



Institute
and Faculty
of Actuaries

二级市场看保险：估值定价与投资机遇

如何给保险公司做估值？如何把握保险股的投资机遇？

——左欣然

方正证券非银金融首席分析师

Chengdu IFoA Asia Conference 2019
9-10 May, Chengdu, China

1

股价与估值缘何波动

- 1.1. 股价、估值波动轨迹
- 1.2. 参考经营指标
- 1.3. 重点指标对经营基本面的影响路径

2

保险股的长短周期

- 2.1. 长周期的发展：国际经验比较
- 2.2. 短周期的摸索向上



目录
Contents



Institute
and Faculty
of Actuaries



Institute
and Faculty
of Actuaries

股价与估值缘何波动

- 股价、估值波动轨迹
- 参考经营指标
- 重点指标对经营基本面的影响路径



22 May 2019

3

股价与估值缘何波动——估值

绝对估值方法

通过对股利或自由现金流折现的方法，确定公司价值：

- 内含价值(EV) = 调整净资产(NAV) + 扣除偿付能力额度成本以后的有效业务价值(VIF)
- 公司价值(AV) = 内含价值(EV) + 一年新单价值(VNB) × 新业务乘数(Capital Factor)
- 新业务乘数 = 预测未来新业务价值现值 ÷ 当年新业务价值
- 绝对估值方法一般用于对业务成长性较好或同类可比性较差的公司进行估值。

相对估值方法

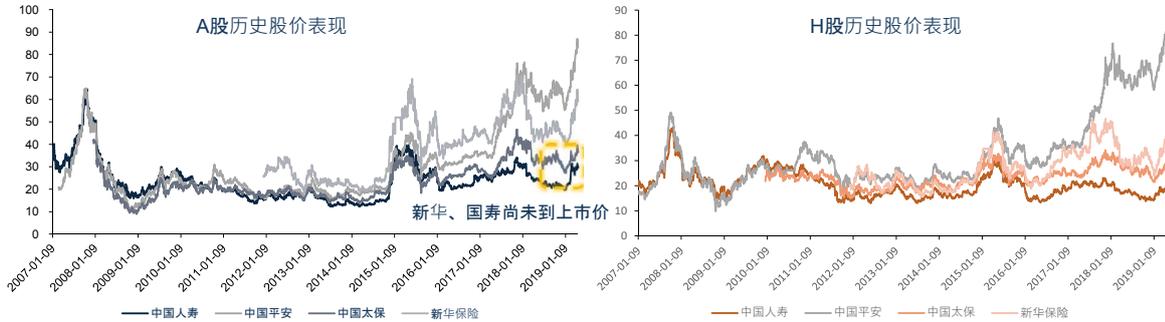
通过选取不同的指标，对比同类公司的市值乘数，确定公司价值：

- 相对估值法反映的是公司股票目前的价格的高低，通过行业内同类型可比公司的比较，可以找出在市场上相对低估的公司。
- 相对估值方法简单、直观，但需谨慎选择指标，选择不合适的指标会对公司估值产生误导。



Institute
and Faculty
of Actuaries

股价与估值缘何波动——股价



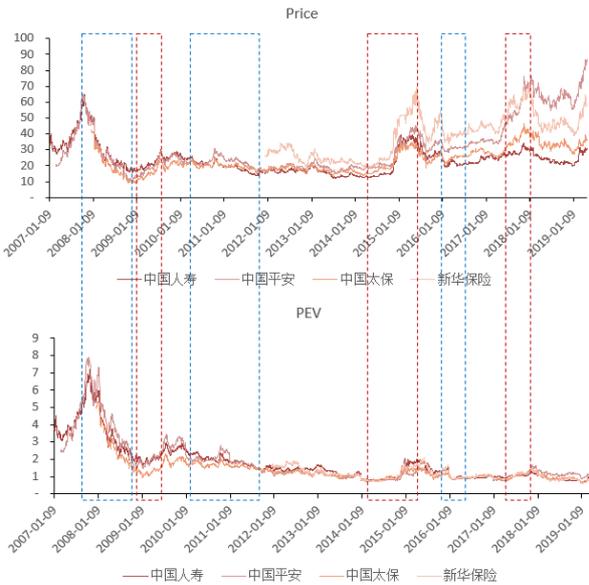
公司	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
历史股价中位数	21.91	24.74	20.81	40.64
历史股价平均数	23.46	31.44	23.16	38.72
历史最高股价	64.59	87.00	46.62	70.89
历史最低股价	12.25	9.46	8.93	17.61
标准差	8.33	16.13	7.42	13.17

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
历史股价中位数	19.57	27.57	23.50	26.37
历史股价平均数	20.32	32.48	23.36	27.21
历史最高股价	43.15	81.40	34.15	46.73
历史最低股价	12.87	9.74	14.92	15.59
标准差	5.09	14.54	3.81	7.38

- 上市险企股价走势一致，但幅度与股价变动先后顺序不同：平安、新华股价弹性更大，国寿变动时间较早
- 平安：剔除上市红利期到08年金融危机，从09年到现在10年间股价翻6倍（其余1-3倍不等）；受到H股资金长期追捧，常常A/H股折价



股价与估值缘何波动



股价明显上涨时间段:

- 2009.01-2009.07
- 2014.03-2015.04
- 2017.04-2017.11

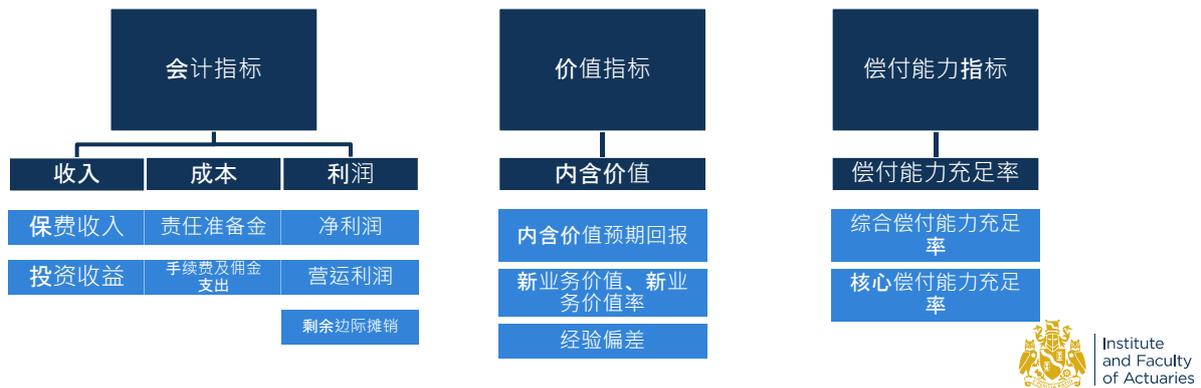
股价明显下跌时间段:

- 2007.10-2008.12
- 2010.10-2012.01
- 2018.02-2019.01



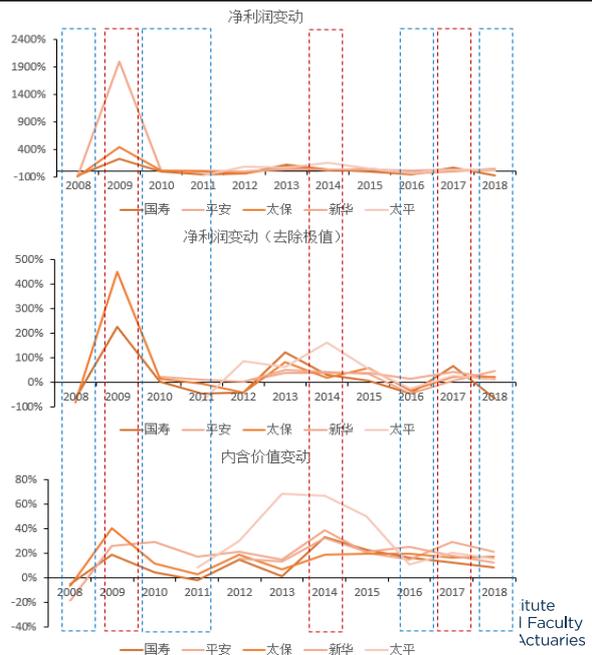
股价与估值缘何波动

- 寿险公司经营指标：会计指标、价值指标、偿付能力指标
- 三类指标互不交叉，但相互影响：三类指标全面向好则是公司经营能力增强的积极信号，反之则引发对盈利能力的担忧。

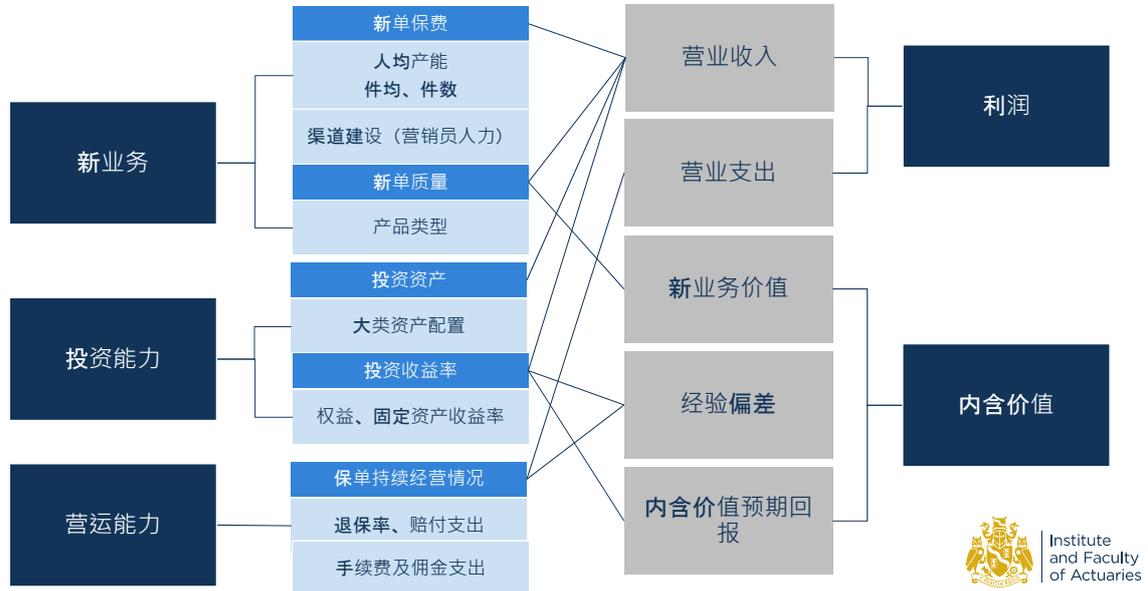


股价与估值缘何波动

- 财务指标与价值指标同向，则判断经营向好/堪忧，股价回暖/下跌、估值提升/下折；
 - 财务指标与价值指标相反，则股价不会有明显表现（2012、2013年）
- ↓
- 当财务指标、价值指标同时改善，则板块将迎来戴维斯双击，价值增加、估值提升；反之则会遭遇双杀



股价与估值缘何波动



股价与估值缘何波动

- 1) 营收、利润是滞后指标；2) 新单保费、投资收益为同步指标；3) 对于股价涨跌走势的影响主要来自对先行指标的观测
- 新单保费先行指标：宏观环境（居民财富决定购买力）、利率环境（较低利率利于储蓄险销售）、营销团队人力（决定供给能力）
- 投资收益先行指标：宏观环境——利率、权益收益→经济起底向上为赚取利差的最佳时点

股价与估值缘何波动

	时段	先行指标			同步指标	
		利率(10Y YTM)	股票市场	营销员人力(平安为例)	新单保费(平安为例)	投资收益率(平安为例)
大幅上涨时段	2009.01-2009.07	0.71	85%	2009全年+17%	2009全年+43%	2009全年6.7%
	2014.03-2015.06	-0.82	102%	2014全年+14%、2015全年+37%	2014全年+21%、2015全年+41%	2014全年5%、2015全年8%
	2017.04-2017.11	0.53	8%	2017全年+25%	2017全年+27%	2017全年6.1%
大幅下跌时段	2007.10-2008.12	-1.62	-69%	2008全年+18%	2008全年+42%	2008全年-2.4%
	2010.10-2012.01	-0.19	-28%	2011全年+7%	2011全年-7%	2011全年4.1%
	2018.02-2019.01	-0.74	-29%	2018全年+2%	2018全年-1%	2018全年3.6%

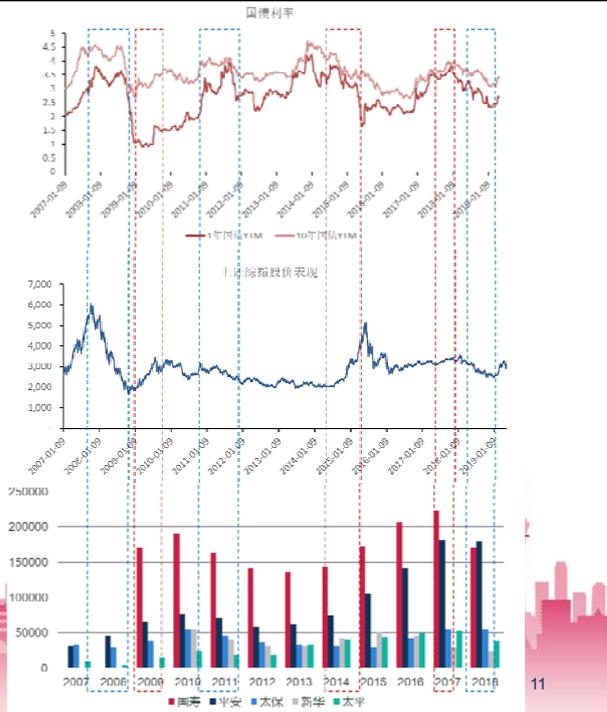
股价上涨的缘起：

- 先行指标——利率增长、股票市场走高、人力大幅增加 (>+10%)；或即便利率下降、股票市场大幅上涨 (>+100%)
- 同步指标——新单保费大幅增长 (>+20%)、投资收益率高于精算假设

股价下跌的缘起：

- 先行指标——利率下折、股票市场下跌、人力增加趋缓
- 同步指标——新单保费下降(或即便增长但投资下降过多)、投资收益率低于精算假设

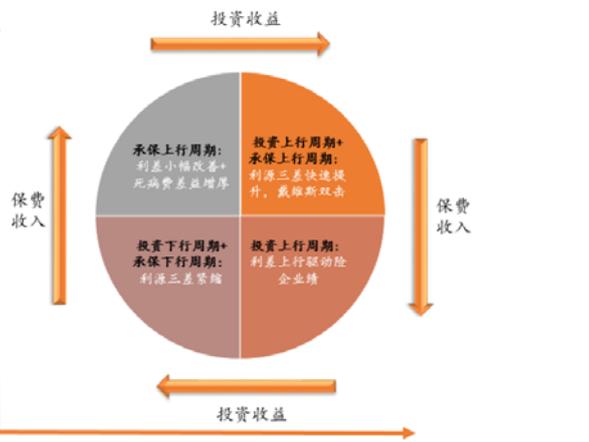
	时段	绝对涨幅	相对涨幅(相比上证综指)	初始PEV	终点PEV
大幅上涨时段	2009.01-2009.07	136%	52%	1.8	3.3
	2014.03-2015.06	142%	40%	0.7	1.4
	2017.04-2017.11	123%	116%	0.8	1.7
大幅下跌时段	2007.10-2008.12	-81%	-13%	7.9	2.1
	2010.10-2012.01	-49%	-20%	2.8	1
	2018.02-2019.01	-25%	4%	1.3	0.9



股价与估值缘何波动

历史关注点：同步指标集中关注的二元变量——新单保费、投资收益率

图表17： 保险短周期投资时钟



22 May 2019

资料来源：方正证券

12

股价与估值缘何波动

当前新增关注点：新单产品结构

- 新业务价值率角度看：1) 上市险企重疾险通常为65%-100%，4、5倍于短期储蓄险，因此即便新单总体销售乏力、新单保费收入较少，只要其中保障险增幅稳定，依旧产生较高NBV增速→支持EV增长。反之，2) 即便短期储蓄险热销、迅速拉升了新单保费，但由于储蓄险NBVM低，NBV增长有限，对EV拉动有限。
- 利源角度看：重疾险等保障险具备较高的风险保额，对疾病差依赖程度较储蓄险更高、对利差依赖程度较储蓄险更低，因此对长期利润起到更强的稳定作用。
- 保障产品占比的增加→长期稳定的利润增长→提升价值、提高估值

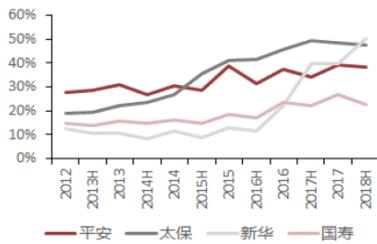


22 May 2019

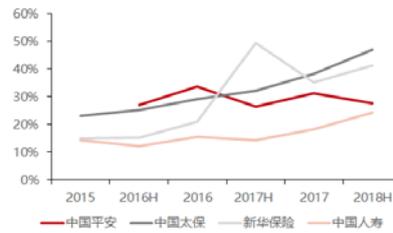
13

股价与估值缘何波动

图表5：四大险企新业务价值率（新单首年）



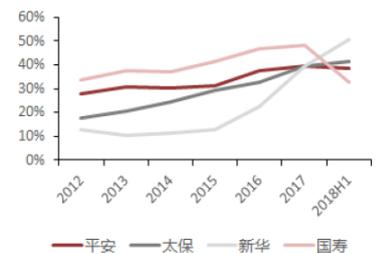
图表7：保障险新单占比



图表19：上市险企NBV对投资、疾病敏感度

NBV敏感度				
投资回报率-50bp	2016	2017H	2017	2018H
平安	-10%	-9%	-10%	-9%
太保	-14%	-12%	-11%	-12%
新华	-16%	-14%	-14%	-12%
国寿	-17%	-17%	-14%	-16%
发病率+10%				
平安	-8%	-8%	-8%	-9%
太保	-3%	-4%	-4%	-4%
新华	-4%	-4%	-4%	-7%
国寿	-2%	-2%	-2%	-2%

图表6：四大险企新业务价值率（年化首年新单）



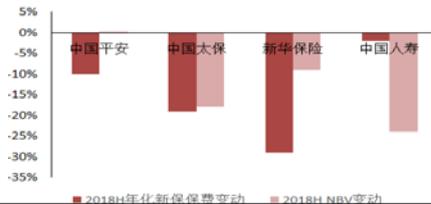
资料来源：方正证券

注：各险企保障险保费统计口径不同：平安为终身寿+定期寿+疾病险+长期意外险，太保为长期健康险+捆绑销售的终身寿+两全+任，新华与国寿仅为健康险（长短期）。同时由于太保未公布2016H、2017H数据，我们粗略线性估算

资料来源：公司公告，方正证券

注：平安的发病率提升10%假设包含死亡率提升10%

图表18：2018H上市险企新单保费与NBV变动



资料来源：公司公告，方正证券



14



Institute
and Faculty
of Actuaries

保险股的长短周期

- 长周期的发展：国际经验比较
- 短周期的摸索向上

22 May 2019

15

长周期的发展

- 保险的特殊属性：兼备周期+消费双重属性

消费属性

• **产品具备消费属性，发展阶段跟随需求曲线而变化：**保险是险企的核心产品，其市场空间由投保人长期需求决定，发展阶段跟随需求曲线演变。按需求类别划分，1) 保障型寿险满足死亡、疾病保障需求，是严格的消费类产品；2) 储蓄型寿险满足长期生命保全需求，为长期生存提供年金支持，具备一定的消费属性；3) 投资型寿险以投资盈利为目的，消费属性较低，周期表现性强。**因此从投资型到保障型产品，产品消费属性依次增强。**

• **自带杠杆经营、现金流自我供给，险企经营具备消费属性：**险企所售产品中的赔付支出责任为其负债，而对留存保费的投资为其资产。**自带杠杆的经营属性决定了其偿付能力可控环境下，良好的现金流自我驱动力，经营具备消费属性。**

周期属性

• **储蓄险产品、投资型产品的市场需求受利率情绪影响变化：**利率持续提升时，储蓄险、投资险的潜在购买者可能转而购买固定收益类投资产品，从而挤压保险产品销量；反之亦然。

• **险资投资回报的高低与宏观经济密切相关，且反应及时：**利率提升时，保险投资资金中的固收资产到期再投资，以及新增保费的固收投资将获益，有效提升保险投资收益率。

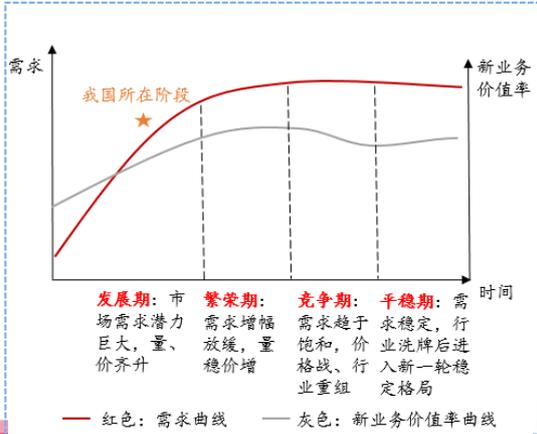
• **保费销售与投资高低也受政策周期的影响：**如2014年放开代理人考试、“打开前端”放松投资范围，刺激了保费增长、投资提升

22 May 2019

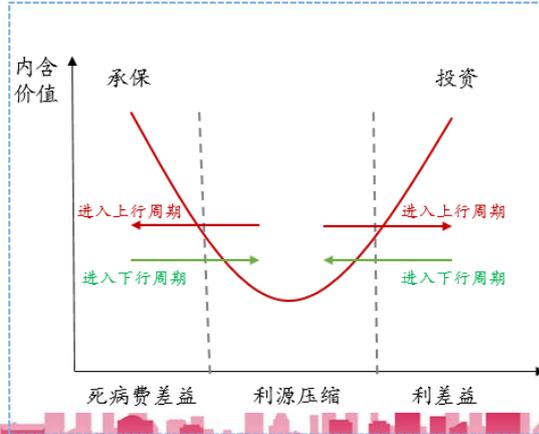
16

长周期的发展

消费属性：生命阶段进化



周期属性：短周期波动的原因

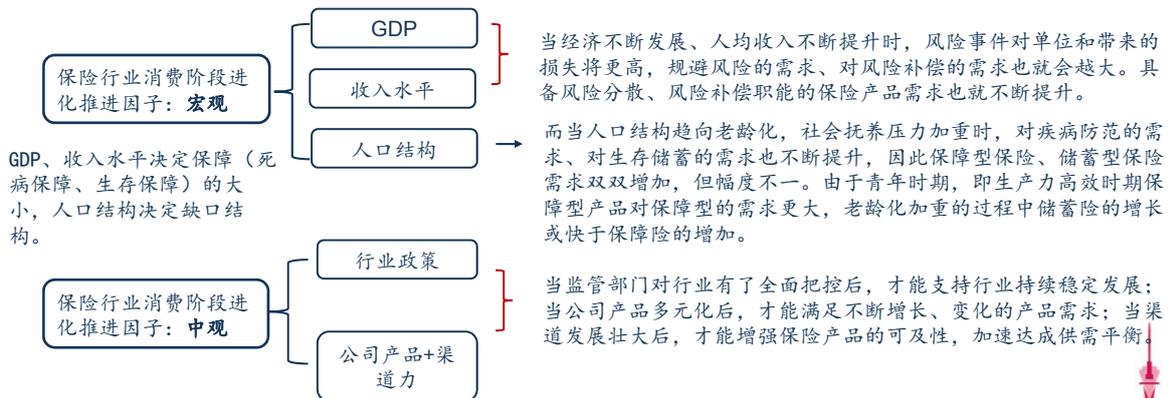


22 May 2019

17

长周期的发展

• 成长阶段国际比较：阶段划分及决定因子



22 May 2019

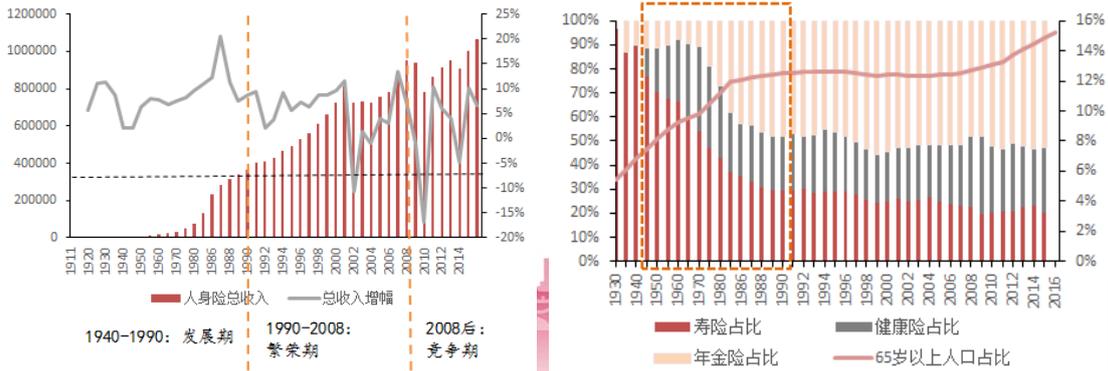
18

长周期的发展

• 成长阶段国际比较：美国

美国保险市场开发较早，但直到20世纪初工业时代才进入规范发展的快车道。发展期为1940-1990年（保险深度快速提升），繁荣期为1990-2008年（保险深度保持平稳），竞争期为2008年至今。

- 发展期行业快速增长原因：1) 经济高速发展：1940-1990年，GDP年复合增速8%；2) 老龄化程度加深：1940年后美国进入老龄化阶段（65岁以上人口占比从5%到15%），保障需求、养老保险需求爆发。
- 发展期行业表现：1) 50年间人身险保费年复合增速9%（高于GDP增速），保险深度从3%提升到4%；2) 健康险保费从无到609亿元，占比提升至23%；3) 年金险保费从3.9亿元增长至609亿元，占比从13%提升至49%。



长周期的发展

• 成长阶段国际比较：美国

我国保险行业可对应美国的发展阶段（1940-1990年）中后期

表现

- 我国保险行业市场化发展始于90s，30年间高速发展。这期间内（1999-2019）人身险保费年复合增速32%，远高于GDP增速，保险深度提升，但仍远低于发达保险市场。
- 保险产品单一化、同质化；健康险自2012年以来快速发展，但目前总保费占比仅为16%。

原因

- GDP的高速增长、人民收入水平的持续提高：我国经济仍具有较强韧性，今年预期仍能保持6.5%以上GDP增速；人均收入水平随之提高对生命保障、财产保全的需求提升；
- 老年化程度加深：当前65岁以上人口占比提升至11%（2000年为7%），且增速提升至5.5%（2008年为3%），迫切需要保险来实现疾病、死亡风险的保障、养老储蓄的保障。

结论

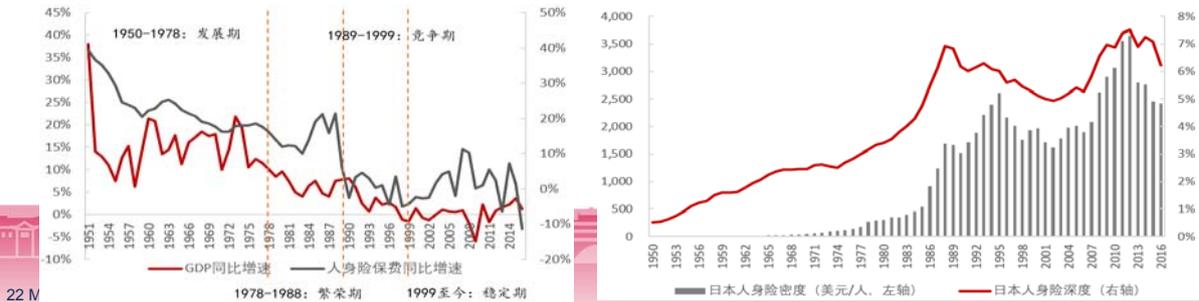
- 从GDP发展速度、老龄人口占比、保险深度、健康险占比情况来看，我们正处于保险行业的发展阶段
- 美国发展期虽然持续近50年，但我国25%的年复合增速远高于美国彼时9%的年复合增速。因此虽然我国发展期仅30年，但凭借高增速将缩短整个发展期，预计将在5-10年内完成发展历程。我国正处于发展期中后段。

长周期的发展

• 成长阶段国际比较：日本

日本早在19世纪末明治维新后便引入保险行业，并于20世纪初正式立法规范和推进行业发展，但直至二战后才开始蓬勃。**发展期为1950-1978年（保险深度快速提升），繁荣期为1978-1988年（保险深度加速提升），竞争期为1989-1999年（保险深度有所下滑），稳定期为1999年至今（保险深度逐步回升）。**

- 发展期行业快速增长原因：1) 经济高速发展：1950-1978年，GDP年复合增速15%；2) 年轻劳动人口占比高：年轻劳动力在人口中占比保持在40%以上，对兼顾保障与储蓄功能的两全保险的需求显著提升；3) 营销队伍迅速扩大：众多战争遗孀成为保险营销员，1970年营销员数量触及历史高点39万人。
- 发展期行业表现：1) 人身险保费年复合增速22%（高于GDP增速）；2) 保险深度从不及1%提升到3%以上；3) 储蓄型保费收入占比较高，保障型新单占比不到20%，但随着保险市场的繁荣和稳定以及人口老龄化程度的加深而不断提升至70%左右。



长周期的发展

• 成长阶段国际比较：日本

——我国保险行业可对应日本的发展阶段（1950-1978年）末期并向繁荣期转变

表现

1991-2017年人身险保费年复合增速25%，远高于GDP增速。与日本1950-1978年情况相同。

截至2017年，我国人身险保险深度3.2%，保险密度285美元，远低于发达保险市场与日本1978年水平基本一致。我国上市险企健康险新单保费占比约30%，已逐步向日本繁荣期水平靠拢。

我国老年人口占比11%，与日本二十世纪八十年代的水平相近。

22 May 2019

原因

从GDP发展速度、人身险保费收入增速、保险深度和保险密度来看，我国正处于保险行业发展阶段末期。

但从人口老龄化程度和健康险占比情况来看，我国正不断向繁荣期靠拢。

对标日本人口结构和行业发展阶段，随着我国老龄化程度的深化和保险行业由发展期向繁荣期的逐步过渡，我国保障型保险至少有一倍于当前的发展空间。



短周期的摸索向上

- 传统关注要素：

1) 先行指标：利率向上+权益回暖+营销人员稳定增加

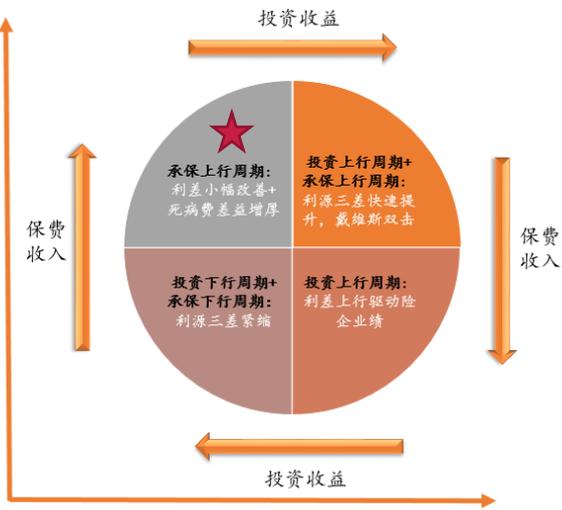
2) 同步指标：新单保费震荡向上+投资收益大幅增加

- 新增关注要素：

保障险新单占比增加

- 风险点：

1) 利率大幅下滑、权益大幅下折、营销人员迅速脱落、保障险销售滑落



22 May 2019

23



Institute
and Faculty
of Actuaries

保险股，以后还有什么新的关注点？

- 疾病发生率是否会提升
- 传统寿险、年金险如何推广
- 投资的新方式

22 May 2019

24



Questions



Comments

Expressions of individual views by members of the Institute and Faculty of Actuaries and its staff are encouraged.

The views expressed in this presentation are those of the presenter.

