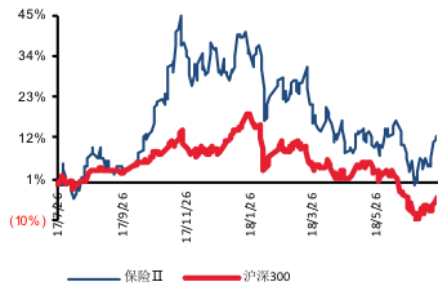


金融 保险 II

金融去杠杆系列报告之保险篇——潮起潮落，叶归根

■ 走势比较



■ 子行业评级

保险 III

看好

相关研究报告:

《不确定性落地，关注信托券商反弹机会》—2018/07/22

《去杠杆专题系列报告——框架总述》—2018/07/22

《陕国投 A (000563): 配股方案公布, 实施后资本实力大幅提升 30%》—2018/07/18

证券分析师: 曹杰

电话: 13761105953

E-MAIL: caoj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060002

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

报告摘要

在过去 4 年时间内, 保险行业经历了加杠杆和去杠杆的两个阶段。在 2014 到 2016 年间, 部分保险公司通过发行“万能险”或“投资型理财险”迅速做大资产规模, 并高比例的投资于权益市场导致举牌现象。此举由于负债成本极高而认为是一种“赌徒”行为, 不但具有流行性风险, 投资收益如果不能覆盖负债成本, 还将造成偿付能力不达标的后果, 甚至净资产受损。

通过坚持“保险姓保”本源的政治导向, 去杠杆的过程从 2017 年深入开始, 从资金的流入, 投资端的配置, 以及信息的透明度去加强对保险公司的监管。其间安邦集团被保监会接管, 在过去几年风光一时的“融资型”保险公司资产规模迅速下降, 在资产负债率, 权益投资比例等方面去杠杆的效果十分显著, 停止了保险市场的野蛮扩张的同时, 也让保障型保险产品得到市场的青睐。

资管新规的落地对整个保险行业影响不大。在负债端更加利好年金险等具有保障升值功能的产品销售, 在资产端期限利差有望走阔利好保险公司投资的长期收益。而大型上市险企获取优质非标资产的能力较强, 更凸显其投资稳健的优势, 强者恒强的龙头效应加剧。

我们认为在金融去杠杆的大环境下, 小型保险公司的生存环境被挤压, 拥有庞大优质代理人队伍的大型险企将利用渠道优势获得更大的市占率。给予保险行业“看好”的评级。

风险提示: 权益市场下跌, 保费增长不及预期

目录

一、保险公司高杠杆经营情况回顾.....	4
(一) 融资型保险公司的高杠杆经营模式.....	4
(二) 万能险情况回顾.....	5
(三) 万能险成本分析.....	6
(四) 华夏人寿和前海人寿的高杠杆经营模式.....	6
(五) 投资型理财险情况回顾及成本分析.....	8
(六) 安邦财险和天安财险的高杠杆经营模式.....	8
(七) 投资端特点.....	9
(八) “融资型”保险公司的杠杆模型.....	9
二、保险行业去杠杆历程与现状.....	10
(一) 险资举牌情况回顾.....	10
(二) 险资举牌的风险.....	11
(三) 政策导向与行业规范.....	12
(四) 行业去杠杆现状.....	14
(五) 安邦保险案例分析.....	17
三、资管新规对保险公司的影响.....	17
(一) 资管新规对保险行业的影响.....	18
(二) 资管新规对上市保险公司的影响.....	19

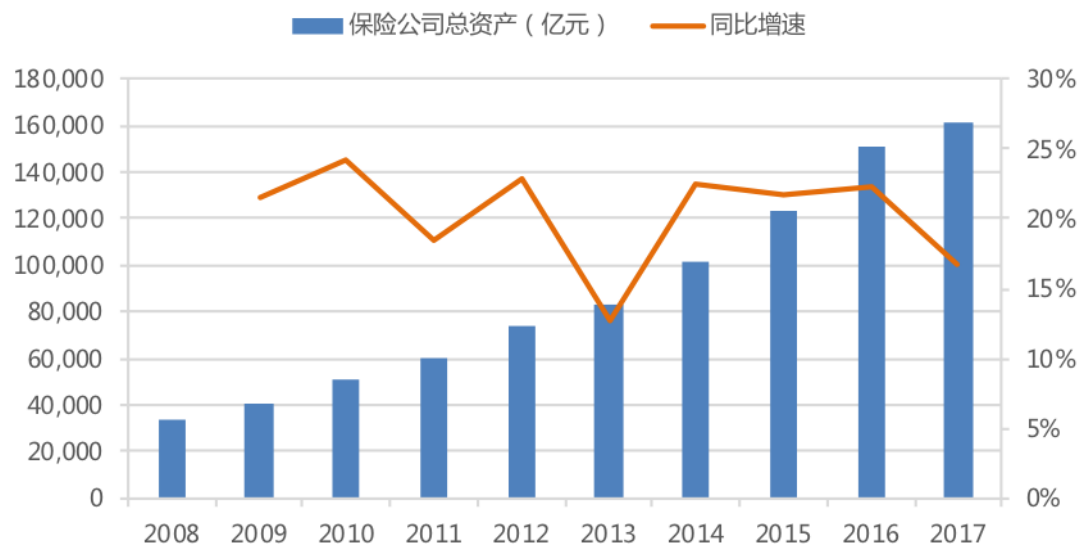
图表目录

图 1、2013 年至 2017 年保险公司总资产及增速	4
图 2、2013 年至 2016 年新增保户储金与寿险原保费收入及同比增速 (亿元)	5
图 3、华夏人寿总资产及财务杠杆率对比 (亿元)	7
图 4、华夏人寿保户储金及投资款与占比	7
图 5、前海人寿总资产及财务杠杆率对比 (亿元)	7
图 6、前海人寿保户储金及投资款与占比 (亿元)	7
图 7、安邦财险资产结构 (亿元)	8
图 8、天安财险资产结构 (亿元)	8
图 9、2013 年 4 月至 2016 年 12 月股票和证券投资基金比例	9
图 10、2013-2017 年寿险与健康险保费同比增速	13
图 12、2015 年-2017 年险资举牌公司数	15
图 13、2013-2016 新增保户储金与寿险保费收入及同比增速 (亿元)	15
图 14、2014-2017 年新增保户储金占寿险收入的比例	15
图 15、新华保险 2013-2017 各类险种占比	16
图 16、中国人寿 2013-2017 各类险种占比	16
图 17、2013-2017 年四大上市险企新业务价值 (亿元)	16
图 18、2017 年-2018 年 5 月险资其他投资及债权投资比例	19
图 19、2017 -2018 年 5 月险资银行存款及权益类投资比例	19
图 20、2014-2018 年 7 月中债国债即期收益率	19
图 21、2015 年 1 月-2018 年 5 月四大险企寿险保费收入占比	20
表 1、万能险和投资型理财险对比	5
表 2、2014 年至 2016 年寿险公司新增保户储金及排名 (亿元)	6
表 3、“融资型”保险公司杠杆模型	10
表 4、股市收益率对净资产收益理财的影响	10
表 5、保险公司举牌明细	11
表 6、万科 A 举牌公告日简述	12
表 7、2014-2018 年保监会重要文件汇总	14

一、保险公司高杠杆经营情况回顾

2014年8月国务院发布保险“新国十条”，明确了保险的作用是社会的“稳定器”和经济的“助推器”。保险除了拥有交纳保费给予投保人人身以及财产的保障功能以外，投资与理财功能也被越来越多的投保人认可。近年来，我国保险公司保费规模发展迅速，除了以保障功能为主的传统险以外，以投资理财功能为主的万能险等产品逐渐崛起。在持续降息的环境下，这类高现金价值保险产品相比于银行理财产品具有高息的吸引力，而保险公司吸纳保费后高比例投资于权益市场，因此形成了一种高杠杆的运营模式。

图 1、2013 年至 2017 年保险公司总资产及增速



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

（一）融资型保险公司的高杠杆经营模式

由于保险公司的财务杠杆率比较高，用较少资本就能撬动10倍的总资产，合理运用这些资金产生收益会使得企业净资产收益率（ROE）的增长十分可观。看中保险公司的这项优势，许多资产龙头纷纷出手收购、增资、拟创立保险公司。那么保险公司如何快速的吸纳保费，迅速的将财务杠杆提升到一定的高度就成了关键问题。因此，行业中出现了以销售高现金价值保险产品为主的保险公司，一种新型的“融资型”保险公司。

由于寿险产品和财险产品的保单期限不同，一般而言寿险的保单期限比产险更

长，因此在销售高现金价值产品方面，寿险公司和产险公司也有所不同。寿险公司销售的是“万能险”，而产险公司销售的是“投资型理财险”。

表 1、万能险和投资型理财险对比

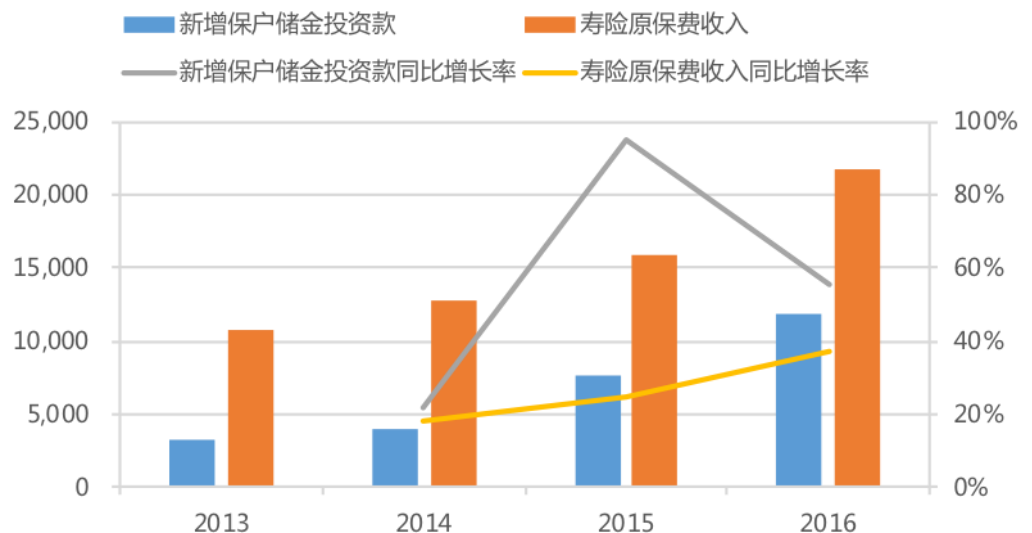
	保障功能	保险期限	退保成本	承诺年化收益率
万能险	一般只保身故，出险率极低	5、10、20 年为主	一般扣取初始费用 1%-5%	不低于 2.5%，有各家公司自己制定，一般为 4%-7%
投资理财险	一般保意外，出险率极低	1、2、3 年为主	退保成本极高，随保单持有期递减	一般与定期利率挂钩，加上一定的固定收益

资料来源：太平洋研究院整理

（二）万能险情况回顾

万能险的账户价值计入保户储金投资款，与保费各自独立。2014年我国新增保户储金投资款0.39万亿，占寿险总保费收入的30.1%。2015年的数据为0.76万亿，同比增长95.23%，占寿险总保费收入的46.95%。到了2016年，新增保户储金投资款已达1.19万亿，占寿险总保费收入的53.34%。相比于传统寿险，万能险的融资能力更强，增资也更为迅速。

图 2、2013 年至 2016 年新增保户储金与寿险原保费收入及同比增速（亿元）



资料来源：保监会、太平洋研究院整理

销售万能险的寿险公司在我国也相对集中，其中安邦人寿，华夏人寿近年来增速迅猛，2016年末，两家公司的新增保户储金投资款分别占市场总额的18.24%和11.61%。四大A股上市保险公司中，仅有国寿和平安进入前十，分别是第二和第四位，而国寿和平安销售的是以理财功能为主的两全险与分红险为主，保费同样计入保户储金。

表 2、2014 年至 2016 年寿险公司新增保户储金及排名（亿元）

排名	公司名称	2014 年新 增保户储 金投资款	市 场 份 额	排名	公司名称	2015 年新 增保户储 金投资款	市 场 份 额	排名	公司名称	2016 年新 增保户储 金投资款	市 场 份 额
1	平安寿	757.52	19.3%	1	华夏人寿	1,519.90	19.9%	1	安邦人寿	2,162.90	18.2%
2	华夏人寿	673.52	17.2%	2	富德人寿	859.27	11.2%	2	国寿股份	1,655.51	14.0%
3	富德人寿	323.79	8.3%	3	平安寿	840.65	11.0%	3	华夏人寿	1,377.24	11.6%
4	前海人寿	314.46	8.0%	4	前海人寿	605.54	7.9%	4	平安寿	909.61	7.7%
5	国寿股份	251.36	6.4%	5	国寿股份	433.47	5.7%	5	前海人寿	782.66	6.6%
6	泰康	237.10	6.1%	6	安邦人寿	405.26	5.3%	6	富德人寿	681.09	5.7%
7	国华	140.57	3.6%	7	国华	218.23	2.9%	7	恒大人寿	520.87	4.4%
8	珠江人寿	100.03	2.6%	8	泰康	211.54	2.8%	8	和谐健康	473.94	4.0%
9	安邦人寿	90.16	2.3%	9	珠江人寿	210.08	2.7%	9	天安人寿	352.08	3.0%
10	阳光人寿	86.64	2.2%	10	正德人寿	200.46	2.6%	10	泰康	301.51	2.5%
	前十合计	2,975.15	76.0%		前十合计	5,504.40	72.0%		前十合计	9,217.40	77.7%

资料来源：保监会、太平洋研究院整理

（三）万能险成本分析

由于万能险实际抢占的是银行理财产品的市场，所以银保渠道为销售万能险的主要渠道。银行理财产品的实际利差益在1%左右，若保险公司给予银行的渠道费用超过1%，那么将增强银行销售万能险的动力。一般万能险销售的渠道费1%左右，而网销或者直销的渠道费用则较低，一般为0.3%-0.5%，而网销产品的预期收益率比银保渠道的产品高。假设投保人满年退保，则退回初始费用，所以保险公司销售万能险的成本为：

$$\text{成本} = \text{结算利息} + \text{渠道费用} + \text{保险公司开支} - \text{退保金(满年为0)}$$

因此万能险的销售成本较高，一般在7%-9%左右，给投资端带来不小的压力。

（四）华夏人寿和前海人寿的高杠杆经营模式

2014年至2016年间，华夏人寿万能险的市场占有率一直位列行业前三，在2015年更是达到了19.88%，位列行业第一。公司从2013年开始大力发展万能险，截止2015年

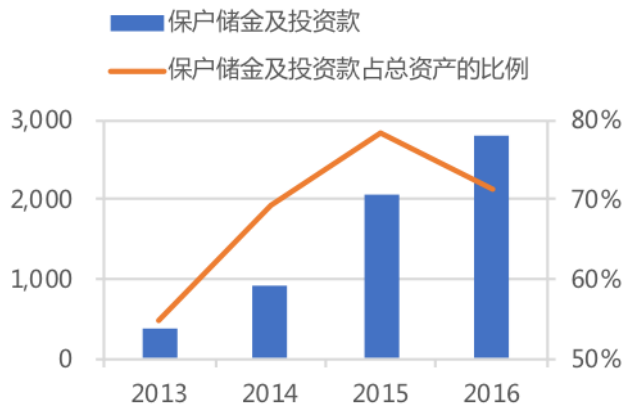
末，公司新增保户储蓄投资款的累计同比增长率几乎一直保持在100%以上，万能险销售收入和市场份额迅速扩张。公司总资产也从2014年初的667亿元增长到2016年底的3915亿元，增长了近5倍。但与此同时，负债端的保户储金及投资款在公司中的比重也不断扩大。2016年末，公司保户储金及投资款占总资产的71.3%，公司的财务杠杆率高达22倍，远超保险行业当年平均的8.77倍。

图 3、华夏人寿总资产及财务杠杆率对比（亿元）



资料来源：公司年报、太平洋证券整理

图 4、华夏人寿保户储金及投资款与占比

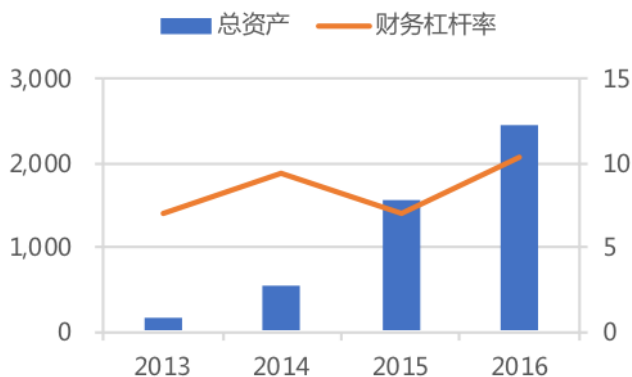


资料来源：公司年报、太平洋证券整理

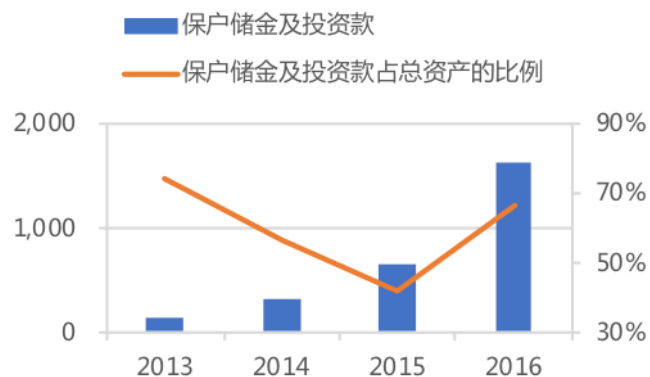
前海人寿的保户储金市场份额一直保持在前五水平，由于公司在2015年底的举牌万科事件中扮演重要角色而受到了市场的广泛关注，公司举牌二级市场靠的也是万能险销售所获得的保费。2013年至2016年间，公司总资产从170亿元增长到2441亿元，增长了13倍左右。2016年年底，公司保户储金及投资款占公司总资产的66%，财务杠杆率10.3倍，高于行业平均水平。

图 5、前海人寿总资产及财务杠杆率对比（亿元）

图 6、前海人寿保户储金及投资款与占比（亿元）



资料来源：公司年报、太平洋证券整理



资料来源：公司年报、太平洋证券整理

(五) 投资型理财险情况回顾及成本分析

产险公司的高杠杆经营，主要是通过销售高现金价值的投资型理财险。这类保险风险保费极少，给予投保人的收益率相较于万能险低很多，但是保单久期也相应更短。

投资型理财险由于退保的高成本，所以其退保率几乎为0。产品的销售渠道主要为银保渠道，同时附带较高的银行渠道费用，一般在2%-2.5%。相比于万能险，银行更加有动力销售此产品。所以投资型理财险的成本为：

$$\text{成本} = \text{定存利率} + \text{公司制定的额外固定收益率} + \text{银保渠道费用} + \text{保险公司开支}$$

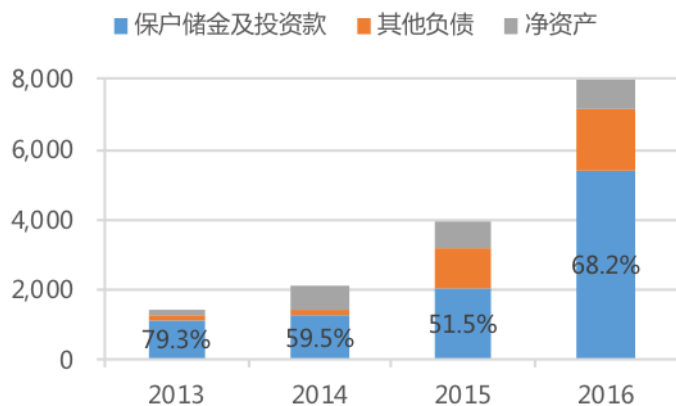
对比之下，销售投资型理财险的成本略低于万能险，一般在4.5%-6%左右，同时对于公司而言，投资端压力依然不小。

(六) 安邦财险和天安财险的高杠杆经营模式

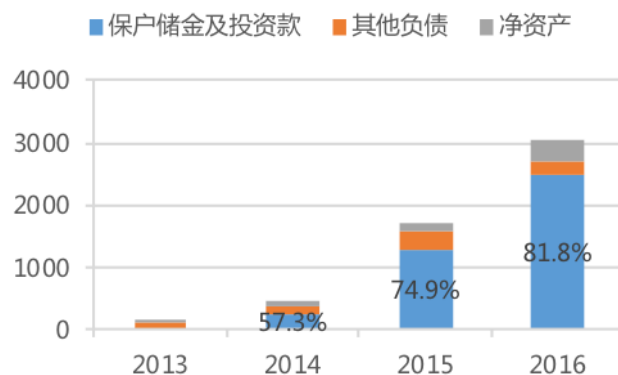
安邦保险作为中国保险集团的新兴巨头，在几年时间内，安邦财险的注册资本从51亿，经过三次增资以后达到了370亿，2016年年底总资产已接近8000亿。而天安财险，作为保费收入排名前十的财险企业，总资产也从2013年底的147亿迅速扩张至2016年底的3026亿元，增长了近20倍。两家企业的共同特点，是总资产中都有负债端大部分的保户储金投资款。截止2016年年底，安邦财险的保户储金投资款占总资产的68.2%，财务杠杆率9.55倍，天安财险的保户储金投资款占比更是高达81.8%，财务杠杆率9.45倍，高于行业平均水平。

图 7、安邦财险资产结构 (亿元)

图 8、天安财险资产结构 (亿元)



资料来源：公司年报、太平洋证券整理



资料来源：公司年报、太平洋证券整理

总资产=净资产+负债=净资产+保户储金投资款+其他负债

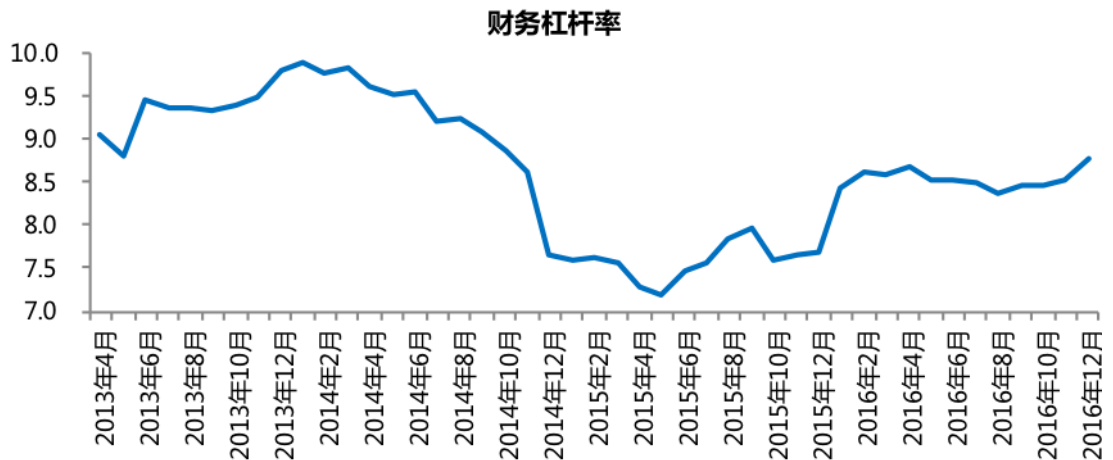
(七) 投资端特点

由于高现金价值产品的成本较高，无论是寿险公司还是产险公司，其投资策略的选择就变得非常重要了。我们发现，这些险资投资于权益类市场的比例远远高于行业均值，其原因主要归结于：

- 1、收到的保费资金主要集中在近两年，新增投资压力极大。
- 2、无风险利率持续下跌，债券收益率持续下行，加上资产荒加剧，不得不投资权益市场。

这两点造成了这类险企与传统险企投资策略上有根本上的不同。传统保险公司保费增速保持在一定的健康水平，存量投资中拥有大量的长期持有至到期债券，如20年期国债、国开债等。由于高利息债券的支撑，传统险企的投资收益率下行比较缓慢，由于没有大量高现金价值产品的兑付压力，没有必要去实施比较激进的投资策略。而“融资型”保险公司由于有刚性兑付的压力，如不进行高风险投资，将很难实现利差。所以投资权益类资产比重高为必然之举。从行业数据上也可以明显看出，从2014年下半年开始，股票和证券投资基金比例开始快速上升，2015年6月达到了最高的16.06%。

图 9、2013 年 4 月至 2016 年 12 月股票和证券投资基金比例



资料来源：保监会、太平洋研究院整理

（八）“融资型”保险公司的杠杆模型

保险公司杠杆的本质，是其所持有股票的波动弹性与企业净资产收益率（ROE）之间的关系。在此通过合理的假设，我们简单测算了股市收益率对保险公司净资产收益率的影响。

基本假设：

1、某保险公司的财务杠杆率为10倍，保费均为销售现金价值产品所得，产品成本为6%。

2、可投资资金为总资产的90%，其中投资款的30%为投资权益市场，其余70%都为投资债券或者存款等固定收益率产品。假设固定收益的部分收益率为3%。

假设保险公司净资产为100亿，则投资权益类的资产高达270亿。股市的波动对净资产的影响极大，净资产的变化为股市收益率的2.7倍。股市的投资收益率需要至少达到13%才能实现盈利。

表 3、“融资型”保险公司杠杆模型

表 4、股市收益率对净资产收益理财的影响

		资金量	股市收益率	ROE
净资产		100	-10%	-62%
投资款	900	债券及存款等固收产品	0	-35%
			10%	-8%
		权益类投资	20%	19%
总资产		1,000	30%	46%
			40%	73%

资料来源：太平洋证券整理

资料来源：太平洋证券整理

二、保险行业去杠杆历程与现状

（一）险资举牌情况回顾

融资型保险公司的高杠杆经营模式，导致其负债成本较高，倒逼保险机构提升风险偏好，增加权益类资产投资比例。其中，保险公司在股票二级市场的举牌行为，受到了市场的广泛关注。

险资大规模举牌行为开始于2015年。在2015年至2016年间，股票市场共有273条举牌公告中，其中保险公司有68条，占比为1/4，消耗资金超过1700亿元。具体而言，2015年共有36家上市公司被险资举牌，2016年下降为15家。

表 1、保险公司举牌明细

举牌险资	股票名称	所属行业	持股比例	举牌险资	股票名称	所属行业	持股比例
安邦保险	金风科技	通用设备	5.00%	前海人寿	韶能股份	电力	15.00%
	万科 A	房地产	5.00%		明星电力	电力	5.02%
	大商股份	商贸零售	5.00%		合肥百货	可选消费	5.01%
	金融街	房地产	25.00%		中炬高新	食品制造	20.11%
	大商股份	商贸零售	10.00%		南宁百货	商贸零售	10.00%
	欧亚集团	商贸零售	10.00%		南玻 A	非金属矿物	25.05%
	同仁堂	医药	10.00%		万科 A	房地产	25.00%
	中国建筑	工业	10.00%				
阳光保险	凤竹纺织	纺织服装	5.00%	国华人寿	有研新材	有色金属	7.51%
	承德露露	食品饮料	5.00%		国农科技	医药	5.01%
	中青旅	社会服务	5.00%		东湖高新	土木工程	5.00%
	京投发展	金融	5.00%		新世界	商贸零售	10.00%
	胜利精密	可选消费	6.00%		华鑫股份	金融	10.00%
	伊利股份	日常消费	5.00%		天宸股份	工业	20.00%
	吉林敖东	医疗保健	5.00%		东华科技	土木工程	5.02%
中融人寿	鹏辉能源	电气机械	5.00%	君康人寿	三特索道	旅游	5.00%
	真视通	软件信息	5.00%		中视传媒	传媒	5.00%
	天孚通信	计算机	5.00%		人保集团	兴业银行	金融
恒大系	万科 A	金融	10.00%	生命人寿	浦发银行	金融	15.00%
华夏人寿	同洲电子	电子	10.00%	百年人寿	万丰奥威	汽车制造	5.00%

资料来源：wind、太平洋研究院整理

（二）险资举牌的风险

险资举牌是通过万能险的销售渠道，给予投保人极高的回报来获取大量保费，使公司的资产规模在短时间内大幅度扩张。在投资端高比例投资于权益资产，在搏取高净资产收益率的同时，也伴随着巨大的风险。险资举牌的风险点主要包括：

1. 流动性风险。对于保险公司而言，销售万能险所募集来的资金往往成本较高，久期较短。而举牌资金具有6个月的限售期，万能险的平均存续期为12个月，在这种“短钱长配”的情况下，一旦出现资金大量赎回或者流入端受限，保险公司就可能出现流动性风险。

2. 联营风险。在本次险资举牌潮中，许多险资举牌已经由单纯的资产配置行为转变成控制实业的行为。这种做法一方面可能引发各方股东对公司控制权的争夺，另一方面保险公司也并不具备经营实体企业的经验，两者都会扰乱市场的正常秩序，严重

影响企业的未来发展。

以万科A为例，自2015年7月10日以来，万科A被险资陆续举牌8次。其中，前海人寿及其一致行动人持有公司股份达到25%，安邦系和恒大系也分别举牌至5%和10%。在长达一年多的股权争夺中，万科的正常经营活动受到了严重的影响，不利于企业的长期稳定发展。

表 2、万科 A 举牌公告日简述

股票代码	股票名称	所属行业	举牌险资	持股比例	举牌公告日
000002.SZ	万科 A	房地产	前海人寿	5.00%	2015/07/10
000002.SZ	万科 A	房地产	前海人寿	10.00%	2015/07/24
000002.SZ	万科 A	房地产	前海人寿	15.00%	2015/08/26
000002.SZ	万科 A	房地产	前海人寿	20.00%	2015/12/04
000002.SZ	万科 A	房地产	安邦保险	5.00%	2015/12/08
000002.SZ	万科 A	房地产	前海人寿	25.00%	2016/07/06
000002.SZ	万科 A	房地产	恒大系	5.00%	2016/08/08
000002.SZ	万科 A	房地产	恒大系	10.00%	2016/11/22

资料来源：wind、太平洋研究院整理

3. 投资风险。 保险公司杠杆的本质，是其所持有股票的波动弹性与企业净资产收益率之间的关系。保险公司高杠杆的经营模式放大了投资活动对公司经营活动的影响，举牌险资更像一个极其偏好风险的“赌徒行为”。权益投资部分如果表现出色，公司盈利将十分丰厚。同时，如果股票市场下跌，亏损部分也将成倍放大，直接影响公司的偿付能力，净利润，甚至影响公司净资产。

（三）政策导向与行业规范

近年来，保监会接连下发多项保险行业相关指导意见和政策，从原来的“促增长”逐渐转向“严监管”。

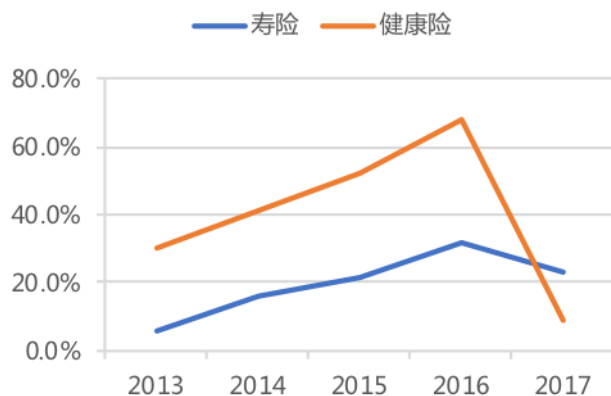
1. 鼓励以健康险为代表的保障型业务的发展

保监会相继提出“回归保障”，“保险业姓保”等要求，引导保险公司业务转型。2015年11月11日国务院常务会议，提出“创新长期护理保险等产品”；2017年7月1日个税优惠商业健康险在全国范围实施；2018年5月1日个税递延型商业养老保险开始试点。

在政策的支持和引导下，以健康险为代表的保障型产品飞速发展。2013-2017年我国健康险保费收入的年均复合增速高达31.3%，远远高于人身险的其他两大险种——寿

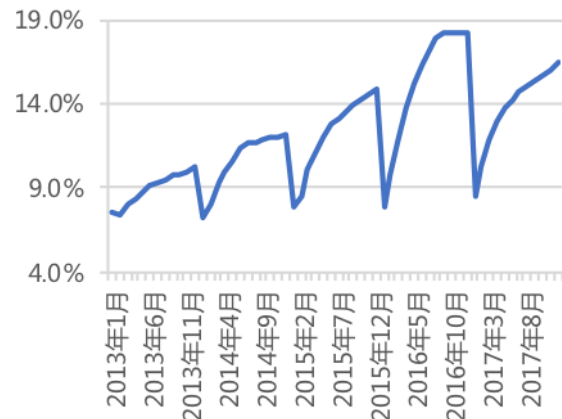
险（17.9%）和意外险（14.3%）的增速水平。2017年底健康险保费收入达到4389.5亿元，在人身险的占比升至16.4%，较2012年大幅上升了7.9个百分点。

图 10、2013-2017 年寿险与健康险保费同比增速



资料来源：保监会、太平洋证券整理

图 11、2013-2017 年健康险占人身险比例



资料来源：保监会、太平洋证券整理

2. 限制投资理财型保险产品的发展

针对一些投资激进的中小保险公司，保监会近年来也加强监管，对万能险的销售行为和短存续期产品加以约束，改善行业生态，优化竞争环境，**主要措施是限制相关产品的资金流入**。其中，较为重要的政策规范主要有：

(1) 2016年3月18日保监会发布《中国保监会关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》将原先定义的高现金价值保险产品重新定义为中短存续期人身保险产品。规定保单存续时间在1年以上（含1年）3年以下（不含3年）的中短存续期产品的年度保费收入，2016年应控制在总体限额的90%以内，2017年应控制在总体限额的70%以内，**2018年及以后应控制在总体限额的50%以内**。

(2) 2017年5月23日，保监会发布《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》（134号文），并于当年10月1日开始执行。该通知明确规定：鼓励开发定期寿险产品、终身寿险产品；根据被保险人的不同情况，制定差异化的定价；鼓励长期年金产品、养老年金的开发；鼓励健康保险产品开发等；同时，**保险公司不得以附加险形式设计万能型或投资连接型保险产品**。

表 3、2014-2018 年保监会重要文件汇总

时间	相关规定	主要内容
2014/4/18	保险资金运用管理暂行办法	规范保险资金运用
2014/10/17	关于保险资金投资优先股有关事项的通知	
2015/2/13	关于万能型人身保险费率政策改革有关事项的通知	保险费率改革
2015/9/28	关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知	
2015/12/23	信息披露准则第 3 号：举牌上市公司股票	重点披露资金来源，投资比例等
2016/3/18	关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知	限制中短存续期产品
2016/9/6	关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知	
2016/9/6	关于强化人身保险产品监管工作的通知	
2016/12/30	关于进一步加强人身保险监管有关事项的通知	
2017/4/20	关于进一步加强保险监管，维护保险业稳定健康发展的通知	保监会“1+4”系列文件
2017/4/23	关于进一步加强保险业风险防控工作的通知	
2017/4/28	关于强化保险监管，打击违法违规行为，政治市场乱象的通知	
2017/5/4	关于保险业支持实体经济发展的指导意见	
2017/5/7	关于弥补监管短板，构建严密有效保险监管体系的通知	
2017/5/17	关于进一步加强人身保险公司销售管理工作的通知	规范销售管理工作
2017/5/23	关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知	不得以附加险形式设计万能型和投资连结型保险
2018/2/28	保险资产负债管理监管规则（1-5 号）	防范保险业资产负债错配风险
2018/5/4	关于组织开展人身保险产品专项核查清理工作的通知	人身保险产品合规监管

资料来源：保监会、太平洋研究院整理

（四）行业去杠杆现状

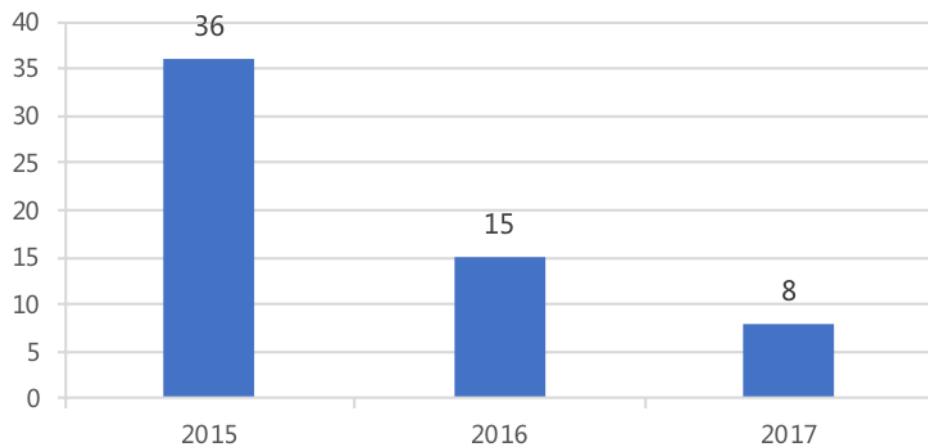
2016年保监会提出“回归保障”，“保险业姓保”等要求，并出台一系列政策措施，旨在改善行业生态，优化竞争环境。目前已取得明显成效：

1. 险资举牌数量明显减少

数据显示，2017年保险公司仅有8项举牌公告。与前两年不同的是，举牌的企业都是大型保险公司。其中中国人寿有3项，中国平安5项。中国人寿举牌的公司分别为京能电力、青岛港H股和中国联通，中国平安举牌的5家公司分别为旭辉控股、工商银行H股、日本株式会社津村、万国数据和汇丰控股。中小型保险公司的举牌行为得到有效

控制。

图 11、2015 年-2017 年险资举牌公司数

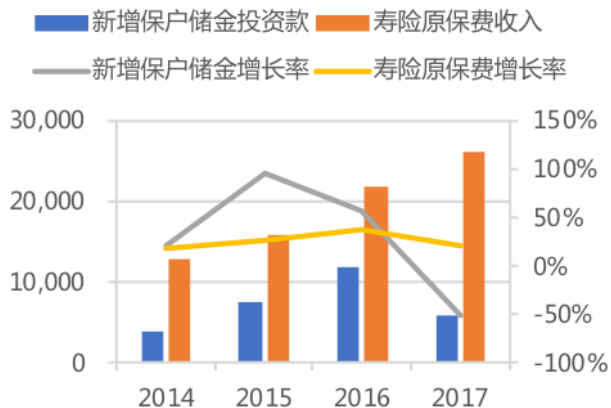


资料来源：中国保险行业协会、太平洋研究院整理

2. 万能险销售明显放缓

万能险的账户价值计入保户储金投资款，与保费各自独立。2016年，新增保户储金投资款达到1.19万亿，同比增长55.1%，占寿险总保费收入的53.34%。到了2017年底，新增保户储金投资款仅5892.36亿元，同比减少50.32%，占寿险总保费的比重也下降到22.03%。万能险销售明显放缓。

图 12、2013-2016 新增保户储金与寿险保费收入及同比增速（亿元）



资料来源：保监会、太平洋证券整理

图 13、2014-2017 年新增保户储金占寿险收入的比例



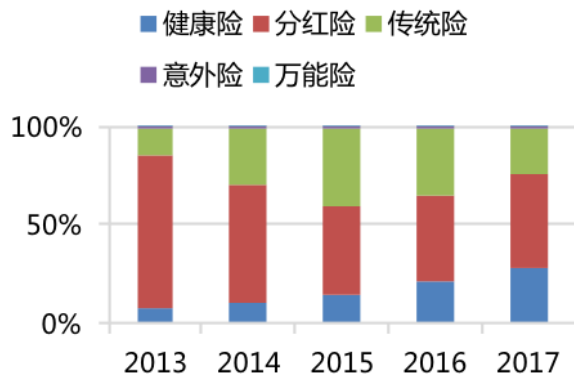
资料来源：保监会、太平洋证券整理

3. 回归保障，大型保险公司的优势得以彰显

在行业监管趋严的大背景下，保险公司已经开始调整自身的产品结构，部分不符合监管要求的分红和年金保险产品将逐步退出市场，取而代之的是契合政策方针的传统寿险和健康保险产品。风格稳健的大型保险公司优势得以彰显。

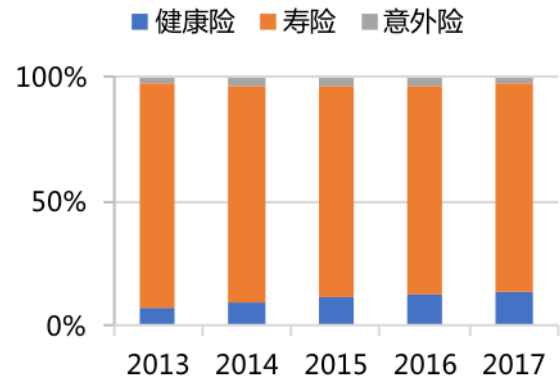
在转型过程中，大型险企充分利用自身的研发与销售优势，传统寿险与健康险等保障型产品占比逐步上升，新华保险健康险保费收入占比从2013年的7.4%提升到了2017年年底的28.6%；而中国人寿的健康险占比则在过去五年中增加了5.8个百分点，在2017年达到了13.2%。

图 14、新华保险 2013-2017 各类险种占比



资料来源：公司年报、太平洋证券整理

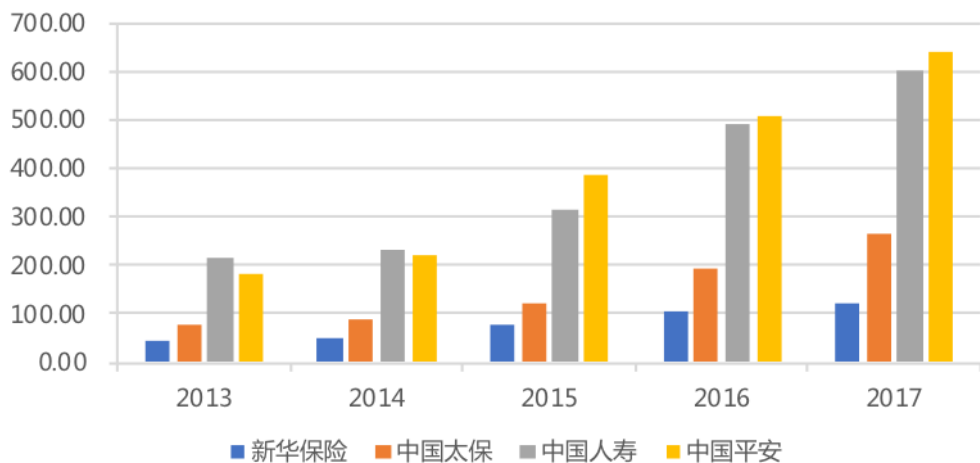
图 15、中国人寿 2013-2017 各类险种占比



资料来源：公司年报、太平洋证券整理

2013至2017年间，四大上市险企新业务价值稳步提升。增量业务中，由于保障型产品价值率较高，带动利润中死差占比的逐步上升，为企业贡献确定性利润。

图 16、2013-2017 年四大上市险企新业务价值（亿元）



资料来源：公司年报、太平洋研究院整理

（五）安邦保险案例分析

保监会2月23日公告，鉴于安邦集团存在违反保险法规定的经营行为，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，依照《保险法》相关规定，保监会决定对安邦集团实施接管。

安邦保险作为中国保险集团的新兴巨头，在几年时间内，安邦财险的注册资本从51亿，经过三次增资，于2015年达到了370亿，2016年底公司总资产已接近8000亿。总资产中都有负债端大部分的保户储金投资款。截止2016年年底，安邦财险的保户储金投资款占总资产的68.2%，财务杠杆率9.55倍。

公司规模迅速扩张的原因，除了企业高杠杆经营之外，还包括自我注资、循环使用、虚增资本等违法手段。2014至2015年间，在公司扩张过程中，安邦集团引入多家企业法人“新股东”，多数情况下每个股东持股2%-3%，看似很分散。实际上相关企业股东结构复杂，且都与安邦实际控制人存在大量隐秘的关联股东关系。安邦集团利用相关企业循环注资，实现了注册资本的迅速扩张。

三、资管新规对保险公司的影响

2018年4月27号，经国务院同意，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称资管新规）。

资管新规的出台，是为了规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品监

管标准，有效防控金融风险，更好地服务实体经济。其对金融行业的影响主要体现在以下几个方面：

1. **打破刚性兑付。**明确资产管理业务不得承诺保本保收益，同时要求金融机构对资产管理产品实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。

2. **规范资金池，防止期限错配风险。**要求金融机构加强产品久期管理，规定封闭式资产管理产品最短期限不得低于90天，禁止非标融资期限错配。

3. **消除多层嵌套，禁止通道业务。**规定金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。

（一）资管新规对保险行业的影响

从政策面的角度，资管新规首次明确了保险资管机构的市场地位。新规明确指出，资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。将保险资管纳入统一的监管体系，使其能在同一框架下与银行、券商、信托和基金等公司平等竞争，保险资管的行业地位得到提升。

1. 资管新规对保险公司负债端的影响

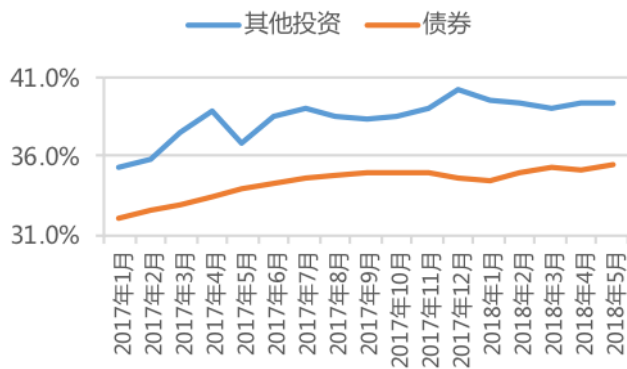
年金保险等储蓄型保险吸引力增强，保费收入有望提高。本次资管新规明确提出金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益，打破刚性兑付，使部分银行理财产品吸引力下降。另一方面，保险产品兼具保障属性和投资理财功能，产品风险较低且隐含较高的预定利率收益，具有一定的竞争优势。预计银行理财产品与储蓄型保险产品的利差有望进一步收窄，保险产品吸引力增强，带动保费收入提高。

绕开银行，保险公司有望直接对接企业客户。受资管新规的影响，银行方面预计未来理财规模可能出现明显下降，保险资管中来自银行的委外业务也将相应减少，对资金流入产生负面影响。但同时，保险公司也可以借助保险产品的竞争优势，直接对接企业客户，绕开银行赚取利差收益，在资管行业占据一席之地，对保险公司来说既是挑战，也是机遇。

2. 资管新规对保险公司资产端的影响

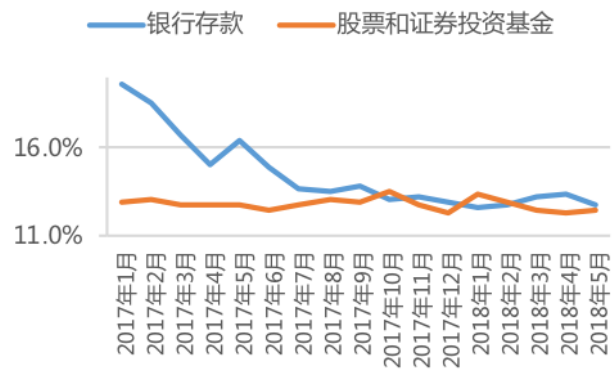
在监管趋严的背景下，保险公司稳健的投资风格优势得以彰显。相较于银行，证券等行业，本次保险公司资产端受资管新规的影响相对较小。这主要得益于保险行业较低的风险偏好以及较为严格的风控制度。债券投资方面，保险公司投资的绝大部分债券评级均在AA级以上，抵御信用风险的能力较强，自今年年初以来险资投资债券的比例稳步上升。权益投资方面，受今年以来股票市场下跌的冲击，保险公司也迅速调整投资策略。截止今年5月，保险公司股票和证券投资基金的投资比例为12.38%，较年初下降了1.01%。另一方面，受资管新规的影响，以非标资产为代表的其他投资占比也出现下滑，5月份占比为39.35%，较去年年底下降了0.84%。总体而言保险公司资产端配置及收益较为稳定，资管新规影响较为缓和。

图 17、2017 年-2018 年 5 月险资其他投资及债权投资比例



资料来源：保监会、太平洋证券整理

图 18、2017 -2018 年 5 月险资银行存款及权益类投资比例



资料来源：保监会、太平洋证券整理

期限利差有望走阔，有助于保险公司长端资产配置。资管新规的核心之一，在于规范资金池业务，防止期限错配风险。在此背景下，我们预计期限利差将出现进一步分化，长端利率有望提升。保险公司由于其负债久期较长，在资产配置方面具有相对优势，这将有利于保险公司锁定长期收益。在增厚企业利润的同时，收益的稳定性也得到提升。

图 19、2014-2018 年 7 月中债国债即期收益率

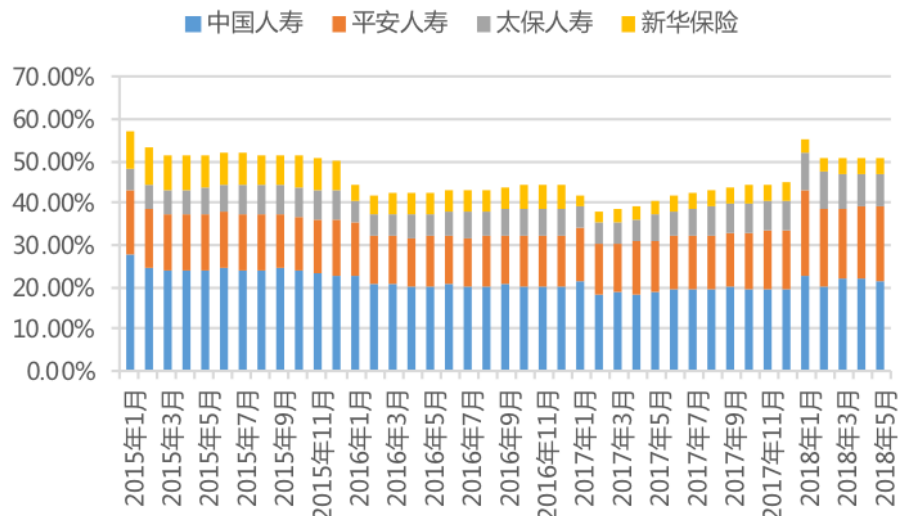


资料来源：Wind、太平洋研究院整理

(二) 资管新规对上市保险公司的影响

金融去杠杆利好一直深耕保险保障本源的大型保险公司。平安，太保，新华，国寿四家上市险企注重保障型业务的发展，公司保费收入市场占有率一直较高。相较于中小型保险企业，四大险企的投资风格更加稳健，资产配置也更为合理，抗风险能力强，总体而言受资管新规的影响较小。同时资管新规严格限制期限错配，大型保险公司在获取优质非标资产方面具有更大优势，预计未来行业龙头效应将进一步显现，强者恒强。

图 20、2015 年 1 月-2018 年 5 月四大险企寿险保费收入市场占有率



资料来源：保监会、太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyux@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。