



中国平安系列(八)之

内含价值分析——新业务价值之冠

内含价值由来已久，最初由英国保险公司率先采用。内含价值是投资者能够深入了解寿险公司价值极其重要的额外资料，亦是投资者为寿险公司进行估值时最重要的工具。内含价值等于调整后股东资产净值，加上寿险公司扣除持有偿付能力额度的成本后的有效业务价值(扣偿后的有效业务价值)，但不包括日后销售的新业务的价值(因此内含价值是不完整的估值，未能完全表达寿险公司的估值)。

根据**中国平安**的说法，调整后资产净值是由按中国会计准则计量的经审计股东净资产值调整准备金等相关差异后得到，加上若干资产的价值调整至市场价值。在 2016 年开始实施偿二代体系后，根据平安寿险的数据，2016 年及 2017 年的调整后资产净值都比资产负债表的资产净值稍大。

此外，有效业务价值则有点像剩余边际，是保单未来的可分配利润现值。而偿付能力额度的成本又名要求资本成本，是指这部份资本原本是可以分配给投资者的，但由于监管要求而要保留在公司内，因此这个要求资本成本就是投资者对于这个资本的机会成本。

图表 1：平安寿险内含价值变动

百万元人民币	2013	2014	2015	2016	2017	2018 1H	增长部分 平均占比
期初内含价值	177,460	203,038	264,223	325,474	360,312	496,381	-
预计回报	16,510	19,185	24,628	27,346	31,745	22,596	30.8%
新业务价值	18,540	22,249	31,058	68,720	88,117	49,442	60.3%
假设及模型变动	(1,352)	2,317	(246)	(42,115)	(758)	15	-9.1%
市场价值调整影响	(3,045)	815	756	(1,020)	(5,415)	3,330	-1.0%
投资回报差异	1,413	21,320	11,599	(547)	30,212	(893)	13.7%
其他经验差异	(501)	275	825	(259)	8,886	15,391	5.3%
其他	-	12	298	-	-	-	0.1%
净股息支出	(5,987)	(4,987)	(6,328)	(17,289)	(16,718)	(13,925)	-
期末内含价值	203,038	264,224	326,813	360,310	496,381	572,337	-

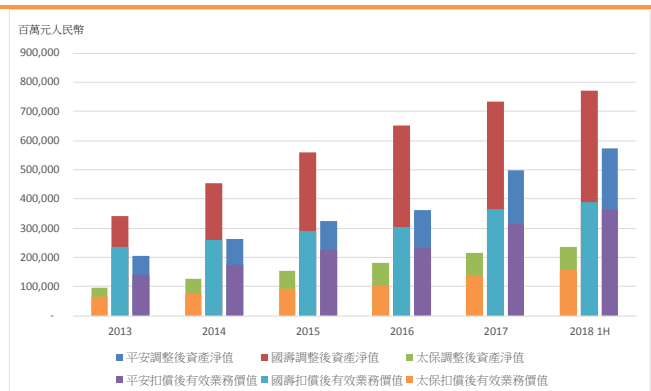
数据源：公司年报、致富集团研究部

从上表我们可以看到影响平安寿险内含价值的主要部分。平安寿险内含价值的增长主要来自新业务价值(这部分下文会再展述)，平均占增长部分的 60%。其次为预计回报，此部分来自平安调整后资产净值及扣偿后有效业务价值的预计回报，是比较稳定的增长部分，平均占比为 30%。由此我们可以知道，就算寿险公司一时三刻没有新业务价值贡献，内含价值亦会由预计回报得到增长，但当然增速会大幅减慢。至于投资回报差异及其他经验差异，意思就是实际投资回报与假设回报的差异及营运经验与假设的差异，总的来说对平安寿险的内含价值产生正面影



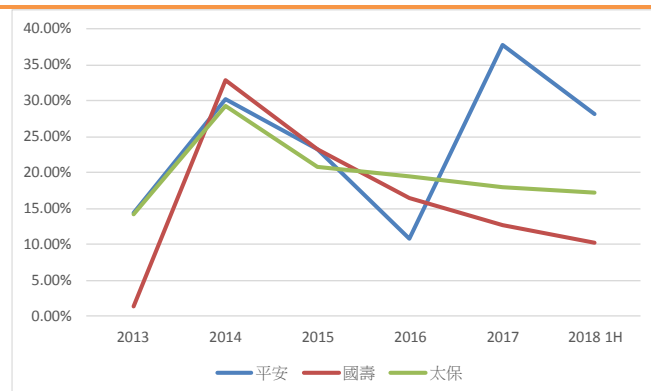
响，表示平均来说实际的投资回报及费用等都好于假设。至于假设及模型变动，主要对平安寿险内含价值的影响发生在 2016 年，由于投资回报假设由 5.5%降低至 5%而产生 421 亿元人民币的减值，除此以外总的来说影响不大。而市场价值调整影响，平均来说影响不大。

图表 2：近 5 年三大寿险公司的内含价值



数据源：公司年报、致富集团研究部

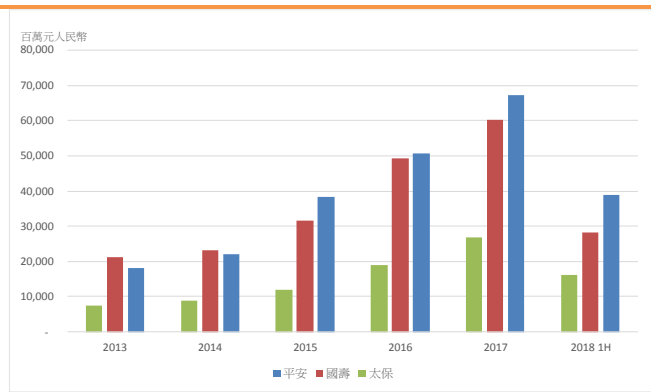
图表 3：近 5 年三大寿险公司的内含价值增长率



数据源：公司年报、致富集团研究部

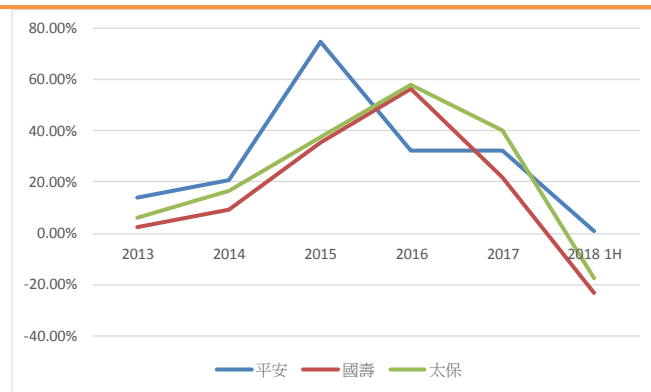
平安寿险的内含价值从 2013 年的 2,030 亿元人民币升至 2017 年的 4,964 亿元人民币，平均年复合增长率达 25.0%，是三家寿险公司增长最快的一家(国寿及太保于同一期间内的寿险内含价值平均年复合增长率分别为 21.0%及 21.8%)，2018 年上半年平安寿险的内含价值再按年升 28.2%至 5,723 亿元人民币。从图表 2 来看，虽然国寿的内含价值仍然是三家寿险公司中最大，然而若读者细看之下可以发现，国寿的内含价值之所以比平安寿险高，主要是因为其较高的调整后资产净值，而平安寿险的扣偿后有效业务价值已经非常接近国寿。

图表 4：近 5 年三大寿险公司的扣偿后的新业务价值



数据源：公司年报、致富集团研究部

图表 5：近 5 年三大寿险公司的扣偿后的新业务价值增长率



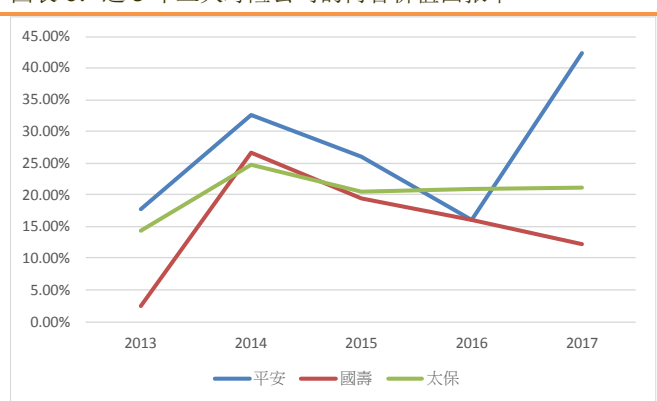
数据源：公司年报、致富集团研究部

我们再看扣偿后新业务价值，平安寿险从 2013 年的 182 亿元人民币升至 2017 年的 674 亿元人民币，平均年复合增长率高达 38.8%，亦是三家寿险公司增长最快的一家(国寿及太保于同一期间内的扣偿后新业务价值平均年复合增长率分别为 29.6%及 37.4%)。新业务价值由首年保费及新业务价值率决定。近 5 年，平安寿险的扣偿后新业务价值高速增长主要来自首年保费的快速增长，而新业务价值率则在这期间稳中有升。



2018 年上半年平安寿险的扣偿后新业务价值基本按年持平至 388 亿元人民币，而国寿及太保则分别大幅下降 23.7%及 17.5%。新业务价值大幅下降，主要是因为之前提到的 134 号文，寿险公司需要大幅削减趸缴的理财型产品所致，但由于平安寿险较早准备转型，影响相对较轻，而且相信全年扣偿后新业务价值仍会按年上升。此外，平安寿险的扣偿后新业务价值早于 2015 年已经超过国寿，主要是因为平安寿险的新业务所创造的价值远高于国寿。结果与我们之前分析销售渠道时，平安寿险主力发展销售长期保障型产品的代理人渠道相符。

图表 6：近 5 年三大寿险公司的内含价值回报率



数据源：公司年报、致富集团研究部

我们再来可用内含价值回报率来检视各寿险公司创造价值的效率。平安寿险的五年平均内含价值回报率高达 27.0%，是三家寿险公司回报率最高的一家(国寿及太保于同一期间内的平均寿险内含价值回报率分别为 15.3% 及 20.4%)。从图表 6 可以看到，太保 2014 年后内含价值回报率一直维持在 20%左右，而国寿的内含价值回报率却在 2014 年后不断下降，显示其价值创造能力下降。平安寿险的内含价值回报率一直维持于极高水平，2016 年的下跌，主要由于之前提到的投资回报假设下降而产生 421 亿元人民币的减值，若撇除这个因素，2016 年平安寿险的内含价值回报率达到 29.0%。