

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《行业重大事件快评: 保险行业业绩回顾与展望: 疾风知劲草》——2019-05-22
 《寿险行业系列深度一: 黄金有价》——2019-04-12
 《保险行业重大事件快评: 短期波动不掩长期价值》——2019-01-31
 《保险行业 2019 年投资策略: 无限风光在险峰》——2018-12-25
 《保险行业深度研究之一: 寿险: 值所归处, 价所往矣》——2018-12-06

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

行业周报

否极泰来, 积极布局

● 策略观点: 调整寿险投资逻辑, 重视存量保单估值, 积极布局

一般的寿险投资逻辑基本上是注重于寿险企业当前的业绩以及增量保单的估值。这个逻辑框架的有效性在于一个前提是否成立: 存量保单的估值稳定。而目前宏观经济波动剧烈, 外部影响因素多, 特别是美联储货币政策的调整以及中美贸易战这两个因素, 扰动投资者以及实体经济运营者的预期。这对于寿险企业的存量保单估值影响极大, 所以对于下半年寿险行业的投资策略, 我们重点关注存量保单的估值波动。

● 策略基础: 存量保单估值极低, 占比高, 股价弹性充足

根据我们的测算, 市场给予 A 股寿险企业存量保单的估值基本为负, 即存量保单估值极低。考虑到存量保单价值占比远远高于寿险企业单年的增量保单占比, A 股寿险企业的股价弹性充足。

● 情景分析: 看好下半年寿险企业股价表现

美联储主席于 6 月初公开发表言论, 表示美联储将“采取适当行动”应对贸易战带来的风险, 避免美国经济走向衰退。美联储的对冲意向将大概率地改变五月以来的利空格局, 利好下半年股市表现。

● 投资建议

首先, 鉴于 A 股寿险企业龙头的存量保单占比高, 而我们看好存量保单的估值提升, 所以我们维持四家 A 股寿险企业的“买入”评级。其中, 新华保险的存量保单价值占比最低, 同时优质的增量保单价值占比最高, 再鉴于新华保险目前与同业的估值水平相差不大, 我们认为新华保险处于股价严重低估的阶段; 而中国平安存量保单的主要风险敞口相对最低, 估值表现更稳定。

● 风险提示

(1) 宏观经济数据超预期走弱; (2) 美联储的对冲政策不及时, 或力度弱于预期; (3) 中美贸易战严峻程度超预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司名称	昨收盘 (元)	投资评级	每股 EV			P/EV		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
新华保险	50.80	买入	55.48	63.15	71.50	0.92	0.80	0.71
中国平安	79.92	买入	54.84	64.16	75.03	1.44	1.25	1.07
中国太保	35.14	买入	37.09	42.69	49.00	0.88	0.82	0.72
中国人寿	26.74	买入	28.13	32.35	37.20	0.90	0.83	0.72
中国太平	19.32	买入	38.83	44.65	51.35	0.50	0.43	0.38

资料来源: Wind、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。

内容目录

策略观点：调整寿险投资逻辑，重视存量保单估值，积极布局.....	4
策略基础：存量保单估值极低，占比高，股价弹性充足	4
存量保单估值极低，且估值大概率为负	4
如何理解存量保单的投资价值：债券视角	5
存量保单估值提升的本质因素：宏观经济预期的改善	5
投资建议及情景分析：积极面对下半年	6
投资建议：重视存量保单估值.....	6
情景分析：积极布局下半年	7
风险提示	8
关键图表	8
国信证券投资评级.....	9
分析师承诺	9
风险提示	9
证券投资咨询业务的说明	9

图表目录

图 1: 新华保险 5 月 1 日至 6 月 17 日股价表现.....	8
图 2: 中国平安 5 月 1 日至 6 月 17 日股价表现.....	8
图 3: 中国人寿 5 月 1 日至 6 月 17 日股价表现.....	8
图 4: 中国太保 5 月 1 日至 6 月 17 日股价表现.....	8
表 1: 各寿险集团在极端情况下的估值情况.....	5
表 2: 中国太保业务价值敏感性分析.....	5
表 3: 投资回报率下降 50 个基点对寿险业务价值的影响.....	6
表 4: 经调整的净资产价值/内含价值.....	7

策略观点：调整寿险投资逻辑，重视存量保单估值，积极布局

一般投资逻辑：市场一贯注重增量保单销售情况以及当期财务业绩，以一般的企业业绩弹性视角来理解寿险企业的投资机会。即新增保单卖得好，寿险企业当期财务业绩就好，股价弹性就高。同时，债券市场的长端利率向上，便能利好寿险企业的短期投资业绩，更加利好寿险企业股价。

以上一般投资逻辑基本上是注重寿险企业当期的业绩以及增量保单的估值。这个逻辑框架的有效性在于一个前提是否成立：存量保单的估值稳定。

寿险企业的保单有效期长，当期签出的保单会长期影响寿险企业的利润，所以一直累计的在手存量保单会长期影响寿险企业的股权估值。同时，寿险企业存量保单的价值占内含价值整体比重较高，其细微的估值波动都会远远大于每期增量保单的估值贡献。所以只有当存量保单的估值稳定，增量保单的估值贡献才是关注的主线。而目前宏观经济波动剧烈，外部影响因素多，特别是美联储货币政策的调整以及中美贸易战这两个因素，扰动投资者以及实体经济运营者的预期。这对于寿险企业的存量保单估值影响极大，所以**对于下半年寿险行业的投资策略，我们重点关注存量保单的估值波动。**

策略基础：存量保单估值极低，占比高，股价弹性充足

存量保单估值极低，且估值大概率为负

我们在《寿险估值体系探讨：黄金有价》（2019年4月12日）中探讨了A股寿险企业的存量保单估值，其估值皆为负数。我们对此的理解：投资者认为A股寿险企业存量保单的利率成本太高，未来高利率成本将持续腐蚀资本金，所以投资者为了保守起见，将存量保单的相关估值设置成负数。假设寿险企业在计算内含价值之时，预期在利率这一部分的相关利润占整体利润的七成，而预期的非利率利润（与费用、保单赔付率等相关）占比为三成，而投资者认为这七成的利润未来全部将腐蚀资本金，只有这剩下的三成利润为正，那么存量保单的估值系数自然就是-0.4左右（-七成+三成=-四成）。

我们在《寿险估值体系探讨：黄金有价》中利用下列的估值模型，测算出存量保单的估值倍数，其倍数在-0.5左右。

$$\text{寿险企业市值} = \beta \times \text{存量保单业务价值} + \alpha \times \text{新一年业务价值}$$

显而易见，这篇报告的测算仍然是比较粗糙的，A股各个寿险企业的 α 其实无法一一对应，但是这并不影响报告的结论。我们这篇报告的目的之一就是要测算出 α 和 β 合理的区间。只要A股寿险企业的 α 在正常区间， β 的值就可以参考。同时，这个模型很好的解释了友邦保险目前的港股市值，以及为什么寿险业务最高的P/EV在2倍左右等等问题，皆间接证明了模型的合理性。同时，存量保单的估值提升也同样能解释为什么A股寿险企业的股价提升幅度大致相同，无论其一季度财务业绩差别多大。

表 1: 各寿险集团在极端情况下的估值情况

	极端情景 1		极端情景 2	
	α -新业务倍数	β -存量保单折价	α -新业务倍数	β -存量保单折价
新华保险	20.29	-0.5	13.2	0
中国平安	16.27	-0.5	12.03	0
中国太保	15.86	-0.5	11.09	0
中国人寿	23.19	-0.5	15.16	0

资料来源: 各寿险集团 2018 年财务报告, 国信证券经济研究所整理

如何理解存量保单的投资价值: 债券视角

我们认为投资者可以从债券的视角去理解存量保单。

本质相同: 寿险企业的存量保单可以被认为目前最复杂的金融产品, 条款多, 责任多, 定价非常复杂。但是我们仍然可以从最简单的视角来理解存量保单, 因为寿险企业在计算保单价值的时候, 仍然用的是现金流折现模型, 这与债券的定价方式如出一辙, 因此存量保单的价值与债券的价值在本质上并无不同。

风险敞口不同: 存量保单与债券的不同在于风险敞口。影响债券未来现金流的风险只有信用分险, 而影响存量保单未来现金流的风险却非常多, 如下表所示。各寿险企业披露的业务价值敏感性分析数据是非常重要的风险敞口数据, 可用于比较各公司存量保单的预期现金流质量, 即风险敞口越小, 存量保单的预期现金流质量越高。

表 2: 中国太保业务价值敏感性分析

1	单位: 百万元	扣除要求资本成本	扣除要求资本成本	扣除要求资本成本	扣除要求资本成本
		后的有效业务价值 (2019)	后的有效业务价值 (2018)	后的一年新业务价值 (2019)	后的一年新业务价值 (2018)
2	中间情景	169,714	136,749	27,120	26,723
3	风险贴现率提高 50bp	-3.61%	-3.60%	-4.54%	-4.40%
4	风险贴现率降低 50bp	3.92%	3.90%	4.90%	4.80%
5	投资回报率提高 50bp	15.26%	15.60%	13.00%	11.40%
6	投资回报率降低 50bp	-15.55%	-16.00%	-13.00%	-11.40%
7	死亡率假设提高 10%	-0.69%	-0.70%	-0.84%	-0.80%
8	死亡率假设降低 10%	0.69%	0.70%	0.83%	0.80%
9	疾病发生率假设提高 10%	-2.33%	-2.00%	-4.53%	-3.70%
10	退保率假设提高 10%	0.52%	0.60%	-1.20%	-1.20%
11	退保率假设降低 10%	-0.59%	-0.70%	1.13%	1.10%
12	费用假设提高 10%	-1.56%	-1.60%	-5.39%	-5.30%

资料来源: 公司 2018 年及 2017 年财务报告, 国信证券经济研究所整理

所以寿险保单就相当于债券, 只是风险敞口比一般意义上的债券要多。

言及至此, 我们就可以知晓影响存量保单的因素, 无非两点: 要求回报率和风险敞口。因为存量保单的估值是预期现金流的折现, 所以要求回报率与保单估值是负关系, 而影响预期现金流的风险敞口, 与保单亦是负关系, 即风险敞口越大, 估值越低。

存量保单估值提升的本质因素: 宏观经济预期的改善

我们在上文论述过, 对于存量保单估值的影响因素无非两点, 即要求回报率和风险敞口。存量保单与要求回报率的关系比较直观简单。我们重点解释风险敞口与存量保单的关系。

正如我们在表 2 中展示的风险敞口, 存量保单的风险敞口众多, 皆影响保单的预期现金流质量, 其中以投资回报率的风险敞口最大, 且最难长期预测, 而其它因素的风险敞口不但小, 其预期的准确性更加高。

我们首先对比一下各寿险企业在投资回报率方面的风险敞口, 来感知国内寿险企业的相关风险敞口有多大。我们 A 股寿险企业存量保单的投资回报率风险敞口普遍较高, 一般是友邦保险的 30 多倍, 其中以新华保险的风险敞口为最大, 而中国平安的风险敞口为最小。

表 3：投资回报率下降 50 个基点对寿险业务价值的影响

		有效业务价值	敏感性	新业务价值	敏感性
中国太保	基准	169,714		27,120	
	变动后	143,329	-15.5%	23,594	-13.0%
新华保险	基准	74,259		12,210	
	变动后	60,770	-18.2%	10,817	-11.4%
中国平安	基准	628,853		76,119	
	变动后	580,397	-7.7%	68,993	-9.4%
中国人寿	基准	408,998		49,511	
	变动后	337,320	-17.5%	42,045	-15.1%
友邦保险	基准	54,517		3,955	
	变动后	54,268	-0.5%	3,771	-4.7%

资料来源：各寿险集团 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（友邦保险单位：百万美元，其余单位：百万元）

投资回报率的风险敞口基本上就是 A 股寿险企业存量保单估值提升的最大瓶颈。这个投资回报率不是短期的，是长期的，参考目前中国平安存量保单的平均有效期，这个期限至少在 10 年以上。

而资本市场的投资者如何去预期这 10 年以上的投资回报率？或者影响投资者 10 年以上投资回报率预期的主要因素是什么？毫无疑问，这个因素就是宏观经济的预期。

任何数据，只要利好于宏观经济的预期，就会利好投资者对于长期投资回报率的预期，如此便可拉升寿险企业存量保单的估值。同时，因为存量保单价值占比高，存量保单估值的上涨将是寿险企业估值修复的主要因素。

这也可以解释，在宏观经济预期改善的驱动下，债市长端利率上升，寿险企业的股价就可以上涨。这背后的原因是宏观经济预期的改善，与债市长端利率的波动没有必然关系，即长端利率的变动与寿险企业的股价并没有直接的正关系。例如，在货币政策宽松的背景下，长端利率下降，寿险企业的股价依然会上涨，因为资本市场的要求回报率下降了，存量保单就更值钱了；而由货币政策收紧所导致的长端利率上升，寿险企业的股价大概率地会跌，因为资本市场的要求回报率上升了。

投资建议及情景分析：积极面对下半年

投资建议：重视存量保单估值

正如我们在上文所阐述的，存量保单的估值提升将是 A 股寿险企业估值修复的主要驱动因素。我们认为下半年寿险企业将大概率受益于存量保单的估值提升，所以我们维持寿险行业的“超配”评级，重点推荐新华保险以及中国平安。

新华保险处于股价严重低估的阶段：按照存量保单的投资逻辑，新华保险存量保单的价值占比最低，即旧有的业务对于公司的资本金占比越来越小。新华保险因为近年来的坚定转型，持续减少储蓄型保单的销售，但新增保障型保单增速无法完全弥补储蓄型保单的下滑，其净资产的占比逐渐提升。但恰恰因为如此，新华的旧有保单整体占比最低，即使投资回报率的风险敞口相对最大，但其风险敞口的绝对量肯定比其它 A 股寿险集团要小得多。在当下阶段，鉴于新华保险存量储蓄型保单占比低，同时新增业务相对而言最优质，再考虑到 A 股寿险集团的寿险业务 P/EV 估值相对而言差别不大，我们认为新华保险的股价处于严重低估的阶段，对新华保险继续维持“买入”评级。

表 4: 经调整的净资产价值/内含价值

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
中国平安	32%	31%	34%	38%	36%	37%	35%
中国太保	41%	35%	40%	39%	43%	36%	34%
新华保险	45%	45%	50%	69%	63%	61%	57%
中国人寿	38%	31%	43%	48%	54%	50%	49%

资料来源: 上市公司历年财报, 国信证券经济研究所整理

中国平安估值相对而言最稳: 中国平安的存量寿险保单相对而言风险敞口小, 特别是其投资回报率的风险敞口相对 A 股其他寿险企业而言最小, 其寿险业务的风险管理大概率是最优秀的。我们对中国平安继续维持“买入”评级。

同时, 中国太保的存量保单占比高, 而且风险敞口与中国人寿相差不大, 我们认为中国太保的存量保单估值弹性比中国人寿高。我们非常看好 A 股四家寿险企业存量保单的估值提升, 对中国太保及中国人寿皆维持“买入”评级。

情景分析: 积极布局下半年

考虑到贸易战以及美联储降息预期等外部不确定因素, 下半年宏观经济波动预计仍然很大, 所以存量保单的估值仍然是投资的主要关注点。正如之前美债收益率倒挂的现象所示, 再考虑到中美贸易战的影响, 美国经济接下来有超预期走弱的可能性, 但美联储主席鲍威尔在月初表示美联储将“采取适当行动”应对贸易战带来的风险, 避免美国经济走向衰退, 美联储已经准备好对冲任何不利因素, 其目标是维持美国经济保持在一个平稳向上的态势中。那么接下来, 美国经济的走势以及资本市场表现将有两个相应的情景:

(1) 美国经济因为贸易战等因素继续走弱, 如此美联储必将减息, 那么人民币汇率的压力将大减, 我国货币政策将有更大的宽松空间, 如此资本市场的要求回报率将会下降, 然后存量保单的估值将会提升, A 股寿险企业的估值将会提升;

(2) 中美贸易战缓和, 美国经济改善的预期逐渐成为主流, 以提升资本市场投资者的投资偏好, 驱动北上资金流入, 同时, 国内投资者的相关预期亦会迅速改善, 合力推升寿险企业的股价。

当然, 我们以上情景的推演是基于两个假设: (1) 贸易战的走势严重影响宏观经济预期以及相关走势; (2) 美联储的货币政策反应及时。我们认为这两个假设皆有充分合理性。所以综上所述, 考虑到美联储的货币政策对冲预期, 我们看好下半年寿险企业的股价表现, 特别是在存量保单估值极低的前提下, 股价反弹空间充足。

重点公司投资评级及业绩预测

公司 名称	收盘 价格 (元)	每股 EV			P/EV (集团, 倍)			投资 评级
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	
新华保险	50.80	55.48	63.15	71.50	0.92	0.80	0.71	买入
中国平安	79.92	54.84	64.16	75.03	1.44	1.25	1.07	买入
中国太保	35.14	37.09	42.69	49.00	0.88	0.82	0.72	买入
中国人寿	26.74	28.13	32.35	37.20	0.90	0.83	0.72	买入
中国太平	19.32	38.83	44.65	51.35	0.50	0.43	0.38	买入

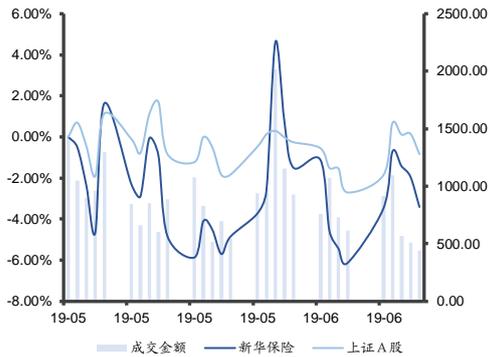
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测 (股价日期: 6 月 17 日, 中国太平 H 股上市, 单位: 港元)

风险提示

(1) 宏观经济数据, 例如固定资产投资数据, 超预期走弱, 严重影响投资者的风险偏好, 以及其对于中国经济的预期; (2) 美联储货币政策的调整不及时, 或力度弱于预期; (3) 中美贸易战严峻程度超预期。

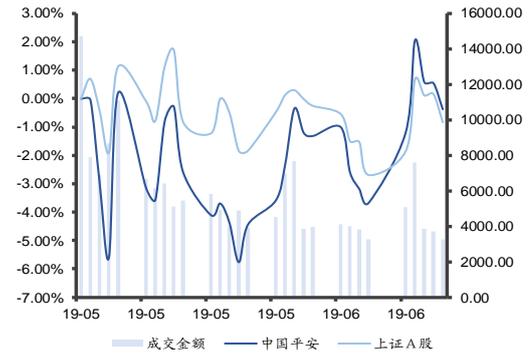
关键图表

图 1: 新华保险 5 月 1 日至 6 月 17 日股价表现



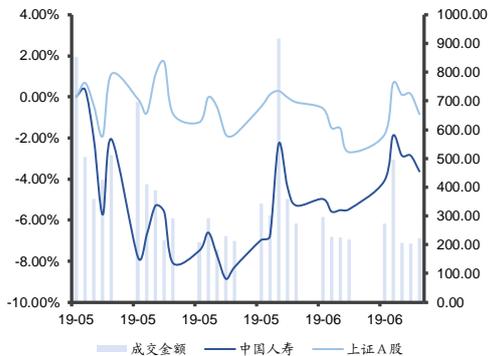
资料来源: 上交所、深交所, 国信证券经济研究所整理

图 2: 中国平安 5 月 1 日至 6 月 17 日股价表现



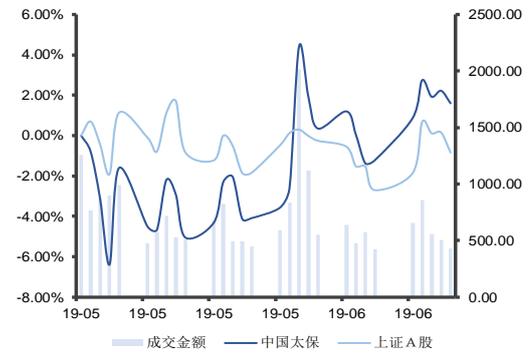
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 中国人寿 5 月 1 日至 6 月 17 日股价表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 中国太保 5 月 1 日至 6 月 17 日股价表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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