

保险

证券研究报告

2018年05月27日

爆款重疾险是否会引起上市保险公司的价格战？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陆韵婷

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517060004

luyunting@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《保险-行业专题研究:千呼万唤始出来,中国保险史上的里程碑——《税延养老保险试点通知》点评》2018-04-15
- 2 《保险-行业专题研究:未来三年健康险增速多少?来自于件均保费,险种占比和卫生费用支出结构的三角度测算》2018-02-27
- 3 《保险-行业研究简报:不惧周期数据扰动,保险公司后续发展各有侧重》2018-01-15

爆款重疾险热销体现出较大的保险发展空间和价格敏感性

近期太平人寿面向全国销售的福禄康瑞终身重疾险成为市场热点。福禄康瑞的保障范围较为全面,但更大的卖点在于其保费大幅低于大型公司等保额的同类产品。根据我们的测算,该产品实际价值并不高,推测太平在4月推出该产品的出发点在于:1)今年行业开门红呈现较大负增长,爆款产品能够提高代理人留存率,提升士气;2)有吸引力的产品将会增强代理人和客户的互动频率和粘度,有助于公司提升人均件数;3)在大公司中率先推出该产品,销售效果更为显著;4)提高公司保障产品的占比,提升公司在重疾险产品的品牌度。

我们认为这款产品良好的销售情况和引起的强烈反馈显示出当前中国中产阶级强烈的保险需求,广阔的保险行业空间,以及对保险价格的敏感度。

参照平安和友邦历史经验,价值率继续提升空间收窄

受益于高价值的个险渠道和长期保障型产品新保占比的持续提升,上市保险公司的新业务价值率快速提升。太保的新业务价值率由2011年的13.6%大幅升至2017年的39.4%,新华2017年的新业务价值率为37.85%,较2015年提升23pct。

从国内经验来看,平安当前渠道和险种的比例已经趋于稳定,2015-2017年新业务价值率在35%-38%之间窄幅震荡,代理人渠道的margin略微下降,但仍保持在50%左右的高位。

我们将友邦的风险折现率和投资收益率调整至平安的精算假设,则2014-2017年友邦的新业务价值率约为38.68%,44.88%,36.82%和38.74%,较之平安没有显著溢价。考虑到友邦保费体量更小,覆盖客户经济水平更强,我们觉得其新业务价值率可作为国内保险公司长期margin的一个标杆。

锚定新业务价值,产品策略注重价值率和新单保费的均衡发展

从最新的产品趋势来看,我们认为大型保险公司小幅降低价值率的前提条件是提高件均保费。例如平安守护福的新业务价值率低于平安福,约为60%左右,但根据费率要求,件均保费的下限是12000元,而平安福的件均则是6500元左右,因此从价值创造的角度来看,守护福依旧强劲。

当前境内保险公司重疾险的形态较为一致,我们认为各家大公司在保留基础重疾险(国寿福,平安福,金佑人生和健康无忧)的同时,将会加大细分领域的重疾险开发。

我们判断大保险公司并不会跟进价格战:1)产品存在错位竞争的,如太保的金佑人生是英式分红,保额逐年提升;2)部分保险公司精算假设较为谨慎,为防止未来重疾发生率上升等原因侵蚀价值率而设定了一定安全垫;3)对原有产品的降价将会损伤老客户的利益;4)太平福禄康瑞也只是短期策略,如果其他大公司加入价格战,销售的边际效应也是递减的。

风险提示:新单保费销售不及预期,长期利率大幅下降

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601318.SH	中国平安	61.53	买入	4.87	5.89	7.14	8.55	12.63	10.45	8.62	7.20
601601.SH	中国太保	33.24	买入	1.62	2.18	2.74	3.31	20.52	15.25	12.13	10.04
601336.SH	新华保险	43.96	增持	1.73	2.45	3.19	4.02	25.41	17.94	13.78	10.94

资料来源:天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 爆款重疾险热销体现出较大的保险发展空间和价格敏感性.....	3
2. 参照平安和友邦历史经验，价值率继续提升空间收窄	4
2.1. 上市保险公司新业务价值率在过去几年快速上升.....	4
2.2. 价值率继续提升难度变大，预计长期呈现微幅下降趋势	5
3. 锚定新业务价值，产品策略注重价值率和新单保费的均衡发展.....	7
3.1. 平安守护福大幅提升件均，未来产品将会更加细分	7
3.2. 基于产品错位竞争和价值意识，各大保险公司预计不会跟进价格战.....	8
4. 投资建议：新保销售边际好转，估值较低	8

图表目录

图 1：中国太保新业务价值率：%.....	4
图 2：中国太保长期保障占首年保费比重：%	4
图 3：新华保险新业务价值率；%.....	4
图 4：新华保险健康险占首年保费比重：%.....	4
图 5：平安 2011-2017 年新业务价值率变化：%.....	5
图 6：平安各渠道新业务价值率情况：%.....	5
图 7：友邦披露和调整新业务价值率比较：%.....	6
表 1：福禄康瑞重大疾病险主要条款.....	3
表 2：10 万保额对应福禄康瑞费率：元	3
表 3：友邦各地区风险折现率假设和新业务价值占比：百万美元，%	5
表 4：友邦和平安长期投资收益率假设对比：%.....	6
表 5：平安守护福重疾产品计划主要条款	7

1. 爆款重疾险热销体现出较大的保险发展空间和价格敏感性

2018年4月，太平人寿面向全国销售福禄康瑞终身重大疾病保险，销售情况理想成为市场热点。根据这款产品的条款，其保险责任包含：

- 1) 重大疾病保险：投保者初次确诊条款所定义的100种重大疾病，将获得基本保额赔付；
- 2) 轻症赔付保险：投保者初次确诊条款所定义的50种特定疾病，将获得相当于基本保额20%的赔付，最多5次赔付，但每种特定疾病最多赔付1次；
- 3) 身故赔付：投保者由于意外事故之外的原因过世，也将得到基本保额的赔付，但已经得到过重疾赔付的投保者将没有该项权利；

表 1：福禄康瑞重大疾病险主要条款

保险名称	福禄康瑞重大疾病保险
投保年龄	出生满 28 天—65 周岁
保险期限	终身
缴费期限	趸交，5 年，10 年，15 年和 20 年
保障责任	重大疾病赔付：初次确诊所定义的 100 种重大疾病，按基本保额进行赔付； 轻症赔付：初次确诊定义的 50 种特定疾病，可以进行赔付，最多 5 次赔付，赔付额为基本保额的 20%，但每种特定疾病最多赔付 1 次； 身故赔付：因意外事故之外的原因过世，按基本保额赔付，但不可和重疾赔付共享； 保费豁免：保险期间发生轻症，重疾可以豁免后续保费

资料来源：《太平福禄康瑞终身重大疾病保险条款》，天风证券研究所

表 2：1 福禄康瑞 10 万保额对应费率：元

	15 年交		20 年交	
	男性	女性	男性	女性
0 周岁	1100	950	890	890
10 周岁	1270	1100	1200	1100
20 周岁	2050	1750	1660	1420
30 周岁	2830	2430	2310	1970
40 周岁	3970	3380	3300	2780
50 周岁	5560	4670	4860	3910
44 周岁	6700	5460		

资料来源：中国太平官网，天风证券研究所

福禄康瑞的保障范围较为全面，但更大的卖点在于其保费大幅低于市场上大型公司等值保额的同类产品。根据我们的测算，若按照市场上其他上市保险公司和今年再保提供的精算假设，这款产品的新业务价值率可能在 40%-50%左右，再考虑到对代理人的激励等政策，该产品实际价值并不高，我们推测太平在 4 月推出该产品的出发点在于：

- 1) 今年行业开门红呈现较大负增长，爆款产品能够提高代理人留存率，提升士气；
- 2) 有吸引力的产品将会增强代理人和客户的互动频率和粘度，有助于公司提升人均件数；
- 3) 在大公司中率先推出该产品，销售效果更为显著；
- 4) 提高公司保障产品的占比，提升公司在重疾险的品牌度；

我们认为这款产品良好的销售情况和引起的强烈反馈显示出当前中国中产阶级强烈的保险需求，广阔的保险行业空间，以及对保险价格的敏感度。也引起了市场上对于大公司是否会采取跟随策略，进行保费价格战的讨论和猜测。

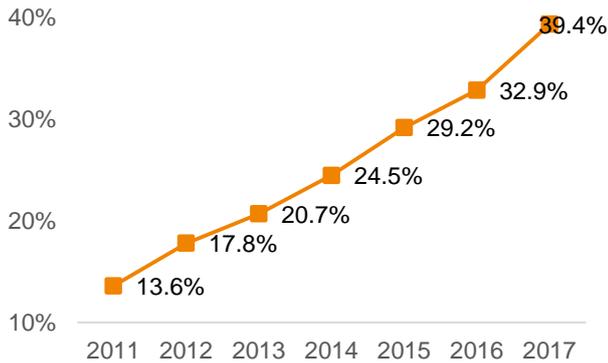
2. 参照平安和友邦历史经验，价值率继续提升空间收窄

2.1. 上市保险公司新业务价值率在过去几年快速上升

受益于高价值的个险渠道和长期保障型产品新保占比的持续提升，上市保险公司的新业务价值率近年来快速提升。

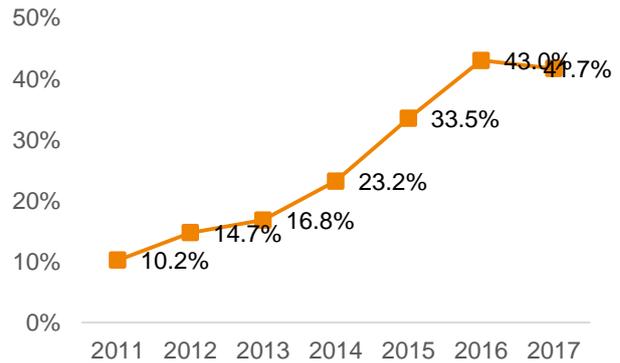
太保的新业务价值率由 2011 年的 13.6% 大幅升至 2017 年的 39.4%，与此相对应的则是其长期保障占新单的比例也由 10.2% 提升至 40% 以上，2017 年长期保障险种的新业务价值率较之上一年更是提升 19pct 至 80.8%；

图 1：中国太保新业务价值率：%



资料来源：中国太保公司公告，天风证券研究所

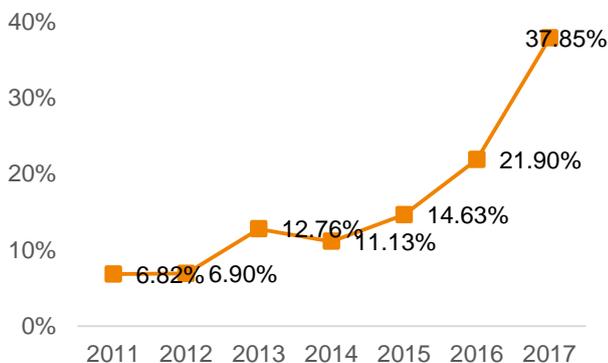
图 2：中国太保长期保障占首年保费比重：%



资料来源：中国太保公司公告，天风证券研究所

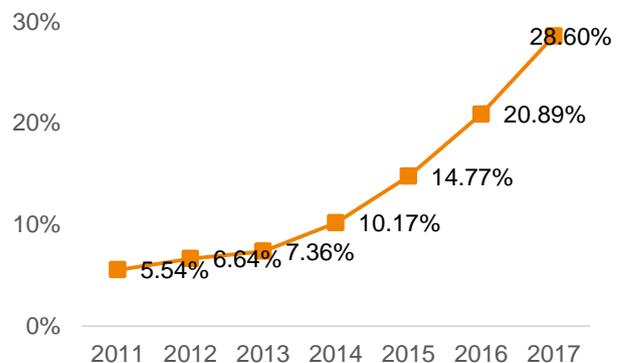
新华自 2016 年启动聚焦健康险的转型以来，健康险占首年新保费的比例翻倍，由 14.77% 提升至 28.60%，相应的其 2017 年的新业务价值率攀升至 37.85%，较 2015 年提升 23pct；

图 3：新华保险新业务价值率：%



资料来源：新华保险公司公告，天风证券研究所

图 4：新华保险健康险占首年保费比重：%



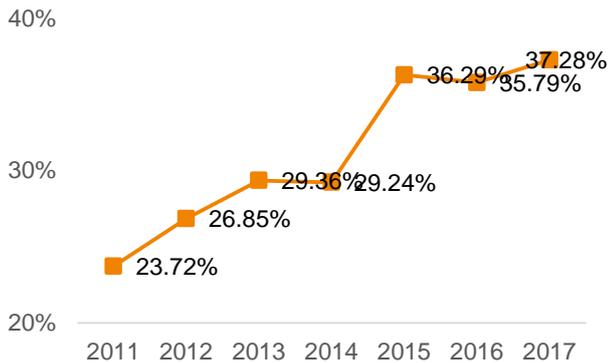
资料来源：新华保险公司公告，天风证券研究所

2.2. 价值率继续提升难度变大，预计长期呈现微幅下降趋势

从国内转型较为成熟的平安和海外价值典范友邦的经验数据来看，由于当前个险和长期保障占比已经达到相对高位的合理水平，进一步提升空间较小，我们预计随着竞争的加剧，以及长期保障细分产品的推出，长期来看国内保险公司的新业务价值率会微幅下降。

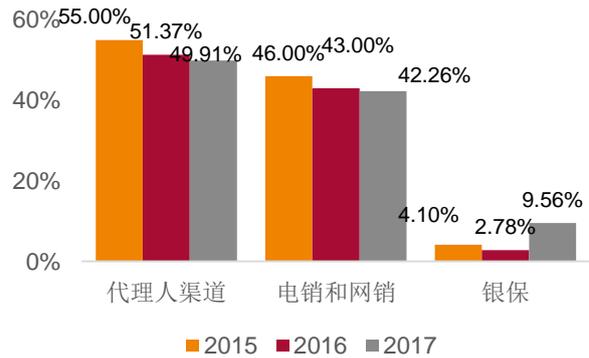
从国内经验来看，平安作为保险价值的龙头，当前渠道和险种的结构已经趋于稳定，2015-2017年新业务价值率在35%-38%之间窄幅震荡，代理人渠道的margin略微有所下降，但仍保持在50%左右的高位。

图 5：平安 2011-2017 年新业务价值率变化：%



资料来源：中国平安公司公告，天风证券研究所

图 6：平安各渠道新业务价值率情况：%



资料来源：中国平安公司公告，天风证券研究所

从海外友邦保险的比照数据来看，虽然名义上友邦 2014-2017 年的新业务价值分别达到了 53.1%，58.9%，56.0%和 56.8%，较之平安有接近 20pct 的溢价，但实际上由于不同精算假设的区别，我们不能用披露口径的新业务价值进行直接比较。

具体而言，友邦在亚洲 18 个地区开展业务，每个地区由于所处宏观环境，健康水平的不同，折现率，投资收益率，税率，通胀率，死亡率和发病率等精算假设有着较大的区别。以折现率为例，友邦设定的中国地区风险贴现率为 9.75%，而新加坡只有 6.9%，我们将各地区 NBV 的占比作为权重，可以算得 2017 年友邦总体的风险折现率假设为 8.33%，低于平安 11%的折现率假设 267pct。同样的，友邦对各个地区股市和债券的投资收益率有着较大的区分定义，如香港地区 2017 年股票投资收益率的假设为 7.6%，而中国境内地区的假设是 9.3%，如果按照 80%固定收益，20%权益的资产配置比例进行设定，我们计算得到友邦 2017 年的长期投资收益率设定为 4.16%，低于平安 84pct。

表 3：友邦各地区风险折现率假设和新业务价值占比：百万美元，%

2017	NBV	NBV 占比	风险折现率 (%)
香港	1559	42%	7.30%
泰国	381	10%	8.60%
新加坡	311	8%	6.90%
马来西亚	220	6%	8.75%
中国	828	22%	9.75%
其他	408	11%	10.00%
总和	3707	100%	8.33%

资料来源：友邦保险年报，天风证券研究所

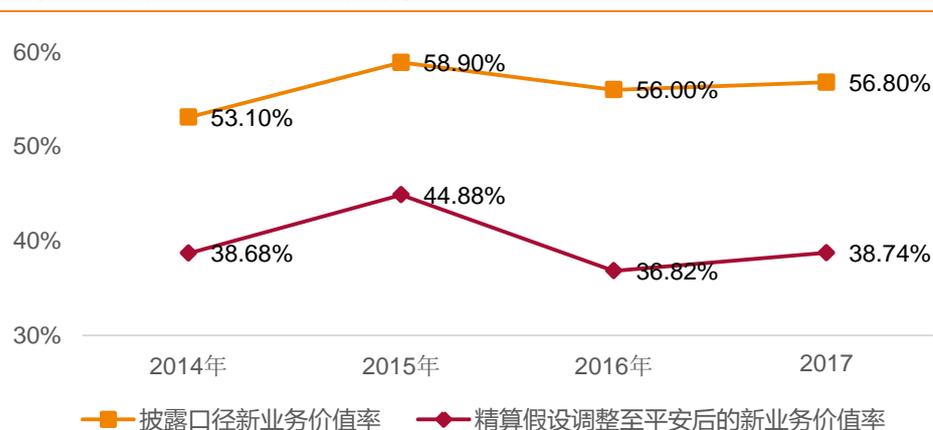
表 4: 友邦和平安长期投资收益率假设对比: %

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
友邦投资收益率假设 (测算)	4.09%	4.04%	3.99%	4.16%
平安投资收益率假设 (披露)	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%

资料来源: 友邦保险年报, 中国平安年报, 天风证券研究所

为了使新业务价值具有可比性, 我们将友邦的折现率和投资收益率调整至中国平安的精算假设 (疾病发生率, 通货膨胀率, 税率等影响较小的因素暂不考虑), 则 2014-2017 年友邦的新业务价值率约为 38.68%, 44.88%, 36.82%和 38.74%, 和平安近 3 年 35%-38% 的新业务价值率比较一致, 并没有显著溢价。考虑到友邦的保费体量更小, 覆盖客户的经济水平更强, 我们预计长期来看, 国内保险公司的新业务价值率会缓慢小幅下降。

图 7: 友邦披露和调整后新业务价值率比较: %



资料来源: 友邦保险年报, 中国平安年报, 天风证券研究所

3. 锚定新业务价值，产品策略注重价值率和新单保费的均衡发展

尽管我们认为国内保险公司的新业务价值率长期缓慢下降，但并不影响保险公司的价值创造。因为保险公司的 EV 累计依赖的是新业务价值，而新业务价值是价值率和新单保费的乘积。从最新的产品趋势来看，大保险公司微幅降低价值率的前提条件是提高件均保费，在保留基础款重疾产品的前提下，开发出更加细分领域的重疾险，预判当前大公司不会进行价格战。

3.1. 平安守护福大幅提升件均，未来产品将会更加细分

平安在今年 4 月推出新产品守护福，根据产品条款和官网说明，守护福较之其核心产品平安福的主要区别在于

- 1) 提升轻症保额，守护福约定 70 周岁前每发生一次约定轻症，增加重疾和身故保额的比重是 30%，而平安福的增加比重是 20%；
- 2) 守护福解绑平安福附加的长期意外险和长期医疗伤害险；
- 3) 守护福增加高端海外医疗保险，报销额度上限达到 600 万元；

尽管守护福的新业务价值率低于平安福，约为 60%左右，但根据希财网报道和费率表，其件均保费起点是 12000 元，而平安福的件均则是 6500 元左右，因此从价值创造的角度来看，守护福依旧强劲。

新华保险的健康无忧和多倍保也是类似的升级策略，我们估计健康无忧的新业务价值率在 80%左右，高于多倍保 20pct，但多倍保的件均可以达到 6000-7000 元，远高于健康无忧 4000 元的件均。

当前境内保险公司重疾险的形态较为一致，我们认为各家大公司在保留基础重疾险（国寿福，平安福，金佑人生和健康无忧）的同时，将会加大细分领域的重疾险开发，例如可以借鉴友邦智倍保的癌症多重赔付等。

表 5：平安守护福重疾产品计划主要条款

保险名称	平安守护福重大疾病保险产品计划
投保年龄	0-65 岁
保险期限	终身
缴费期限	10 年，15 年，20 年和 30 年
附加险种	平安福恶性肿瘤疾病保险；轻症豁免保险费疾病保险；尊享海外特定疾病医疗保险；
保险责任	1. 重大疾病赔付：初次确诊所定义的 80 种重大疾病，按基本保额进行赔付； 2. 轻症赔付：初次确诊定义的 30 种特定疾病可以进行赔付，赔付额为基本保额的 20%，最多 3 次赔付，70 周岁前每发生一次约定重疾，增加 30%的重疾和身故保额； 3. 身故赔付：因意外事故之外的原因过世，按基本保额赔付，但不可和重疾赔付共享； 4. 保费豁免：保险期间发生轻症，重疾可以豁免后续保费 5. 海外医疗保险：可以报销境外医疗，交通，住宿和遗体遣返费用，以及 30 万以内的归国药品费用，累计医疗赔付上限为 600 万 6. 癌症多次赔付：恶性肿瘤在满足一定条件下有额外两次赔付

资料来源：平安人寿官网，天风证券研究所

3.2. 基于产品错位竞争和价值意识，各大保险公司预计不会跟进价格战

尽管太平福禄康瑞重疾险的热销引起了市场众多关注，但我们认为大保险公司并不会跟进价格战：

1. 各大保险公司的类似产品和太平福禄康瑞仍然是错位竞争的，例如太保的金佑人生是英式分红，保额将会随着逐年提升；
2. 部分保险公司精算假设较为谨慎，为防止未来重疾发生率上升等原因侵蚀价值率而设定了一定安全垫；
3. 对原有产品的降价将会损伤老客户的利益，大公司将更加侧重开发价值率和新保费均衡的新产品；
4. 太平这福禄康瑞产品只是短期策略，如果其他大公司加入打价格战，销售的边际效应也是递减的；

4. 投资建议：新保销售边际好转，估值较低

今年保险负债端受短期利率上行，代理人销售习惯转变需要过渡期等影响较之去年减弱，但随着4月之后基数效应的逐渐减弱，月均保费平台稳定的平安，人力发展精细化的太保，费用政策阶段性放开的新华，推出爆款产品的太平的新保增速的降幅均在收窄，平安全年NBV有望冲击2位数，太保NBV也有望转正，当前平安，太保，新华股价对应2018年的PEV分别为1.21，0.93和0.81倍，其中太保和新华当前估值低于历史负一倍标准差，继续推荐。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com