

保险

自由盈余角度看,保险股的估值底在哪里?

2021年以来保险板块及个股持续承压。基本面角度看,今年保险股股价持续下行, 既包含了短期因素影响,也反映了市场对长期增长看不清的担忧。我们曾在 6 月的 深度报告 《论保险行业的三大矛盾:如何看待长期空间、代理人转型及产品供需》 中详细解释对于行业长期增长并不悲观的理由,但代理人及产品供需仍需要持续进 行持续的供给侧改革。

相对估值:处于历史绝对的底部水平。截至7月17日平安、国寿、太保、新华的P/EV估值分别为0.75倍、0.72倍、0.52倍、0.51倍,其中平安、太保及新华近1年、3年及5年分位水平均位于1%以内,尤其近五年看,四家公司分别位于0.1%、7.1%、0.2%、0.1%的低分位水平。

绝对估值: 内含价值是保险股主流的估值方式,但是市场一直以来不置信。内含价值估值是全球保险股估值的主流方式,我国在 2005 年正式引入并使用,但一直以来市场对保险股采取 EV 估值都有一定的不置信。一方面是因为持续受到利率的扰动,市场对上市险企 5.0%的终极投资收益率假设并不置信,使得保险公司估值受长端利率影响极为明显; 另一方面今年以来市场一直纠结于负债端矛盾,重疾爆发增长的红利消退,代理人数量持续脱落,未来展望诸如增额终身寿、养老年金两全产品、长期医疗险、定期寿险等仍有长期增长空间,但当前短期难以弥补重疾极高的 NBV占比,对行业拐点存在期待但具体时点难以确定。当前保险股股价持续下行,长短期均有不确定因素,市场也开始重新思考 EV 置信几何?当前环境下保险股的估值底在哪里?

以自由盈余替代内含价值,探究极端假设下,保险股的估值底在哪里? 内含价值包括调整后的股东净资产以及扣除持有要求资本成本以后的有效业务价值两项,其中调整后的净资产为自由盈余及评估日持有的要求资本之和。 自由盈余代表了指适用业务对应的资产市场价值中,扣除适用业务对应的所有负债,超过该适用业务要求资本的金额,简单可以理解为保险公司净资产中可以自由支配的资金。 极端假设下,我们不对有效业务价值给予任何估值,仅对自由盈余进行估值,此外考虑非寿险业务板块的归母净资产,按照 PB 给予保守估值。对于自由盈余部分,我们以公司的认可资产-认可负债-最低资本来计算,以此方式界定保险股的底部估值,因为:

- 1)以 21Q1 的自由盈余及归母净资产为估值基础,<u>不考虑任何的自由盈余及净资产</u>增长预期,仅考虑存量规模。
- 2) 不采取新业务价值倍数的估值方式,即不考虑未来新业务获取以及 NBV 增长, 不用担心未来长期是否会有新保单。
- 3)剔除有效业务价值,<u>不对存量业务未来的现金流及利润给予任何估值考虑,仅以</u>已实现的利润为估值基础。
- 4)由于不存在有效业务价值,因此长端利的短期波动也不会对公司产生影响,不用担心利率的短期扰动。

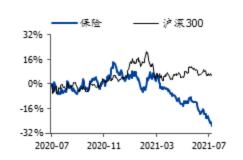
我们以自由盈余为估值基础,并对其他版块净资产予以保守估值(平安 1.1 倍、太保 0.8 倍 PB),测算下平安、太保底部市值分别为 9977 亿元、2578 亿元,较当前最大下行空间分别为 8.6%、4.4%,已接近底部估值水平。

日本 T&D 控股仍长期维持 1 倍以上的自由盈余: 且本保险股 P/EV 估值基本处于全球最低水平,头部公司在 0.3-0.5 倍,与其经济环境压力、极端老龄化人口结构、极端利率情况甚至负利率环境、近三十年总保费基本没有增长的趋势等多因素相关。但如以自由盈余进行估值,T&D 控股自 2010 年到 2020 年疫情以前自由盈余倍数基本维持在 1 倍左右,其中部分年份甚至超过 2 倍。

风险提示: 理论测算与实际市场表现偏差风险; 负债改善不及预期风险; 长端利率下行风险。

增持(维持)

行业走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号: S0680519040001 邮箱: matingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号: S0680519090002 邮箱: zhaoyao@gszq.com

相关研究

- 1、《保险:上市险企 6月月报:寿险新单延续承压 财 险负增长略有收窄》2021-07-16
- 2、《保险:论保险行业的三大矛盾:如何看待长期空间、 代理人转型及产品供需》2021-06-05
- 3、《保险: 行业 4 月月报-寿险保费仍有承压 车险综改 下负增长明显》2021-05-27





内容目录

一、2021年以来板块及个股估值持续承压	3
二、相对估值: 处于历史绝对的底部水平	4
三、绝对估值: 极端假设下,保险股的估值底在哪里?	5
3.1 内含价值估值是全球主流的保险公司估值方式	5
3.2 极端假设下,以自由盈余替代内含价值探求保险公司的估值底	6
四、日本 T&D 控股仍长期维持 1 倍以上的自由盈余	9
风险提示	
图表目录	
DATA.	
图表 1: A股上市险企自上市以来的 P/EV 估值情况	4
图表 2: 2018 年内以来 A 股上市险企 P/EV 估值持续下行	4
图表 3: A 股上市险企 P/EV 估值分位水平情况	5
图表 4: 保单利润释放周期是长期的	6
图表 5: 上市险企内含价值构成	7
图表 6: 上市险企自由盈余规模及增速(亿元)	8
图表 7: 中国平安 2020 年归母净资产分布情况	8
图表 8: 中国太保 2020 年归母净资产分布情况(亿元)	8
图表 9: 以自由盈余为基础测算的上市险企极端估值底(亿元)	9
图表 10: 日本人身险行业投资收益率情况	10
图表 11: 日本长端利率情况	10
图表 12: 日本寿险总保费收入及同比增速情况	10
图表 13: 日本寿险公司 T&D 控股的 P/EV 估值情况	11
图表 14: 日本寿险公司 T&D 控股的 P/自由盈余情况	11



一、2021年以来板块及个股估值持续承压

2021 年以来保险板块及个股持续承压:截至 7 月 17 日,平安、国寿、太保、新华今年以来分别下跌 30.1%、17.6%、23.7%、23.3%,在主要行业指数中位居倒数。基本面角度看,既包含了短期因素影响,也反映了市场对长期增长看不清的担忧,我们曾在 6 月的深度报告《论保险行业的三大矛盾:如何看待长期空间、代理人转型及产品供需》中详细解释对于行业长期增长并不悲观的理由,但代理人及产品供需仍需要持续进行持续的供给侧改革。

对于当前市场核心聚焦的负债端问题,既有短期因素也有中长期影响,短期角度看:

- 查疾炒停对客户的大幅透支是当前保单销售持续不及预期的重要原因:由于1月底重疾新老产品切换期间行业公司基本进行"择优理赔",因此代理人层面基本对客户的宣传话术基本为:1月底前购买重疾,享受新老重疾双重利好,新重疾产品不如老重疾产品等,使得1月底前后行业重疾新单超预期大幅增长。2月起新重疾产品陆续上线,代理人很难短期内重新对客户宣导关于新重疾产品的优势,同时大量客户在新老产品切换期间满足了未来一段时期的加保需求,使得当前重疾险销售持续不及预期。
- ▶ 代理人数量的缺口以及经历疫情之下的代理人质量变化、士气下降同样是重要原因: 代理人数量方面,21Q1 国寿及平安分别有128.2 万、98.6 万代理人,较2019 年底分别下降20.5%、15.5%,Q2 开始各家加速代理人清虚力度,整体数量进一步下滑;此外当前代理人大多为去年疫情期间招募,质量有所下降,且由于对居家办公和线上办公的鼓励,代理人在打卡考勤、线下培训、组织活动、客户拜访等方面均有所弱化,当前逐步收紧考核管理以及基本法要求会使得大量代理人难以适应;此外行业整体销售难度加大也会使得代理人士气出现明显下降。
- ▶ 重疾持续推动加保的边际改善效应在明显减弱: 近年来各家公司都通过加保类产品推动负债数据短期改善,尤其是去年疫情以后,各家均开展了新产品推动升级多次赔付、附加特定赔付、增加主险保额等的活动,持续推动加保以及包括惠民保、医疗险的分流也使得边际改善效用明显减弱。

中长期角度看,无论代理人发展或是产品供需的推动,都需要进行供给侧改革:

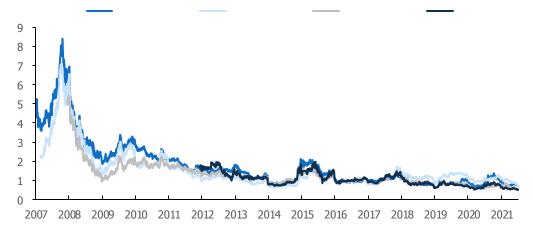
- ➤ 压实代理人规模将是必然之路,更快地提升队伍效率将有望再未来发展中取得先机: 截至 2020 年底行业仍有 843 万代理人,今年各家上市险企也加速代理人数量的出 清。目前头部公司月有效人力占比大约为 30-40%,绩优人力占比约 10-20%,绝大 部分代理人持续未有出单,近年各公司也经历了加大费用投放-实现短期增员-持续 无法出单-人力脱落的循环。未来展望,压实代理人队伍将会成为各家人力的重点发 展方向,尽早提升队伍整体质量将有望在未来的发展中取得先机。
- ▶ 需求必然存在,但供给需要加速优化:今年以来整体储蓄型产品销售趋势较好,而重疾明显承压,但包括惠民保等保障类的产品仍呈现爆发式增长。居民对无论长短期储蓄或是保障仍有极大的需求,但与当前上市险企的产品供给存在偏差。未来上市险企在压实队伍的基础上,多元化产品布局、凸显健康管理服务优势、推动养老产业布局、增加慢病及非健康体产品供给,推动供需匹配。



二、相对估值:处于历史绝对的底部水平

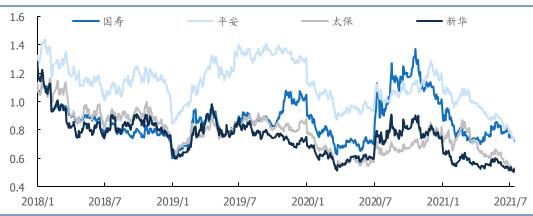
当前四家上市险企的相对估值处于历史底部水平: 由于股价的持续下行,截至 7 月 17 日平安、国寿、太保、新华的 P/EV 估值分别为 0.75 倍、0.72 倍、0.52 倍、0.51 倍,其中平安、太保及新华近 1 年、3 年及 5 年分位水平均位于 1%以内,尤其近五年看,四家公司分别位于 0.1%、7.1%、0.2%、0.1%的低分位水平。

图表 1: A股上市险企自上市以来的 P/EV 估值情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 2018年内以来 A 股上市险企 P/EV 估值持续下行



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



图表 3: A股上市险企 P/EV 估值分位水平情况

PEV估值及分位	国寿	平安	太保	新华
21E P/EV	0.72	0.75	0.52	0.51
近5年分位水平	7.1%	0.1%	0.2%	0.1%
近3年分位水平	11.2%	0.2%	0.4%	0.2%
近1年分位水平	18.3%	0.5%	1.0%	0.5%
上市以来分位水平	2.7%	5.6%	0.1%	0.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

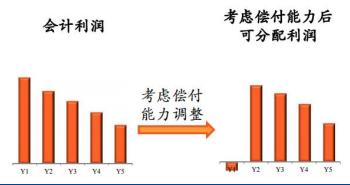
三、绝对估值: 极端假设下, 保险股的估值底在哪里?

3.1 内含价值估值是全球主流的保险公司估值方式

内含价值估值是全球保险股估值的主流方式: 从绝对估值的角度看,由于保险公司利润释放周期等因素影响,因而不同于一般企业以现有的资产为评估基础、加上商誉的方法,因此基于法定会计准则的估值方法往往会低估保险公司的实际价值,因而在 20 世纪 70 年代左右英国开始逐渐使用内含价值的概念来对保险公司进行估值,此后该方法也逐渐流传至欧洲、加拿大等国家和地区,逐渐被采纳成为测算保险公司收购与兼并时候的评估价值。

- 保单利润的释放周期往往是长期的,并且具有滞后性:通常一张保单在考虑了偿付能力后的可分配利润在首年往往是负值,而后期利润才逐渐释放,最主要的是佣金和各类费用在前几年集中支出较多,因此也存在着传统寿险公司需要7-8年才能实现盈利的说法。
- 各类费用的支出往往不是均匀分布的:以佣金和费用支出为主,在保单周期的前几年尤其是首年支出较高,各类直佣、间佣以及其他费用的支出使得净现金流很有可能为负。
- ▶ 即使使用净资产估值也会使得保险公司价值被低估:对于重资产的保险公司,盈利周期也具有不稳定性,如果考虑使用净资产估值的方法同样不能够展示保险公司真实的价值。保险公司盈利的周期性一方面是我们在系列一中提及的保险公司本质上作为经营现金流的公司,可以通过准备金计提来调节利润;另一方面从传统的利源分析上来看利差益依然是保险公司利润的重要来源,这就与保险公司的投资收益率具有明显的相关性,因此净利润估值的方法不适用于保险公司。从净资产的角度来看,最大的问题在于并未考虑到当前有效保单未来预计产生的价值,即有效业务价值的概念,因此保险公司需要以一种专门的方式来进行估值,即内含价值。

图表 4: 保单利润释放周期是长期的



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

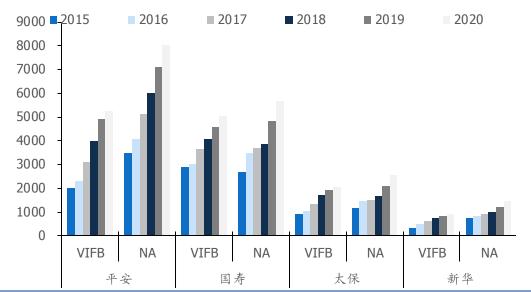
于我国而言,2005年正式将内含价值引入并使用: 2005年原保监会《关于印发《人身保险内含价值报告编制指引》的通知》,确立了对保险公司采用内含价值评估在国内的运用。2016年原保监会正式废止前通知,同时中国精算师协会发布《精算实践标准: 人身保险内含价值评估标准》,人身保险的新旧内含价值评估制度由此完成过渡。

3.2 极端假设下,以自由盈余替代内含价值探求保险公司的估值底

一直以来市场对保险股采取 EV 估值都有一定的不置信,主要在于长期利率的下行,以及当前持续的负债承压。

- 今年以来市场一直纠结于负债端矛盾:重疾爆发增长的红利消退,代理人数量持续 脱落,未来展望诸如增额终身寿、养老年金两全产品、长期医疗险、定期寿险等仍 有长期增长空间,但当前短期难以弥补重疾极高的 NBV 占比,对行业拐点存在期待 但具体时点难以确定。
- 长期以来保险公司估值受到利率的扰动:以保险公司披露的内含价值敏感性测算看, 长端利率下行 50BP, 基本对应投资收益率下降 50BP, 对各上市险企的 EV 将会产 生 5-10%的折价,且这一折价随着利率下行而一定程度呈现类似指数增长甚至存在 跳升的可能。因此长期看市场对上市险企 5.0%的终极投资收益率假设并不置信, 使得保险公司估值短期受长端利率影响极为明显。

图表 5: 上市险企内含价值构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

对主流的保险估值基础内含价值进行拆分, 我们可以得到:

内含价值=调整后的股东净资产+扣除持有要求资本成本以后的有效业务价值

其中:调整后的净资产=自由盈余(free surplus)+评估日持有的要求资本(required capital)

自由盈余即代表了指适用业务对应的资产市场价值中,扣除适用业务对应的所有负债, 超过该适用业务要求资本的金额,简单可以理解为保险公司净资产中可以自由支配的资金,在计算上,可以用:

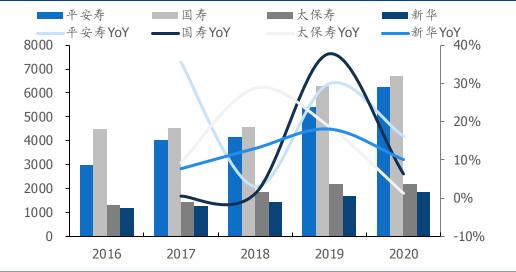
自由盈余=资产的市场价值-适用业务对应的所有负债-评估时点的要求资本

极端假设下,我们不对有效业务价值(包括"扣除持有要求资本成本以后的有效业务价值"及"评估日持有的要求资本"项)给予任何估值,仅对自由盈余进行估值,此外考虑非寿险业务板块的归母净资产,按照 PB 给予估值。对于自由盈余部分,我们以公司的认可资产-认可负债-最低资本来计算。

极端市场及极端假设下,我们用自由盈余替代内含价值探求保险公司的估值底: 以自由盈余替代内含价值,即对存量保单的未来现金流及利润不给予任何估值,同时也不用再受到利率的短期扰动,且更不考虑未来长期的 NBV 以及增长,相当于是极端条件下保险公司的估值低。



图表 6: 上市险企自由盈余规模及增速(亿元)



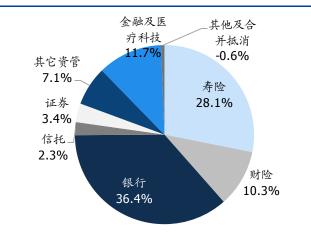
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

除了自由盈余以外, 我们对平安及太保的其他业务净资产给予保守估值:

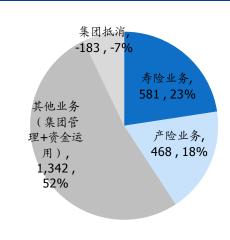
- ▶ 中国平安:公司净资产中,寿险部分占比仅为28.1%,其中主要为银行(36.4%)、财险(10.3%)以及金融及医疗科技(11.7%),除此以外公司大资管板块(包含证券信托及其他资管)净资产占比合计为12.8%,考虑到除寿险以外的银行净资产占比过半,当前平安银行1.37倍的PB估值水平。我们整体仅给予1.1倍PB,近似相当于非银行及寿险业务净资产仅给予不足0.85倍PB。
- 中国太保:公司净资产中,寿险业务占比 23%,产险业务占比 18%,主要部分为集团管理及资金运用业务,占比超过 50%。考虑到当前公司财险业务保费增速及综合成本率优于行业,但集团管理及资金运用板块占比过高,我们整体仅给予公司其他部分 0.8 倍 PB。

图表 7: 中国平安 2020 年归母净资产分布情况

图表 8: 中国太保 2020 年归母净资产分布情况 (亿元)







资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

以自由盈余为基数测算极端估值,当前太保、平安已接近底部估值水平:我们以自由盈



余为估值基础,并对其他版块的净资产予以保守估值,测算下平安、太保的底部市值分别为 9977 亿元、2578 亿元,较当前下行空间分别为 8.6%、4.4%,已接近底部估值水平,之所以界定底部估值,主要因为:

- 》 以 21Q1 的自由盈余及归母净资产为估值基础,不考虑任何的自由盈余及净资产增长预期,仅考虑存量规模。
- 不采取新业务价值倍数的估值方式,即不考虑未来新业务获取以及 NBV 增长,不用担心未来长期是否会有新保单。
- 剔除有效业务价值,不对存量业务未来的现金流及利润给予任何估值考虑,仅以已实现的利润为估值基础。
- 由于不存在有效业务价值,因此长端利的短期波动也不会对公司产生影响,不用担心利率的短期扰动

图表 9: 以自由盈余为基础测算的上市险企极端估值底(亿元)

2021/7/18		01318.SH 平安寿	601628.SH 国寿		01601.SH 太保寿	601336.SH 新华
	自由盈余	其他归母净资产	自由盈余	自由盈余	其他归母净资产	自由盈余
2019Q4	4098.74	4380.35	3569.53	1393.54	933.56	920.77
2020Q4	4420.31	5035.00	3967.49	1558.60	1214.77	1046.72
2021Q1	4504.00	4975.90	3970.01	1595.23	1228.15	1070.93
给予估值	1.00	1.10	1.00	1.00	0.80	1.00
极端底部估值	9	,977.49	3,970.01	2	,577.75	1,070.93
当前市值	1	0,913.30	8,753.58	2	2,697.54	1,387.57
极端下跌空间		-8.6%	-54.6%		-4.4%	-22.8%
当前股价		59.70	30.97		28.04	44.48
Q2以来最低股价		57.78	30.48		26.83	43.43
极端股价	端股价 54.58		14.05	26.79		34.33

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、日本 T&D 控股仍长期维持 1 倍以上的自由盈余

日本保险股的 P/EV 估值基本处于全球的最低水平:日本是全球主流保险市场中上市险 企估值最低的市场,头部上市险企包括第一生命、T&D 控股等的 P/EV 估值大多数时间在 0.3 倍-0.5 倍之间,甚至疫情的极端情况下一度跌破 0.2 倍。日本保险股极端的估值水平也和其经济环境压力、极端老龄化的人口结构、极端的利率情况甚至负利率环境、近三十年总保费基本没有增长的趋势等多因素相关。



图表 10: 日本人身险行业投资收益率情况



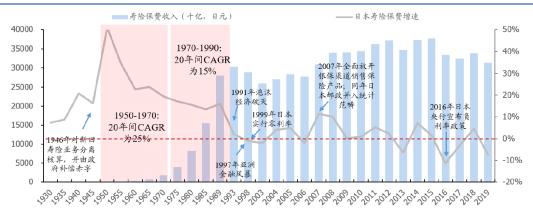
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 日本长端利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

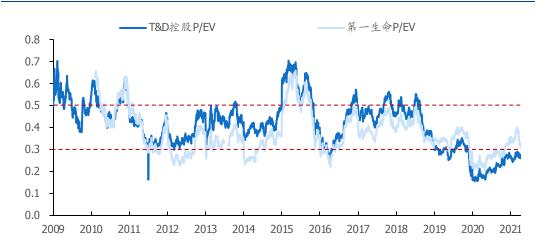




资料来源: 日本寿险业协会,国盛证券研究所

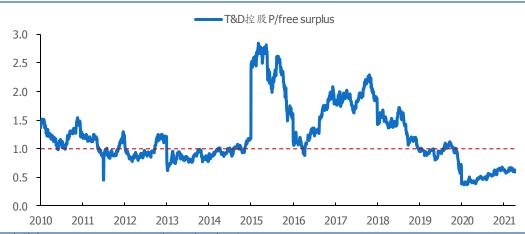
头部公司 T&D 控股仍然长期维持 1 倍以上的自由盈余水平: T&D 控股是日本老牌寿险公司,最早成立于 1893 年,2001 年 Taiyo Life 和 Daido Life 合并成立 T&D 控股,截至2020 年公司有效保单数量的市占率为7.2%,位居市场第六位。虽然 T&D 控股长期 P/EV估值同样仅为0.4 倍左右,但如果以自由盈余进行估值,公司自2010年到2020年疫情以前自由盈余倍数基本维持在1倍左右,其中部分年份超过2倍。





资料来源: bloomberg, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 日本寿险公司 T&D 控股的 P/自由盈余情况



资料来源: bloomberg, 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示

- 1)理论测算与实际市场表现偏差风险:以自由盈余作为估值基础仅为极端条件下对保险股的估值底进行的理论测算,但与实际市场表现未必相符;
- 2) 负债改善不及预期风险:如公司负债销售持续承压、改善不及预期,将会持续对估值及股价有所压制;
- 3)长端利率下行风险:如长端利率下行,将同样会对保险股估值及股价产生压力。



免责声明

国盛证券有限责任公司(以下简称"本公司")具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料,但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,可能会随时调整。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态,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。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,也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。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权,任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告,需注明出处为"国盛证券研究所",且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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,本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法,结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
场以沪深 300 指数为基准;新三板市场以三板成指(针		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
为基准;香港市场以摩根士丹利中国指数为基准,美股		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	行业评级	中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之
			间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 上海

地址:北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 地址:上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编: 100032 邮编: 200120

传真: 010-57671718 电话: 021-38124100

邮箱: gsresearch@gszq.com 邮箱: gsresearch@gszq.com

7昌 深圳

地址: 南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 地址: 深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编: 330038 邮编: 518033

传真: 0791-86281485 邮箱: gsresearch@gszq.com

邮箱: gsresearch@gszq.com