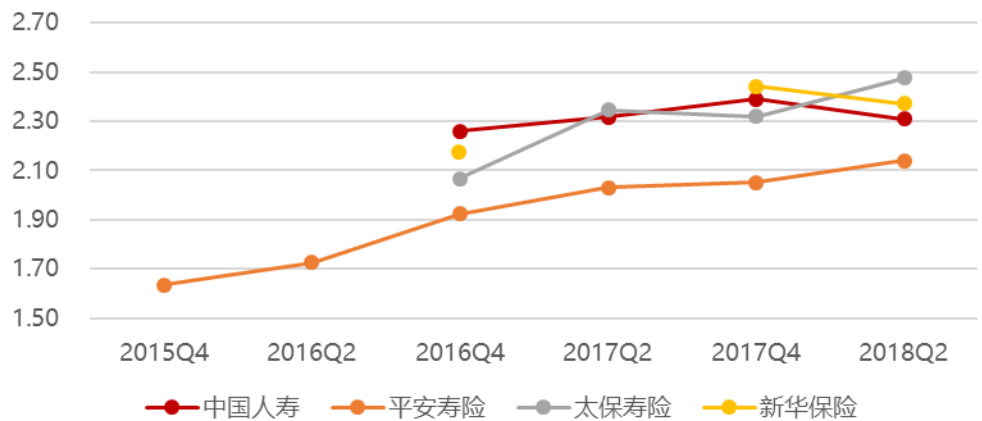
资料来源：公司公告、万联证券研究所

高充足率也反映出主要寿险公司存在资本利用率较低的现象。偿付能力充足率保持高位对于寿险公司业务发展、做大规模提供空间，但过于充足也反映出资本利用效率

不高的问题，从核心资本利用率看，2018年二季度末平安寿险相对最高45%，其他三家在38%左右。较低的资本利用率也可能被理解为冗余资本较多，如果资本长期不能用于发展业务、扩大规模，股东则有提升股息分配的诉求。因此，我们认为寿险公司的偿付能力充足率应结合公司实际情况保持合理充足，不应追求过高或者过于激进的充足率水平，向上给业务发展留有空间，向下离监管红线保持安全距离。

资本产出效率稳中有升，平安寿险相对较低。寿险公司的业务在创造价值的同时也会占用公司的资本，在现有监管框架下，占用的资本体现为最低资本，创造的价值主要有有效业务价值和剩余边际，这里我们使用剩余边际进行分析，因为内含价值评估标准与偿付能力框架存在一定差异，而偿付能力报表是基于会计报表进行调整后得到，相对更匹配。我们用单位最低资本创造的剩余边际来衡量资本产出效率，发现太保近两年资本产出效率最高，到2018年二季度已同业最高，国寿新华相对稳定，2018年上半年略有下降，而平安虽然近几年有明显提升但仍低于同业。由于偿二代最低资本的计算既受负债端的影响，也受资产端的影响：负债端，近几年行业回归保障，低价值、高资本占用的业务（特别是中短存续期业务）规模明显下降，高价值业务资本占用相对较低，同时较高的剩余边际会贡献资本，使得主要寿险公司的资本产出效率有所提升；资产端，偿二代实施后，寿险公司逐渐调整资产配置以适应新的监管框架，尽量减少资本消耗，从而提升资本产出效率。

图表12：主要寿险公司单位最低资本创造的剩余边际

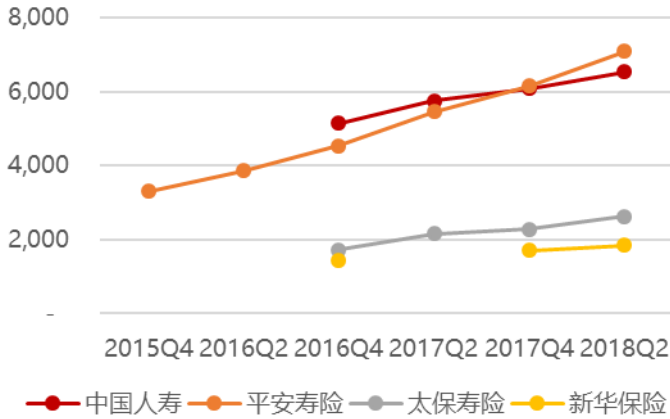


资料来源：公司公告、万联证券研究所

资本产出效率也并非越高越好，寿险公司应在偿付能力合理充足的情况下追求公司总体价值最大化。如果在资本有限的情况下，将所有资本用于发展高价值业务提升资本产出效率固然是最优解，但实际情况是大型寿险公司现阶段偿付能力充足率非常充足，短期几乎不存在资本压力，当前主要矛盾在于业务规模不够大，不能充分使用现有资本。因此，我们认为在资本非常充足的情况下，不应单纯追求最高的资本产出效率，而应充分利用资本，寻求整体业务价值（剩余边际或有效业务价值）的最大化，即在公司现有资源下中高价值业务拓展已经相对充分时，在风险可控、偿付能力充足率留有安全边际的条件下，也可以适当发展资本占用略高的中等价值甚至中低价值业务，只要能边际提升公司价值，就可以理解为资本利用效率最大化。这与目前“保障+储蓄”的产品市场格局相吻合，长期保障型业务价值高、资本占用少，同时还贡献实际资本，储蓄型业务价值稍低、资本效率更低，即使是前几年热卖的快返型产品，只要边际上能为公司创造真实价值，寿险公司就有动力开展此类业务。从四大上市寿险公司剩余边际和有效业务价值的增长路径看，过去几年的高速增长也是保障型业务和储蓄型业务双轮驱动，其中快返型产品功不可没。但2018年以来受理财产品收益率

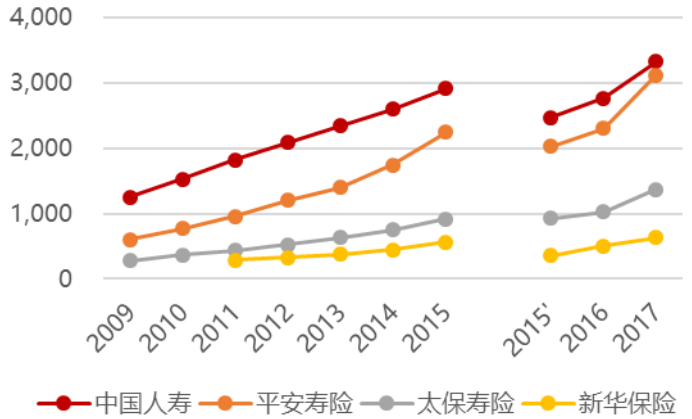
高位以及严监管影响，储蓄型产品发展并不理想，短期增长承压，但是长远来看，随着经济和监管周期的波动，面向居民存量财富的中长期储蓄型业务仍是驱动保险行业发展壮大的重要动力。

图表13: 主要寿险公司剩余边际 (亿元)



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表14: 主要寿险公司有效业务价值 (亿元)



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

注: 内含价值评估标准在2016年切换, 重置2015年结果

3、研究结论

提升投资资产利用率和覆盖率能改善投资偏差, 有利于提升公司盈利能力, 平安寿险暂据优势。2009-2017年, 四大上市寿险公司资产规模快速提升, 规模效应持续扩大, 投资资产占总资产比例总体稳中有升, 平安寿险2017年末相对领先达到97.6%, 主要原因在于其固定资产占比明显更低。进一步分析投资资产覆盖率(投资资产/((有息负债+净资产))), 2017年末国寿、平安、太保、新华分别为100.3%、104.1%、101.2%、98.8%, 由于投资偏差是投资资产基数偏差与投资收益率偏差共同作用的结果, 较高的投资资产覆盖率有利于改善投资偏差, 进而提升公司盈利和长期价值创造能力。

合理控制管理费用, 持续扩大规模效应, 提升队伍效能, 有利于公司摊薄成本, 太保寿险近几年费用效率明显提升。用单位管理费用支撑的有效业务价值衡量费用效率, 测算结果显示, 国寿受益于突出的规模效应, 管理费用效率处于领先地位, 直至2017年才被太保超越, 但仍处于较高水平。太保寿险2009年低于国寿和平安较多, 近些年完成大个险转型的同时费用控制也较为出色, 平安则因业务投入较大导致管理费用效率并不高。但在人力费用方面, 平安寿险的人力费用效率一直领先主要同业, 2017年达到20.4, 国寿和太保较为接近, 分别为17.5、17.1, 新华6.5仍明显低于其他三家。

保持偿付能力合理充足, 追求相对均衡的业务结构, 改善资本利用率, 有利于公司价值最大化。偿二代实施以来, 四大上市寿险公司核心偿付能力充足率始终保持在200%以上, 但高充足率也反映出资本利用率不够高的问题, 从核心资本利用率看, 2018年二季度末平安寿险相对最高45%, 其他三家在38%左右。从单位资本的价值产出效率看, 太保寿险近两年明显提升, 而平安寿险虽有提升但仍低于主要同业。整体我们认为, 在资本压力较小的情况下, 不应单纯追求资本产出效率, 而应充分利用资本, 寻求整体业务价值的最大化。

4、投资建议

从投资、运营、资本三个方面看，主要上市寿险公司的经营效率总体呈稳中有升的趋势，长期看这将有利于盈利能力和价值创造能力的提升。保险股近期主要受利率下行预期带来的价值下移以及2018年投资收益率较低导致年度业绩承压影响，估值有一定压力，但业务仍将持续改善，长期价值仍有成长空间，维持保险行业“强于大市”评级。

5、风险提示

规模人力大幅下降、保障型业务销售不及预期、权益市场大幅下跌、系统性风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里大街28号中海国际中心