

掌握數據含義 比對往績變化

翻年報學投資 輕鬆選優質保險股

觀察新業務價值 預示長期盈利

實用
指標

證券界對保險公司的「新業務價值」重視程度，絕不低於股東應佔溢利；皆因股東應佔溢利是已過去的業績。據新華保險(01336)的說法，新業務價值提供了衡量由新業務活動為股東所創造價值的一個指標，從而也提供了評估公司業務增長潛力的一個指標。

保險公司業務的特點是，客戶買下保險產品後，在未來10年或20年需要每年支付保費。換言之，保險公司賣出一張保單，就鎖定長年期的收入。譬如說，A先生購買一份保險，未來20年，每年繳付保費1萬元，保險公司就鎖定20萬元收入。

保險公司獲得這份20年期保單後，扣除資本成本等項目費用，估算保單的稅後溢利，然後計算現值。簡單說，保險公司今天賺得的20元可以買3杯乳酪，10年後賺得的20元或只能買2杯乳酪，所以保險公司需要計算2年後、3年後……10年後，每年的20元利潤在今天

的價值。當然，整個計算過程繁複，這裏暫不細述。

新業務價值對投資保險股有什麼實用性呢？首先是，若新業務價值增速下滑，無可避免拉低「營運利潤」增速，而營運利潤能夠顯示保險公司長期盈利能力。由於營運利潤滯後反映新業務價值的變化，當投資者發現保險公司新業務價值不斷向下跡象，便預知其盈利正面臨壓力。

其次，新業務價值是影響保險公司的內涵價值（或稱內含價值）的重要因素，而內涵價值則影響到保險公司的估值高低。當新業務價值上升，保險公司的內涵價值亦會上升，證券界就願意給予更高的估值。舉例說，中國太保(02601)現時交易市盈率約5倍、6倍，若其內涵價值大幅改善，證券界願意給予11倍、12倍市盈率的估值，那麼中國太保股價就有機會翻一倍。

最後要介紹「新業務價值利潤率」，它與新業務價值的關係就如毛利率與毛利，前者是反映新保單的質素優劣。如果保單質素愈高，保險公司的內涵價值就會愈高，投資者會願意給予更高的估值買入股份。

保險公司都會在業績報告內列出新業務價值、新業務價值利潤率，投資者毋須大傷腦筋去計算。通過觀察保險公司在過去5年或10年新業務價值、新業務價值利潤率的趨勢變化，大家能夠輕鬆了解保險公司的投資價值。

價值。當然，整個計算過程繁複，這裏暫不細述。

新業務價值對投資保險股有什麼實用性呢？首先是，若新業務價值增速下滑，無可避免拉低「營運利潤」增速，而營運利潤能夠顯示保險公司長期盈利能力。由於營運利潤滯後反映新業務價值的變化，當投資者發現保險公司新業務價值不斷向下跡象，便預知其盈利正面臨壓力。

內涵價值越高 股份越受追捧

其次是，新業務價值是影響保險公司的內涵價值（或稱內含價值）的重要因素，而內涵價值則影響到保險公司的估值高低。當新業務價值上升，保險公司的內涵價值亦會上升，證券界就願意給予更高的估值。舉例說，中國太保(02601)現時交易市盈率約5倍、6倍，若其內涵價值大幅改善，證券界願意給予11倍、12倍市盈率的估值，那麼中國太保股價就有機會翻一倍。

最後要介紹「新業務價值利潤率」，它與新業務價值的關係就如毛利率與毛利，前者是反映新保單的質素優劣。如果保單質素愈高，保險公司的內涵價值就會愈高，投資者會願意給予更高的估值買入股份。

保險公司都會在業績報告內列出新業務價值、新業務價值利潤率，投資者毋須大傷腦筋去計算。通過觀察保險公司在過去5年或10年新業務價值、新業務價值利潤率的趨勢變化，大家能夠輕鬆了解保險公司的投資價值。

估值築底 壽險業下半年迎拐點

值得
關注

曾經是散戶至愛的中國人壽(02628)、中國太平(00966)，股價在過去5年「腰斬」，其他內地保險股表現亦令人失望。行業調整遠未完結，2021年全行業人身險保費收入3.32萬億元人民幣，按年下跌0.3%，增幅由正轉負，創出2012年以來新低。內險行業處於低谷，但商業周期往往是否極泰來，所以值得大家關注，從而捕捉行業拐點機會。

【表一】所見，除中國太平外，中國平安(02318)、中國人壽(02628)、中國太保(02601)、新華保險(01336)、人保(01339)，壽險業務去年新業務價值皆出現下跌。新業務價值下跌背後的原因是什麼呢？天風證券認為，儘管疫情提升民眾的健康保障意識，可是有三大原因導致新業務價值增長受壓。第一是，民眾預期收入將會減少，所以令到壽險公司長期保障型產品的銷售受負面影響。第二是，壽險行業進入深度調整期，保險公司大幅縮小代理人規模。第三是，受疫情影響，代理人活動受阻，影響新客拓展及長期險銷售。

【圖二】為壽險個險渠道新業務價值按年變動。當大家以更長時間跨度觀察保險公司近年新業務價值轉變，發現到

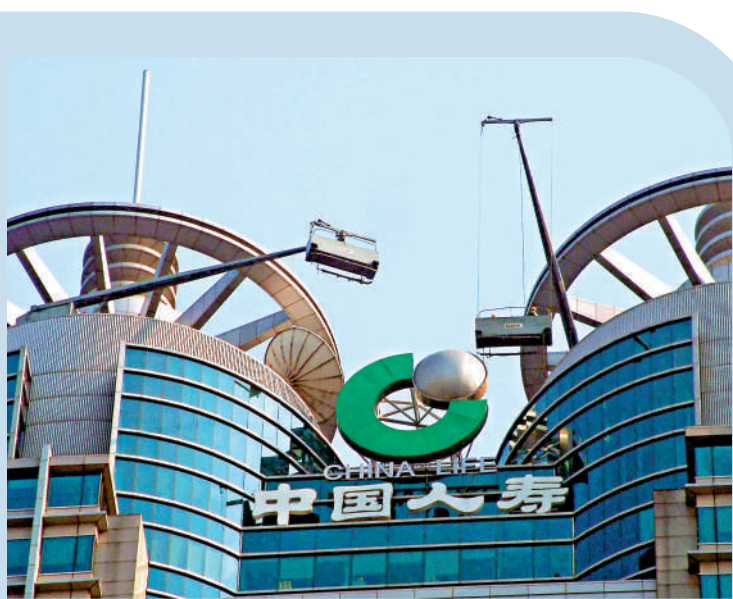
疫情因素以外，壽險行業還要面對更多逆風。未來會更深入探討。

新業務價值利潤率（或稱新業務價值率）方面，【表一】所見，各保險公司去年普遍走下坡。東亞前海證券稱，重疾險是新業務價值利潤率最高的險種，是保險公司新業務價值增長的重要保證。因為重疾險銷售不及預期，新業務價值利潤率均大幅下滑。東亞前海證券相信，壽險行業改革道路漫長。

總括而言，平安證券指，內地壽險公司不管是新保單、新業務價值仍未出現明顯改善，轉型仍在磨底階段，拐點尚未出現。東吳證券就持樂觀看法，預計保險公司全年新單和價值按年增速前低後平，下半年有望出現拐點。天風證券稱，2021壽險行業已進入深度的調整期，保險股估值處於歷史低位，具備較高的風險收益比；當業務出現改善，或將迎來估值修復行情。



▲內險行業處於低谷，但商業周期往往是否極泰來。



▲透過中國人壽的年度業績公告，學習如何投資保險股。

保險股攻略系列 1

保險股屬於收息股類別，許多人喜歡在投資組合內納入保險股。可是，保險公司的會計賬目涉及大量精算數據，並且使用諸如「新業務價值」、「內涵價值」等艱澀詞彙，投資者未必了解其中含義，結果慣性倚靠券商推薦股份。有謂「自己投資，自己做」，本欄將會由淺入深說明不同數據、詞彙背後的重要意義，以及不同數據的因果關係，讓大家輕鬆掌握保險公司的經營趨勢，從而抓出好股份。

大公報記者 劉鑛豪

保險公司的利潤來源，來自「剩餘邊際攤銷+風險邊際釋放+投資回報偏差+運營經驗偏差」，有時候因為會計估計變更，也會使到盈利有所增減。對不少人而言，要搞懂前列的專業詞彙，堪比攀越喜馬拉雅山。幸好，投資者毋須學懂如何運算保險公司的盈利，只需掌握部分數據背後含義，再比較數據的往績變化，就已經應付有餘。正如「股神」巴菲特曾經說，股票投資這門學問，只需小學程度的數學根底。

總收入增減 新保單表現成關鍵

保險業務大致分為「人壽保險」、「財產保險」，今期先從人壽保險業務開始。【圖一】摘自中國人壽(02628)2021年度業績公告內「合併綜合收益表」的收入部分，國壽去年已實現淨保費收入錄得6112.51億元（人民幣，下同），這個數字主要來自「總保費收入」的6183.27億元。「總保費收入」則來自新保單收入，加上舊保單的續期保費收入。這兩項保費收入則列於公告內「主要經營指標」；其他保險公司都會有這等數據。

新保單收入增幅多寡，是「總保費收入」增長的最重要驅動力，若果保單利潤率微薄，保險公司只會增收不增利，這反映在「新業務價值率」（另文再作討論）。此外，續保率及退保率可左右續期保費收入，基於內地保險公司着手提高保險代理人質素，代理人數目減少，續保率及新保單均受到影響。國壽2021年保單持續率（14個月）由85.7%降至80.5%；退保率由1.09%增至1.2%。

「分出保費」可以理解為再保險。由於每份保單有承擔賠償責任，保險公司往往會想減輕在賠償責任的負擔，所以會為保單購買一份保險。在扣除「分出保費」後，國壽的淨保費收入為6103.12億元。由於「未到期責任準備金提轉差」牽涉複雜概念，且涉及金額不大，這裏就不作說明。

比較投資收益率

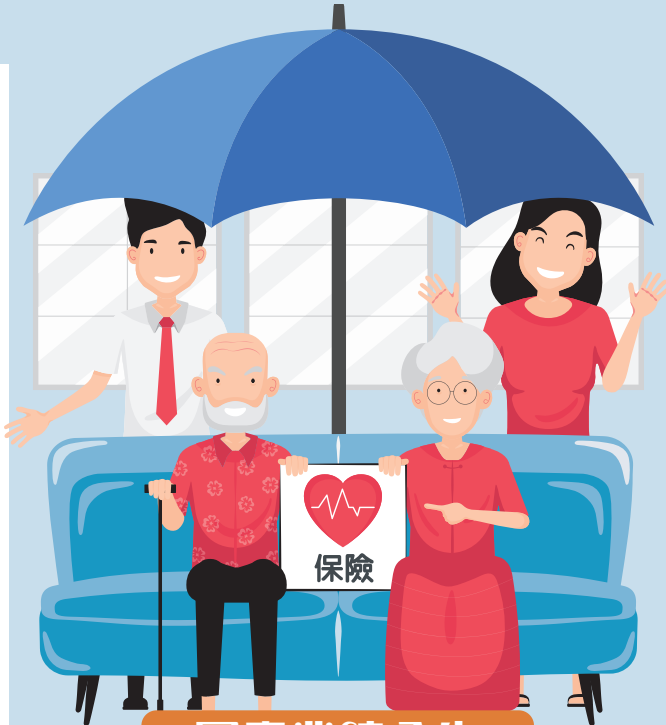
「投資收益」是保險公司第二重要的收入來源，國壽去年的收益錄得1783.87億元。一般情況，投資收益分為「淨投資收益」及「總投資收益」。淨投資收益主要來自「債券利息+存款利息+股息」等收入。總投資收益則包括「淨投資收益+買賣差價+資產減值+交易型金融資產公允價值變動」。當然，每家保險公司的計算方法或有差異。國壽的業績公告列出淨投資收益率、總投資收益率、綜合投資收益率。

保險公司投資收益的「來龍去脈」未必容易搞懂，投資者可以關注兩個重點：首先是往績收益率是否平穩，其次是相對於其他保險公司，收益率處於領先或落後位置。儘管在目前市況下，保險公司很難維持平穩的收益率，但至少不是落後於同業。

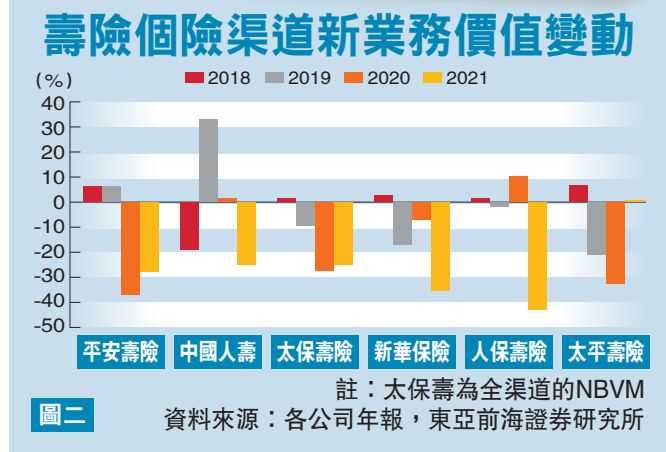
表一 主要保險公司壽險業務數據（單位：億元人民幣）

項目	中國平安	中國人壽	中國太保	新華保險	中國人保	中國太平
新業務價值	378.9(↓23.6%)	447.8(↓23.2%)	134.1(↓24.8%)	59.8(↓34.9%)	39.9(-34.8%)	74.4(+0.6%)
新業務價值利潤率	27.8%(↓5.5)	42.2%(↓5.9)	23.5%(↓15.4)	12.9%(↓6.8)	無提供	24.1%(-0.5)
淨投資收益率	4.6%(↓0.5)	4.3%(↑0.04)	4.5%(↓0.2)	4.3%(↓0.3)	4.8%(-0.2)	4.1%(0.2)
總投資收益率	4.0%(↓2.2)	4.9%(↓0.32)	5.7%(↓0.2)	5.9%(↑0.4)	5.8%(不變)	5.4%(-0.05)

註：（）內為按年變化，而新業務價值利潤率、淨投資收益率、總投資收益率的變動單位為百分點。中國平安及中國人保新業務價值包含壽險及健康險業務
資料來源：公司年報



項目	2021 人民幣百萬元
收入	618,327
減：分出保費	(8,015)
淨保費收入	610,312
未到期責任準備金提轉差	939(8,015)
已實現淨保費收入	611,251
投資收益	178,387
已實現金融資產收益淨額	20,344
通過淨利潤反映的公允價值收益淨額	4,943
其他收入	10,005
收入合計	824,930



圖二 壽險個險渠道新業務價值變動
註：太保壽險為全渠道的NBVM
資料來源：各公司年報，東亞前海證券研究所

螞蟻任命新董事 帶來雙重憧憬

滄海
桑田倪
相
仁

過去一個多月，中國政府一連串明確的穩增長國策逐步見效，中資股整體走勢改善，港股回穩。部分行業如互聯網龍頭、汽車及汽車零件、餐飲和電力板塊，表現更為強勢。展望後市，預計穩增長政策持續發力，為市場帶來向上動力。如果政府在抗疫政策方面，有更進取的改變，再配合房地產和互聯網平台經濟出台更多的支持政策，相信港股可以吸引外流資金重新回到市場。

上周值得關注的新聞不少，當中螞蟻集團委任新獨立董事一事似乎被市場忽視。螞蟻這次委任了兩名新獨立董事

中，有一位是現任港交所主席史美倫。資料顯示，史美倫曾出任滙控、中電信等上市公司獨立董事，惟已先後在2018及2019年辭任。目前除了螞蟻集團，史美倫並無出任其他上市公司的獨立董事職位。這一任命的重要性有兩點，一是為螞蟻集團再度申請在港上市鋪路；二是內地監管部門對平台經濟的反壟斷風暴，緣於叫停螞蟻上市。一旦上市重啟，意味着對平台經濟的監管功成身退，平台經濟將重新煥發活力。或許這是互聯網板塊出現否極泰來的開始。

事實上，近期互聯網平台企業的股票，在普遍超預期的首季報公布後，已逐漸跑出來。從內地三大電商披露的一季度財報看，受嚴厲的疫情管控政策影

響，市場需求從3月開始到明顯抑制，不過由於電商企業及時改變經營策略，由追求高規模增長，轉向追求高質量增長，反而令首季新業務出現了大幅減虧。隨着5月份供應鏈逐漸恢復，互聯網平台企業基本面上有望見底回升。

正在進行的618購物節預售，銷情不錯。由於電商企業加大了回饋消費者的折扣力度，天貓618預售前三天，美容、化妝香水、運動服累計預售金額分別達68.5億元、8.2億元、1.1億元人民幣，同比分別增加了21.5%、5.3%和122.1%，客單價亦同比增加13.5%、8.5%和9.8%。預售理想，不僅提高了對電商6月銷售大幅改善的預

期，同時亦支持相關行業龍頭公司的股價反彈。

宏觀層面方面，美國總統拜登正式啟動了印太經濟框架「IPEF」，涉及將美國重要的供應鏈，從中國分散至美國「友好」經濟體。此事引起投資者對中國產業鏈外移東南亞的擔憂，產業內普遍的反應不一。

有一種觀念認為中國產業鏈完善，工人刻苦耐勞，東南亞在短、中期難以取代。比如印度、越南目前的產業鏈存在短板，相當部分的原料依賴進口，從中國大規模的外移會導致成本的大幅增加，這對歐美現已高企的通脹將造成中長期的結構性壓力。以光伏為例，申萬證券的機械分析師就比較樂觀，認為光

伏產業鏈較長，海外構建全生態體系仍需較長時間，而中國目前掌握高端裝備以及研發優勢的主動權，出口至印度的光伏設備仍以過剩產能為主。不過，蘋果全球供應鏈均衡布局的趨勢明顯，其中iPhone生產，印度佔比將從3%提升至6%。

總結而言，今年是中國的政治大年，穩經濟、保民生成為壓倒一切的施政重點。下半年的風險主要來自疫情的不確定性和地緣政治壓力。如果疫情繼續反覆，將對穩經濟保民生的政策目標構成一定掣肘。中美關係的不穩定也可能影響投資者情緒，其中中概股退市風險能否消除、關稅能否減免，將對雙方關係的前景帶來啟示！