

## 2018年一季度保险业述评：开门红销售受挫，新业务价值承压

### 核心观点：

- 准备金假设调整推动险企利润进一步释放。2018年一季度，4家上市险企共计实现归母净利润455.80亿元，同比增长37.96%。截至2018年3月末，10年期国债收益率为3.74%，较2016年10月下旬的低点2.66%上涨108BP，尽管较2月初高点有所回落，但保险责任准备金评估利率整体维持上行态势，推动险企会计层面利润释放。
- 受134号文影响，2018年上市险企开门红销售受挫，新业务价值增长面临较大压力。134号规定万能险不能以附加险形式存在，叫停快返型产品，寿险产品吸引力下降。叠加开门红产品销售以年金类产品为主，年金相对难卖，导致2018年一季度寿险新单保费增速下滑。2018年一季度，中国平安寿险及健康险业务中用于计算新业务价值的首年保费为659.36亿元，同比下滑16.6%；中国太保代理人渠道新保业务保费200.69亿元，同比下滑28.2%；新华保险首年保费65.67亿元，同比下滑49.06%。
- 随着市场行情与政策环境变化，保险行业资产配置结构不断调整。2014-2017年间，传统银行存款、债券投资占比下滑，股票、证券投资基金和其他类投资占比提升。截至2017年12月31日，银行存款比例12.92%，较2014年下降14.12个百分点；债券投资比例34.59%，较2014年下降3.56个百分点；股票和证券投资基金比例12.30%，较2014年上升1.23个百分点；其他投资比例40.19%，较2014年上升16.53个百分点。2016年10月份以来十年期国债收益率快速上行，新增固定收益类资产投资收益增加，险企加大中长期债券配置力度，债券投资占比由2016年的32.15%回升至2017年的34.59%左右，而其他类投资占比已超越债券投资，成为保险业资金运用的首要渠道。2018年一季末保险业资产配置比例与2017年末基本保持一致。
- 2018年保险业监管继续坚持“回归价值”和“回归本源”的政策导向，同时银监会和保监会正式合并成立中国银行保险监督管理委员会，着力解决分业监管下的监管空白、监管套利问题，强化功能监管和行为监管。具体来看，监管政策一方面进一步强化风险防控，主要发布了资产负债管理监管规则，为险企资产负债管理提供硬约束，通过定性和量化评估实现公司可比和差异化监管；另一方面集中精力规范保险资金运用，范围涉及险资设立股权投资计划、严禁违法违规参与地方债务融资以及发布了《保险资金运用管理办法》，进一步强化去嵌套、去杠杆和去通道工作力度，同时放宽险资运用范围至资产证券化产品、私募基金和风险投资。
- 税延养老保险管理办法落地，明确险企开展个税递延型商业养老保险的经营要求，同时对产品管理、销售管理和资金运用等领域作出规范，旨在强化税延养老保险产品的保障功能。严格的监管标准以及良性竞争机制下，上市险企各项经营指标行业领先且在商业养老保险业务和投资管理层面经验丰富，竞争优势明显，或抢先受益政策红利。现阶段板块配置需持续跟踪保障型产品销售数据以及代理人量质的边际变化。考虑到二季度险企战略调整以及去年同期低基数，开门红扰动因素减弱，新单销售回暖。当前四大上市险企2018年P/EV均值0.95倍左右，具有较高的安全边际，性价比高，关注板块长期配置价值。
- 风险提示：监管力度持续收紧；保费增长低于预期。

### 推荐

维持评级

#### 分析师

武平平

☎：010-66568224

✉：wupingping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516020001

特此鸣谢

张一纬

☎：010-66568668

✉：zhangyiwei\_yj@chinastock.com.cn

杨策

☎：010-66568643

✉：yangce\_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

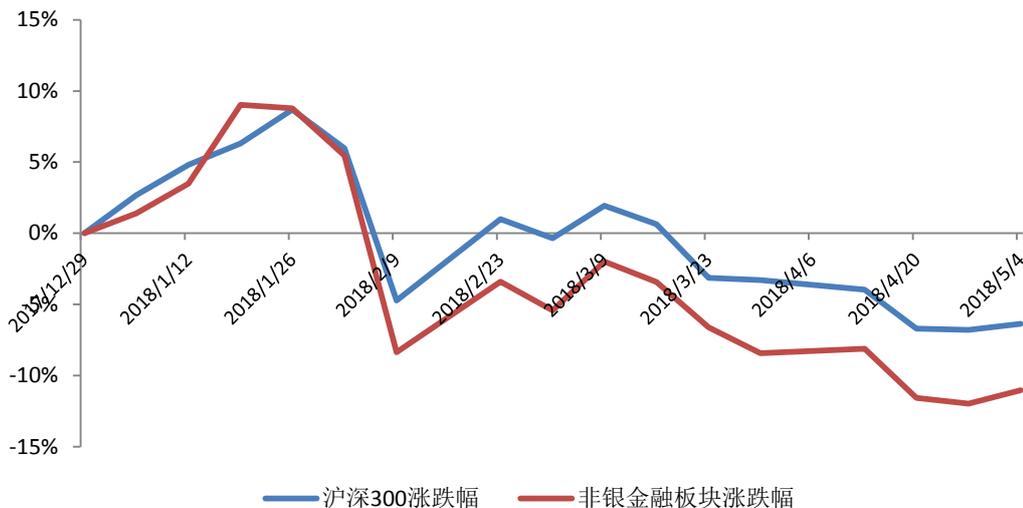
## 目 录

一、A股市场震荡调整，板块估值有所回调 .....	2
二、准备金评估利率调整推动险企利润持续释放 .....	4
(一) 产品端：人身险开门红销售受挫，产险保费稳健增长 .....	6
1. 行业保费增长受累人身险保费收入负增长 .....	6
2. 受 134 号文影响，上市险企寿险新单保费负增长 .....	8
3. 上市险企产险保费收入稳健增长，增速优于行业 .....	12
4. 老龄化进程加快，养老险发展空间巨大 .....	13
(二) 投资端：投资收益小幅下滑，配置结构持续调整 .....	15
(三) 国内外上市险企估值比较 .....	17
三、监管严防风险，强化资产负债管理 .....	19
四、投资建议 .....	19
五、风险提示 .....	19
附录：2018 年政策事件简评 .....	20

## 一、A股市场震荡调整，板块估值有所回调

受海外股市波动和贸易战影响，2018年A股市场震荡调整，板块估值有所回调。截至2018年3月末，板块下跌8.43%，跑输沪深300指数5.14个百分点。中信一级行业数据显示，2018年一季度，29个行业中仅有3个行业实现上涨，其余板块均不同程度下跌，其中非银金融板块回调较大，位列第27。

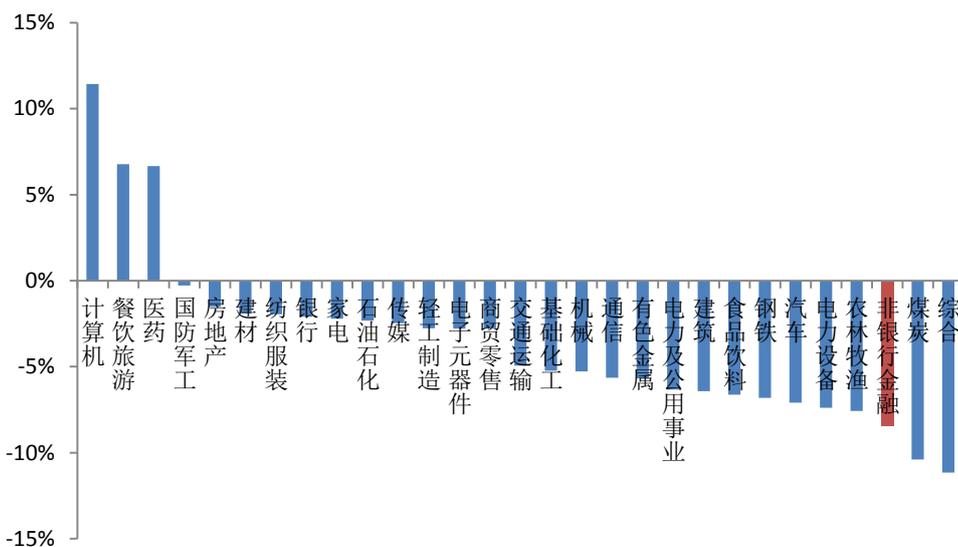
图1：非银行金融板块涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

备注：涨跌幅计算以2017年12月29日为基点

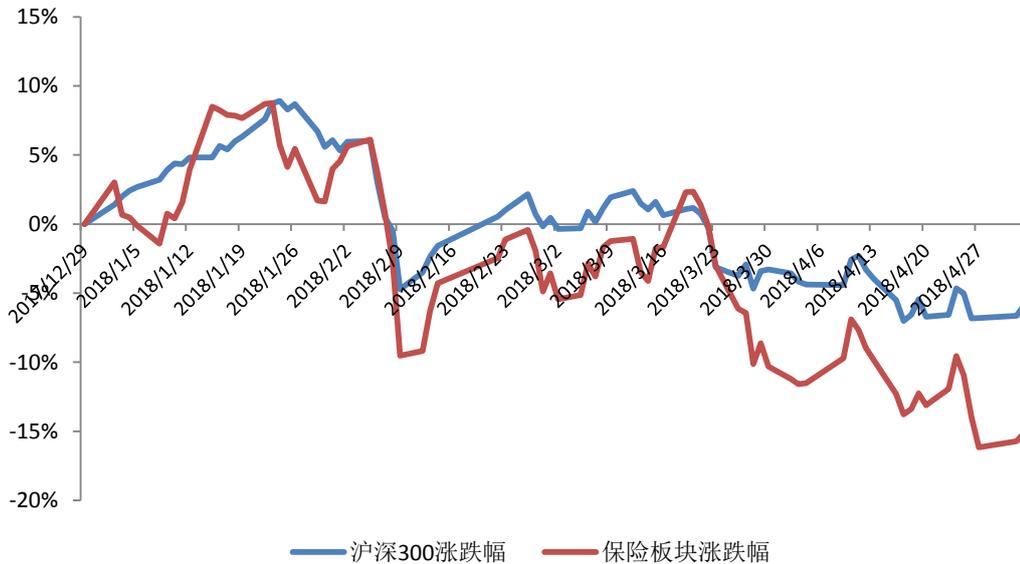
图2：中信一级行业涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

2018 年一季度，沪深 300 指数下跌 3.28%；保险板块下跌 10.32%，相对收益为-7.04%。在所有上市险企中，中国平安下跌 6.67%；中国人寿下跌 16.55%；中国太保下跌 18.08%；新华保险下跌 34.44%。

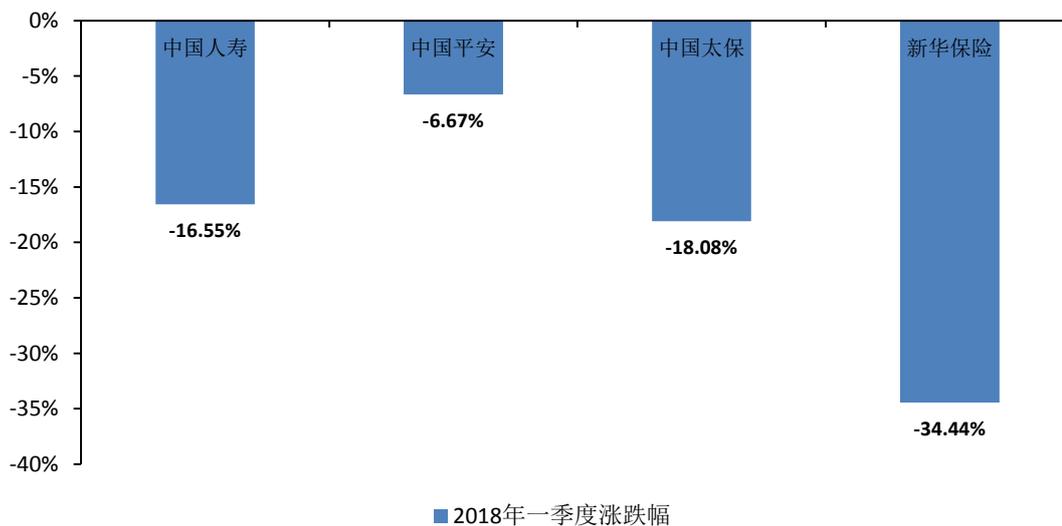
图 3：沪深 300 及保险板块 2018 年一季度涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

备注：涨跌幅以 2017 年 12 月 29 日收盘价为基数

图 4：四大上市险企涨跌幅



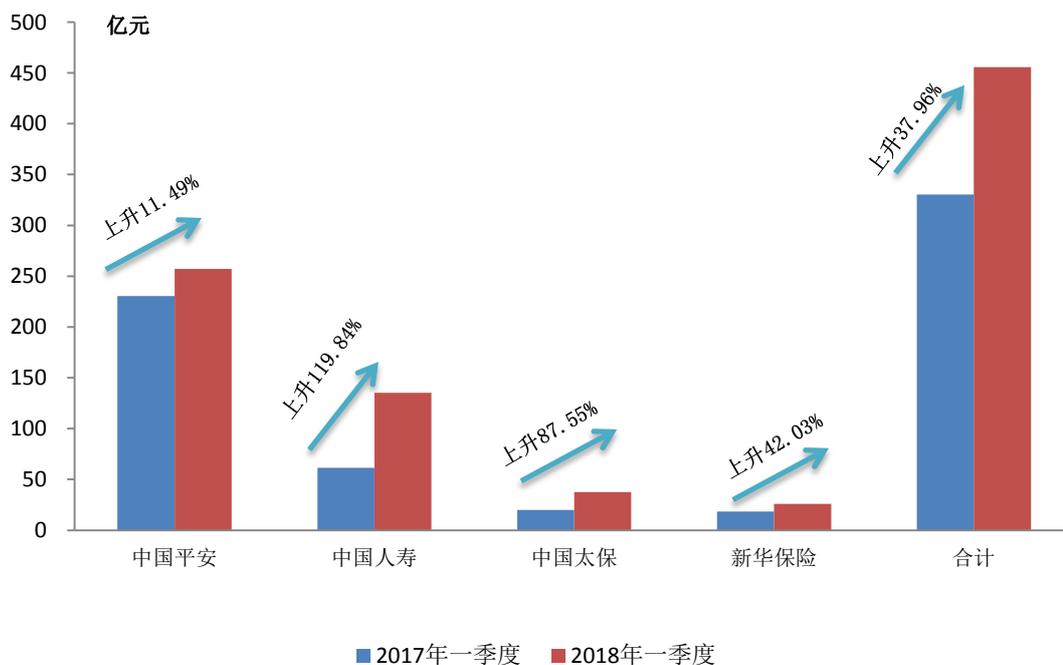
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

## 二、准备金评估利率调整推动险企利润持续释放

受益于传统险准备金折现率假设调整的影响,2018年一季度险企利润持续释放。截至2018年3月末,10年期国债收益率为3.74%,较2016年10月下旬低点的2.66%上涨108BP,尽管较2月初高点有所回落,但保险责任准备金评估利率整体维持上行态势,推动险企会计层面利润释放。

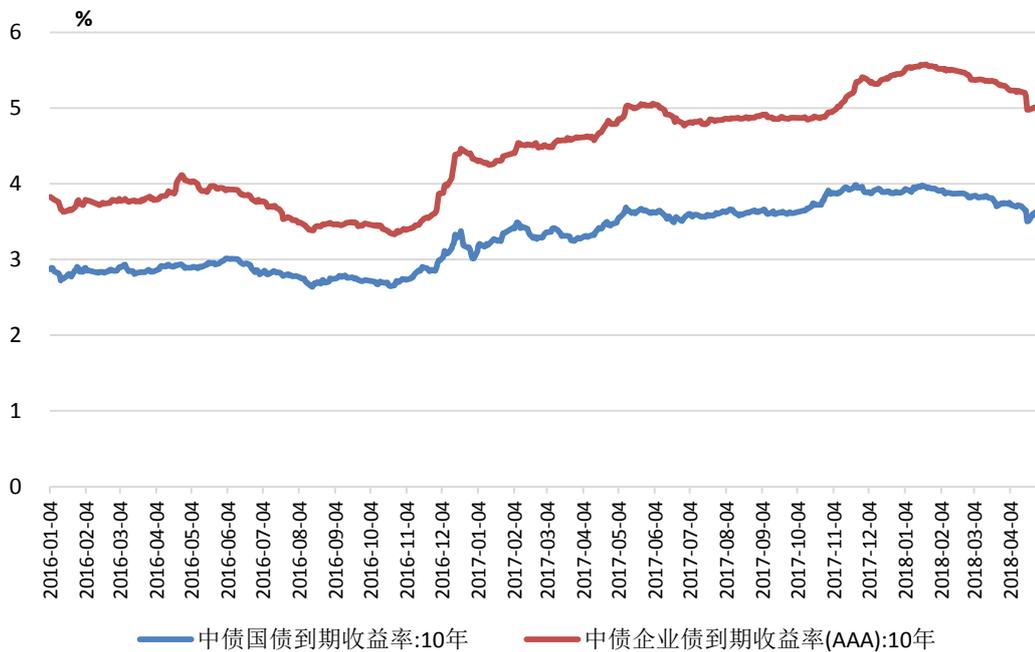
2018年一季度,4家上市险企共计实现归母净利润455.80亿元,同比增长37.96%。单个险企来看,中国人寿业绩表现靓丽。2018年一季度中国人寿实现归母净利润135.18亿元,同比增长119.84%,业绩增长主要来源于传统险准备金折现率假设调整的影响。除中国人寿之外,其他三家险企业绩也均实现不同程度增长,中国平安、中国太保、新华保险归母净利润同比分别增长11.49%、87.55%、42.03%。

图5:四大上市险企净利变化情况



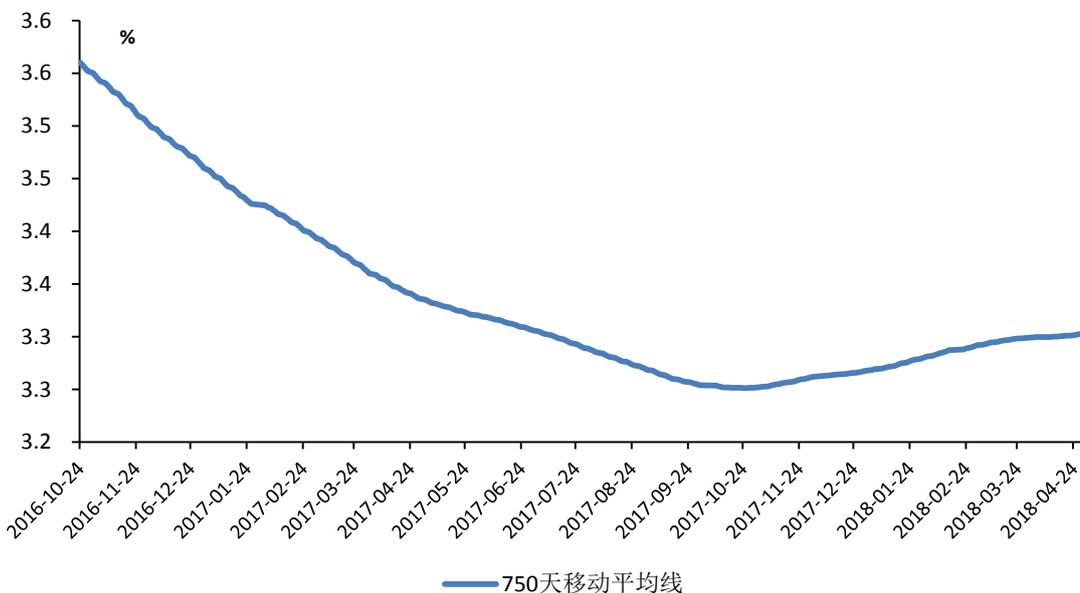
资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

图 6：10 年期国债、企业债到期收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 7：10 年期国债收益率 750 天移动平均线



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

## (一) 产品端：人身险开门红销售受挫，产险保费稳健增长

### 1. 行业保费增长受累人身险保费收入负增长

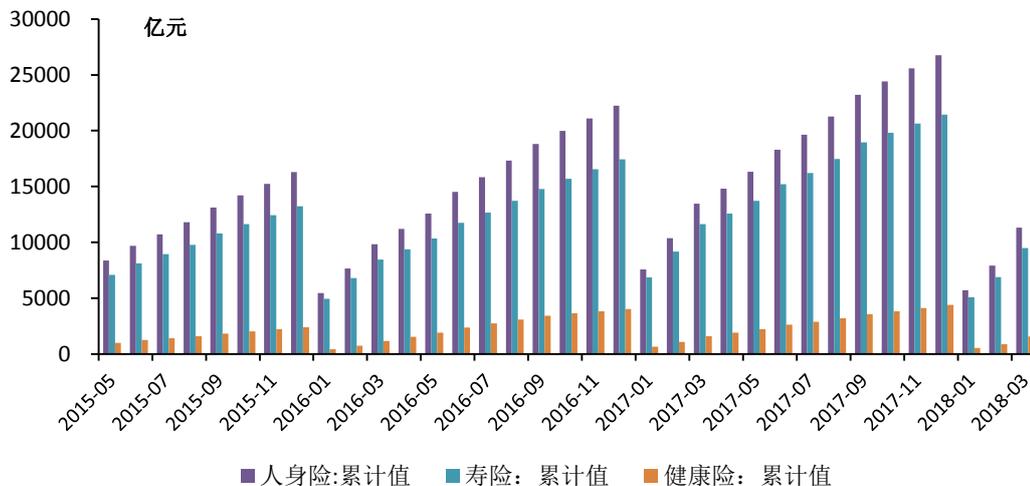
2018 年一季度保险行业原保费收入达 14084.36 亿元，同比减少 11.23%，行业保费负增长主要由于人身险保费收入的减少。2018 年一季度行业人身险原保费收入 11331.46 亿元，同比减少 15.84%。其中寿险原保费收入 9500.81 亿元，同比减少 18.32%；健康险原保费收入 1561.52 亿元，同比减少 2.39%。2018 年一季度行业财产险原保险保费收入 2752.90 亿元，同比增长 14.60%，增速较 2017 年提升 3.10 个百分点。

图 8：行业月度保费收入及增速



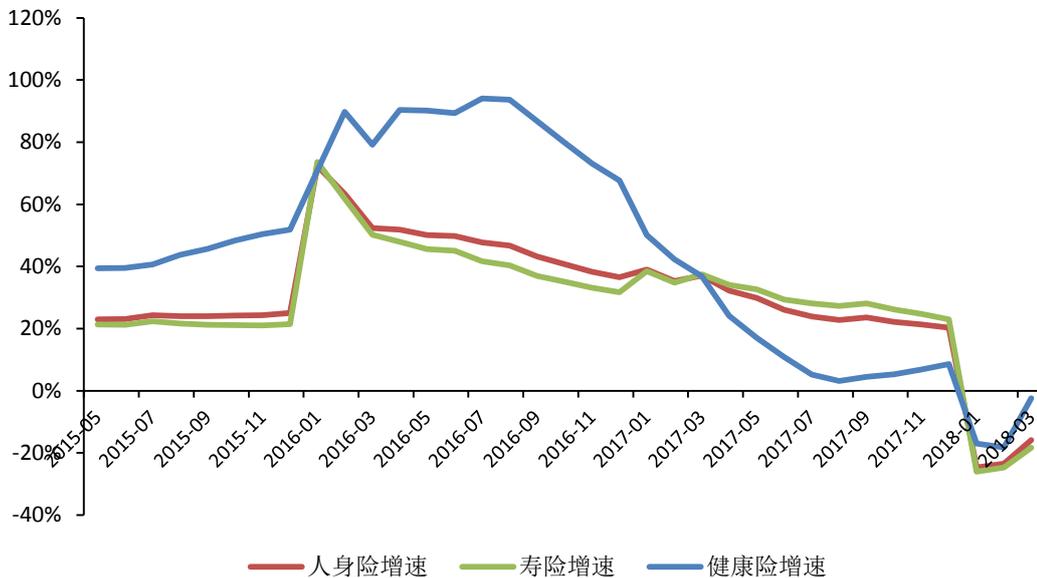
资料来源：中国保监会，中国银河证券研究部

图 9：人身险业务保费收入



资料来源：中国保监会，中国银河证券研究部

图 10: 人身险业务保费收入增速



资料来源: 中国保监会, 中国银河证券研究部

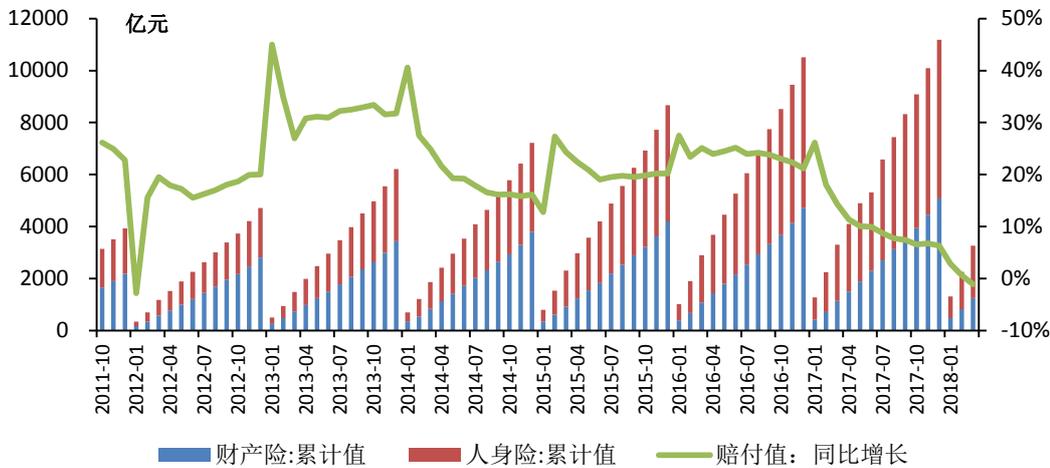
图 11: 行业财产险保费收入及增速



资料来源: 中国保监会, 中国银河证券研究部

行业赔付增速放缓。2018 年一季度行业赔付支出为 3268.32 亿元, 同比减少 1.11%, 增速较 2017 年同期减少 15.42 个百分点。其中, 人身险赔付支出 2013.03 亿元, 财产险赔付支出 1255.29 亿元。

图 12: 行业原保费赔付支出

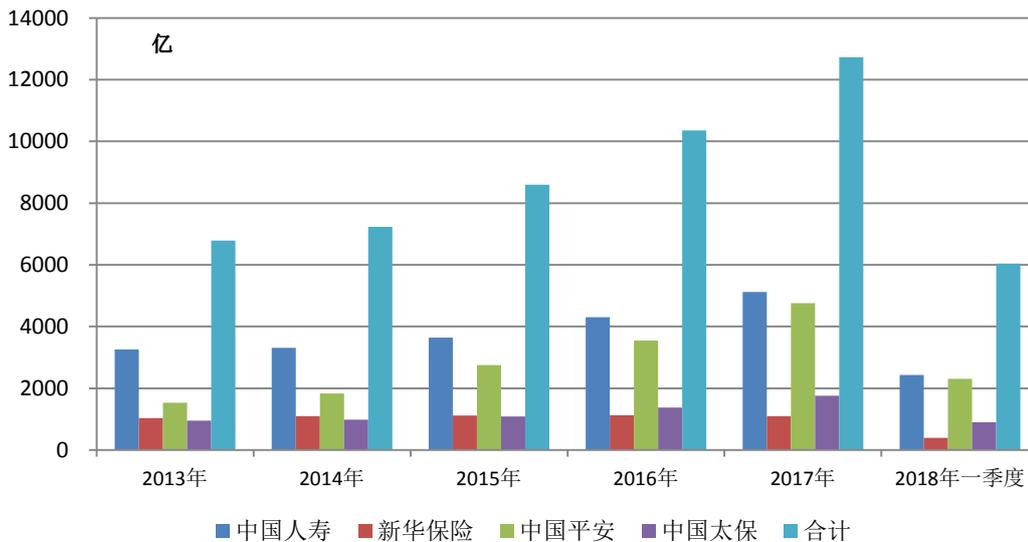


资料来源：中国保监会, 中国银河证券研究部

## 2. 受 134 号文影响，上市险企寿险新单保费负增长

2018 年一季度上市寿险保费增速有所放缓。四大上市险企共实现寿险保费收入 6037.51 亿元，同比增长 11.18%。单个险企来看，2018 年一季度中国人寿/中国平安<sup>1</sup>/中国太保/新华保险寿险业务保费收入分别为 2434.20 亿元/2305.85 亿元/903.12 亿元/394.34 亿元，同比增长 -1.13%/24.88%/20.54%/5.86%。中国人寿寿险保费出现负增长，1-2 月降幅高达 20% 左右。就增速而言，除了新华保险由于去年同期业绩基数较低导致保费增速小幅改善外，3 家上市险企寿险保费增速较 2017 年均呈现下降趋势。

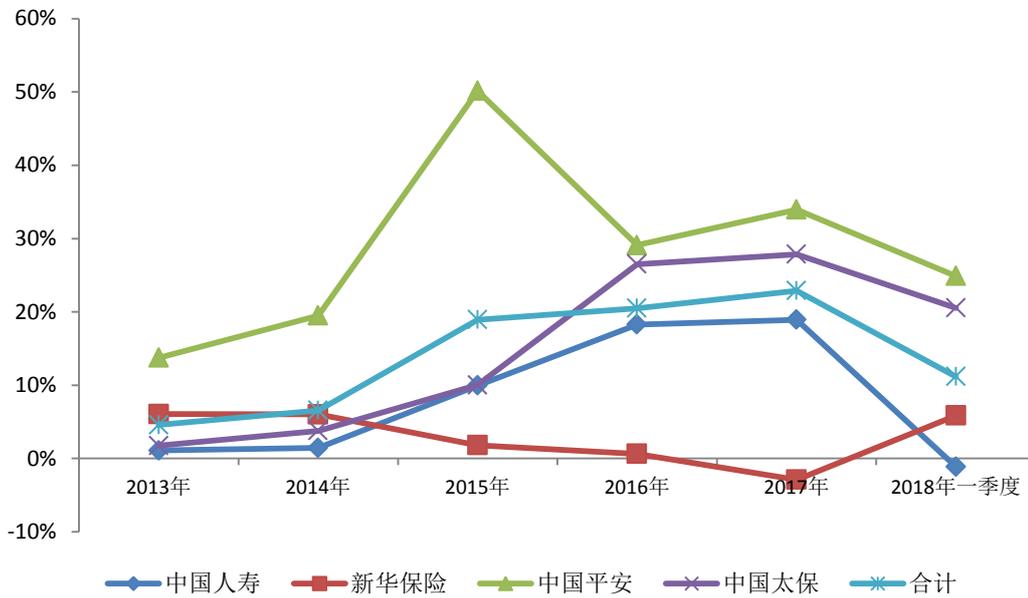
图 13: 上市险企寿险保费收入



资料来源：公司公告, 中国银河证券研究部

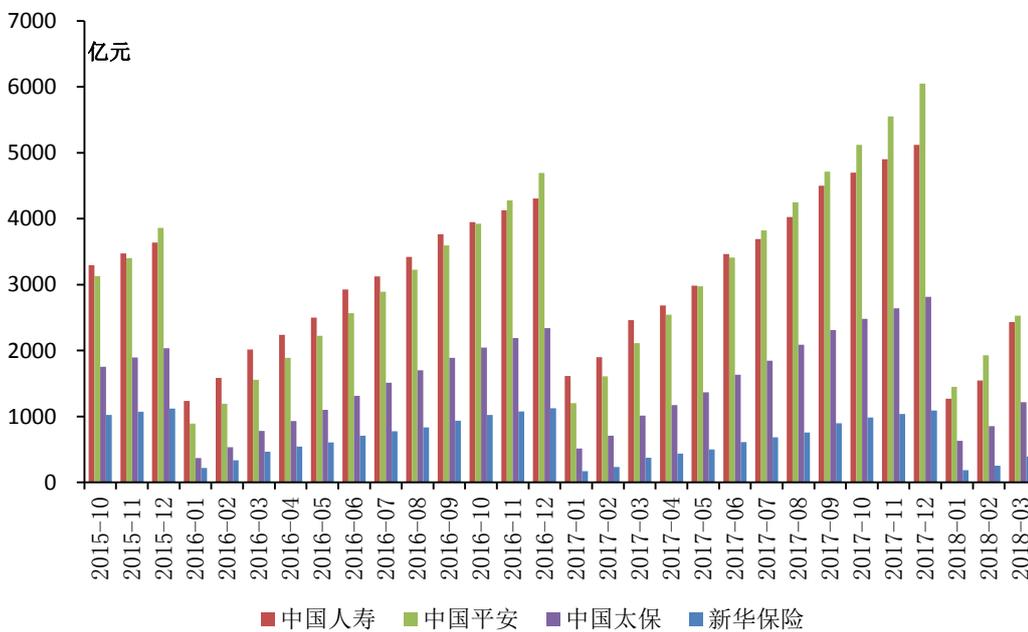
<sup>1</sup> 由于数据缺失，中国平安暂用规模保费数据统计

图 14: 上市险企寿险年度保费收入同比变化



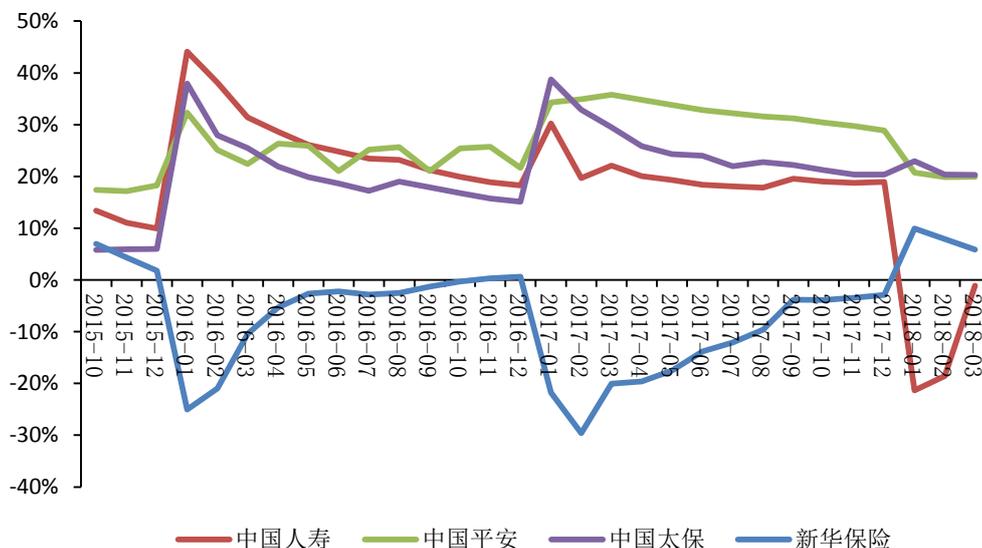
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 15: 上市险企寿险月度保费收入



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

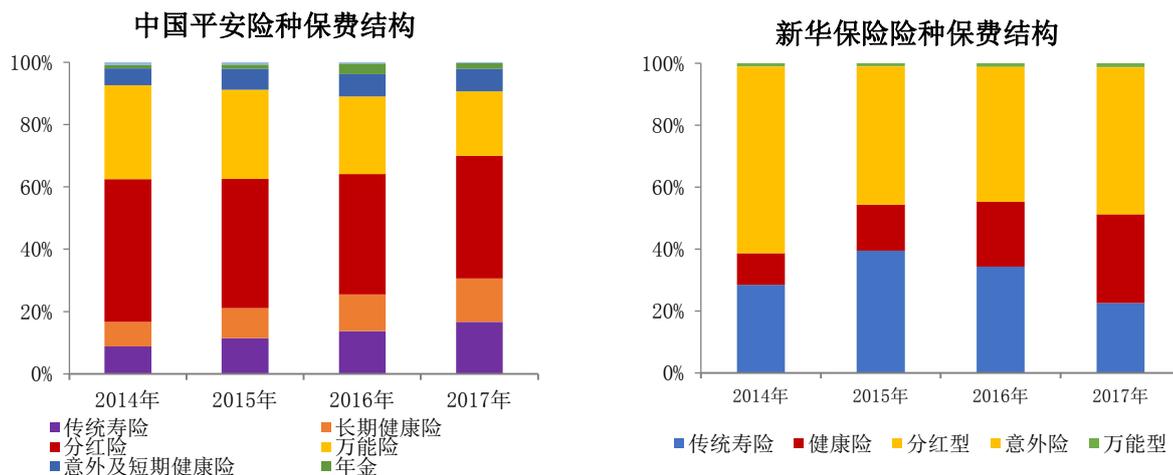
图 16: 上市险企寿险月度保费收入增速

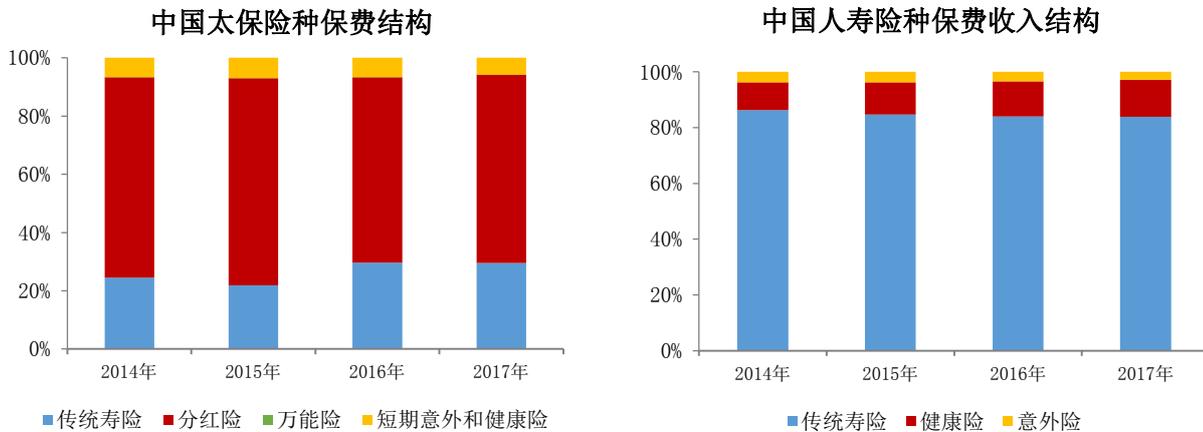


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

受 134 号文影响, 2018 年上市险企开门红销售受挫, 新业务价值增长面临较大压力。134 号规定万能险不能以附加险形式存在, 叫停快返型产品, 寿险产品吸引力下降。叠加开门红产品销售以年金类产品为主, 年金相对难卖, 导致 2018 年一季度寿险新单保费增速下滑。2018 年一季度, 中国平安寿险及健康险业务中用于计算新业务价值的首年保费为 659.36 亿元, 同比下滑 16.6%; 中国太保代理人渠道新保业务保费 200.69 亿元, 同比下滑 28.2%; 新华保险首年保费 65.67 亿元, 同比下滑 49.06%。

图 17: 四大上市险企险种结构

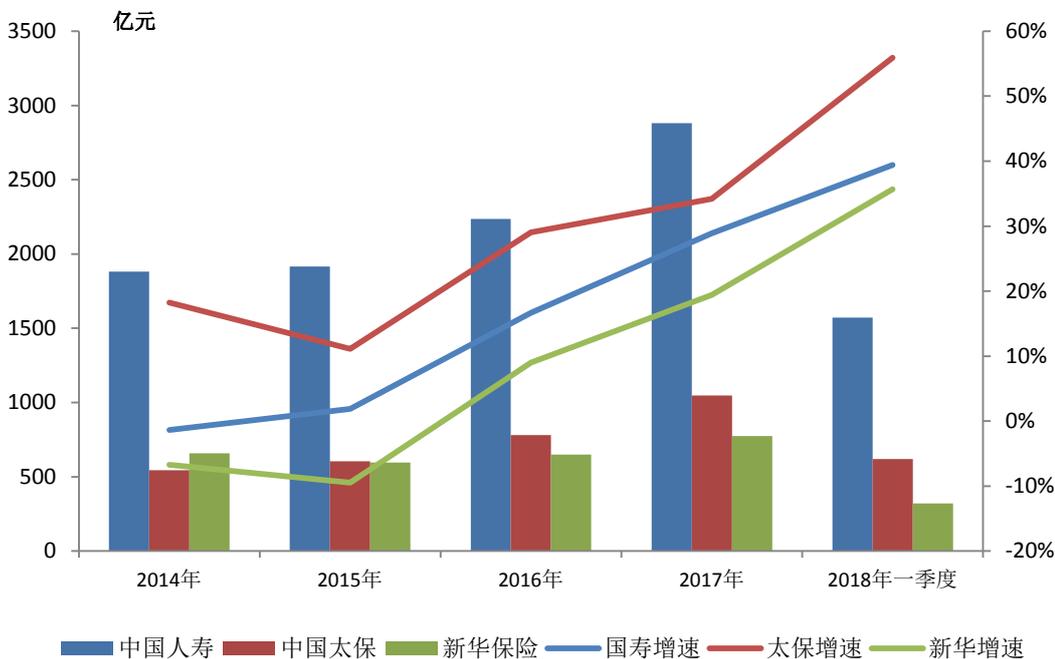




资料来源：Wind，中国银河证券研究部

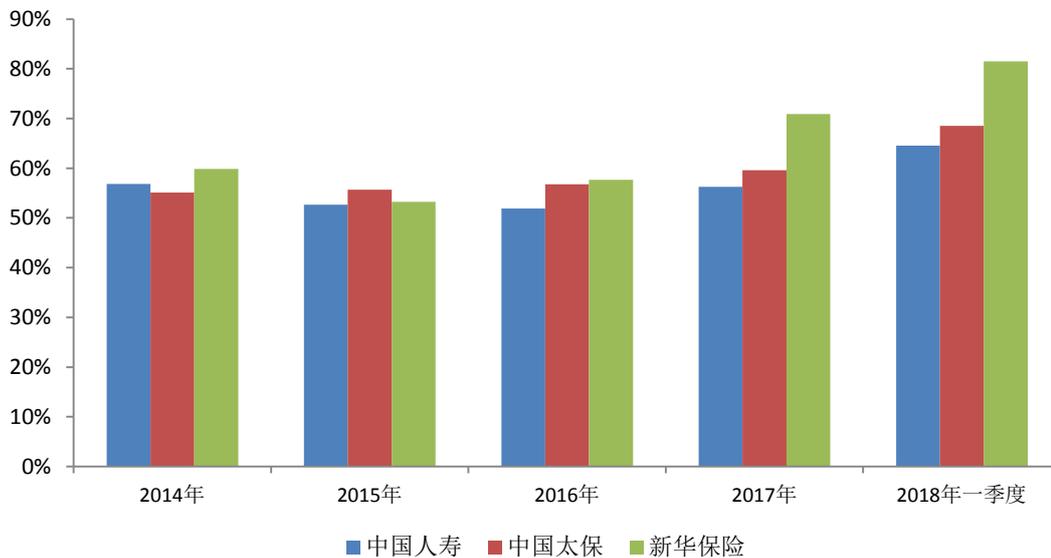
在新保业务短期下滑的环境中，上市险企续期业务对保费的拉动效应凸显。2018 年一季度，中国人寿续期保费达 1571.30 亿元，同比增长 39.4%，占总保费的比重达 64.55%；中国太保代理人渠道续期保费 618.68 亿元，同比增长 55.9%，占总保费的比重达 68.50%；新华保险续期保费累计 321.29 亿元，同比增长 35.69%，占总保费的比重达 81.48%。

图 18：上市险企续期保费与增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 19: 上市险企续期保费占比

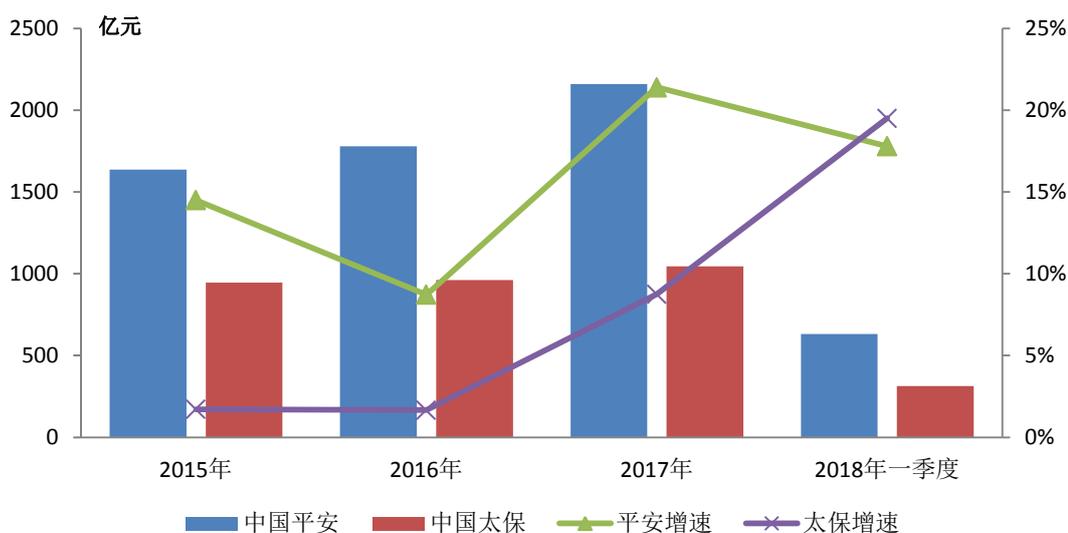


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

### 3. 上市险企产险保费收入稳健增长, 增速优于行业

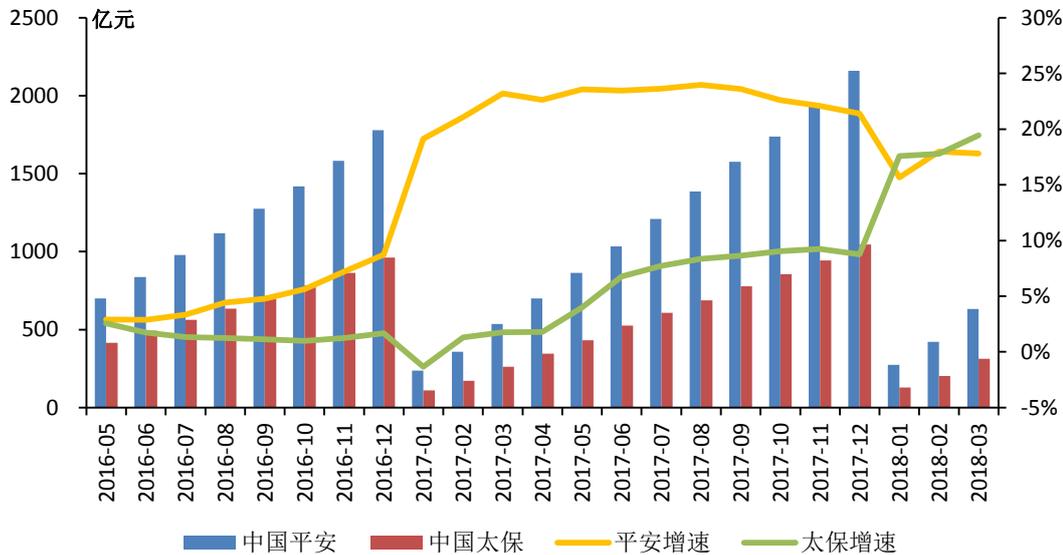
2018 年一季度, 中国平安/中国太保实现产险保费收入 632.17 亿元/313.94 亿元, 同比增长 19.50%/17.80%, 增速均优于行业。中国平安产险业务继续拥抱金融科技, 应用人工智能、云技术等科技手段, 推动“科技+产险”改革和转型, 启动产险智慧客服, 为客户提供更极致的承保及理赔服务。中国太保产险转型成果进一步巩固, 保费维持加速增长态势, 同比增速近 2 成。

图 20: 中国平安/中国太保产险收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

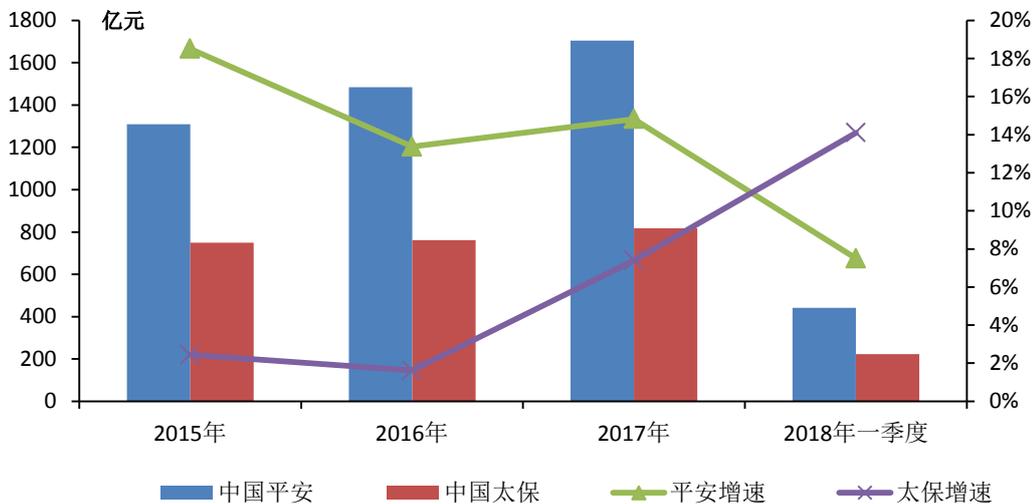
图 21: 上市险企产险保费收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

中国平安和中国太保车险保费收入 441.33 亿元/222.55 亿元, 同比增长 7.50%/14.10%。

图 22: 中国平安/中国太保车险收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

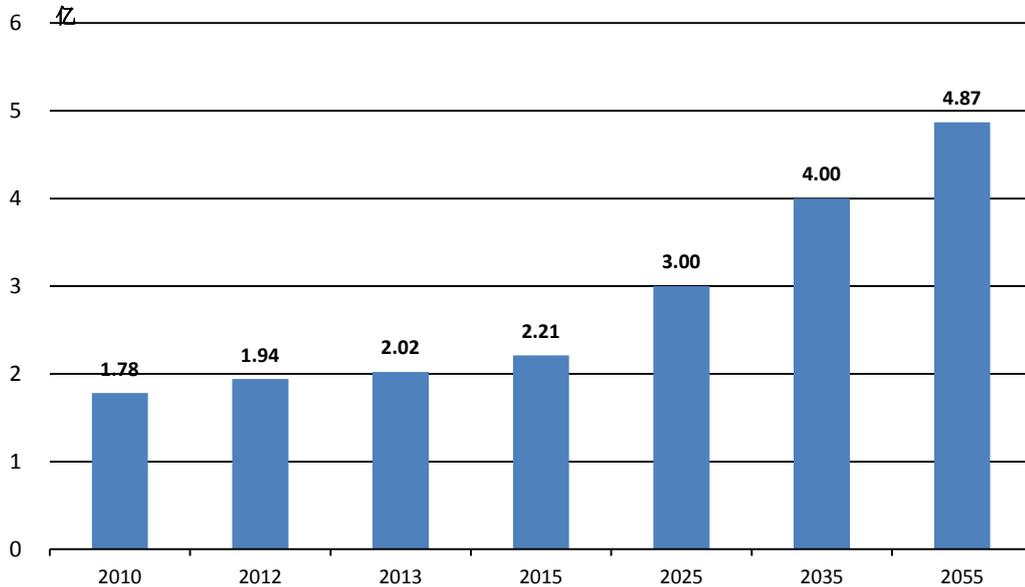
#### 4. 老龄化进程加快, 养老金发展空间巨大

2018 年一季度, 太平养老/平安养老/国寿养老的企业年金缴费分别为 24.41 亿元/125.54 亿元/148.89 亿元, 企业年金受托管理资产分别达 628.84 亿元/2096.23 亿元/2785.30 亿元, 企业年金投资管理资产分别达 775.55 亿元/1890.14 亿元/1491.90 亿元。

2000 年中国已进入老龄化社会, 而近年来中国的老龄化进程仍在不断加快, 且从老龄化过渡期来看, 法国用了 115 年, 美国用了 69 年, 英国用了 45 年, 而中国只用了短短 25 年,

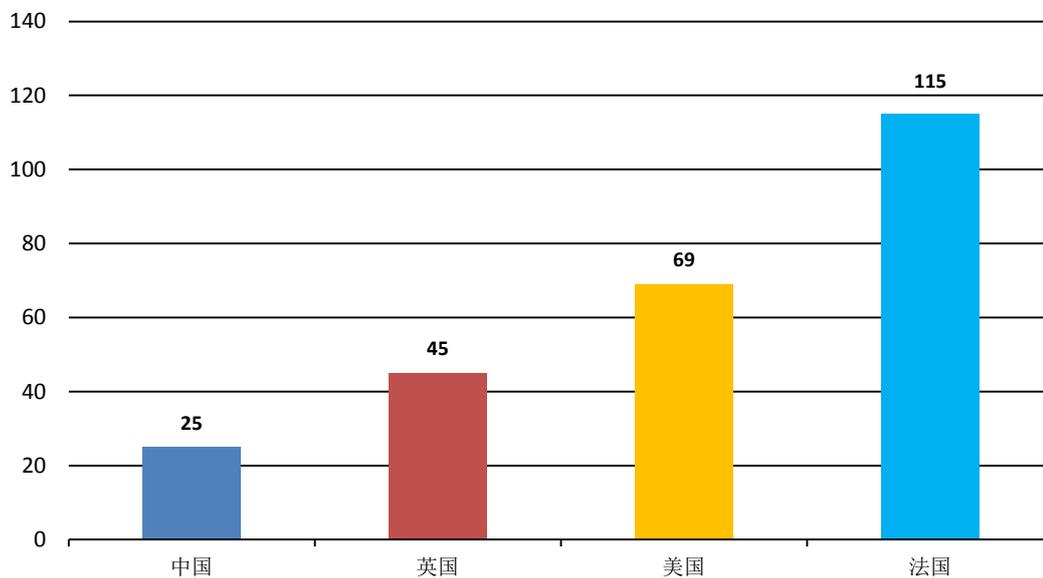
速度惊人。中国面临严重的未富先老问题,养老需求不断上升,养老保险拥有巨大的发展机遇。

图 23: 中国老龄人口数量及预测



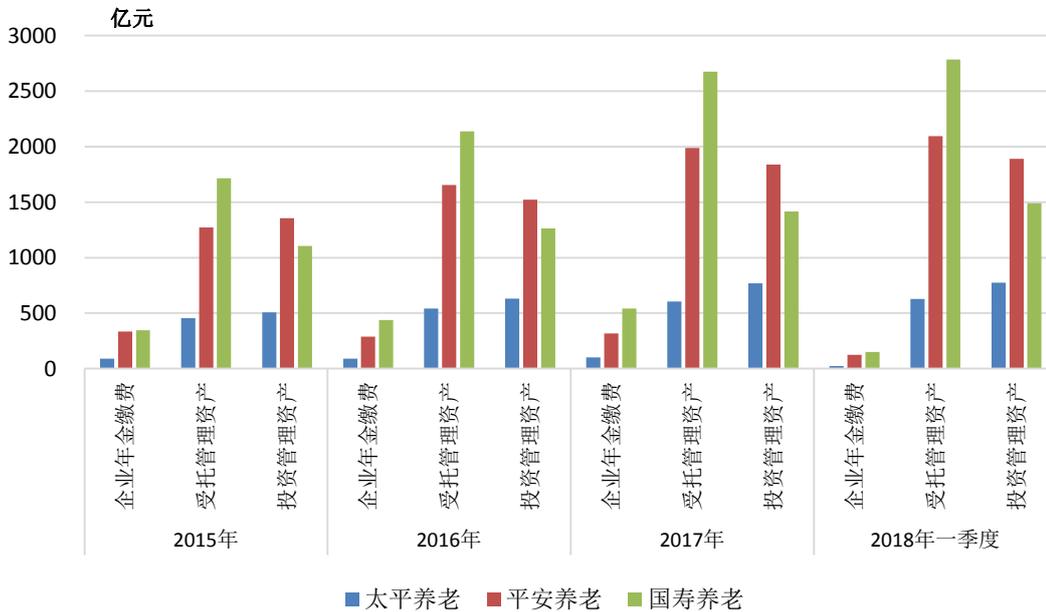
资料来源: 搜狐财经: 2016 年中国人口老龄化现状分析及发展趋势预测, 中国银河证券研究部

图 24: 世界各国老龄化过渡期 (年)



资料来源: IMF, 第一财经研究部: 中国老龄化现状及趋势 (2015 特别版) | 图解世界, 中国银河证券研究部

图 25：养老保险公司企业年金业务情况

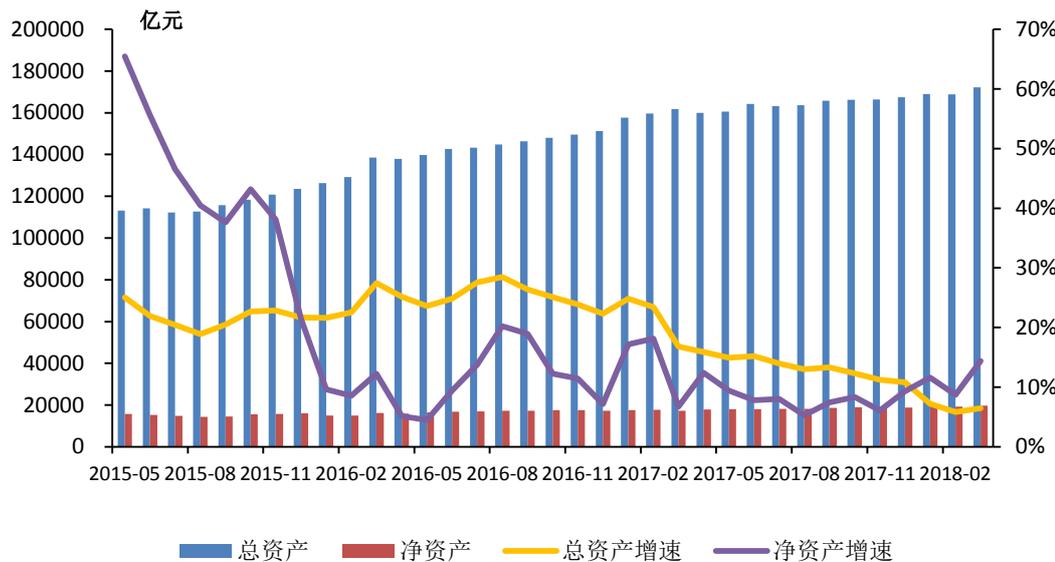


资料来源：中国保监会，中国银河证券研究部

## (二) 投资端：投资收益小幅下滑，配置结构持续调整

2018 年一季度保险行业资产规模稳健增长。截至 2018 年 3 月末，保险业总资产已达 17.22 万亿元，较年初增长 2.84%；净资产达 1.97 万亿元，较年初增长 4.44%。

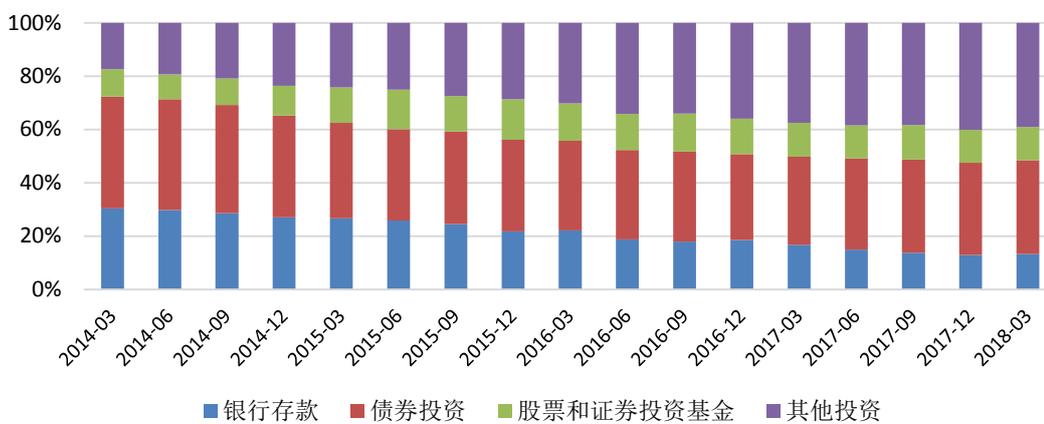
图 26：保险资产规模及增速



资料来源：中国保监会，中国银河证券研究部

随着市场行情与政策环境变化,保险行业资产配置结构不断调整。2014-2017 年间,传统银行存款、股票、证券投资基金占比下滑,股票、证券投资基金和其他类投资占比提升。截至 2017 年 12 月 31 日,银行存款比例 12.92%,较 2014 年下降 14.12 个百分点;债券投资比例 34.59%,较 2014 年下降 3.56 个百分点;股票和证券投资基金比例 12.30%,较 2014 年上升 1.23 个百分点;其他投资比例 40.19%,较 2014 年上升 16.53 个百分点。2016 年 10 月份以来十年期国债收益率快速上行,新增固定收益类资产投资收益增加,险企加大中长期债券配置力度,债券投资占比由 2016 年的 32.15%回升至 2017 年的 34.59%左右,而其他类投资占比已超越债券投资,成为保险业资金运用的首要渠道。

图 27: 保险资金运用结构

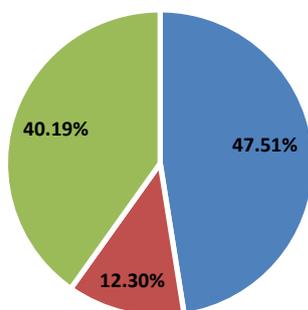


资料来源: 中国保险监督管理委员会, 中国银河证券研究部

2018 年一季度末保险业资产配置比例与 2017 年末基本一致。截至 2018 年 3 月 31 日, 固定收益类资产配置比例 48.48%,较 2017 年末增加 0.97 个百分点;权益类资产配置比例 12.46%,较 2017 年末增加 0.16 个百分点;其他类投资比例 39.06%,较 2017 年末下降 1.13 个百分点。

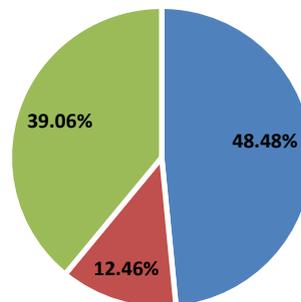
图 28: 2017 年及 2018 年一季度保险业资金运用结构

2017年资金运用结构



■ 固定收益类 ■ 权益类 ■ 其他投资

2018年一季度资金运用结构



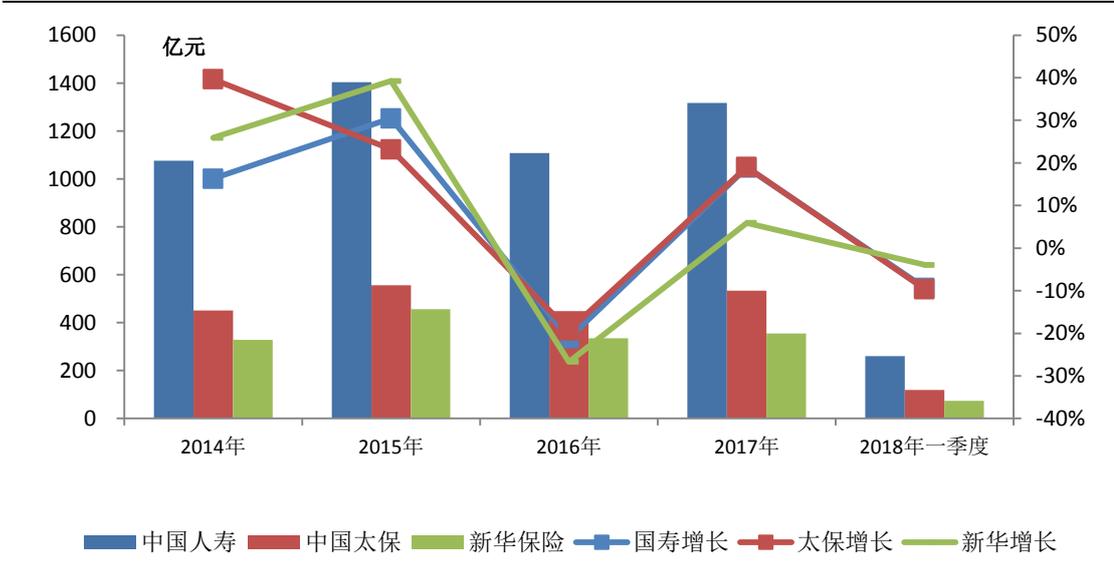
■ 固定收益类 ■ 权益类 ■ 其他投资

资料来源: 中国保险监督管理委员会, 中国银河证券研究部

注释: 固定收益类包括银行存款和债券投资

受股指和债券收益率回调影响，上市险企投资端收益有所减少。截至 2018 年 3 月 31 日，中国人寿/中国太保/新华保险分别实现投资收益 260.21 亿元/118.53 亿元/74.27 亿元，同比分别减少 9.33%/9.65%/3.93%。

图 29：上市险企投资收益及增长率



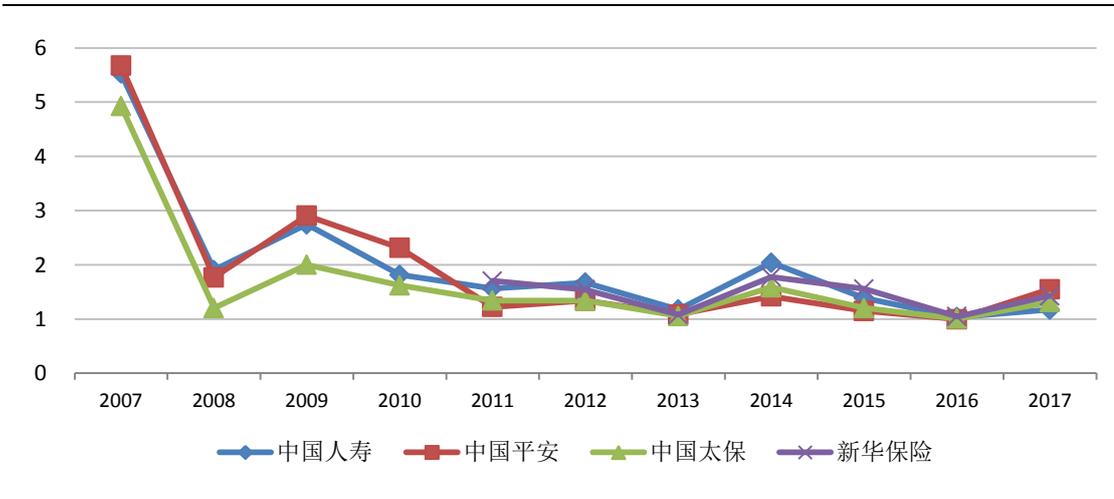
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

注释：投资收益包含公允价值变动损益

### （三）国内外上市险企估值比较

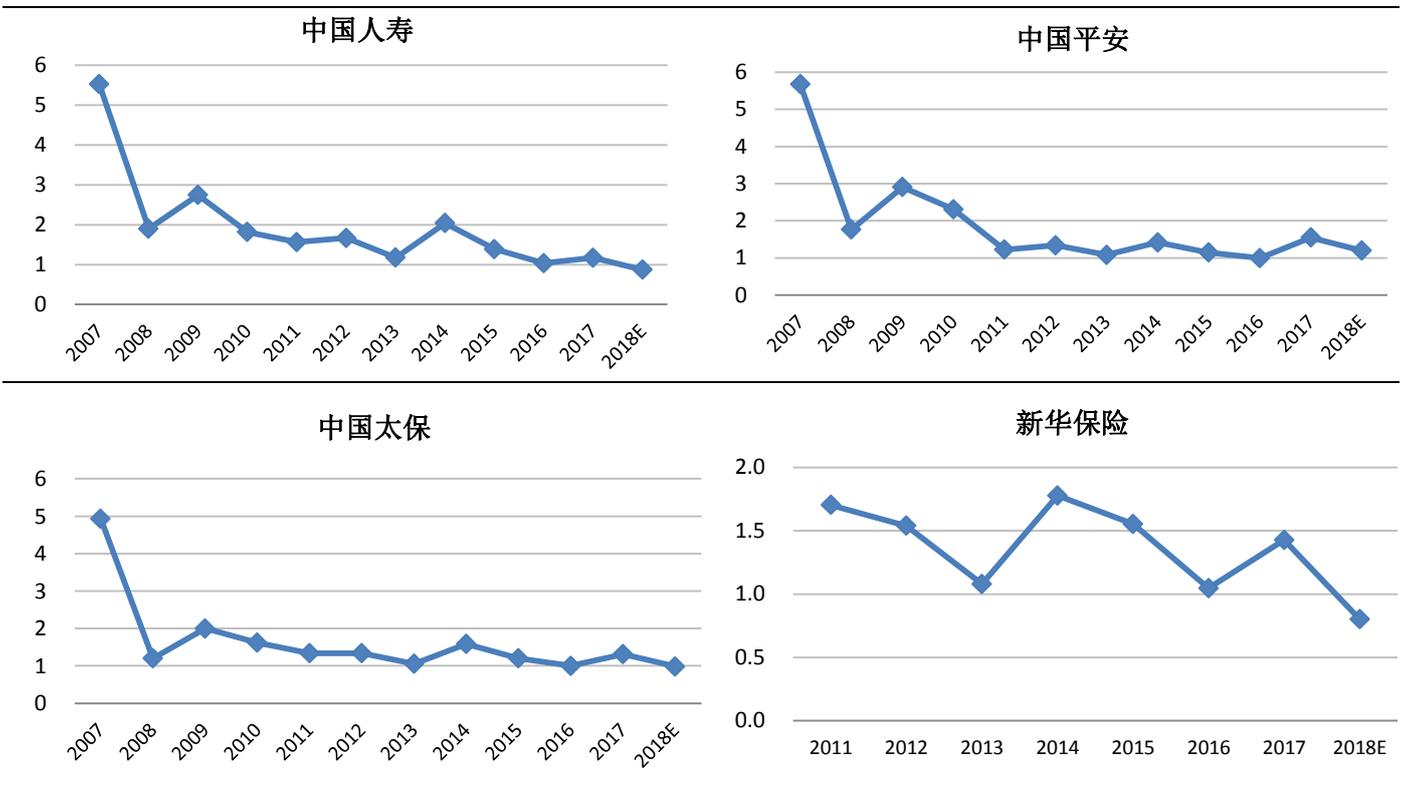
从历史估值来看，国内四大上市险企 P/EV 均处于历史较低位置。截至 2017 年 12 月 31 日，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险静态 P/EV 分别为 1.17/1.55/1.31/1.43，较 2016 年末分别提升 13.27%/55.69%/30.74%/36.31%，但依旧低于上市以来平均水平。

图 30：四大上市险企历史估值情况



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究部

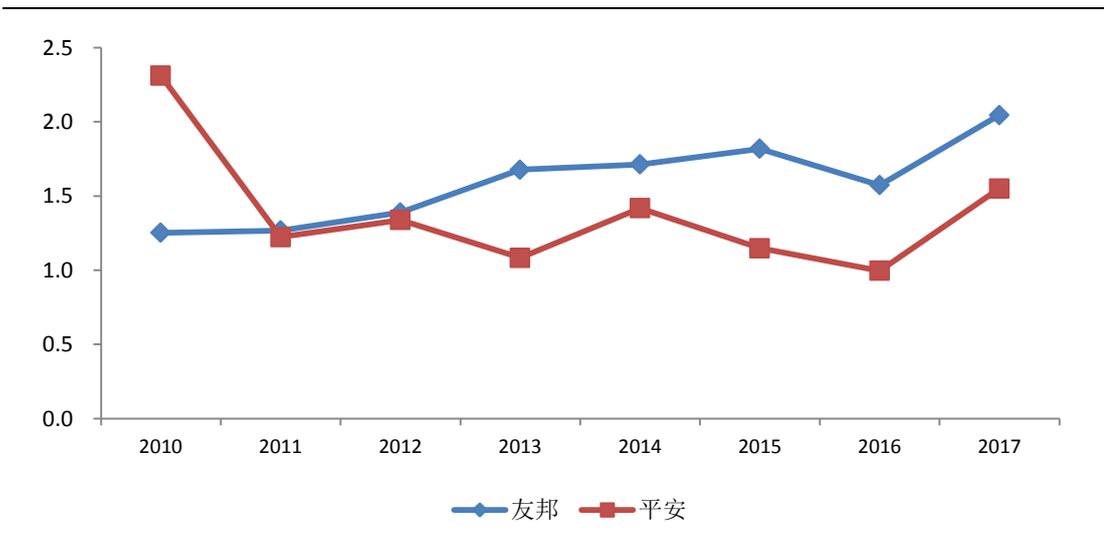
图 31：四大上市险企 P/EV 估值表



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

从国内外上市险企估值对比来看，我国上市险企估值相对较低且波动性大。以中国平安和友邦保险为例，截至 2017 年末，友邦保险 P/EV 2.05，2010 年以来平均 P/EV 1.59；中国平安 2017 年末和上市以来平均 P/EV 分别为友邦保险 P/EV 的 76%和 87%。此外，友邦保险 P/EV 呈现稳步上升的态势，而中国平安 P/EV 波动幅度则相对较大。

图 32：国内外上市险企估值比较

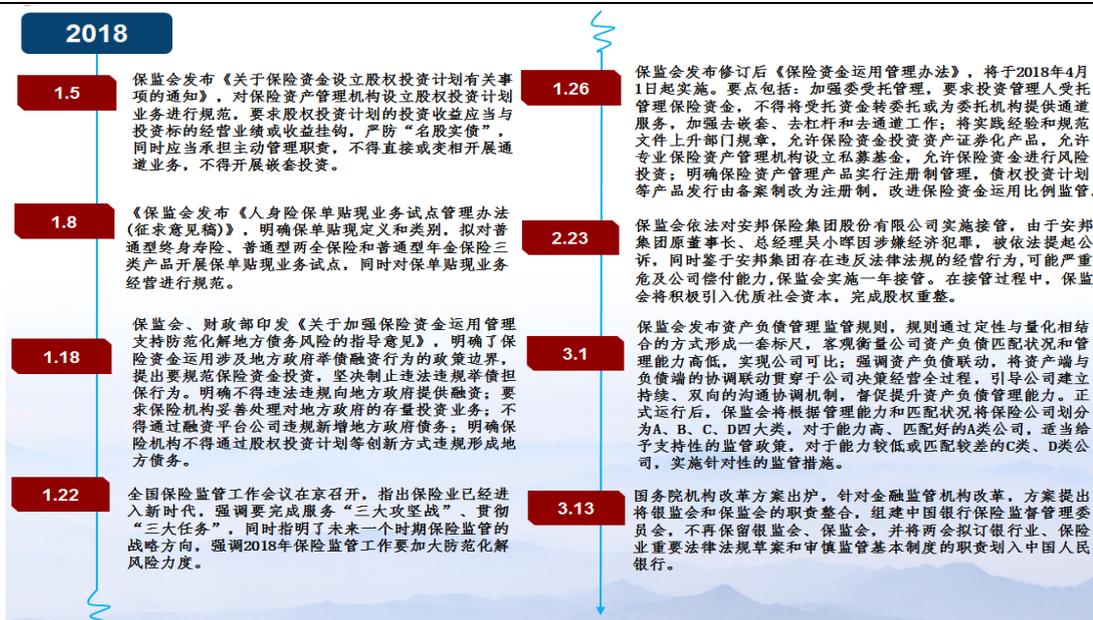


资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究部

### 三、监管严防风险，强化资产负债管理

2018 年保险业监管继续坚持“回归价值”和“回归本源”的政策导向，同时银监会和保监会正式合并成立中国银行保险监督管理委员会，着力解决分业监管下的监管空白、监管套利问题，强化功能监管和行为监管。具体来看，监管政策一方面进一步强化风险防控，主要发布了资产负债管理监管规则，为险企资产负债管理提供硬约束，通过定性和量化评估实现公司可比和差异化监管。另一方面集中精力规范保险资金运用，范围涉及险资设立股权投资计划、严禁违法违规参与地方债务融资以及发布了《保险资金运用管理办法》，进一步强化去嵌套、去杠杆和去通道工作力度，同时放宽险资运用范围至资产证券化产品、私募基金和风险投资。

图 33：2018 年一季度保险行业重要政策一览表



资料来源：中国银行保险监督管理委员会，中国银河证券研究部

### 四、投资建议

税延养老险管理办法落地，明确险企开展个税递延型商业养老保险的经营要求，同时对产品管理、销售管理和资金运用等领域作出规范，旨在强化税延养老险产品的保障功能。严格的监管标准以及良性竞争机制下，上市险企各项经营指标行业领先且在商业养老险业务和投资管理层面经验丰富，竞争优势明显，或抢先受益政策红利。现阶段板块配置需持续跟踪保障型产品销售数据以及代理人量质的边际变化。考虑到二季度险企战略调整以及去年同期低基数，开门红扰动因素减弱，新单销售回暖。当前四大上市险企 2018 年 P/EV 均值 0.95 倍左右，具有较高的安全边际，性价比高，关注板块长期配置价值。

### 五、风险提示

监管力度超预期，行业保费收入增速放缓

## 附录：2018 年政策事件简评

### 1. 2018 年 1 月 5 日，中国保监会发布《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》

《通知》对保险资产管理机构设立股权投资计划业务进行规范。要求股权投资计划的投资收益应当与投资标的经营业绩或收益挂钩，严防以“名股实债”方式，变相抬高实体企业融资成本；要求保险资产管理机构设立投资计划应当承担主动管理职责，不得直接或变相开展通道业务，不得开展嵌套投资；对切实服务国家重大发展战略、重大改革举措、重点领域、重大建设工程，以及投资于实体经济项目的股权投资计划，予以优先注册。

《通知》旨在防范保险资金以通道、嵌套、名股实债等方式开展股权投资计划业务，遏制地方政府隐性债务增量，更好发挥保险资金服务实体经济的作用，引导保险资金发挥自身特色，更好服务实体经济发展。

### 2. 2018 年 1 月 8 日，中国保监会发布《人身险保单贴现业务试点管理办法(征求意见稿)》

征求意见稿明确保单贴现定义和类别，拟对普通型终身寿险、普通型两全保险和普通型年金保险三类产品开展保单贴现业务试点，同时对保单贴现业务经营进行规范：保单投资人仅限使用自有资金开展业务，其中机构投资人自有资金以净资产为限；保单贴现机构实缴注册资本金不低于人民币 5 亿元；贴现保单合同生效时间超过 2 年，已经贴现的保单不可办理转贴现或再贴现。

我们认为保单贴现提供了一种新的保单变现渠道，有利于提升保单流动性，保单持有人可以提前转让保单及时获取风险偿付资金，同时降低保险公司退保率并为保单投资者带来投资收益，提升保险产品竞争力。

### 3. 2018 年 1 月 18 日，保监会、财政部印发《关于加强保险资金运用管理 支持防范化解地方债务风险的指导意见》

《指导意见》是在《打赢保险业防范化解重大风险攻坚战总体方案》之后一天颁布的，我们认为《指导意见》是对《总体方案》中严禁违法违规向地方政府提供融资等违规投资行为的细化性文件，旨在支持保险机构更加安全高效服务实体经济，防范化解地方债务风险。

《指导意见》明确了保险资金运用涉及地方政府举债融资行为的政策边界，提出要规范保险资金投资，坚决制止违法违规举债担保行为。明确不得违法违规向地方政府提供融资；要求保险机构妥善处理对地方政府的存量投资业务；不得通过融资平台公司违规新增地方政府债务；明确保险机构不得通过股权投资计划等创新方式违规形成地方债务。

《指导意见》有利于正面引导保险机构和地方政府履职尽责开展举债融资行为，有利于强化保险机构责任意识，防范化解地方债务风险，实现行业和实体经济发展的双赢。

### 4. 2018 年 1 月 22 日，2018 年全国保险监管工作会议在京召开

会议指出保险业已经进入新时代，新时代下保险业面临的主要矛盾已经演进为不平衡不充分的保险供给与人民群众日益迸发、不断升级的保险需求之间的矛盾，强调要完成服务“三大攻坚战”、贯彻“三大任务”，同时指明了未来一个时期保险监管的战略方向，强调 2018 年保

险监管工作要加大防范化解风险力度,把防控风险放在更加重要的位置,坚持疏堵结合、标本兼治,力争用三年时间,有效防范化解处置保险业各项风险,提升全行业风险防范能力和水平,聚焦重点领域、重点公司、重点环节,切实打赢防控重大风险这场硬仗。

我们认为强监管将是未来三年常态,“保险业姓保,监管姓监”理念将会得到有效贯彻。行业在“回归价值、回归本源”的监管引导下,业务结构会持续调整,长期保障型产品占比会持续提升,转型成效会逐步显现。

#### **5. 2018年1月26日,保监会发布修订后《保险资金运用管理办法》,将于2018年4月1日起实施**

修订后的《管理办法》主要看点有:加强委托管理,要求投资管理人受托管理保险资金,不得将受托资金转委托或为委托机构提供通道服务,加强去嵌套、去杠杆和去通道工作;将实践经验和规范文件上升部门规章,允许保险资金投资资产证券化产品,允许专业保险资产管理机构设立私募基金,允许保险资金进行风险投资;明确保险资产管理产品实行注册制管理,债权投资计划等产品发行由备案制改为注册制,改进保险资金运用比例监管。

修订后的《管理办法》是在“金融服务实体、防控金融风险、深化金融改革”的大环境下制定的,顺应了保险资金运用实践需求,为促进保险资金运用稳健发展、推动保险资金服务实体经济以及防范保险资金运用风险提供了坚实基础。

#### **6. 2018年2月23日,保监会依法对安邦保险集团股份有限公司实施接管**

由于安邦集团原董事长、总经理吴小晖因涉嫌经济犯罪,被依法提起公诉,同时鉴于安邦集团存在违反法律法规的经营行为,可能严重危及公司偿付能力,为保持安邦集团照常经营,保护保险消费者合法权益,中国保监会决定于2018年2月23日起,对安邦集团实施接管,接管期限一年。在接管过程中,保监会将积极引入优质社会资本,完成股权重整。

我们认为此次接管行为旨在进一步整治市场乱象,促进险企合法合规经营,强化风险管理,保护消费者的合法权益。保险业从严监管态势不变,助推行业“回归保障、回归价值”的转型,促进行业长期健康发展。

#### **7. 2018年3月1日,保监会发布资产负债管理监管规则**

资产负债管理监管制度总体框架是一个办法和五项监管规则。监管规则主要包括财产险公司和人身险公司的能力评估规则与量化评估规则,以及资产负债管理报告规则。该项规则旨在针对我国保险市场特点和重点风险领域创新设计量化评估指标,有效识别公司面临的再投资风险和现金流错配风险;通过定性与量化相结合的方式形成一套标尺,客观衡量公司资产负债匹配状况和管理能力高低,实现公司可比;强调资产负债联动,将资产端与负债端的协调联动贯穿于公司决策经营全过程,引导公司建立持续、双向的沟通协调机制,督促提升资产负债管理能力。正式运行后,保监会将根据管理能力和匹配状况将保险公司划分为A、B、C、D四大类,对于能力高、匹配好的A类公司,适当给予支持性的监管政策,对于能力较低或匹配较差的C类、D类公司,实施针对性的监管措施。

我们认为此次发布的监管规则作为保险业资产负债管理的顶层设计,为资产负债管理提供了硬约束,有助防范保险业资产负债错配风险,加强资产负债管理监管,提升保险公司资产负

债管理能力。同时助推行业回归本源，发挥长期稳健风险管理和保障功能；有利于培养审慎稳健的投资文化，引导保险资金长期配置，为实体经济发展提供有力支持。

**8. 2018年3月13日，国务院机构改革方案出炉，针对金融监管机构改革，方案提出将银监会和保监会的职责整合，组建中国银行保险监督管理委员会，不再保留银监会、保监会，并将两会拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行**

我们认为银保合并是顺应金融业混业经营大势的实践需要，“一行两会”格局形成，统一监管序幕开启。合并银监会和保监会之后机构监管会强化，分业监管下的监管空白、监管套利问题会得到有效解决，功能监管和行为监管会得到强化。

方案提出，拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行。中国人民银行监管权限增加，货币政策与宏观审慎相协调，防范系统性金融风险。银保监管职责整合，全局观念增强，产品销售以及险资运用等均会受到影响，短期行业监管或更严，长期利好行业健康稳健发展。

## 图表目录

图 1: 非银行金融板块涨跌幅.....	2
图 2: 中信一级行业涨跌幅.....	2
图 3: 沪深 300 及保险板块 2018 年一季度涨跌幅.....	3
图 4: 四大上市险企涨跌幅.....	3
图 5: 四大上市险企净利变化情况.....	4
图 6: 10 年期国债、企业债到期收益率.....	5
图 7: 10 年期国债收益率 750 天移动平均线.....	5
图 8: 行业月度保费收入及增速.....	6
图 9: 人身险业务保费收入.....	6
图 10: 人身险业务保费收入增速.....	7
图 11: 行业财产险保费收入及增速.....	7
图 12: 行业原保费赔付支出.....	8
图 13: 上市险企寿险保费收入.....	8
图 14: 上市险企寿险年度保费收入同比变化.....	9
图 15: 上市险企寿险月度保费收入.....	9
图 16: 上市险企寿险月度保费收入增速.....	10
图 17: 四大上市险企险种结构.....	10
图 18: 上市险企续期保费与增速.....	11
图 19: 上市险企续期保费占比.....	12
图 20: 中国平安/中国太保产险收入及增速.....	12
图 21: 上市险企产险保费收入及增速.....	13
图 22: 中国平安/中国太保车险收入及增速.....	13
图 23: 中国老龄人口数量及预测.....	14
图 24: 世界各国老龄化过渡期 (年).....	14
图 25: 养老保险公司企业年金业务情况.....	15
图 26: 保险资产规模及增速.....	15
图 27: 保险资金运用结构.....	16
图 28: 2017 年及 2018 年一季度保险业资金运用结构.....	16

图 29: 上市险企投资收益及增长率.....	17
图 30: 四大上市险企历史估值情况.....	17
图 31: 四大上市险企 P/EV 估值表.....	18
图 32: 国内外上市险企估值比较.....	18
图 33: 2018 年一季度保险行业重要政策一览表 .....	19

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**武平平，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)