

保险行业

从可分配资本看中国寿险公司价值创造能力和 P/OPAT 估值水平

评级: 买入 (维持评级)

分析师: 陆韵婷

执业证书编号: S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

分析师: 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EVPS				PEV				评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
中国平安	90.8	54.8	65.84	76.81	88.77	1.66	1.38	1.18	1.02	买入
新华保险	54.7	55.5	65.41	74.96	84.70	0.99	0.84	0.73	0.65	买入
中国太保	36.2	37.0	43.50	50.40	57.74	0.98	0.83	0.72	0.63	买入
中国太平	21.0	38.8	47.92	55.71	64.45	0.48	0.391	0.336	0.291	买入
中国人寿	29.3	28.1	32.82	37.40	42.59	1.04	0.89	0.79	0.69	未评级

备注 中国太平股价为港币

基本状况

上市公司数	7
行业总市值(百万元)	3215904
行业流通市值(百万元)	1106191

行业-市场走势对比

相关报告

- <<保险 beta 尚未充分发挥, 继续看好——保险 beta 属性与弹性测算>>2019.02.27
- <<全球经验看券商的“护城河” 演进方向——为什么持续推荐龙头券商>>2019.02.24
- <<关注业务及执行层面的变化——信托行业跟踪点评报告 201902>>2019.02.24

■ **友邦将基本自由盈余纳入高管当年考核指标。**友邦在年报中宣布, 自 2019 年起, 公司将采用报告期内产生的基本自由盈余 (投资于新业务的自由盈余) 来替代额外内含价值增长作为高管层当年的考核指标, 且权重设置为 15%。事实上, 新业务价值 (NBV), 税后营运利润 (OPAT), 以及基本自由盈余正是寿险公司从价值, 传导至利润, 再传导至可分配现金流的完整链条, 友邦的考核新规实质上是对寿险公司价值, 利润和资本要求的统一。友邦 2018 年新业务消耗的自由盈余/NBV 的比值仅为 38.9%, 较 2011 年上市初期的 122% 下降了 68%, 即使考虑到 2016 年偿二代切换的影响, 2016-2018 年友邦资本运营效率也是逐年递增的。

■ **大部分中国寿险公司可分配资本创造能力强, 派息政策可持续。**我们首先测算偿二代实施以来各家上市公司“可分配资本”的累计创造值, 计算方法是 2016 年至 2018 年各家公司的核心资本累计增量, 减去最低资本的累计增量, 加上三年以来的分红, 再减去资本补充。从绝对数值来看, 平安 2422 亿元的可分配资本位列上市公司榜首, 从和各个公司体量对应的相对角度来看:

1) 偿付率能力: 如果将核心偿付率的监管要求提高至 150%, 那么可以看到偿二代后国寿, 平安, 太保, 新华, 太平和人保寿的可分配资本将变成 -38, 1687, 765, 442, 170 和 96 亿元, 国寿可分配资本较少。

2) 分红能力: 新华和人保寿 3 年以来创造的可分配资本是实际分红数额的 14 倍和 13.6 倍, 后续分红能力充足, 而太保集团在每年 50% 分红比例的前提下, 可分配资本/分红的数值依然达到 3.26 倍, 显示其高分红策略的可持续性。

■ **从可分配资本看寿险公司 P/OPAT 估值, 平安提升估值仍需要 NBV 作为支撑。**在港股市场上, 投资者对友邦的估值除了常用的 PEV, NBV 倍数方法之外, 还采用 P/OPAT 的方法。而 P/OPAT 估值方法应用需要满足两大条件: 分红是以 OPAT 作为基础以及公司有能力将 OPAT 转换成自由现金流。友邦近年来其分红数额是当年 OPAT 的 30%-33%, 且公司自由盈余余额快速增长, 因此其 P/OPAT 估值具有可参考性, 上市以来友邦 P/OPAT 小幅上移, 今年以来处在 17-21 倍区间。当前国内上市保险公司可采用满足 P/OPAT 估值的只有平安, 当前处在 11-12 倍区间。但需要注意的是, 平安 OPAT 的增速高度依赖新业务价值的增长, 根据我们的测算, 如果 2019-2021 年平安寿险的 NBV 复合增速下降至 5% 的水平, 那么其对应的寿险 OPAT 增速将分别放缓至 23.8%, 19.6% 和 17%。因此平安后续的估值需要较高增速的 NBV 支撑。

■ **投资建议:** 今年以来保险股主要由权益市场驱动, 叠加长债收益率相对稳定, 但上市寿险公司除国寿外长期健康险增速低于年初预期, 我们判断和过去 3 年透支客户有关。我们预计平安, 国寿, 太保, 新华和太平 2019 年中报的 NBV 增速分别为 3%, 20%, -15%, -5% 和 -7%, 净利润在权益市场上涨 20%, 准备金基准折现率上移 5.5bp, 以及税收利好政策下有望实现强增长。当前平安 A, 太保 A, 新华 A, 国寿 A 和太平对应 2019 年的 pev 分别为 1.38, 0.83, 0.84, 0.89 和 0.39。我们当前重点推荐人事调整接近尾声的中国太保, 以及客户经营理念较为超前的, 低估值的中国太平, 建议关注今年积极推进市场化制度改革的中国人寿

■ **风险提示事件:** 新单增速不及预期, 长期无风险收益率大幅度下降, 以及权益市场大跌

内容目录

友邦将自由盈余调入高管当年期考核指标.....	- 3 -
从可分配资本看中国寿险公司近年来的营运情况.....	- 4 -
从可分配资本看寿险公司 P/OPAT 估值.....	- 6 -
投资建议.....	- 10 -
风险提示:	- 10 -

图表目录

图表 1: 友邦 2010 年上市至今对高管短期奖励规则.....	- 3 -
图表 2: 友邦新业务消耗的自由盈余: 百万美元:	- 4 -
图表 3: 友邦消耗的自由盈余和 NBV 的比值: %.....	- 4 -
图表 4: 上市寿险公司核心资本, 最低资本, 分红注资情况: 百万元.....	- 5 -
图表 5: 如果提高核心偿付率要求后各家上市公司的可分配资本: 百万元.....	- 5 -
图表 6: 累计可分配资本/累计分红比例: 百万元.....	- 5 -
图表 7: 友邦 2011 年至今每股股息派发情况: 港仙, %.....	- 6 -
图表 8: 友邦每年股息/OPAT: %.....	- 7 -
图表 9: 友邦每年股息/归母净利润: %.....	- 7 -
图表 10: 友邦偿付率情况: 百万美元, %.....	- 7 -
图表 11: 友邦自由盈余创造情况: 百万美元, %.....	- 8 -
图表 12: 友邦 2011-2018 年自由盈余变动分解: 百万美元.....	- 8 -
图表 13: 友邦 P/OPAT 估值情况.....	- 9 -
图表 14: 平安 P/OPAT 估值情况.....	- 9 -
图表 15: NBV 增速为 5%情境下平安寿险 OPAT 增速预测: 百万元, %.....	- 10 -

友邦将自由盈余纳入高管当年期考核指标

友邦作为亚太地区寿险公司的价值典范，其高管薪酬体系和公司运营情况高度捆绑。友邦主要管理人员的薪酬结构由基本薪金，短期奖励（一年维度），长期奖励（三年维度），福利和雇员购股计划五大部分构成。

自 2010 年上市至今，友邦短期奖励的考核目标均为同样的 3 个指标：当年的新业务价值，当年的额外内含价值增长（内含价值营运利润中的营运经验差异，即费用，退保，死亡，发病等的实际和假设之差）和税后营运利润（扣除短期投资回报偏差和准备金影响的净利润）。8 年来友邦的薪酬委员会和董事会只是将三个 KPI 的指标权重进行过微调，但公司于 2018 年年报中宣布，自 2019 年起，公司将采用报告期内产生的基本自由盈余（投资于新业务的自由盈余）来替代额外内含价值增长，且权重设置为 15%，而税后营运利润指标的权重则从 30% 下调至 25%，新业务价值的权重依旧保持在 60%。具体情况如下：

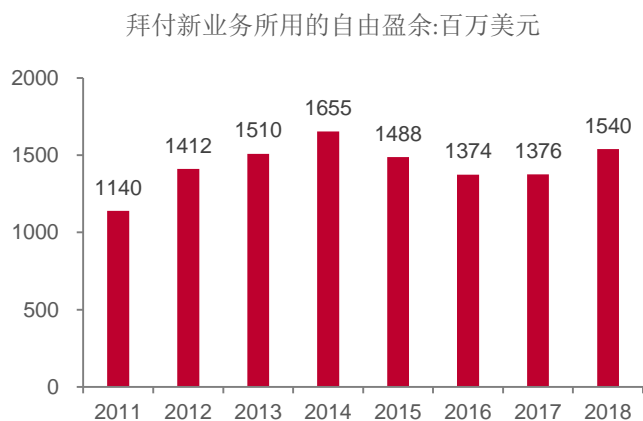
图表 1：友邦 2010 年上市至今对高管短期奖励规则

考核年度	短期奖励的考核指标和权重
2011 年-2013 年	新业务价值 60%，税后营运利润 25%，额外内含价值增长 15%
2014 年-2018 年	新业务价值 60%，税后营运利润 30%，额外内含价值增长 10%
2019 年及之后	新业务价值 60%，税后营运利润 25%，期内产生的基本自由盈余 15%

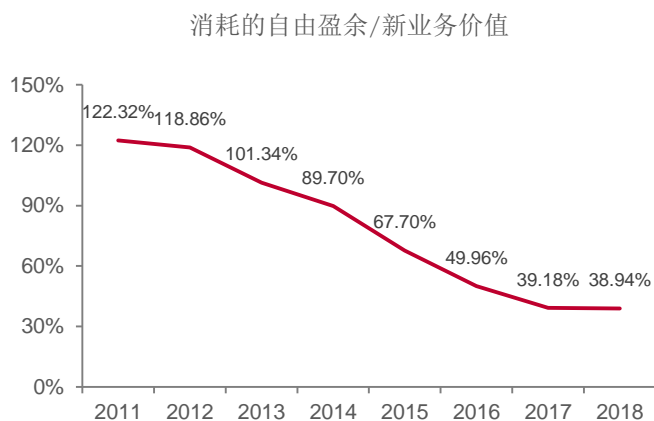
来源：公司年报，中泰证券研究所

友邦表示改变短期奖励考核指标将使得公司在继续专注于有效保单的增长，盈利和质量的同时，增强公司对资本和现金产生的关注，从而支持友邦谨慎，可持续及渐进派息政策。事实上，新业务价值（NBV），税后营运利润（OPAT），以及基本自由盈余（自由盈余也可以理解为净资产扣除所需资本）正是寿险公司从价值，传导至利润，再传导至可分配现金流的完整链条，任何一环的割裂均将破坏寿险公司对股东的价值创造能力。例如，新业务价值可以靠短期激进的产品策略，快速扩招代理人而大幅增长，但会由于低价值率的保单剩余边际摊销慢，费用，投资等负偏差较大而影响税后营运利润的实现，又例如如果只关注利润，而不考虑自由盈余，造成实际可分配利润的数字偏小，那么自由现金流可能无法支撑公司的分红，利润就变得没有实际意义。因此友邦的考核新规实质上是对寿险公司价值，利润和资本要求的统一。

友邦新考核指标中的基本自由盈余特指投资于新业务消耗的资本，即为新发行保单而锁定的资本。在偿二代实行以及产品结构优化的作用下，友邦 2018 年投资于新业务而消耗的自由盈余为 1540 亿美元，和上市初期相差不多，如果考虑 NBV 的持续增长，2018 年自由盈余/NBV 的比值仅为 38.9%，意味着友邦每产生一个单位的新业务价值，锁定的资本仅为 0.389，较 2011 年上市初期的 1.22 下降了 68%，即使考虑到 2016 年偿二代切换的影响，2016-2018 年资本运营效率也是逐年递增的。

图表 2: 友邦新业务消耗的自由盈余: 百万美元:


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 友邦消耗的自由盈余和 NBV 的比值: %


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

从可分配资本看中国寿险公司近年来的营运情况

我们从核心偿付率这个指标来大致测算自 2016 年实施偿二代以来中国上市寿险资本创造能力。核心偿付率的分子和分母分别是核心资本和最低资本, 其中核心资本是寿险公司认可资产减去认可负债, 并去除到期时间较短的次级债等附属资本后的差, 而最低资本则是根据所卖出保单承担的市场, 信用和保险风险后确定的锁定的, 类似于不可分配的资本。当前监管对核心偿付率的最低要求为 50%。

我们首先测算偿二代实施以来各家上市公司“可分配资本”的累计创造值, 其中这里将可分配资本定义为核心资本减去最低资本, 计算方法是将 2016 年至 2018 年各家公司的核心资本累计增量, 减去最低资本的累计增量, 加上三年以来的分红, 再减去资本补充, 之所以采用 2016 年以后的数据进行测算由于偿二代下核心资本和最低资本的绝对数值相较于偿一代都大幅增加, 两者不具有可比较性。我们汇总的数据如下:

1. 偿二代以来, 国寿, 平安, 太保, 新华, 太平和人保寿核心资本的增量分别达到了 1275, 3234, 1058, 756, 591 和 222 亿元;
2. 偿二代以来, 国寿, 平安, 太保, 新华, 太平和人保寿最低资本的增量分别达到了 1083, 1472, 392, 234, 323 和 91 亿元;
3. 加上 2016-2018 年以来的分红, 同时扣除股东对寿险公司的注资后, 国寿, 平安, 太保, 新华, 太平和人保寿三年内创造的可分配资本分别为 504, 2422, 960, 562, 331 和 141 亿元。

图表 4: 上市寿险公司核心资本, 最低资本, 分红注资情况: 百万元

核心资本	国寿	平安	太保	新华	太平	人保寿
2018 年末	761353	741727	298654	221299	134751	60577
2015 年末	633779	418366	192824	145680	75647	38365
3 年间的增长	127574	323361	105830	75619	59104	22212
最低资本	国寿	平安	太保	新华	太平	人保寿
2018 年	303872	349513	114526	82072	60200	30069
2015 年	195553	202289	75295	58613	27915	20935
3 年间的增长	108319	147224	39231	23459	32285	9134
分红和注资	国寿	平安	太保	新华	太平	人保寿
2016 年	12257	17289	8420	873	2194	1336
2017 年	7164	17356	12630	1497	1861	1684
2018 年	11690	31449	8420	1622	2249	-1980
合计分红	31111	66094	29470	3992	6304	1040
可分配资本	国寿	平安	太保	新华	太平	人保寿
	50366	242231	96069	56152	33123	14118

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

从绝对数值来看, 平安 2422 亿元的可分配资本位列上市公司榜首, 我们从下述两个角度分析比较各个公司和其他体量对应的相对可分配资本情况。

1. 偿付率能力: 如果我们将核心偿付率的监管要求提高至 150%, 那么可以看到 2016-2018 年期间国寿, 平安, 太保, 新华, 太平和人保寿的可分配资本将变成-38, 1687, 765, 442, 170 和 96 亿元, 国寿可分配资本出现负数。

图表 5: 如果提高核心偿付率要求后各家上市公司的可分配资本: 百万元

角度 1	国寿	平安	太保	新华	太平	人保寿
若将核心偿付能力标准提升至 150%	-3794	168619	76454	44423	16981	9551

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

2. 分红能力: 从可分配资本的计算方法可以看到, 其代表着净资产中可自由流动的现金流, 我们用该数值和三年以来公司累计的分红相除, 可以观察到再分红的空间, 其中新华和人保寿(人保寿本身对人保集团的分红贡献就偏低) 3 年以来创造的可分配资本是实际分红数额的 14 倍和 13.6 倍, 后续分红能力充足, 而太保集团在每年 50% 分红比例的前提下, 可分配资本/分红的数值依然达到 3.26 倍, 显示其高分红策略的可持续性。

图表 6: 累计可分配资本/累计分红比例: 百万元

角度 2	国寿	平安	太保	新华	太平	人保寿
2016 年累计可分配资本	50366	242231	96069	56152	33123	14118
2016 年至今累计分红	31111	66094	29470	3992	6304	1040
累计可分配资本/累计分红	1.62	3.66	3.26	14.07	5.25	13.58

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

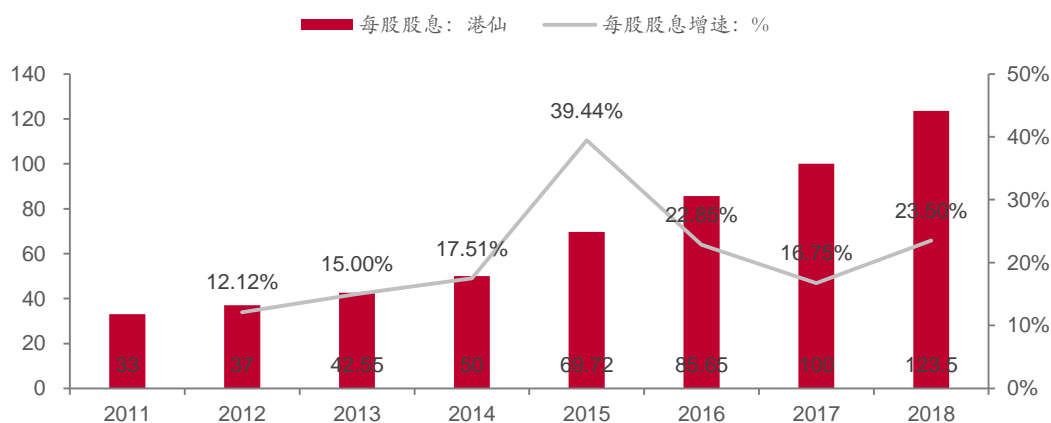
综上, 我们可以看到相较于其他上市寿险公司, 国寿的可分配资本情况较弱, 而平安, 太保, 新华等公司表现良好。

从可分配资本看寿险公司 P/OPAT 估值

在港股市场上，投资者对友邦的估值除了常用的内含价值倍数，新业务价值倍数两大方法之外，还采用 P/OPAT 的方法。使用 P/OPAT 的估值方在某种程度上可以将寿险行业和其他行业的 PE 指标进行比较。而 P/OPAT 估值方法需要满足两大前提条件：其一是公司的分红是以 OPAT 作为基础，其二是公司的可分配资本能力强，使得 OPAT 可以转换成自由现金流。

友邦自上市以来，每股派息由 2011 年的 33 港仙提高到 2018 年的 123.5 港仙，年复合增速达到了 20.74%，且每年均保持正增长。

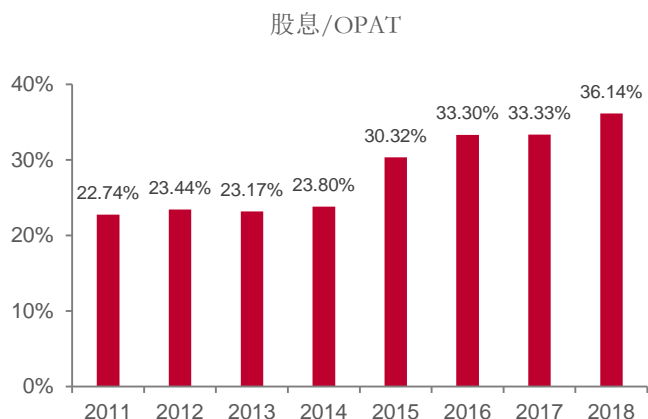
图表 7: 友邦 2011 年至今每股股息派发情况: 港仙, %



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

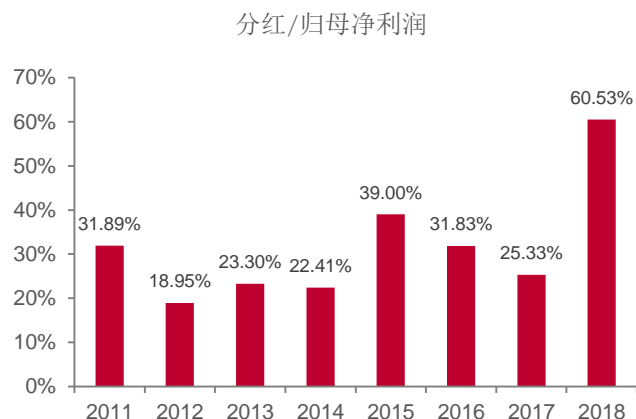
由于短期投资的不稳定，友邦每年归母净利润指标变化较大，使得当年派息数额和归母公司的净利润的比值波动大，从而无法成为稳定派息的基准。如图 9 所示，2018 年友邦归母净利润下滑 48.3% 至 31.63 亿美元，但由于每股股息净增长 23.35% 至 1.235 港币，使得分红/归母净利润的比值放大至 60.53%，和 2011-2017 年的数值差别较大，所以如果将归母净利润作为分红的基础，无法让投资者产生稳定预期。但如果用 OPAT 作为分红的基础，则可以看到 2011-2018 年分红/OPAT 均保持稳定，2015 年至今均在 30%-33%（2018 年由于更换财政年度结算日，所以每股额外增加了 9.5 港仙的派息，若扣除该因素，当年分红/OPAT 的比值为 33.36%）。所以友邦的分红基准为税后营运利润。

图表 8: 友邦每年股息/OPAT: %



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

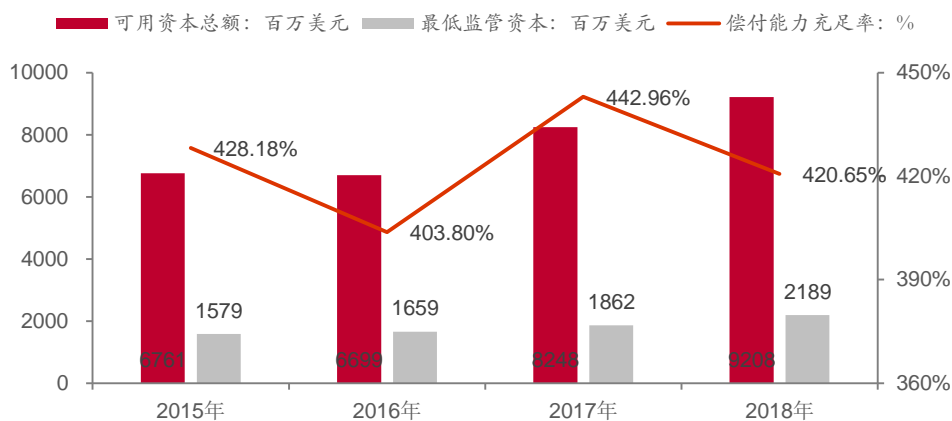
图表 9: 友邦每年股息/归母净利润: %



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

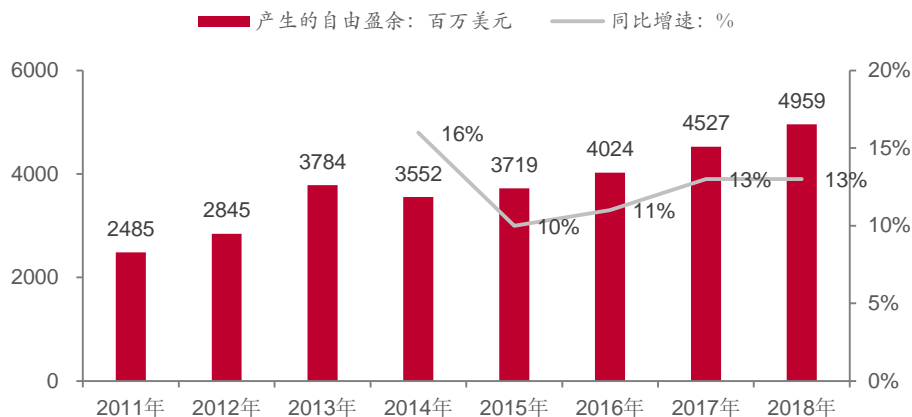
从资本能力上来看, 首先友邦 2016-2018 年可用资本增加 24.47 亿美元, 最低资本增加 6.1 亿美元, 对股东分红 40.89 亿美元, 按照之前我们定义的计算方法, 3 年内合计产生的可分配资本 59.26 亿美元, 是最低资本增量的 9.7 倍, 是实际派息规模的 1.45 倍, 可分配资本依然较为充足; 其次从其自由盈余创造能力上来看, 友邦近年来每年创造的自由盈余均保持 2 位数增长, 自由盈余余额由 2011 年末的 49.9 亿美元增长至当前的 147.5 亿美元。

图表 10: 友邦偿付率情况: 百万美元, %



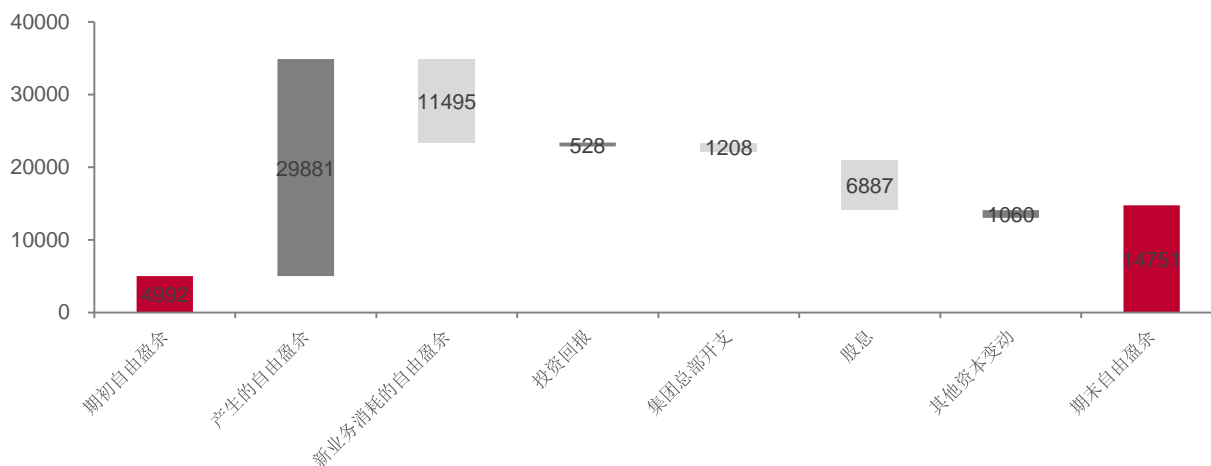
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 11: 友邦自由盈余创造情况: 百万美元, %



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 12: 友邦 2011-2018 年自由盈余变动分解: 百万美元



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

综上, 由于友邦的分红派息的基准是 OPAT, 同时其可分配资本充足, 使得即使当年 OPAT 高于归母净利润, 其派息能力依然可以得到保证, 因此友邦采用 P/OPAT 的估值方法有可信度, 上市以来友邦 P/OPAT 微幅上移, 今年以来处在 17-21 倍区间。

图表 13: 友邦 P/OPAT 估值情况



来源: wind, 公司年报, 中泰证券研究所

当前国内上市保险公司中公布税后营运利润的只有平安一家, 且其分红也是以 OPAT 为参考, 同时按照前文测算结果, 平安的可分配资本较为充足, 可以支撑其当前的派息政策, 因此我们也可以使用 P/OPAT 来分析平安的估值水平, 平安当前处在 11-12 倍区间。

图表 14: 平安 P/OPAT 估值情况



来源: wind, 公司年报, 中泰证券研究所

从和友邦 P/OPAT 以及其他行业的 PE 相比较, 平安的确估值还有提升空间。但需要注意的是, 平安 OPAT 的增速高度依赖新业务价值的增长 (友邦能保持 2 位数的 OPAT 增速也是受益于每年 20% 以上的 NBV 增速), 根据我们的测算, 如果 2019-2021 年平安寿险的 NBV 复合增速下降至 5% 的水平, 那么其对应的寿险 OPAT 增速将分别放缓至 23.8%, 19.6% 和 17%。因此我们觉得无论是从内含价值增速, 新业务价值倍数, 还是 P/OPAT 角度来看, 平安估值所需要进一步提升, 均需要较高增速的 NBV 支撑。

图表 15: NBV 增速为 5% 情境下平安寿险 OPAT 增速预测: 百万元, %

单位: 百万元	2016 年	2017 年	2018	2019E	2020E	2021E
剩余边际摊销	38202	49811	62287	75188	88734	102957
净资产投资收益	5648	7357	8959	10883	13879	16780
息差收入	3715	5637	5048	7470	8515	9622
营运偏差及其他	6317	10108	21749	19666	24224	29090
税前运营利润总额	53882	72913	98043	113207	135352	158450
所得税	-13365	-20088	-26698	-24905	-29778	-34859
税后营运利润合计	40517	52825	71345	88301	105575	123591
OPAT 增速		30.38%	35.06%	23.77%	19.56%	17.06%

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

投资建议

1. 保险股股价今年以来的主要驱动力来自于投资端。保险公司的内含价值由净资产和有效业务价值构成, 其高杠杆的经营模式使得权益资产/净资产的比重在 80%-190%, 权益资产增值将带来净资产的增加, 同时增厚内含价值, 根据我们的测算, 大盘上涨 15%, 保险公司的 ev 将增厚 4.3%-8%; 同时投资收益的企稳也将增强 ev 的可信程度。
2. 今年以来除国寿之外的上市寿险公司的长期健康险增速均表现低于预期, 我们认为这是过去 3 年持续 20% 以上的客户消耗所致, 叠加监管对保险销售和 product 开发的收紧, 全年上市公司 NBV 增速可能略低于年初预期。
3. 我们预计平安, 国寿, 太保, 新华和太平 2019 年中报的 NBV 增速分别为 3%, 20%, -15%, -5% 和 -7%, 净利润在权益市场上涨 20%, 准备金基准折现率上移 5.5bp, 以及税收利好政策下有望实现强增长。
4. 当前平安 A, 太保 A, 新华 A, 国寿 A 和太平对应 2019 年的 pev 分别为 1.38, 0.83, 0.84, 0.89 和 0.39。我们当前重点推荐人事调整接近尾声的中国太保, 以及客户经营理念较为超前的, 低估值的中国太平, 建议关注今年积极推进市场化制度改革的中国人寿。

风险提示:

长期健康险增速不及预期, 长期无风险收益率大幅度下降, 以及权益市场大跌。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。