

国寿到底贵不贵

——Q 系列报告之五

市场关心什么？

- Q1：为何国寿估值溢价较高：隐含新业务倍数 17.8 倍，平安与太保为 6.7 倍、6.5 倍，隐含内含价值倍数 2.1 倍，平安与太保为 1.5 倍、1.3 倍？
- Q2：如何评估国寿在股权投资方面的优势？如何评估历史遗留的高利率保单给平安和太保带来的“内含价值水分”？
- Q3：在考虑到以上两因素之后，国寿估值水平是否依然较高？应该如何解释这“剩余”的估值溢价？

研究结论

目前，国寿贵得有道理，理由在于：股权投资具备优势、内含价值没有水分、小盘股溢价、营运效率差异和“清爽专注特色”等。但未来小盘股溢价和清爽专注溢价都有下降趋势，国寿溢价水平或降 10%—15%。实施最新会计政策后，各公司净资产与内含价值料将提升，估计国寿增幅可能最高。根据国寿精算假设，给予 25 倍 09 年新业务倍数，目标价 24.82 元/股，维持增持评级。

- **国寿偿付能力充足率较高并非估值溢价的理由。**在上市保险公司充足率都能满足监管要求前提下，过高充足率意味着过剩资本和边际 ROE 下降。
- **国寿在股权投资方面拥有得天独厚的优势。**综合考虑投资规模与回报率，谨慎估计国寿股权投资优势估值约为 1 元/股，相当于内含价值 9.7 元/股的 10% 左右，即该优势使得公司 PEV 倍数应该比同行享有 10% 的溢价。
- **国寿没有高利率保单，因此其内含价值特别“扎实”，没有半点“水分”。**若将平安和太保的高利率保单评估利率下调到 5% 左右（与投资收益率相当）的水平，其内含价值或将下降 14% 和 11%。换言之，实施最新会计准则后，三公司的净资产和内含价值都将提升，估计国寿增幅可能最高。
- **考虑到以上两大因素后，国寿估值溢价从 50% 降至 25%。剩余溢价率来自其它理由：**对平安的小盘股溢价、对太保的营运效率差异及“没有解禁压力、税收检查、海外投资风险并专注于寿险主业”的“清爽专注特色”。

国寿其它溢价理由	对平安	对太保
小盘股溢价	20%	0%
营运效率差异	-6%	10%
清爽专注特色	11%	15%
小计	25%	25%

- **对平安的小盘股溢价率：20%。**根据流通市值分组，国寿和太保属于“300—500 亿”组，平安属于“1000 亿以上”组，前者市净率高于后者 20%。
- **对太保的营运效率差异：10%。**命名：营运效率指标 = （营运经验差异 + 其他经验差异）/ 上年有效业务价值，对比发现：国寿营运效率低于平安 6%，高于太保 10%。由此国寿估值应较平安折价 6%，较太保溢价 10%。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王小罡 CFA

保险行业资深分析师

8621-63325888 × 6083

wangxiaogang@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

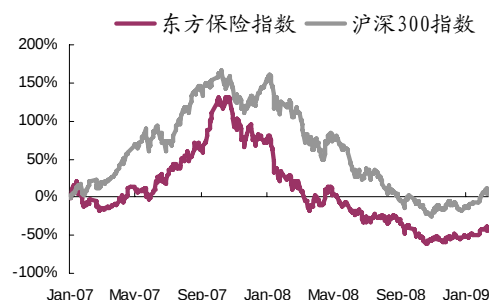
行业

保险

报告日期

2009 年 2 月 26 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	7.7	20.7	-56.6
相对表现 (%)	-6.5	3.1	-2.4

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及六个月估值

EPS	2007A	2008E	2009E	股价	评级
中国人寿	1.38	0.58	0.79	20.33	增持
中国平安	2.61	0.24	1.18	32.21	买入
中国太保	1.12	0.16	0.52	13.40	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《社保、年金与寿险深度——Q 系列报 09 年 1 月 5 日告之一》

《利润率、利差与估值方法——Q 系列 09 年 1 月 9 日报告之二》

《利率、股指与股价波动——Q 系列报 09 年 1 月 15 日告之三》

《开门红为何而红——Q 系列报告之 09 年 2 月 20 日四》

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

一、问题回顾	3
二、国寿估值溢价显著	3
三、三大解释真假辨析	3
四、国寿估值溢价的其他理由	7
五、研究结论：国寿到底贵不贵	10
附文 调整评估利率对内含价值的影响	12

图表目录

图 1：A 股市场小盘股溢价图	8
表 1：三公司股价隐含估值水平表	3
表 2：平安主力产品期缴年限表	6
表 3：三公司国内外准则净资产比较表	6
表 4：调整后股价隐含估值水平表	7
表 5：国寿八折股价隐含估值水平表	8
表 6：各公司营运效率对比表	9
表 7：国寿溢价 25%理由分析表	10
表 8：平安内含价值影响估算表	12
表 9：太保内含价值影响估算表	13

一、问题回顾

Q1: 国寿存在较高的估值溢价：隐含新业务倍数 17.8 倍，平安与太保为 6.7 倍和 6.5 倍，国寿隐含内含价值倍数 2.1 倍，平安与太保为 1.5 倍和 1.3 倍。原因何在？

Q2: 如何评估国寿在股权投资方面的优势？如何评估历史遗留的高利率保单给平安和太保带来的“内含价值水分”？

Q3: 在考虑到以上两因素之后，国寿估值水平是否依然较高？应该如何解释这“剩余”的估值溢价？

二、国寿估值溢价显著

国寿股价隐含估值水平显著高于平安和太保，大约高出 50% 左右。根据 2 月 27 日 A 股收盘价，国寿隐含新业务倍数 (NBM) 为 17.8 倍，比平安之 6.9 倍和太保之 6.1 倍分别高出 165% 和 176%，国寿隐含内含价值倍数 (PEV) 为 2.1 倍，比平安之 1.5 倍和太保之 1.3 倍分别高出 40% 和 57%，如下表所示。

表 1：三公司股价隐含估值水平表

单位：元/股	2 月 27 日收盘	其他业务估值 (1X09PB)	隐含寿险估值	09EV (含总部)	09FNBV	隐含 NBM	隐含 PEV
国寿	20.48	0.00	20.48	9.70	0.60	17.8	2.1
平安	31.95	2.67	29.28	19.45	1.46	6.7	1.5
太保	13.58	0.97	12.61	9.39	0.50	6.5	1.3
国寿较平安溢价						165%	40%
国寿较太保溢价						176%	57%

资料来源：东方证券研究所

国寿估值溢价的背后，究竟有哪些原因呢？

三、三大解释真假辨析

投资者对国寿估值溢价比较常见的三大解释是：国寿偿付能力充足率高于平安和太保；国寿具有独一无二的股权投资优势；国寿剥离了高利率保单，其内含价值没有“水分”。

对此，我们逐一辨析如下：

1、国寿偿付能力充足率高于平安和太保，所以应该享受较高的估值水平（PEV 倍数）。

我们认为这个理由不成立。

从 08 年中报看，国寿偿付能力充足率为 305%，超过平安寿险之 121%和平安财险之 112%，也超过太保寿险之 169%和太保财险之 192%。

国寿偿付能力充足率较高的一个原因是：平安和太保都是集团上市，A 股上市融资所得为集团所持有，并没有完全增资到旗下的寿险公司和财险公司，而国寿股份没有这样的问题，这就造成了国寿偿付能力充足率较高。

退一步说，即使国寿偿付能力充足率高于充分增资之后的平安寿险、平安财险以及太保寿险、太保财险，那么，是否国寿就应该享受较高的 PEV 倍数呢？

非也。我们认为，当公司偿付能力充足率从不足到充足，再到过剩，最后严重过剩，公司的 PB 倍数或者 PEV 倍数应该是先上升再下降的一个过程。

当三家公司的偿付能力充足率都符合监管要求，从而保证展业不会受到监管限制时，更高的偿付能力充足率不应该得到更高的 PEV 倍数。因为较高的充足率已经体现为较高的内含价值，而太高的，或者说，过剩的偿付能力实际上意味着公司的过剩资本（excessive capital），这种过剩资本不应该得到很高的 PEV 倍数。

就像对银行的估值中，在资本充足率符合监管要求的基础上，过高的充足率并不值得给予较高的 PB 倍数。否则，银行和保险等金融机构，只要不停的增发融资，就能不断提高资本充足率（或者偿付能力充足率），从而享受更高的 PB 或者 PEV 倍数，由此实现市值的加速增长。实际上这是不合理的。因为过剩资本的边际 ROE 是不断下降的，不值得给予太高的 PB 或者 PEV 倍数。严格的说，太多的过剩资本甚至应该给予较低的估值倍数。

2、国寿具备独一无二的行业地位和政策背景，在股权投资方面拥有得天独厚的优势。

我们认为这个理由是成立的。

从 06 年参股广发行、南方电网和中信证券，到 08 年参与 VISA IPO，国寿的股权投资的的确不同凡响。关键在于如何评估这一优势。

在这方面，投资项目的规模和回报率似乎呈现着“鱼与熊掌难以得兼”的格局。大手笔的投资回报率未必特别高，比如 06 年底 350 亿元参股南方电网，潜在回报率水平现在还不好说。超高回报的投资其规模又不会很大，比如 06 年中参与中信增发，到 09 年 2 月为止，回报率约 360%，年均复合增长超过 75%，但其规模有限，国寿股份以 9.29 元/股的价格拿下 3.5 亿股，也就是 32.5 亿元，不到南方电网项目的 10%。

根据我们的预测，国寿总投资资产在 08 年底将超过 9000 亿元，在 09 年底将超过 10000 亿元。综合考虑优势投资项目的潜在规模和回报率，谨慎估计：国寿优势项目的投资规模或占总投资资产的 1%，就是 100 亿元；潜在的年均复合回报率或达 30%，按照风险折现率 11.5%，长期投资回报率预期 5.5%，投资规模每年增长 3%（同通货膨胀率），则国寿股权投资优势估值为：

$$100 \text{ 亿元} * (30\% - 5.5\%) / (11.5\% - 3\%) / 282.65 \text{ 亿股} = 1.02 \text{ 元/股}$$

我们估计国寿 09 年底内含价值为 9.7 元/股(假定 09 年沪深 300 指数上涨 20%，报收于 2181 点)，那么国寿股权投资优势相当于提高公司内含价值 10%左右，换句话说，这一优势使得公司的 PEV 倍数应该比同行享有 10%的溢价。

3、国寿没有平安和太保那样的高利率保单历史遗留问题，因此国寿的内含价值特别“扎实”，没有半点“水分”。

我们认为这个理由也是成立的。

保监会对寿险责任准备金评估利率的规定是：评估利率按照 7.5%和保单预定利率两者孰低的原则来确定。这就意味着：对于 1999 年以后的低预定利率保单，各公司的评估利率都不超过 2.5%的水平，考虑到寿险公司投资回报率预期大约为 4.5%-5.5%之间，超过 2.5%，因此，99 年以后寿险责任准备金的提取是充分的，或者说，是超充分的。

对 1995-1999 年之间销售的高利率保单，各公司的评估利率不能超过 7.5%，目前，平安已经将这一评估利率调低到了 6%，太保也调低到了 6.5%。但是，无论是 6%还是 6.5%，都是高于相应的保单资产的投资回报率预期的。

根据保监会 1 月 14 日发布了 09 年 1 号文件《关于保险业实施<企业会计准则解释第 2 号>有关事项的通知》，包括境内、境外上市保险公司在内的所有保险公司，编制 2009 年年度境内、境外财务报告时应遵循以下会计政策：

- 1、保费收入的确认和计量引入重大保险风险测试和分拆处理；
- 2、保单获取成本不递延，计入当期损益；
- 3、采用新的基于最佳估计原则下的准备金评估标准。

重大保险风险测试标准、保费分拆标准、新准备金评估标准另行发布。在上述新标准发布实施前，各公司暂按目前会计政策核算，待新标准实施后，再对以前年度数据进行追溯调整。

以上最新会计政策中的准备金“最佳估计原则”，我们推测可能是类似于目前国际会计准则（或者香港会计准则）中的估计原则，即准备金评估利率应该与相应的保单资产投资回报率相匹配。

如果是这样的话，高利率保单的评估利率将进一步下调到大约 4.5%-5.5%之间的水平，这将使得平安和太保的高利率保单内含价值进一步下跌。

因此，在高利率保单评估利率相对较高的背景下，目前平安和太保的内含价值之中还是有些“水分”的。而国寿由于将高利率保单剥离给了集团公司，就没有这样的问题。我们认为，这就是国寿 PEV 估值水平应该享有溢价的第二个原因。

如果将平安和太保的高利率保单准备金评估利率下调到 5%的水平，将对这两家公司的内含价值造成怎样的影响呢？由于两公司以非公开数据为由拒绝透露相关信息，因此，我们只能试着自己评估这一影响。

我们初步估计，如果将高利率保单的准备金评估利率下调到 5%，那么平安集团（扣除非寿险业务）08 年内含价值将下调 13.7%，而太保集团（扣除财险业务）08 年内含价值将下调 10.7%。具体过程请见附文。

另一方面，1999 年以后的低利率保单，其准备金评估利率都不超过 2.5%，在使用了保监会的最新会计政策后，这些保单的内含价值将有所上升。考虑到国寿有一小部分新简身险的预定利率为 3.5%，而平安的万能产品和分红产品的预定利率较低，分别为 1.75%和 2.0%，因此，我们估计，就低利率保单而言，评估利率上升空间的顺序可能是：平安 > 太保 >= 国寿。

再考虑到平安的主力产品保险年期都比较长，几乎都是终身保障（如下表所示），而国寿的主力产品鸿丰两全（占国寿 07 年期缴保费 46%的份额）的保险年期为十年，因此我们估计，就最新会计政策对低利率保单内含价值的提升幅度而言，平安可能要高于国寿和太保。

表 2：平安主力产品期缴年限表

	期缴年限	保险年期
富贵人生两全保险（分红型）	三年、五年	终身保障
钟爱一生养老金（分红型）	十年、十五年、二十年等	100 岁
鸿鑫终身寿险（分红型）	五、十、十五、二十、三十年等	终身保障
鸿盛终身保险（分红型）	五、十、十五、二十、三十年等	终身保障
鸿利两全保险（分红型）	五、十、十五、二十、三十年	终身保障
鸿祥两全保险（分红型）	十、十五、二十、三十年	同缴费年限
智盈人生终身寿险（万能型）	年限不定	终身保障

资料来源：东方证券研究所

不过，目前最新会计政策细则未定，我们也很难估算低利率保单内含价值的提升幅度，更加不可能详细对比三家公司提升幅度的大小。所以，我们目前主要还是着眼于评估利率调整之后高利率保单内含价值的下降。

如果统筹考虑高利率保单内含价值的下降和低利率保单内含价值的上升，我们估计，在实施最新会计政策之后，三家公司的净资产以及内含价值都将提高，其中，国寿净资产上升幅度要比平安和太保大一些，我们的逻辑是这样的：

首先，我们估计，实施最新会计准则后，各公司的净资产和净利润将调整到目前国内准则和国际准则的净资产和净利润之间的水平。因为保监会最新会计政策实质上是介于目前国内准则和国际准则之间的一套标准。其中，对保费的确认和计量，以及对保险责任准备金的评估方法接近于目前的国际准则，而对递延保单获得成本（DAC）的禁用则类似于目前国内准则的要求。

其次，我们认为，实施最新会计准则后，各公司的内含价值和一年新业务价值将有所提升。因为目前各公司的内含价值报告都是基于国内会计准则而编制的。采用最新会计准则后，由于准备金余额的下降和净资产的提升，我们估计内含价值和一年新业务价值都会上升。

再次，从 08 年三季报看，国寿的香港准则净资产为 5.80 元/股，较国内准则之 4.68 元/股高出 24.1%，而平安的国际准则净资产为 11.11 元/股，较国内准则之 10.17 元/股高出 9.2%。如下表所示。

由此，我们简单判断，实施最新会计政策后，国寿每股净资产提高幅度可能大于平安的提高幅度。

表 3：三公司国内外准则净资产比较表

单位：元/股	国际准则净资产	国内准则净资产	国内外准则下 净资产准则差异	递延保单获取 成本（DAC）	DAC 占净资产 （国际准则）比例	国内准则寿险准备金 加权平均评估利率
国寿	5.80	4.68	24.1%	1.98	34.2%	大约 2.5%
平安	11.11	10.17	9.2%	6.71	60.4%	大约 3.5%
太保	-	6.38	-	-	-	大约 3.3%

资料来源：东方证券研究所

最后，我们进一步看，平安寿险具备一大优势，即其主力产品的保险年期较长，这使得采用最新会计政策后，平安净资产的增幅会比较显著；而国寿则具备了两大优势，一是国寿加权平均的评估利率较低，大约为 2.5%，低于平安之 3.5%和太保之 3.3%，二是国寿 DAC 占净资产比例较低，为 34.2%，低于平安之 60.4%，这都会使得国寿净资产在采用最新会计政策之后增幅会比较显著。

总而言之，虽然我们难以估算最新会计政策的具体影响，但可以判断的是：实施最新会计政策后，三家公司的净资产和内含价值都将有所提高，其中，国寿净资产的增幅可能会高于平安和太保。这一观点也是与前文的判断，即“国寿的内含价值特别扎实，没有水分”完全一致的。

四、国寿估值溢价的其他理由

在考虑到国寿股权投资具备独特优势以及内含价值没有水分这两大理由之后，我们对表 1 中的各公司内含价值（EV）进行相应调整：提高国寿每股内含价值 10%，降低平安和太保每股内含价值 13.7%和 10.7%，由此得到表 4。

表 4：调整后股价隐含估值水平表

单位：元/股	2 月 27 日收盘	其他业务估值 (1X09PB)	隐含寿险估值	09EV（含总部）	09FNBV	隐含 NBM	隐含 PEV
国寿	20.48	0.00	20.48	10.67	0.60	16.2	1.9
平安	31.95	2.67	29.28	16.78	1.46	8.5	1.7
太保	13.58	0.97	12.61	8.39	0.50	8.5	1.5
国寿较平安溢价						90%	10%
国寿较太保溢价						91%	28%

资料来源：东方证券研究所

在表 4 中，国寿股价隐含新业务倍数 16.2 倍，较平安和太保之 8.5 倍高了 90%左右；国寿股价隐含内含价值倍数为 1.9 倍，较平安之 1.7 倍和太保之 1.5 倍分别高了 10%和 28%。整体而言，表 4 中国寿估值溢价水平已经比表 1 中的溢价水平大幅下降了一半左右。

不过，相对而言，表 4 中的国寿估值水平还是比平安和太保要高了一些。我们估计，如果给国寿股价打个八折，那么三家公司的股价隐含估值水平将会达到一个比较合理的水平，如表 5 所示。

从表 5 中可见，国寿股价八折后，隐含新业务倍数为 9.4 倍，与平安和太保的 8.5 倍基本相当（国寿略高一些，因为在县域以下市场具备较强优势），内含价值倍数为 1.5 倍，与平安之 1.7 倍和太保之 1.5 倍也基本相当。

表 5：国寿八折股价隐含估值水平表

单位：元/股	2 月 27 日收盘	其他业务估值	隐含寿险估值	09EV（含总部）	09FNBV	隐含 NBM	隐含 PEV	FNBV/EV
		(1X09PB)						
国寿（八折）	16.38	0.00	16.38	10.67	0.60	9.4	1.5	5.7%
平安	31.95	2.67	29.28	16.78	1.46	8.5	1.7	8.7%
太保	13.58	0.97	12.61	8.39	0.50	8.5	1.5	5.9%
国寿较平安溢价						11%	-12%	
国寿较太保溢价						11%	2%	

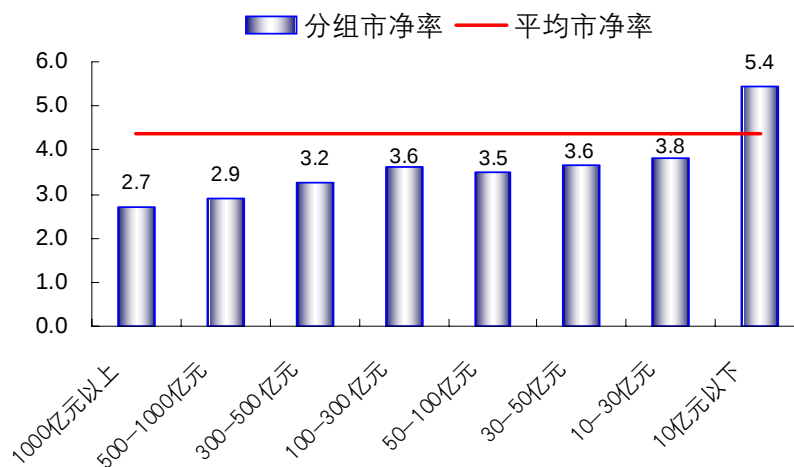
资料来源：东方证券研究所

这里要说明的是，表 5 中平安内含价值倍数为 1.7 倍，高于国寿和太保的 1.5 倍，是符合逻辑的。因为平安的“一年新业务价值/内含价值”（FNBV / EV）较高，达到 8.7%，高于国寿之 5.7%和太保之 5.9%，说明相对于内含价值而言，平安的一年新业务价值较高，因此，在新业务倍数接近的情况下，平安应该享有较高的内含价值倍数。这个道理就类似于“当 PE 倍数接近时，ROE 较高的公司应该享有较高的 PB 倍数”。

如果说国寿股价八折之后与平安和太保的估值水平接近，那就是说，国寿实际股价中包含了大约 25%的溢价。应该如何解释这 25%的溢价呢？我们认为，理由主要在于国寿对平安的小盘股溢价、国寿对太保的营运效率差异以及国寿没有解禁压力、没有税收检查和海外投资风险、专注于寿险主业等因素。逐一分析如下：

首先，国寿对平安的小盘股溢价。根据 2 月 27 日收盘价，国寿 A 股流通市值约 307 亿元，平安和太保分别为 1255 亿元和 350 亿元，国寿流通市值低于平安。而 A 股市场具有比较明显的小盘股溢价现象，如下图所示：

图 1：A 股市场小盘股溢价图



资料来源：Wind

将 A 股公司按流通市值大小分组之后，我们发现，随着流通市值的降低，分组市净率存在着比较明显的上升趋势。

平安流通市值 1255 亿元，属于第一组（流通市值 1000 亿元以上），分组市净率为 2.7 倍，国寿和太保流通市值分别为 307 亿元和 350 亿元，都属于第三组（流通市值 300-500 亿元），分组市净率 3.2 倍，市净率溢价 19.6%。由此可知，国寿对平安的“小盘股溢价”或达 20%左右。

其次，国寿对于太保的营运效率差异。

我们知道，在各公司的内含价值变动表上，有这样的两个科目：“营运经验差异”和“其他经验差异”。前者主要反映实际营运效率（包括保单失效与退保、死亡率、发病率、红利分配与费用、税率等）与之前公司内含价值报告精算假设的差异，简言之，主要反映的是死差和费差；后者则是一个表格平衡项，反映的是其他科目未能包含的内容。

我们命名：营运效率指标 = （营运经验差异 + 其他经验差异）/ 上年有效业务价值，以此来反映各公司营运效率差异，如下表所示：

表 6：各公司营运效率对比表

2007，单位：百万元	国寿	平安	太保
营运经验差异	1,075	0	-604
其他经验差异	-1,301	1,004	-340
营运经验加其他经验差异	-226	1,004	-944
上年有效业务价值	64,290	19,291	9,248
营运效率指标	-0.4%	5.2%	-10.2%

资料来源：东方证券研究所

由上表可知，国寿的营运效率低于平安约 6 个百分点，同时高于太保约 10 个百分点。

我们认为，营运效率的高低在寿险公司的估值体系中具备重要的补充和调节作用。因为对寿险公司而言，新业务倍数和内含价值倍数等估值指标是建立在内含价值和一年新业务价值等指标的基础上，也就是建立在公司内含价值报告的众多精算假设的基础上。但另一方面，公司实际营运的效果是优于还是次于精算假设，则体现在营运效率指标中，特别是体现在同行公司的对比中。因此，国寿的营运效率指标高于太保 10 个百分点，说明国寿估值水平应该对太保具有 10 个百分点的溢价，同样，对平安应该有 6 个百分点的折价。实际上，上表体现出来的营运效率顺序，也是符合目前行业共识的。

再次，国寿没有解禁压力、没有税收检查风险、没有海外投资风险并且专注于寿险主业，这些因素（或者称为国寿“清爽专注特色”）也为国寿带来了些微的估值溢价。

我们将以上三层因素结合起来，解释国寿在“股权投资具备优势”和“内含价值没有水分”之外的 25%的溢价水平，如下表所示：

表 7：国寿溢价 25%理由分析表

国寿其他溢价理由	对平安	对太保
小盘股溢价	20%	0%
营运效率差异	-6%	10%
清爽专注（无解禁、无税收检查、无海外投资风险、专注寿险等其他因素）	11%	15%
小计	25%	25%

资料来源：东方证券研究所

至于 08 年经常谈论的其他一些理由，比如：国寿股票和基金投资比例较低，交易类资产占比较低，可供出售类资产的浮盈（浮亏）状况优于同行等理由，我们认为都不成立。2009 年的股票和基金投资不再是低仓位战略独领风骚的年代，择股择时与其他适当的投资策略都将找到用武之地，至于交易类占比和浮盈浮亏的对比更是无足轻重，因为所有这些信息已经在净资产和内含价值中得以体现。

五、研究结论：国寿到底贵不贵

国寿到底贵不贵呢？我们的分析主要体现在表 1、表 4、表 5 和表 7 之中。

从表 1 看，国寿 PEV 溢价高达 50%，似乎“很贵”；

从表 4 和表 5 看，考虑了国寿的“股权投资具备优势”和“内含价值没有水分”之后，国寿 PEV 溢价降至 25%，已经不算“很贵”，只能说是“有些贵”；

从表 7 看，国寿的“有些贵”似乎也有道理，包括国寿对平安的“小盘股溢价”，对太保的“营运效率差异”，以及国寿“清爽专注”的特色。其中，第二条是比较确定的，第一条和第三条则见仁见智了。

因此，我们认为，首先，可以肯定的是，国寿并不是“很贵”，其次，至于国寿是不是“有些贵”，则取决于两点：第一，投资者是不是认可国寿对平安应该具备 20%的“小盘股溢价”（这一溢价水平是 A 股市场现有的）？第二，投资者是不是认可国寿“清爽专注”的特色使其对平安和太保应该具备 11%-15%的估值溢价？

有些投资者可能认可以上两点，因此，对他们来说，国寿并不贵；

有些投资者可能否认以上两点，他们或许会认为：

小盘股溢价率也是时间的函数，并非恒定不变，比如，根据国外经验，推出股指期货后，小盘股溢价率有望收窄；

至于解禁压力、税务检查和海外投资风险，这些都是近期内的非经常性因素，预期最晚到今年下半年就会基本消除；

而专注于寿险主业和致力于综合金融服务平台，两种战略都有可能成功，实际上国寿的“主业特强、适度多元”与平安的“综合金融控股集团”并无绝对优劣之分，关键在于执行力。

对于这些投资者来说，国寿估值“有些贵”。

我们的观点是：目前，国寿是贵得有道理的，但是随着时间推移，“小盘股溢价率”和“清爽专注溢价率”都有下降趋势，因此，国寿的估值溢价水平可能也会有所下降，降幅可能会达到 10%-15%。另外，实施最新会计政策后，各公司的内含价值究竟能提高多少，国寿的提高幅度是否如我们预期的那样高于平安和太保，高出多少，也都是值得关注的问题。

考虑到国寿的诸多因素：股权投资具备优势、内含价值没有水分、小盘股溢价、营运效率差异等因素，我们根据公司内含价值报告的精算假设，给予 25 倍 09 年新业务倍数，目标价 24.82 元/股，维持增持评级。

附文 调整评估利率对内含价值的影响

我们知道，调低评估利率对内含价值存在两方面的影响：一是提高准备金余额，降低公司净资产，使得内含价值下降；二是降低未来各年度的准备金提转差，提高未来各年度的净利润，使得有效业务价值上升，从而使得内含价值上升。

根据平安《A 股招股说明书》，平安寿险的高利率保单的寿险准备金将在 2050 年达到大约 1700 亿元的峰值水平。

根据平安 07 年报和 08 中报，公司通过两次努力，将原先高利率保单的评估利率从 6.5%-7.5% 的较高水平下降到了 6% 的水平，前后共影响税前利润 135.09 亿元（96.98 亿元加 38.11 亿元）。

由于我们无法得知平安高利率保单具体的缴费年限、保障年限、发病率、死亡率、退保率及其他相关数据，因此，简单处理，我们假设高利率保单全为趸交保单，并且全部于 2050 年满期给付，同时忽略退保、保单失效、赔付支出、分红、忠诚奖励等因素，推算高利率保单的评估利率从 6% 降至 5% 可能对内含价值带来的影响，如下表所示：

表 8：平安内含价值影响估算表

单位：亿元	2007	2008	2009	2010	2011	……	2048	2049	2050
准备金余额（评估利率 7%）	93	99	106	114	121		1,485	1,589	1,700
准备金余额（评估利率 6%）	139	147	156	165	175		1,513	1,604	1,700
准备金余额（评估利率 5%）	209	219	230	241	254		1,542	1,619	1,700
税前利润影响（从 7% 降至 6%）		-48							
税前利润影响（从 6% 降至 5%）		-72							
准备金提转差（评估利率 6%）		8	9	9	10		86	91	96
准备金提转差（评估利率 5%）		10	11	11	12		73	77	81
税前利润变化（从 6% 降至 5%）		-2.1	-2.1	-2.1	-2.2		12.2	13.7	15.3
以上变化之现值		-2.1	-1.9	-1.7	-1.6		0.2	0.2	0.2
以上现值之和		-15.8							
内含价值变动（从 6% 降至 5%）		-66							
调整后内含价值变动（从 6% 降至 5%）		-185							
平安集团内含价值（扣除非寿险业务）	1,503	1,353							
内含价值变动比例（从 6% 降至 5%）		-13.7%							

资料来源：东方证券研究所

上表中应该说明的是：

$$\begin{aligned}
 \text{内含价值变动（从 6\% 降至 5\%）} &= (\text{税前利润影响（从 6\% 降至 5\%）} + \text{以上现值之和}) * (1 - 25\%) \\
 &= (-72 - 15.8) * (1 - 25\%) = -66 \text{（亿元）}
 \end{aligned}$$

以上算法误差较大，实际税前利润影响（从 7% 降至 6%）实际上是 135 亿元，而我们粗略估算为 48 亿元，所以，我们对内含价值变动的估计，并不直接采用上表中的 -66 亿元，而是根据实际数据进行调整： $-66 * (-135 / -48) = -185$ 亿元

因此，如果高利率保单准备金评估利率从 6% 下调到 5%，那么平安内含价值可能下降 185 亿元，占 08 年平安集团内含价值（扣除非寿险业务）估计值 1353 亿元的 13.7%。

类似的可以粗略估算太保的内含价值影响。

我们知道，太保高利率保单的寿险准备金将在 2029 年达到 576 亿元的峰值规模。07 年报，太保将高利率保单评估利率从 7.1% 降至 6.5%，由此影响公司税前利润 34.99 亿元。

如果将太保的高利率保单准备金评估利率从 6% 下调到 5%，那么太保内含价值可能下降 69 亿元，占 08 年太保集团内含价值（扣除财险业务）估计值 648 亿元的 10.7%，如下表所示。

表 9：太保内含价值影响估算表

单位：亿元	2007	2008	2009	2010	2011	……	2048	2049	2050
准备金余额（评估利率 7.1%）	127	136	146	156	168		502	538	576
准备金余额（评估利率 6.5%）	144	153	163	174	185		508	541	576
准备金余额（评估利率 5%）	197	207	217	228	239		522	549	576
税前利润影响（从 7.1% 降至 6.5%）		-17							
税前利润影响（从 6.5% 降至 5%）		-53							
准备金提转差（评估利率 6.5%）		9	10	11	11		31	33	35
准备金提转差（评估利率 5%）		10	10	11	11		25	26	27
税前利润变化（从 6.5% 降至 5%）		-0.5	-0.4	-0.2	-0.1		6.1	6.9	7.7
以上变化之现值		-0.5	-0.3	-0.2	-0.1		0.7	0.7	0.7
以上现值之和		8.3							
内含价值变动（从 6.5% 降至 5%）		-34							
调整后内含价值变动（从 6.5% 降至 5%）		-69							
太保集团内含价值（扣除财险业务）	682	648							
内含价值变动比例（从 6.5% 降至 5%）		-10.7%							

资料来源：东方证券研究所

同样，根据实际税前利润影响 34.99 亿元来调整内含价值变动估计值： $-34 \text{ 亿元} * (-34.99 \text{ 亿元} / -17 \text{ 亿元}) = -69$ 亿元。

因此，如果高利率保单准备金评估利率从 6.5% 下调到 5%，那么太保内含价值可能下降 69 亿元，占 08 年太保集团内含价值（扣除财险业务）估计值 648 亿元的 10.7%。

分析师承诺

王小罡 CFA：保险行业资深分析师

本人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，以勤勉的职业态度，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn