

中国保险行业(优于大市)——市场过分担忧，寿险期待估值修复

中国保险行业

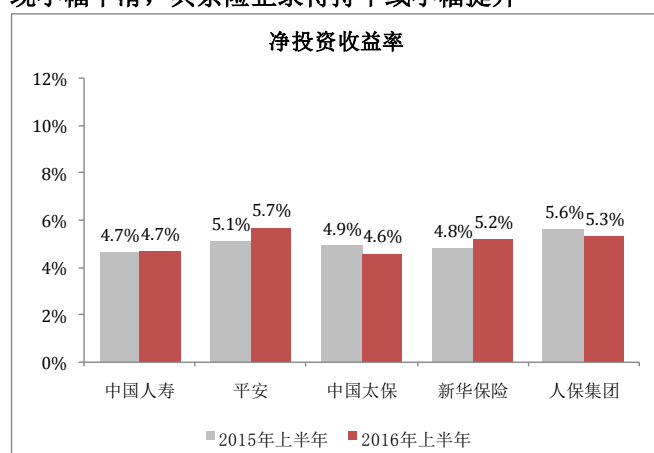
- ❖ **一些合理的担忧基本已反映在股价中且风险可控。**（1）**低利率环境和股市调整导致投资收益下滑。**从 2016 年上半年的表现来看，低利率的影响并不如市场预期般负面，一些上市险企通过提前锁定高利率产品、积极调仓把握分红节奏、增加非标投资等方式平滑收益，其净投资收益率与去年同期相比甚至出现小幅上升。然而股市波动使得买卖价差收益及公允价值损益大幅缩水，险企总投资收益率大幅下降。预计未来，低利率和股市波动将继续使投资收益、利润承压，但我们认为该风险已被充分预期并反映在股价中，且未来该风险总体可控：今年 6 月 30 日至今，A 股累计升幅近 3.3%，目前走势和市场情绪均较为稳定；此外，险企将可通过沪港通投资港股，有助于其分散风险、挖掘价值投资机会。（2）**由于 750 天移动平均国债收益率曲线下行导致传统险基准折现率下调、准备金计提增加。**据我们测算，2016 年上半年该曲线各期下降 16-20 基点，下半年可能还将下降 20 个基点左右。上半年，中国人寿受此风险影响最大，由于准备金假设变动造成的利润减少约占税前净利润的 81.1%。（3）**在低利率环境下若下调长期投资收益，则内含价值承压。**各上市险企将于年末考虑调整内含价值计算假设，根据静态敏感性分析，若长期投资收益和风险折现率同时下调 50 个基点，各险企内含价值下降幅度在 2.1%至 6.4%的区间内，较之目前的低估值而言并不大，风险可控。
- ❖ **其他的一些忧虑对上市险企的影响并不大。**首先，市场普遍关心险企利差收窄，甚至出现“利差损”，但该风险主要针对负债端（即产品端）激进型险企，上市险企主打传统型、保障型产品，预定利率多在 2.5%。以中国人寿为例，其 2016 年上半年加权平均负债成本与去年基本持平，约为 2.58%，与同期年化总投资收益率 4.4%相比尚有空间。上市险企的万能险结算利率也低于一些激进型险企。所以，我们认为上市险企资产负债管理较为稳健，投资收益能够覆盖负债成本，出现“利差损”的可能性很小。其次，注意到保监会于今年 3 月和 9 月连续出台限制中断存续期产品规模的措施，以避免保险产品短期理财化。此举同样对上市险企影响甚小，因为上市险企保费增速主要由长期保障型产品驱动，产品策略与保监会推崇的方向相吻合。总而言之，我们认为上市险企与激进型险企有诸多不同。上市险企投资端负债端并重，注重新业务价值和内含价值的可持续增长，而非一味追求保费规模；上市险企投资风格较为稳健，注重保险资产的价值增值；上市险企保持良好的资本充足率。因此目前市场上的一些忧虑主要针对的是业务模式比较激进的险企，这些忧虑不该拖累上市险企的估值。
- ❖ **基本面向好，上市险企业务结构改善有助推动新业务价值持续增长。**2016 年上半年，上市险企保费增速稳健，寿险公司平均新业务价值同比增速高达 47.5%，这离不开业务结构的持续改善。个险渠道和期缴业务的保费收入在首年保费收入中的占比稳步提升，拉动新业务价值增长。五家上市寿险公司（人保寿险除外）代理人总人数上半年增长 20.3%，达到近 345 万人，预计未来保险代理人增员将放缓，公司更注重队伍产能的提升。
- ❖ **险企显著跑输恒指，估值接近历史低谷。**今年以来，恒指累计涨幅约 8%，而中国保险行业平均跌幅超过 12%。按 2016 年上半年财务数据，目前保险行业平均估值约为 0.9 倍 P/EV，接近历史底部，只有两家公司估值略超过 1 倍 P/EV。随着险企业务结构持续改善以及一些无谓担忧逐渐消除，我们期待中国保险行业估值恢复。

图 1:2016 年上半年险企投资收益下滑，主要由于股票投资收益大幅缩水

		中国人寿 2628 HK (人民币 百万)	平安 2318 HK (人民币 百万)	中国太保 2601 HK (人民币 百万)	新华保险 1336 HK (人民币 百万)	人保集团 1339 HK (人民币 百万)	人保财险 2328 HK (人民币 百万)	中国太平 966 HK (港币 百万)
投资收益	1H15	99,856	83,174	31,490	31,226	27,605	13,135	18,298
	1H16	50,799	55,570	21,343	16,255	15,079	7,444	9,850
	同比	-49.1%	-33.2%	-32.2%	-47.9%	-45.4%	-43.3%	-46.2%
包括：利息及分红收益	1H15	49,733	42,483	19,620	14,889	16,454	7,592	8,080
	1H16	54,542	64,619	20,687	16,061	15,929	8,002	8,386
	同比	9.7%	52.1%	5.4%	7.9%	-3.2%	5.4%	3.8%
交易性资产买卖价差及公允价值变动损益等	1H15	50,123	40,691	11,870	16,337	11,151	5,543	10,218
	1H16	(3,743)	(9,049)	656	194	(850)	(558)	1,464
	同比	-107.5%	-122.2%	-94.5%	-98.8%	-107.6%	-110.1%	-85.7%

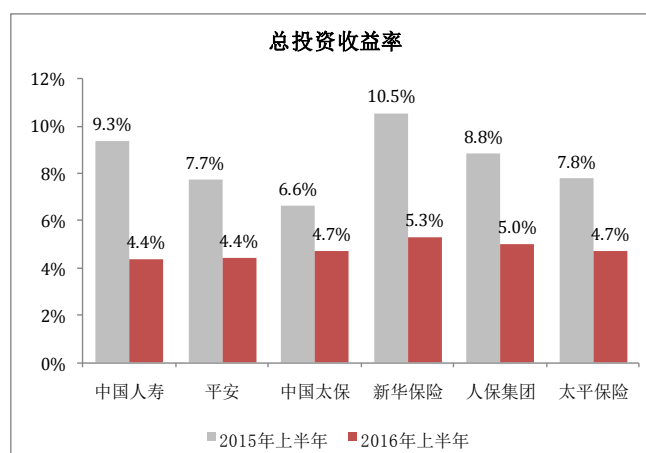
来源：公司，招银国际证券

图 2: 2016 年上半年净投资收益率除太保、人保集团出现小幅下滑，其余险企录得持平或小幅提升



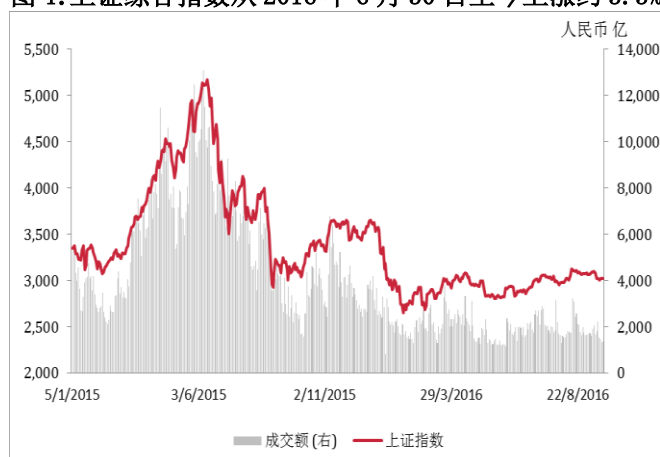
来源：公司，招银国际证券

图 3: 总投资收益率同比显著下滑



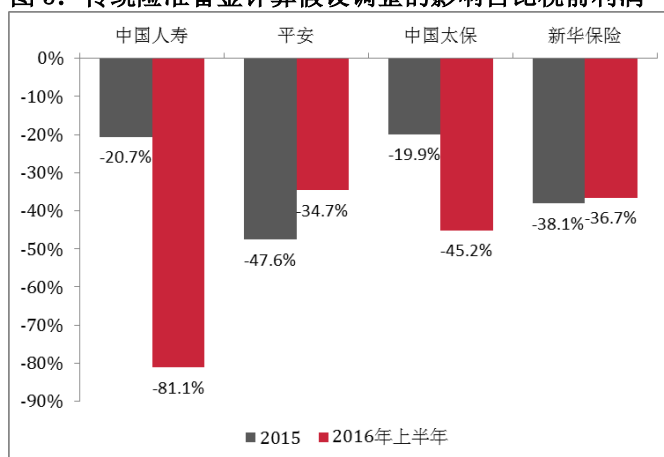
来源：公司，招银国际证券

图 4: 上证综合指数从 2016 年 6 月 30 日至今上涨约 3.3%



来源：彭博，招银国际证券

图 5: 传统险准备金计算假设调整的影响占比税前利润



来源：公司，招银国际证券

图 6：今年以来，各期限 750 天移动平均国债到期收益率曲线下降 16-20 个基点

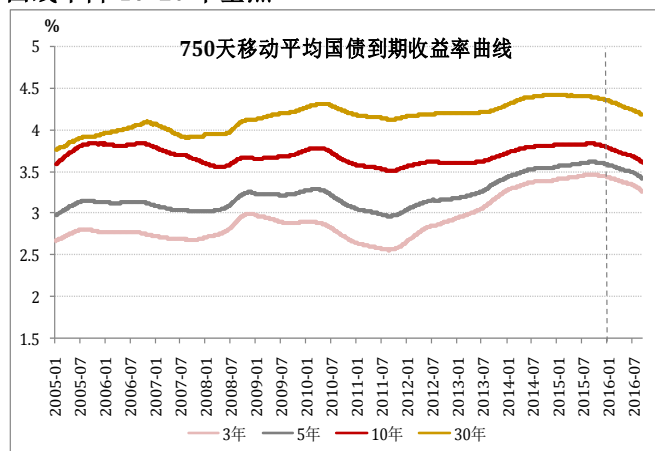


图 7：若风险贴现率和投资收益率假设同时下调 50 个基点，集团内含价值的变化比例（2016 年 6 月 30 日）

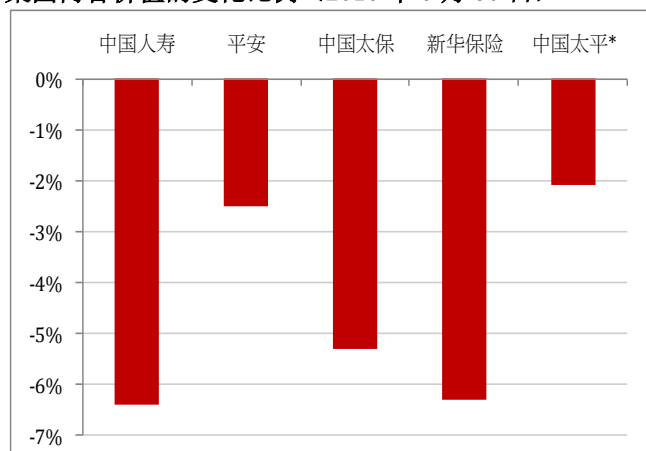


图 8：上市寿险企业偿付能力充足率更为稳健

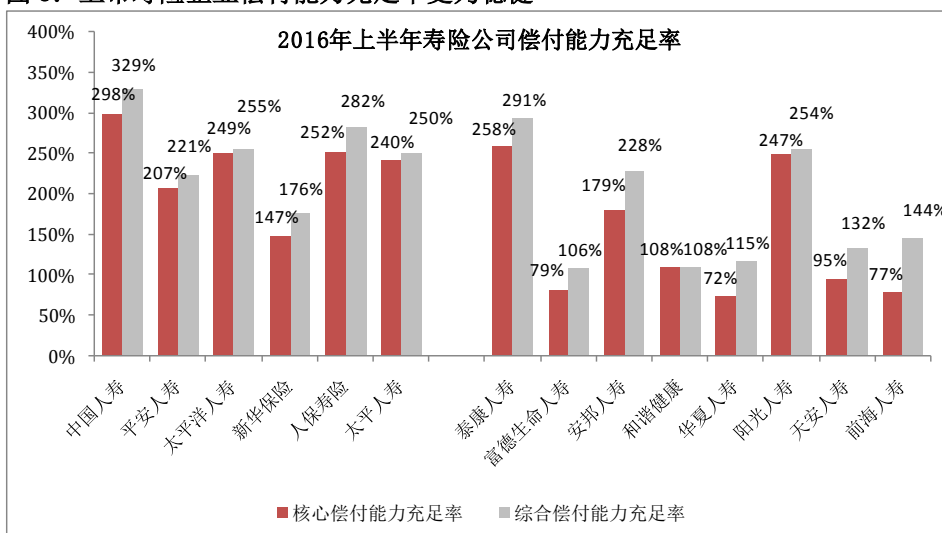


图 9：万能险结算利率

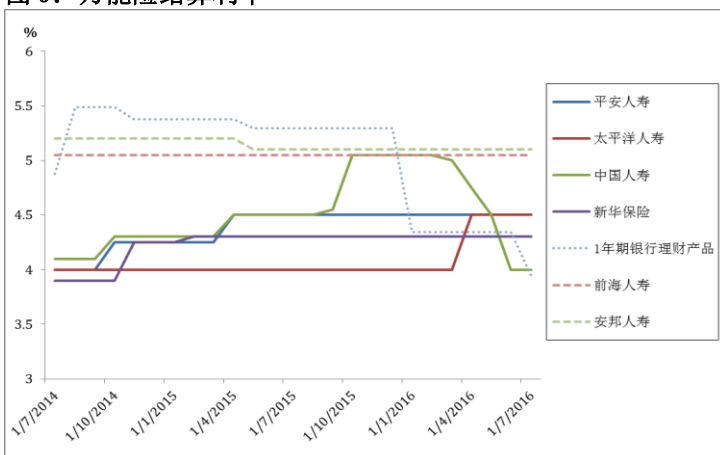


图 10: 2016 年寿险新业务价值同比增速喜人

公司	股票代码	1H16 (百万人民币)	1H15 (百万人民币)	同比增速
中国人寿	2628 HK	28,021	18,637	50.4%
平安寿险	2318 HK	24,017	16,825	42.7%
太保寿险	2601 HK	11,264	7,227	55.9%
新华人寿	1336 HK	4,049	3,428	18.1%
太平寿险 (百万港币)	966 HK	5,236	3,246	61.3%
人保寿险	1339 HK	2,880	1,839	56.6%
平均				47.5%

来源: 公司, 招银国际证券

图 11: 个险渠道及期缴业务占比稳步提升

公司	股票代码	2012	2013	2014	2015	1H15	1H16
个险渠道首年保费/总首年保费							
中国人寿	2628 HK	25.5%	27.7%	29.6%	34.3%	31.3%	41.5%
平安	2318 HK	71.6%	82.3%	82.8%	89.3%	82.2%	80.5%
太保寿险	2601 HK	N/A	42.4%	53.6%	76.0%	74.4%	82.2%
新华保险	1336 HK	33.3%	27.1%	26.9%	31.6%	24.3%	34.2%
首年期缴保费/总首年保费							
中国人寿	2628 HK	36.1%	35.1%	39.9%	44.2%	38.3%	50.5%
平安	2318 HK	77.6%	87.9%	85.4%	91.1%	85.3%	86.4%
太保寿险	2601 HK	40.6%	45.4%	54.4%	75.8%	75.7%	80.2%
新华保险	1336 HK	44.5%	32.3%	28.0%	32.8%	24.2%	39.0%

来源: 公司, 招银国际证券

图 12: 2016 年迄今, 中国保险板块跑输恒指



来源: 彭博, 招银国际证券

图 13: 估值表

股票代码	公司	股价 (港元)/ 指数	市盈率			市净率			现时 P/EV(x)	现时 P/NBV(x)	年初至今的 股价变动
			15A	16E	17E	15A	16E	17E			
2601 HK	中国太保	29.45	18.21	17.08	15.66	1.81	1.68	1.55	1.07	19.09	-7.7%
2318 HK	平安	42.65	10.82	11.29	11.01	1.84	1.75	1.52	1.09	21.74	-0.8%
2628 HK	中国人寿	21.35	38.75	22.43	16.59	1.71	1.61	1.48	0.89	16.46	-14.8%
1336 HK	新华保险	34	17.55	14.22	11.55	1.58	1.45	1.31	0.83	13.77	4.5%
966 HK	太平保险	16.38	16.43	11.38	9.60	1.02	0.96	0.88	0.61	9.78	-31.8%
1339 HK	人保集团	3.29	8.36	8.81	7.90	0.99	0.95	0.84	N/A	N/A	-13.4%
2328 HK	人保财险	13.48	9.51	9.23	8.29	1.53	1.40	1.24	N/A	N/A	-12.6%
1508 HK	中再保险	1.88	8.08	11.54	9.23	0.98	0.92	0.84	0.93	N/A	-20.7%
	平均		15.96	13.25	11.23	1.43	1.34	1.21	0.90	16.17	-12.2%
	H股金融行业指数	15,830	7.42			1.02					0.9%
	恒生指数	23,670	12.80			1.22					8.0%

来源: 彭博, 公司, 招银国际证券

图 14：2016 年上半年上市险企财务及经营指标概览

		中国人寿 2628 HK (人民币 百万)	平安 2318 HK (人民币 百万)	中国太保 2601 HK (人民币 百万)	新华保险 1336 HK (人民币 百万)	人保集团 1339 HK (人民币 百万)	人保财险 2328 HK (人民币 百万)	中国太平 966 HK (港币 百万)
总保费收入	1H15	234,298	212,134	110,891	72,738	226,928	146,232	85,396
	1H16	292,461	256,683	131,537	71,081	264,578	161,893	93,930
	同比	24.8%	21.0%	18.6%	-2.3%	16.6%	10.7%	10.0%
寿险保费收入	1H15	234,298	130,691	62,465	72,661	153,067	N/A	63,493
	1H16	292,461	172,898	82,234	71,035	170,050	N/A	72,345
	同比	24.8%	32.3%	31.6%	-2.2%	11.1%	N/A	13.9%
财险保费收入	1H15	N/A	81,443	48,380	N/A	146,300	145,926	9,949
	1H16	N/A	83,785	49,224	N/A	161,980	161,562	10,820
	同比	N/A	2.9%	1.7%	N/A	10.7%	10.7%	8.8%
投资收益	1H15	99,856	83,174	31,490	31,226	27,605	13,135	18,298
	1H16	50,799	55,570	21,343	16,255	15,079	7,444	9,850
	同比	-49.1%	-33.2%	-32.2%	-47.9%	-45.4%	-43.3%	-46.2%
归属于母公司股东的净利润	1H15	31,489	34,649	11,295	6,752	12,821	14,422	5,858
	1H16	10,395	40,776	6,142	3,333	7,725	10,648	3,099
	同比	-67.0%	17.7%	-45.6%	-50.6%	-39.7%	-26.2%	-47.1%
归属于母公司股东权益	2015	322,492	334,248	133,336	57,835	116,101	108,946	55,021
	1H16	302,948	363,948	126,957	57,711	120,939	112,171	53,020
	变动 (%)	-6.1%	8.9%	-4.8%	-0.2%	4.2%	3.0%	-3.6%
投资资产	2015	2,287,639	1,731,619	854,458	635,688	742,821	344,025	372,667
	1H16	2,404,233	1,825,901	907,005	666,135	770,373	345,344	399,930
	变动 (%)	5.1%	5.4%	6.1%	4.8%	3.7%	0.4%	7.3%
净投资收益率(%)	1H15	4.7%	5.1%	4.9%	4.8%	5.6%	N/A	N/A
	1H16	4.7%	5.7%	4.6%	5.2%	5.3%	N/A	N/A
	变动 (百分点)	0.03	0.6	-0.3	0.4	-0.3	N/A	N/A
总投资收益率(%)	1H15	9.3%	7.7%	6.6%	10.5%	8.8%	N/A	7.8%
	1H16	4.4%	4.4%	4.7%	5.3%	5.0%	N/A	4.7%
	变动 (百分点)	-5.0	-3.3	-1.9	-5.2	-3.8	N/A	-3.1
集团内含价值	2015	560,277	552,853	205,624	103,280	N/A	N/A	117,548
	1H16	583,756	614,537	215,355	109,684	N/A	N/A	119,949
	变动 (%)	4.2%	11.2%	4.7%	6.2%	N/A	N/A	2.0%
寿险内含价值	2015	560,277	326,814	151,918	103,280	53,028	N/A	81,862
	1H16	583,756	354,524	159,976	109,684	53,905	N/A	82,710
	变动 (%)	4.2%	8.5%	5.3%	6.2%	1.7%	N/A	1.0%
上半年新业务价值	1H15	18,637	16,825	7,227	3,428	1,839	N/A	3,246
	1H16	28,021	24,017	11,264	4,049	2,880	N/A	5,236
	同比	50.4%	42.7%	55.9%	18.1%	56.6%	N/A	61.3%
财险综合成本率(%)	1H15	N/A	93.6%	99.5%	N/A	94.7%	94.7%	99.6%
	1H16	N/A	95.3%	99.4%	N/A	95.0%	95.0%	99.6%
	变动 (百分点)	N/A	1.7	-0.1	N/A	0.3	0.3	0
集团核心偿付能力充足率(%)	2015	324.1%	195.6%	289.0%	248.5%	235.0%	N/A	N/A
	1H16	298.3%	200.5%	282.0%	251.8%	230.0%	250.8%	N/A
	变动 (百分点)	-25.8	4.9	-7.0	3.2	-5.0	N/A	N/A
集团综合偿付能力充足率(%)	2015	359.0%	204.9%	299.0%	281.0%	295.0%	N/A	N/A
	1H16	329.1%	210.4%	291.0%	281.8%	282.0%	279.6%	N/A
	变动 (百分点)	-29.9	5.5	-8.0	0.9	-13.0	N/A	N/A

来源：公司，招银国际证券

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。