

第一生命保険 (8750)

レーティング

Outperform

当期利益は計画超過を予想、総還元性向の引き上げに注目

目標株価(円)

2,700

16/3 期 1Q の利益は順調な計画比進捗、資産運用収支や保険収支が寄与

16/3 期 1Q (4-6 月) の連結四半期利益は 1,152 億円、前年比 68% 増。通期会社計画に対する進捗率は 72% に達した。1Q は特殊要因による利益の高上げ効果があったものの、全体としてポジティブな印象であった。

増益理由は、①第一生命単体における保険収支や資産運用収支の改善、②前年に買収した米国プロテクト社の利益貢献、③第一フロンティア生命における豪ドル金利の上昇による責任準備金の戻入、など。

上場市場

東証 1 部

株価(8/24、円)

2,026

時価総額(十億円)

2,400

株式数(百万株)

15/6 期 1,185

16/3 期予(%)

ROE

5.2

自己資本比率

7.0

配当利回り

1.7

注：株式数は自己株除く発行済株式数

16/3 期の当期利益は大幅増益を予想、EEV も順調な増加を見込む

弊社予想の 16/3 期の連結当期利益は 1,891 億円、前年比 33% 増と会社の通期計画を上回ると見る。会社計画を上回ると見る要因は、第一生命や第一フロンティア生命における保険収支や資産運用収支の改善など。足元の資産運用環境は不透明だが、2Q 以降も一定水準の利益計上は続くとする。

なお弊社がバリュエーションの指標とする EEV (European Embedded Value: 生命保険の企業価値を表示) については、16/3 末が 63,973 億円、前年比 11% 増 (図表 3) を見込む。増加要因は新契約年換算保険料の増加。

株価パフォーマンス



目標株価は 2,700 円、総還元性向の引き上げに注目

バリュエーションは株価/株当たり EEV (倍率) で評価。16/3 期弊社予想の 1 株当たり EEV は 5,399 円である。目標株価は株価/1 株当たり EEV 0.5 倍 (他の上場生保の株価/1 株当たり EEV の平均値を若干ディスカウント) を適用し、2,700 円とする。株価と目標株価との乖離率が +15% 以上であることから、レーティングは Outperform と判断する。

同社は現中期経営計画において、期間中に総還元性向 (同社が定義する連結修正純利益に対する株主還元総額の割合) を 40% 程度まで引き上げる (現状は 30% 程度) としている。1Q の出足をみると、今後連結修正純利益が増加していくと見込め、株主還元の拡大が期待されよう。

摩嶋 竜生

+81-3-3517-8370

Tatsuo_Majima@tokaitokyo.co.jp

リスクは想定外の事象発生や株式市場の下落など

リスクは保険引受では、大災害発生や新型疫病の流行などによる想定外の保険金支払いの発生による期間損益への悪影響、資産運用では株式市場の下落による EEV への悪影響などがある。

図表 1: 連結業績と株価バリュエーション

決算期	経常収益		保険料等収入		経常利益		当期利益		EPS 円	DPS 円	PER 倍	PBR 倍
	百万円	前年比%	百万円	前年比%	百万円	前年比%	百万円	前年比%				
14/3	6,044,955	14.4	4,353,229	19.4	304,750	93.7	77,931	140.3	78.6	20.0	19.1	0.8
15/3	7,252,242	20.0	5,432,717	24.8	406,842	33.5	142,476	82.8	124.9	28.0	14.0	0.6
16/3 予	7,287,088	0.5	5,777,037	6.3	413,472	1.6	189,121	32.7	159.6	35.0	12.7	0.6
会予	6,773,000	-6.6	N.A	-	369,000	-9.3	161,000	13.0	135.1	35.0	15.0	-
17/3 予	7,242,638	-0.6	5,741,041	-0.6	419,940	1.6	196,569	3.9	165.9	50.0	12.2	0.6
18/3 予	7,184,404	-0.8	5,706,779	-0.6	434,327	3.4	206,064	4.8	173.9	65.0	11.6	0.6

注: 予は弊社予想、会予は会社計画、EPS は 15/6 期末発行済株式数 (自己株除く) で算出、過去株価は期末終値

出所: 会社資料、弊社

16/3 期 1Q の営業成績は堅調、EEV にポジティブ

16/3 期 1Q の保険の営業成績は堅調であった。第一生命単体の個人保険＋個人年金の新契約年換算保険料は前年比 4%増、保険収益面からより重要な指標である医療保障等の新契約年換算保険料は同 2%増と堅調といえる。第三分野の新商品の販売が増加した模様。

第一フロンティア生命の個人保険＋個人年金の新契約年換算保険料は前年比 3%増、銀行窓販などによる外貨建て定額保険の販売が引き続き堅調であった。

生命保険の企業価値を示す EEV は、新契約年換算保険料の多寡と資産運用環境（株式相場、内外金利水準）に影響される。資産運用環境は不透明な部分もあるが、1Q の年換算保険料の増加は EEV にポジティブな状況である。

16/3 期の当期利益は会社計画を超過し、総還元性向を引き上げへ

16/3 期 1Q の連結四半期利益は 1,152 億円、前年比 68%増。1Q の四半期利益の通期会社計画に対する進捗率は 72%に達したが、同社は 2Q 以降の資産運用収支は不透明とみて、通期計画を据え置いた。

資産運用収支は会社の裁量により左右される面はある。足元の株式市場は不安定となっているが、15/6 末の外債や株式の含み益は一定水準あり、2Q 以降も利益計上が見込まれる。弊社予想の 16/3 期の連結当期利益は 1,891 億円、前年比 33%増と会社の通期計画を上回るとみる。

同社の現中期経営計画（16/3～18/3 期）においては株主還元性向の引き上げを目指している。同社の株主還元性向（総還元性向（同社が定義する連結修正純利益を分母、株式配当＋自己株取得等株主還元総額を分子とした割合））がある。同社は現中期計画において、18/3 期の連結修正純利益を 2,200 億円で、期間中の総還元性向を 40%程度まで引き上げ（現状は 30%程度）ことを目標としている。

弊社では資産運用環境が比較的良好であることを前提に、18/3 期の連結修正純利益は 2,200 億円を超えるとする（図表 2）。株主還元は配当のみならず自社株取得によっても行われると想定するが、配当については 18/3 期にかけて配当水準の引き上げを見込む。弊社予想の 1 株当たり配当は 17/3 期が年 50 円、18/3 期が年 65 円と予想、配当利回り（現在の株価で計算）は 18/3 期には 3.2%となり、配当面の魅力は高まろう。

EEV ベースのバリュエーションは割安感があると考える

生命保険会社の財務会計の特徴として、①収入と支出の期間ズレ、②保守的な仮定に基づく準備金計算があり、単年度の損益計算書では正確な期間損益を反映しにくい点がある。そこで弊社では、潜在的な利益を評価する指標である EV（エンベディッドバリュー、同社の算出方式は EV の一手法である EEV）を採用、株価/1 株当たり EEV で評価している。

弊社予想の 16/3 期の EEV は 63,973 億円、前年比 11%増（図表 3）。増加要因は新契約の年換算保険料の堅調な拡大を見込むことによる。株価/1 株当たり EEV は 0.4 倍である。

他の上場生保の株価/1 株当たり EEV の平均値は 0.54 倍である。弊社では、この 0.54 倍を若干ディスカウントした 0.5 倍と、16/3 期予想の 1 株当たり EEV 5,399 円を基準に、目標株価 2,700 円を算定した。同社の EEV は他社に比べ株式相場の影響を受けやすく不安定であるため、平均値からディスカウントした。

第一生命保険

図表2

第一生命(8750)の連結損益計算書

主要項目のみ記載

(単位:百万円)

	15/3期		16/3期E		17/3期E		18/3期E	
	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比
経常収益	7,252,242	20.0%	7,287,088	0.5%	7,242,638	-0.6%	7,184,404	-0.8%
保険料等収入	5,432,717	24.8%	5,777,037	6.3%	5,741,041	-0.6%	5,706,779	-0.6%
資産運用収益	1,444,012	9.4%	1,199,297	-16.9%	1,184,146	-1.3%	1,160,174	-2.0%
利息配当金収入	856,550	7.4%	965,845	12.8%	954,534	-1.2%	938,024	-1.7%
有価証券売却益	162,163	-22.9%	199,722	23.2%	190,767	-4.5%	184,218	-3.4%
その他経常収益	375,513	1.0%	310,754	-17.2%	317,451	2.2%	317,451	0.0%
経常費用	6,845,400	19.3%	6,873,616	0.4%	6,822,698	-0.7%	6,750,077	-1.1%
保険金等支払金	3,380,827	16.4%	3,421,396	1.2%	3,459,031	1.1%	3,493,622	1.0%
保険金	829,650	7.4%	839,606	1.2%	848,841	1.1%	857,330	1.0%
年金	672,898	16.6%	680,973	1.2%	688,463	1.1%	695,348	1.0%
給付金	472,705	-5.1%	478,377	1.2%	483,640	1.1%	488,476	1.0%
解約返戻金	790,234	13.9%	799,717	1.2%	808,514	1.1%	816,599	1.0%
その他返戻金	615,339	69.9%	622,723	1.2%	629,573	1.1%	635,869	1.0%
責任準備金等繰入額	2,271,268	38.9%	2,227,837	-1.9%	2,130,500	-4.4%	2,036,508	-4.4%
資産運用費用	168,935	-28.1%	170,322	0.8%	157,370	-7.6%	142,248	-9.6%
事業費	559,344	8.1%	623,920	11.5%	637,256	2.1%	639,159	0.3%
その他経常費用	465,022	3.5%	430,141	-7.5%	438,541	2.0%	438,541	0.0%
経常利益	406,842	33.5%	413,472	1.6%	419,940	1.6%	434,327	3.4%
当期利益	142,476	82.8%	189,121	32.7%	196,569	3.9%	206,064	4.8%

連結修正純利益	161,110	43.7%	190,121	17.6%	211,569	11.3%	224,064	5.9%
---------	---------	-------	---------	-------	---------	-------	---------	------

第一生命(8750)の連結貸借対照表

(単位:百万円)

	15/3期		16/3期E		17/3期E		18/3期E	
	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比
現金及び預貯金	873,444	25.0%	855,975	-2.0%	847,415	-1.0%	838,941	-1.0%
コールローン	380,400	4.9%	368,988	-3.0%	361,608	-2.0%	357,992	-1.0%
買入金銭債権	265,813	-5.7%	256,985	-3.3%	248,295	-3.4%	238,036	-4.1%
金銭の信託	65,283	-1.7%	72,443	11.0%	79,042	9.1%	83,889	6.1%
有価証券	41,105,413	31.7%	42,338,575	3.0%	44,032,118	4.0%	45,573,243	3.5%
貸付金	3,898,148	28.9%	4,121,490	5.7%	4,546,061	10.3%	5,226,576	15.0%
その他	3,248,701	57.2%	5,174,223	59.3%	6,576,633	27.1%	8,582,618	30.5%
資産の部合計	49,837,202	32.2%	53,188,679	6.7%	56,691,174	6.6%	60,901,294	7.4%
支払備金	506,735	41.3%	512,816	1.2%	518,457	1.1%	523,641	1.0%
責任準備金	41,634,712	27.8%	43,926,500	5.5%	46,116,639	5.0%	48,213,787	4.5%
契約者配当準備金	405,566	2.9%	400,543	-1.2%	400,987	0.1%	401,543	0.1%
価格変動準備金	136,254	15.3%	150,765	10.6%	165,987	10.1%	175,798	5.9%
その他	3,564,007	54.2%	4,460,477	25.2%	5,614,197	25.9%	7,582,567	35.1%
負債の部合計	46,247,274	29.3%	49,451,100	6.9%	52,816,267	6.8%	56,897,337	7.7%
株主資本	1,029,622	63.8%	1,177,274	14.3%	1,314,602	11.7%	1,443,652	9.8%
その他有価証券評価差額等	2,560,305	94.1%	2,560,305	0.0%	2,560,305	0.0%	2,560,305	0.0%
純資産の部合計	3,589,927	84.3%	3,737,579	4.1%	3,874,907	3.7%	4,003,957	3.3%
負債及び純資産の部合計	49,837,202	32.2%	53,188,679	6.7%	56,691,174	6.6%	60,901,294	7.4%

ROE	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%
自己資本比率	7.2%	7.0%	6.8%	6.6%

出所: 会社資料より弊社作成、Eは弊社予想

図表3 第一生命グループのEEV実績と予想

(単位:10億円)

	前期末からの増減要因							当期末EEV	1株当たり EEV(円)	株価/1株 当たりEEV (倍)
	前期末 EEVの 調整	期待収益(リ スクフリー分 +超過収益 分)	前提条件(非 経済前提)と 実績の差異	前提条件(非 経済前提)の 変更	前提条件(経 済前提)と実 績の差異	その他要 因に基づく 差異等	新契約価 値			
15/3期	249	366	13	52	515	91	274	5,780	4,851	0.36
16/3期予想	-42	376	0	0	0	0	284	6,397	5,399	0.38
17/3期予想	-59	416	0	0	0	0	294	7,048	5,949	0.34
18/3期予想	-77	458	0	0	0	0	305	7,734	6,528	0.31

出所:会社資料より弊社作成, 予想は弊社予想

サンプル

【 レーティングの定義 】

Outperform	今後 6 カ月間における投資成果が TOPIX に対して 15%以上上回るとアナリストが予想
Neutral	今後 6 カ月間における投資成果が TOPIX に対して±15%未満とアナリストが予想
Underperform	今後 6 カ月間における投資成果が TOPIX に対して 15%以上下回るとアナリストが予想
NR	レーティング、目標株価を付与せず

【 レポート利用に関する注意事項 】

このレポートは、東海東京調査センター(以下「弊社」)が作成し、弊社の許諾を受けた証券会社、及び情報提供会社等から直接提供する形でのみ配布いたしております。提供されたお客様限りでご利用ください。このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、弊社は、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された内容は、作成日におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートの権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製又は転送等を行わないようお願いいたします。

レーティングの表記は、TOPIX に対して Outperform、Neutral、Underperform の 3 段階で区分表記しています。また、レーティングが無い場合は、NR と表記しています。対象期間は、投資評価が付与された日を起点として、6 カ月程度を想定しております。アナリストがレポートにおいて企業の目標株価に言及した場合、その目標株価はアナリストによる当該企業の業績予想に基づくもので、期間は 6 カ月程度を想定しております。実際の株価は、当該企業の業績動向や、当該企業に関わる市場や経済環境などのリスク要因により、目標株価に達しない可能性があります。

このレポートで述べられている見解は、当該証券又は発行会社に関する執筆者の意見を正確に反映したものです。執筆者の過去、現在そして将来の報酬(いかなる部分も、直接、間接を問わず)のレポートの投資判断や記述内容に関連するものではありません。

弊社は、このレポートを含め、経済・金融・証券等に関する各種情報を作成し、東海東京証券に提供することを主たる事業内容としており、弊社の収入は主に東海東京証券から得ております。

【 金融商品取引法に基づく留意事項 】

このレポートは、東海東京調査センターが作成し、東海東京証券株式会社が許諾を受けて提供いたしております。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

金融商品取引法に基づきお客様にご留意いただきたい事項を以下に記載させていただきます。

東海東京証券の概要

商号等 : 東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長(金商)第 140 号

加入協会 : 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【 リスクについて 】

- ◎ 国内外の金融商品取引所に上場されている有価証券(上場有価証券等)の売買等にあたっては、株式相場、金利水準等の変動や、投資信託、投資証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品等(裏付け資産)の価格や評価額の変動に伴い、上場有価証券等の価格等が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 上場有価証券等の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合、上場有価証券等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等については、これらの権利を行使できる期間に制限がありますのでご注意ください。

◎ 上場有価証券等が外国証券である場合、為替相場(円貨と外貨の交換比率)が変化することにより、為替相場が円高になる過程では外国証券を円貨換算した価値は下落し、逆に円安になる過程では外国証券を円貨換算した価値は上昇することになります。したがって、為替相場の状況によっては為替差損が生じる恐れがあります。

※裏付け資産が、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等である場合には、その最終的な裏付け資産を含みます。

※新規公開株式、新規公開の投資証券及び非上場債券等についても、上記と同様のリスクがあります。

【手数料等諸費用について】

I. 国内の金融商品取引所に上場されている有価証券等

国内の取引所金融商品市場における上場有価証券等の売買等についてお支払いいただく委託手数料等は、次の通りです。

(1)国内の金融商品取引所に上場されている株券等(新株予約権付社債券を除く)

委託手数料の上限は、約定代金の1.242%(税込)になります。

(2)国内の金融商品取引所に上場されている新株予約権付社債券等

委託手数料の上限は、約定代金の1.08%(税込)になります。

※上記金額が2,700円(税込)に満たない場合には、2,700円(税込)になります。

II. 外国金融商品市場等に上場されている株券等

外国株券等(外国の預託証券、投資信託等を含みます)の取引には、国内の取引所金融商品市場における外国株券等の売買等のほか、外国金融商品市場等における委託取引と国内店頭取引の2通りの方法があります。

(1)外国金融商品市場等における委託取引

①国内取次ぎ手数料

国内取次ぎ手数料が約定代金に対して掛ります。

当該手数料の上限は、約定代金の1.404%(税込)になります。

②外国金融商品市場等における委託手数料等

外国株券等の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における委託手数料及び公租公課その他の諸費用が発生します。

当該諸費用は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

(2)国内店頭取引

お客様に提示する売り・買い参考価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で算出した社内価格を仲値として、仲値と売り・買い参考価格との差がそれぞれ原則として2.75%(手数料相当額)となるように設定したものです。当該参考価格には手数料相当額が含まれているため、別途手数料は頂戴いたしません。

※外国株券等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向をふまえて弊社が決定した為替レートによるものいたします。

III. その他

募集、売出し又は相対取引の場合は、購入対価をお支払い頂きます。また、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。