

保险

证券研究报告

2019年03月05日

拨云见日——崭新的保险估值体系 P/AAV

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《保险-行业点评:保费端和利率端预期正在好转,大湾区建设对于保险业机遇大于挑战,保险股配置价值卓越》 2019-02-19

2 《保险-行业点评:18年行业健康险同比增长24%,占比提升4pct,保险股配置价值显著》 2019-01-31

3 《保险-行业点评:平安和太保2018年新单保费超预期,静待新华领导层变动完成》 2019-01-17

内含价值估值法(P/EV)是目前寿险公司最常用的相对估值法。内含价值反映保险公司现有资产和业务的价值,是衡量保险公司价值的安全边际,但P/EV估值法存在两个缺陷:一是,没有考虑未来新业务带来的价值增量(即未来年度的NBV);二是,没有考虑EV在不同投资收益率假设(或利率预期)下的调整。因此我们在P/EV的基础上提出调整后评估价值估值法(Price Adjusted Appraised Value Ratio,以下简称“P/AAV”)来解决以上两大问题。AAV=(调整后EV+调整后未来NBV的贴现值)*不透明折价+调整后其他业务净资产,这里的“调整”是指“通过投资收益率预期来重新调整财报中的EV和NBV”。因此,调整后评估价值估值法(P/AAV)不仅反映公司“历史”价值,还反映未来创造新业务价值的潜力,且更好反映市场对险资投资收益率的预期(主要受利率预期的影响)。AAV的计算有以下要点:

1) 基于保守原则,假设各公司经营年限为20年,统一应用11%的“风险贴现率”水平对未来20年的NBV进行折现。

2) 未来20年NBV预估方式为:2017年及以前为实际值(隐含假设:对未来的最优预估无限接近于实际情况),2018-2019年NBV为基于接近现实假设的预估值,基于保守考虑,2020年及以后新业务价值增速假设为0。

3) 通过假设保险资金的配置比例及不同投资产品的收益率,我们测算出:调整后长期投资收益率假设=MIN(5%,年均10年期国债到期收益率+130bps)。

4) 对有效业务价值和NBV根据调整后长期投资收益率假设进行调整(通过公司财报披露的敏感性测试线性外推)。

5) 保险公司的内含价值依赖于大量精算假设,存在信息黑箱,因此对EV和NBV进行不透明折价,使用四家公司P/AAV的历史均值为1时的折价率作为不透明折价系数,计算出折价率为67%。

理论上讲,估值指标历史波动越小,其指导投资决策的应用性会越强。因此,我们从估值指标的稳定性上来验证P/EV和P/AAV这两个指标的应用性。我们选取2012年1月4日-2019年3月5日的数据进行验证,检验的结果显示:1)P/AAV的标准差小于P/EV;2)除国寿外,其他公司的P/AAV的波动区间均小于P/EV,说明P/AAV的稳定性高于P/EV,P/AAV的应用性更好。从P/AAV的内含来看,P/AAV估值可以更为合理的对比公司间的估值水平差异,因为P/AAV包含了对于各家新业务价值未来增长预期的差异,以及在对投资收益率假设进行调整时,内含价值和业务价值对于投资收益的敏感性差异(业务结构的差异)。

投资建议:目前国寿、平安、太保、新华的P/AAV为1.17、0.95、0.89、0.87倍,太保、新华估值处于相对低位。从资产端来看,股市好转、利率预期好转,保险股迎来阶段性行情;从负债端来看,国寿和新华短期优势更为明显,国寿管理改善将带来NBV和利润持续超预期,新华保费和NBV平稳增长。重点推荐新华、国寿、平安、太保。

风险提示:AAV测算基于大量假设;长端利率下行超预期;上市公司人力规模增长情况不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601336.SH	新华保险	53.80	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	31.10	21.02	15.87	13.12
601628.SH	中国人寿	31.02	买入	1.14	0.47	0.84	1.14	27.21	66.00	36.93	27.21
601318.SH	中国平安	72.58	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	14.90	12.56	9.14	7.66
601601.SH	中国太保	35.08	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	21.65	17.72	13.09	11.10

资料来源: 天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 新估值指标：调整后评估价值（AAV）	4
1.1. 内含价值估值法（EV）	4
1.2. 调整后评估价值（AAV）	4
2. 调整后评估价值（AAV）的测算	4
2.1. 调整后投资收益率假设的确定	4
2.2. 内含价值及未来新业务价值预估	6
2.3. 其他业务净资产评估价值	8
2.4. 不透明折现的确定	9
2.5. AAV 测算结果	9
3. 调整后评估价值（AAV）的应用	11
4. 投资建议	14

图表目录

图 1：平安 P/EV 和 P/AAV 走势对比	12
图 2：国寿 P/EV 和 P/AAV 走势对比	13
图 3：太保 P/EV 和 P/AAV 走势对比	13
图 4：新华 P/EV 和 P/AAV 走势对比	13
图 5：P/AAV 走势图	14
表 1：不同配置种类收益率与十年期国债收益率的利差假设	5
表 2：险资大类配置假设	5
表 3：保险公司投资收益率测算	6
表 4：调整后投资收益率假设	6
表 5：国寿新业务价值预估（投资收益率假设为 5%）	7
表 6：平安新业务价值预估（投资收益率假设为 5%）	7
表 7：太保新业务价值预估（投资收益率假设为 5%）	7
表 8：新华新业务价值预估（投资收益率假设为 5%）	8
表 9：2018 年 EV 预估（投资收益率假设为 5%）	8
表 10：平安“其他业务净利润/期初调整净资产”及 PB 倍数	9
表 11：太保产险 ROE 及 PB 倍数	9
表 12：平安评估价值测算表	9
表 13：平安集团评估价值测算表	10
表 14：国寿评估价值测算表	10
表 15：太保评估价值测算表	10
表 16：太保集团评估价值测算表	11
表 17：新华评估价值测算表	11
表 18：P/EV 和 P/AAV 的标准差	12
表 19：P/EV 和 P/AAV 的波动区间	12

表 20: P/AAV 结果表 (基于 3 月 5 日股价)12

1. 新估值指标：调整后评估价值（AAV）

1.1. 内含价值估值法（EV）

内含价值估值法（P/EV）是保险公司的估值体系中所特有的，是目前寿险公司最常用的相对估值法。寿险公司采用内含价值，而不是直接使用财务报表的净资产，主要原因在于人寿保险具有长期性，且会计核算制度有一定的局限性，因此需要有内含价值来作为财务报表的补充。

财务口径净资产衡量寿险公司价值存在低估和净资产不公允的问题，EV 将净资产价值调整为公允计量，再加上存量业务未来价值的折现，可以反映寿险公司的清算价值。一张长达几十年的人寿保单的利润应该是在这张保单终了的时候才能够准确核算出来，但是在会计上，需要按照会计年度逐年核算利润并编制财务报表，于是精算师通过提取准备金的方法来对未来的支出做一个预估，并将准备金提转差计入当期损益。在一个保单的生命周期内，早期需要有核保、出单等费用，并且早期的佣金手续费也较高，但是产品设计上又不能在前几年收取较高的保费，因此在保单的前几年通常支出高于收入，利润需要在后期才能释放出来。因此会出现新业务增长越快，公司的利润和净资产越低的现象，如果使用净资产或者利润作为估值的基础，公司的价值就会被低估，内含价值很好地解决了这个问题。

EV=调整后净资产+扣除偿付能力额度成本以后的有效业务价值，其中有效价值为评估期末有效的业务在未来可分配收益的贴现值。内含价值的增长主要来自于年初内含价值预期回报、新业务价值创造以及投资和运营的现实情况与最优之间的差异。

EV 考虑存量业务未来现金流，是衡量保险公司价值的安全边际，但 P/EV 估值法存在两个缺陷：一是，P/EV 估值法考虑的是保险公司现有资产和业务的价值，没有考虑未来新业务带来的价值增量（即未来年度的 NBV）；二是，没有考虑 EV 在不同投资收益率假设（或利率预期）下的调整。因此我们在 P/EV 的基础上提出调整后评估价值估值法（P/AAV）来解决以上两大问题。

1.2. 调整后评估价值（AAV）

调整后评估价值（AAV）由内含价值和未来新业务价值的贴现值构成，同时根据当年投资收益率预期对内含价值和未来新业务价值进行调整。因此，使用 P/AAV 估值不仅反映公司历史价值，还反映未来新业务带来的价值增量，且更好反映市场对于长期投资收益率的预期。AAV 的计算基于以下主要假设：

- 1) 基于保守原则，我们假设各公司经营年限为 20 年，统一应用 11% 的“风险贴现率”水平对未来 20 年的 NBV 进行折现。理论上利率下行将导致风险贴现率的向下调整，但基于保守原则，我们不对风险贴现率进行调整。
- 2) 对有效业务价值和未来新业务价值根据不同的投资收益率假设（根据长端利率预期确定的长期投资收益率预期）进行调整，根据保险公司财报披露的内含价值敏感性测试进行线性外推（我们假定“调整后净资产”保持不变，即净资产规模不受投资收益率假设的影响；同时，将各家贴现率假设均调整为 11%，提升 AAV 的横向可比性）。
- 3) 保险公司的内含价值依赖于大量精算假设，存在信息黑箱，因此对内含价值及未来新业务价值进行不透明折价，即调整后寿险评估价值=（调整后内含价值+未来 20 年调整后新业务价值的贴现值）*不透明折价，使用四家公司 P/AAV 的历史均值接近 1 时的折价率作为不透明折价，折价率为 67%。

2. 调整后评估价值（AAV）的测算

2.1. 调整后投资收益率假设的确定

利率对内含价值的影响分为当期和长期影响。从当期来看，利率影响当年的实际投资收益率及投资资产的公允价值，通过“投资收益偏差”、“市场价值调整”项目来影响当年的内

含价值；同时，由于保险公司的负债久期较长，长端利率变动影响险资投资的长期收益率，从而影响内含价值中长期投资收益率假设（目前为 5%）的置信度，如长端利率在下行周期时，内含价值的可信度会打折。

长端利率（10 年期国债收益率）的变化是影响长期投资收益率预期的最重要因素，因此以 10 年期国债收益率为基准，对内含价值投资收益率假设进行调整。我们通过假设保险资金的配置比例及不同投资产品的收益率，来测算 10 年期国债收益率与长期投资收益率的关系，基于 3 点重要假设：

- 1) 由于测算的是长端利率水平对内含价值假设中长期投资收益率假设的影响，而不是对当期投资收益的影响，因此不考虑存量投资资产，假设所有资金都需要重新投资；不考虑不同利率情况下的资产配置轮动。
- 2) 不考虑权益资产价格涨跌带来的投资损益，仅考虑股票股息和基金分红。
- 3) 在实际中，往往 10 年期国债收益率越高，对应的企业债及地方政府债（含政策性金融债）的利差也会越大，因此基于不同的十年期国债收益率水平，设定阶梯式利差，见表 1。
- 4) 考虑国债利息的免税效应，国债收益率用国开债收益率代替。

表 1：不同配置种类收益率与十年期国债收益率的利差假设

收益率	十年期国债收益率为 2.5%及以下	十年期国债收益率为 3%	十年期国债收益率 3.5%及以上
定期存款	1%	1%	1%
债券			
国债（考虑免税效应）+国开债	0.3%	0.4%	0.5%
地方政府机构债（含金融债）	0.4%	0.6%	0.8%
企业债	0.7%	1.0%	1.5%
股票和基金			
非标	2.0%	2.0%	2.0%
现金及其他	1.0%	1.0%	1.0%

资料来源：天风证券研究所

表 2：险资大类配置假设

配置比例	
定期存款	10.0%
债券	
国债+国开债	15.0%
地方政府机构债（含金融债）	15.0%
企业债	15.0%
股票和基金	
非标	30.0%
现金及其他	5.0%

资料来源：天风证券研究所

表 3：保险公司投资收益率测算

10 年期国债收益率	2%	2.5%	3%	3.5%	4%
定期存款	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
债券					
国债（考虑免税效应）+	2.3%	2.8%	3.4%	4.0%	4.5%
国开债					
地方政府机构债（含金融债）	2.4%	2.9%	3.6%	4.3%	4.8%
企业债	2.7%	3.5%	4.0%	5.0%	5.5%
股票和基金					
非标	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
现金及其他	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
合计	3.3%	3.8%	4.2%	4.8%	5.2%

资料来源：天风证券研究所

基于以上假设测算出：长期投资收益率=10 年期国债收益率+120-130bps，在后文对长期投资收益率假设进行调整时，长期投资收益率与 10 年期国债收益率之间的利差采用 130bps，即当年调整后长期投资收益率预期=MIN(5%，年均 10 年期投资收益率+130bps)，假设市场对于长期投资收益率的预期不会超过 5%。

表 4：调整后投资收益率假设

年均收益率	年均 10 国债年收益率 (%)	年均 10 国债年收益率 +130bps (%)	调整后投资收益率假设 (%)
2011	3.86	5.16	5.00
2012	3.46	4.76	4.76
2013	3.83	5.13	5.00
2014	4.16	5.46	5.00
2015	3.37	4.67	4.67
2016	2.86	4.16	4.16
2017	3.58	4.88	4.88
2018	3.62	4.92	4.92
2019	3.11	4.41	4.41

资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 内含价值及未来新业务价值预估

在计算 AAV 时，需要预估未来 20 年 NBV，我们基于以下方式进行预估：2017 年及以前为实际值（隐含假设：当年对未来的最优预估无限接近于实际情况）；2018-2019 年 NBV 使用基于接近实际情况的假设进行预估（具体见下表）；基于保守考虑，2020 年及以后 NBV 增速假设为 0；然后将各年 NBV 均按照当年调整后投资收益率假设进行调整，且将贴现率均调整为 11%。

表 5：国寿新业务价值预估（投资收益率假设为 5%）

单位：百万		2017	2018E	2019E
长期保障型	新单保费	29807	32191	38630
	同比增速	10%	8%	20%
	新业务价值率	95%	90%	90%
	NBV	28316	28972	34767
储蓄型	新单保费	82842	70415	72528
	同比增速	30%	-15%	3%
	新业务价值率	30%	20%	23%
个险渠道 NBV	NBV	24852	13731	16681
	新单保费	112648	102607	111157
	同比增速	24.0%	-8.9%	8%
	NBV	53169	42703	51448
	同比增速	31%	-20%	20%
渠道占比	NBV margin	47.2%	41.6%	46.3%
	整体 NBV	60117	48284	58171

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 6：平安新业务价值预估（投资收益率假设为 5%）

单位：百万		2017	2018E	2019E
长期保障型	新单保费	53588	55196	63475
	同比增速	17%	3%	15%
	新业务价值率	88%	94%	94%
	NBV	46933	51663	59413
储蓄型	新单保费	68209	57666	44335
	同比增速	53%	-15%	-23%
	新业务价值率	20%	23%	27%
代理人渠道 NBV	NBV	13853	13325	12027
	新单保费	121797	112862	107810
	同比增速	34.8%	-7.3%	-4.5%
	NBV	60786	64988	71439
	同比增速	31%	7%	10%
渠道占比	NBV margin	49.9%	57.6%	66.3%
	整体 NBV	67357	72014	79162

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 7：太保新业务价值预估（投资收益率假设为 5%）

单位：百万		2017	2018E	2019E
长期健康险	新单保费	25773	28811	33133
	同比增速	54%	12%	15%
	新业务价值率	77%	72%	72%
	NBV	19775	20744	23856
其他	新单保费	42050	31212	22089
	同比增速	2%	-26%	-29%
	新业务价值率	17%	20%	22%

	NBV	6948	6242	4859
	新单保费	67823	60023	55221
	同比增速	17%	-12%	-8%
合计	NBV	26723	26987	28715
	同比增速	40%	1%	6%
	NBV margin	39%	45.0%	52%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 8：新华新业务价值预估（投资收益率假设为 5%）

单位：百万		2017	2018E	2019E
健康险	新单保费	11751	15164	16681
	同比增速	18%	29%	10%
	新业务价值率	75%	70%	70%
其他	NBV	8813	10615	11676
	新单保费	20651	10109	11120
	同比增速	-45%	-51%	10%
	新业务价值率	16%	16%	14%
	NBV	3250	1618	1557
	新单保费	32402	25274	27801
合计	同比增速	-33%	-22%	10%
	NBV	12063	12232	13233
	同比增速	15%	1%	8%
	NBV margin	37%	48.4%	48%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 9：2018 年 EV 预估（投资收益率假设为 5%）

单位：百万	国寿	平安	太保	新华
寿险业务期初内含价值	734,172	496,381	214,037	153,474
年初内含价值的预计回报	62,405	44,674	20,334	15,347
EV 预期回报/期初 EV	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
新业务价值创造	48,284	92,014	30,487	12,232
其中：一年/上半年新业务价值		72,014	26,987	
分散效应		20,000	3500	
NBV/期初 EV	6.6%	18.5%	14.2%	8.0%
假设及模型变动				
市场价值调整/投资回报差异	-30000	-23000	-5000	-3000
营运经验差异		10000	1500	2000
股东股息	-5000	-20000	-10000	-1500
寿险业务期末内含价值	809,860	600,069	251,357	178,554

资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.3. 其他业务净资产评估价值

对于平安和太保，还需对其他业务调整后净资产进行估值，我们采用 PB 估值法。对于平安，我们使用“其他业务净利润/期初调整净资产（类 ROE）/11%（贴现率）”的方式确定平安其他业务的 PB 倍数；太保其他业务主要是产险业务，同样地，我们使用“产险业务 ROE/11%”的方式来确定太保其他业务倍数，具体见下表。

表 10：平安“其他业务净利润/期初调整净资产”及 PB 倍数

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
其他业务净利润/ 期初调整净资产	11.0%	13.5%	13.9%	17.3%	17.0%	16.6%	19.3%	17.6%
PB 倍数	1.00	1.23	1.26	1.57	1.54	1.51	1.75	1.60

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 11：太保产险 ROE 及 PB 倍数

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
产险 ROE	20%	11%	11%	4%	17%	13%	11%	8%
PB 倍数	1.82	1.01	0.97	0.36	1.57	1.20	0.96	0.73

资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.4. 不透明折现的确定

保险公司的内含价值依赖于大量精算假设，存在信息黑箱，因此对内含价值及新业务价值进行不透明折价，理论上，不同公司的不同投资收益率假设下的不透明折价系数应相等，因此使用四家公司 P/AAV 的历史均值接近 1 时的折价率作为不透明折价，计算出折价率为 67%。

2.5. AVV 测算结果

基于以上要点测算出的 AAV 如下表。特别说明：

1) 平安、国寿、太保上市初始，保险股大幅被高估（P/EV 最高达 6 倍以上），随后估值断崖式下跌，波动性较大，过去走势参考价值有限，因此选取 2012-2019 年数据进行回溯测算（新华于 2011 年底上市，选取该区间可以使得各家公司估值回算的时间区间一致）。

2) 下表中的当年内含价值和新业务价值（第 N 年）均已按照调整后投资收益率假设进行调整，贴现率已调整为 11%。其中，平安、国寿、太保 2018、2019 年的数据按照 2017 年年报的敏感性测试调整，新华 2018、2019 年的数据按照 2018 年半年报的敏感性测试调整（新华 2018 年产品结构大幅优化，2018 年和 2019 年全年业务结构情况与 2018 年上半年更近似）。

3) 下边中寿险评估价值已使用 67%的不透明折价率进行折价。

表 12：平安评估价值测算表

年份	投资收益率 假设预期	内含价值	新业务价值									寿险 AAV
			N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8- N+20	
2011	5.0%	129,470	15,775	14,372	16,979	19,812	25,126	34,533	65,792	70,930	70,138	336,395
2012	4.8%	153,884	14,372	16,979	19,812	25,126	34,533	65,792	70,930	70,138	70,138	376,395
2013	5.0%	185,993	16,979	19,812	25,126	34,533	65,792	70,930	70,138	70,138	70,138	422,395
2014	5.0%	244,068	19,812	25,126	34,533	65,792	70,930	70,138	70,138	70,138	70,138	486,510
2015	4.7%	306,842	25,126	34,533	65,792	70,930	70,138	70,138	70,138	70,138	70,138	553,013
2016	4.2%	308,336	34,533	65,792	70,930	70,138	70,138	70,138	70,138	70,138	70,138	575,155
2017	4.9%	496,381	65,792	70,930	70,138	70,138	70,138	70,138	70,138	70,138	70,138	703,048
2018E	4.9%	592,778	70,930	70,138	70,138	70,138	70,138	70,138	70,138	70,138	70,138	766,773
2019E	4.4%		70,138									

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 13: 平安集团评估价值测算表

年份	投资收益率假 设预期	调整后寿险 评估价值	其他业务调 整后净资产	其他业务净利润/ 期初调整净资产	PB 倍数	其他业务评估 价值	AAV
2011	5.0%	336,395	164,787	11.0%	1.00	164,806	501,201
2012	4.8%	376,395	108,413	13.5%	1.23	133,337	509,732
2013	5.0%	422,395	126,615	13.9%	1.26	159,703	582,098
2014	5.0%	486,510	194,589	17.3%	1.57	305,806	792,317
2015	4.7%	553,013	205,772	17.0%	1.54	317,914	870,927
2016	4.2%	575,155	277,391	16.6%	1.51	418,913	994,069
2017	4.9%	703,048	328,792	19.3%	1.75	575,733	1,278,781
2018E	4.9%	766,773	386,687	18%	1.60	618,990	1,385,763

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

表 14: 国寿评估价值测算表

年份	投资收益率 假设预期	内含价值	新业务价值									AAV
			N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8- N+20	
2011	5.0%	236,140	15,504	16,671	18,327	20,269	22,853	31,941	52,947	43,056	44,143	337946
2012	4.8%	249,166	16,671	18,327	20,269	22,853	31,941	52,947	43,056	44,143	44,143	359039
2013	5.0%	305,638	18,327	20,269	22,853	31,941	52,947	43,056	44,143	44,143	44,143	409330
2014	5.0%	417,612	20,269	22,853	31,941	52,947	43,056	44,143	44,143	44,143	44,143	496688
2015	4.7%	490,031	22,853	31,941	52,947	43,056	44,143	44,143	44,143	44,143	44,143	557387
2016	4.2%	547,483	31,941	52,947	43,056	44,143	44,143	44,143	44,143	44,143	44,143	603436
2017	4.9%	689,100	52,947	43,056	44,143	44,143	44,143	44,143	44,143	44,143	44,143	692406
2018E	4.9%	763,206	43,056	44,143	44,143	44,143	44,143	44,143	44,143	44,143	44,143	742413
2019E	4.4%		44,143									

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

表 15: 太保评估价值测算表

年份	投资收益率 假设预期	内含价值	新业务价值									寿险 AAV
			N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8- N+20	
2011	5.0%	71,536	6,801	6,783	7,188	8,337	10,411	14,524	25,990	26,507	26,507	145117
2012	4.8%	79,222	6,783	7,188	8,337	10,411	14,524	25,990	26,507	26,507	26,507	158630
2013	5.0%	92,956	7,188	8,337	10,411	14,524	25,990	26,507	26,507	26,507	26,507	176826
2014	5.0%	120,828	8,337	10,411	14,524	25,990	26,507	26,507	26,507	26,507	26,507	204666
2015	4.7%	136,358	10,411	14,524	25,990	26,507	26,507	26,507	26,507	26,507	26,507	223927
2016	4.2%	151,332	14,524	25,990	26,507	26,507	26,507	26,507	26,507	26,507	26,507	241059
2017	4.9%	208,786	25,990	26,507	26,507	26,507	26,507	26,507	26,507	26,507	26,507	279633
2018E	4.9%	247,221	26,507	24,850	24,850	24,850	24,850	24,850	24,850	24,850	24,850	296441
2019E	4.4%		24,850									

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

表 16：太保集团评估价值测算表

年份	投资收益率假设预期	调整后寿险评估价值	其他业务调整后净资产	其他业务净利润/期初调整净资产	PB 倍数	其他业务评估价值	AAV
2011	5.0%	145117	42,477	20%	1.82	77,151	218,629
2012	4.8%	158630	52,094	11%	1.01	52,686	207,814
2013	5.0%	176826	49,305	11%	0.97	48,020	221,101
2014	5.0%	204666	48,578	4%	0.36	17,341	218,247
2015	4.7%	223927	57,319	17%	1.57	90,269	309,013
2016	4.2%	241059	69,315	13%	1.20	83,130	318,819
2017	4.9%	279633	78,336	11%	0.96	75,582	349,300
2018E	4.9%	296441	88,003	8%	0.73	64,002	354,414

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 17：新华评估价值测算表

年份	投资收益率假设预期	内含价值	新业务价值									AAV
			N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8-N+20	
2011	5.0%	45,457	3,865	3,384	3,766	4,129	4,200	8,123	12,262	12,573	11,970	75,722
2012	4.8%	49,972	3,384	3,766	4,129	4,200	8,123	12,262	12,573	11,970	11,970	82,463
2013	5.0%	59,866	3,766	4,129	4,200	8,123	12,262	12,573	11,970	11,970	11,970	92,943
2014	5.0%	80,021	4,129	4,200	8,123	12,262	12,573	11,970	11,970	11,970	11,970	110,443
2015	4.7%	90,495	4,200	8,123	12,262	12,573	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	121,896
2016	4.2%	115,190	8,123	12,262	12,573	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	140,701
2017	4.9%	153,778	12,262	12,573	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	166,261
2018E	4.9%	196,859	12,573	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	11,970	194,591
2019E	4.4%	232,971	11,970	12,927	12,927	12,927	12,927	12,927	12,927	12,927	12,927	223,720

资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 调整后评估价值（AAV）的应用

对保险公司估值时，我们通常通过对各公司内在价值增长（ROEV）的比较和估值指标（P/EV/P/AAV）之间的比较来衡量估值水平的高低，一理论上讲，估值指标历史波动越小，其指导投资决策的应用性会越强。因此，我们从估值指标的稳定性上来验证 P/EV 和 P/AAV 这两个指标的应用性。我们使用 2012 年 1 月 4 日-2019 年 3 月 5 日的数据进行验证，验证的结果显示：1）P/AAV 的标准差小于 P/EV；2）除国寿外，其他公司的 P/AAV 的波动区间均小于 P/EV（国寿的内含价值及新业务价值对于投资收益率的敏感性最高，因此调整投资收益造成 AAV 的波动加大），说明 P/AAV 的稳定性高于 P/EV，P/AAV 的应用性更好。

从 P/AAV 的内含来看，P/AAV 估值可以更为合理的对比公司间的估值水平差异，因为 P/AAV 包含了对于各家新业务价值未来增长预期的差异，以及在对投资收益率假设进行调整时，内含价值和新业务价值对于投资收益的敏感性差异（业务结构的差异）。例如，截至 3 月 5 日，平安 P/EV>国寿 P/EV，但是平安 P/AAV<国寿 P/AAV，主要是由于平安内含价值和新业务价值对投资收益率敏感性更低（业务结构更优化）、贴现率假设更保守、且有其他业务的利润贡献。同理，太保 P/EV=新华 P/EV，太保 P/AAV>新华 P/AAV，是因为新华内含价值对于投资收益的敏感性更低以及 2019 年 NBV 增速预期更高。

表 18: P/EV 和 P/AAV 的标准差

	平安	国寿	太保	新华
P/EV	21.37%	32.79%	20.35%	32.73%
P/AAV	17.59%	32.72%	19.09%	25.83%

资料来源: wind, 公司财报, 天风证券研究所

表 19: P/EV 和 P/AAV 的波动区间

	最小值				最大值				估值波动区间差值			
	平安	国寿	太保	新华	平安	国寿	太保	新华	平安	国寿	太保	新华
P/EV	0.62	0.62	0.63	0.58	1.74	2.12	1.71	2.12	1.12	1.51	1.08	1.54
P/AAV	0.49	0.76	0.62	0.63	1.44	2.36	1.53	1.98	0.95	1.60	0.92	1.35

资料来源: wind, 公司财报, 天风证券研究所

表 20: P/AAV 结果表 (基于 3 月 5 日股价)

	股价	P/EV	P/AAV	P/AAV 历史均值
中国人寿(A 股)	30.71	0.95	1.17	1.29
中国平安(A 股)	72.07	1.11	0.95	0.75
中国太保(A 股)	34.62	0.80	0.89	0.89
新华保险(A 股)	54.00	0.80	0.87	1.06

资料来源: wind, 公司财报, 天风证券研究所

图 1: 平安 P/EV 和 P/AAV 走势对比



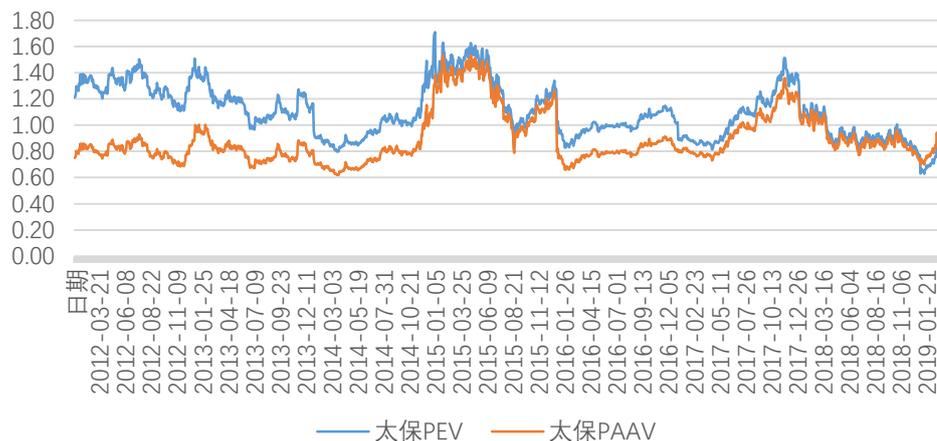
资料来源: wind, 公司财报, 天风证券研究所

图 2: 国寿 P/EV 和 P/AAV 走势对比



资料来源: wind, 公司财报, 天风证券研究所

图 3: 太保 P/EV 和 P/AAV 走势对比



资料来源: wind, 公司财报, 天风证券研究所

图 4: 新华 P/EV 和 P/AAV 走势对比

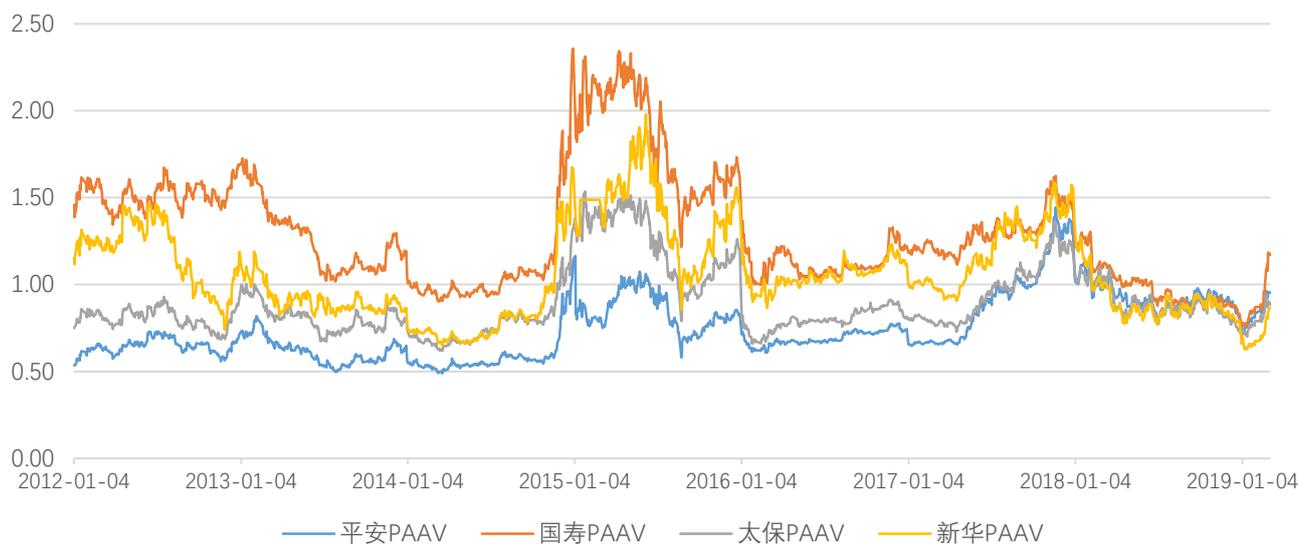


资料来源: wind, 公司财报, 天风证券研究所

4. 投资建议

目前国寿、平安、太保、新华的 P/AAV 为 1.17、0.95、0.89、0.87 倍，太保、新华估值处于相对低位。从资产端来看，股市好转、利率预期好转，保险股迎来阶段性行情；从负债端来看，国寿和新华短期优势更为明显，国寿管理改善将带来 NBV 和利润持续超预期，新华保费和 NBV 平稳增长。重点推荐新华、国寿、平安、太保。

图 5：P/AAV 走势图



资料来源：wind，公司财报，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com