



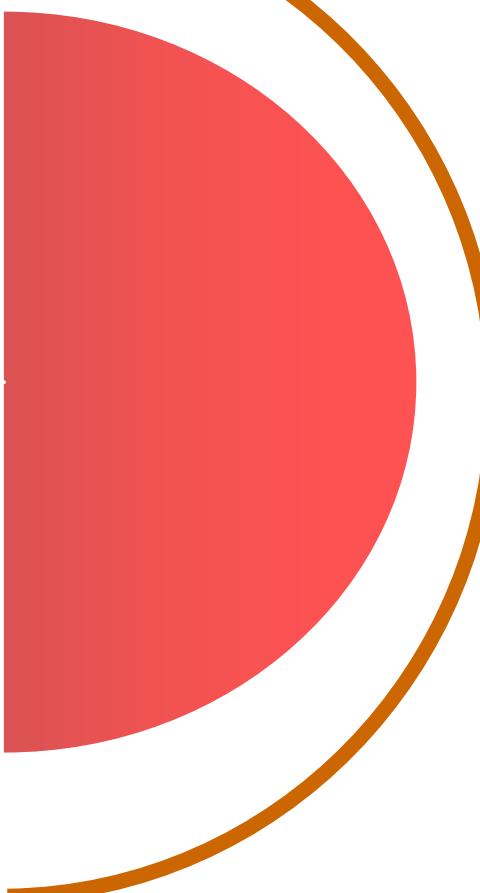
保险行业的研究分析方法

李聪

华泰联合证券研究所

2010年7月

目录

- 
- 一、保险产品及准备金的介绍
 - 二、特殊账务处理
 - 三、内含价值报告的理解
 - 四、估值方法的介绍
 - 五、新会计准则的影响
 - 六、我们的观点及推荐逻辑
-

一、保险产品介绍

财产险 = 风险保费

期限短、风险保费为主

产品相对简单

寿险 = 风险保费 + 储蓄部分

➤ 风险保费是什么？

保险公司为了承担风险而收的钱

➤ 储蓄部分是什么？

保险公司替你保管，将来要还给你的钱

参见附例

一、产品如何定价：

财产险 = 风险保费 + 附加保费

根据未来的风险赔付的期望金额计算风险保费

附加保费是公司的利润及费用的来源

寿险 = 风险保费 + 储蓄保费 + 附加保费

根据未来的风险赔付的期望金额计算风险保费

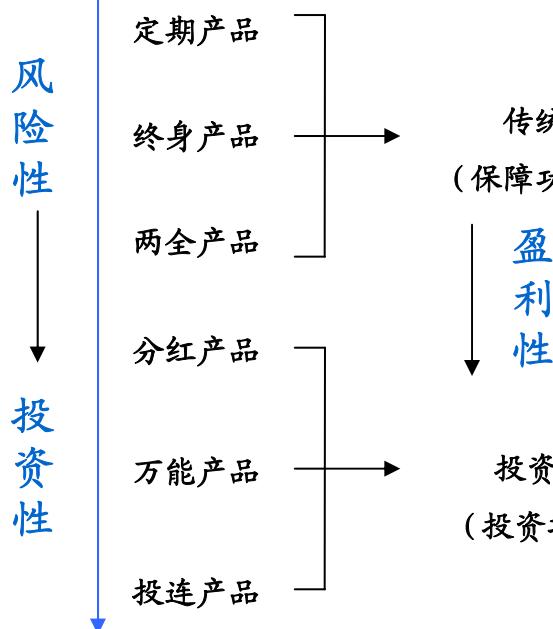
储蓄保费相对于银行存款，通过一定的条款方式返还

重点：了解定价利率的概念

参见附例

一、寿险产品介绍

寿险业 - 产品类型

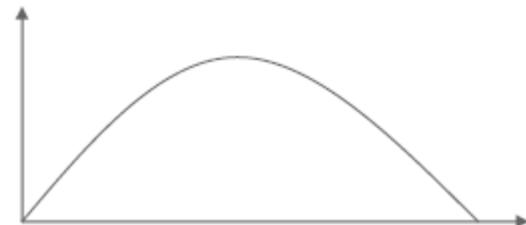


定价因素	上市保险公司情况	容易引起较大差异的可能性
● 死亡率	目前上市保险公司规模都较大且业务范围广泛, 因此其定价时的死亡率与生命表差异较小, 并不会造成利润的下滑	规模较小且经营区域较为集中的保险公司此项指标容易与定价产生较大差异
● 费用率	目前上市公司规模仍处于不断扩大的过程当中, 随着规模效应的显现, 费用率有望进一步得到降低	当保险公司规模发生具大变化的情况下, 其费用率水平会产生较大变化
● 保单退保及失效率	目前中国市场, 还并不是处于一个完全竞争的市场, 特别是对于传统保单, 上市公司具有明显的垄断性。保单的设计条款也对提前退保极为不利, 因此保单退保及失效率大幅上升的可能性不大	当市场中出现比现有保单更具吸引力的替代产品时, 退保率有可能上涨
● 投资收益率	随着目前投资渠道的逐渐开放, 投资收益逐步提高	如目前股票市场的波动一样, 保险公司的投资收益率也存在着较大波动的可能

一、长期险种准备金结果的基本形态

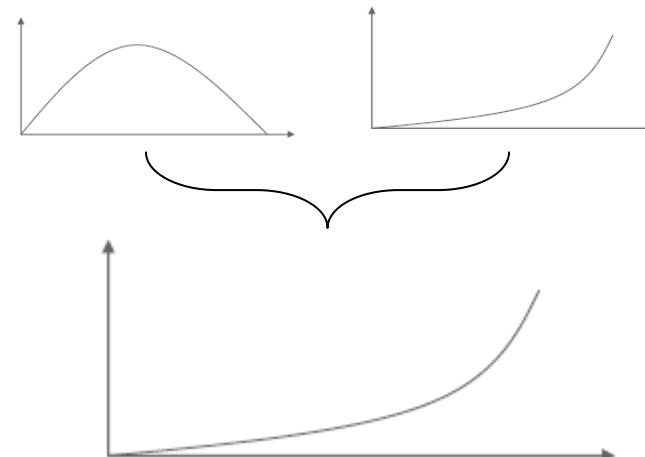
消费类保险产品

- 纯保障性产品
- 没有或基本没有现金价值
- 定期寿险, 健康险



储蓄类保险产品

- 期末满期期给付或者期中生存给付
- 如果发生死亡同样赔付保额
- 两全险, 儿童教育险



一、寿险产品历史简介

- 1999年之前实行的市场化的定价利率，即公司自行根据对于回报率的把握给予产品定价
- 1999年前后由于银行存款利率的大幅下滑，保险公司出现资不抵债。保监会为了挽救保险公司制定出定价利率不得高于2.5%的规定。
- 2003年以来，中国再次进入加息周期，低价利率低于2.5%的产品失去吸引力，分红保险与万能保险开始大行其道
- 分红与万能的实质是变相突破了2.5%的定价利率的限制

参见附例

一、传统、分红与万能

- 传统保险：仍然沿用不高于**2.5%**的定价利率的限制。
- 分红保险：保底收益率**2.5%**，超过部分按照**3:7**或者**2:8**分配

注：分配部分不只是投资收益部分，同时可能包括死差益和费差益

- 万能保险：之所以称为万能，指客户可以在传统账户与投资账户之间自由划转。

注：给予保户的回报率根据公司的自行经营结果制定

重点关注：定价利率的概念

一、传统、分红与万能

中国平安智盈人生（万能）期缴保单前期费用归属：

每期期交保险费	归属的保单年度					
	第1保单年度	第2保单年度	第3保单年度	第4至5保单年度	第6至10保单年度	第11及以后保单年度
0 - 6000元的部分（年交方式）						
0 - 3000元的部分（半年交方式）						
0 - 1500元的部分（季交方式）						
0 - 500元的部分（月交方式）						
超出6000元的部分（年交方式）						
超出3000元的部分（半年交方式）						
超出1500元的部分（季交方式）						
超出500元的部分（月交方式）						

一、产品与保险责任准备金

总结：

定价阶段：保单的**定价利率**的概念

责任准备金：**评估利率**的概念

二、保险会计简介—寿险特殊会计处理

以分红险为例：

1. 卖出30000元保费，并开始投资

资产负债表

资产		负债	
现金		寿险准备金:	30,000
交易类投资	10,000	资本公积	
可供出售类投资	20,000	未分配利润	
资产	30,000	负债权益合计	30,000

利润表：

支出		收入	
提取寿险准备金	30,000	保费收入	30,000
		投资收益	
		公允价值变动	
支出		收入	
利润:	30,000		30,000
	-		

二、保险会计简介—寿险公司的会计处理

以分红险为例：

2. 投资赚钱，交易性浮盈5000，可供浮盈8000，实盈10000

资产负债表

资产	负债
现金	寿险准备金: 30,000
交易类投资 15,000	资本公积 8,000
可供出售类投资 38,000	未分配利润 15,000
资产 53,000	负债权益合计 53,000

利润表：

支出	收入
提取寿险准备金 30,000	保费收入 30,000
	投资收益 10,000
	公允价值变动 5,000
支出 30,000	收入 45,000
利润： 15,000	

二、保险会计简介—寿险公司的会计处理

以分红险为例：

3. 进行责任准备金的分配

资产负债表

资产	负债
现金	寿险准备金: 30,000
交易类投资 15,000	应付保单红利1 10,500
可供出售类投资 38,000	应付保单红利2 5,600
	资本公积 2,400
	未分配利润 4,500
资产 53,000	负债权益合计 53,000

利润表：

支出	收入
提取寿险准备金 30,000	保费收入 30,000
应付保单红利 10,500	投资收益 10,000
	公允价值变动 5,000
支出 40,500	收入 45,000
利润: 4,500	

二、保险会计简介—寿险公司的会计处理

总结：

- 传统保单与公司的投资收益率无关
- 分红涉及到投资收益的分成处理
- 投连险投资收益与公司收益无关
- 万能险即一个传统+投连

注意：中国平安的账务处理不同，万能险仍具利润及净资产的调节能力

三、内含价值报告的理解

- 内含价值报告的作用
- 在旧的准则下，由于财务报表季度的扭曲，导致无法准确衡量保险公司的价值，因此采用内含价值报告
- 作为对于公司未来价值的预估基础
- 内含价值报告完全基于偿付能力准则的要求
- 偿付能力的计算准则与旧会计准则的要求大体相似，因此内含价值的计算基础仍然是旧准则

参见实例：

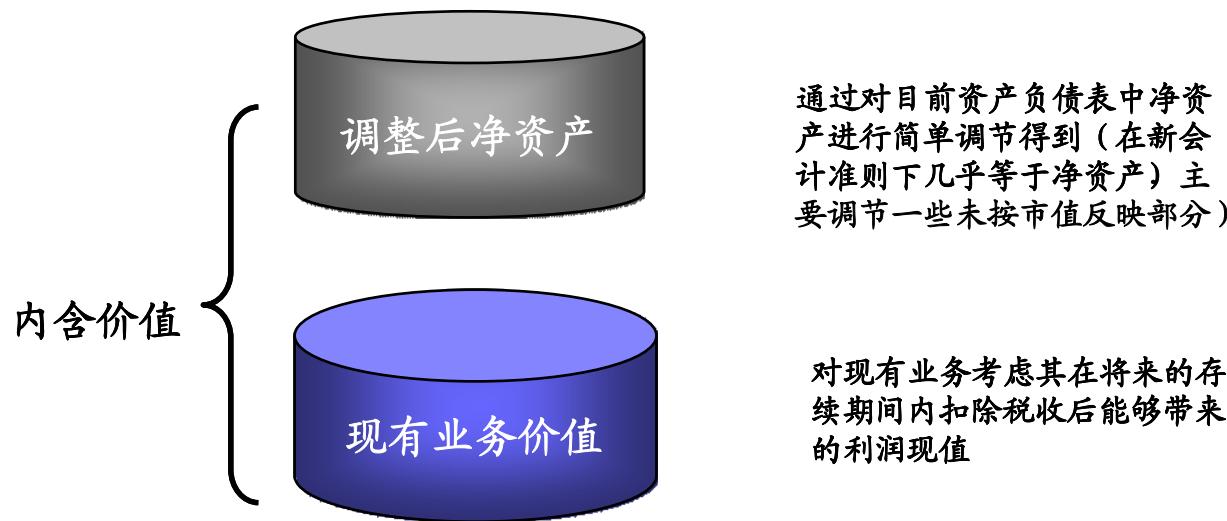
四、保险公司价值衡量体系

全球面临的共同难题 - 保险公司的估值与比较

- ◆ P/E估值存在缺憾 - - 保险公司每年并不将实际盈利情况全部反映在财务报表上
- ◆ P/B方法，较为客观，但是对成长性考虑不够，并不能反映现有保单未实现价值
- ◆ P/EV, 内含价值法 (Embedded Value): 保险公司普遍采用 (评估公司现有价值)
内含价值 = 调整后净资产 + 现有业务价值
- ◆ 评估价值法 (Appraisal Value): 多为保险公司涉及并购时，评价公司价值时采用 (考虑了保险公司未来的成长性)
评估价值 = 内含价值 + 一年期新业务价值 × 新业务价值乘数
- ◆ 以内含价值为基础的每股利润法 (借鉴EEV Basis 欧洲最新对保险公司业绩衡量的思考)
- ◆ P/E (此处的E指保险公司的当期净资产的增加额)

四、保险公司价值衡量体系

内含价值法



参见附例

重点了解：一年期新业务价值和有效业务价值的概念

四、保险公司价值衡量体系

以内含价值为基础的每股利润法（EEV Basis）介绍

长久以来，资本市场对保险公司价值的评估都感到困惑，这主要是因为对于寿险公司价值的评估具有较大的不确定性。

2004年的5月，在欧洲保险公司CFO论坛上形成决议并颁布欧洲内含价值计算标准，要求各保险公司按照规定公布其每年内含价值的计算方法和关键假设，以及新业务的利润率。其简称为欧洲内含价值准则。

欧洲保险公司开始重视此规定，并且由此衍生出了基于内含价值变动的利润衡量方式，此方式在欧洲得到了很多大的保险公司的广泛支持，也给了投资者更好衡量公司业绩的标准。

主要原理：

$$\text{保险公司利润} = \text{寿险公司期末内含价值} - \text{寿险公司期初内含价值} - \text{资本注入} + \text{分配红利} + \text{非寿险业务利润}$$

优点：

- ◆ 包含未确认部分的利润
- ◆ 同时包含了新收入保单的价值
- ◆ 减少了人为确认利润时间的可能
- ◆ 更好的纵向比较便于发现趋势

四、保险公司价值衡量体系

表： IFRS准则下每股收益

	股价	每股收益 (当地货币)		P/E	
		2006	2007	2006	2007
中国平安	49.94	1.27	2.61	39.3	19.1
中国人寿	25.88	0.75	1.38	34.5	18.8
AVIVA	644.50	87.50	49.20	7.4	13.1
Prudential	710.50	30.90	33.80	23.0	21.0
Legal&General	125.70	23.95	11.18	5.2	11.2
Old Mutual	120.80	15.10	16.90	8.0	7.1
AXA	23.93	2.56	2.75	9.3	8.7

表： EEV原理下的每股收益

	股价	每股收益 (当地货币)		P/E	
		2006	2007	2006	2007
中国平安	49.94	2.31	5.75	21.6	8.7
中国人寿	25.88	1.11	2.26	23.3	11.4
AVIVA	644.50	79.20	76.50	8.1	8.4
Prudential	710.50	62.10	74.90	11.4	9.5
Legal&General	125.70	21.12	18.80	6.0	6.7
Old Mutual	120.80	17.80	17.20	6.8	7.0
AXA	23.93	3.15	2.26	7.6	10.6

资料来源：华泰联合证券、公司数据

图： 股价表现揭示原因



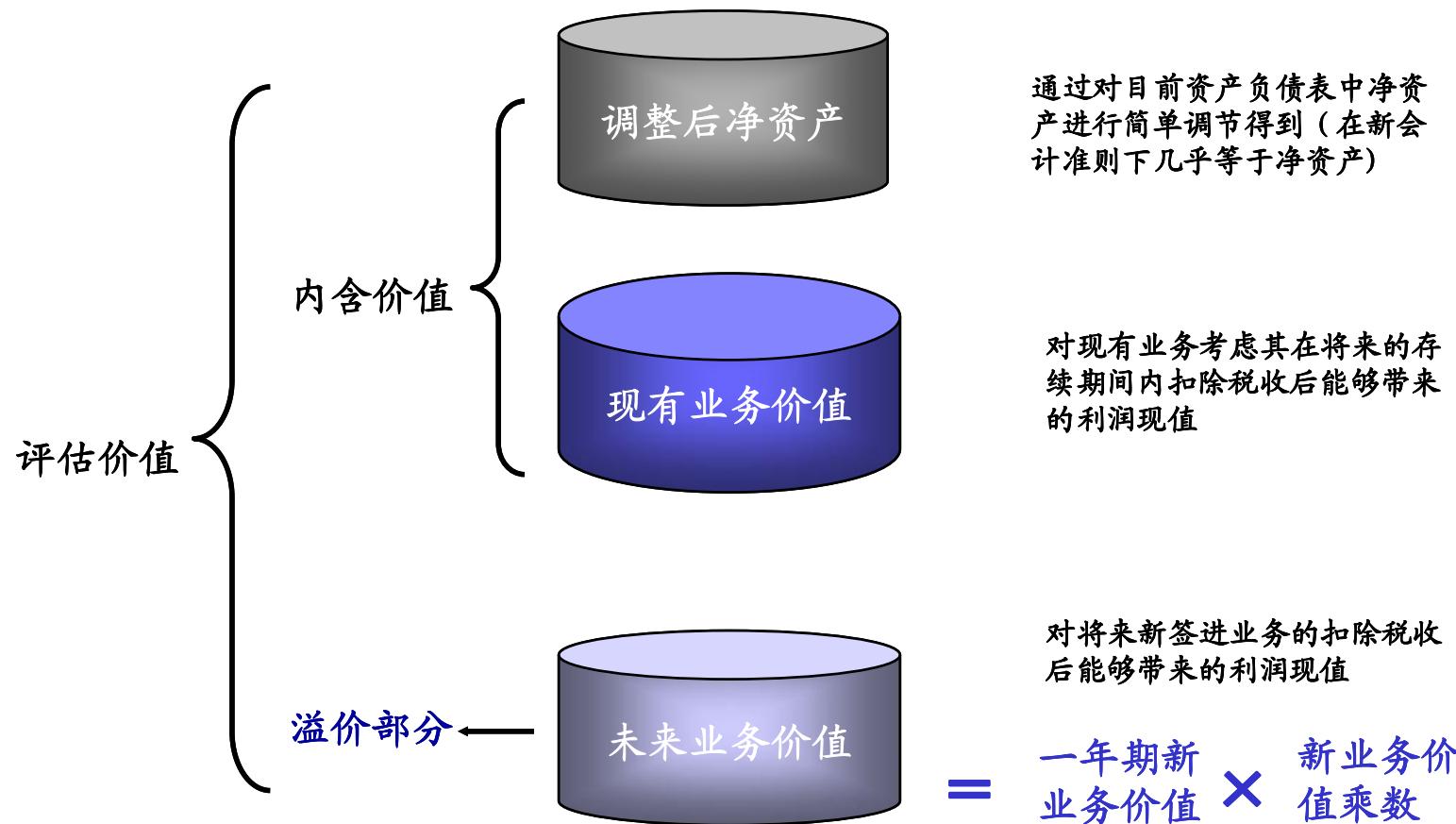
资料来源： Bloomberg

缺点：

- ◆ 波动性较大
- ◆ 可能出现为负的情况（例如：2008年）

四、保险公司价值衡量体系

评估价值法



四、保险公司价值衡量体系

倍数的确定

我们所采用的精算模型

利润折现因子 = 上一年利润基数

- 利润蚕食率

业务价值的现值 = (保费收入 × 利润
折现因子) ÷ (1
+ 11.5%)^N

保费增速	保费收入	利润率	折现后净值	累计净值		
1 20%	1.20	100%	1.08	1.08		
2 20%	1.44	97%	1.12	2.20		
3 20%	1.73	94%	1.17	3.37		
4 20%	2.07	91%	1.22	4.59		
5 18%	2.45	88%	1.25	5.84		
6 18%	2.89	85%	1.28	7.12		
7 18%	3.41	82%	1.30	8.42		
8 18%	4.02	80%	1.35	9.77		
9 15%	4.62	80%	1.39	11.16		
10 15%	5.32	80%	1.43	12.59		
11 15%	6.11	80%	1.48	14.07		
12 15%	7.03	80%	1.52	15.59		
13 8%	7.59	80%	1.48	17.07		
14 8%	8.20	80%	1.43	18.50		
15 8%	8.86	80%	1.38	19.88		
16 8%	9.57	80%	1.34	21.22		
17 4%	9.95	80%	1.25	22.47		
18 4%	10.35	80%	1.17	23.64		
19 4%	10.71	80%	1.08	24.72		
20 4%	11.08	80%	1.01	25.73		

	中国平安
2010 - 2013年 保费增长率	20%
2014 - 2017年 保费增长率	18%
2018 - 2021年 保费增长率	15%
2022 - 2025年 保费增长率	8%
2026 - 2029年 保费增长率	4%
利润蚕食率	逐年下降3%，直至现有业务利润率的80%
折现率	11.5%
新业务价值倍数	25

资料来源：华泰联合证券

(折现率：11.5%)

四、保险股各阶段的估值方法

- 第一阶段：触底回升的阶段

典型标志：估值方法以绝对估值法为主（例如：P/EV和P/B）

第二阶段：价值中枢的寻找

- 第二阶段上半部：价值中枢的寻找的初期

典型标志：估值方法转变为评估价值法，但是估值中的假设相对保守

（例如：净资产增速、投资收益率、一年期新业务价值以及价值倍数），同时采用综合估值的方式，例如对中国平安这类的综合性金融集团，对于非寿险业务，大家并不给予溢价，也即只给予1倍的P/B。

- 第二阶段下半部：合理估值上限区域的寻找

典型标志：估值方法仍然为评估价值法，但是估值中的假设不再保守，会采用预计的最近的财务报表中的数据去替代原有的假设（例如：净资产增速、投资收益率、一年期新业务价值以及价值倍数），同时采用分部估值的方式，例如对中国平安这类的综合性金融集团，对于非寿险业务，给予一定的溢价，例如2倍的P/B或者是P/E的方式。

四、保险股估值的三阶段

■ 第三阶段：估值开始泡沫化的阶段

典型特征：估值方法仍然以评估价值法为主导，同时P/E方式也得到很多人的认可。

但是在采用评估价值法进行评估的时候，开始有人对其评估方法中的假设进行调整，例如：提高保险公司的长期投资回报率假设，一年期新业务价值的增长率以及新业务价值倍数。

而采用P/E方法对保险股进行估值的时候，并不是采用保险公司每年所爆出来的EPS作为其P/E估值的E，而是将通过测算，保险公司的全年可能赚到的钱全部计算在内，即将保险会计上所隐藏的利润全部计算在内。

简单而言，在这个阶段就是将短期收益用来替代了长期收益率。

建议计算见顶时可能达到的价格用（净资产的增长额×P/E倍数）

五、新、旧会计准则的对比

区别	会计计量原则	法定准备金（寿险）
计量假设		
- 评估利率 - 死亡率	市场利率最佳估计	不得高于7.5%和定价利率的小者 保监会发布的生命表
- 退保率	最佳估计	不考虑，与现金价值取大
- 费用率	最佳估计	不考虑费用，只考虑纯保费
- 是否锁定	不锁定，根据当前信息重新调整	锁定，评估利率和死亡率不根据当前 经验变动，除非保监会发布新的规定
边际	显性，单独计量	隐性，在假设中加不利偏差准备
分红特储	归属于保单持有人的部分通过未来现金流反映为推定义务	归属于保单持有人和股东的部分均作 为责任准备金
万能平滑	归属于保单持有人的部分通过未来现金流反映为推定义务	归属于保单持有人和股东的部分均作 为责任准备金

五、新会计准则对于财务报表的影响

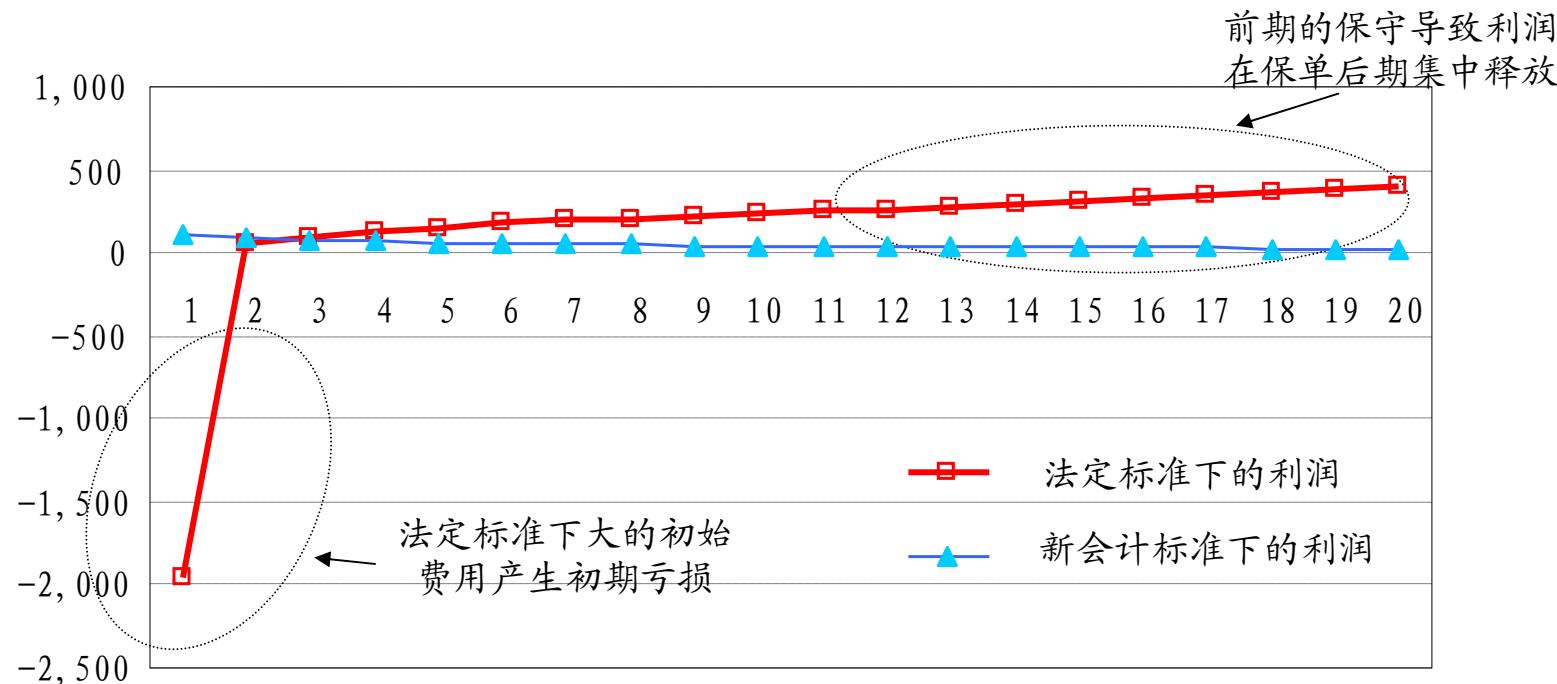
■费用的实际递延提升利润

旧准则:		新准则:	
保费收入:	100	保费收入:	100
费用:	20	费用:	20
准备金:	90	准备金:	70
利润:	-10	边际:	10
		利润:	0

■净资产变动的双向性（参加例子）

五、新会计准则对于财务报表的影响

■新准则保单利润形态



注：本图以保障20年趸交保费的定期寿险产品为例。

五、新会计准则对于投资理念的影响

▪加息周期下的财务表现

保险公司将
采用更高的
评估利率

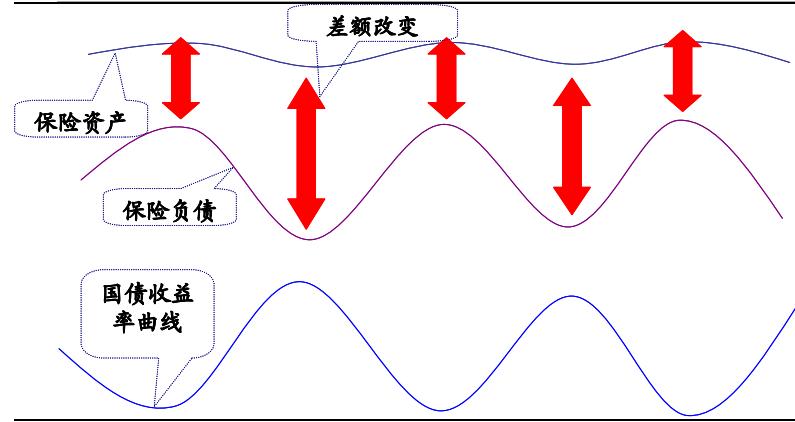
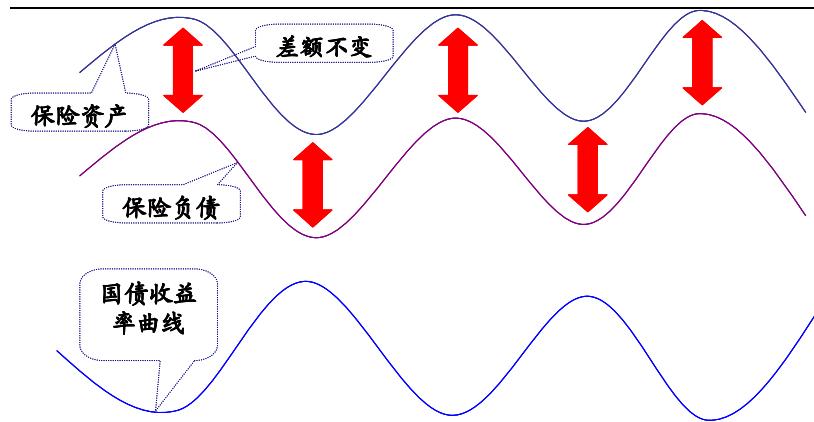


公司负债将
减少



- 1、当期利润将增加
- 2、公司净资产将得到增加

图：未来IFRS对于保险会计准则希望达到的效果： 图：目前金融资产分类项下可能出现的结果：



五、新会计准则对于内含价值的影响

	实质:	计算方法及假设是否改变?		
前提条件:	原理上理解	如果内涵价值仍然按照偿付能力准则报表计算	如果内涵价值按照新财务报表计算,但是偿付能力成本按照老的准则计算	全部按照原有方法计算(包括税收)
产生影响的因素:	保单的利润体现时间点提前,公司的企业价值实际获得增加	保单的利润点,在计算中并没有提前,同时税收点提前了,造成新保单的有效业务价值下降	保单的利润点,提前实现,税收利润点也提前实现,保单的有效业务价值上升。	保持不变。
内涵价值的变化	真实企业内涵价值应该获得增加	整个公司的内涵价值可能出现下降	整个公司的内涵价值出现上升	保持不变
一年期新业务价值的影响	一年期新业务价值增加	一年期新业务价值减少	一年期新业务价值增加	保持不变
可能存在的操作困难		税收必然按照新准则下的利润表预测,而新准则利润表的预测存在困难	造成利润表、税收和偿付能力的要求不一致	无

五、需要掌握的情况

- 一、内含价值报告的含义
 - 二、新业务价值倍数的确定
 - 三、假设的确定对于内含价值的影响
 - 四、保险行业影响股价的因素
-

六、我们的观点及推荐逻辑

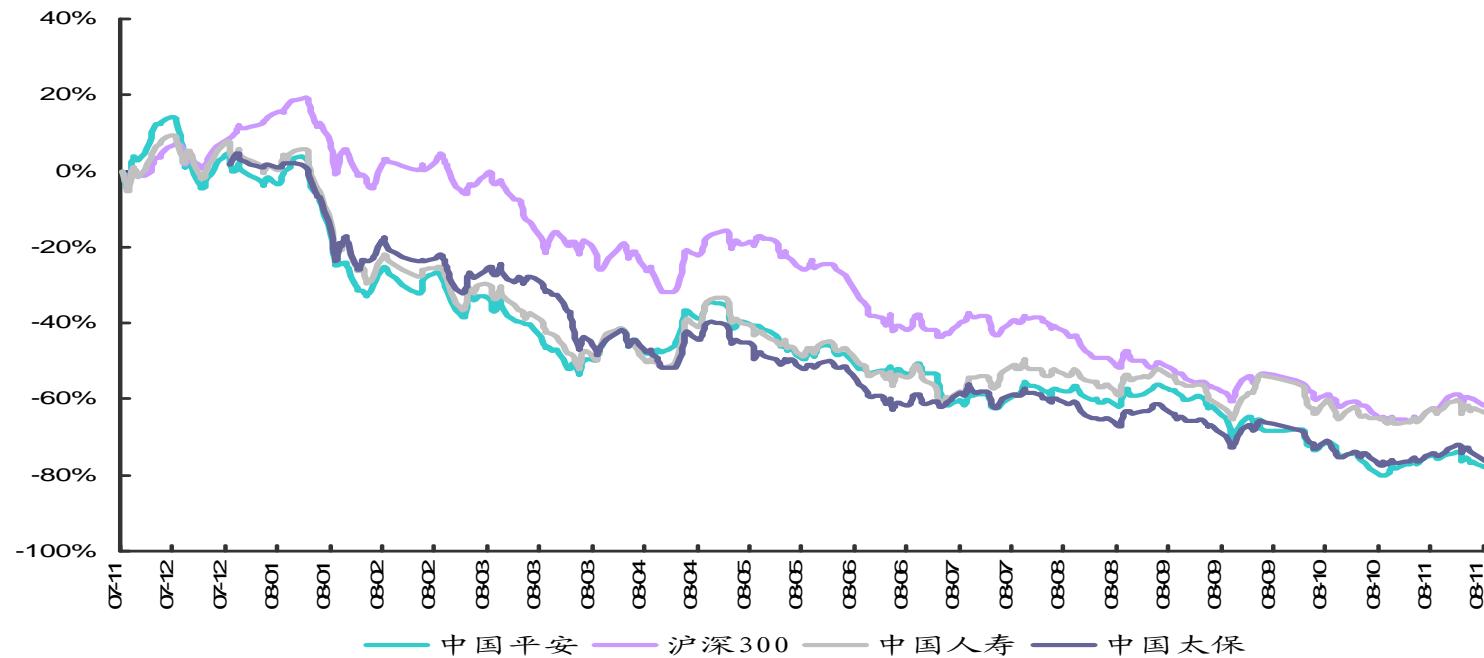
第一、长周期中，我们强烈看好保险股

第二、短期内（例如季度内影响保险股股价的因素）主要看对于净资产的预期

第三、2008年的报告，推荐股价见底的大逻辑回顾

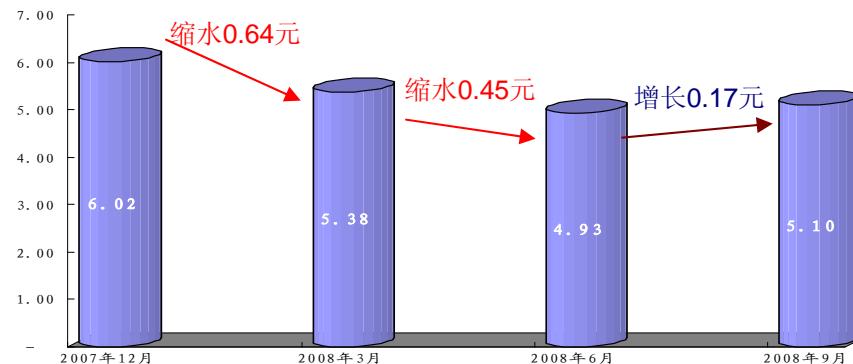
六、我们的观点及推荐逻辑

截止2008年11月前的股价表现

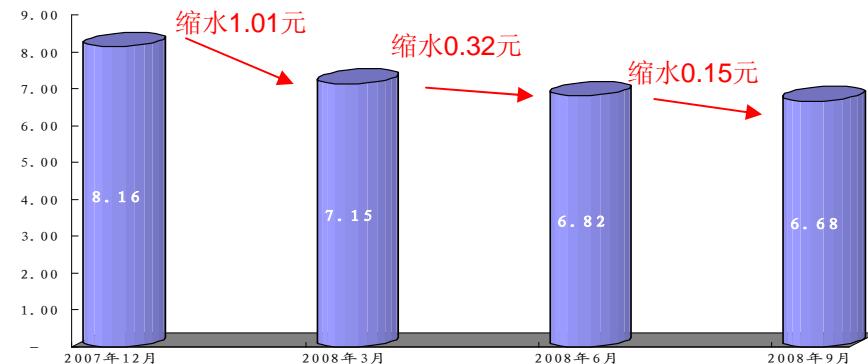


2008年三季报业绩带来曙光

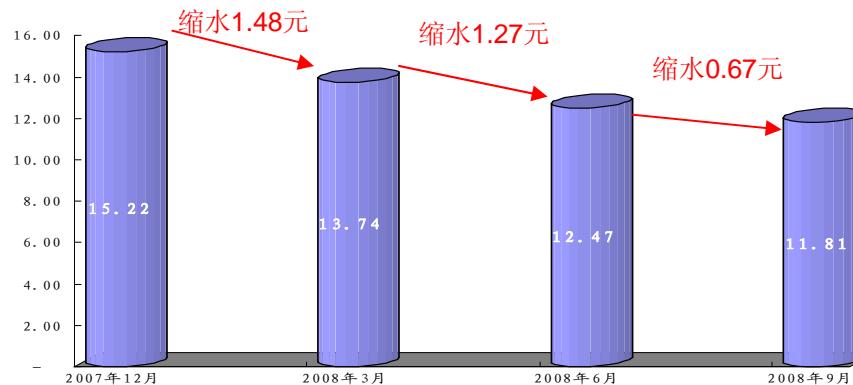
图：中国人寿调整后每股净资产变化情况



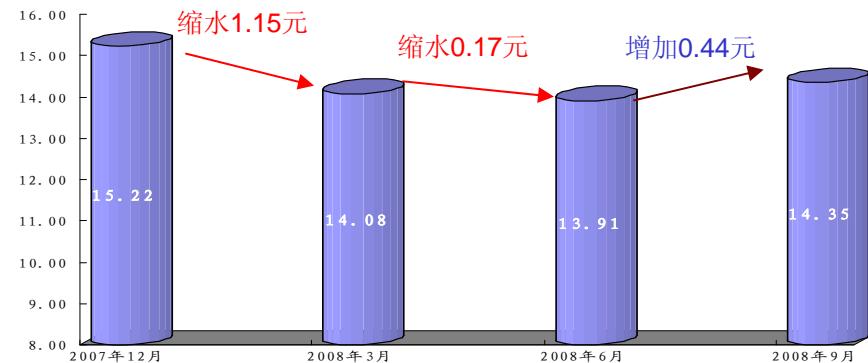
图：中国太保调整后每股净资产变化情况



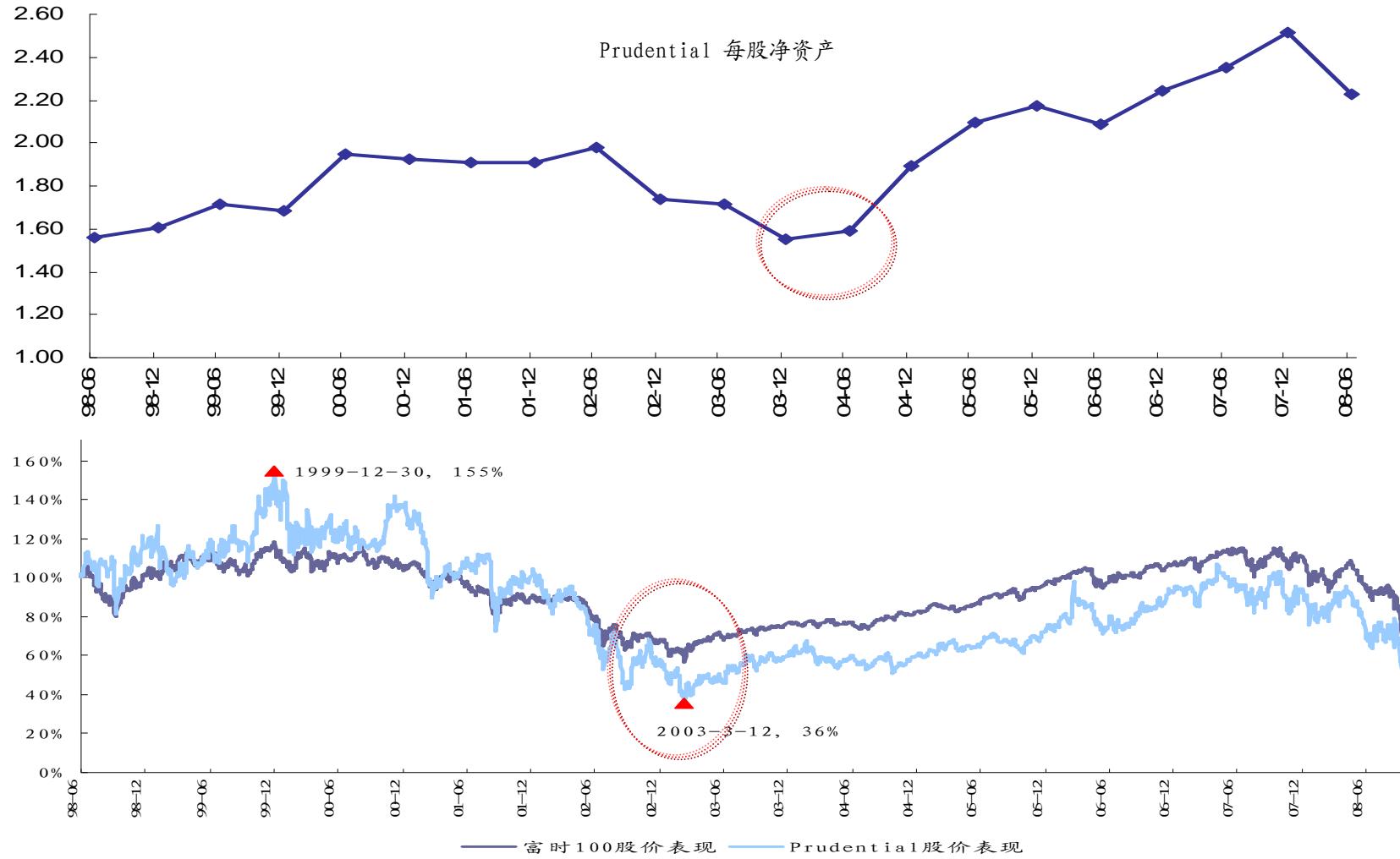
图：中国平安调整后每股净资产变化情况



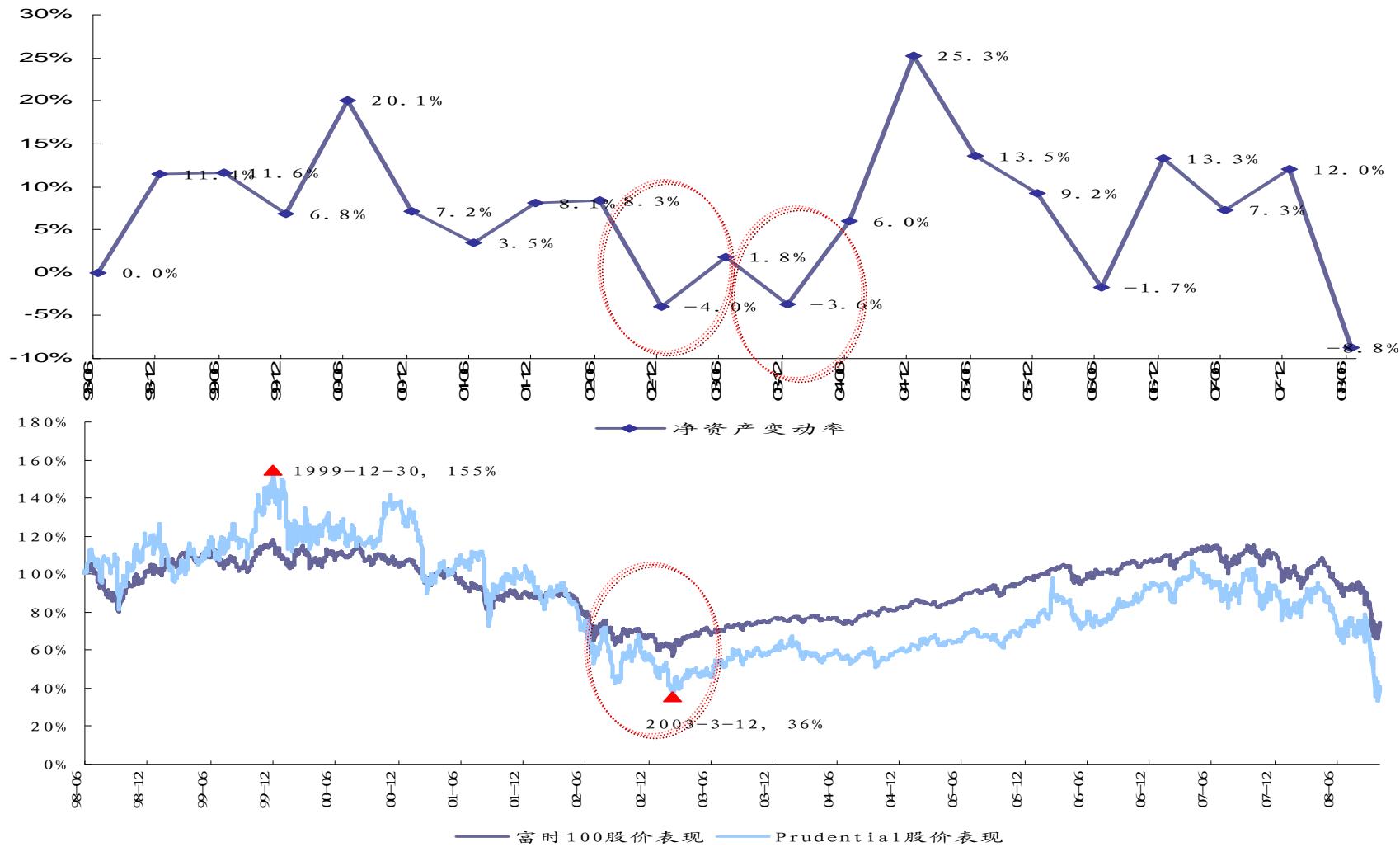
图：中国平安剔除掉富通后每股净资产变化情况



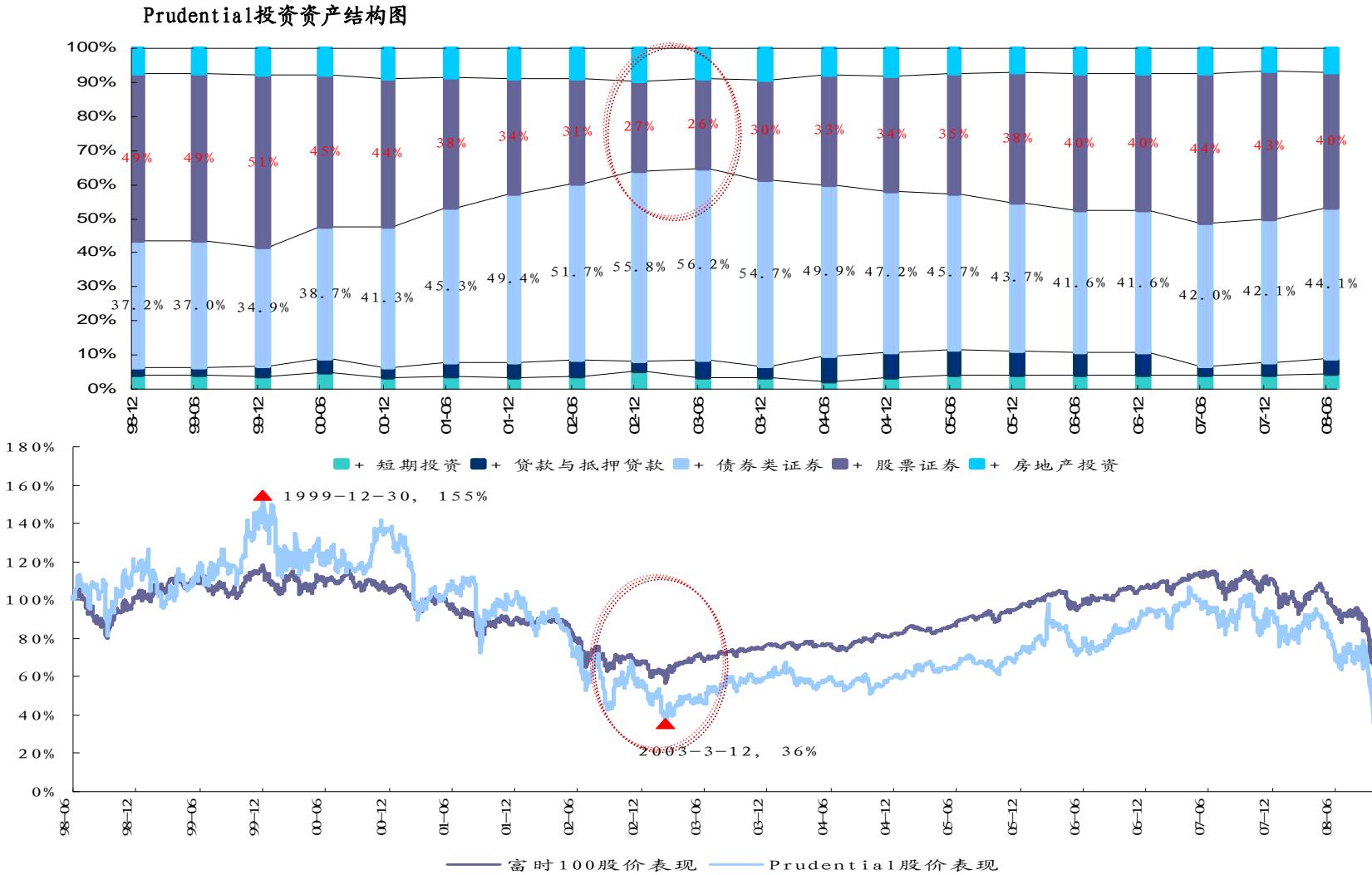
Prudential股价与净资产关系图



Prudential股价与净资产变动率关系图



Prudential股价与投资资产结构关系图



2009年的中国保险市场

保费收入出现下降

2003年Prudential出现保费收入绝对量的下跌 - 18 %

结构性调整不可避免

产品创新成为主导

Jackson National Life (US) 2003年保费的93%来自于2002年以后所新创设的保单

Prudential UK 2003年保费的37%来自于2000年以后所新创设的保单

产品回报的大幅提高

Long-term with-profits fund 2003年收益率16.5% (2002为 - 8.1%)

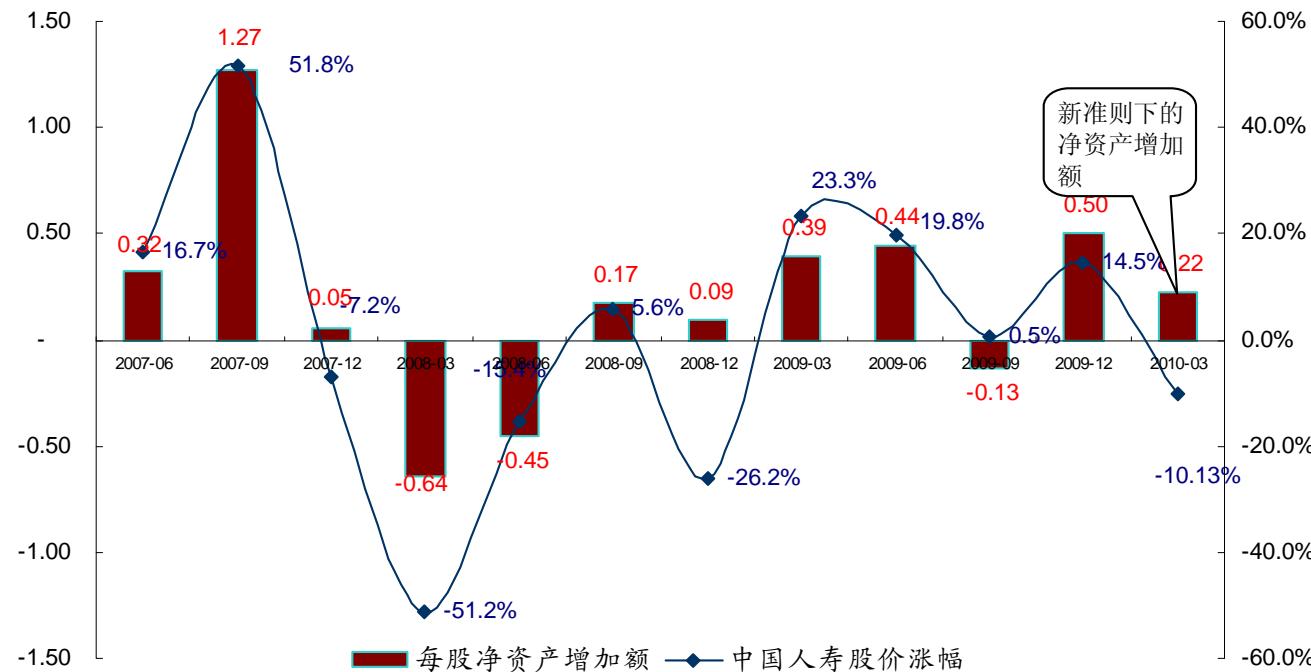
15年期的个人年金账户也实现了8.5%的增长

10年期的个人年金账户是12.2%的增长

六、我们的观点及推荐逻辑

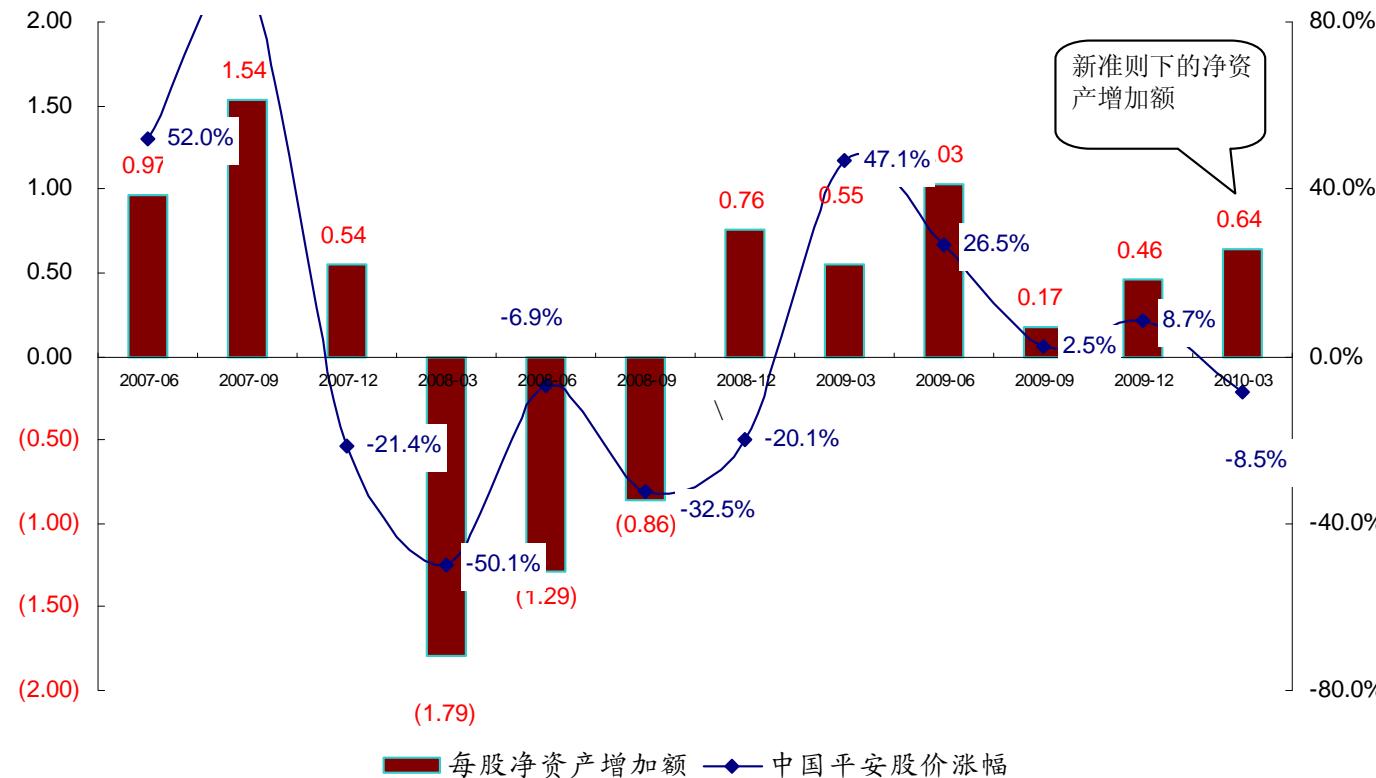
2009年市场在整个反弹的逻辑中，以净资产逐步推升的方式，逐渐是得到市场认可的，后续表现也一再验证。

图表、中国人寿净资产增长与股价表现对比图



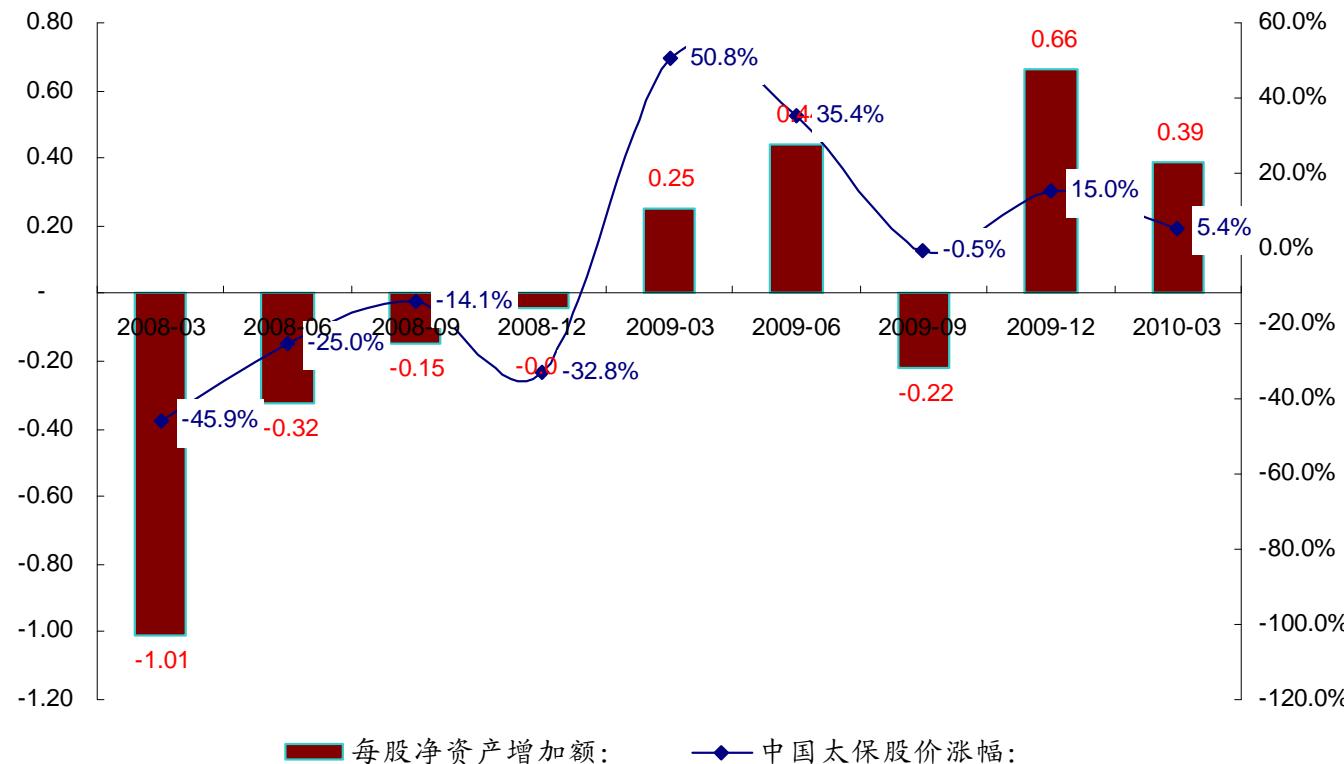
六、我们的观点及推荐逻辑

图表、中国平安净资产增长与股价表现对比图



六、我们的观点及推荐逻辑

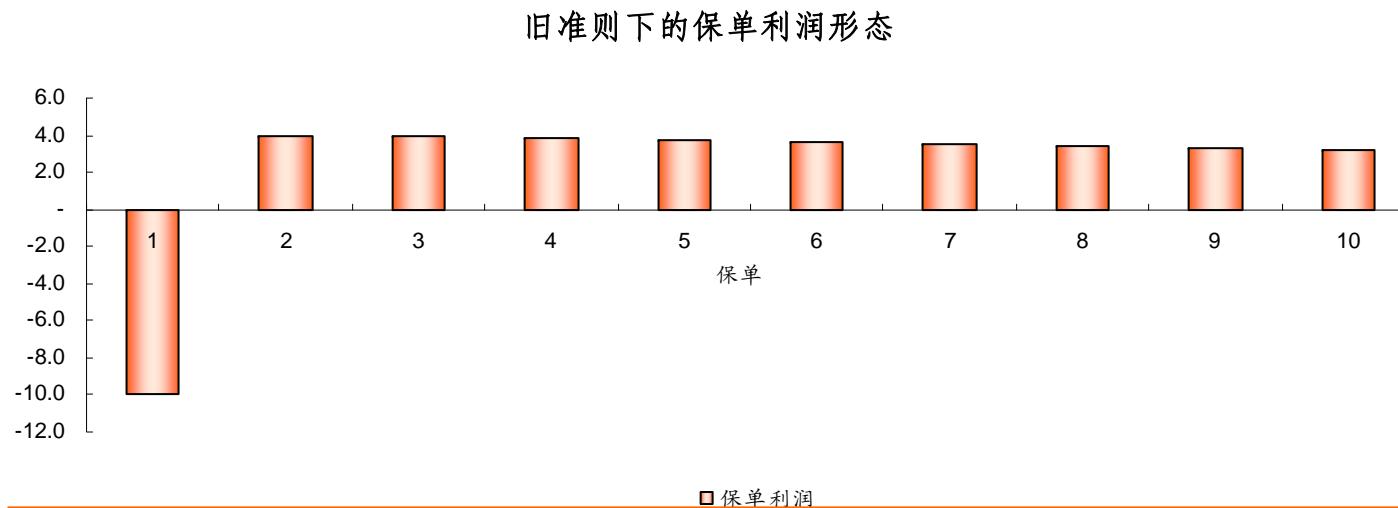
图表、中国太保净资产增长与股价表现对比图



为何今年讲消费属性

- 一季报终于树立保险产品的赚钱形象
 - 旧准则下：
保险产品的真实利润在利润表中无法体现

图、旧会计准则下的保单利润形态



资料来源：华泰联合证券

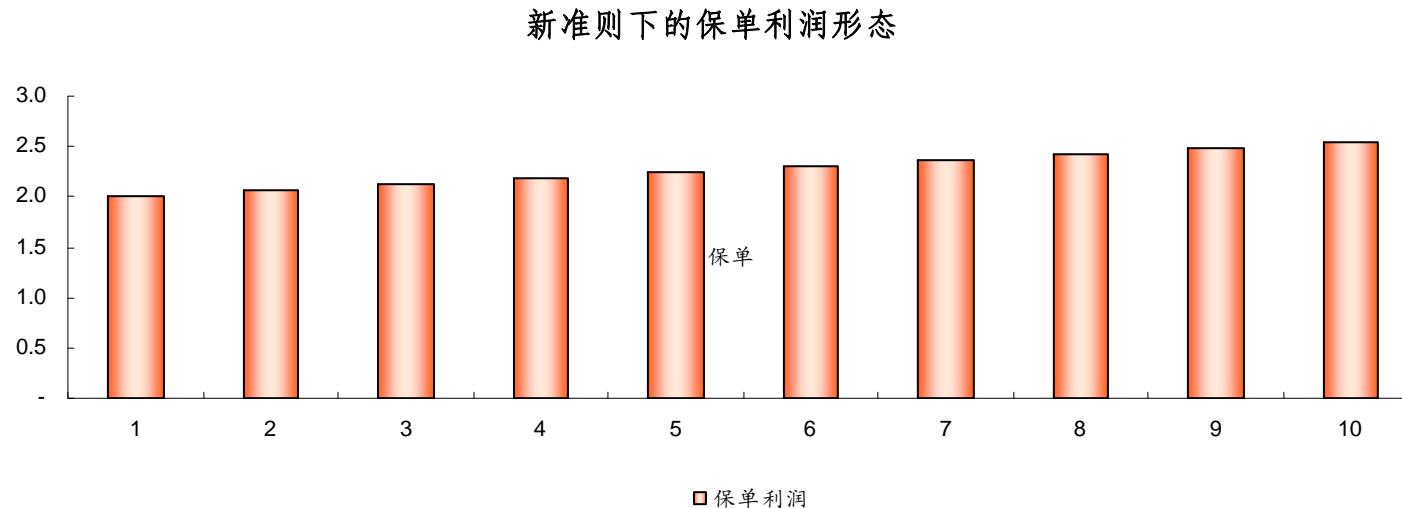
扭曲的利润反映形态，使高增长的保费增速成为财报负担

虽然不停的有人告诉我们中国的保单非常赚钱，但是财务报表却无法体现

为何今年讲消费属性

- 新准则体现保单的盈利性
 - 新准则下：
保险产品的真实利润得以体现

图、新会计准则下的保单利润形态



合理的利润反映形态开始从财务报表上体现保单的盈利性

资料来源：华泰联合证券

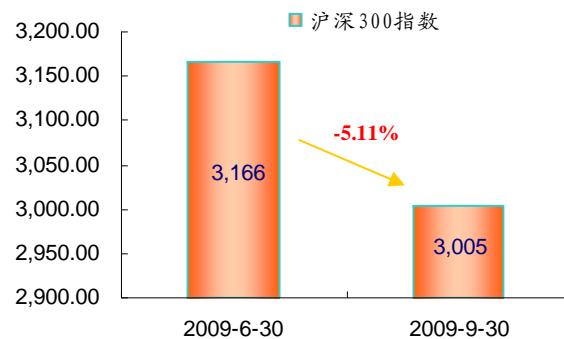
财务报表将会一次次强化中国保单的赚钱效应

2009年3季报的财务报表与2010年的1季报的财务报表的对比做出了完美体现

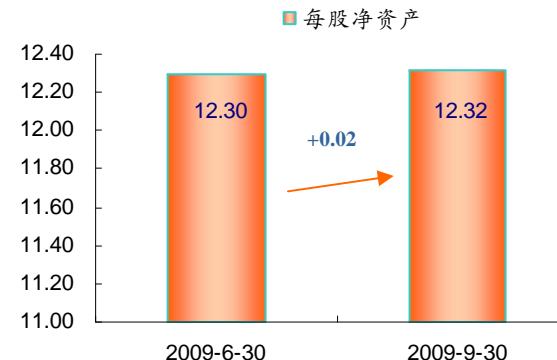
为何今年讲消费属性

■ 2009年三季报财务特性

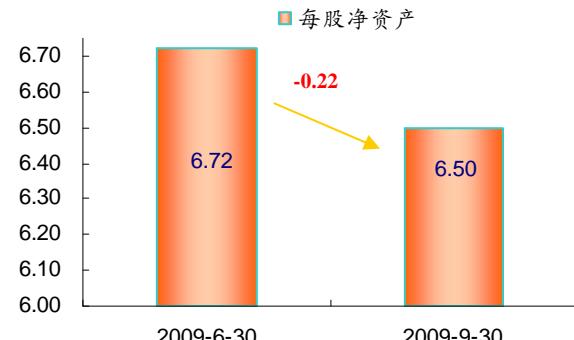
图、2009年三季度沪深300指数变化图



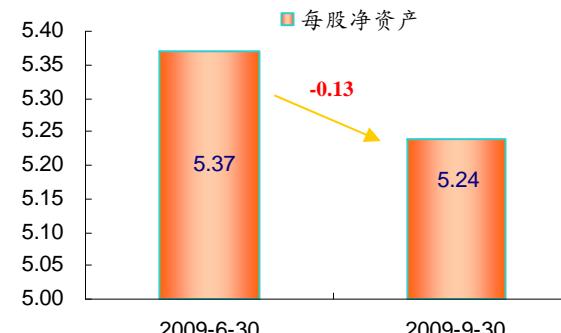
图、2009年三季度中国平安净资产变化图



图、2009年三季度中国太保净资产变化图



图、2009年三季度中国人寿净资产变化图

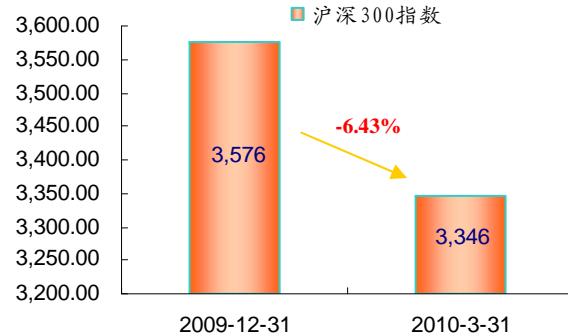


资料来源：公司数据、华泰联合证券

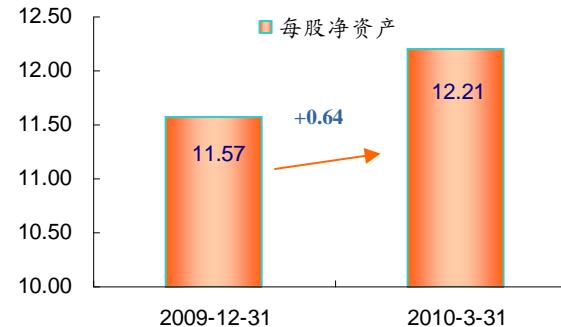
为何今年讲消费属性

■ 2010年一季度报财务特性

图、2010年一季度沪深300指数变化图



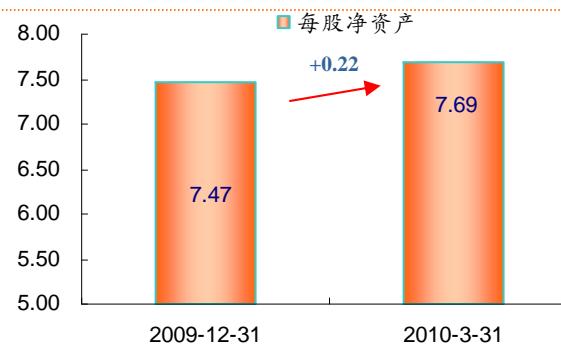
图、2010年一季度中国平安净资产变化图



图、2010年一季度中国太保净资产变化图



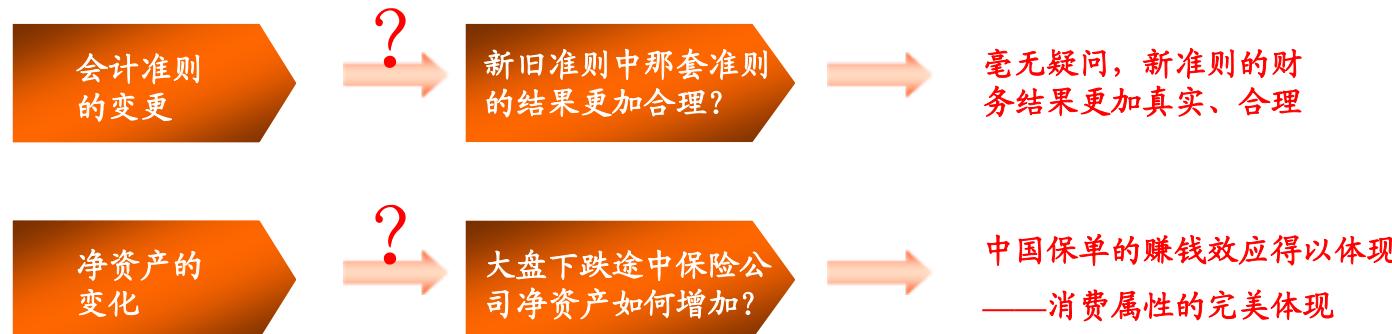
图、2010年一季度中国人寿净资产变化图



资料来源：公司数据、华泰联合证券

为何今年讲消费属性

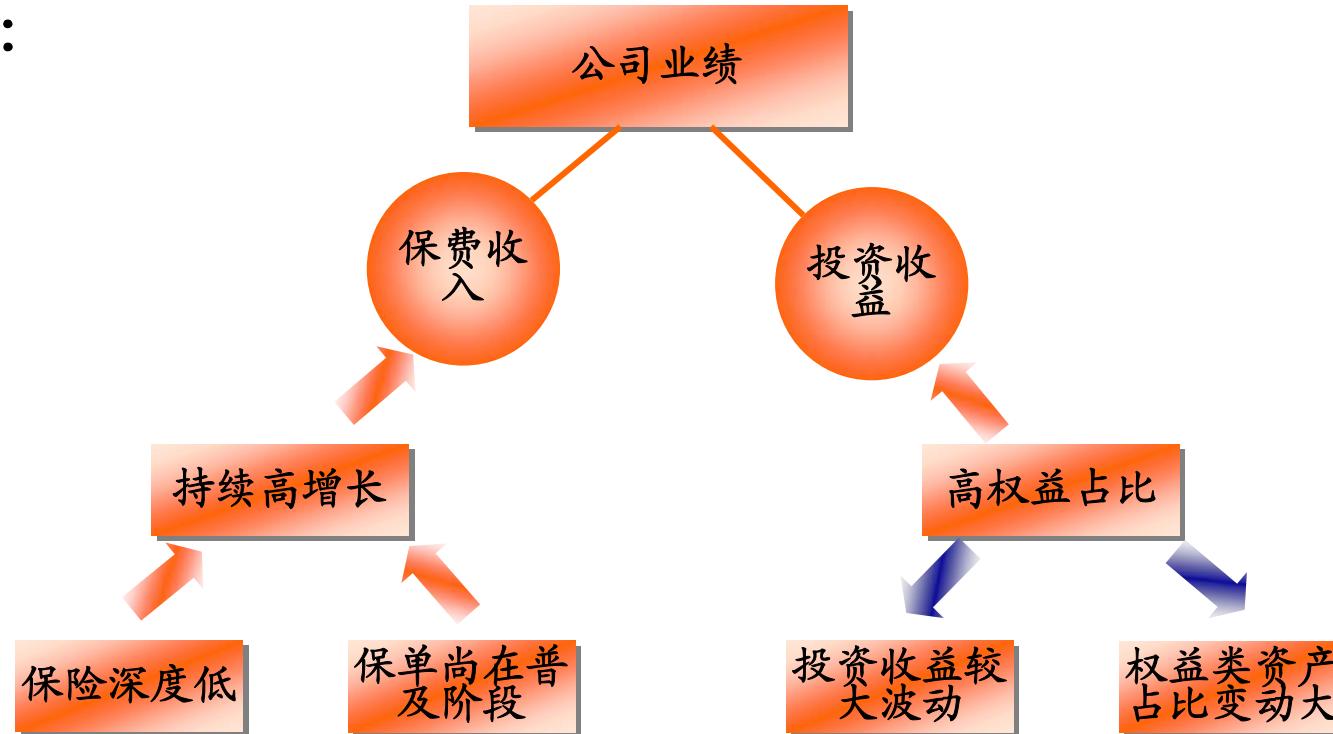
- 2010年一季报财务VS2009年三季报引发的思考
 - 权益类市场表现基本相似
2010年的一季度沪深300下跌6.43%，在2009年三季度沪深300下跌了5.11%。
 - 公司财务出现明显差别
三家公司净资产表现出现较大反差，从2009年三季度的缩水到2010年一季度的增长
 - 到底如何看待这样的结果？



中国保单的赚钱效应如何体现？

保险公司的利润模式

小结：



结论：双轮驱动的模式得以确立，保费收入与投资收益成为推动公司业绩上涨的动力，保费收入的赚钱效应将能够抵挡一部分投资收益下滑带来的对净资产的影响。

风险：由于高权益类资产占比的特性，当市场出现深幅调整时，保费收入的赚钱效应无法体现。

保险公司的利润模式

需要考虑问题：

- 保险公司的股价表现到底和公司哪项财务指标相关？（EPS还是净资产增加额）
- 在消费属性和投资属性共存的现状下，我们如何看待？
- 假如仍以净资产增加额作为对于股价表现短期影响因素的情况下，在消费属性体现的状况下能够弥补的投资收益率为多少？
(即：保险公司的净资产能承受大盘下跌多大的幅度)

季度衡量标准

十、八定律

	权益资产占比	权益市场下调幅度	净资产相对2010年1季度变动比例
中国人寿	10.0%	-8.0%	-0.26%
中国平安	10.0%	-8.0%	1.82%
中国太保	10.0%	-8.0%	-0.10%

数据来源：华泰联合证券研究所

在一个季度内，当其他投资假设不变的情况下，权益类资产占比10%的话，保险股的净资产基本上能抵挡大盘8%的跌幅。

估值优势

表11、中国平安静态估值结果

中国平安目前股价:	46.51	
	2009年	2010年 (预计)
每股内涵价值:	21.14	25.38
目前股价所隐含的P/EV倍数	2.20	1.83
每股一年期新业务价值:	1.60	1.92
目前隐含的一年期新业务价值乘数	15.89	11.02

表12、中国太保静态估值结果

中国太保目前股价:	22.88	
	2009年	2010年 (预计)
每股内涵价值:	11.60	13.02
目前股价所隐含的P/EV倍数	1.97	1.76
每股一年期新业务价值:	0.58	0.69
目前隐含的一年期新业务价值乘数	19.48	14.37

资料来源：公司数据、华泰联合证券

估值优势

表、中国人寿静态估值结果

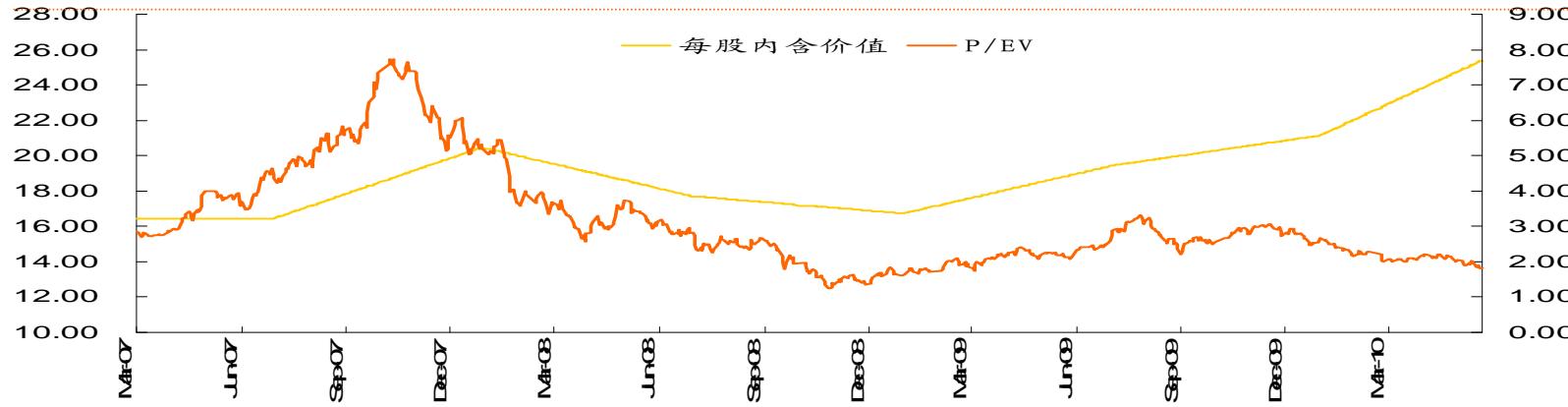
中国人寿目前股价:	23.99	
每股内涵价值:	2009年	2010年 (预计)
目前股价所隐含的P/EV倍数	10.09	11.75
目前隐含的一年期新业务价值乘数	2.32	1.99
每股一年期新业务价值:	0.63	0.72
	21.25	16.18

资料来源：公司数据、华泰联合证券

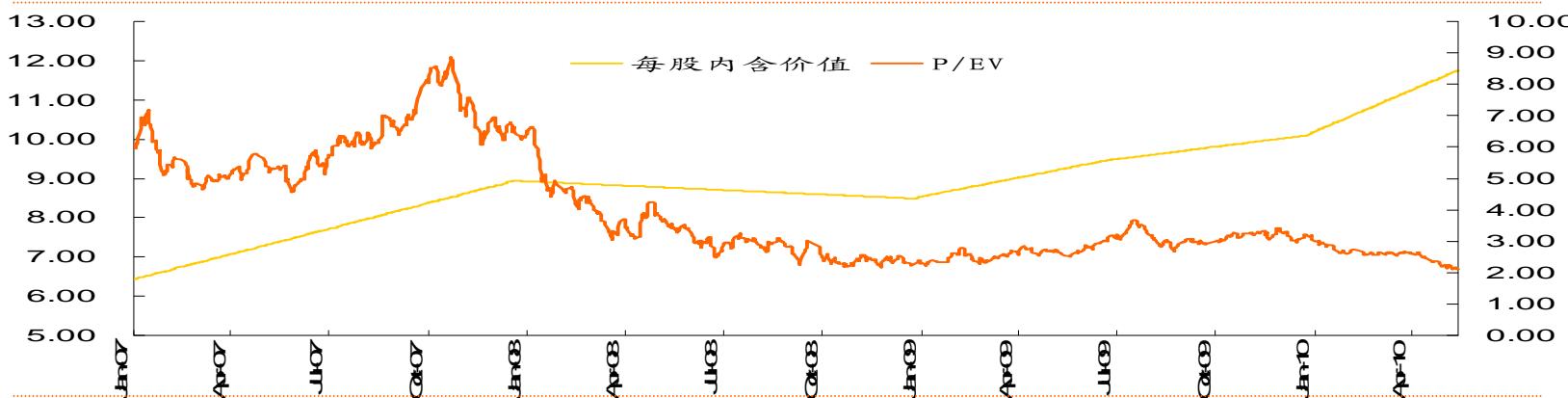
- 目前的估值结果处于历史的地位，特别是绝对估值是相对较低的，安全边际相对较高。
- 考虑到目前中国保险业仍处于快速增长的阶段，因此我们给予行业“增持”的评级。
- 个股选择上，我们选择未来增速相对较高的中国平安和中国太保，给予“买入”的评级。

估值优势

图、中国平安历史估值水平



图、中国人寿历史估值水平



注：2010年的EV采用2010年全年假设结果

资料来源：公司数据、华泰联合证券

估值优势

表、中国平安估值结果

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	公司用投资收益率 (4.5%-5.5%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	42,480	50,765	59,050	67,335	75,621	83,302	90,983	98,664	106,345
一年期新业务价值	12,874	13,345	13,815	14,286	14,756	15,235	15,714	16,168	16,638
调整后净资产	118,367	118,367	118,367	118,367	118,367	118,367	118,367	118,367	118,367
新业务价值乘数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
每股估值(非寿险业务 不给予溢价)	63.15	65.77	68.39	71.02	73.64	76.21	78.78	81.27	83.81
其它业务溢价(1.5倍 P/B)	30,543	30,543	30,543	30,543	30,543	30,543	30,543	30,543	30,543
每股估值	67.14	69.77	72.39	75.01	77.63	80.21	82.78	85.27	87.81

表、中国人寿估值结果

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	公司用投资收益率 (4.6%-5.5%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	83,484	100,123	116,761	133,399	150,037	166,740	183,444	200,148	216,851
一年期新业务价值	12,915	14,779	16,643	18,506	20,370	22,250	24,130	25,961	27,825
调整后净资产	182,073	182,073	182,073	182,073	182,073	182,073	182,073	182,073	182,073
新业务价值乘数	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3
每股估值	20.52	22.71	24.90	27.10	29.29	31.50	33.71	35.88	38.07

资料来源：公司数据、华泰联合证券

估值优势

表、中国太保估值结果

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	公司用投资收益率 (4.75%-5.2%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	17,521	21,277	25,034	28,790	32,547	36,307	40,067	43,827	47,588
一年期新业务价值	4,514	4,886	5,257	5,629	6,000	6,374	6,748	7,114	7,486
调整后净资产	80,017	80,017	80,017	80,017	80,017	80,017	80,017	80,017	80,017
新业务价值乘数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
每股估值(非寿险业务 不给予溢价)	24.46	25.98	27.50	29.01	30.53	32.05	33.58	35.08	36.60
其它业务溢价(1.5倍 P/B)	70,956	70,956	70,956	70,956	70,956	70,956	70,956	70,956	70,956
每股估值	32.72	34.23	35.75	37.26	38.78	40.31	41.83	43.33	44.85

资料来源：公司数据、华泰联合证券

