



## 內險公司股價低於其內含價值，合理嗎？

內含價值是投資者為壽險公司進行估值時最重要的工具。可以這麼說，壽險公司已經幫投資者計算了一個公司估值。然而，目前除了**中國平安(2318.HK)**的股價高於其內含價值外，**中國人壽(2628.HK)**、**中國太保(2601.HK)**、**中國太平(966.HK)**及**新華人壽(1336.HK)**的股價均大幅低於其內含價值。說明市場並不相信國內壽險公司的內含價值，本文試圖探討此一現象是否合理。

國內壽險公司對內含價值的計算是以中國精算師協會於 2016 年 11 月發佈的《精算實踐標準：人身保險內含價值評估標準》(《標準》)所規定的內含價值準則為基礎。《標準》對內含價值的定義是在充分考慮總體風險的情況下，適用業務及其對應資產產生的現金流中股東利益的現值。

首先我們簡單了解一下如何計算內含價值。內含價值由兩部分組成，分別為調整後股東資產淨值，及扣除持有償付能力額度的成本後的有效業務價值(扣償後的有效業務價值)，但不包括日後銷售的新業務的價值。

### 調整後資產淨值

調整後資產淨值以會計資產淨值為基礎，之後對其資產及負債進行調整，包括對若干資產的價值調整至市場價值，及對準備金等負債作相關稅後調整。

### 扣償後有效業務價值

有效業務價值是指保單未來的可分配利潤現值，而償付能力額度的成本又名要求資本成本，是指這部份資本原本是可以分配給投資者的，但由於監管要求而要保留在公司內，因此這個要求資本成本就是投資者對於這個資本的機會成本。

由於內含價值的計算涉及大量未來經驗的假設，可是未來經驗卻可能與計算假設不同，而有關差異可能很大，從而令到內含價值不可信。下文第一部份我們會比較上述五家壽險公司的內含價值主要假設；第二部份我們會分析過去十年該五家壽險公司的內含價值變動，並檢視它們的營運是優於還是劣於其主要假設。最後我們總結目前的股價是否合理。

## 主要假設

### 風險貼現率

計算有效業務價值時，我們要將未來稅後可分配利潤折現到現值，風險貼現率就是計算這個現值的折現率。貼現率或折現率實際上是對未來收益的機會成本，取決於投資者的自身要求。一般來說，貼現率等如無風險利率加上一定的風險溢價，而風險溢價應反映未來現金流的風險情況。簡單而言，貼現率愈高，有效業務價值愈低，反之亦然。



圖表 1：2018 年計算壽險有效業務價值和新業務價值的風險貼現率假設

公司	風險貼現率假設
中國平安	11.0%
中國人壽	10.0%
中國太保	11.0%
中國太平	11.0%
新華保險	11.5%

資料來源：公司年報、致富集團研究部

從圖表 1 可見，各家壽險公司的風險貼現率稍有不同，主旋律是 11.0%。然而**中國人壽**的風險貼現率使用稍低的 10.0%，而**新華保險**的風險貼現率則使用稍高的 11.5%。從使用風險貼現率的角度，我們可以簡單理解為**中國人壽**的假設比較寬鬆，而**新華保險**的假設比較保守。

### 投資回報率

保險公司考慮當前和預期的資產組合和主要資產類型可以產生的投資回報確定投資回報率假設。通常中國政府債券的收益率為重要考慮基礎。

圖表 2：2018 年非投資連結型壽險投資回報率假設

公司	投資回報率假設
中國平安	自 4.75%起，第 2 年 5.0%此後保持不變。
中國人壽	5.0%。
中國太保	2018 年為 5.0%，且以後年度保持在 5.0%水平不變。
中國太平	自 4.8%起，以後每年增加 0.05%，至 5.0%並保持不變。
新華保險	自 4.5%起，第 2 年 4.6%，第 3 年 4.8%，第 4 年 5.0%此後保持不變。

資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 2 顯示，各家壽險公司的最終投資回報率假設均是 5.0%，之間只有些微分別。我們可以簡單理解為**中國人壽**及**中國太保**的假設比較寬鬆，而**新華保險**的假設比較保守。

### 死亡率

壽險公司的死亡率假設通常採用行業標準的生命表《中國人壽保險業經驗生命表》的一個百分比表示。為其麼不是 100%呢？估計原因是壽險公司在核保時已經避免了一部分已存在的疾病或病症的賠償，甚至可能拒絕個別投保人的投保，以及壽險產品中都有各種不受保項目，以上情況都會降低保險公司受保顧客的死亡率。另外，壽險公司亦會考慮未來死亡率的改善，以致其死亡率假設低於當前的生命表死亡率。



圖表 3：2018 年死亡率假設

公司	死亡率假設
中國平安	死亡率按《中國人壽保險業經驗生命表(2000-2003)》的 65%為基準計算。就年金產品而言，進入領取期後的經驗死亡率分別以《中國人壽保險業經驗生命表(2000-2003)》年金男性表和女性表的 60%和 50%為基準計算。
中國人壽	綜合考慮了公司最新的運營經驗和未來預期等因素。
中國太保	死亡率假設主要根據《中國人身保險業經驗生命表 ( 2010-2013 )》為基準，結合公司最近的死亡率經驗分析和對未來的展望，視不同產品而定。
中國太平	死亡率按《中國人壽保險業經驗生命表(2000-2003)》非養老金業務表之 70%比率為基準計算。就年金產品而言，按《中國人壽保險業經驗生命表(2000-2003)》養老金業務表之 70%比率為基準計算。
新華保險	根據公司最近的死亡率經驗分析和對目前及未來經驗的展望而定。死亡率假設表現為《中國人身保險業經驗生命表(2010-2013)》的百分比。

資料來源：公司年報、致富集團研究部

簡單而言，對於壽險產品，死亡率愈高，對壽險公司愈不利，反之亦然；可是，對於年金產品，則死亡率愈高，對壽險公司愈有利，反之亦然。圖表 3 顯示，各家壽險公司對死亡率的假設披露程度不一，難以比較。可是**中國平安**及**中國太保**於 2018 年的死亡率假設仍然基於早一期的中國生命表《中國人壽保險業經驗生命表(2000-2003)》，從這個角度看，假設是比較保守的，因為 2000 年-2003 年的死亡率較 2010 年-2013 年的死亡率為高。

## 發病率

圖表 4：2018 年發病率假設

公司	發病率假設
中國平安	參考行業表或公司本身的定價表為基準，其中發病率考慮長期惡化趨勢。短期意外及主要健康險業務的賠付率假設在 15%到 100%之間。
中國人壽	綜合考慮了公司最新的運營經驗和未來預期等因素。
中國太保	疾病發生率假設主要根據中國人身保險業重大疾病經驗發生率表 ( 2006-2010 ) 為基準，結合公司最近的疾病發生率經驗分析和對未來的展望，考慮了疾病發生率長期惡化趨勢，視不同產品而定。
中國太平	經驗發病率乃按報備發生率之 70%比率為基準計算。
新華保險	主要根據公司最近的發病率經驗分析和對目前及未來經驗的展望，考慮發病率長期惡化趨勢經驗而定。發病率假設表現為中國人身保險業重大疾病經驗發生率表 ( 2006-2010 ) 的百分比。

資料來源：公司年報、致富集團研究部



圖表 4 顯示，各家壽險公司的發病率假設披露程度不盡相同，難以比較。投資者可留意，**中國平安、中國太保及新華保險**考慮了發病率的長期惡化趨勢，是比較保守做法，可是**中國人壽及中國太平**並沒有提及此一考慮。

### 費率

圖表 5：2018 年費率假設

公司	費率假設
中國平安	根據公司最近的費用分析而定。單位維持費用假設每年增加 2%。
中國人壽	綜合考慮了公司最新的運營經驗和未來預期等因素。
中國太保	單位成本假設是基於 2018 年太保壽險的非佣金費用總額、根據公司最近的費用分析結果而確定。同時，假設單位維持費用未來每年增加 2.5%。
中國太平	費用乃根據基準假設而預計。
新華保險	主要根據公司最近的實際費用經驗和對目前及未來經驗的展望而定。對於每單費用，假定未來每年 2.0%的通脹率。

資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 5 顯示，各家壽險公司的費率假設都是基於自身最近的經驗而定，無從比較。**中國平安、中國太保及新華保險**都有提及費用的通脹率假設，其中**中國太保**的費用通脹率假設為 2.5%，比較保守。

總括而言，**新華保險**整體上各項假設比較保守，而**中國人壽**整體上各項假設則比較寬鬆，而且其披露程度亦是各家壽險公司中最低的一家。

### 內含價值變動

壽險公司的內含價值增長主要被 5 個部分影響，它們分別是內含價值預計回報、新業務價值創造、假設及模型變動、投資回報差異及營運經驗差異。分析內含價值變動，我們可以知道各個部分對內含價值增長的不同貢獻。而更重要的是，我們可以從投資回報差異及營運經驗差異部分，檢視各壽險公司內含價值假設的可靠性。

圖表 6：2009 年至 2018 年各公司壽險內含價值增長部分平均佔比

增長部份平均佔比	中國平安	中國人壽	中國太保	中國太平	新華保險*	平均
內含價值預計回報	33.40%	66.32%	46.55%	37.39%	61.33%	49.00%
新業務價值	61.40%	53.89%	57.58%	58.05%	53.28%	56.84%
假設及模型變動	-5.40%	-6.40%	-4.08%	2.92%	-13.92%	-5.38%
投資回報差異	7.60%	-9.46%	-0.59%	N/A	-2.53%	-1.00%



營運經驗差異	3.50%	-0.47%	0.90%	1.65% <sup>#</sup>	3.34%	1.78%
其他	-0.50%	-3.87%	-0.37%	0.00%	-1.50%	-1.25%

資料來源：公司年報、致富集團研究部

\*只錄得 2011 年至 2018 年的新華保險數據。

#中國太平的營運經驗差異包括投資回報差異。

圖表 7：2009 年至 2018 年各公司壽險內含價值增長部分平均對回報率貢獻

增長部份對回報率貢獻	中國平安	中國人壽	中國太保	中國太平	新華保險*	平均
內含價值預計回報	9.24%	9.19%	10.11%	8.59%	10.25%	9.48%
新業務價值	16.99%	7.47%	12.51%	13.34%	8.90%	11.84%
假設及模型變動	-1.50%	-0.89%	-0.89%	0.67%	-2.33%	-0.99%
投資回報差異	2.11%	-1.31%	-0.13%	N/A	-0.42%	0.06%
營運經驗差異	0.98%	-0.07%	0.20%	0.38% <sup>#</sup>	0.56%	0.41%
其他	-0.14%	-0.54%	-0.08%	0.00%	-0.25%	-0.20%
平均內含價值回報率	27.68%	13.86%	21.72%	22.98%	16.71%	20.59%

資料來源：公司年報、致富集團研究部

\*只錄得 2011 年至 2018 年的新華保險數據。

#中國太平的營運經驗差異包括投資回報差異。

### 內含價值預計回報

內含價值預計回報是調整後資產淨值的預計回報和扣償後有效業務價值的預計回報的總和。調整後資產淨值以該公司假設的投資回報率增長，亦即 5%(從圖表 2 可知)，而扣償後有效業務價值的預計回報則以該公司假設的折現率增長，即 10%至 11.5%(按不同壽險公司而定，看圖表 1)。因此，此部分對內含價值的回報率貢獻不會超過其折現率。

此部分是非常穩定的增長部分，只要內含價值不斷增長，此部分的貢獻亦會不斷增長。圖表 6、7 顯示，此部分平均佔內含價值增長部分 49.00%及平均貢獻內含價值回報率 9.48%。

從圖表 6 可見，此部分於過去十年平均貢獻了中國人壽及新華保險內含價值增長部分的 66.32% 及 61.33%，是佔比最高的貢獻部分，比新業務價值佔比還要高，原因是兩者的調整後資產淨值佔內含價值比例過高，亦可視為冗餘資產過高。至於中國平安、中國太保及中國太平此部分佔比分別為 33.40%、46.55%及 37.39%，同樣是貢獻內含價值增長的第二大部分。

### 新業務價值

新業務價值是當年新保單產生的扣償後有效業務價值，是貢獻內含價值增長的最重要部分，亦是衡量壽險公司創造價值能力的最主要指標。圖表 6、7 顯示，此部分平均佔內含價值增長部分



56.84%及平均貢獻內含價值回報率 11.84%。

從圖表 7 可知，各家壽險公司的內含價值預計回報對內含價值回報率的貢獻由 8.59%至 10.25%不等，差別不大。然而，各家壽險公司的新業務價值對內含價值回報率的貢獻卻由 7.47%至 16.99%不等，差別極大，是分辨優秀與平庸的重要指標。

圖表 6 顯示，新業務價值是**中國平安**、**中國太保**及**中國太平**內含價值增長的最大貢獻部分，分別佔比為 61.40%、57.58%及 58.05%。貢獻內含價值回報率方面，**中國平安**達到誇張的 16.99%，而**中國太保**及**中國太平**則分別為 12.51%及 13.34%。岔開一講，**中國太平**的新業務價值貢獻內含價值回報率亦非常之高，是以上五家壽險的第二高，不愧有小平安之稱，可惜**中國太平**只擁有太平人壽 75.1%股權，亦有其他非壽險保險業務，拖低了集團整體內含價值回報率。

至於**中國人壽**及**新華保險**的新業務價值佔內含價值增長部分分別為 53.89%及 53.28%，而兩者的新業務價值對內含價值回報率貢獻較低，分別為 7.47%及 8.90%，這亦是拖低它們內含價值回報率的原因。

#### 假設及模型變動

上文提到的主要假設其實不是一成不變的，而是每家壽險公司每年都會進行重新評估及調整。若然改變假設必然會導致內含價值的變動。

圖表 8：假設及模型變動對壽險內含價值影響

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	總額
中國平安	608	-758	-42,115	-246	2,317	-1,352	10,222	-1,050	-2,848	1,233	-33,989
中國人壽	-1,131	-5,926	-16,218	-5,602	-3,209	-1,957	-1,905	-584	413	-1,155	-37,274
中國太保	-1,085	-2,296	-5,090	40	-1,194	776	-649	-1,018	-591	1,423	-9,684
中國太平	-160	685	-4,261	0	-858	4,465	2,208	1,400	-78	-100	3,301
新華保險*	-2,488	-2,239	-6,033	-1,694	-1,475	-1,174	-550	72	N/A	N/A	-15,581

資料來源：公司年報、致富集團研究部

\*只錄得 2011 年至 2018 年的**新華保險**數據。

從圖表 6、7 可見，五家公司平均十年計，假設及模型變動部分對內含價值是負影響的，佔內含價值增長部分負 5.38%，及對內含價值回報率產生負 0.99%的影響。然而假設及模型變動不盡是負面影響。圖表 8 是五家壽險公司歷年的假設及模型變動部分對內含價值產生的數值影響，從圖表 8 可見，有部分年份，假設及模型變動對壽險公司是產生正面影響的。



圖表 8 顯示 2016 年，假設及模型變動對內含價值的負面影響是歷年最大的。究竟 2016 年改變了甚麼假設呢？從 2015 年及 2016 年的年報我們發現，**中國平安**、**中國人壽**及**中國太平**的投資收益率假設由 5.5% 下降至 5.0%；**中國太保**的投資收益率假設由 5.2% 降至 5.0%；**新華保險**的傳統非分紅保單投資收益率假設由 5.2% 降至 5.0%、分紅保單投資收益率假設由 5.5% 降至 5.0%。我們相信投資收益率假設的降低正是 2016 年假設及模型變動對內含價值造成負面影響的主要原因。

可是為甚麼五家壽險公司紛紛於 2016 年降低它們的投資收益率假設呢？圖表 9 顯示，從中國十年國債孳息率的十年走勢看，其孳息率由 2014 年大約 4.70% 的十年高位一直下跌至 2016 年大約 2.65% 的十年低位，其後反彈至目前接近 3.10% 的位置。由於壽險公司的投資組合收益率很大程度上受到國債孳息率水平的影響，因此五家壽險公司紛紛於 2016 年降低它們的投資收益率假設。

圖表 9：中國 10 年期國債孳息率



資料來源：Bloomberg、致富集團研究部

事實上若我們剔除 2016 年因為降低投資收益率假設的極端影響，**中國平安**的假設及模型變動部份十年總額已經轉正，而**中國人壽**、**中國太保**及**新華保險**的負值亦大為減少。當然重要的是未來壽險公司會否再下降投資收益率假設，這個亦是市場比較擔憂的地方。可是預測未來國債孳息率並不容易，涉及相當多因素，此處不展開討論，留待投資者思考。

我們回頭再看**中國太平**，圖表 8 顯示五家壽險公司當中只有**中國太平**在假設及模型變動部分的總額是正數，主要是由於 2011 年至 2013 年相對大額的正數貢獻。我們翻看**中國太平**這三年的內含價值假設，發現於 2011 年，新固定收入證券資產之投資回報率由 4.2% 提高至 4.29%，以及資本要求由按最低償付能力的 120% 降至 100% 計算；於 2012 年，投資回報率假設由 4.5% 提高至 5.0%，以及風險貼現率由 11.5% 降低至 11.0%；於 2013 年，投資回報率假設由 5.0% 提高至 5.5%。若撇除上述這些假設改變影響及 2016 年因為降低投資收益率假設的影響，估計假設及模型變動部總額會變為小幅負值。



總括而言，之前討論過的主要假設不常變化，若撇除投資收益率假設及風險貼現率假設的變化，假設及模型變動部份對內含價值的影響不算很大，尤其對**中國平安**、**中國人壽**及**中國太保**的內含價值影響很小。

### 投資回報差異

投資回報差異等於當年實際投資收益與投資收益假設的差異。當然一年的正差異或負差異代表不了甚麼，然而十年的數據或許能給我們對該壽險公司的投資能力一些啟示，亦能檢視該壽險公司投資回報率假設的可靠性。

圖表 10：投資回報差異對壽險內含價值影響

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	總額
中國平安	-12,233	30,212	-547	11,599	21,320	1,413	-7,019	-1,705	1,392	3,404	47,836
中國人壽	-44,462	-4,280	-31,029	20,591	39,338	-22,953	9,676	-32,224	-9,297	19,590	-55,050
中國太保	231	883	-967	3,548	6,165	-3,099	437	-10,556	-1,089	3,038	-1,409
中國太平	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
新華保險*	-5,891	307	-4,414	7,825	11,567	-217	-103	-11,905	N/A	N/A	-2,831

資料來源：公司年報、致富集團研究部

\*只錄得 2011 年至 2018 年的新華保險數據。

從圖表 6、7 可見，**中國平安**繼續它的優秀表現，投資回報差異貢獻內含價值增長部分 7.60%，平均為內含價值回報率增加 2.11%。**中國平安**的投資表現是超過它的假設。至於**中國人壽**的投資回報差異貢獻內含價值增長部分負 9.46%，平均為內含價值回報率減少 1.31%。**中國人壽**過去十年的投資回報表現大為失色，整體達不到它的投資回報率假設。

**中國太保**的投資回報差異貢獻內含價值增長部分負 0.59%，平均為內含價值回報率減少 0.13%。**中國太保**的十年投資回報差異總額錄得輕微負數，稍為達不到它的投資回報率假設，最近三年，差異波動比較少，或許顯示其投資取向偏向保守。**新華保險**的投資回報差異貢獻內含價值增長部分負 2.53%，平均為內含價值回報率減少 0.42%。**新華保險**整體稍為達不到它的投資回報率假設，而投資回報差異波動比較大，容易造成利潤的大幅波動。**中國太平**則未有獨立顯示其投資回報差異。

### 營運經驗差異

營運經驗差異等於當年實際營運經驗與評估假設的差異。同樣地一年的正差異或負差異代表不了甚麼，然而十年的數據或許能給我們對該壽險公司的實際營運一些啟示。我們亦可以預期如果壽險公司的營運假設愈嚴緊，此部份應該出現正數的機會愈大。



圖表 11：營運回報差異對壽險內含價值影響

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	總額
中國平安	13,938	8,886	(259)	825	275	(501)	(1,051)	(926)	392	601	22,180
中國人壽	277	529	(1,792)	2,685	563	(2,258)	(879)	(1,320)	(3)	(560)	-2,758
中國太保	(172)	1,890	509	(97)	292	499	(244)	(190)	(354)	4	2,137
中國太平#	(3,875)	1,558	(7,015)	1,481	8,218	700	943	(1,997)	426	1,425	1,864
新華保險*	3,108	3,075	1,953	(2,083)	(1,630)	(501)	670	(854)	N/A	N/A	3,738

資料來源：公司年報、致富集團研究部

\*只錄得 2011 年至 2018 年的新華保險數據。

#中國太平的營運經驗差異包括投資回報差異。

從圖表 6、7 可見，**中國平安**繼續它的優秀表現，營運經驗差異貢獻內含價值增長部分 3.50%，平均為內含價值回報率增加 0.98%。從這個角度看，**中國平安**的內含價值假設可能是保守了些。至於**中國人壽**的營運經驗差異貢獻內含價值增長部分負 0.47%，平均為內含價值回報率減少 0.07%。**中國人壽**的十年營運經驗差異總額錄得輕微負數，是圖表 11 中唯一達不到評估假設的壽險公司。這亦正好符合我們在主要假設部分中得出的結論，**中國人壽**整體上各項假設比較寬鬆。

**中國太保**的營運經驗差異貢獻內含價值增長部分 0.90%，平均為內含價值回報率增加 0.20%，表示實際營運經驗稍為超過它的評估假設，亦代表它的假設是比較合理。**新華保險**的營運經驗差異貢獻內含價值增長部份 3.34%，平均為內含價值回報率增加 0.56%，表示實際營運經驗超過它的評估假設，亦符合我們在主要假設部分中表示**新華保險**整體上各項假設比較保守。至於**中國太平**，此部份包含營運經驗差異及投資回報差異，貢獻內含價值增長部分 1.65%，平均為內含價值回報率增加 0.38%，表示實際營運經驗加上投資表現超過它的主要假設。

### 內含價值回報率

內含價值回報率是判斷一家壽險公司價值創造能力的最好指標，亦是估值的一個重要考量。

內含價值回報率等於壽險公司年內所能產生的新增內含價值 (由圖表 7 內各部份所貢獻)與期初內含價值的比率。而內含價值是調整後淨資產加存量保單的扣償後有效業務價值，未有考慮未來的保單價值，可視為壽險公司目前的清算價值。從這個角度看，投資者可視內含價值為普通公司的股東權益，而內含價值回報率則為我們一般分析普通公司時的股東權益回報率(Return on equity)。



圖表 12：2009 年至 2018 年各公司壽險內含價值增長部分平均對回報率貢獻

增長部份對回報率貢獻	中國平安	中國人壽	中國太保	中國太平	新華保險*	平均
內含價值預計回報	9.24%	9.19%	10.11%	8.59%	10.25%	9.48%
新業務價值	16.99%	7.47%	12.51%	13.34%	8.90%	11.84%
<b>核心回報率貢獻</b>	<b>26.23%</b>	<b>16.67%</b>	<b>22.62%</b>	<b>21.93%</b>	<b>19.15%</b>	<b>21.32%</b>
假設及模型變動	-1.50%	-0.89%	-0.89%	0.67%	-2.33%	-0.99%
投資回報差異	2.11%	-1.31%	-0.13%	N/A	-0.42%	0.06%
營運經驗差異	0.98%	-0.07%	0.20%	0.38%#	0.56%	0.41%
其他	-0.14%	-0.54%	-0.08%	0.00%	-0.25%	-0.20%
<b>其他回報率貢獻</b>	<b>1.45%</b>	<b>-2.81%</b>	<b>-0.90%</b>	<b>1.05%</b>	<b>-2.45%</b>	<b>-0.72%</b>
<b>平均內含價值回報率</b>	<b>27.68%</b>	<b>13.86%</b>	<b>21.72%</b>	<b>22.98%</b>	<b>16.71%</b>	<b>20.59%</b>

資料來源：公司年報、致富集團研究部

\*只錄得 2011 年至 2018 年的新華保險數據。

#中國太平的營運經驗差異包括投資回報差異。

圖表 12 將內含價值預計回報及新業務價值歸納為對內含價值回報率的核心回報率貢獻，而其餘的部份歸納為其他回報率貢獻。我們發現，除了**中國平安**及**中國太平**外，其餘三家壽險公司的其餘回報率貢獻部份都是負數，減低了核心回報率的貢獻。

**中國平安**錄得高達 27.68% 的十年平均內含價值回報率，主要得益於優秀的新業務價值，而且它的其餘回報率貢獻部份亦錄得正數，主要得益於正面的投資及營運差異，顯示它的實際經營優於它的主要假設。

**中國人壽**的十年平均內含價值回報率錄得五家壽險公司中最低的 13.86%，主要由於它的低新業務價值，以及差過主要假設的實際經營，尤其是差劣的投資回報差異。

**中國太保**的十年平均內含價值回報率錄得優異的 21.72%，主要由於它不錯的新業務價值，而公司的其餘回報率貢獻部份只錄得輕微負值，表示它的主要假設相對可靠。

**中國太平**的十年平均內含價值回報率亦錄得優異的 22.98%，主要由於它不錯的新業務價值，而公司的其餘回報率貢獻部份錄得 1.05% 的正面貢獻，主要由於正面的假設及模型變動，上文已經解釋過原因。

**新華保險**的十年平均內含價值回報率亦錄得不過不失的 16.71%，主要由於不怎麼樣的新業務價值，而公司的其餘回報率貢獻部份錄得負 2.45%，嚴重拖低內含價值回報率，主要由於負面的假設及模型變動，估計是因為不斷轉趨保守的主要假設。



## 估值

理論上，若然壽險公司未來的內含價值回報率能夠高於投資者要求回報率(假設是壽險公司的風險貼現率)，其估值應該高於它的內含價值，反之亦然。當然，內含價值回報率愈高，理論估值就會愈高。

圖表 13：2009 年至 2018 年各公司壽險內含價值增長部分平均對回報率貢獻

增長部份對回報率貢獻	中國平安	中國人壽	中國太保	中國太平	新華保險*	平均
內含價值預計回報	9.24%	9.19%	10.11%	8.59%	10.25%	9.48%
假設及模型變動	-1.50%	-0.89%	-0.89%	0.67%	-2.33%	-0.99%
投資回報差異	2.11%	-1.31%	-0.13%	N/A	-0.42%	0.06%
營運經驗差異	0.98%	-0.07%	0.20%	0.38%#	0.56%	0.41%
其他	-0.14%	-0.54%	-0.08%	0.00%	-0.25%	-0.20%
其他回報率貢獻	1.45%	-2.81%	-0.90%	1.05%	-2.45%	-0.72%
<b>內含價值預計回報+其他回報率 貢獻</b>	<b>10.69%</b>	<b>6.39%</b>	<b>9.21%</b>	<b>9.64%</b>	<b>7.80%</b>	<b>8.76%</b>
新業務價值	16.99%	7.47%	12.51%	13.34%	8.90%	11.84%
<b>平均內含價值回報率</b>	<b>27.68%</b>	<b>13.86%</b>	<b>21.72%</b>	<b>22.98%</b>	<b>16.71%</b>	<b>20.59%</b>

資料來源：公司年報、致富集團研究部

\*只錄得 2011 年至 2018 年的新華保險數據。#中國太平的營運經驗差異包括投資回報差異。

圖表 13 顯示，如果我們單獨看內含價值預計回報，其回報率是低過其風險貼現率的，主要是因為調整後淨資產只貢獻 5% 回報率，拖低了回報率。這代表若沒有新業務產生，只有存量的業務及淨資產，其理論估值是應該低過其內含價值的。若我們再加上其他回報率貢獻，我們會發現五家公司的回報率仍然低於其風險貼現率，而其實除了中國平安及中國太平，其餘三家公司的回報率更低，代表其理論估值更低。

可是若我們加回新業務價值，回顧十年歷史，就算是內含價值回報率最低的中國人壽亦能達到高於它的風險貼現率(10%)的 13.86%。因此，只要五家壽險公司能夠持續每年產生新業務價值，令到內含價值回報率高過其風險貼現率，其理論估值絕對應該高於其內含價值。按照中國保險市場的潛力，其實不難。事實上，過去十年的平均內含價值回報率，中國平安、中國太保及中國太平都遠高於其風險貼現率。



圖表 14：2019 年中期集團內含價值

	集團內含價 值(百萬元)	已發行股 數(百萬)	每股內含價值 (報表幣值)	匯率*	每股內含 價值(港元)	每股股價*	PEV
中國平安	1,113,181	18,280	60.90	1.0970	66.80	90.85	1.36
中國人壽	886,804	28,265	31.37	1.0970	34.42	18.06	0.52
中國太保	365,116	9,062	40.29	1.0970	44.20	28.80	0.65
中國太平	200,589	3,594	55.81	1.0000	55.81	17.26	0.31
新華保險	191,403	3,120	61.36	1.0970	67.31	30.95	0.46

資料來源：公司年報、致富集團研究部

\*2019 年 10 月 9 日股價及匯率。

從圖表 14 看，五家保險公司，除了**中國平安**外，其餘四家公司的股價都要大幅低於其內含價值，尤其是**中國太平**。當然除了**中國人壽**及**新華保險**外，其餘三家公司都不是純壽險公司，**中國太保**及**中國太平**包含其他非壽險保險業務，而**中國平安**更有其他金融業務，甚至科技業務。

圖表 15：2019 年中期壽險內含價值

	壽險內含價 值(百萬元)	應佔權益 (%)	已發行股 數(百萬)	每股內含價值 (報表幣值)	匯率*	每股內含 價值(港元)	每股 股價*	PEV
中國平安	713,191	99.51	18,280	38.82	1.0970	42.59	90.85	2.13
中國人壽#	886,804	100.00	28,265	31.37	1.0970	34.42	18.06	0.52
中國太保	278,487	98.29	9,062	30.21	1.0970	33.14	28.80	0.87
中國太平	153,570	75.10	3,594	32.09	1.0000	32.09	17.26	0.54
新華保險#	191,403	100.00	3,120	61.36	1.0970	67.30	30.95	0.46

資料來源：公司年報、致富集團研究部

\*2019 年 10 月 9 日股價及匯率。#**中國人壽**及**新華保險**並未有獨立報告其壽險內含價值，但是其主要業務為壽險業務，因此相信集團及壽險內含價值相差不大。

圖表 15 顯示，就算我們單計五家公司的壽險內含價值(當其他資產價值為零)，仍然發現除了**中國平安**外，其餘四家公司的股價仍然大幅低於其內含價值。可見目前該四家壽險公司的股價是嚴重低估了其公司價值。



## 免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。