

中金报告:中国人寿应享有更高估值溢价

□本报记者 卢晓平 谢晓冬

截至2007年1月5日,中国人寿H股股价自上市以来的累计涨幅已达620.0%,远远超出同期香港恒生指数和国企股指数。相比国际其他寿险公司,中国人寿的价格是否显得太高?

作为中国人寿主承销商的中金公司,在其最新的一份研究报告中指出,由于中国人寿所处的特定发展阶段等优势,中国人寿应当享有比国际可比公司更高估值溢价。

中国人寿业正处积累阶段

中金公司研究部分析员周光在其关于国寿的研究报告中指出,中国人寿应当享受估值溢价,是由中国人寿业的发展阶段和中国人寿的自身优势所决定的。

寿险业的积累阶段是指由于经营时间短,每年都有大量新签发的长期寿险保单,离未来满期给付的时间还很远,这样每年的保费收入都远远高于给付支出,从而使得总资产快速增长。而支付阶段则指由于以前签发的保单大量到期需要给付,当年保费收入并不比满期给付高出多少,因而总资产增速缓慢甚至可能下降。

对于保险公司来说,处于积累阶段意味着可以长期享受快速增长的资产带来的投资收益。而处在支付阶段的保险公司则必须应付大量的满期给付。

由于刚刚起步,中国人寿业的优势不仅表现为保费收入的高速增长,更重要的是,由于寿险保单的长期性,决定了中国人寿

业正处于黄金般的积累阶段,而欧美成熟市场的寿险业则已基本进入了无奈的支付阶段。

周光强调,积累阶段和支付阶段的区分就在于保险资产增长速度的高低。欧美寿险公司的资产平均增长速度不仅明显比中国寿险公司低,而且有些公司还经常出现总资产下降的情况。投资资产的情况也与此类似。实际上,欧美很多寿险公司是依靠兼并收购来实现资产增长的,其内生增长的速度较低。

周光形象比喻:积累阶段相当于刚刚开始开采一座蕴藏量巨大的金矿,而支付阶段则意味着这座金矿可能已经被开采了一半以上。

中国人寿盈利水平非常高

一般来说,新的寿险公司要在设立7-8年后才能实现当年度的盈亏平衡。而上市的中国人寿,就业务历史而言,也只是一家刚刚设立7年的新寿险公司,但中国人寿早已实现盈利,而且目前盈利水平非常高、盈利能力相当强。

周光分析,保单的历史虽然短,但中国人寿在设立之初就继承了完备的机构设置和强大的销售网络,因而跨越了寿险公司创立早期因必须支付高额创建费用而产生的亏损阶段。因此,中国人寿理所应当应该比欧美所谓可比公司享受更大的估值溢价。

50%的市场份额

周光说,全球几乎没有任何一家上市寿险公司能够有中国这样大而增长迅速的市场,像中

国人寿一样占据接近50%的市场份额。而像大都会人寿(MetLife)和保德信(Prudential)这样受人尊重的美国公司,其2005年在北美市场的份额也分别只有4.0%和2.7%,根本无法与中国人寿的市场地位相提并论。欧洲的寿险公司里也鲜见份额能够超过20%的公司。新加坡的大东方人寿虽然拥有本国市场41%的份额,但显而易见的是,新加坡寿险市场的潜力不可能与中国市场相比。

周光认为,中国人寿拥有的这种所谓可比公司梦寐以求而又可望而不可及的市场地位,是其估值溢价的另一个强力支撑。

资产负债表干净

周光同时认为,干净的资产负债表也是中国人寿吸引人的地方。

周光介绍说,中国人寿的资产负债表非常干净,因为所有1999年6月10日以前产生的利差损保单都剥离给了未上市的母公司。相比之下,很多国际寿险公司都可能或多或少地存在利差损的保单,因为二十世纪80、90年代市场利率水平较高,那时签发的寿险保单的预定利率也比较高。尽管当时可以用资产负债匹配的办法,通过购买长期债券来锁定高收益率,但不可能100%地对冲掉所有的高预定收益率保单。所以公司在上世纪80年代和90年代售出的部分保单是可能会产生利差损的。

周光表示,中国人寿不但没有利差损保单的困扰,而且正享受着由利率上升和股市复苏带来的利益差。



1月9日,中国人寿A股在上海证券交易所上市 本报记者 徐汇摄

国寿八大看点

□本报记者 卢晓平 谢晓冬

中金公司研究部分析员周光在其关于中国人寿的投资价值报告中展示了中国人寿的八大看点。

■看点之一:中国人寿是中国最大的人寿保险公司,也是中国最大的保险资产管理者和最大的机构投资者之一。此次中国人寿预计发行不超过15亿股的新股,募集资金主要用于充实公司资本金或相关监管部门批准的其他用途。

■看点之二:中国寿险业蕴含着巨大的发展潜力。在过去二十年里,中国寿险业取得了巨大的进步。就2005年寿险保费收入而言,中国寿险业已名列世界第八位;就上市公司总市值而言,中国人寿已成为全球最大的寿险公司。

■看点之三:中国人寿拥有无可匹敌的竞争劣势。中国人寿已经展现了一家优秀的寿险公司应该具备的优良素质:强大的品牌效应、稳固的市场地位、快速增长的保费收入、稳步扩大的资产规模、不断提升的投资收益率、干净的资产负债表、快速上升的股本回报率、雄厚的资本实力、杰出的管理层和清晰的发展战略。

■看点之四:清晰的发展战略。“主业特强、适度多元”的战略将使中国人寿在牢牢抓住寿险业务和资产管理业务的前提下,适度地向相关领域进军,而不是盲目扩张之路;“内含价值高”的目标表明公司将恪守为股东创造价值的经营理念。在投资策略上,中国人寿并不是消极地等待市场收益率的提升,而是主动创造良好的投资机会。同时遵循价值投资的理念和财务投资者的原则,不盲目兼并或控股其他公司,而是战略投资于优质和领先的企业,以分享中国经济高速增长带来的盈利成果。

■看点之五:未来盈利将保持快速增长。中金公司预测在香港会计准则下,中国人寿2006-2008年净利润复合增长率将达到47.7%。

■看点之六:无论是从定性的角度还是从定量的角度来分析,中金公司相信中国人寿都理所应当比所谓国际可比公司享受很高的估值溢价。

■看点之七:由于人寿保险合同利润实现和确认的特殊性,市盈率不是寿险公司合适的估值办法。由欧洲寿险业发展起来的内含价值/评估价值的估值模型能够更好地反映寿险公司的价值。基于三阶段一年新业务价值模型,中金公司推导出中国人寿2007年底在10.5%折现率下的每股合理价值区间为人民币30.24元至36.17元。

■看点之八:低迷的债券收益率则是中国人寿进一步提升投资收益率的主要障碍。

专家观点

好风凭借力

□巴曙松

中国人寿的回归A股之旅,称其万众瞩目并不为过。这种关注,不仅仅是因为海外市场上寿险公司所曾经创造的“戴维斯神话”,也不仅仅是日益活跃的中国资本市场对优质上市公司的呼唤;更确切地说,中国人寿所选择的回归时机,可以用一句诗来描述:“好风凭借力,送我上青云”。

国寿凭借的是什么样的“力”?

中国金融开放之力

2006年12月,中国金融业刚刚结束了5年的过渡期,进入全面开放阶段。在5年前,不少机构讨论的中国金融的主题是在问题重重的中国金融体系中,究竟是何时、会在哪个环节发生金融危机,似乎发生金融危机是必然的。五年之后,在中国金融体系大刀阔斧的改革推动下,金融业成为海内外投资者分享中国经济增长、分享人民币升值收益竞相追捧的投资对象。这个五年,可以说是中国金融改革“急行军”的五年,其间当然有遗憾,有不足,但是,正是中国推动的全面深刻的金融改革,改变了中国金融业的整个面貌,也改变了整个市场对金融业的预期。中国人寿回归引人关注,在当时海外招股时的艰难无疑是一个引人深思的对照。开放推动下的金融改革改变了中国金融业,改变了中国的保险业,也提升了中国保险业在金融市场的估值。

保险业上升之力

国际经验一再显示,从世界范围看,一国从金融管制走向金融深化的过程,从农业社会迈入发达工业社会的进程、金融市场代替家庭成为主要的融资和养老渠道的过程,无不伴随着保险业的飞速发展。保险业是一个与人均GDP、储蓄率、人口结构和社会保障制度密切相关的行业,其在亚洲的蓬勃发展充分地证实了这一点。亚洲保险业,尤其是寿险市场代替家庭成为主要的融资和养老渠道的过程,无不伴随着保险业的飞速发展。保险业是一个与人均GDP、储蓄率、人口结构和社会保障制度密切相关的行业,其在亚洲的蓬勃发展充分地证实了这一点。亚洲保险业,尤其是寿险市场代替家庭成为主要的融资和养老渠道的过程,无不伴随着保险业的飞速发展。保险业是一个与人均GDP、储蓄率、人口结构和社会保障制度密切相关的行业,其在亚洲的蓬勃发展充分地证实了这一点。亚洲保险业,尤其是寿险市场代替家庭成为主要的融资和养老渠道的过程,无不伴随着保险业的飞速发展。

亿人和2.23万亿美元,分别占到了全球的20%和5%。而与此极不相称的是,同年我国保费收入仅占世界的1.76%,排在第11位,保险深度为2.7%,排在世界第50名,保险密度为46美金,位居第40位。除日本外的亚洲其他国家的人均GDP同中国相差不多,但其保险深度和密度却达中国的两倍左右。如果照此推算,2005年中国寿险和非寿险的全球份额应分别为5.16%和5.47%,对应的保费规模为1019亿美元和795亿美元,分别是当年实际保费规模的2.57倍和3.88倍;另一方面,2000年-2004年中国的寿险和非寿险市场的复合增长率则分别达到了31%和23%。这表明尽管我国的保险业起点较低,但消费不足,低起点的现状恰恰决定了中国是全球最具有可持续发展潜力的保险市场之

性因素分析,我国人均收入水平和收入分配结构正在将保险业置于加速的起点上。根据美国的经验,人均GDP在2000美元至5000美元之间,服务类消费支出占家庭部门消费支出比例由31%迅速上升到42%,这同时也是家庭金融资产走向多元化的时期。

我国各省市保险收入分布的显著S形曲线同样表明人均GDP超过2000美元是保险密度加速提升的时期。2005年中国人均GDP已达到1715美元,“十一五”中期即将突破2000美元,届时将有15个省份人均GDP超过2000美元,并且非寿险市场的复合增长率则分别达到了31%和23%。这表明尽管我国的保险业起点较低,但消费不足,低起点的现状恰恰决定了中国是全球最具有可持续发展潜力的保险市场之

社会保障体系发展推动之力

从人口角度看,未来十年是我国人口红利持续派发的时期,保险业也将从中获得巨大收益。2006年至2015年,我国人口负担系数将不断创出新低,对保险产品的潜在需求将达到空前的高度。同时,未富先老的人口特征使得我们不得不未雨绸缪,加大对商业保险的倚重,可以预见,我国的寿险渗透率将会逐年提高。

中国人寿作为中国保险业的领军企业之一,占有市场份额近一半,其个人业务、团体业务、短期险业务均处于市场领先地位。由于寿险产品的客户忠诚度较高以及寿险行业自然垄断的特征,后来者的大量涌入都需要投入较多的资源才能对其市场优势地位形成冲击,并且中国人寿近三年的总资产增长速度略快于行业资产增长速度,其总资产在行业中占比是逐渐提高的。加之其完善的分销网络、多元化投资分享各行业收益以及综合经营战略,中国人寿仍将是中国人寿市场快速发展的最大受益者之一。

同样值得指出的是,中国人寿回归A股,同样也要面对千千万万日益成熟的投资者的关注,要得到投资者的持续认可,就必须要用良好的公司治理和骄人的业绩来回报投资者的信任与关注。因此,我们希望中国人寿在享受这份光荣的同时,也要从中感受到一份责任,一份压力。

(作者系国务院发展研究中心金融研究所副所长、博士生导师)

中国人寿合理估值如何测算

□本报记者 卢晓平 谢晓冬

“基于不同的折现率和不同投资收益率,我们做了中国人寿每股价值的敏感性分析。我们认为在10.5%的折现率下,投资收益率在基本假设和增加50个基点的区间内时,中国人寿在2007年底的每股合理价值区间是人民币30.24元至36.17元”。

中金公司研究员周光的研究报告清晰地告诉投资者,用内含价值进行估值的中国人寿能值多少钱。

市盈率不适合寿险公司估值

中国人寿A股18.88元的发行价格,按照市盈率计算则是90多倍。

周光强调,由于人寿保险合同利润实现和确认的特殊性,市盈率不是寿险公司合适的估值办法。由欧洲寿险业发展起来的内含价值/评估价值的估值模型能够更好地反映寿险公司的价值。这是由人寿保险合同利润实现和确认的特殊性造成的。

周光说,因为寿险保单通常期限较长,寿险公司一般会在该保单签发的前几个年度产生亏损而在以后的年度实现盈利。这样,对于一个保费快速增长的寿险公司来说,短期的盈利状况不能真实地反映公司未来能够实现总利润,大量的盈利要等到多年以后才能被逐渐释放出来。

周光表示,如果用市盈率的方法去给快速增长的寿险公司估值,很有可能会严重低估其真实的价值。

据悉,内含价值和评估价值的概念和模型起源于20世纪70

年代的英国,当时主要是为了应对一系列对寿险公司的恶意收购,因为基于法定会计准则上的市盈率法严重低估了寿险公司的价值。

内含价值包括两个部分:调整后净资产和有效业务价值。调整后净资产是指净资产的价值要随着市价调整,而有效业务价值就是指所有已签发的保单在未来一共能创造出利润的总和。内含价值实际是一个寿险公司的现有价值或清算价值。

评估价值等于内含价值加上新业务价值。新业务价值是指该寿险公司未来销售的保单所能创造利润的总和。所以评估价值实际上等于公司的现有价值(内含价值)加上未来能够创造的价值(新业务价值)。

有时候,投资者还会考虑其他价值(如品牌、管理层等),并把评估价值和其他价值之和看作公司的市场价值。

30至40元区间有价值支持

那么,中国人寿的合理估值如何测算?

周光在他的投资价值分析报告中写道:基于内含价值和评估价值的原理,通过三阶段一年新业务价值模型推导出中国人寿在2007年底的合理价值是每股人民币30.24元至36.17元。并首次给予“推荐”投资评级。

从一年新业务价值看,即一个寿险公司某一年的首年保费所能创造出的未来净利润的折现值。寿险公司每一年的保费收入都由两部分组成,即续期保费

和首年保费。续期保费是由以前年度所签发的保单所带来的,而首年保费是指寿险公司当年新签发的保单所收的。中国人寿的一年新业务价值利润率由2004年的24%上升到了2005年的26%,显示出保单的质量在提高。而且2005年的一年新业务价值也同比增长了15%。

内含价值和一年新业务价值的计算对于诸多精算假设都很敏感,其中未来投资收益率和折现率的假设尤为重要。相对于中国人寿目前的实际投资收益率和对未来收益的预期,周光认为中国人寿目前的假设是偏保守的,中国人寿2006年至2008年的总投资收益率应该都能保持在5.0%以上。同样,11.5%的股权资本成本折现率也体现了偏保守原则。

周光解释说,一年新业务价值估值模型的计算过程是将中国人寿未来每年新签出的保单所产生的新业务价值折现,折现值之和即成为公司新业务价值(亦即中国人寿未来一共能创造出的价值)。新业务价值加上内含价值就构成了中国人寿的评估价值,而评估价值就应该是中国人寿的合理价值,评估价值除以总股数就能得到每股的合理价值。

在研究报告中可以看到,在模型的推导中,中金使用了认为合理的假设:在模型中使用了10.5%的折现率,构成3.5%(无风险利率)+7.0%(风险溢价)。目前中国十年期国债的利率约为3.07%。10.5%的折现率对于国内投资者是合适的。

因此,可以推导出,中国人寿的股价在30-40元区间是有价值支持的。

中国人寿每股价值的敏感性分析表

每股评估价值 (人民币元)	中国人寿投资收益率						
	-200bps	-100bps	-50bps	基本假设	+50bps	+100bps	+200bps
8.5%	-6.62	22.82	33.55	42.28	51.00	61.73	81.17
9.5%	-4.49	19.43	28.16	35.24	42.33	51.06	74.97
10.5%	-2.97	17.01	24.30	30.24	36.17	43.46	63.44
11.5%	-1.85	15.23	21.46	26.53	31.60	37.83	54.90
12.5%	-0.99	13.86	19.28	23.59	28.11	33.53	48.37

中国人寿长期投资回报率基本假设:从2005年的4.0%逐年递增到2013年的5.2%(之后保持不变)