

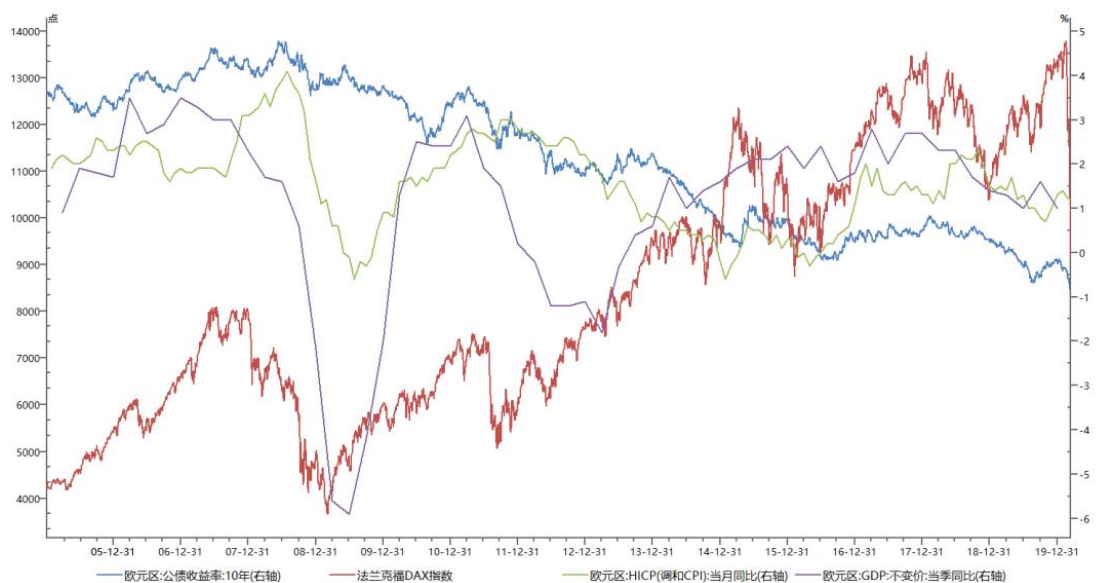
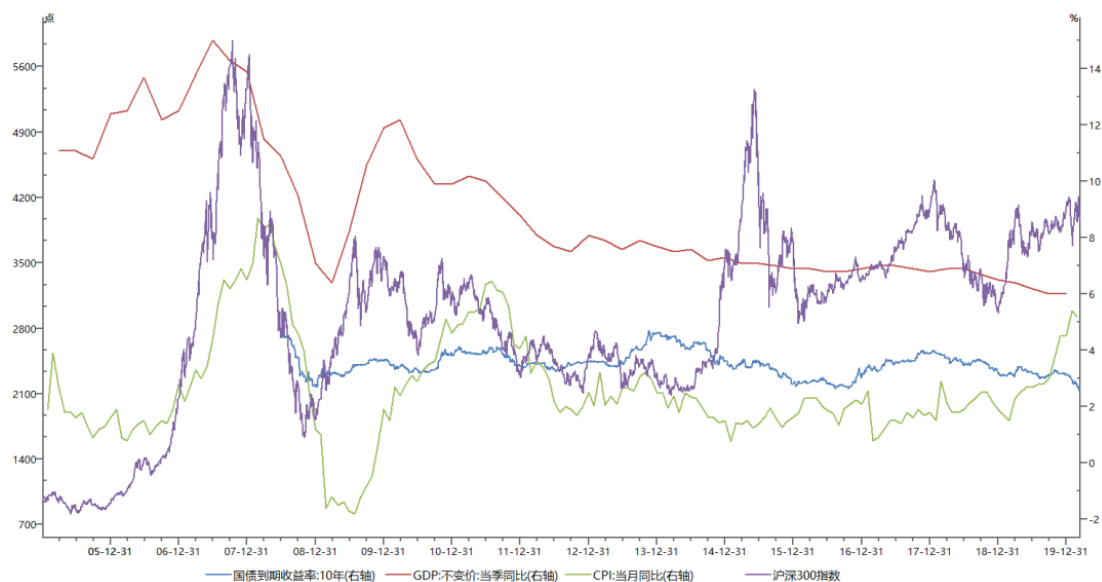
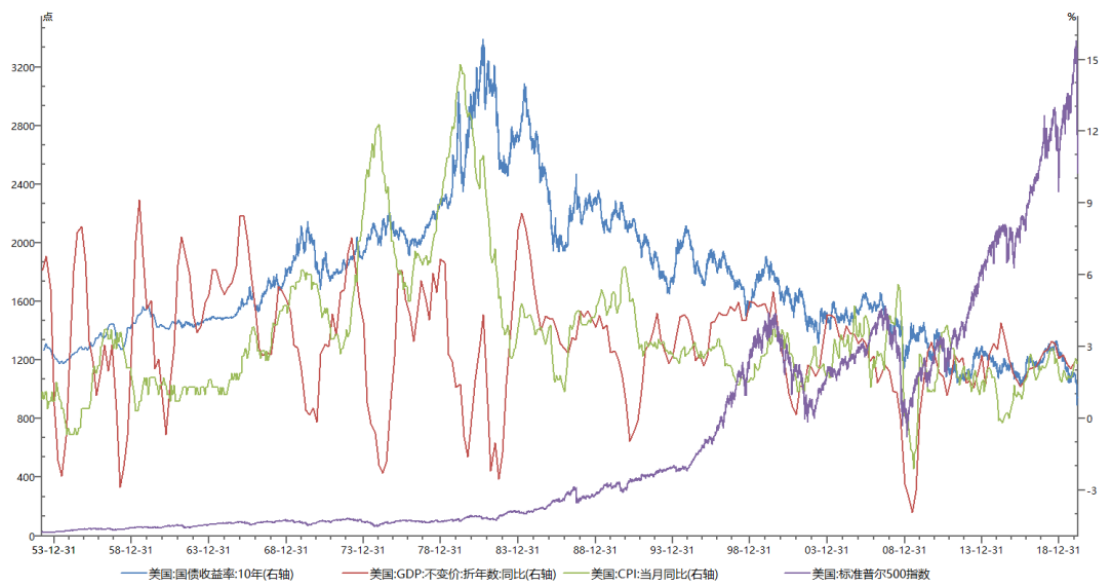
保险巨头深度研究：未来增长，到底如何分析？

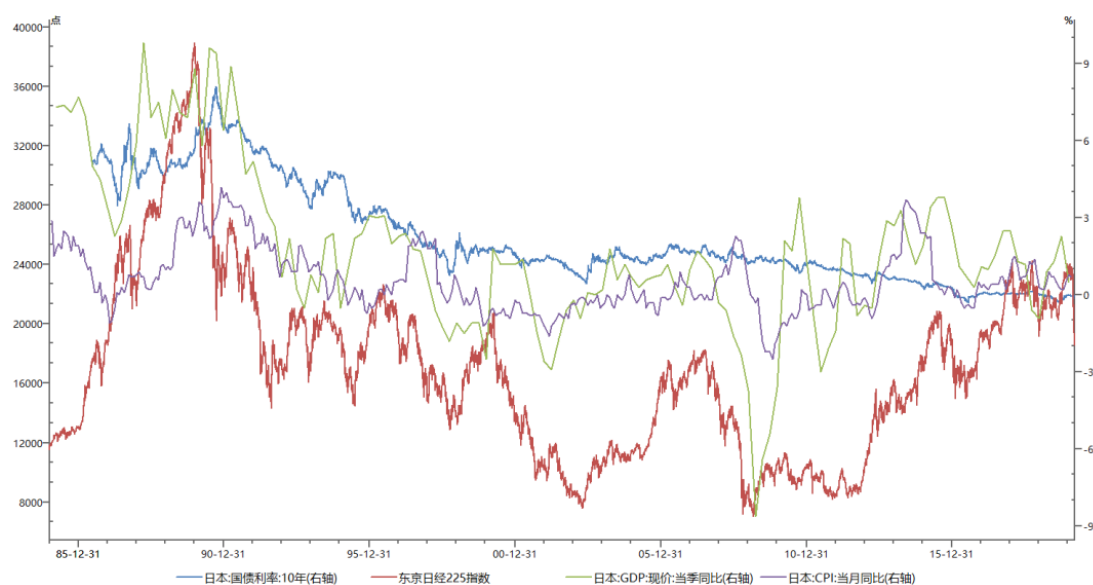
美股崩盘，导致一连串的连锁事件。前两天我们说，一定会有连锁反应，乌鸦嘴成真了。

不过，眼下这个负向循环，却进展的太过激烈了一点：全球至少有十多个国家发生大盘熔断，这是史无前例的一幕。

在一片乌黑之下，好消息还是有的。今天晚上，美国三大股指期货大幅反弹，标普 500 股指期货甚至因上涨而触发交易限制。“报复性反弹”，终于来了。不过，对美盘来说，飞刀不会一下子就落完，而是会以反复来回、消磨预期的方式。如果着急这一两天去抢便宜货，那风险还是得小心。但如果把捡便宜货的周期拉长，随着风险释放，一点一点的慢慢进行，相信会好很多。

美盘因为有对冲，所以无论反弹还是下跌，我们整体并不担心。另外，内地市场近来基本特立独行，跟涨不跟跌，今天也是低开高走，整体多头氛围很浓。反而是港市，让人担忧。这个市场风格特殊，受外围影响很大，波动更为剧烈。它的风格，基本跟着外盘走，如果没有对冲工具，压力会很大。三个市场放在一起总结：短期风险仍存，需要考虑对冲避险问题，但长期仍是好的价投土壤。为什么这么说，我们把视角调整一下，放到十年的级别，看几张图：





上面几个图，分别是美国、中国、欧洲、日本的宏观数据。看着好像有点乱，但拆分开就是几个简单数据：10年期国债收益率、GDP增速、通胀率、大盘走势。其实这几个图放在一起，就是一个宏观框架。这个框架，是用来解释一个价值投资的核心命题：长期大牛市场，更容易产生在什么样的宏观环境之下？

首先，这个宏观框架的起始点和核心点，是长期国债收益率，反映市场对未来长期利率的预期。长期国债收益率持续稳定下降的市场，更容易诞生长期大牛市。不过，在这个之下，还有几个限定条件。比如，GDP要有增长，不能失速。再次，要有稳定的通胀目标和预期，要让物价维持温和上涨，关键点是一定不能通缩。日本失落的十年，就是折在了GDP失速、通缩的问题上。通缩是个极其有毒的东西，一旦通缩形成，将会形成无人借贷、扩大再生产的局面。如果遭遇这样的市场环境，价值投资，也会失效。

而欧洲，为什么不行？简单来说，是制度问题。在长期国债收益率稳定下行的大趋势之下，还必须有好的制度工具，能够通过货币政策、财政政策双管齐下的手段，调节利率、通胀预期。而欧洲的货币政策实施情况还好，但要想顺利推行统一的财政政策（联盟国家

推行力度很难统一)，甚至在关键时刻由政府买单来刺激基建，比较难。

所以，对中国、美国市场来说，长期来看，仍然是全球范围内最好的投资土壤、能够诞生长期大牛的土壤。这一点，毋庸置疑。如果你短期觉得人心惶惶、心态难平，不妨抬眼看更远的年份，感受会好很多。

好，市场的情况就简单说这么多，今天还有更重要的硬核任务：建模。

今天要做建模的这家公司，已经发布业绩预告——预计 2019 年归母净利润约为 270 亿元至 288 亿元，同比增长约 50%至 60%。从股东名单来看，中国香港中央结算、中证、中金、易方达、汇添富、兴全基金、华安基金都在列，算得上豪华。但是近期，其估值却跌至历史低位的 0.8 倍。画风如下：



图：股价&估值（单位：元/股、倍）来源：wind

此外，它还有一个精彩又深入人心的广告语：“平时注入一滴水，难时拥有太平洋”。1月28日，它为雷神山和火神山医院项目近 6000 名参与建设的工作人员，免费提供专属风险保障，人均保额 60 万元，总保额数十亿元。

看到这里，说不定你能猜到，它就是，国内保险行业巨头——**中国太保**，兼营寿险、财险业务，市场份额均位列行业第三。

看到这里，几个问题随着而来：

- 1) 寿险行业的增长驱动来自哪里？寿险企业的成长性应该看什么指标？
- 2) 寿险的核算涉及大量精算，不适用传统 DCF 估值，那么，如果采用绝对估值，应该如何操作？
- 3) 除了寿险，本案作为国内第三大财险公司，影响财险估值的核心因素是什么？
- 4) 本案估值持续下行至历史地位，它目前的估值水平，到底是贵了，还是便宜了？

今天，我们就我们以中国太保为例，来研究一下保险行业的产业逻辑，以及估值特征。

对金融行业相关公司，之前我们研究过**友邦保险、中国平安、招商银行、港交所、恒生电子**等案例，可购买优塾团队的专业版报告库，获取之前我们做过的部分重点案例估值建模报告，乃至上百家公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —



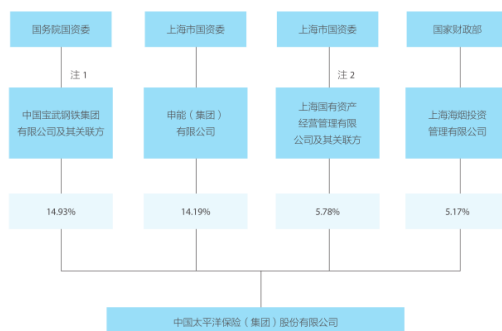
生意，模式



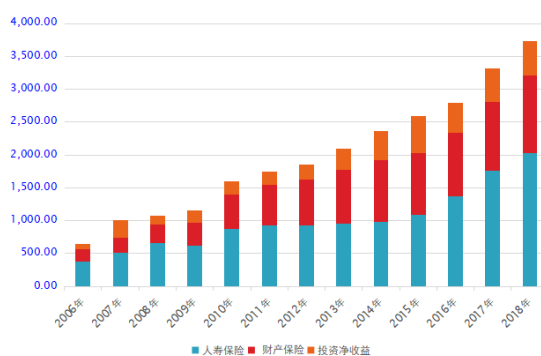
中国太保，成立于 1991 年，主营保险，其围绕寿险和产险布局，逐渐形成了涵盖寿险、产险、养老金、健康险和资产管理等全牌照的保险集团，其中，寿险业务和财险业务位居行业第三。

2007 年，其在上交所上市，由于股权结构较为分散，主要股东的各个最终控制人都无法实际支配公司行为，因此不存在控股股东，也不存在实际控制人。其中，上海国资合计间接持股 19.36%。

其收入主要包括三部分：财险（50%左右）、产险(30%左右)、投资净收益(15%左右)。



图：股权结构（单位：%）来源：公司公告



图：收入结构（单位：亿元）来源：并购优塾

来看基础数据：

2016年至2018年，2019年9月30日，其营业收入分别为2670.14亿元、3198.09亿元、**3543.63亿元**、3112.26亿元，其中，保费净收入分别为2195.73亿元、2635.54亿元、**2997.24亿元**、2582.74亿元；净利润分别为122.84亿元、149.91亿元、**184.34亿元**、233.92亿元，经营活动现金流量净额分别为631.37亿元、860.51亿元、**894.49亿元**、892.97亿元；净利率分别为4.60%、4.69%、**5.20%**、7.52%。

近三年，营业收入、净利润复合增速分别为9.9%、14.49%，2019年前三季度收入、净利润增速分别为7.39%、79.74%。

2月3日，其发布业绩预增公告，2019年归母净利润270亿元至288亿元，同比50%至60%；利润高增长主要源于投资收益高增长，及税收政策变化（非经常性损益约48亿元）。从产业链上看，其上游为服务供应商，下游为保险购买人，2018年，其前五大客户的保险业务收入占比约为0.9%。

以上产业链结构和业务模式，构成了本案特殊的财报结构：

从资产负债表结构来看——2019年9月30日，其资产总额14933.71亿元，资产构成中占比较大的有：可供出售金融资产（32%）、持有至到期投资（19.58%）、归入贷款及应收款的投资（21.35%），上述排名前三的资产均属于投资资产，合计占比约73%；负债总额13184.38亿元，占比较大的有寿险责任准备金（67.13%）、保户储金及投资款（5.67%）、未到期责任准备金（4.71%）等。

从利润表结构来看——2019年前三季度，其营业收入为3112.26亿元，其中，已赚保费占比83%、投资净收益15.9%；营业支出中，提取保险责任准备金烧掉了35.9%，赔付支出花掉30.8%，手续费及佣金支出占比12%，管理费用占比10.3%，整体净利率7.5%。

来看一组《并购优塾》整理的基础数据：



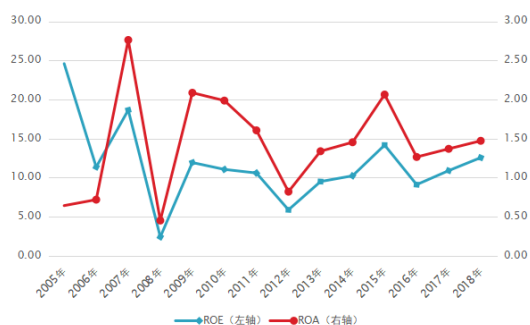
图：营业收入 VS 收入增速（单位：亿元、%） 来源:并购优塾

注：收入的高点 2007 年、2010 年、2017 年，其中：

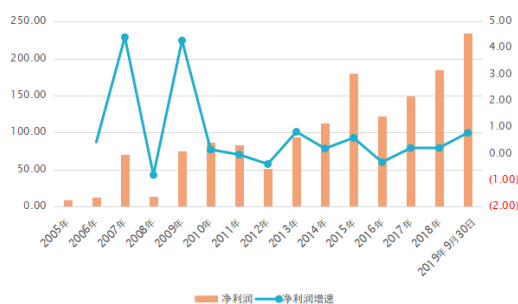
1) 2007 年，主要得益于股票市场向好（指数从年初的不到 3000 点，到 10 月攀升到 6124 点），万能型保险（保底收益+浮动投资收益）产品受到欢迎，同比增长 1240.8%。

2) 2010 年，主要得益于代理人渠道营销人员增长至 28 万人，同比增长 10.2%；

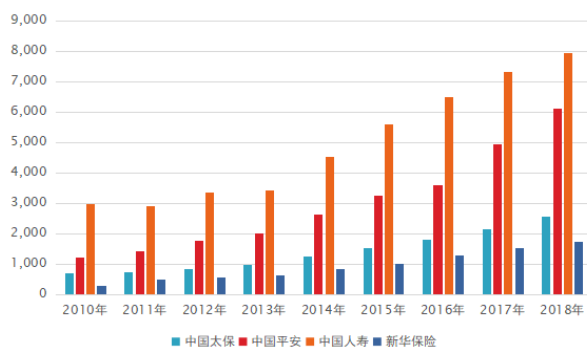
3) 2017 年，同样得益于代理人规模增长，全年月均人力达到 87.4 万人，同比增长 33.8%。



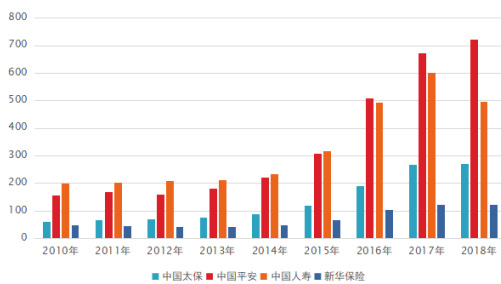
图：ROE&ROA（单位：%） 来源：并购优塾



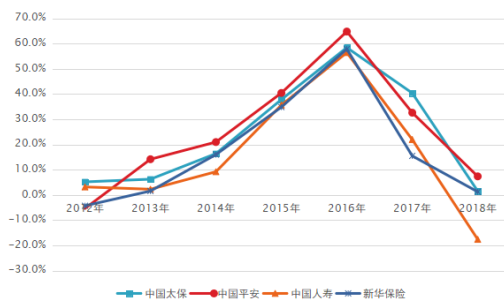
图：净利润&增速（单位：亿元、%） 来源：并购优塾



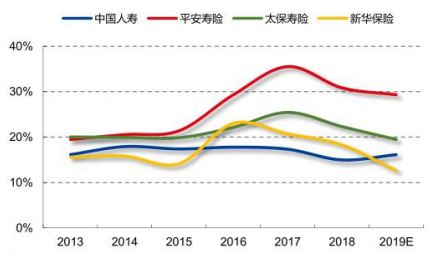
图：内含价值（单位：亿元） 来源：并购优塾



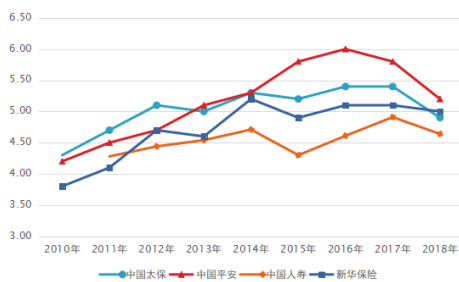
图：新业务价值 (单位：亿元) 来源：并购优塾



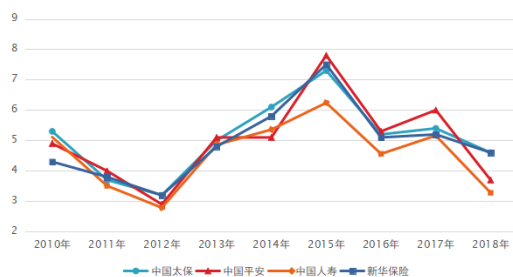
图：新业务价值增速 (单位：%) 来源：并购优塾



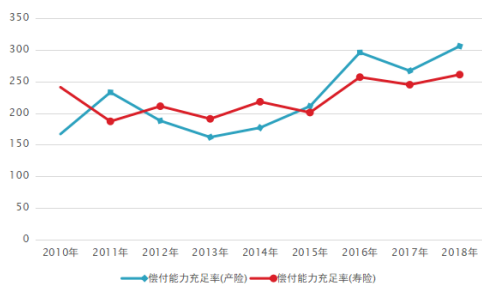
图：ROEV (单位：%) 来源：华金证券



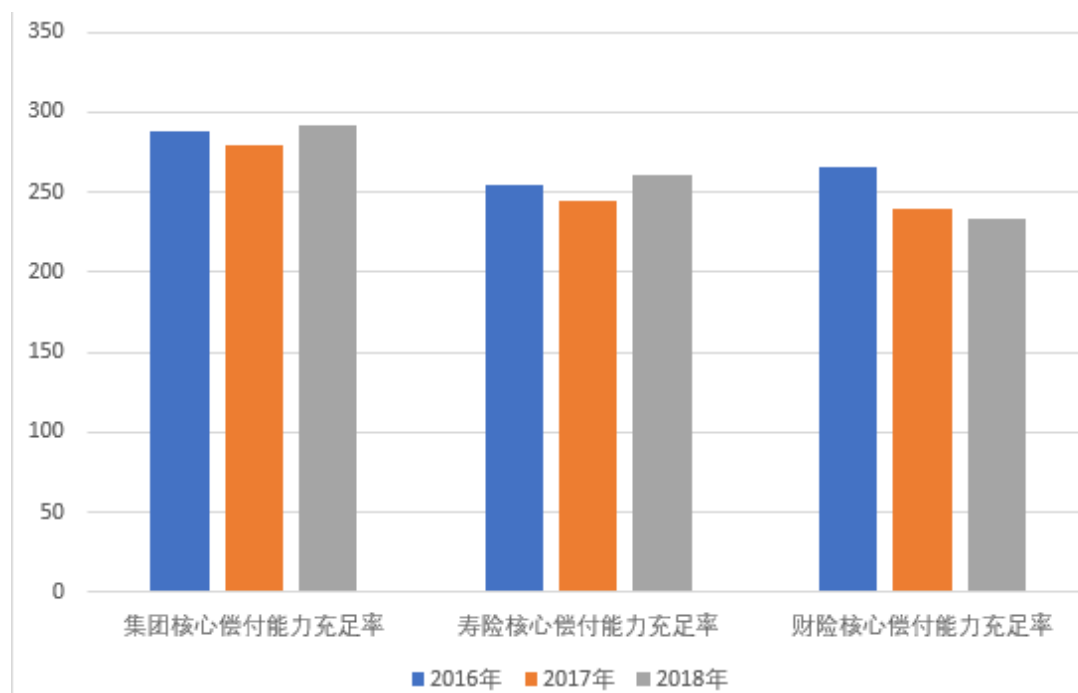
图：净投资收益率 (单位：%) 来源：并购优塾



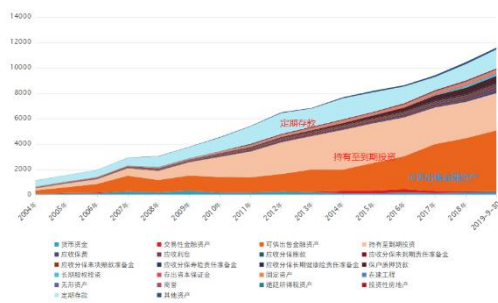
图：总投资收益率 (单位：%) 来源：并购优塾



图：偿付能力充足率 (单位：%) 来源：并购优塾



图：核心偿付能力充足率 (单位：%) 来源：并购优塾



图：资产结构（单位：亿元） 来源：并购优塾



图：PEV 估值(蓝色) 来源：理杏仁

分析完以上数据后，重要问题来了——如果要对它做建模，到底应该从何入手？

— 02 —



估值思路，梳理



由于本案包括寿险和财险两大业务，我们采用分部估值法，对寿险、财险两部分业务分别估值，即：

$$\text{整体估值} = \text{寿险估值} + \text{产险估值}$$

注意，寿险、财险由于业务性质差异较大，使用的估值方法不同。

财险业务——一般是一年左右的短期业务，与财务报表的周期一致，估值方法较为简单，适用一般的估值方法，比如 DCF 估值法、PE 等。

不过注意，尽管可以采用 DCF 估值，但考虑产险业务属于轻资产，采用“先收费、后赔付”的模式下，不考虑资本支出、营运资本，所以，本案近似将“**净利润**”视同为自由现金流进行估值。

$$\text{产险估值} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{产险净利润}}{(1+k)^t}$$

寿险业务——由于保单期限长，新签保单的大部分现金流，会在未来年份持续流入，但是，现有会计准则体系下，无法衡量远期的现金流入，因此，寿险不适用 DCF 估值法，而是**内含价值法**，即：

$$\text{股权估值} = \text{内含价值} + \text{新业务价值} = \text{调整后净资产} + \text{有效业务价值} + \text{新业务价值}$$

其中，有效业务价值是针对**存量保单**价值的评估，属于已知信息；而新业务价值是对**增量保单**的评估。因此，**新业务价值的增长是影响寿险估值的核心变量**。

尽管如此，由于新业务价值的计算，涉及保险精算等专业要求，我们很难获取。所以，在之前对友邦保险案例中，我们采用了迂回策略，一方面，从业务层面出发，对保费未来增长驱动力做了分析和预测，而另一方面，从估值层面出发，选用的是 DDM 模型贴现。

【友邦案例，详见专业版报告库，此处不详述】

这一次，我们尝试换个角度思考，以**新业务价值**为估值核心，将“新业务价值”近似看作是“**股权自由现金流**”，假设预测期和永续期都固定流入，最后再套用贴现框架得到现值。调整后的公式为：

调整后的寿险价值=当期有效业务价值+预测期每年的新业务价值贴现之和+永续新业务价值的现值。

看到这里，关键问题来了，新业务价值该如何预测？

对于新业务价值，我们绕开精算需求，从整体宏观视角去预测，公式为： $新业务价值=首年保费收入*新业务价值率$ ，其中：

$首年保费收入=太保寿险保费*首年保费占比$ ；

$太保寿险保费=寿险行业保费收入*市占率$ ；

综上，公式可以转化为：

$新业务价值=寿险行业保费收入*市占率*首年保费占比*新业务价值率$ 。

公式中的几大核心因子，我们分别来看。

— 03 —



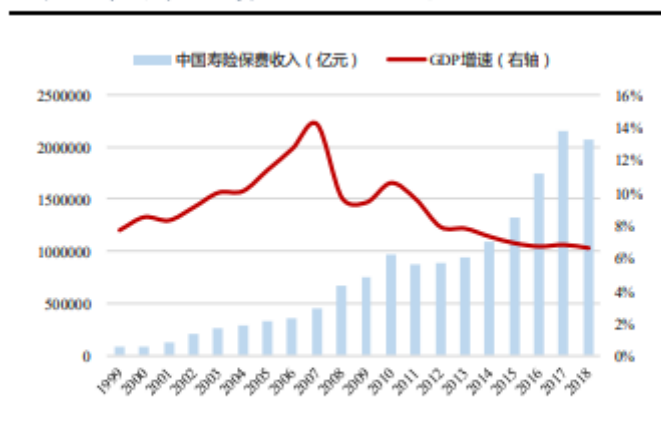
寿险行业，保费规模



首先是寿险行业保费收入。

据保监会统计数据，2002年至2018年，我国寿险业务保费收入从2073.68亿元增至20722.86亿元，年均复合增长率为14.5%。2019年寿险原保费收入22754亿元，同比增长9.8%。

图 4：中国寿险保费收入及 GDP 增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

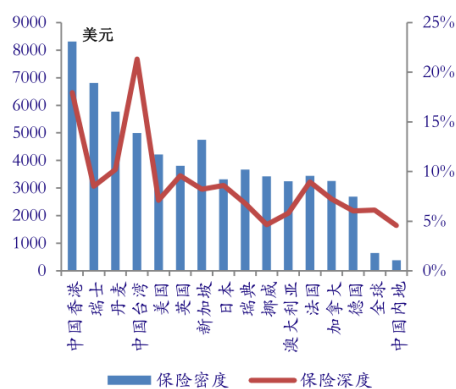
图：寿险保费收入及 GDP 增速 来源：东吴证券

究竟什么驱动了寿险行业的持续增长？接下来，我们通过**保险深度、人均收入**角度来分析。

1) 保险深度

行业内一般使用保险深度（ $\text{总保费}/\text{GDP}$ ）、保险密度（ $\text{总保费}/\text{总人口}$ ）两个指标，分别衡量保险业的相对发展水平和绝对发展水平。

根据瑞再数据，2017 年底，美国的保险密度为 4216 美元/人，保险深度为 7.10%，日本的保险密度为 3312 美元/人，保险深度为 8.59%，世界平均保险密度为 650 美元/人，保险深度为 6.13%，而中国的保险密度为 384 美元/人，保险深度为 4.57%。



图：保险深度国际比较 来源：中国银河

注意,就保险密度而言,中国与美国、日本相差了十倍以上,仅为世界平均值的一半左右;
在保险深度上,也低于 6%的世界平均水平。2018 年,我国寿险密度为 1485.11 元/人,寿险深度为 2.86%。

2) 人均收入

从国际经验来看,人均 GDP 与寿险深度呈 S 型曲线关系,人均 GDP 在 1 万美元,是发达国家寿险业发展进入到快车道的一个标志性的节点,而我国目前的人均 GDP 水平约为 9400 美元。保险行业,很快就会站上一个大的拐点。

考虑我国人口结构与日本接近,且人均 GDP 水平相当于日本 1979 年的水平 (9105 美元),寿险深度水平 (2018 年 2.86%) 大约是日本 1978 年 (3%) 的水平。*因此,我们对标日本 1988 年的寿险深度 6%,作为远期 2028 年的寿险深度。*

确定下来保险深度后,即可根据未来 GDP 增速 (*机构预测 2019 年至 2028 年, GDP 增速从 6.2% 下降至 5.2%*),以及保险深度的公式 ($\text{寿险深度} = \text{寿险保费收入} / \text{GDP}$),就可以粗略预测未来我国未来寿险保费收入规模。

接下来,再看太保的市占率,有没有提升空间?

— 04 —



寿险,市占率



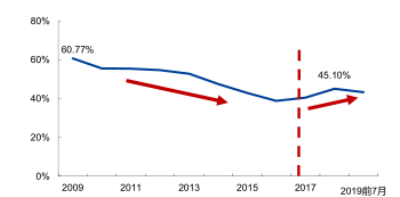
寿险竞争格局方面,2009 年至 2016 年,行业集中度处于下滑态势,CR3 从 60.77% 下滑至 2016 年的 38.87%。背后的原因一方面是参与主体增加,2009 年至 2018 年全国

人身险公司数量从 59 家增至 91 家；另一方面是众多中小保险公司，承诺高收益理财性质保险产品抢占市场。

2016 年, CR3 触底 38.87%, 此后连续两年回升至 2018 年的 45.10%, 主要是随着 2017 年一系列监管政策的落地, “保险姓保”、回归保障本源成为行业方向, 部分中小险企的份额收缩。

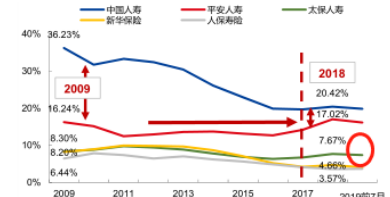
本案市占率在 7% 左右, 2019 年前 11 月, 太保寿险市占率为 7.43%, 排名行业第三, 落后于国寿 (19.46%) 和平安寿 (16.21%) 。

图 7: 人身险市场份额 CR3 企稳抬升



资料来源: 银保监会, 华金证券研究所

图 8: 人身险份额强势提升



资料来源: 银保监会, 华金证券研究所

市占率的提升, 除了政策影响外, 更重要的是——代理人渠道。

代理人渠道贡献的新增保费占比 80% 以上, 是提升新保收入的核心。我们从**代理人数量**、**人均产能**两个层面来看。

2015 年, 保险营销员考试取消, 资格放开直接推动行业代理人增员热潮, 2015 年至 2018 年, 本案代理人规模从 48.2 万人上升至 84.2 万人, 复合增速 15%。

2012 年至 2016 年, 本案中国太保的代理人首年保费 (人均产能) 从 3573 元, 上升至 5084 元, 复合增速 7.3% (未披露近两年数据) 。

与同行业相比,中国人寿代理人规模优势明显,约 153 万人,平安紧随其后为 131 万人,本案 84.2 万人,高于新华保险 (37 万人)。

但是,代理人规模的高速增长大概率不可持续,代理人产能提升将是市占率提升的关键。

原因有两点:

1) 参考国际市场,我国当前保险代理人/城镇人口密度,比例已经接近发达保险市场——美国、日本保险从业人员占其城镇人口比例分别为 1%、0.86%,2017 年底,保监会披露我国保险代理人规模为 807 万人,占到城镇人口比例 0.82%。

2) 2018 年,受到产品结构转型影响,保障性产品销售难度较大,导致代理人增速放缓,其中,中国人寿、中国平安、中国太保代理人数量同比变化分别为-8.81%、2.3%、-3.09%。

那么,本案的代理人产能提升空间还有多大?

— 05 —



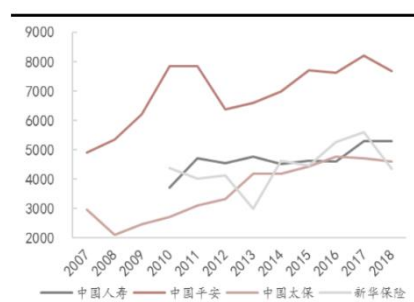
人均产能、提升



我们从同行业差距、自身战略两个层面来看。

首先,是同行业差距——

对比销售能力较强的中国平安，本案的代理人产能有 30%以上的差距，提升空间较大——2012 年至 2016 年，中国平安的人均产能从 5795 元上升至 7821 元，复合增速 6.18%（2017 年达到 8373 元，之后为测算数据）。



图：代理人产能 单位：元 来源：方正证券

从代表“极高产能”人力的 MDRT（全球百万寿险圆桌会）来看，参考 2019 年 MDRT 入围标准（当年有效佣金至少 21.4 万元、有效保费至少 64.2 万元、从事保险工作收入至少 37.07 万元），2019 年，平安寿险/中国人寿/太保寿险/新华保险分别为 6454/619/579/142 人。

友邦中国通过推行**卓越代理人计划**，2018 年 MDRT 数量达到 **2577 人**，是 2012 年的 8.7 倍，其 MDRT 产能是普通代理人的 9 倍。

此外，从代理人佣金角度看，本案仍有较大激励空间。友邦中国的代理人一般月收入在 1 万元以上，而平安寿险/太保寿险目前为 6617/3641 元。

其次，是自身代理人队伍建设——

1) 做大核心代理人团队，目前占比 25%，目标三年后达 40%。2019 年上半年，月均健康/绩优人力规模为 30.9/16.8 万人，占比 38.8%/21.1%；（注：健康人力指的是代理人品质，主要来源于增员和留存）。

2) 培养业务尖兵，主要面向高净值客户，打造高端品牌效应。目前 600 人，目标三年后达 2000 人；

3) 培育新生代，面对新生代客户，适应数字化销售服务模式。目前占比 15%，达目标三年后达 30%。

此外，值得一提的是，本案也在互联网渠道布局，借助“神行太保”智能移动保险平台、微信服务号、APP 等移动互联新技术的应用等，开展互联网服务。

综上，尽管代理人渠道数量粗放式增长空间不大，但是产能提升仍有较大优化空间，从而继续提升市占率，具体份额我们对标国外寿险的集中度来看：

A: 日本——2018 年 CR5 为 51.7%，其中，日本生命(14.5%)、明治安田生命(11.9%)、第一生命(9.5%)、日本邮政保险(8.3%)、住友生命(7.6%)。

B: 韩国——2018 年 CR5 为 58.62%，其中，三星生命(Samsung Life, 22.7%)、韩华生命(Hanwha Life, 12.8%)、教保生命 (Kyobo Life, 11%)，Nonghyup (6.8%)，Mirae Asset (5.3%)。

C:美国——2017 年 CR5 为 34.3%，其中，大都会(13.6%)、保诚(7.4%)、纽约人寿(5%)、principal financial (4.4%)、互助人寿 (3.9%)。

由于美国的财险深度比寿险高，且寿险深度不及日本、韩国，所以，此处主要参考日本、韩国的寿险格局。考虑国内头部寿险公司的集中度略高，且大陆保险业对外开放，此处假设未来市占率能够小幅提升，提升幅度至第一生命在日本的市占率 9.5%。

好，分析到这里，接下来最核心变量——新业务价值率，怎么预测

— 06 —



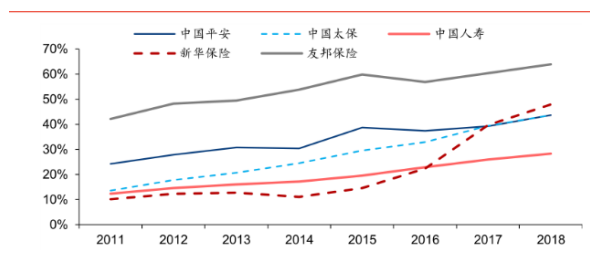
新业务价值率，预测



新业务价值率，衡量的是首年新增保费对新业务价值的转化率，它是渠道结构、险种结构、期限结构、产品设计等多因素综合的结果。

本案的新业务价值率基本保持上升态势，从 2013 年的 20%左右，提升至 2018 年的 43.7%，复合增速 13.9%。主要得益于业务结构优化和长期保障型业务占比提升。

2011-2017 年，其长期保障型产品年新单复合增速达 30%以上，首年保费占比从 10% 提升至 49.1%。（长期保障型业务的收益，主要来源于费差和死差，新业务价值率较高，之前优塾团队在友邦保险的研究报告中有过分析，此处不再赘述）



图：新业务价值率（简称：NBVM） 来源：华泰证券

对比同行业来看，2018年，其新业务价值率与平安寿险持平，略低于新华保险，大幅低于友邦保险。那么，未来其新业务价值率是否还有提升空间，我们对标同行业来看：

1) 新华保险——新业务价值率较高（47.9%），主要是产品结构大幅优化，2018年，其健康险首年保费同比增长33.8%，占比59.7%，保障类产品占比57.74%，高于本案太保的34.7%。

2) 平安寿险——2018年，保障类产品占比为33.40%，较2014年年末增长16.73个百分点。其新业务价值率与本案太保基本持平，但是分产品看，平安长期保障型产品新业务价值率高达97%，远远高于太保的75%（2016年平安、太保分别为82.93%、67%）。

3) 友邦保险——2013年至2018年，新业务价值率从44%上升至60%，主要是来自于地域（5.9个百分点）、渠道（2.6个百分点）、产品的合力。其中地域因素主要是中国等价值率较高的地区业务，发展增速高于友邦全体，以2018年为例，其在中国大陆销售的期缴保费的储蓄和保障型产品，新业务价值率高达90.5%。

4) 保诚——2013年至2018年,新业务价值率从47%上升至57%(2010年为41%),主要是销售结构、定价优化所致,2018年,其健康及保障产品,占新业务价值的70%;期缴保费占比高达94%。

综上,可以发现,新业务价值率的提升,主要是保障型产品的占比、盈利能力的提升,而产品的落地在于代理人团队的优化。从上文本案拟打造的代理人队伍的定量指标看,未来其新业务价值率大概率能通过增加长期保障型产品,或突破中高端市场(平安的路径),实现上升。

考虑新业务价值率是估值的核心因素,我们在此设置情景分析:

1、乐观假设——由于友邦、保诚采用的精算体系(友邦贴现率假设低于内地,从而导致其新业务价值率60%以上,远高于平安。经过统一口径,友邦的新业务价值率约在46%至52%左右,与大陆险企其实差异不大。

据2019上半年报,本案寿险新业务价值率为39.0%,较2018年末下降4.7个百分点,主要原因是开门红期间为缓解新单增长压力,做了较多提高规模而价值较低的业务。同时考虑2020年特殊事件影响,假设2019年、2020年新业务价值率保持目前较低水平39%,至2023年匀速上升至2018年高点的43.7%,之后保持不变。

2、保守假设——假设保持39%不变。

综上,本案的保费收入预测完毕,我们根据历史数据,假设首年保费占比保持2019年的18.6%,进而计算出首年保费。

好，分析到这里，寿险业务估值基本完毕，接下来，我们再对财险做估值。

— 07 —



财险业务价值，预测



本案的财险业务估值，直接对产险净利润做贴现。而产险净利润主要来自两部分：承保端、投资端，用公式表示为：

$$\text{财险净利润} = (\text{承保利润} + \text{投资收益}) * (1 - \text{所得税税率})$$

$$\text{其中：承保利润} = \text{已赚保费} * (1 - \text{综合成本率})$$

$$\text{已赚保费} = \text{财险行业保费收入} * \text{中国太保市占率} * \text{已赚保费确认比例}$$

几大要素，我们逐一分析。先看承保端之已赚保费。

财险根据类别可以分为机动车辆保险、责任保险、农险、意外伤害保险、企业财产保险等，其中，车险占财险市场的 70%左右，占据主导地位，非车险业务占比较低，我们分别预测。

1) 车险业务——车险保费的增长主要取决于汽车销量、价格的提升，其中，车险保费与汽车销量的相关系数在 0.8 左右。

截至 2019 年，中国千人汽车保有量为 172 辆，美国千人汽车保有量 790 辆，日本千人汽车保有量为 590 辆，汽车销量仍有上升空间，且中长期来看，汽车价格的提升将会带动保额及保费的提升。

优塾团队在对上汽集团的建模报告中分析 (详见专业版报告库), 我国汽车销量长期的增长中枢在年化 4%-6% 之间, 此处, 考虑价格影响, 我们假设车险业务增速保持 6%。

2) 非车险业务——近年来, 非车险业务呈现快速发展趋势, 10 年复合增速达到 17.5%, 有望成为财险的主要增长点。2016 年至 2018 年, 非车险业务市场占比分别为 26.24%、28.65%、33.36%, 逐年上升。

与国外对比, 国内的非车险业务发展空间很大:

首先, 从非车险占财险的比重看, 日本、美国的非车险保费占比分别为 34%、60% 左右;

其次, 从家庭财产保险平均投保率看, 发达国家为 80%, 而国内家庭财险投保率低, 经济水平相对发达的上海家庭, 财险投保率也不足 10%。

再次, 从非车险的结构看, 发达国家的责任险占比一般在 30% 以上, 其中, 美国责任险 (含工伤险) 占比 47%, 英国为 34%, 而国内约为 20%。

预计未来随着政策引导, 责任保险、雇员补偿保险等非车险的迅速发展, 我国非车险占比会继续上升。假设非车险业务占比上升至 42%, 相当于美国车险业务的占比。

至此, 财险保费收入规模预测完毕, 接下来看市占率。

— 08 —



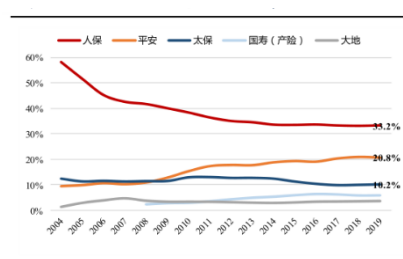
财险, 市占率



我国财险行业集中度较高，CR3 在 60%-70%之间浮动，本案太保财险市占率在 10%左右。其中：

中国人保，前期受财险企业数量上升，市占率有所下滑，2012 年之后，通过与车行合作的模式，战略性拓展中高端新车市场，市场份额维持稳定。

平安产险，以客户服务为特色，比如，理赔效率高（万元以下，资料齐全，一天赔付），支持异地理赔等，自 2010 年以来保费增速高，市场份额逐步扩大。



图：财险 CR5 的市场份额（单位：%）来源：东吴证券

对比日本财险市场，CR3 市占率分别为东京海上日火灾保险(29.3%)、SOMPO 保险(22.9%)、MS&AD 集团(29.7%)，合计占比高达 81.8%，集中度较高，存在规模效应。

但是，美国财险 CR5 (州立农业 State Farm、Berkshire Hathaway、利宝互助保险 Liberty Mutual、好事达保险 Allstate Insurance、前进保险 Progressive) 小于 35%，集中度较低，主要是行业以产品差异化，客户差异化以及区域差异化经营为特点。

此处，考虑商车费改等政策影响，预计其能维持当前的竞争优势，我们假设本案财险市占率保持目前水平 10.2%不变。

综上，可以计算太保产险的保费收入，而已赚保费确认比例比较稳定，假设保持近三年均值，进而可以确定已赚保费。

已赚保费确定后，我们再来看承保利润、投资收益。

— 09 —



财险，承保利润



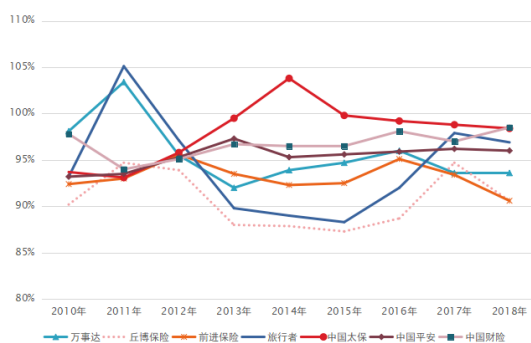
首先，承保端：承保利润高低，和综合成本率有关。

注意，综合成本率是衡量财险业务质量的核心指标，包括赔付支出（赔付率）、费用支出（费用率）两部分。

即：综合成本率=综合赔付率+综合费用率

太保财险在前期业务拓展中，承担了一些高风险业务，导致综合成本率高至 103.8%。

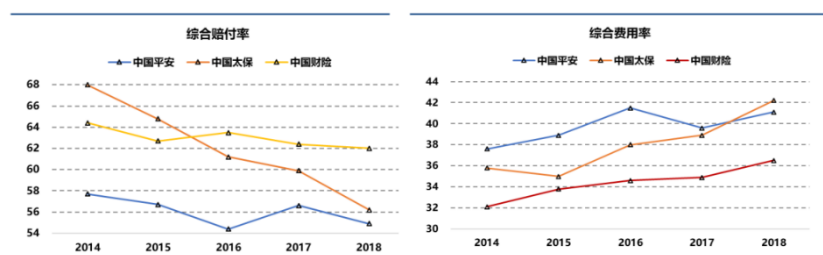
2014 年之后，其综合成本率下降至 98.4%，但仍然高于平安产险、中国财险等同行。



图：综合成本率 (单位: %) 来源：并购优塾

不过，其综合成本率近些年有下降的趋势，拆开看：综合赔付率下降（68%→56%），是因为其调整业务结构，降低出险率高、品质差的劣质业务的占比；但是，综合费用率在持

续攀升 (36%→42%)，意味着保费边际上更多被用在市场营销和管理成本上，而不是赔付上。



图：综合赔付率&综合费用率 来源：华创证券

综合费用率主要包括**佣金及手续费、业务管理费**等，该比例上升主要是因为商车费改，放开了险企自主定价权，险企倾向于按低值定价，竞争加剧，进而在渠道费用上进行高投入，以维持市占率。由于财险行业具有规模效应属性，中国财险在成本管理、网点布局以及品牌上具有优势，费用率较低。

对比国外发达国家，我国财产险行业的综合成本率较为稳定，与日本、美国比较接近，在90%至100%之间。从费用结构上对比：

赔付率：我国赔付率约为 60%-64%，显著低于美国 67%-80%的赔付率；

费用率：我国费用率约为 32%-37%，高于美国 27%左右的费用率。

中美的结构差异可以看出，我国财险单位保费中覆盖的风险较低，费用较高。

对此，监管部门推出商车费改、手续费自律规定（根据业务规模，新车手续费为 25%至 30%，旧车手续费为 20%至 28%），促进财险公司降低费用率，提高赔付率。

所以，我们此处假设——本案的综合成本率下降至美国财险代表公司近 5 年综合成本率均值 96%。

其次，是投资端：在“先收费、后赔付”的模式下，财险公司可获得大量“浮存金”。本案整体总投资收益率保持在 5%至 6%之间，资产管理能力比较稳定。

由于此处仅是产险业务的投资收益，而其未单独披露产险业务的投资资产，因此，此处我们根据投资收益占已赚保费的比例，预测未来的投资收益。

从近几年数据看，投资收益占比稳定，分别为 6.0%、8.7%、6.7%、5.9%、5.6%，其中 2015 年由于经历牛市，比例较高，我们假设未来投资收益占比保持近三年均值 6%。

此外，还有**所得税税率**，2014 年至 2018 年，其所得税占比从 20%上升至 40%，主要是费用率攀升，造成手续费率抵扣比例超额度，应纳税所得额增加。

值得注意的是，财政部、国家税务总局发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》（2019 年第 72 号，以下简称 72 号公告），规定自 2019 年 1 月 1 日起，提高保险企业手续费及佣金支出在企业所得税税前扣除的比例限额，其中，财险企业从 15%提高至 18%。

考虑税务新规有利于降低本案税负，假设企业所得税率为法定税率 25%。

至此，影响寿险、财险估值的关键因子已经确定。接下来，我们将合并报表中的主要项目进行预测，但是注意，这些项目不影响估值参数。

— 10 —



主要科目，预测



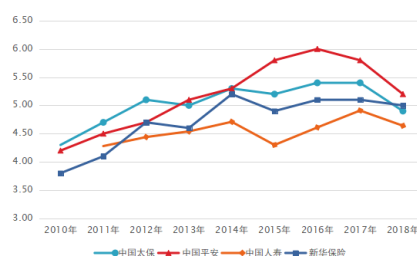
我们挑选资产负债表、利润表中的主要项目，并结合具体科目之间的关系预测。

1) 投资资产 VS 投资收益

投资资产的来源为保费收入，从过去 5 年数据来看，已赚保费中转化为投资资产的比重在 40%至 50%左右，因此我们假设未来投资资产增加额，占已赚保费的比重，取近三年均值 47.8%；

本案，投资收益率长期位于行业第二（5%左右），且稳定性较强。险企投资收益率的表现，除去投资策略外（主要为权益类买卖时点和固收类久期配置），主要取决于投资组合，主要配置固收类产品、其次是权益类，两者合计维持在 95%上下。

2019 年上半年，本案配置 43.80%的债券，5.70%的股票，11%的定期存款，投资风格比较稳健。平安的投资收益率较高，主要是其股权投资占比较高为 13%，债权投资占比为 70%。此处，假设未来投资收益占投资资产的比重，保持近三年均值 5.17%。



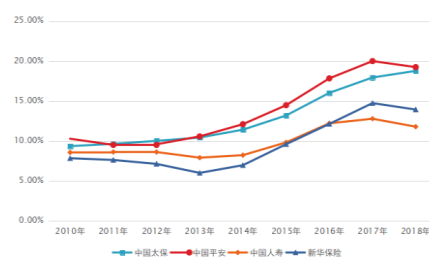
图：净投资收益率（单位：%） 来源：并购优塾

2) 保险合同准备金 VS 提取保险责任准备金

提取保险责任准备金，主要包括计提的未决赔偿准备金、寿险责任准备金、长期健康责任准备金，从近年数据看，提取保险责任准备金/已赚保费在 30%至 40%之间，我们简单假设，未来这一比例保持 5 年历史均值 32.8%。

而提取的保险责任准备金，近似等于保险合同准备金的增加额，因此，根据上述预测结果可以得出保险责任准备金余额。

3) 手续费及佣金支出——相当于获客成本，其占已赚保费的比重从 11.4% 上升至 18.77%，主要是代理人规模增加，以及竞争加剧所致，在行业中处于较高水平，此处，我们假设未来保持近三年均值 17.5%。



图：手续费及佣金支出占比（单位：%）来源：并购优塾

4) 业务及管理费——主要包括工资福利、广告费、办公费等，业务及管理费占已赚保费的比重在 11%至 13%左右，假设未来这一比例保持近三年均值 12.16%。

其他科目的预测，我们不再详述，具体参见优塾团队的估值建模表。

— 10 —



基本面，总结



至此，我们总结一下本案的基本面：

1) 未来增长空间——根据瑞再数据，2017 年底，美国的保险密度为 4216 美元/人，保险深度为 7.10%，日本的保险密度为 3312 美元/人，保险深度为 8.59%，世界平均保险密度为 650 美元/人，保险深度为 6.13%，而中国的保险密度为 384 美元/人，保险深度为 4.57%，未来的发展空间较大。

2) 收入驱动力——宏观层面主要是居民可支配收入增长、消费升级，以及人口老龄化带来的医疗保健需求；微观层面主要看公司代理人渠道的优化。

3) 回报分析——近三年，寿险内含价值营运利润 ROEV 约为 20%至 24%，略低于平安寿险(24%至 30%)，高于友邦保险（16%左右）。

4) 核心护城河——寿险的护城河主要是品牌、代理人渠道；财险的护城河在于成本控制（规模效应），财务指标是综合成本率，本案综合成本率在行业中处于较高水平，之后要看综合成本率的控制能否维持。

5) 竞争格局——寿险 CR3 约为 40%，本案市占率在 7%左右；财险 CR3 约为 70%，本案份额在 10%左右，均排名行业第三，市场竞争格局相对较为稳定。

6) 风险因素——一是代理人提质增效不及预期；二是股市、债市大幅波动导致投资收益不达预期。

研究到这里，建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行建模的表格测算.....

如需获取本报告全文

以及部分重点行业 Excel 建模表，

请查阅：科技版建模案例库

以及：专业版建模案例库，

建模部分，样图如下

以 XX 电力为例，经配平后的 BS 表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	26.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以 XX 视频为例，CF 表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
(单位为百万人民币, 特殊说明除外)													
	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	-25,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性营运资金减少【期初-期末】			资产减少, 现金流入	-2,582	-2,338	-2,790	-2,555	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(固定资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购置)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
融资活动现金流													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	-55
(归属于母公司股东的分红)			(表示负)	-5,608	-5,177	-6,502	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924			4,776
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模**、**财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对标了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾定制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys_dsj

— 11 —

**除了这个案例，
你还必须学习这些.....**



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近5年来**关于研究体系的思考历程，**近3年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对上述机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。