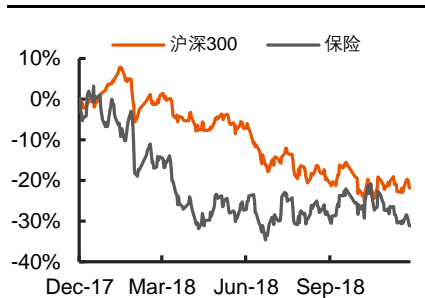


2019年保险行业年度策略报告

供需寻转型，估值有空间

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

- 《保险行业 2018 年三季度综述*保险*保险三季度符合预期 投资稳健全年 NBV 有望转正》 2018-10-31
- 《行业快评*保险*Q3 行业保费持续改善 Q4 有望进一步延续》 2018-10-20
- 《行业快评*保险*负债改善投资企稳 估值修复价值彰显》 2018-09-19
- 《行业动态跟踪报告*保险*投资端负面预期落地 价值率再创新高》 2018-08-30
- 《行业深度报告*保险*养老金专题报告之三：海外养老金及主权基金运作模式和投资研究》 2018-08-22

证券分析师

陈雯 投资咨询资格编号
S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

研究助理

赵耀 一般从业资格编号
S1060117090052
010-56800143
ZHAOYAO176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **复盘 2018：保险股仍有相对收益，新单影响明显：**18 年保险板块涨跌幅为-12.45%，相较于大盘指数仍具备一定的相对收益，同时在各行业板块中表现出避险属性。梳理 18 年行业走势我们发现，新单数据对股价影响持续的周期更长，同时其他诸多因素同样会对股价产生影响，包括贯穿全年的投资因素（如权益市场表现、利率走势、非标等各类资产风险等），并且从下半年开始价值（价值率、新业务价值）对股价的影响同样会体现出来，此外还有一些直接或间接的影响因素，如监管因素、宏观经济形势、市场流动性等。在其他方面并没有明显预期差的时候，保险股走势往往可能会和大盘走势或者利率走势呈现高度的相关性。
- **寿险：供需转型之下关注代理人与价值：**寿险经营的本质是保险产品的供给与需求，宏观的层面是保险公司供给与市场的需求，微观层面是代理人的销售与客户的需求。而当前看无论是宏观层面还是微观层面的供给与需求均处在转型的阶段。宏观层面看供给端上市险企均在进行保障产品的转型，而需求端看保额的差距、医疗保障环境的不足凸显对于保障产品的需求，此外今年各类新保障形式、爆款保险产品和社会热点事件同样激发保险需求。微观层面上上市险企在代理人增员节奏放缓的同时进行代理人的优化提质和客户的专业细分经营。对于市场更为关注的开门红，我们认为 19 年环境虽有改善，但新单预计仍有承压，在低预期之下关注超预期的机会。整体来看在保障转型之下价值仍有一定的提升空间。
- **产险：政策属性之下行业盈利有望短期改善。**我们认为当前产险行业存在较多不确定性，包括今年以来推荐的逻辑均难以持续。同时整体的保费增速、ROE 及盈利水平以及商车费改未来推进均存在不确定性。但同时行业后期也存在一些潜在的机会，包括手续费率改革以及监管加强之下车险手续费有望明显回落均会使得行业盈利明显改善。
- **投资：关注长端利率压力与会计准则调整：**19 年长端利率下降可能成为对保险投资端最大的担忧，但我们认为保险公司当前投资收益假设合理、当前内含价值对投资收益率敏感性显著下降且明年长端利率下降趋势也将缓于今年以及 16 年的水平，利率不应该过多担忧。IFRS9 同样会影响保险公司整体的资产配置偏好，由于险资当前投资范围仍有放开以及明年权益市场改善空间，我们认为 19 年上市险企投资收益率有望提升。
- **内含价值稳健增长，估值仍处相对低位：**18 年预计上市险企内含价值整体增速能达到 16%以上，考虑到 19 年优质险企 NBV 增速有望达到两位数（NBV 及分散效应贡献增加）、投资收益率预计到达 4.8%以上（投资回报差异和 EV 预期回报贡献增加）以及保单质量持续改善（运营经验偏差贡献增加），预计 EV 增速可以达到 18%以上。同时当前估值处于历史低位，而投资收益率假设合理、贴现率假设保守，具备较高的安全边际。

- 投资建议：**我们认为 2019 年保险行业的整体形势将优于 2018 年，主要体现在：1) 开门红方面经验及产品准备更为充分，代理人经验提升，销售环境转好，虽然新单正增长仍有一定压力，但是：市场有预期；结果预计显著优于 18 年；股价向下空间较小。2) 期缴占比持续增加使得保费收入方面增速优于今年；全年新单预计依然会持续改善，全年预期有望实现两位数增长；3) 价值率当前已经较高，19 年增速趋缓，但是仍有一定的空间；NBV 预计两位数增长，EV 增速预计 17%+，两者均优于今年水平。4) 投资收益方面略有承压，但是权益资产方面空间优于今年，总投资收益率预计 4.8% 以上；5) 剩余边际规模保障持续利润，明年 NBV 增速优于今年使得摊销加速，利润情况预计优于今年且准备金仍产生正向贡献；6) 当前估值处于历史低位；基于以上的考虑，我们维持保险行业 2019 年“强于大市”的判断，个股方面重点推荐深化健康险转型同时成效将进一步体现并获得认可的纯寿险标的新华保险，以及负债和投资经营稳健、产险盈利有望好转的中国太保。

- 风险提示：**

- 1) 开门红销售不及预期风险

市场当前对开门红较为关注，虽然整体预期较为谨慎，但如果开门红销售情况同比负增长缺口较大，仍可能对股价造成负面影响。

- 2) 利率持续下行风险

19 年对于利率端的担忧可能成为保险公司的潜在风险，长端利率下降将使得保险公司投资收益率受到影响，同时也会影响当期利润。

- 3) 权益市场下跌风险

保险公司股价走势与权益市场呈现一定的相关性，权益市场的下跌将会使得保险公司股价下跌，同时可能使得保险公司投资收益下降且浮亏增加。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/EV			评级	
		2018-12-07	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E		2020E
新华保险	601336	43.79	1.73	2.57	3.37	4.46	0.89	0.77	0.65	0.56	强烈推荐
中国太保	601601	30.60	1.62	1.98	2.38	2.84	0.97	0.84	0.72	0.63	推荐

正文目录

一、	复盘 2018：保险股仍有相对收益，新单影响明显	6
1.1	保险股 18 年仍有相对收益	6
1.2	新单数据对股价影响持续周期更长	6
二、	寿险：供需转型之下关注代理人与价值	7
2.1	供需转型之一：产品保障转型与保障需求的激发	8
2.2	供需转型之二：代理人优化提质与客户专业细分	12
2.3	关注 19 年开门红：环境有改善，新单仍承压	15
2.4	保障转型下价值仍有一定提升空间	17
三、	产险：政策属性之下行业盈利有望短期改善	18
3.1	当前产险行业存在较多不确定性	18
3.2	后期看产险行业的潜在机会	21
四、	投资：关注长端利率压力与会计准则调整	21
4.1	长端利率下行投资承压，但高价值对利率敏感性下降	21
4.2	IFRS9 之下保险公司资产配置趋于变化	23
4.3	投资范围继续放开，19 年投资收益率有望回升	25
五、	内含价值稳健增长，估值仍处相对低位	26
5.1	内含价值维持稳健增长，营运偏差持续正向贡献	26
5.2	估值处于历史低位，具备安全边际	27
六、	投资建议	28
七、	风险提示	28

图表目录

图表 1	今年以来各行业板块涨跌幅情况	6
图表 2	保险指数今年仍有相对收益	6
图表 3	复盘 2018 全年保险股走势及影响因素情况	6
图表 4	保险股指数在部分时段与利率走势高度一致	7
图表 5	保险股指数在部分时段与大盘走势高度一致	7
图表 6	今年以来四家上市险企股价表现情况	7
图表 7	2018 年上市险企主要保障型产品类型	8
图表 8	部分国家及地区人均寿险保单数量（张）	8
图表 9	部分国家及地区人均寿险保额情况（万元）	8
图表 10	我国社会医疗保障体系	9
图表 11	2015 年各国医疗费用支出结构情况	9
图表 12	相互宝运作模式	9
图表 13	相互宝主界面	10
图表 14	前期加入相互保人数大幅增长（万人）	10
图表 15	微保一年以来主要数据	11
图表 16	微保主界面	11
图表 17	熬夜险主界面	11
图表 18	熬夜险保障内容	11
图表 19	6 种疾病累计发生率及死亡率	12
图表 20	25 种疾病累计发生率及死亡率	12
图表 21	上市险企总保费中个险渠道占比	13
图表 22	上市险企总新单保费经历了快速增长阶段（亿元）	13
图表 23	上市险企代理人实际产能增速情况（元/月）	13
图表 24	上市险企总新单保费增长主要受代理人数量增长的驱动	13
图表 25	我国代理人数量及增幅情况（万人）	14
图表 26	上市险企代理人数量及增速（万人）	14
图表 27	中国台湾人身险业务员 13 个月留存率情况	14
图表 28	上市险企代理人每月人均佣金和手续费情况（元/月）	14
图表 29	平安人寿及中国太保客户白皮书摘要	15
图表 30	上市险企开门红产品梳理	15
图表 31	行业开门红期间人身险保费收入占比	17
图表 32	保险产品结算利率当前具备一定吸引力（%）	17
图表 33	上市险企价值率持续提升	18

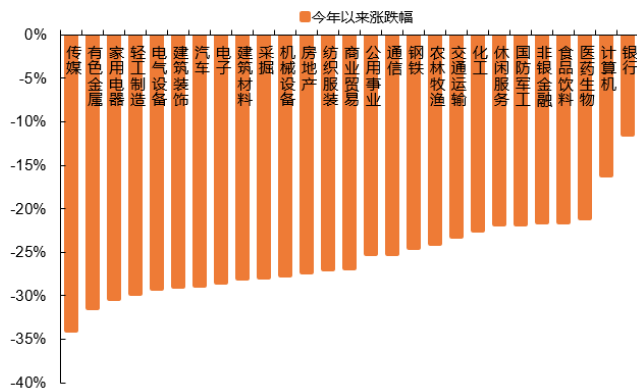
图表 34	价格战对价值率形成一定的负面影响	18
图表 35	今年以来财产险保费收入增速持续放缓 (亿元)	19
图表 36	2018H 上市险企年化投资收益率情况	19
图表 37	行业车险占比及增速均有所下滑	19
图表 38	我国机动车保有量增速持续下降	19
图表 39	今年财险公司 ROE 预计将明显下降	20
图表 40	车险手续费及佣金占保费收入比重持续上升	20
图表 41	产险公司今年净利润将会明显负增长 (亿元)	20
图表 42	车险行业综合成本率情况	20
图表 43	车险行业费用率及赔付率趋势情况	20
图表 44	历史上保险股获取超额收益时期与长端利率情况	21
图表 45	利率变动对债券公允价值和新增资产配置影响的测算 (亿元)	22
图表 46	上市险企投资收益率假设情况	23
图表 47	上市险企总投资收益率情况	23
图表 48	VIFB 对投资收益率的敏感性分析	23
图表 49	NBV 对投资收益率的敏感性分析	23
图表 50	IFRS9 下金融工具由四分类改为三类	24
图表 51	IFRS9 下金融工具分类原则	24
图表 52	中国平安由 IAS39 到 IFRS9 下各类资产的重分类情况 (2018 年初, 亿元)	25
图表 53	近年来股票市场涨跌幅情况 (%)	25
图表 54	中国人保各类资产年化投资收益率情况 (%)	25
图表 55	2018 年上市险企 EV 的变动情况预测 (百万元)	26
图表 56	上市险企 EV 增速情况	26
图表 57	运营经验偏差对上市险企 EV 持续形成正向贡献	26
图表 58	上市险企 P/EV 估值情况	27
图表 59	上市险企贴现率假设情况 (%)	27
图表 60	友邦贴现率假设情况	28

一、 复盘 2018： 保险股仍有相对收益， 新单影响明显

1.1 保险股 18 年仍有相对收益

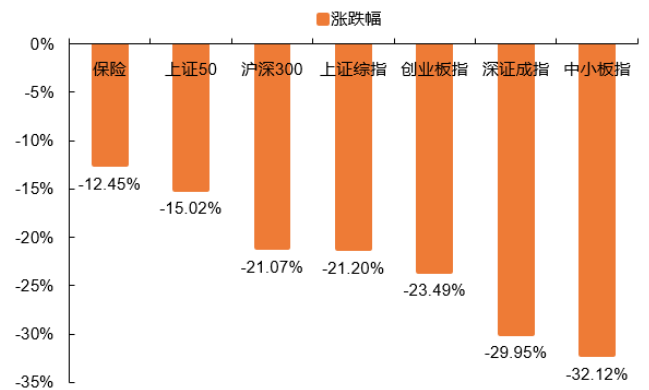
18 年保险板块涨跌幅为-12.45%，相较于上证综指-21.20%的跌幅以及深证成指-29.95%的跌幅而言仍具备一定的相对收益，同时在各行业板块中表现出避险属性。

图表1 今年以来各行业板块涨跌幅情况



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表2 保险指数今年仍有相对收益

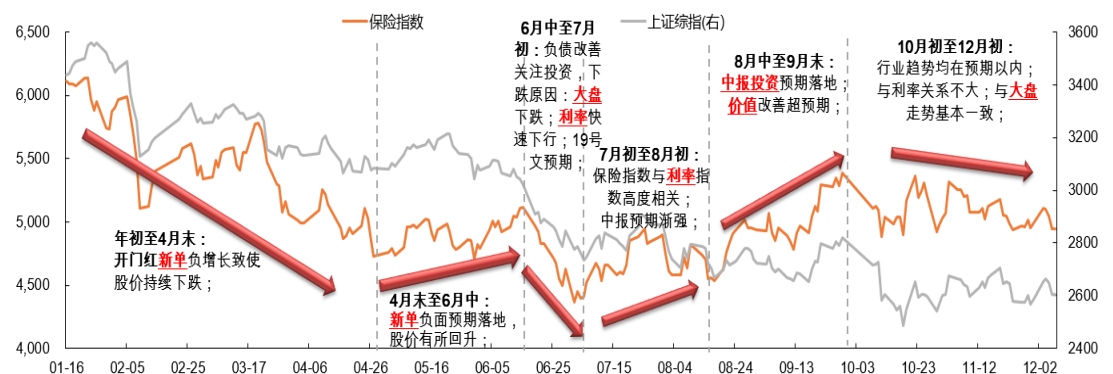


资料来源: Wind、平安证券研究所

1.2 新单数据对股价影响持续周期更长

对于影响 2018 年保险股走势的因素，通常资本市场对于上市险企的负债端主要关注新单保费、新业务价值、总保费收入、新业务价值率这几个主要指标，梳理 18 年行业走势我们发现，新单数据对股价影响持续的周期更长，因为上半年周期中对于价值率的判断只能基于单个或者一类产品，而并没有确切数据的体现因而很长一段时间内不会产生预期差，只能从 7 月以后的中报中获得反馈；而对于新单保费可以从一季报、部分上市险企的月度数或者渠道数据中观察到。

图表3 复盘 2018 全年保险股走势及影响因素情况

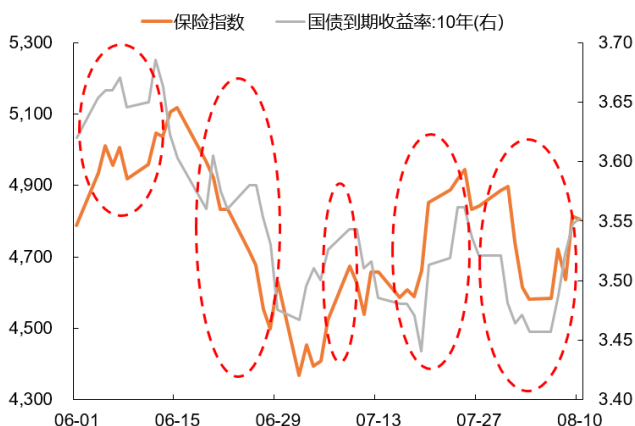


资料来源: Wind、平安证券研究所

当然其他诸多因素同样会对股价产生影响，包括贯穿全年的投资因素（如权益市场表现、利率走势、非标等各类资产风险等），并且从下半年开始价值（价值率、新业务价值）对股价的影响同样会体现出来，此外还有一些直接或间接的影响因素，如监管因素、宏观经济形势、市场流动性等，同时在其他方面并没有明显预期差的时候，保险股走势往往可能会和大盘走势或者利率走势呈现高度的相关性。如今年 6-8 月在整个负债端改善成为普遍预期同时投资数据尚未公开时，保险指数与十年期

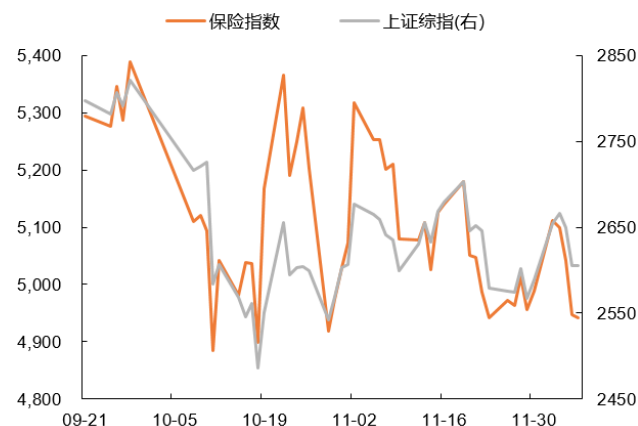
国债到期收益率基本呈现了日走势的趋同；而 10 月份以后由于保费和投资端均未出现新的变化，指数走势与大盘呈现高度一致性。

图表4 保险股指数在部分时段与利率走势高度一致



资料来源: Wind、平安证券研究所

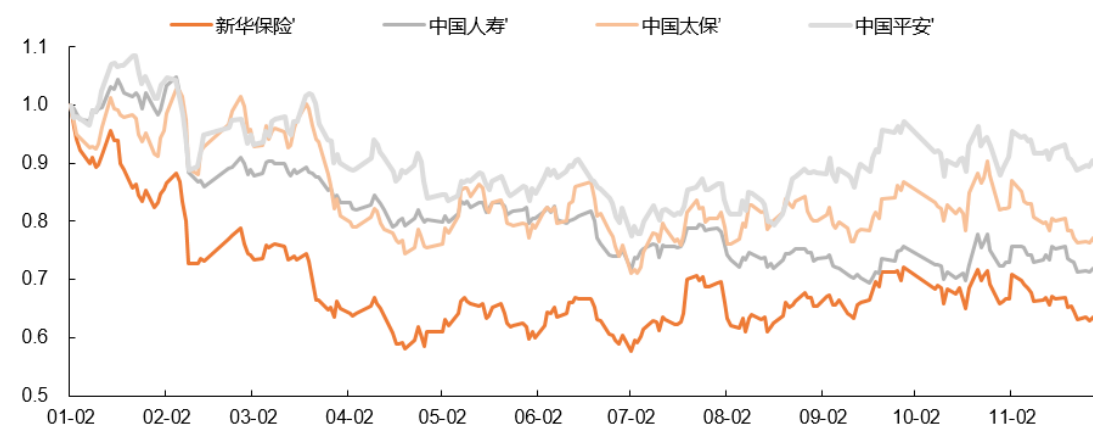
图表5 保险股指数在部分时段与大盘走势高度一致



资料来源: Wind、平安证券研究所

个股走势的分化同样能验证我们上述的结论：整个上半年由于新华新单负增长幅度明显大于其他几家上市险企，因此股价跌幅相对较多，同时上市险企上半年的整体跌幅和新单负增长缺口呈现明显正相关性，当然这其中还包括市场对公司转型的认可程度、股价弹性等的影响；而下半年开始由于对价值率大幅提升、新业务价值负增长幅度明显收窄以及投资收益水平相对较好等因素的预期和体现，股价走势表现相对较好。

图表6 今年以来四家上市险企股价表现情况



资料来源: Wind、平安证券研究所

二、 寿险：供需转型之下关注代理人与价值

寿险经营的本质是对保险产品的供给与需求，宏观的层面是保险公司供给与市场的需求，上市险企的微观层面是代理人的销售与客户的需求。而当前看无论是宏观层面还是微观层面的供给与需求均处在转型的阶段。

2.1 供需转型之一：产品保障转型与保障需求的激发

■ 供给端：监管之下上市险企保障转型的趋势

去年 134 号文之下对年金类保险产品的形态做出调整,同时大幅延长了首次返还时间点至 5 年以后,叠加包括流动性、银行理财产品收益率的影响,18Q1 年金销售大幅不及预期,在此背景之下,各家上市险企从 Q2 开始基本转向销售保障型产品,并获得了较为明显的成效:新单负增长幅度不断收窄,同时价值率继续出现较为明显的提升。

图表7 2018 年上市险企主要保障型产品类型

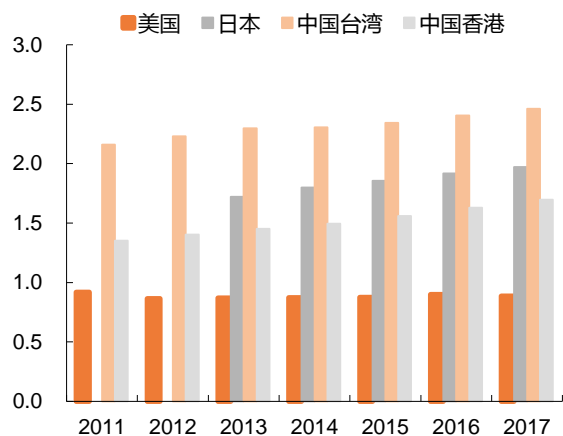
公司	平安	太保	新华
主要保障型产品	<ul style="list-style-type: none"> 平安福(主力产品) 爱满分(18 年推出,少儿传统险) 安鑫保(17 年下半年开始推,主险两全,附加重疾) 福满分(18 年 10 月推出,爱满分成人版,主险两全附加重疾) 	<ul style="list-style-type: none"> 金佑人生(英式分红重疾) 金诺人生(19 号文下合规主力重疾产品) 爱无忧(防癌险) 幸福安康(18 年初推出,消费型重疾) 	<ul style="list-style-type: none"> 健康无忧 多倍保 附加险(以医疗、意外等提升保额为主)

资料来源:公司官网、平安证券研究所

■ 需求端一：保险密度与深度的差距客观存在，而保额的差距更能反映保障需求的差距

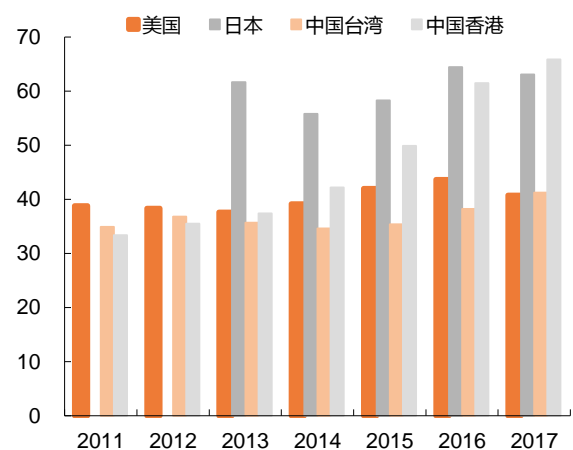
从保费收入的角度,保险密度与深度的差距已经讲了数十年,而其实寿险人均保额这一指标更能体现保险所承担的人身保障职能,原保监会数据显示 2017 年我国寿险行业总风险保障 31.73 万亿元,人均寿险保额仅为 2.3 万元,而人均寿险保单数量仅 0.13 张,这与主要的国家和地区人均寿险保额 40-60 万元、人均寿险保单数量 1-2.5 张有更为明显的差距。

图表8 部分国家及地区人均寿险保单数量(张)



资料来源:各国寿险网站、平安证券研究所

图表9 部分国家及地区人均寿险保额情况(万元)



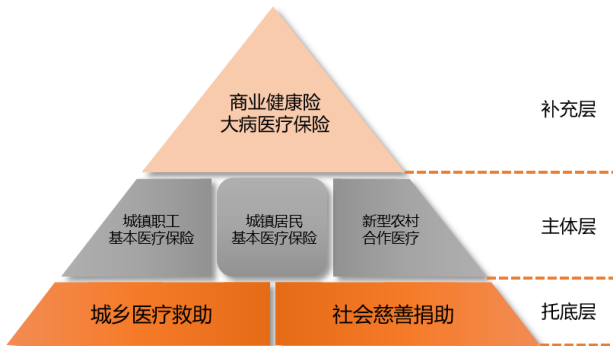
资料来源:各国寿险网站、平安证券研究所

■ 需求端二：我国客观的医疗保障环境对健康险产生需求

在我国社会医疗保障体系中,主体是由政府牵头、个人和组织共同参与的城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗,而在此之上是商业健康险和大病医疗的补充。但从我

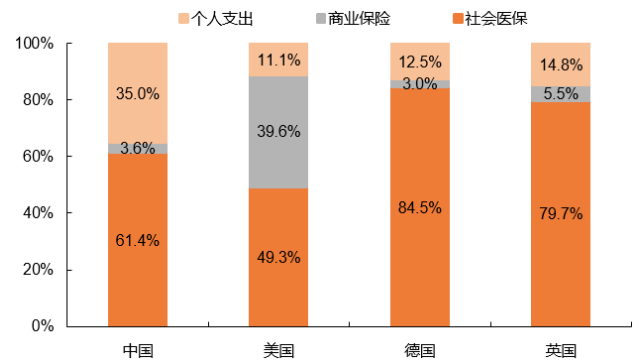
国的实际情况看以医保为主体的保障体系并不能完全满足个人对医疗保障的需求，我国个人医疗支出占比仍然较高，对补充的商业保险和大病医保有客观的需求。

图表10 我国社会医疗保障体系



资料来源: 中国商业健康险白皮书、平安证券研究所

图表11 2015年各国医疗费用支出结构情况



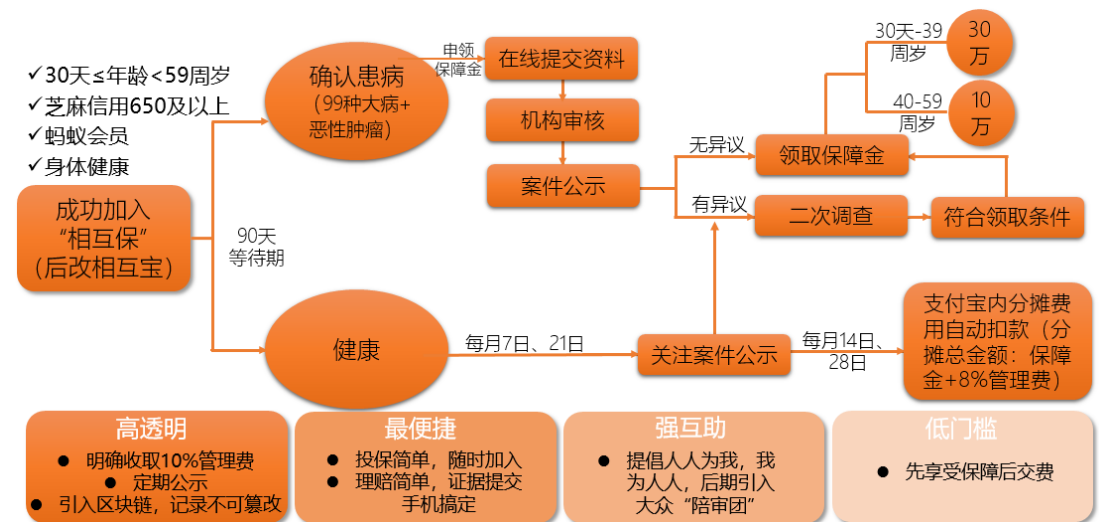
资料来源: WHO、平安证券研究所

需求端三：新保障形式的激发（相互宝、微保）

➢ 上线9天参与者超千万的类一年期重疾险：相互宝

10月16日，支付宝联手信美人寿推出0元参保、30万保额的重疾项目相互保，上线短短9天参与人数就超过1000万，获得消费者的追捧，一度成为市场的热点。相互保官方称法为大病互助计划，实质为一款覆盖99种大病+恶性肿瘤、保额为30万/10万的一年期类重疾险。

图表12 相互宝运作模式



资料来源: 支付宝、平安证券研究所

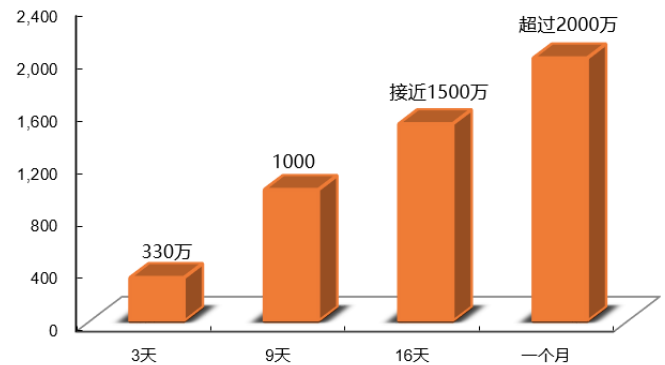
注: 以上内容来源于支付宝, 不代表本机构观点;

图表13 相互宝主界面



资料来源: 支付宝、平安证券研究所

图表14 前期加入相互保人数大幅增长(万人)



资料来源: 支付宝、平安证券研究所

在获取大量流量的同时也存在一些争议，主要集中在：

- ◇ **产品定价：**优于相互保并非是按照传统保险产品进行的精算定价，而是按照赔付的金额进行分摊，而优于重疾发生率在年轻群体和中年群体之间的差异很大，而所有参与者分摊费用是相等的，那必然会逐步出现“中年群体驱逐年轻群体”的现象，平摊的保费并非完全公正，同时对收取管理费的标准也存在争议。
- ◇ **保额充足性：**产品的保额为 39 岁以下 30 万、39-59 岁 10 万，这一保额相对而言并不算高。
- ◇ **年龄限制：**当被保险人年龄超过 59 周岁或者产品统一停售时，不再接受续保。
- ◇ **监管及产品属性：**2016 年 12 月原保监会就发布《关于开展以网络互助计划形式非法从事保险业务专项整治工作的通知》，划清互助计划与保险产品界限，因此相互保官方称法为网络互助计划；11 月 13 日京东同样发布了类似的产品“京东互保”，保额、保障范围及年龄等方面较相互保更具吸引力，但仅上线内测一天就下线，当时监管方面对此的态度尚不明确。
- ◇ **宣传噱头：**利用消费者贪图便宜的心理，如官方宣传的 0 元加入获取 30 万保障、每位成员为单个病患分摊的金额不超过 0.1 元等。

在产品推出一个多月以后，最终监管部门以信美人寿涉嫌在保险条款和费率、误导性宣传和信息披露等方面违规暂停了此款产品，最终信美人寿退出，蚂蚁金服将“相互保”升级为“相互宝”，与保险产品脱离关系，并在管理费率、成立条件和分摊费用方面进行了改善。但即便是新的产品，短短五天仍然再次吸引了超过 700 万新用户，保障需求仍旺盛。

➤ 上线一年月活近 2000 万的互联网保险渠道：微保

微保为腾讯控股的保险平台，于 2017 年 11 月正式上线，用户可以在微信与 QQ 上进行保险购买、查询和理赔。与一般的互联网保险平台有所差异，微保聚焦精品产品，坚持“严选+定制”路线，平台上每个类型的险种只选择 2-3 个产品，并匹配用户需求、简化条款、增强理赔跟进。

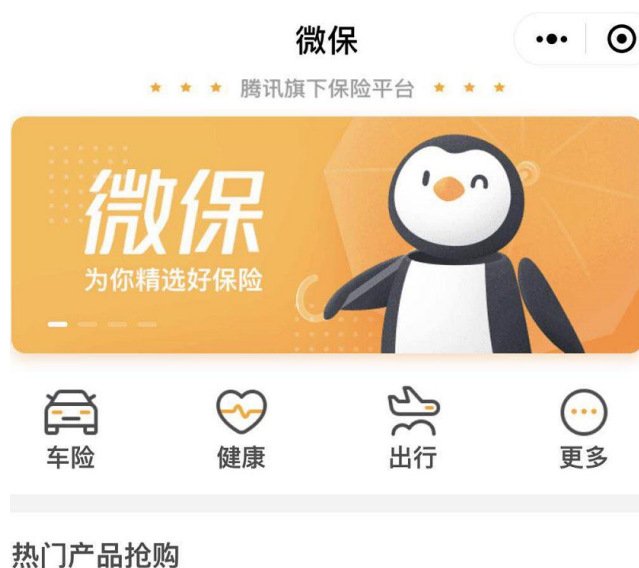
上线一年以来，微保的月活用户接近 2000 万，48% 用户重复回访，平均每人拥有 3.5 张保单，同时大部分微保用户愿意将产品分享给朋友，收到朋友推荐的医疗险后购买几率提升了 2.5 倍。此外用户也呈现年轻化趋势，24 岁以下的互联网用户中近四成购买了人生第一张保单，其中 80% 的用户是 80 后、90 后，对保险产品的普及起到积极作用。

图表15 微保一年以来主要数据



资料来源: 微保、平安证券研究所

图表16 微保主界面



资料来源: 微保、平安证券研究所

■ 需求端四：爆款产品的激发（意外险+猝死寿险的熬夜险）

11月平安推出的一款“熬夜险”再次戳中消费者痛点，同样在朋友圈获取广泛关注，产品上线短短几日就出售超万份，同时在平安好车主APP上位居热销TOP5。从产品形式来看只是一款20万保额的意外险+20万保额的猝死寿险，但产品中列示的一些场景包括熬夜加班猝死、出差路遇交通意外、工作应酬意外等场景叠加今年以来金融、IT等行业的猝死案例，使得产品成为了爆款。

图表17 熬夜险主界面



资料来源: 平安好车主、平安证券研究所

图表18 熬夜险保障内容



资料来源: 平安好车主、平安证券研究所

■ 需求端五：社会热点的激发（流感下的北京中年、我不是药神）

除了新保障形式和爆款产品的激发以外，2018年我们还看到了一些社会热点激发起保险保障的需求。

➢ 医疗险+寿险：流感下的北京中年

今年2月份，一篇名为《流感下的北京中年》在朋友圈刷屏，2.6万字的文章主要讲了岳父从感染流感到肺炎、从门诊到ICU仅仅29天阴阳两隔的经历。文中作者主要花费了包括门诊医疗、住院医疗以及每天0.8-2万元的ICU（重症监护病房）、开机费6万每天2万元的人工肺，此外还有因此而产生的护理费、交通费、住宿费、误工费等。

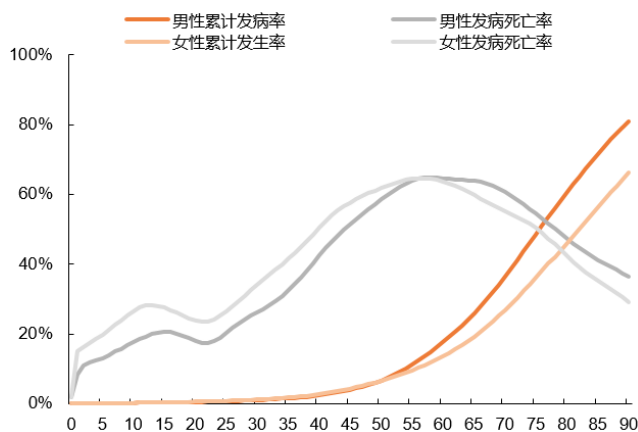
从保险产品角度分析，由于重疾只保特定疾病，文中急症且迅速恶化的情况恐不在一般重疾险的保障范围内，但部分重疾险有身故赔付；短期性价比更高的医疗险往往可以按照具体购买险种的情况，对门诊费用、住院费用及医疗费用全部或部分在额度范围内依据免赔额及细项额度进行报销，尤其是高端医疗险能够对此次支出进行很大程度上的补偿；同时高杠杆的定期寿险可以依据约定保额进行给付。

➤ 重疾险：我不是药神

18年同样还有一部豆瓣评分达9.0的电影《我不是药神》首周末票房突破13亿、观影人次突破3769.7万，同时支付宝数据显示上映首周末保险类支付宝小程序访问量同比增长4.14倍，其中众安的“少儿保-儿童保险精选”、“健康保-重疾大病保险”等险种涨幅居前。电影之中也详细刻画了白血病患者生活状态，而通常重疾险之中会包含恶性肿瘤，白血病大多为恶性肿瘤的一种，一旦确诊即可获得赔付；部分类型白血病在重症的除外责任之中但属轻症，目前不少重疾险也都包含了各类轻症种类，此外还有一些对白血病类保障更高的重疾险，可以额外进行数倍的保障。

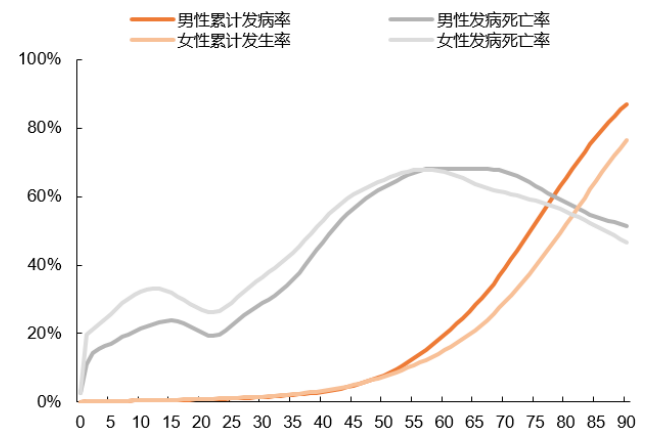
我们依据《中国人身保险业重大疾病经验发生率（2006-2010）》进行简单的测算，男性70岁累计发生重疾的概率为39.2%、80岁累计发生重疾概率为65.5%；30岁男性在70岁累计发生重疾的概率为38.6%，同时这一发生率仍然在逐年上升。客观的统计数据侧面反映市场的潜在需求。

图表19 6种疾病累计发生率及死亡率



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表20 25种疾病累计发生率及死亡率



资料来源：银保监会、平安证券研究所

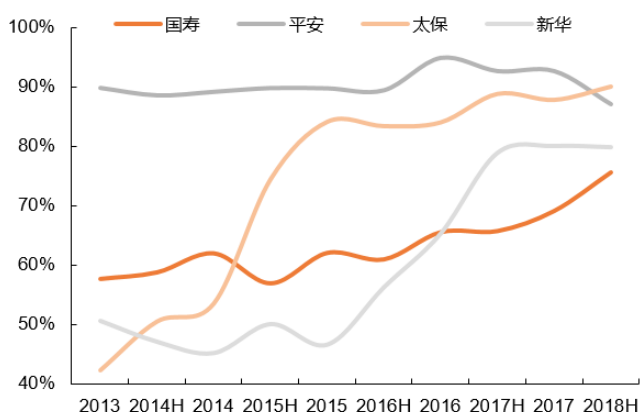
2.2 供需转型之二：代理人优化提质与客户专业细分

■ 大个险布局之下，代理人数量增长支撑新单增长，而代理人实际规模保费产能提升并不明显

由于近年来各大上市险企都已经基本完成了个险渠道的转型，当前个险渠道已经成为最主要的销售渠道，保费收入基本占到总保费的80%以上，在此背景之下代理人成为上市险企保费收入的关键因素。受益于2015年保险代理人考试的取消，代理人数量开始出现大幅增长的同时上市险企新单保费经历了快速的增长，15H、16H四大上市险企总个险新单保费收入均实现了50%左右的增速。

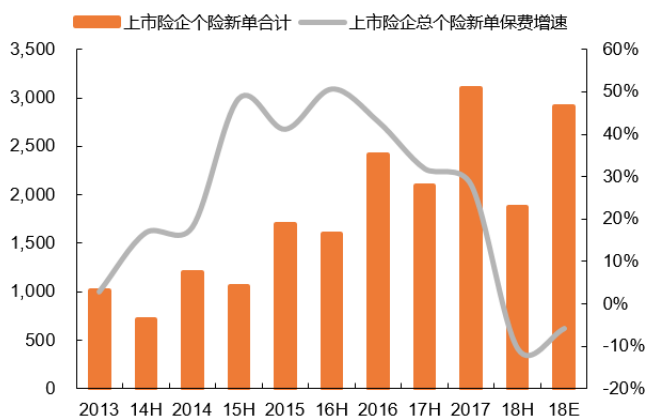
我们测算上市险企代理人月均新单保费发现，13-15 年代理人产能的提升主要受益于理财类保险产品销售的推动，而 15 年到 17 年上市险企新单保费的增长主要依靠代理人数量增长的支撑，代理人实际的规模保费产能提升并不明显，行业发展明显粗放。2013 年开始理财型保险的大量销售提升了代理人产能并拉动新单保费增长，2015 年开始叠加代理人数量大幅增长上市险企个险新单保费增速进一步提升；而 2016 年 3 月原保监会开始规范中短存续产品以后代理人月均新单保费同比增速出现了大幅下滑，2017 年 10 月开始执行的 134 号文在此使得代理人产能出现明显负增长，同时数量也出现一定的下降。

图表21 上市险企总保费中个险渠道占比



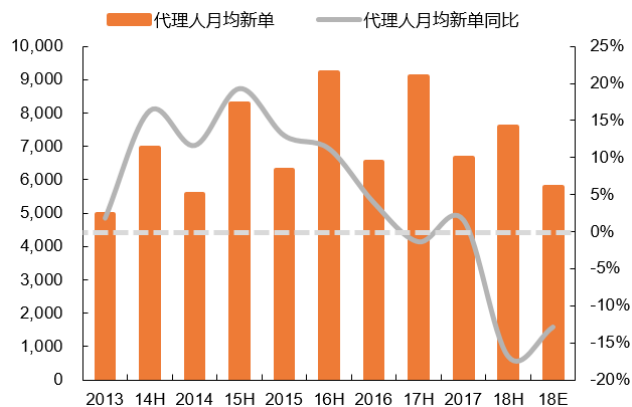
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表22 上市险企总新单保费经历了快速增长阶段(亿元)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

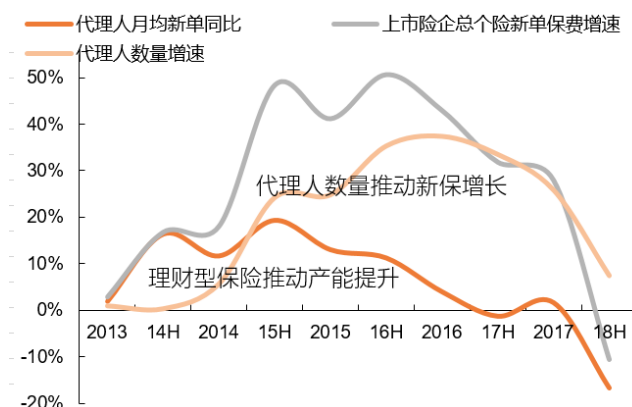
图表23 上市险企代理人实际产能增速情况(元/月)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

注: 代理人数量为年初至年中/年末均值, 由于部分上市险企未披露时点数因此存在一定误差;

图表24 上市险企总新单保费增长主要受代理人数量增长的驱动



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

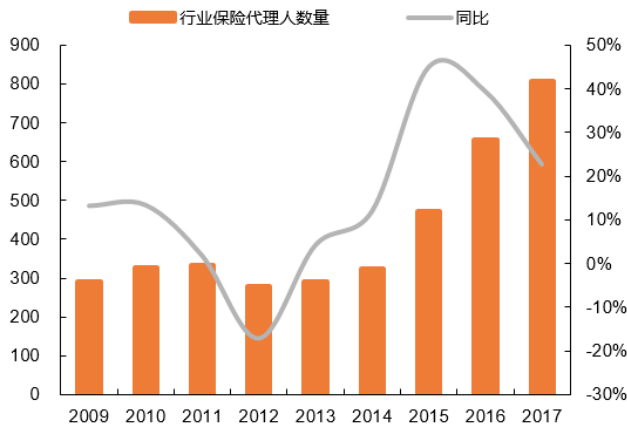
注: 代理人数量为半年或全年均值;

■ 代理人数量大幅增长已不现实，上市险企更加重视代理人的优化与提质

我国代理人数量已处于相对高位，17 年末代理人数量已经达到 807 万人，预计 18 年行业代理人数量仍将接近 800 万人。后期我们认为代理人方面的监管规定将逐步出台，代理人准入门槛将有一定提升，同时在银保监会强化对保险公司管控职责追究之下，大型保险公司也将进一步加强对代理人的培训与管理。上市险企方面虽然今年一季度代理人数量有所脱落，但是二季度开始代理人数量基本企稳，Q3 单季度国寿、平安代理人数量较 Q2 末分别提升 0.1%、2.2%，预计 Q4 代理人数量仍

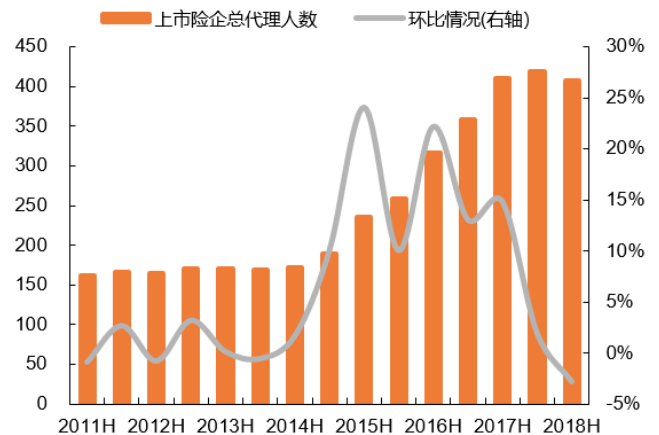
然会有一定的增长。后期来看各家险企也都有望维持代理人数量稳健增长，同时通过加强代理人筛选、强化培训等方式提升代理人质量。

图表25 我国代理人数量及增幅情况（万人）



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

图表26 上市险企代理人数量及增速（万人）

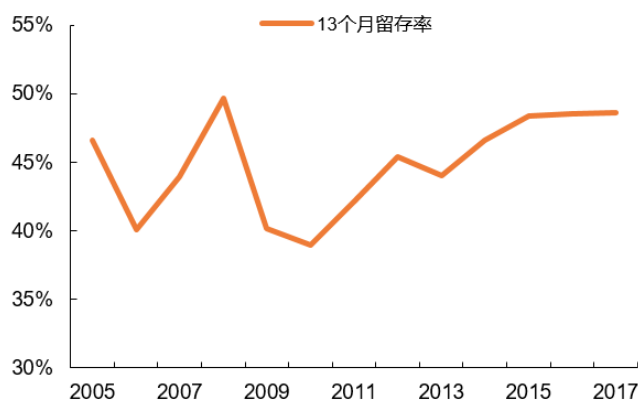


资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 代理人主要关注指标的提升需要长期积累,当前规模保费产能虽然提升有限但不影响佣金上升,且有助留存

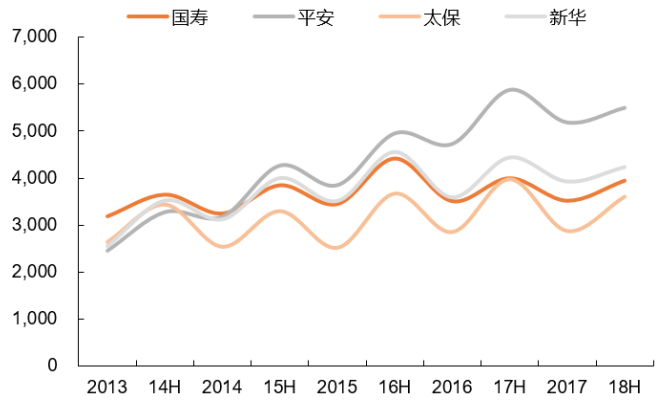
对于代理人除了数量以外我们通常会关注 113 个月留存率、人均产能、收入、举绩率、绩优人力等指标,但这些指标并非短期能够有明显改善,台湾地区寿险代理人 13 个月留存率由 40%+ 上升到 50% 历时超过 10 年。但是我们可以看到人均佣金及手续费自 2013 年以来基本呈现逐年上升的趋势,同时绩优人力、健康人力占比整体呈现上升趋势,在今年“清虚”的情况下有助于代理人整体质量的提升。

图表27 中国台湾人身险业务员 13 个月留存率情况



资料来源: 平安证券研究所

图表28 上市险企代理人每月人均佣金和手续费情况(元/月)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 19 年优质上市险企新单增速预计达到 10% 以上

19 年我们预计上市险企代理人数量将取得 5-10% 的稳定增长,同时质量将有进一步提升,由于新单=代理人数量(+8%)×活动率(+10%)×件数(+8%)×件均(-14%),优质险企预计新单保费增速可以达到 10% 以上,同时随着价值率仍有一定的提升,19 年全年 NBV 可达到两位数增长。

■ 细分客户类别,挖掘老客户潜力

18年平安及太保先后发布了消费者大数据的白皮书，优质保险公司一面对代理人队伍进行提质与优化，另一面充分发掘存量客户信息，通过对客户画像、保险购买行为及趋势、险种偏好等分析，了解客户的偏好与需求，以实现精准营销，更能匹配消费者需求，提升客户满意度同时加强客户粘性。

从客户信息中我们可以发现，无论平安或是太保其老客户占比均超过60%，老客户成为各家保险公司未来保费持续增长的重要动力和关注点，同时各家公司也通过科技手段的运用以提升客户体验和运营效率。

图表29 平安人寿及中国太保客户白皮书摘要

	平安人寿	中国太保
客户样本数	8759万（2017年）	1.23亿（累计）
消费者男女比例	49%/51%	60.8%/39.2%
家庭情况	已婚者占半数，其中育有子女者占三成以上	已婚有子女家庭占比78%
年龄结构情况	26至45岁的中青年人群占45%	30-50岁消费者占比51.5%，25-30岁消费者占比21.4%
客户开发及转换	2017年投保人中39%为首次购买，61%为老客户购买；26%投保人为被保险人转化而来；	2017年客户人均持有2.89张保单，持有保单人数占比由2010年的45%上升至2017年的64%；
其他	科技助力改善客户体验：2017年推出极快极简的“闪赔”服务，累计赔付件数超过110万件；2018年推出“智慧客服”，将AI技术运用于保险服务场景，累计提供超过2000万次在线保单服务。	聚焦产品与获客：首选保单方面，意外险（69.8%）占比最高，其次医疗险（25.0%）和寿险（19.7%），但不同年龄阶段有一定差异；除了意外险以外，年轻群体次选医疗保险及寿险、中年群体次选寿险及车险。保费支出结构方面，教育保险人均保费最高，其次为养老保险和财富管理。

资料来源：客户白皮书、平安证券研究所

2.3 关注19年开门红：环境有改善，新单仍承压

■ 详解开门红产品：年金为主各家策略呈现一定差异

19年开门红产品已经逐步开始推出销售，从产品上看，整体上以年金险搭配万能账户为主，但各家的策略呈现一定的差异性。

- **中国人寿：**最早推出并布局开门红产品鑫享金生系列，且是上市险企唯一一家主推预定利率4.025%的产品，且搭配的万能险账户预期结算最高达5.3%，从目前销售情况看表现较好。在完成一定的规模以后在转向长期保障和长期期缴类产品，并重视价值因素。
- **太保及新华：**布局相对稍晚，有所淡化开门红概念，仍在抓紧进行四季度的收官工作。其中新华并未特意推出开门红产品，明年仍然将聚焦在健康险+附加险方面，但同样也准备了4.025%的产品以适时满足规模需求，并且针对不同类型群体进行养老年金/重疾+附加险的组合销售；太保整体相对更为稳健。

图表30 上市险企开门红产品梳理

	中国人寿		太平洋	中国平安		
	鑫享金生A	鑫享金生B	鑫满意2019	金瑞人生	金玺人生（成人版）	丰盈年年
产品类型	传统年金	传统年金	分红年金	传统年金	终身分红年金	传统年金，附加重疾
投保年龄	出生28天-65周岁	出生28天-60周岁	5天-58周岁	0-65周岁	18-65周岁	0-55周岁
缴费期间	3年/5年	10年	3/5/10年	3/5/10年	3/5/10年	10年

预定利率	4.025%	4.025%	2.50%	3.50%	2.50%	3.50%
保险期间	15 年	15 年	60-100 岁可选	15 年	终身	15 年
特别生存保险金	交费期间为 3/5 年,在第 5 及第 6 个保单周年日分别给付 50%/100% 首年期交保费。(共领取 2 次)	在第 5 及第 6 个保单周年日分别给付 100% 首年期交保费。(共领取 2 次)	3 年交,第 5、6 年末,每年给付 50% 年交保费;5 年交,第 5、6 年末,每年给付 100% 年交保费;10 年交,第 5、6、10、11 年末,每年给付 100% 年交保费;	交费期间为 3 年或 5 年,在第 5 及第 6 个保单周年日分别给付 50% 年交保费。交费期间为 10 年,在第 5 及第 6 个保单周年日分别给付 100% 年交保费。	投保年龄小于等于 50 周岁的,在第 5 和第 6 年可按年交保费的 50% 领取特别生存保险金;投保年龄大于 50 周岁的,在第 5 年按年交保费的 50% 领取特别生存保险金;	第 5 至第 14 个保单周年日,每年给付 30% 基本保额。
生存保险金	交费期间为 3/5 年,自第 7 个保单周年日起至保险期满前,每年给付 24%/32% 首年期交保费。(共领取 8 次)	自第 7 个保单周年日起至保险期满前,每年给付 65% 首年期交保费。(共领取 8 次)	第七年末起,每年给付基本保额,直至保险期满前一个保单年度止	合同生效第 7 个保单周年日起,至保险期满前一个保单周年日,每年给付 30% 基本保额。	投保年龄小于等于 50 周岁的,第 7 年至 64 周岁,每年按基本保额的 20% 领取生存保险金;投保年龄大于 50 周岁的,第 6 年至 64 周岁,每年按基本保额的 20% 领取生存保险金;	
满期生存/养老保险金	在保险期满时生存,给付 100% 基本保额。	在保险期满时生存,给付 100% 基本保额。	合同满期一次性领取已交保费;	交费期间为 3 年或 5 年,在保险期满时生存,给付 100% 基本保额。交费期间为 10 年,在保险期满时生存,给付 200% 基本保额。	合同生效满 6 年,从 65 周岁开始被保险人按一定比例养老金,具体如下: 65-69 周岁,每年按基本保额的 30% 领取; 70-74 周岁,每年按基本保额的 40% 领取; 75-79 周岁,每年按基本保额的 50% 领取; 80 周岁及以后,每年按基本保额的 60% 领取;	保险期满时生存,按 300% 基本保额给付生存保险金,合同终止。
身故保险金	已交保费	已交保费	max (已交保费, 现金价值)	max (已交保费, 现金价值)	max (已交保费, 现金价值)	max (已交保费, 现金价值)
组合投保/附加险	可搭配鑫尊宝终身寿险(万能型)(庆典版)、国寿鑫尊宝终身寿险(万能型)(A 款)、国寿鑫尊宝养老金(万能型)(C 款);万能险账户保底利率: 2.5%; 预期结算利率: 4.0%-5.3%		传世赢家终身寿险(万能型)保证年利率 2.0%; 传世管家终身寿险(万能型)保证年利率 2.5%; 0-13 岁的客户,还可选择附加未来星教育金两全保险(分红型)	可搭配平安聚财宝(2017, II)年金保险(万能型);万能险账户保底利率: 1.75%; 18 年以来结算利率: 5.0%	平安聚财宝(2017, II)年金保险(万能型)万能险账户保底利率: 1.75%; 18 年以来结算利率: 5.0%	平安生财宝年金保险(万能型)、投保人附加豁免

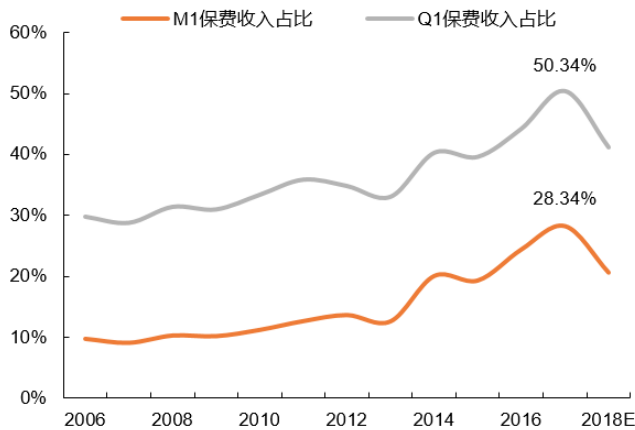
资料来源: 公司官网、平安证券研究所

■ 2019 年开门红趋势预判:

- **开门红概念虽然在淡化但是长期过程,同时开门红对股价走势的影响将被放大:** 18 年由于监管等诸多因素影响,行业开门红出现了较为明显的负增长,致使上市险企的股价出现了大幅下跌,同时市场对于险企“开门红”关注度明显提升。但由于多年的开门红使得行业保费收入结构非常不均衡: 17 年 M1 保费收入占全年的 28.3%, Q1 保费收入占全年半数以上,且开门红大量销售年金险使得期间价值率偏低。在此背景之下部分上市险企也在逐步淡化开门红概念,但我们认为开门红概念的淡化是一个长期的过程,尤其是对于资深的代理人而言开门红还是具备比较重要的意义,且年初阶段也是通常家庭经济状况较为宽裕的时期。
- **年金类产品销售环境虽然有所改善,但整个宏观形势之下大单年金的减少仍然会对总新单产生比较明显的影响,对开门红新单规模维持相对谨慎态度,低预期中关注超预期机会:** 19 年年金险的销售环境出现了相对的改善,包括代理人更加熟悉 134 号文之下新产品的形态、销售技巧和市场环境、同时短期利率下降使得银行理财产品等收益率优势削减,此外今年大量的 P2P 平台暴雷使得投资者的有效投资途径减少。从产品端来看,部分上市险企主推预定利率 4.025% 的产品以及万能险账户 5% 左右的结算利率均还是具备一定的吸引力,各家基本同时都在搭配以保障型产品;但是整体的经济环境之下大额保单的数量依然会较少,对总新单规模还是会产生一定影响,对此我们持相对谨慎态度,预计太保、新华开门红新单保费规模可能会有个位数

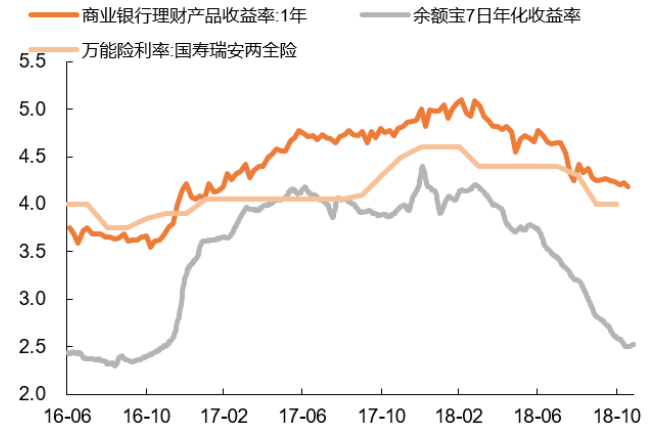
负增长的缺口，国寿规模有望取得正增长，整体的价值有望获得相对稳定的增长。但在整体市场低预期之中关注超预期的机会，如果消费者对产品更为认可使得“开门红”数据有所超预期，有望对股价形成明显的正面刺激。

图表31 行业开门红期间人身险保费收入占比



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

图表32 保险产品结算利率当前具备一定吸引力(%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

2.4 保障转型下价值仍有一定提升空间

■ 价格战对价值率形成负面影响，但暂时不会形成全面的趋势

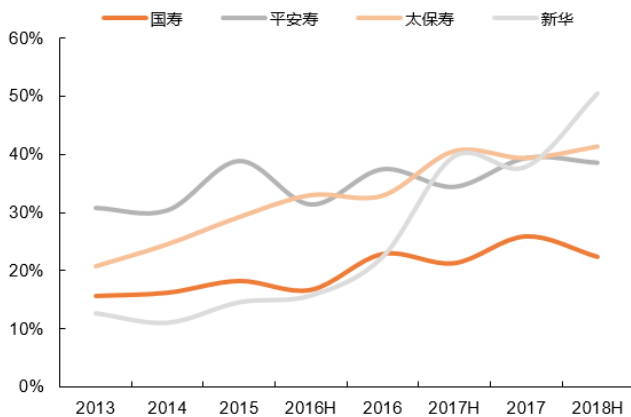
今年市场同样对于部分上市险企的价格战产生担忧，我们认为此影响比较有限，只是个别公司的短期行为，主要原因在于：

- **低价的保障型产品不符合保险公司的经营目标：**保险公司在进行保单销售过程中会考虑目标，如销售年金类做大规模保费，利用中短存续产品缓解现金流压力；如果销售低价的保障型产品对规模保费帮助并不明显，同时会使得价值率受到影响，且由于其保障期限较长潜在经营风险也较大，并不符合保险公司的经营目标。
- **消费者对保障型产品的价格敏感度相对不高。**对保障型产品价格较为敏感的更多为行业从业人员或者相对熟悉保险产品的人士，而大部分群体对保障型产品的价格敏感性并不高，且从具体销售情况来看，低价产品销售规模后期也并没有很大，边际效应下降明显。
- **上市险企也基本表示不会采取跟随的策略。**

■ 上市险企价值率当前已经到达较高水平，未来上升趋势趋缓且有降价需求

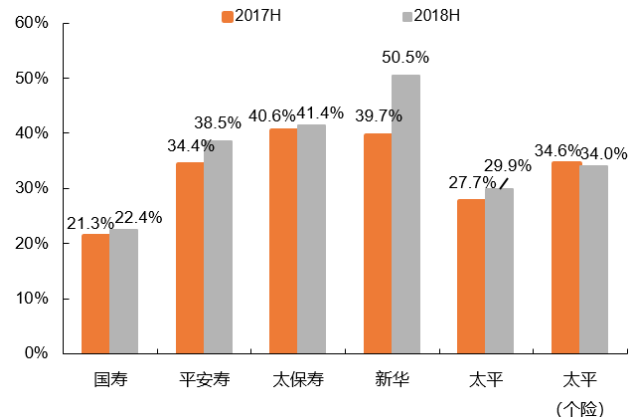
截至2018H上市险企整体价值率已经达到了相对较高的水平，国寿、平安、太保、新华分别为22.4%、38.5%、41.4%、50.5%，新华由于Q2重点推高价值产品使得价值率上升较为明显，而下半年看由于销售竞争加剧、激励政策增加以及附加险价值率相对稍低，全年价值率可能会略有下降，而其他上市险企全年价值率仍有望提升。但是后期看由于各家均转型保障型产品，且明年开门红提升了保障型产品的推动力度，大多数险企在完成一定规模之后即转向保障型产品销售，预计价值率仍会有一定上升但是增速有所趋缓，更长远看竞争之下保障型产品会有降价需求，价值率可能会有下降。

图表33 上市险企价值率持续提升



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表34 价格战对价值率形成一定的负面影响



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

三、产险：政策属性之下行业盈利有望短期改善

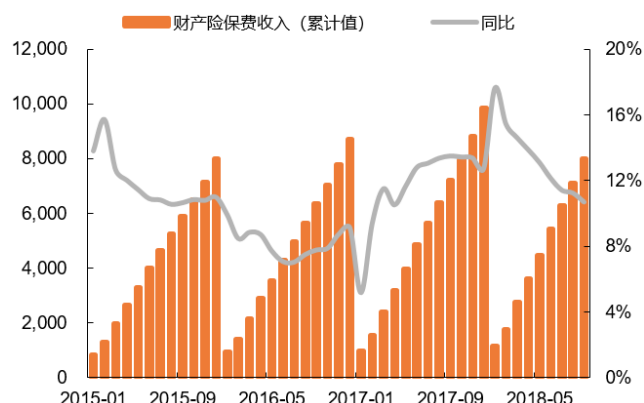
3.1 当前产险行业存在较多不确定性

■ 产险行业今年推荐的逻辑均难以持续

在人保上市以及今年上半年寿险行业不景气的背景下，产险今年以来受到的关注也有所增加，同时也基于保费增速明显提升、投资端受股市影响相对较小以及 57 号文的监管之下手续费率有望改善的逻辑，认为产险行业存在一定的投资机会，但是当前看这些逻辑均难以持续：

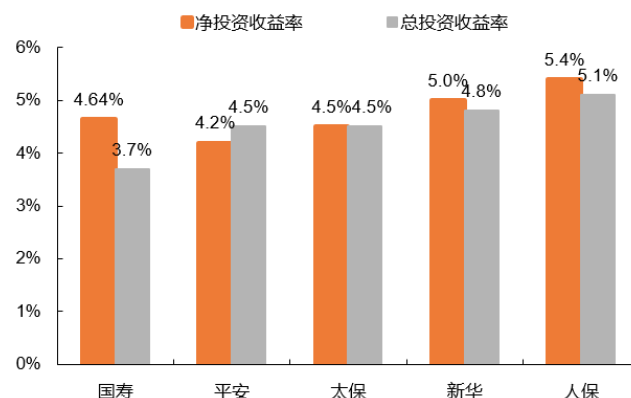
- **保费增速持续下滑：**由于部分险企今年开年重点发力非车险业务，产险保费尤其是非车险保费同比增速达到了高点，但后期增速持续放缓，截至前 9 月财产险行业保费收入同比增速下降至 10.7%。
- **投资端所受影响差异并不明显：**从中国人保披露的投资收益率来看确实比其他上市险企整体略有优势，但是其中有大约 12% 的投资资产为联营合营企业的投资，这部分主要是对中诚信托、华夏银行、兴业银行等几家公司的持股，采取权益法入账因此历来基本上都有 10% 以上的收益率，如果剔除这部分则收益率并没有优势，且大类资产配置规模方面的差异并不明显。
- **费率虽有望改善，但如果监管不采取更为有效且严格的措施，手续费率难以持续下降：**包括报行合一、自律同盟在内，虽然在 9 月体现出了一定的成效，手续费率有所下降，但是部分中小公司已经突破限制，而各地银保监会分支机构尚处在三定过程中，监管相对真空，如果后续不及时进行更为严格的监管费率恐难持续改善。

图表35 今年以来财产险保费收入增速持续放缓（亿元）



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

图表36 2018H 上市险企年化投资收益率情况

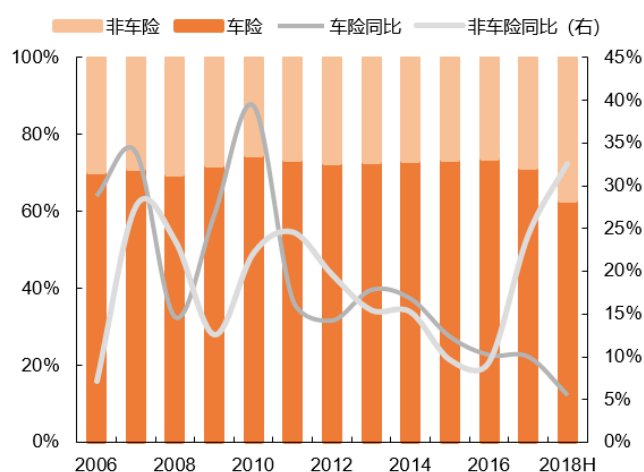


资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 车险保费收入增速明显下滑，非车虽然空间大、增速快但拉动行业维持 10% 以上增速存在一定压力

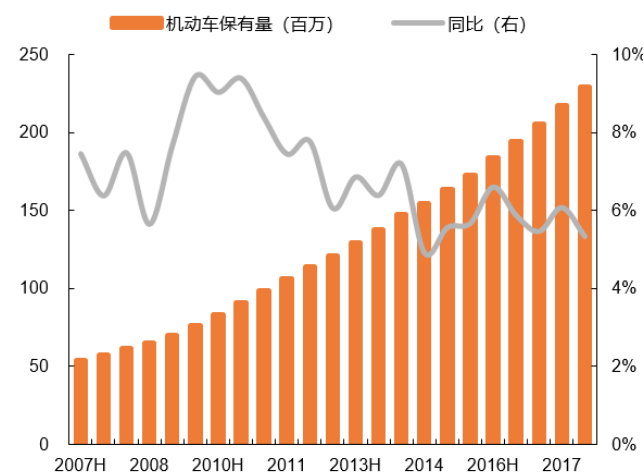
虽然车险的投保率和保全率还有一定的上升空间，但新车销量已经负增长，机动车保有量仍在增长但是增速持续放缓，费改以后车均保费出现较为明显的下降，19 年车险保费收入我们预计在 5% 以内，这样非车险增速需要至少在 20% 以上才能使得财险行业保费增速达到 10% 以上。而非车虽然空间较大，但是增速不确定性强且受到宏观经济和政策推动影响，行业未来能否保持两位数增长存在一定不确定性。

图表37 行业车险占比及增速均有所下滑



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

图表38 我国机动车保有量增速持续下降

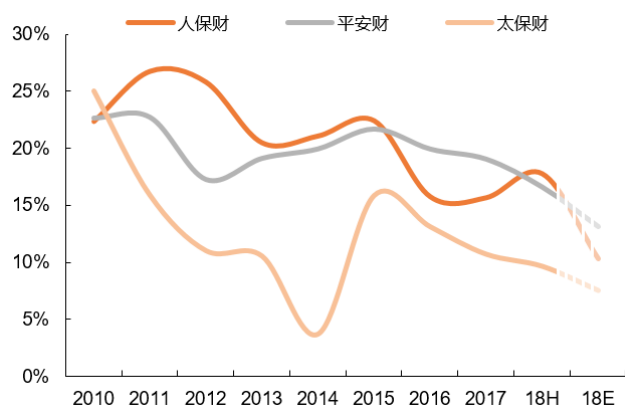


资料来源: Wind、平安证券研究所

■ 今年产险行业利润明显下降，ROE 预计成为近年来低点

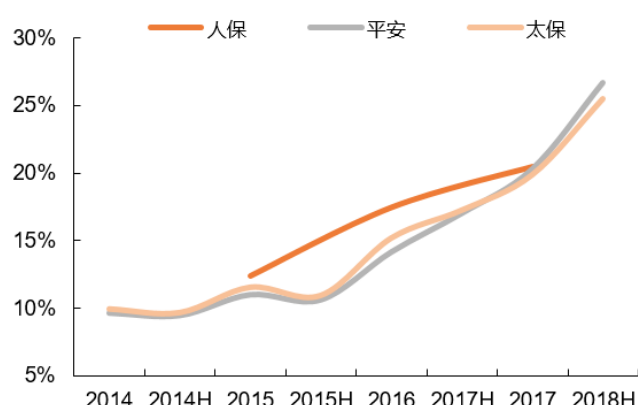
费改之下由于行业竞争持续增加，费用尤其是手续费投入持续加大，而今年以来手续费大幅增长的的影响开始暴露出来。由于（已赚保费-退保金）15% 规模的手续费可以在税前列支，超出部分需要补缴所得税，因此今年财产险公司所得税大幅增长并影响到净利润，前三季度 CR3 累计净利润均下降超过 20% 以上。财险行业更关注 ROE 情况，今年预计大型财险公司 ROE 仅略高于 10%，成为近年来低点。

图表39 今年财险公司 ROE 预计将明显下降



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表40 车险手续费及佣金占保费收入比重持续上升



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表41 产险公司今年净利润将会明显负增长 (亿元)

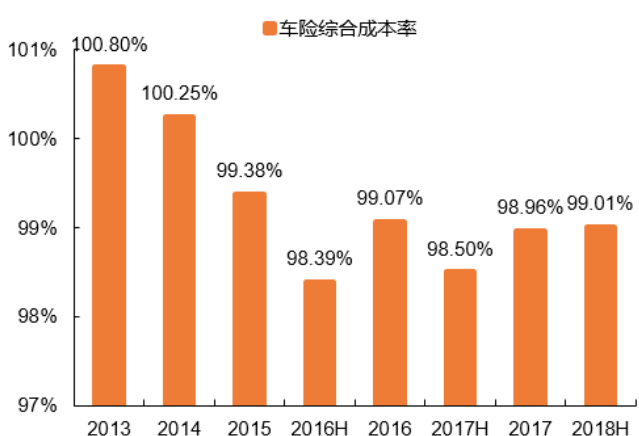
	人保产险			平安产险			太保产险		
	2018	2017	YoY	2018	2017	YoY	2018	2017	YoY
Q3 累计	131.9	177.0	-25.5%	86.3	110.5	-21.9%	21.0	29.1	-27.7%
Q3 单季度	14.8	55.4	-73.2%	20.9	34.2	-39.0%	3.8	9.8	-61.3%

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 车险费改后期如何推进以及盈利性存在不确定性

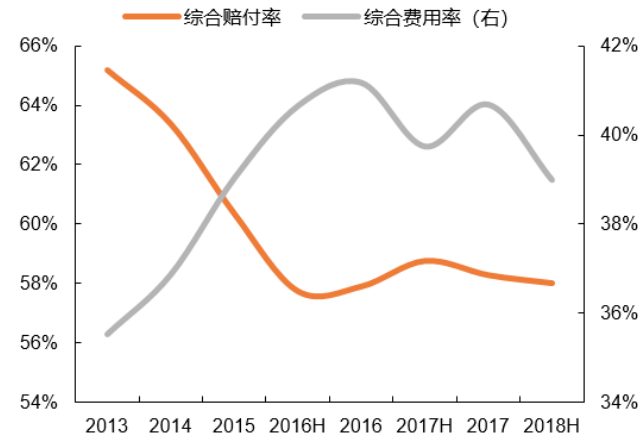
对于财产险行业市场更为关注的商车费改后续会如何推进同样存在不确定性。首先从当前推进的情况来看，一定程度上远离了监管的初衷，虽然车险综合成本率近年来呈现略有改善的趋势，但是费用率和赔付率趋势与预想的有所差异，费改以后呈现出费用率上升、赔付率下降的趋势；其次即便监管加强严控费用，但是未来赔付率上升趋势将会逐步从数据端体现，叠加车险保费收入增速明显趋缓，行业承保利润是否能够继续维持存在一定挑战；此外商车费改何时将向全国推进以及可能将使得全国车均保费大幅下降，监管层以及各保险公司将如何面对这一客观情况同样存在不确定性。

图表42 车险行业综合成本率情况



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

图表43 车险行业费用率及赔付率趋势情况



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

3.2 后期看产险行业的潜在机会

■ 手续费税率改革有望使得行业明显受益，盈利将会明显改善

产险行业后期看也存在阶段性的投资机会。当前影响行业盈利的最主要问题在手续费补缴所得税方面。税改的背景之下行业积极与税务部门进行沟通，并且也获得了比较积极的反馈，但是具体的改革时点仍具有一定的不确定性，但是如果能够对所得税方面进行改革，将会使得产险公司的税后利润和 ROE 有明显的提升。

■ 监管加强之下车险手续费有望明显回落，行业盈利有望短期改善

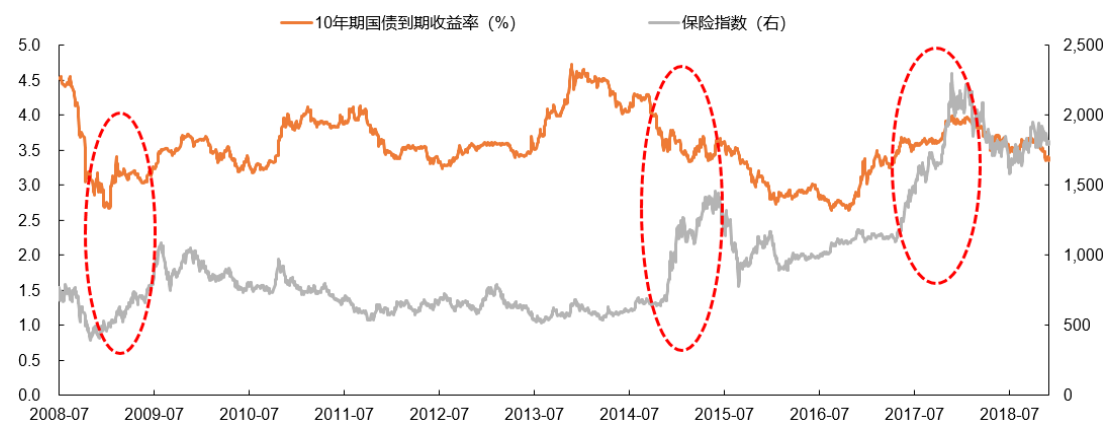
对于压降手续费、提升财险公司盈利的另一个方面在于监管。虽然监管机构出台了 57 号文要求报行合一，但是由于各地银保监局尚处在三定阶段，监管暂时处于空窗期，因此对于部分违规的险企并未进行严格的监管与处罚。如果实际的监管措施落实到位，手续费问题有望得到显著改善，行业盈利有望短期改善。

四、 投资：关注长端利率压力与会计准则调整

4.1 长端利率下行投资承压，但高价值对利率敏感性下降

分析今年保险股走势时我们也发现在六七月份的时候保险股走势与长端利率水平高度相关。对于明年的长端利率，考虑到整体经济下行压力、风险偏好的下降、货币政策放松以及包括海外的情况，明年长端利率仍然有向下的趋势，市场仍会担心利率下行对行业的影响。历史来看保险股获得较好超额收益的三次行情中，长端利率基本维持在 3.5% 左右的偏高位震荡，而短期利率的大幅上升或者下降均会对保险公司经营产生不利影响，高利率环境下保险股的估值往往会比低利率高，长期低利率是最差的环境，是长期的最大风险。

图表44 历史上保险股获取超额收益时期与长端利率情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 利率对保险公司投资的定性及定量分析

利率对保险公司的影响很复杂，最主要体现在：1、债券公允价值变动和新配资产投资收益；2、由于保险公司对预定利率调整的滞后性会对保费收入产生影响，但这一点当前的影响较以前偏小，因为整体宏观环境影响更大，同时保障转型使得保险理财属性已明显降低；3、对准备金的影响只是会计上的处理，并且从当前趋势看还不会出现 16 年准备金折现率明显下降的趋势，并且即便长端利率

持续下行，准备金折现率仍然会在明年较长的周期内上行释放利润，营运利润方面也剔除了折现率变动影响。

对于债券公允价值和新配资产投资收益方面，我们以纯寿险标的国寿及新华在 18 年中报 IAS39 下的报表作为基础，假设长端利率由 3.3% 下降至 3.0%，以及资产的平均久期 7 年，依据久期的公式可以推导出： $\frac{\Delta P}{P} = -D \times \frac{\Delta i}{1+i}$ ，其中 D 为久期。

利率下行短期对债券公允价值提升的规模会更大，但是对利润表影响明显小于新增资产配置收益下降。18H 国寿及新华计入交易类和可供出售类债券的规模分别为 5076.6 亿元和 598.6 亿元，长端利率下降至 3.0% 则债券公允价值分别提升 103.2 亿元和 12.2 亿元，但绝大部分只计入所有者权益而不归入利润表。新增资产配置的影响放方面，主要考虑正常的固定收益类资产的到期再配置以及当期现金流入，测算半年对利润表的影响分别为 -8.3 亿元和 -1.8 亿元，此外考虑到更长周期新增固定收益类资产收益率下降、保险公司利差空间的收窄等影响，长期看来使得保险公司利润及投资收益下降。

图表 45 利率变动对债券公允价值和新增资产配置影响的测算（亿元）

	中国人寿	新华保险	2018H 半年测算	中国人寿	新华保险
FVTPL	795.5	25.0	已赚保费+投资收益	4083.8	835.0
可供出售类	4281.1	573.6	退保	1001.1	257.6
持有至到期	7719.0	2102.6	赔付	946.6	221.3
债券合计	12795.6	2701.2	费用+佣金+其他	697.0	159.6
FVTPL+AFS	5076.6	598.6	当期新增投资资金	1439.0	196.5
债券公允价值提升	103.2	12.2	平均到期资产规模	1936.9	519.7
计入利润表项	16.2	0.5	新增投资资产合计	3375.9	716.3
			其中：固定收益类	2764.2	592.3
			新增投资收益	-8.3	-1.8

资料来源：平安证券研究所

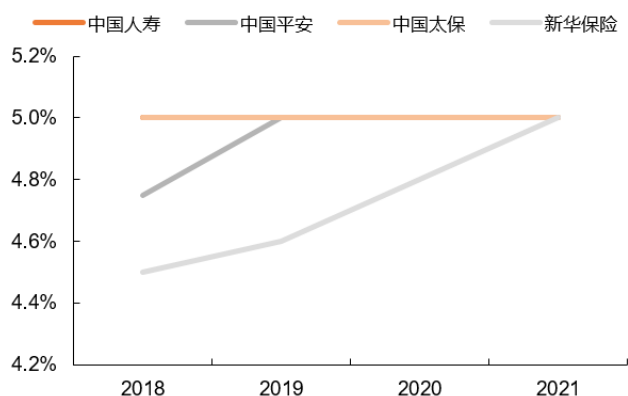
■ 利率对保险公司产品的影响

对于产品方面，可以大体分为两类：高价值率的保障型产品和年金类产品。虽然利率风险对一般传统型产品的影响会更大，但是保险公司可以通过做高产品的价值率，产品新业务价值明显提升以后对利率的敏感性将有明显下降；而年金类产品还存在与客户共同分担利率风险的机制。此外保险公司还可以通过风险贴现率的调整去一定程度对冲利率风险。

■ 历史来看保险公司能达到 5% 的长期收益率假设，且今年也基本能达到当期收益率假设

上市险企目前的投资收益率假设在 4.5%–5% 之间，而长期收益率假设均为 5%，从历史数据看虽然部分年份保险公司确实出现了明显低于假设的收益率，但是拉长周期看平安、太保和新华 2008 年以来的年化投资收益率分别为 5.50%、5.64%、5.42%，均到达了假设水平。且从今年情况来看也基本能达到 4.5%–5% 的当期收益率假设。

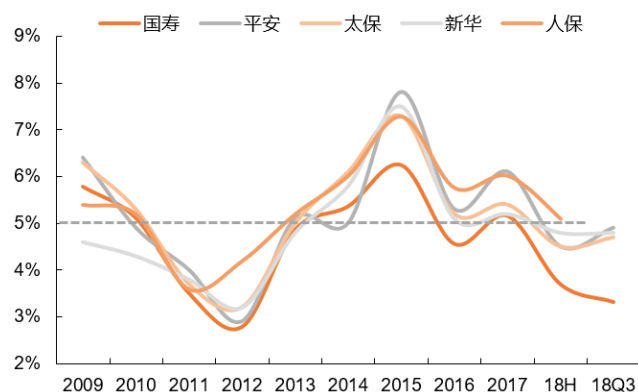
图表46 上市险企投资收益率假设情况



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

注: 重合部分为 5.0%;

图表47 上市险企总投资收益率情况

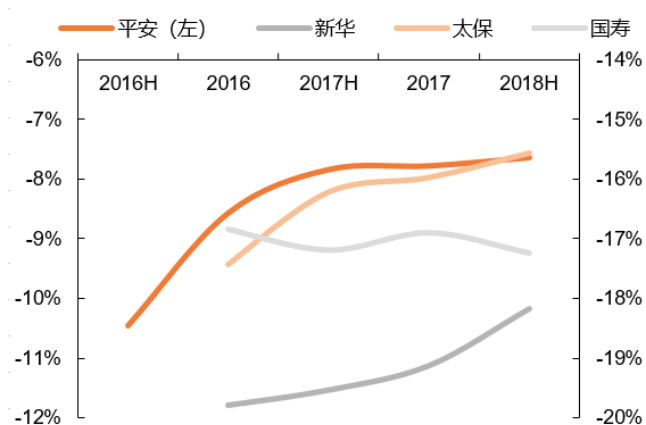


资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 利率最终将会归结到对 EV 的影响，但是整体高价值之下保险公司对利率的敏感性下降

我们无论是从产品角度或是投资角度分析利率对保险公司的影响，最终是要回归到对内含价值的影响上来，实际上我们发现高价值率产品对利率的敏感性明显更低一些，可以更多依靠死费差去抵御。从有效业务价值和新业务价值对投资收益率的敏感性测试来看，上市保险公司 EV 对投资收益率的敏感性出现较为明显的下降，尤其是对价值率大幅上升的险企，利率对保险公司的负面影响当前看是在逐步减弱的，同时判断明年长端利率下降趋势也将缓于今年以及 16 年的水平。

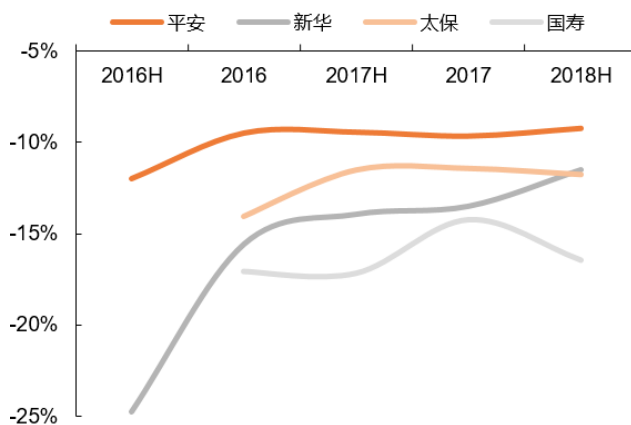
图表48 VIFB 对投资收益率的敏感性分析



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

注: VIFB 为扣除要求资本以后数据; 假设投资收益率下降 50 个基点;

图表49 NBV 对投资收益率的敏感性分析



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

注: NBV 为扣除要求资本以后数据; 假设投资收益率下降 50 个基点;

4.2 IFRS9 之下保险公司资产配置趋于变化

对于投资端方面，由于除平安以外的其他上市险企将在 2021 年执行 IFRS9，且各家上市险企也都持续进行了相关的准备，新的会计准则同样将对对保险公司的资产配置产生影响。

■ IFRS9 下保险公司的主要变动

IFRS9 是国际会计准则理事会在 2014 年 7 月发布的关于金融工具资产分类和计量的新要求，2018 年开始我国上市公司就需要采用新的准则编制报表。但是由于保险公司负债以及资产负债关联的复

杂性，保险公司可以选择递延三年以后再实行，目前来看中国平安今年已经开始实行 IFRS9，其他上市险企应该会在 2021 年开始实施。在 IFRS9 下，主要包括三项内容：金融资产的分类和计量、减值以及套期会计，核心逻辑在于企业金融工具价值评估能更好反映公允价值变化，而非隐藏在某些科目中。其中由于保险公司业务操作中基本不涉及套期会计，因此主要是分类计量与减值将会产生影响。

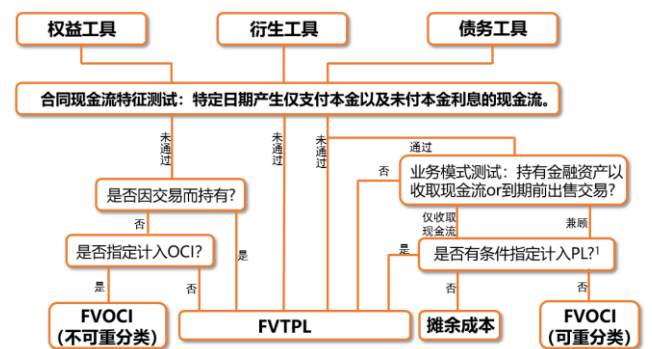
- **金融资产的分类和计量：**IFRS9 下金融资产的分类与计量将会有现行的四分类改为三分类，即摊余成本、以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产（FVTPL）和以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI），新准则下分类主要基于合同现金流特征（SPPI 测试）以及业务模式。
- **金融资产减值：**IAS39 在减值处理方面由于采用已发生的标准使得减值滞后，IFRS9 准则下采用预期信用损失模型，预期信用损失是主体对预计会从某个信用事件中遭受的损失的估计，简单来说即是概率问题，预期出现损失的概率再乘以预期产生的损失进行提前计提减值，此外还会按照预期的可能性分为三个阶段，分别按照 12 个月预期信用损失、整个存续期预期信用损失+资产账面总额确认利息、整个存续期预期信用损失+资产账面金额确认利息三种方式确认减值。

图表50 IFRS9 下金融工具由四分类改为三分类

	IAS39	IFRS9
债务工具	<ul style="list-style-type: none"> 贷款和应收类款项 持有至到期投资 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 可供出售金融资产 	<ul style="list-style-type: none"> 摊余成本 以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产（FVTPL） 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）
权益工具	<ul style="list-style-type: none"> 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 可供出售金融资产 	<ul style="list-style-type: none"> 以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产（FVTPL） 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）

资料来源：平安证券研究所

图表51 IFRS9 下金融工具分类原则



资料来源：平安证券研究所

■ 投资收益波动明显增加，关注权益类资产重分类

从实际重新分类的结果来看，权益类投资的影响最为突出。总资产分类中 FVTPL 占比由 2017 年末的 4.6% 大幅上升至 22.5%，持有至到期和贷款及应收款项大多重分类至摊余成本中，可供出售类资产基本重分类至 FVOCI 和 FVTPL 中。以中国平安的公开数据为例，2018H 资产配置中大约 419 亿规模的权益型基金（总投资资产 1.62%）全部被计入 FVTPL 中，2248 亿元股票资产中 44.4%（总投资资产的 4.21%）被计入 FVTPL 中，此外还有部分股权投资、非标投资以及少数债券资产。

IFRS9 最主要的两点影响在于：

- **利润表波动明显增加：**IFRS9 对于保险公司利润表的影响主要体现在两个方面：其中最主要且长期的影响在于大量资产进入 FVTPL 项下，如计入该项下的股票、权益型基金等净值的波动将直接体现在利润表上；另一方面在于由于减值的模型和方法的一次性转换，会对利润表产生一次性的影响，但后期即便是采用已发生损失法，当前度利润的影响比较有限。从中国平安披露的数据看，18Q1 保险业务部分由于会计准则的变化使得投资收益差异产生了 -48.46 亿元的影响，使得利润表增速由 IAS39 下的 29.3% 下降为 0.8%。
- **影响保险公司权益类资产配置偏好：**新准则下保险公司的资产配置偏好逐步改变，对大盘蓝筹股、高分红的股票偏好明显增加，并有意愿将部分置于 FVOCI 项下以获取相对稳定的利息收入

同时避免股价的影响；或者通过集中持股，将股票资产按权益法入账。而对于债券类资产或者非标类资产，虽然信用减值同样会产生一定影响，但影响程度会明显小于权益类资产，保险公司也会注重选取质量相对较高的固定收益类资产。

图表52 中国平安由 IAS39 到 IFRS9 下各类资产的重分类情况 (2018 年初, 亿元)

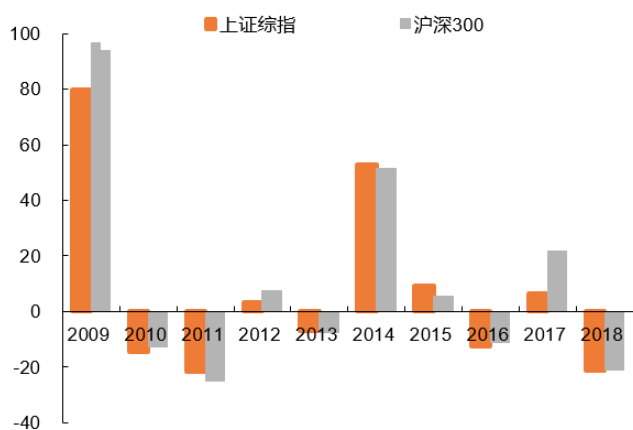
IFRS9	I9 下规模	类型	IAS39	IAS39 下规模	变动	IAS39 合计	IAS39 下规模
FVOCI	4347.84 14.1%	权益	可供出售	2063.32	←	可供出售	7750.98 25.2%
			FVTPL	88.97			
		债务	可供出售	1887.93			
			贷款及应收款	307.4			
摊余成本	19500.33 63.3%		贷款及应收款	7143.61	←	持有至到期	12437.68 40.4%
			持有至到期	12341.43			
			可供出售	15.39			
FVTPL	6937.99 22.5%	原有	FVTPL	1412.5	←	FVTPL	1412.5 4.6%
		重分类分出		-88.97			
		重分类进入	可供出售	3784.34			
			持有至到期	96.25			
			贷款及应收款	1733.87			
					贷款及应收款	9184.88 29.8%	

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

4.3 投资范围继续放开, 19 年投资收益率有望回升

展望 19 年保险行业投资端, 虽然利率潜在下行空间对净投资收益率及总投资收益率会产生一定的负面影响, 但是今年投资端继续放开, 保险资金股权投资不再限制行业范围, 而优质的股权投资往往能获得稳定且可观的投资收益率; 此外今年权益市场表现处在近年内的较低水平, 当前股票市场估值处于相对低位, 19 年权益类资产投资收益率有改善空间且权益资产对投资收益率的影响往往更大。我们预计 19 年上市险企的投资收益有望改善, 整体达到 4.8% 以上。

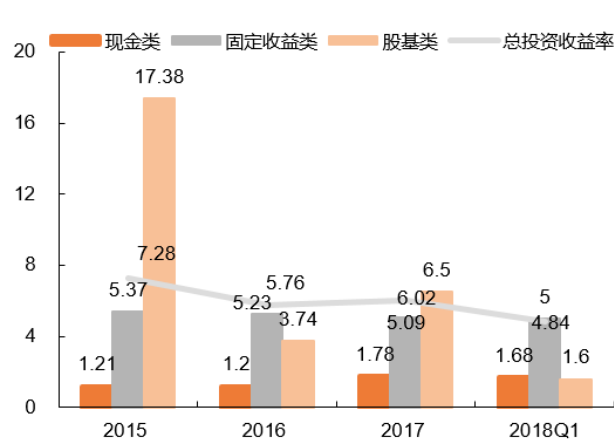
图表53 近年来股票市场涨跌幅情况 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

注: 2018 年截至 12 月 8 日;

图表54 中国人保各类资产年化投资收益率情况 (%)



资料来源: 平安证券研究所

注: 2018Q1 为基于 Q1 的年化收益率;

五、 内含价值稳健增长，估值仍处相对低位

5.1 内含价值维持稳健增长，营运偏差持续正向贡献

历史上看上市险企的 EV 增速基本维持在 15-20% 的区间内，但是个别年份受投资收益致使投资回报差异的较大影响以及部分其他原因使得 EV 增速存在一定波动，18 年由于部分上市险企投资收益率未及假设预计从而明显拉低 EV 增速，而预计整体仍然能达到 16% 以上。同时由于保单质量改善使得退保率指标明显降低且优于假设，运营经验偏差从 2016 年起逐步对 EV 形成正向贡献且贡献比例不断增加。

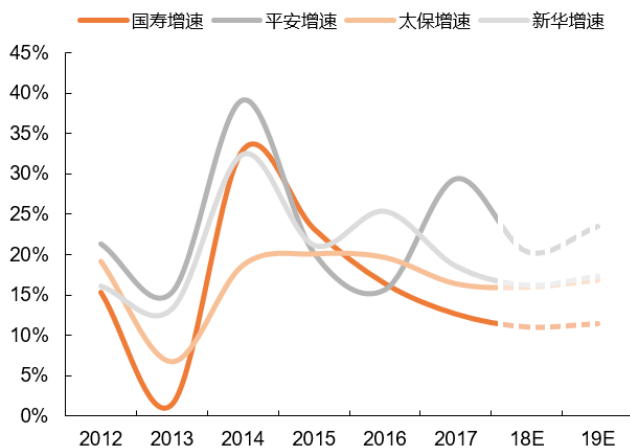
图表55 2018 年上市险企 EV 的变动情况预测 (百万元)

	国寿		太保寿		太保		新华	
EV 预期回报	54596	7.4%	20441	9.6%	20441	7.1%	14273	9.3%
NBV	51680	7.0%	26839	12.5%	26839	9.4%	12351	8.0%
分散效应	-	-	4067	1.9%	4067	1.4%	-	-
评估方法、模型和假设变化	-3736	-0.5%	-566	-0.3%	-566	-0.2%	-307	-0.2%
运营经验差异	3093	0.4%	2997	1.4%	2997	1.0%	3646	2.4%
2018 投资回报差异	-22759	-3.1%	-2354	-1.1%	-2354	-0.8%	-2609	-1.7%
市场价值和其他调整	9544	1.3%	1926	0.9%	1431	0.5%	-	-
股东红利分配	-12481	-1.7%	-13387	-6.3%	-9444	-3.3%	-2763	-1.8%
其他业务当年利润	-	-	-	-	2289	0.8%	-	-
其他	734	0.1%	40	0.0%	-101	0.0%	273	0.2%
2018EV	814844	11.0%	254039	18.7%	331767	15.9%	178338	16.2%

资料来源：平安证券研究所

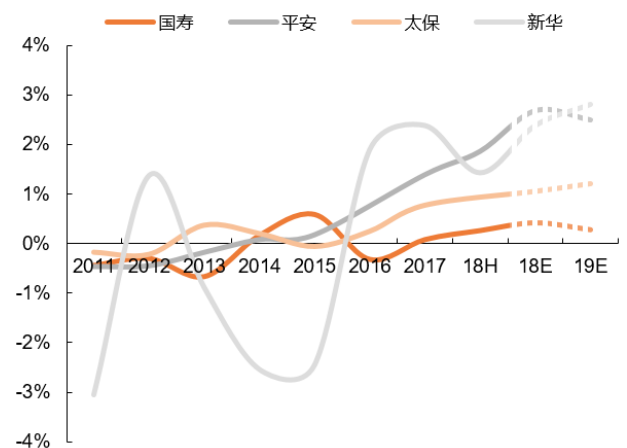
考虑到 2019 年优质险企 NBV 增速有望达到两位数 (NBV 及分散效应贡献增加)、投资收益率预计到达 4.8% 以上 (投资回报差异和 EV 预期回报贡献增加) 以及保单质量持续改善 (运营经验偏差贡献增加)，我们判断上市险企 19 年整体 EV 增速有望较今年提升，预计可以达到 18% 以上。

图表56 上市险企 EV 增速情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表57 运营经验偏差对上市险企 EV 持续形成正向贡献



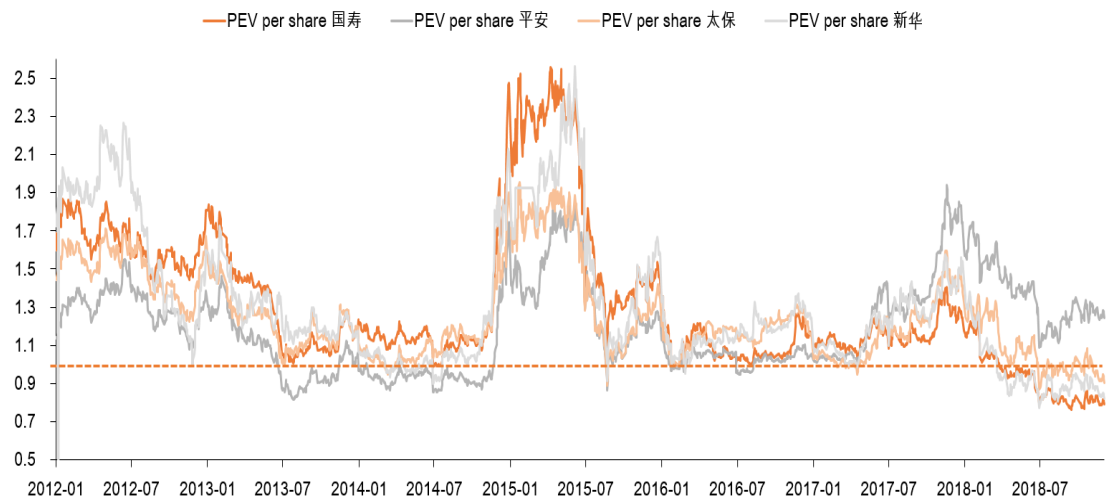
资料来源：公司公告、平安证券研究所

5.2 估值处于历史低位，具备安全边际

■ P/EV 估值小于 1 倍，而贴现率及投资收益率假设均处在合理区间

截至 12 月 7 日，上市险企国寿、平安、太保、新华 P/EV 估值分别为 0.79 倍、1.24 倍、0.90 倍、0.83 倍，整体今年以来以来的市值持续低于 1 倍 EV，客观反映了公司基于的长期假设并不能得到投资者的认可，但实际上其中最重要的指标：贴现率及投资收益率假设均处在合理区间。

图表58 上市险企 P/EV 估值情况

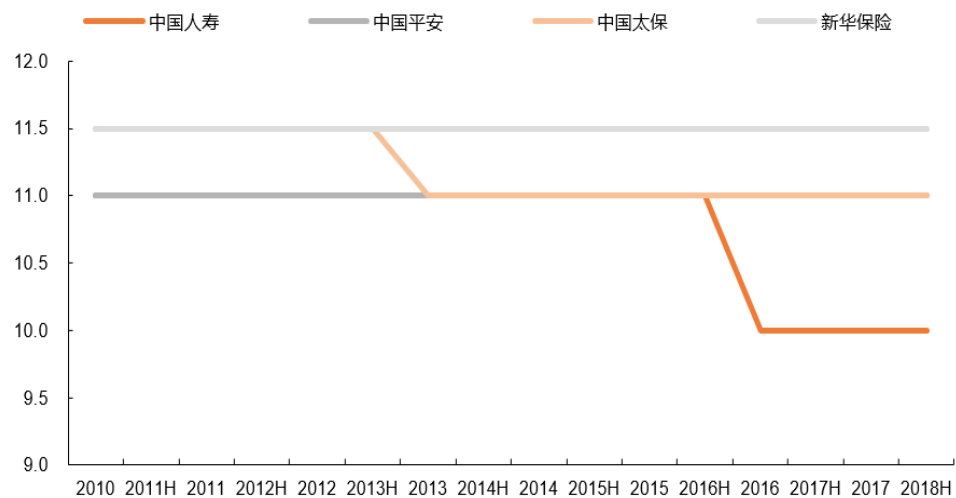


资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 我国保险公司贴现率假设较为保守，具备较高安全边际

当前我国上市险企精算假设中的贴现率整体在 11%左右，按照 3.5%的十年期国债收益率，风险溢价在 7.5%左右，贴现率假设较为保守。如参考友邦在各国家及地区的风险溢价则资本在 4.5%–6.5% 之间，因此就贴现率方面我国上市保险公司仍有较大的下调空间，如果按照友邦风险溢价的折中水平 5.5%以及平安公开年报中内含价值对贴现率的敏感性分析，且假设为线性关系进行粗略估算，单纯进行贴现率假设的合理调整，上市险企内含价值仍然有 6–10%的提升空间。

图表59 上市险企贴现率假设情况 (%)



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表60 友邦贴现率假设情况

	贴现率假设	10年期政府债券	差值
菲律宾	11.30%	4.80%	6.50%
中国台湾	7.85%	1.60%	6.25%
中国	9.75%	3.70%	6.05%
韩国	8.60%	2.70%	5.90%
越南	12.30%	6.50%	5.80%
斯里兰卡	15.70%	10%	5.70%
印尼	13.00%	7.50%	5.50%
泰国	8.60%	3.20%	5.40%
马来西亚	8.75%	4.20%	4.55%
中国香港	7.30%	2.80%	4.50%
新加坡	6.90%	2.50%	4.40%
澳洲	7.35%	3%	4.35%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

收益率假设方面我们也在 3.1 部分进行过了测算，无论是从历史或者当期投资收益率的情况也同样能够达到假设。

六、投资建议

我们认为 2019 年保险行业的整体形势将优于 2018 年，主要体现在：

- 1) 开门红方面经验及产品准备更为充分，代理人经验提升，销售环境转好，虽然新单正增长仍有一定压力，但是：市场有预期；结果预计显著优于 18 年；股价向下空间较小。
- 2) 期缴占比持续增加使得保费收入方面增速优于今年；全年新单预计依然会持续改善，全年预期有望实现两位数增长。
- 3) 价值率当前已经较高，19 年增速趋缓，但是仍有一定的空间；NBV 预计两位数增长，EV 增速预计 17%+，两者均优于今年水平。
- 4) 投资收益方面略有承压，但是权益资产方面空间优于今年，总投资收益率预计 4.8%以上。
- 5) 剩余边际规模保障持续利润，明年 NBV 增速优于今年使得摊销加速，利润情况预计优于今年且准备金仍产生正向贡献。
- 6) 当前估值处于历史低位。

基于以上的考虑，我们维持保险行业 2019 年“强于大市”的判断，个股方面重点推荐深化健康险转型同时成效将进一步体现并获得认可的纯寿险标的新华保险，以及负债和投资经营稳健、产险盈利有望好转的中国太保。

七、风险提示

- 1) 开门红销售不及预期风险

市场当前对开门红较为关注,虽然整体预期较为谨慎,但如果开门红销售情况同比负增长缺口较大,仍可能对股价造成负面影响。

2) 利率持续下行风险

19年对于利率端的担忧可能成为保险公司的潜在风险,长端利率下降将使得保险公司投资收益率受到影响,同时也会影响当期利润。

3) 权益市场下跌风险

保险公司股价走势与权益市场呈现一定的相关性,权益市场的下跌将会使得保险公司股价下跌,同时可能使得保险公司投资收益下降且浮亏增加。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033