

从利润久期看上市险企成长性与估值

——保险行业专题研究之九

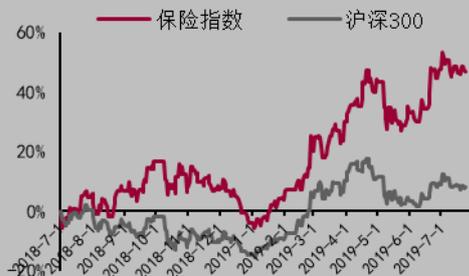
强于大市（维持）

日期：2019年07月23日

投资要点：

- **利润久期是衡量寿险公司持续盈利能力的重要指标。** 负债久期是常见的衡量寿险公司期限结构的指标，主要用于资产负债管理，而利润久期是反映利润持续性的重要指标，可以用于衡量寿险公司持续盈利能力。现行评估准则下，利润久期主要由剩余边际释放速度决定，其通常小于负债久期，对于相同类型的产品，利润久期与负债久期正相关，但对于不同类型的产品，较长的负债久期不一定有更长的利润久期。
- **偿二代下利润久期缩短，保障型业务占比提升并未拉长利润久期。** 内含价值敏感性分析结果可以用于近似测算有效业务价值和新业务价值的利润久期，如果有效业务价值和新业务价值对风险贴现率的敏感性下降，代表利润久期缩短，持续盈利能力下降。新的内含价值评估标准下，寿险公司利润主要由剩余边际摊销驱动，利润前置较为明显，主要寿险公司新业务价值利润久期在2016年内含价值评估标准切换时明显下降，而有效业务价值利润久期受影响相对较小。主要寿险公司近几年保障型业务占比提升，但利润久期并未拉长。
- **从利润久期看上市险企的成长性和PE/PB估值。** 案例分析结果显示，不管是从估值逻辑看，还是从估值测算结果看，拉长利润久期均有利于提升盈利持续性和PE/PB估值。友邦保险新业务价值利润久期保持在15-20年，明显高于主要中资上市险企，有效业务价值利润久期仍在逐年提升，2018年已接近15年。较长的利润久期使得友邦保险未来利润增速和ROE更有保障，这在一定程度上解释了友邦高估值的原因。但需要注意的是PE/PB的驱动因素很多，利润久期主要反映的是业务结构和当前评估准则下利润释放逻辑的差异，其他还有很多重要的驱动的因素，例如新业务价值增速、经营效率提升等。
- **投资建议：** 在现行评估准则下，主要中资上市险企利润前置效应较为明显，近几年保障型业务占比的提升并未拉长利润久期，从该角度看，对估值水平影响有限。但剩余边际的快速释放有利于降低修正负债成本，使得营运利润有望保持快速增长，ROE也保持在较高水平，进而支撑估值水平。近期保险股受减税新政落地、中报预期较好等因素影响估值持续提升，当前估值仍处于合理区间，长期来看上市险企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：2018年07月23日

相关研究

万联证券研究所 20190715_行业专题报告_AAA_从评估价值法到DDM模型的寿险估值思考

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001
电话：010-56508503
邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-56508503
邮箱：yugang@wlzq.com.cn

分析师：张译从

执业证书编号：S0270518090001
电话：010-56508503
邮箱：zhangyc1@wlzq.com

研究助理：孔文彬

电话：021-60883489
邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

目录

1、前言.....	3
2、利润久期是衡量寿险公司持续盈利能力的重要指标.....	3
2.1 利润久期是反映利润持续性的重要指标，可以用于衡量寿险公司持续盈利能力.....	3
2.2 利润久期通常小于负债久期，但负债久期拉长并不意味着利润久期一定提升.....	4
3、偿二代下利润久期缩短，保障型业务占比提升并未拉长利润久期.....	6
3.1 通过内含价值敏感性分析看寿险公司利润久期.....	6
3.2 偿二代下内含价值利润释放逻辑变化导致利润久期明显缩短.....	7
3.3 近几年保障型业务占比提升，但利润久期并未拉长.....	7
4、从利润久期看上市险企的成长性和 PE/PB 估值.....	9
4.1 拉长利润久期有利于提升盈利持续性和 PE/PB 估值——以完美人寿为例.....	9
4.2 利润久期的明显优势是市场给予友邦保险高估值的原因之一.....	11
5、研究结论与投资建议.....	13
6、风险提示.....	14
图表 1：资产久期、负债久期与利润久期.....	4
图表 2：中国平安剩余边际摊销轨迹结果展示.....	5
图表 3：麦考利久期与修正久期.....	6
图表 4：主要寿险公司 2015、2016 年新业务价值和有效业务价值利润久期.....	7
图表 5：主要寿险公司新业务价值利润久期.....	8
图表 6：主要寿险公司有效业务价值利润久期.....	8
图表 7：完美人寿有效业务价值在两种情景下的利润分布.....	9
图表 8：完美人寿两种情景下利润（含新业务）增速.....	10
图表 9：完美人寿两种情景下 PE 估值.....	10
图表 10：完美人寿两种情景下 ROE 水平.....	11
图表 11：完美人寿两种情景下 PB 估值.....	11
图表 12：H 股主要上市寿险公司新业务价值利润久期.....	11
图表 13：H 股主要上市寿险公司有效业务价值利润久期.....	12
图表 14：友邦保险和中国平安 H 股 2017 年以来静态 PE 估值（基于营运利润）.....	12
图表 15：友邦保险和中国平安 H 股 2017 年以来静态 PB 估值.....	13

1、前言

长久期是寿险公司的重要特征。相对于财险业仅经营短险，寿险业主要经营以寿险、健康险、养老险为代表的长期险，通常此类产品的保险期间较长，对于终身寿险、终身重疾险，其保险期间可达几十年甚至上百年。虽然保费仅在交费期间内收取，但由于准备金的存在，实际上寿险公司的收入是在整个保险期间逐期确认，进而产生的利润也会持续于保险期间。正是由于该原因，有观点认为寿险业的商业模式优于财险业，因为财险业务的保险期间均不超过一年，在保险合同结束后，财险公司会面临客户是否续保的问题，导致业务的持续性相对较差。

从利润久期出发去解释友邦保险的高估值。一直以来，友邦保险以其优秀的代理人队伍和业务结构著称，在资本市场也是作为寿险业标杆企业受到投资者的青睐。从估值指标看，友邦保险的PE/PB/PEV指标均长期高于H股中资上市险企，一般来说高估值背后是高成长性，但从过去几年数据看，不管是在利润增速、ROE水平，还是在新业务价值增速、内含价值增速方面，中国平安均不亚于友邦保险，但为什么市场给予友邦更高的估值水平？我们认为这与利润久期相关，本报告将从久期出发，通过研究主要寿险公司利润久期变化趋势，从估值本质的角度去解释友邦高估值的合理性。

本报告主要有哪些内容？

- **首先介绍利润久期与负债久期的区别。**从久期出发介绍寿险行业的特征，并介绍负债久期的主要作用，之后引出利润久期的定义，同时说明利润久期是反映利润持续性的重要指标。
- **其次分析主要寿险公司近几年利润久期变化趋势。**通过内含价值敏感性测算寿险公司利润久期，并分析偿二代下利润久期变短的原因，以及保障型业务占比提升对利润久期的影响。
- **最后通过利润久期差异去解释友邦的高估值。**通过案例分析利润久期与PE/PB估值之间的关系，并根据友邦保险的利润久期测算结果，对比分析其享受高估值的原因。

2、利润久期是衡量寿险公司持续盈利能力的重要指标

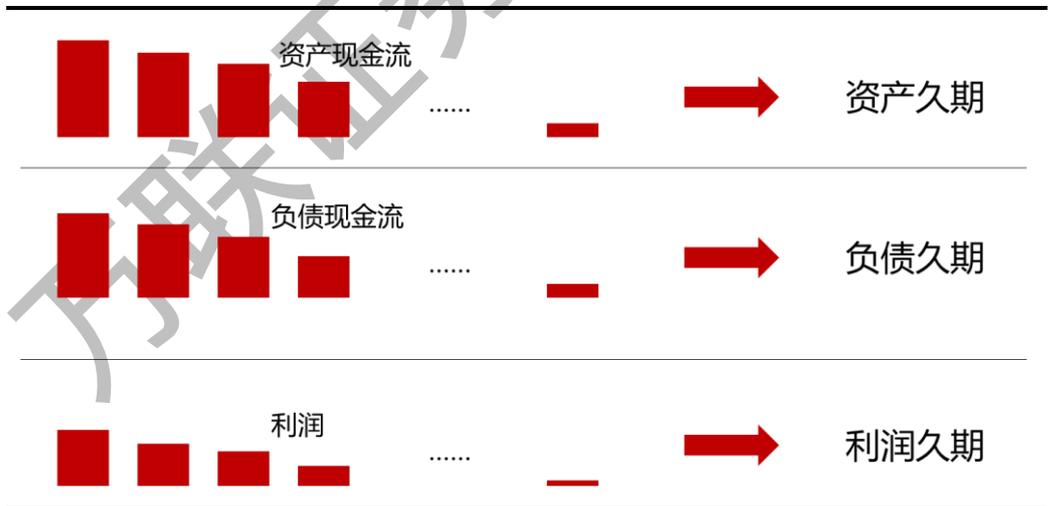
2.1 利润久期是反映利润持续性的重要指标，可以用于衡量寿险公司持续盈利能力

久期是寿险公司区别于财险公司的重要特征。在保险行业中，寿险和财险是最为重要的两个子行业，虽然都属于保险业，但二者的区别较为明显，财险公司的产品均是短期险，而寿险公司主要经营长期险，短期险占比较小。从负债期限上看，财险产品的保险期限均不超过一年，如果按照负债端现金流计算久期，则负债久期将会小于一年，而寿险产品保险期限较长，特别是以终身寿险、终身重疾险为代表的长期保障型业务负债久期可达15年甚至20年以上。从盈利期限看，巨大的久期差异使得寿险公司的盈利持续性明显优于财险公司，在现有会计准则下，保险业务产生的利润将分布在整个保险期间，寿险业务由于期限较长利润持续性较好，其长期险业务产生的利润将在未来很长一段时期内逐渐释放，但财险业务的利润均在一年内实现，以后年度的利

润则依赖于未来的新业务，但新业务销售受宏观经济、市场环境等因素影响，不确定性较大。

负债久期是常见的衡量寿险公司期限结构的指标，主要用于资产负债管理。保险公司负债久期是基于精算模型预测的负债现金流，根据久期计算公式，按照一定的贴现率计算而来，不同准则或不同评估目的下贴现率的选择存在一定的差异性。从久期的定义看，负债久期是负债现金流出现时间的加权平均值，即可以理解为负债现金流的平均期限。类似的，资产端也可以计算出资产久期。久期管理是保险公司资产负债管理中较为重要的环节，久期缺口就是指资产久期与负债久期的差异，通过分析久期缺口判断资产负债匹配情况，进而通过调整资产配置策略或负债经营策略，来实现资产负债管理目标。久期也可用于价格分析，在债券定价逻辑下，久期已经超越了时间的概念，通过修正久期可以判断资产和负债对利率的敏感性，进而测算利率变化对公司净资产的影响。

图表1：资产久期、负债久期与利润久期



资料来源：万联证券研究所

利润久期是反映利润持续性的重要指标，可以用于衡量寿险公司持续盈利能力。久期的计算均是基于预期现金流，用资产现金流则得到资产久期，用负债现金流则得到负债久期，这里我们提出基于存量业务的预期利润计算得到利润久期，用于反映利润出现的平均时间，也可以理解为利润持续期限，该久期越长说明利润持续时间越久，持续盈利能力就越强。寿险公司的利润主要有财务利润和内含价值利润两种口径，利润久期的计算需要基于利润预测结果，目前寿险公司主要在内含价值评估模型中预测未来年度利润，理论上可以根据该结果计算内含价值利润久期，但由于该结果并不披露，目前还无法通过公开数据进行准确测算，之后我们将介绍如何对利润久期进行估算。

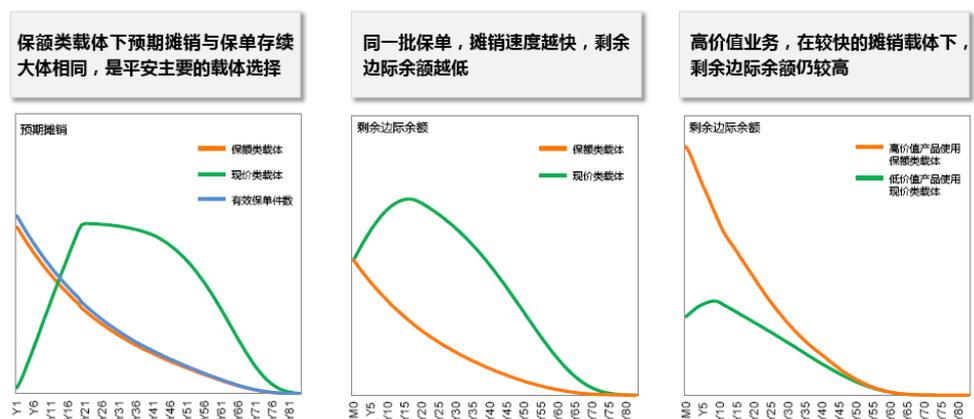
2.2 利润久期通常小于负债久期，但负债久期拉长并不意味着利润久期一定提升

利润久期主要由剩余边际释放速度决定。从利源分析角度看，在现行会计准则下，寿险公司未来年度的利润主要来自于剩余边际的释放，那么利润久期主要由剩余边际的释放速度决定。在剩余边际余额确定的情况下，释放速度越慢，则持续时间越长，利润则更具持续性，相反，如果释放速度很快，则剩余边际在前期释放较多，形成利润前置的效果，前期利润较多，但后期持续性较差。剩余边际的释放速度与很多因素相关，其中最为重要的是业务结构和摊销载体。

寿险公司的利润久期通常小于负债久期。目前寿险业务主要分为储蓄型和保障型两类，储蓄型业务的利源以利差为主，保障型业务的利源中利差、死差相对均衡。按照精算逻辑，不同类型的业务在摊销载体的选择上存在差异性，通常储蓄型的业务选择现价类载体，保障型业务选择保额类载体。对于储蓄型业务，主要的现金流支出是返还类责任，通常来说现金流支出相对靠后，呈现出“前低后高”的趋势，但由于剩余边际摊销载体通常使用现价类摊销因子，这类因子在保险期间内相对均衡（交费期内会有提升），导致剩余边际的释放以及利润也相对均衡，“前低后高”的负债现金流和均衡的利润使得利润久期一般来说会小于负债久期。对于保障型业务，剩余边际摊销载体通常使用保额类摊销因子，由于保额在保险期间内通常是比较均衡的（不考虑衰减），考虑死亡率、退保率等衰减因素之后，剩余边际的摊销结果表现出“前高后低”的趋势，这与摊销因子（保额）的变动轨迹保持一致，但是利差也是保障型的业务的重要利润来源，利差主要是与准备金相关，交费期内准备金规模通常会逐年增长，所以利差的分布较保额而言，会相对靠后，因此在该逻辑下保障型业务也会存在利润前置现象。综上，不管对于储蓄型业务还是保障型业务，在现行会计准则下，利润久期通常都会小于负债久期。

负债久期拉长并不意味着利润久期一定提升。通常情况下，一般会认为在负债久期拉长的情况下利润持续性会提升，但实际情况不一定是这样。我们的观点是，对于相同类型的产品，利润久期与负债久期正相关，但对于不同类型的产品，较长的负债久期不一定有更长的利润久期。例如，对于两款定期寿险产品，如果仅有保险期间存在差异（保10年和20年），则20年保险期间的产品负债久期较长，同时由于剩余边际释放逻辑类似，利润久期也较长。而对于不同类型的产品，例如终身年金和终身寿险，由于现在市场主流的年金产品在前期均有返还责任，实际负债久期并不是很长，一般会明显小于终身寿险，但是因为保障型业务在保额摊销逻辑下利润前置较为明显，导致其利润久期也会远低于负债久期，最终使得这两类产品虽然负债久期差异较大，但利润久期的长短却难以准确判断。中国平安在2018年10月的投资者开放日材料中演示了不同摊销载体下的剩余边际释放轨迹，明显可以看出保额类载体下（保障型业务）利润前高后低，现价类载体下（储蓄型业务）利润先上升再下降，利润分布相对均衡，利润久期更长。但该案例也并不能代表所有的储蓄型业务的利润久期均长于保障型业务，因为储蓄型业务中不同产品的差异也较大，例如中短存续期业务的利润久期明显低于中长期定期年金，又低于终身年金产品。

图表2：中国平安剩余边际摊销轨迹结果展示



资料来源：公司公告、万联证券研究所

3、偿二代下利润久期缩短，保障型业务占比提升并未拉长利润久期

由于各公司并不披露负债久期、利润久期等数据，也不披露预期利润分布情况，难以直接测算利润久期。接下来，我们将介绍如何通过公开数据测算各公司的利润久期，并对测算结果进行分析。

3.1 通过内含价值敏感性分析看寿险公司利润久期

在不考虑凸度的情况下，修正久期近似等于贴现率发生单位变化引起的价格变动比

例， $ModD = -\frac{\Delta P}{P} / \Delta i$ 。具体推导过程如下：

图表3：麦考利久期与修正久期

$$\text{麦考利久期 } D_M = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t * t / (1+i)^t}{P}, \text{ 其中 } P = f(i) = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t}$$

$$\text{修正久期 } ModD = D_M / (1+i)$$

对 $f(i)$ 求导数则有：

$$f'(i) = \sum_{t=1}^n -t * \frac{CF_t}{(1+i)^{t+1}} = -\frac{P}{1+i} * \sum_{t=1}^n \frac{CF_t * t}{(1+i)^t} = -\frac{P}{1+i} * D_M = -P * ModD$$

在不考虑二阶导数（凸度）的情况下：

$$\Delta P \approx f'(i) * \Delta i = -\frac{P}{1+i} * D_M * \Delta i = -P * ModD * \Delta i$$

$$\text{所以, } ModD = -\frac{\Delta P}{P} / \Delta i$$

资料来源：万联证券研究所

内含价值敏感性分析结果可以用于近似测算有效业务价值和新业务价值的利润久期。既然修正久期近似等于贴现率发生单位变化引起的价格变动比例，那么对于贴现率的敏感性分析结果就可以用来测算修正久期。上市险企通常会在半年度/年度报告中披露内含价值敏感性分析结果，包括有效业务价值和新业务价值，展示在风险贴现率变动 +/-50bp 时的价值变动情况。在内含价值评估模型中，预测未来年度利润时不会用到风险贴现率，因此风险贴现率是独立变量，当其发生变化时，不会影响未来年度的利润预测结果，所以对其的敏感性分析结果可用于修正久期的估算。具体计算公式为：

$$\text{有效业务价值利润久期} = \frac{(VIF_{-50bp} - VIF_{+50bp}) / VIF_{base}}{1\%}$$

$$\text{新业务价值利润久期} = \frac{(NBV_{-50bp} - NBV_{+50bp}) / NBV_{base}}{1\%}$$

有效业务价值和新业务价值对风险贴现率的敏感性下降，代表利润久期缩短，持续盈利能力下降。有观点认为，有效业务价值和新业务价值对风险贴现率的敏感性越低，内含价值稳定性更强，有利于提升公司估值。但我们认为，内含价值对风险贴现率的敏感性越低，说明其利润释放较快，利润久期更短，持续盈利能力相对较弱，从 PE 的角度看，前期利润较大，但后期利润持续性不足，理论估值应相对较低。我们将在第四部分通过案例分析以及对比友邦保险和中资险企的实际数据，说明利润久期与

PE/PB估值的关系。

3.2 偿二代下内含价值利润释放逻辑变化导致利润久期明显缩短

新的内含价值评估标准下，寿险公司利润主要由剩余边际摊销驱动，利润前置较为明显。按照原保监会要求，中国精算师协会在2016年发布了新的内含价值评估标准，评估方法向偿二代靠拢，负债准备金结合了偿二代和会计准备金的方法，使得内含价值的利润释放逻辑与会计利润相似，主要由剩余边际摊销驱动。根据之前讨论，在该逻辑下，相对于原有的“三差”利源结构，新标准下保障型业务利润前置较为明显，而保障型业务在新业务价值和有效业务价值中的占比较大，因此导致利润加快释放，前期利润较多，但利润持续性下降，利润久期缩短。

主要寿险公司新业务价值利润久期在2016年内含价值评估标准切换时明显下降。我们根据利润久期的计算公式测算了过去几年主要上市寿险公司的利润久期，2016年因内含价值评估标准切换，内含价值利润释放逻辑出现较大变化。从测算结果看，新业务价值利润久期明显下降，2015年在10-16年，但2016年仅为9-11年，这里有年度间业务结构差异的因素，但我们认为评估标准的切换是主要原因，利润释放速度加快导致的利润前置使得新业务价值利润久期明显下降。其中新华、平安降幅最大，分别下降5.4、4.2年，太保下降2.9年，国寿下降1年。

图表4：主要寿险公司2015、2016年新业务价值和有效业务价值利润久期

公司	新业务价值利润久期		有效业务价值利润久期	
	2015	2016	2015	2016
中国人寿	10.4	9.4	9.6	9.0
平安寿险	15.2	11.0	8.9	8.2
太保寿险	12.7	9.8	9.2	7.8
新华保险	15.9	10.5	10.7	10.8

资料来源：公司公告、万联证券研究所

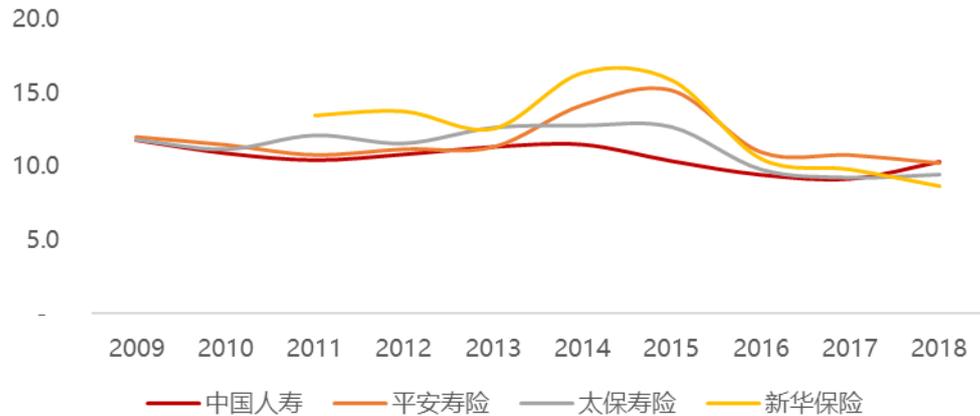
有效业务价值利润久期受影响相对较小。由于新业务价值利润久期的明显缩短，有效业务价值利润久期也主要呈下降趋势，其中太保下降1.4年，国寿、平安分别下降0.6、0.7年，新华小幅提升0.1年。有效业务价值利润久期降幅远小于新业务，主要原因是有效业务价值是存量业务的未来利润，进入稳定期后其利润释放较为平稳，受评估标准的影响也相对较小，同时由于存量业务规模远大于新业务，因此2016年有效业务价值的利润久期在新评估标准下较2015年老标准下变化相对较小。

3.3 近几年保障型业务占比提升，但利润久期并未拉长

新业务价值利润久期方面，2018年中国人寿、太保寿险有所提升，平安寿险、新华保险继续下降。从2009-2018年测算结果看，新业务价值利润久期的变化主要分三个阶段：2009年-2013年，寿险行业发展较为平稳，新业务价值整体稳健增长，增速不高，业务结构和价值结构较为稳定使得利润久期也基本平稳，其中新华和太保相对较高；2014-2015年，主要寿险公司纷纷加快转型节奏，渠道方面向大个险转型，交费期限方面向十年及以上转型，产品方面向长期保障/储蓄转型，负债期限明显拉长，在原内含价值评估标准下利润久期明显提升；2016-2018年，受监管趋严和宏观环境影响，行业增速明显放缓，特别在2018年部分公司新业务价值出现负增长，但是从结构上看，储蓄型业务受影响更大，保障型业务仍然实现较快发展，其占比明显提升，使得主要寿险公司的负债久期有所拉长。但是内含价值评估标准切换后，利润释放逻辑

辑变化导致利润前置明显，利润久期并未随负债久期一起拉长，部分公司反而呈下降趋势。平安和新华2017、2018年均呈小幅下降趋势，预计是保障型业务利润前置效应导致，国寿和太保在2017年下降后，2018年企稳回升，其中国寿从2017年的9.1年回升至10.3年，我们判断主要是国寿多元化的业务策略导致。

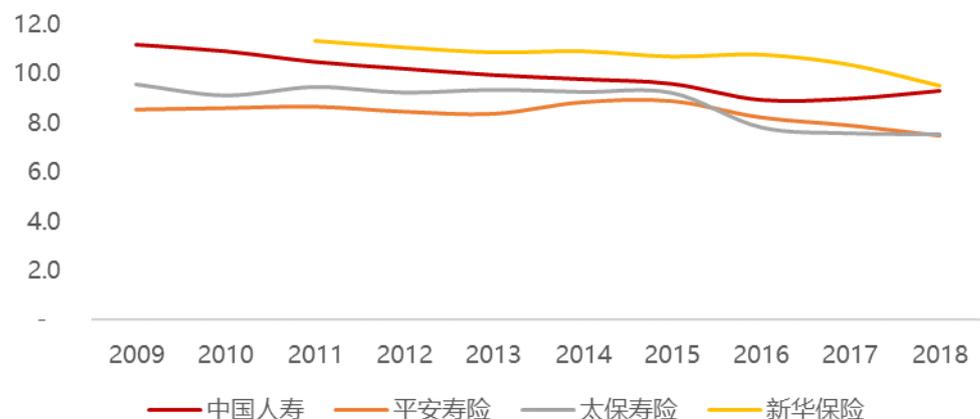
图表5：主要寿险公司新业务价值利润久期



资料来源：公司公告、万联证券研究所

有效业务价值利润久期整体呈下降趋势，2018年仅中国人寿有所提升。2009-2015年，主要寿险公司有效业务价值利润久期总体呈现出稳中有降的趋势，国寿从2009年的11.2年逐年降至2015年的9.6年，平安稳定在8.5-9年，2014、2015年略有提升，太保稳定在9-9.5年，新华从2011年的11.3年降至2015年的10.7年。2016年评估标准切换后，虽然业务结构在改善，负债久期在拉长，但利润前置效应导致新业务价值利润久期并未明显提升，同时由于存量业务的利润久期随着时间推移而缩短，最终使得有效业务价值利润久期在2017-2018年整体呈继续下降趋势，其中平安和太保已经降至7.5年，新华降至9.5年，国寿稳定在9年左右，2018年小幅回升至9.3年。

图表6：主要寿险公司有效业务价值利润久期



资料来源：公司公告、万联证券研究所

4、从利润久期看上市险企的成长性和 PE/PB 估值

根据之前分析，我们发现在现行会计准则和内含价值评估标准下，利润久期与负债久期并非正相关关系，那么用负债久期去衡量寿险公司利润持续性和成长性存在缺陷的。本部分我们将通过案例分析和上市险企实际数据分析利润久期对寿险公司成长性和估值的影响。

4.1 拉长利润久期有利于提升盈利持续性和PE/PB估值——以完美人寿为例

我们仍然使用上篇专题报告中的完美人寿案例，不同的是，这里对有效业务价值和新业务价值的利润释放速度做两种假设，以反映利润久期的差异。

示例：

完美人寿，2018 年末净资产为 500，有效业务价值 500，2019 年新业务价值 100，未来每年增长 5%，投资收益率假设为 5%，风险贴现率 10%，所得税税率 25%，分红比例 75%。为研究不同利润久期对盈利能力和估值的影响，我们做两种情景假设：

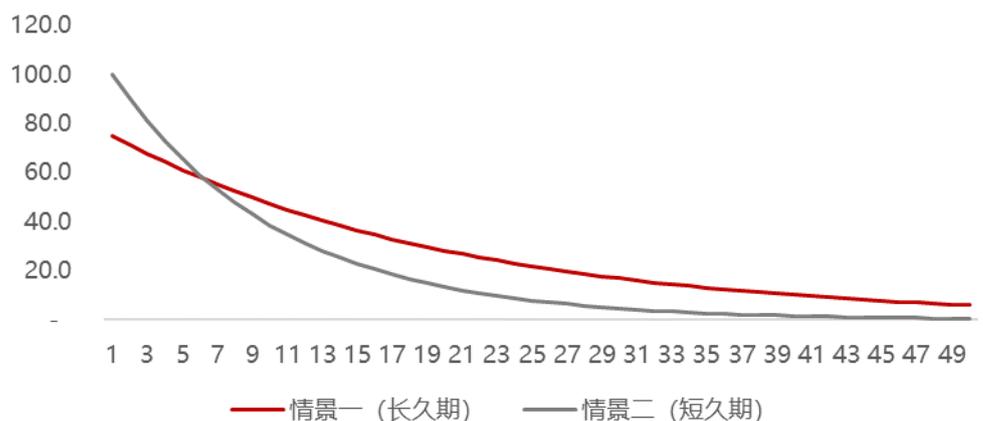
情景一（长久期）：有效业务价值 500，假设首年利润为 75，每年递减 5%；新业务价值 100，首年利润 15，每年递减 5%，计算可得利润久期为 7.3 年。

情景二（短久期）：有效业务价值 500，假设首年利润为 100，每年递减 10%；新业务价值 100，首年利润 20，每年递减 10%，计算可得利润久期为 5.5 年。

不难验证，在两种情景下，有效业务未来利润现值均为 500，新业务未来利润现值均为 100。也就是说，站在当前时点，两种情景下内含价值、未来新业务价值均相等，仅有的差异在于未来利润的分布，下面我们通过测算结果展示完美人寿未来年度的盈利能力和基于 DDM 模型的估值差异。

在有效业务价值规模相等的情况下，拉长利润久期有利于提升利润持续性，利润表现为前低后高。按照两种情景的假设，对于完美人寿的有效业务价值（500），情景一 首年利润为 75，明显低于情景二的 100，但情景一每年仅递减 5%，情景二每年递减 10%，预测可得情景一的利润在第七年将超过情景二，之后超过幅度越来越大。因此，相对而言，情景一的利润分布表现为前低后高，而情景二则是前高后低。

图表7：完美人寿有效业务价值在两种情景下的利润分布



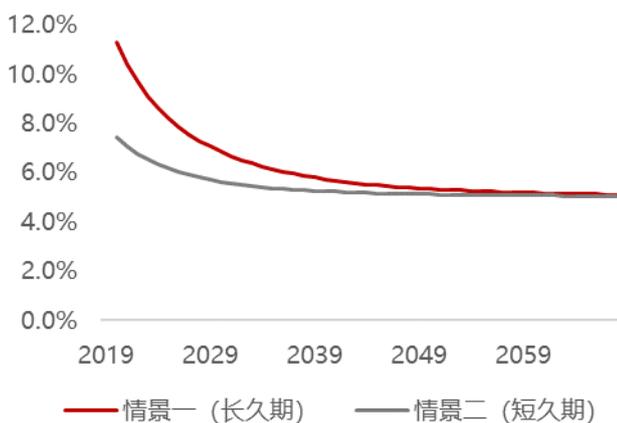
资料来源：万联证券研究所

拉长利润久期有利于提升未来利润增速，进而提升 PE 估值。在有效业务利润分布的基础上，考虑未来各年度新业务的利润后，可以得到完美人寿未来年度的利润预测结果。可以看到，长久期情景下首年利润为 108.8，而短久期情景下为 138.8，但是由于利润持续性较好，增速明显较高，两种情景下 2020 年利润增速分别为 11.3%、7.4%，之后逐年下降，最终均收敛于终极增速 5%。根据上篇专题报告提出的 PE 估值公式

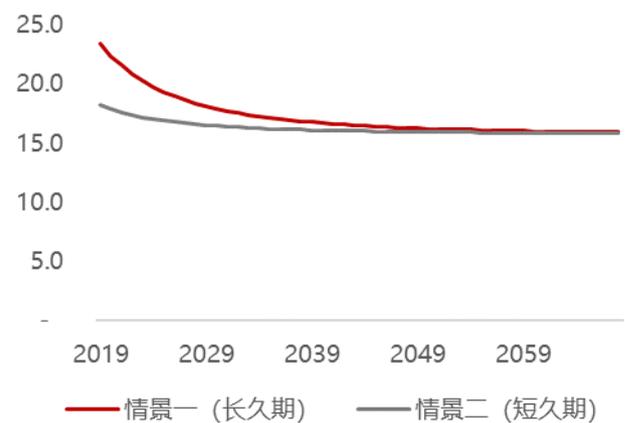
$$P/E_0 = \frac{k * (1+g)}{r-g}$$

在分红比例确定的情况下，PE 估值水平主要由红利增速（即利润增速）驱动，当未来利润增速下降时，PE 估值应逐年走低。基于两种情景下的利润预测结果以及分红比例假设，我们用 DDM 模型对完美人寿在未来各年度进行估值，并计算 PE 估值水平，结果显示，2019 年末，长久期情景下 DDM 估值为 2547，对应 PE 为 23.4 倍，而短久期情景下 DDM 估值为 2524，对应 PE 仅为 18.2 倍，随着时间推移，两种情景下的 PE 估值水平均不断下移，直至收敛。因此，不管是从估值逻辑看，还是从估值测算结果看，随着利润增速的下降，两种情景下的 PE 估值水平均逐年降低，但长久期情景下利润增长更具持续性，未来年度的 PE 估值水平总是会高于短久期情景下的结果。

图表 8：完美人寿两种情景下利润（含新业务）增速



图表 9：完美人寿两种情景下 PE 估值

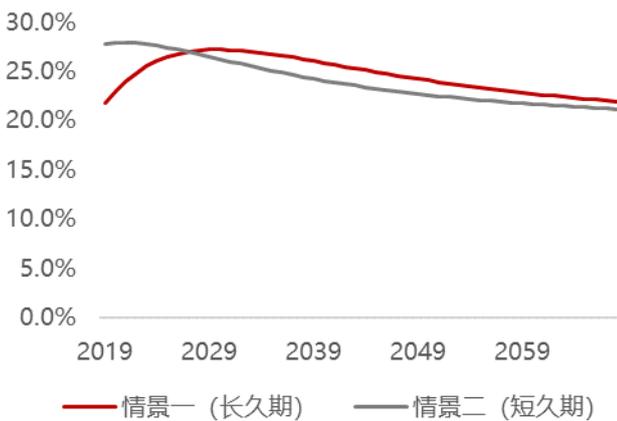


资料来源：万联证券研究所

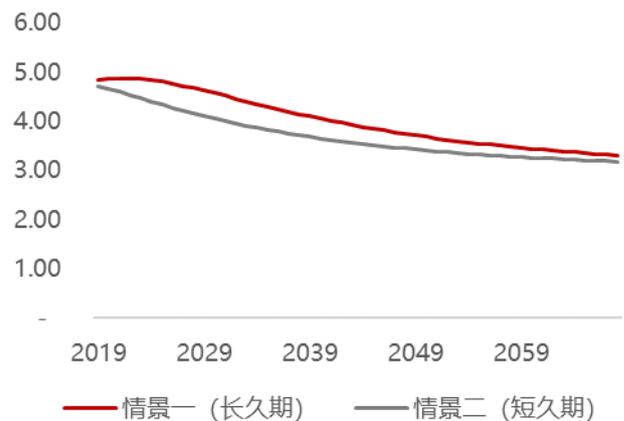
资料来源：万联证券研究所

拉长利润久期情景下，ROE 表现为前低后高，有利于提升 PB 估值。换个角度，根据利润预测结果计算各年度的 ROE，结果显示长久期情景下前期 ROE 明显低于短久期情景，首年仅为 21.8%，但在未来 10 年左右均保持上行，而短久期情景下虽然前期 ROE 很高，首年达到 27.8%，但在短暂上行后便开始下降，在第 9 年被长久期情景超越。同样，随着时间推移，利润增速逐渐放缓，两种情景下的 ROE 也逐年下滑，最终均收敛于终极水平。根据上篇专题报告提出的 PB 估值公式 $P/B_0 = \frac{ROE-g}{r-g}$ ，在分红比例确定的情况下，PB 估值水平主要由 ROE（红利增速由 ROE 驱动）驱动，当未来年度 ROE 水平下降时，PB 估值应逐年走低。同样根据 DDM 模型得到绝对估值结果，并计算 PB 估值水平，结果显示，2019 年末，长久期情景下对应 PB 为 4.83 倍，而短久期情景对应 PB 为 4.72 倍，但由于长久期情景下 ROE 持续走高，PB 估值前期有所上行，最高达到 4.88 倍，但短久期情景下由于 ROE 较快下降，使得 PB 估值水平一开始就下降，最终两种情景下 PB 估值水平也将趋于收敛。因此，不管是从估值逻辑看，还是从估值测算结果看，随着 ROE 的下降（长久期情景前期有提升），两种情景下的 PB 估值水平均逐年降低，但长久期情景下利润增长更具持续性，ROE 保持较高水平，未来年度的 PB 估值水平总是会高于短久期情景下的结果。

图表 10: 完美人寿两种情景下 ROE 水平



图表 11: 完美人寿两种情景下 PB 估值



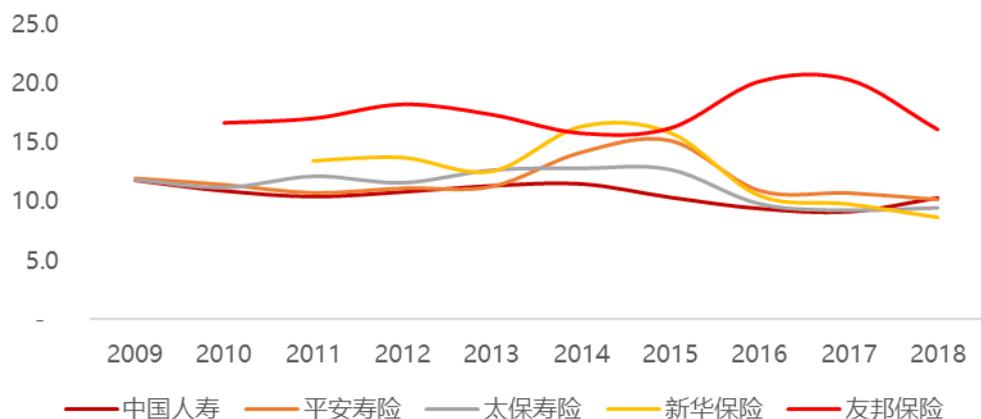
资料来源: 万联证券研究所

资料来源: 万联证券研究所

4.2 利润久期的明显优势是市场给予友邦保险高估值的原因之一

友邦保险新业务价值利润久期保持在 15-20 年, 明显高于主要中资上市险企。我们按照同样的方法测算了友邦保险的有效业务价值和新业务价值利润久期, 这里需要注意的是友邦采用的会计准则和内含价值评估标准与中资寿险公司存在一定差异, 风险贴现率及其敏感性分析也不一样 (友邦对风险贴现率的敏感性分析是 $\pm 200\text{bp}$), 结果的横向比较可能并不能非常准确的反映公司之间利润久期的差异, 但这并不影响总体判断。测算结果显示, 2010 年以来, 友邦保险新业务价值利润久期保持在 15-20 年左右, 整体明显高于主要中资上市险企, 在 2016、2017 年分别达到 20.2、20.4 年, 2018 年降至 16.1 年。而中资上市险企中, 仅平安和新华在 2014、2015 年接近友邦水平, 2016 年内含价值评估标准切换后, 因利润前置效应明显, 中资险企利润久期明显下降, 2018 年在 9-10 年左右, 与友邦差距更为明显。

图表 12: H 股主要上市寿险公司新业务价值利润久期

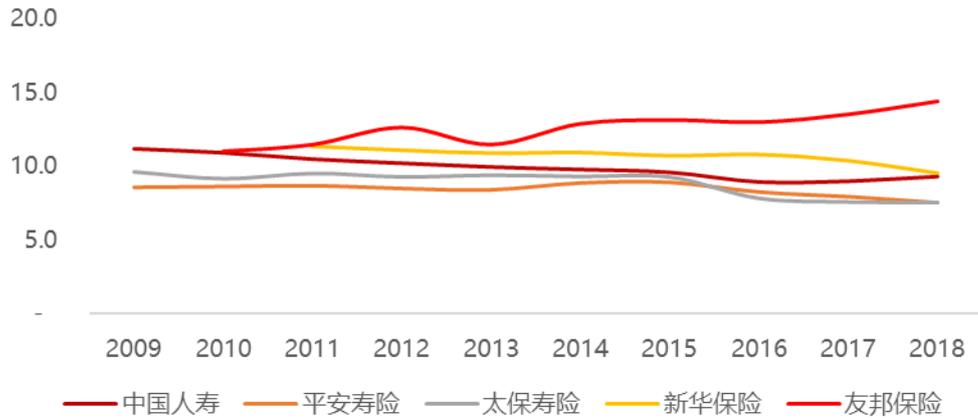


资料来源: 公司公告、万联证券研究所

友邦保险有效业务价值利润久期仍在逐年提升, 2018 年已接近 15 年。从存量业务角度看, 受新业务利润久期较长拉动, 友邦的有效业务价值利润久期总体呈上行趋势, 2013 年以前保持在 11-12 年左右, 高于中资险企, 不过领先优势相对并不明显, 但从 2014 年开始逐渐扩大, 2018 年有效业务价值利润久期已升至 14.4 年, 而中资险

企受内含价值评估标准影响，久期有所缩短，2018 年国寿、新华在 9.5 年左右，而平安、太保仅为 7.5 年左右。

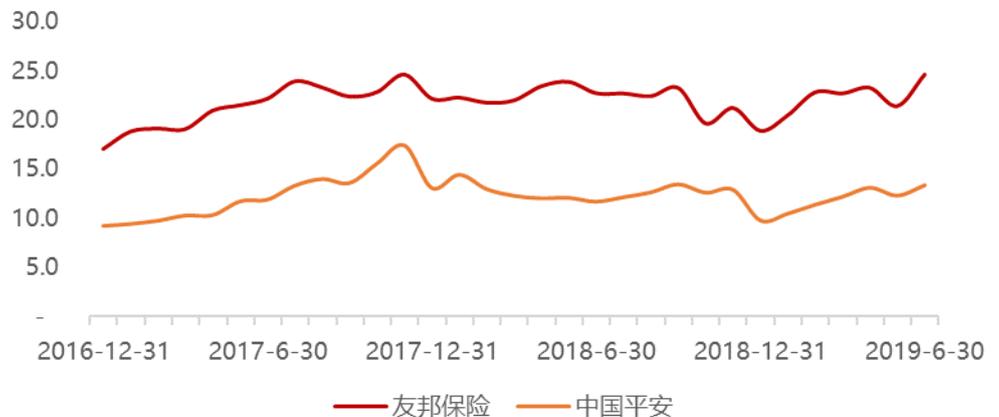
图表13: H股主要上市寿险公司有效业务价值利润久期



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

较长的利润久期使得友邦保险未来利润增速更有保障，有利于提升 PE（基于营运利润）估值水平。由于保险公司的利润受投资收益率影响波动较大，稳定性欠佳，导致 PE 估值通常不作为主流的估值方法。但是随着营运利润的概念逐渐被市场和投资者接受，基于营运利润的 PE 估值也有望被广泛应用，我们在上篇专题报告中就从估值的本质出发验证了不同的估值方法（PE/PB/PEV）理应得到相同的估值结果。从市场数据看，因实际 PE 随利润波动而波动，难以反映真实的估值情况，这里我们将 PE 调整为基于上年度营运利润的静态市盈率，其中友邦和平安均使用其年报披露数据。结果显示 2017 年以来友邦的 PE 明显高于平安，其中友邦从 2016 年底的 17 倍升至 2017 年底的 22 倍后，稳定在 20-25 倍，2019 年 6 月底达到 24.6 倍，平安在 2016 年底 PE 仅为 9.3 倍，2017 年底高点达到 17 倍，2018 年以来稳定在 10-15 倍左右，2019 年 6 月底为 13.4 倍。因此，从结果看，基于营运利润的 PE 估值水平与利润久期表现出正相关关系。而从内在逻辑看，PE 估值水平反映了市场对上市公司未来利润增长的预期，友邦较长的利润久期使其利润持续性较好，未来利润增速更有保障，理应享受高估值。

图表14: 友邦保险和中国平安H股2017年以来静态PE估值（基于营运利润）

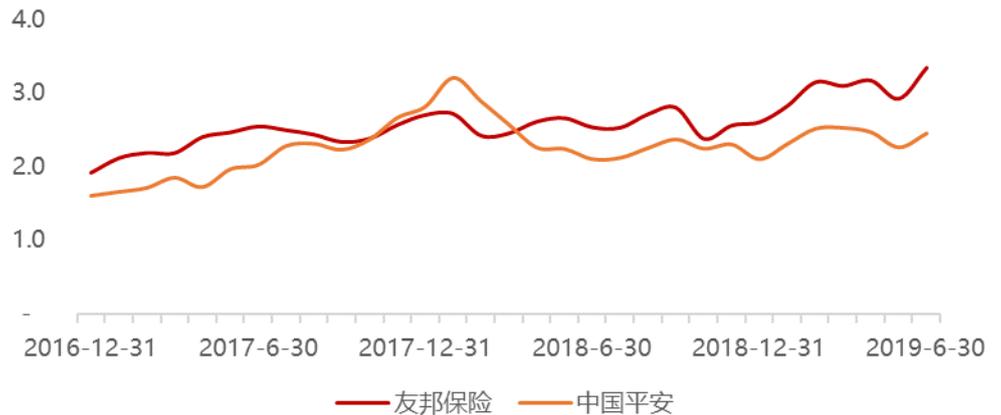


资料来源: 公司公告、wind、万联证券研究所

较长的利润久期使得友邦保险持续保持高水平 ROE 的确定性更强，有利于提升 PB 估

值水平。从 PB 角度看，近几年友邦估值水平总体高于平安，2018 年以来 PB 估值明显分化。友邦 PB 在 2017-2018 年保持在 2-3 倍左右，2019 年突破 3 倍，6 月底达到 3.3 倍，估值已达历史高位，平安 PB 在 2017 年高点时曾超越友邦达到 3.2 倍，此后回归至 2-2.5 倍区间，2019 年 6 月末为 2.5 倍。因此，从结果看，PB 估值水平与利润久期也表现出一定的正相关关系。而从内在逻辑看，PB 估值水平反映了市场对上市公司未来 ROE 的预期，虽然从过去几年数据看，友邦 ROE 并不高于平安，但其较长的利润久期使其利润持续性较好，未来保持高水平 ROE 的确定性更强，理应享受高估值。

图表15：友邦保险和中国平安H股2017年以来静态PB估值



资料来源：wind、万联证券研究所

综上，相对于中资上市险企，友邦较长的利润久期是市场给予友邦保险较高 PE/PB 估值的原因之一，但需要注意的是 PE/PB 的驱动因素很多，利润久期主要反映的是业务结构和当前评估准则下利润释放逻辑的差异，其他还有很多重要的驱动因素，例如新业务价值增速、经营效率提升等。

5、研究结论与投资建议

利润久期是衡量寿险公司持续盈利能力的重要指标。负债久期是常见的衡量寿险公司期限结构的指标，主要用于资产负债管理，而利润久期是反映利润持续性的重要指标，可以用于衡量寿险公司持续盈利能力。现行评估准则下，利润久期主要由剩余边际释放速度决定，其通常小于负债久期，对于相同类型的产品，利润久期与负债久期正相关，但对于不同类型的产品，较长的负债久期不一定有更长的利润久期。

偿二代下利润久期缩短，保障型业务占比提升并未拉长利润久期。内含价值敏感性分析结果可以用于近似测算有效业务价值和新业务价值的利润久期，如果有效业务价值和新业务价值对风险贴现率的敏感性下降，代表利润久期缩短，持续盈利能力下降。新的内含价值评估标准下，寿险公司利润主要由剩余边际摊销驱动，利润前置较为明显，主要寿险公司新业务价值利润久期在2016年内含价值评估标准切换时明显下降，而有效业务价值利润久期受影响相对较小。主要寿险公司近几年保障型业务占比提升，但利润久期并未拉长。

从利润久期看上市险企的成长性和PE/PB估值。案例分析结果显示，不管是从估值逻辑

辑看,还是从估值测算结果看,拉长利润久期均有利于提升盈利持续性和PE/PB估值。友邦保险新业务价值利润久期保持在15-20年,明显高于主要中资上市险企,有效业务价值利润久期仍在逐年提升,2018年已接近15年。较长的利润久期使得友邦保险未来利润增速和ROE更有保障,这在一定程度上解释了友邦高估值的原因。但需要注意的是PE/PB的驱动因素很多,利润久期主要反映的是业务结构和当前评估准则下利润释放逻辑的差异,其他还有很多重要的驱动的因素,例如新业务价值增速、经营效率提升等。

在现行评估准则下,主要中资上市险企利润前置效应较为明显,近几年保障型业务占比的提升并未拉长利润久期,从该角度看,对估值水平影响有限。但剩余边界的快速释放有利于降低修正负债成本,使得营运利润有望保持快速增长,ROE也保持在较高水平,进而支撑估值水平。近期保险股受减税新政落地、中报预期较好等因素影响估值持续提升,当前估值仍处于合理区间,长期来看上市险企长期价值仍有成长空间,维持保险行业“强于大市”评级。

6、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。研究员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。

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 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场