

行业研究/中期策略

2019年05月12日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)  
保险 II 增持(维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

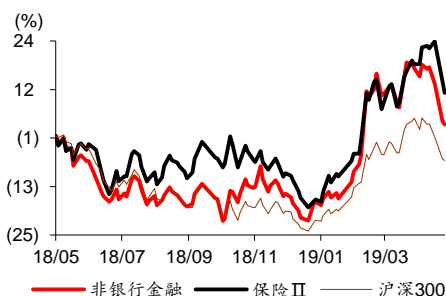
**陶圣禹** 执业证书编号: S0570518050002  
研究员 021-28972217  
taoshengyu@htsc.com

**刘雪菲** 执业证书编号: S0570517110003  
研究员 0755-82713386  
liuxuefei@htsc.com

相关研究

- 1 《非银行金融: 迎接新周期, 转型破局时》2019.05
- 2 《非银行金融: 业绩环比下滑, 关注改革推进》2019.05
- 3 《非银行金融: 转融通细则出炉, 完善多空机制》2019.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 产品转型提价值, 需求挖掘拓空间

## 保险行业 2019 年中期投资策略

### 供给转型、需求挖掘、投资向好、估值优势突出, 坚定推荐保险板块

保险行业正处于从产品供给端转型向需求端挖掘的过程, 长期储蓄险与保障险的结构逐步优化, 推动价值稳步抬升。此外健康保障缺口较大, 对于存量客户的需求挖掘, 以及增量客户的积极开发, 将有效推进保费增长。投资端来看, 长端利率中枢窄幅震荡, 权益市场大幅改善的环境下, 投资回报正效应有望逐步显现。当前时点负债优化、投资向好、估值优势突出, 是中长期底仓配置优选板块, 坚定看好保险股投资机会, 重申板块推荐, 个股精选行业龙头标的, 新华保险、中国太保和中国人寿。

### 产品转型: 以价值提升为导向, 多元化产品布局

供给端来看, 各大险企开门红积极调整, 新单增速一改去年乏力局面, 以价值提升为导向, 长期储蓄险和保障险的结构逐步优化, 推动寿险价值稳健提升; 车险保费稳健增长, 综合成本率维持优异水平, 去年税率负面影响逐步缓释, 基数效应下业绩表现有望超预期。我们认为产品转型仍将持续推进, 业务质态加速改善, 价值率稳健上行夯实未来增长基础。

### 需求挖掘: 以业务扩张为推手, 实现保费稳步提升

需求端来看, 居民财富配置需求旺盛, 保险产品受益于低风险收益稳健的特性而更具配置价值。需求挖掘取决于代理人渠道的推进与交叉金融的业务协作, 短期险获客与老客户加保将有效提升客户粘性, 有效推进保费增长, 利于队伍结构稳定。此外健康保障缺口较大, 虽新增件数大幅提升, 但件均保额仍整体偏低, 户均保障压力较为突出。90后保障意识提升, 转化周期逐步缩短, 未来健康险配置需求有望逐步得到体现。非车险业务增长动能强劲, 潜在市场空间广阔, 有望成为财险业务新的业绩增长极。

### 投资端回暖有望产生正效应, 大资金入市更添市场活力

权益市场回暖推动总投资收益率大幅抬升, 保险股的β属性赋予其较为可观的绝对收益。利率中枢波动环境下, 利差损风险的缓释有望推动估值持续修复。在利率与权益双重改善的环境下, 去年投资回报差异产生的负贡献有望消除, 今年政策预期刺激下的正效应有望逐步显现。境外资金对保险股具有较强偏好, 大资金入市有望激发市场活力, 利好估值处于低位的保险板块, 有望成为更多投资者的底仓选择。

### 甄选个股: 精选行业龙头标的, 推荐新华保险、中国太保和中国人寿

保险板块负债端、投资端的逐步改善, 叠加低估值优势, 为中长期底仓配置的优选板块, 个股推荐行业优秀龙头标的, 保障险占比高、负债结构优异的新华保险; 业务结构优化、综合保险布局的中国太保, 以及NBV大幅增长, 管理层履新后加速改革的中国人寿。

风险提示: 市场波动风险、利率政策、政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
601336	新华保险	53.24	买入	2.54	3.77	4.70	5.34	20.97	14.12	11.33	9.97
601601	中国太保	33.75	买入	1.99	2.56	3.16	3.92	16.97	13.20	10.67	8.61
601628	中国人寿	27.01	买入	0.40	0.67	0.97	1.32	67.00	40.31	27.85	20.46

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

核心观点 .....	4
产品转型：以价值提升为导向，多元化产品布局.....	5
开门红增速回暖，价值稳健提升 .....	5
保障险占比抬升，行业持续推进转型 .....	6
车险质态改善，税率影响缓释 .....	7
需求挖掘：以业务扩张为推手，实现保费稳步提升 .....	9
财富配置需求旺盛，长期稳健收益价值突出 .....	9
专注客户经营，借交叉金融挖掘潜在需求 .....	9
代理人渠道：仍是传统保单的主要增长来源.....	9
交叉销售：提高客户粘性，获得新增保费收入 .....	11
保障缺口较大，行业发展空间广阔.....	12
健康保障缺口较大，户均保障压力突出 .....	12
90 后保障意识提升，转化周期逐步缩短.....	13
非车险增长动能强劲，有望成为新的业绩增长极 .....	14
投资端：利率、权益双重改善，缓释利差损风险.....	16
资金面：大资金入市，更添市场活力 .....	17
甄选个股，精选标的 .....	18
风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1：全文逻辑图 .....	4
图表 2：上市险企寿险新单保费表现.....	5
图表 3：首年期交在长险新单中占比持续抬升 .....	5
图表 4：退保率改善显著 .....	5
图表 5：寿险与健康险增速情况 .....	6
图表 6：健康险占人身险行业保费趋势上行 .....	6
图表 7：上市险企健康险占比.....	6
图表 8：财险业务总保费收入情况 .....	7
图表 9：财险综合成本率表现.....	7
图表 10：财险细分业务增速 .....	7
图表 11：财险业务综合税率表现 .....	8
图表 12：个人可投资资产规模变化 .....	9
图表 13：部分上市险企今年开门红代理人规模表现 .....	10
图表 14：中国太保重疾险新保中购买医疗险客户持续抬升 .....	10
图表 15：中国太保短期医疗险为寿险营销员新获客数 .....	10
图表 16：中国太保短期医疗险续保率.....	11

图表 17: 中国平安持有多家子公司合同客户数情况 .....	11
图表 18: 中国平安通过代理人渠道交叉销售获得的新增保费收入 .....	11
图表 19: 2018 年人身险新增保单件数与件均保额 .....	12
图表 20: 2017 年亚洲健康保障缺口估值 .....	12
图表 21: 2017 年亚洲户均健康保障缺口表现 .....	12
图表 22: 2017 年新兴市场健康保障缺口规模 .....	13
图表 23: 2017 年 90 后以健康险作为首选保险产品 .....	13
图表 24: 90 后平均转化交易周期 .....	14
图表 25: 90 后投保人数占比 .....	14
图表 26: 农业保险保障水平及官方预测 .....	14
图表 27: 2007 和 2016 年农业保险水平对比 .....	14
图表 28: 责任险保费收入及增速 .....	15
图表 29: 权益市场历史表现 .....	16
图表 30: 上市险企总投资收益率表现 .....	16
图表 31: 长端利率历史走势表现 .....	16
图表 32: 2019 年 Q1 末沪深股通保险股持仓比例较国内资金更高 .....	17
图表 33: 大类资金入市架构图 .....	17

## 核心观点

保险行业正处于从产品供给端转型向需求端挖掘的过程。供给端来看，开门红积极调整，以价值提升为导向，长期储蓄险和保障险的结构逐步优化，推动寿险价值稳健提升；车险质态有所改善，去年税率负面影响逐步缓释，基数效应下业绩表现有望超预期。需求端来看，居民财富配置需求旺盛，保险产品受益于低风险收益稳健的特性而更具配置价值。此外健康保障缺口较大，对于存量客户的需求挖掘，以及增量客户的积极开发，将有效推进保费增长。投资端来看，长端利率中枢窄幅震荡，权益市场大幅改善的环境下，投资回报正效应有望逐步显现。境外资金对保险股配置偏好较强，大资金入市有望激发市场活力，提升板块估值。当前时点负债优化、投资向好、估值优势突出，是中长期底仓配置优选板块，坚定看好保险股投资机会，重申板块推荐。

图表1：全文逻辑图



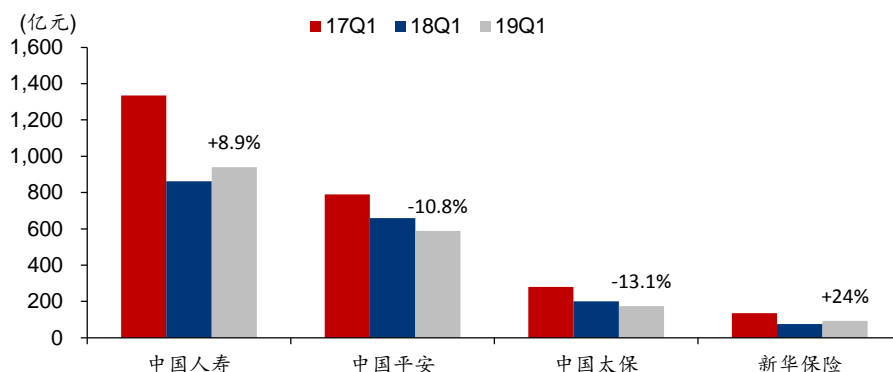
资料来源：华泰证券研究所

## 产品转型：以价值提升为导向，多元化产品布局

### 开门红增速回暖，价值稳健提升

开门红战略各有不同，新单增长有所分化。2018年受高收益率理财产品竞争加剧与存量客户资源提前消耗，开门红表现较为消极。2019年四大上市险企积极调整开门红阶段销售策略，平安寿险开门红阶段主动减少短交储蓄型产品销售，新单增速出现了明显承压，主动转型下首年保费同比下滑10.8%，实现保费588亿元；太保寿险由于开门红起步较晚，代理人首年期交155亿元，YoY-18.1%，但趸交大幅增长72%，拉动总保费降幅收窄至13.1%；中国人寿在开门红产品鑫享金生的大力推进下，新单保费实现940亿元，YoY+8.9%；新华保险长期险与短期险同步发力，新单大幅增长24%，实现保费93亿元。

图表2：上市险企寿险新单保费表现

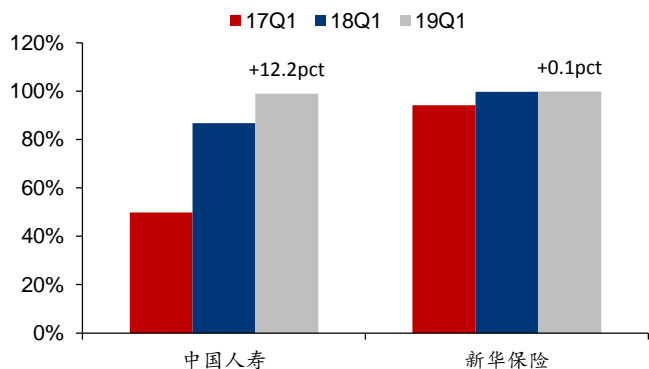


注：中国平安统计口径为用于计算NBV的首年保费，中国太保统计口径为代理人新保。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

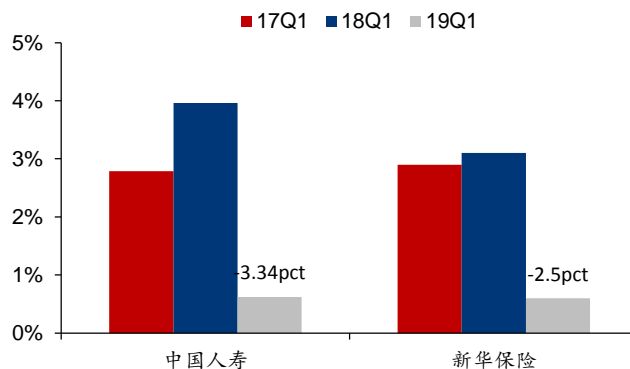
**结构持续优化，质态加速改善。**中国人寿新单快速增长的同时，业务结构也在加速优化，一季度趸交保费压缩87亿元，同比大幅减少93%，首年期交占长险首年同比提升12.2pct至99%；新华保险长险首年期交在长险新单中占比99.9%，占比虽小幅提升0.1pct，但始终维持绝对高位水平；太保寿险代理人渠道保费占比提升2.6pct至96.3%，渠道结构持续保持优异。结构优化的同时，退保率均有大幅改善，中国人寿和新华保险退保率分别下降3.34pct和2.5pct至0.62%和0.6%，银保渠道高现价产品正逐步消化，退保支出减少，业务质态持续优化。

图表3：首年期交在长险新单中占比持续抬升



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：退保率改善显著



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

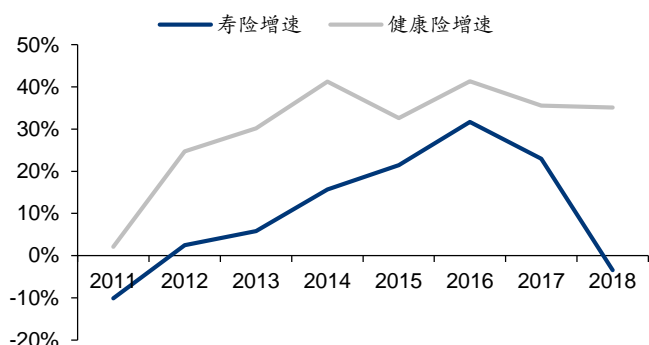
**NBV 增速回暖，价值稳健增长。**中国人寿19Q1在新单提升9%的背景下，NBV仍能取得28.3%的大幅增长，主要源于开门红末期保障险推进与结构优化下的价值率抬升，且公司价值率处上市险企低位水平，向上改善空间广阔。平安寿险在结构优化中新业务价值率

增长 5.9pct 至 36.8%，在 11% 的新单降幅压力下，推动 NBV 实现 6.1% 的稳健增长，结构转型成效显著。新华保险保障与储蓄协同推进，个险与银保首年期交分别增长 16% 和 25%，结构优化下我们预计一季度 NBV 能实现 18%-20% 的提升。

### 保障险占比抬升，行业持续推进转型

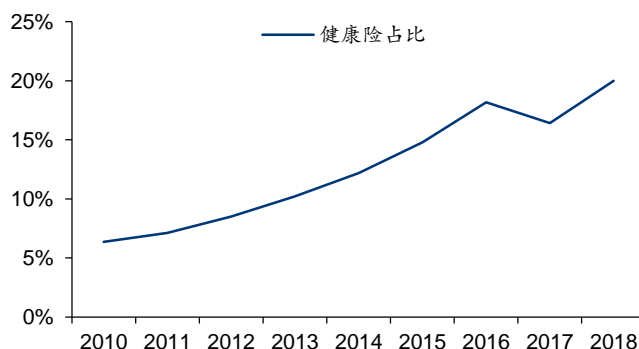
**健康险维持高增长，行业占比趋势上行。**2018 年全行业调整后健康险保费达 5444 亿元，同比增速高达 35%，与寿险业务 3% 的降幅相比，增长动能强劲。此外健康险近年来保持约 30% 以上增速，与寿险不同年度间的大幅波动相比，增长趋势更为稳健。健康险占比整体上也呈逐年增长态势，2018 年末健康险在人身险中占比达 20%，我们预判健康险需求尚未充分挖掘，仍有较大的增长潜力，占比有望持续上行。

图表5：寿险与健康险增速情况



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

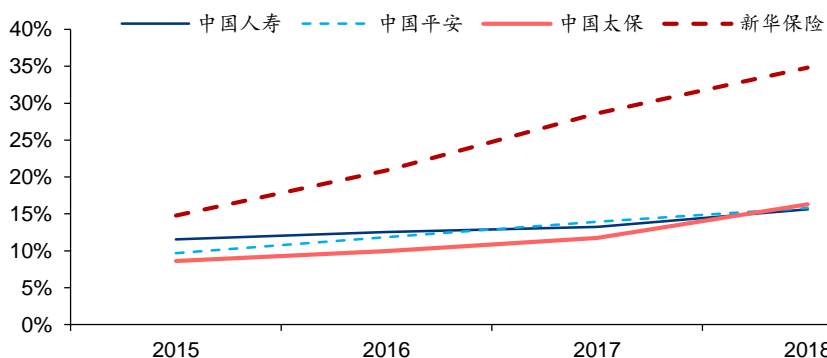
图表6：健康险占人身险行业保费趋势上行



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

**积极推进转型，实现业务质态优化。**上市险企健康险规模与行业较为一致，健康险在总保费中大多维持 15% 左右的水平，其中新华保险由于坚定价值转型，健康险占比提升更为显著，2018 年占比高达 35%。2019 年以来各大险企积极推进转型，中国平安主动压缩短交储蓄险，新华保险持续推进健康险销售与“以附促主”战略推进，我们认为行业龙头的主动转型有望引领行业发展方向，长期保障险与长期储蓄险有望成为险企着力发展的两大业务线，以实现业务质态的持续优化。

图表7：上市险企健康险占比



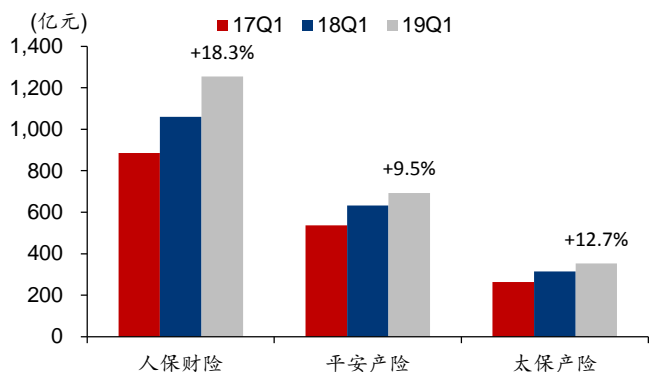
注：中国太保统计口径为长期保障险

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 车险质态改善，税率影响缓释

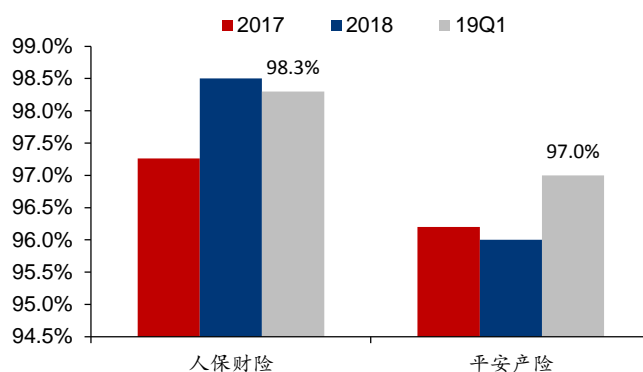
财险总保费稳健增长，综合成本率保持优异。人保财险、平安产险、太保产险 19Q1 保费收入分别为 1255 亿元、692 亿元、354 亿元，分别同比增长 18.3%、9.5%和 12.7%，其中二月受春节因素影响，签单提前至一月，导致二月单月出现大幅下滑，三月保费增速显著回暖。一季度综合成本率保持优异水平，其中人保财险综合成本率季度环比改善 0.2pct 至 98.3%，平安产险综合成本率小幅提升，但仍保持 97%的承保盈利水平。

图表8：财险业务总保费收入情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

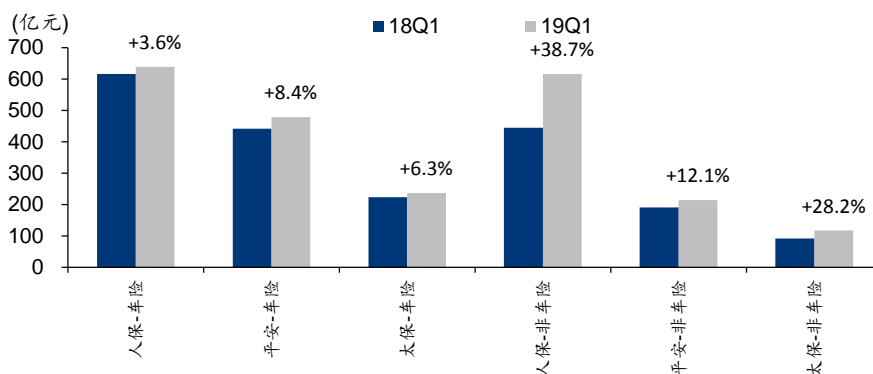
图表9：财险综合成本率表现



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

新车销量乏力拖累车险业务，非车险增长动能强劲。人保财险、平安产险和太保产险的车险业务分别增长 3.6%、8.4%和 6.3%，实现保费 639 亿元、478 亿元和 237 亿元。相较之下，非车险增长势头强劲，其中人保、平安与太保非车险业务分别增长 38.7%、12.1%和 28.2%，虽然规模上较车险仍有一定差距，但在新车销量乏力的背景下，未来有望成为产险重要的业绩增长极。

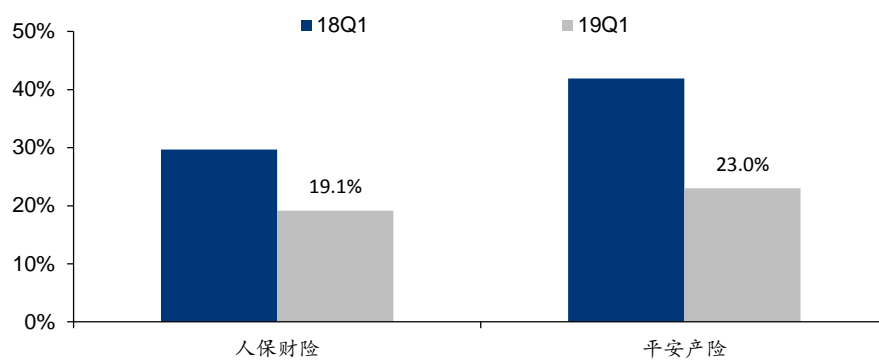
图表10：财险细分业务增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

税率影响逐步缓释，基数效应下业绩表现有望超预期。去年三季度在财税 29 号文推进下，各大险企对手续费集中计提导致应纳税所得额大幅增加，人保财险、平安产险与太保产险 2018 年综合税率分别达 33.9%、37.1%和 46.3%。2019 一季度人保财险和平安财险综合税率同比与环比均大幅下滑，分别为 19.1%和 23%。我们认为在去年三季度税率的高基数效应下，今年业绩表现有望实现超预期。

图表11：财险业务综合税率表现



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

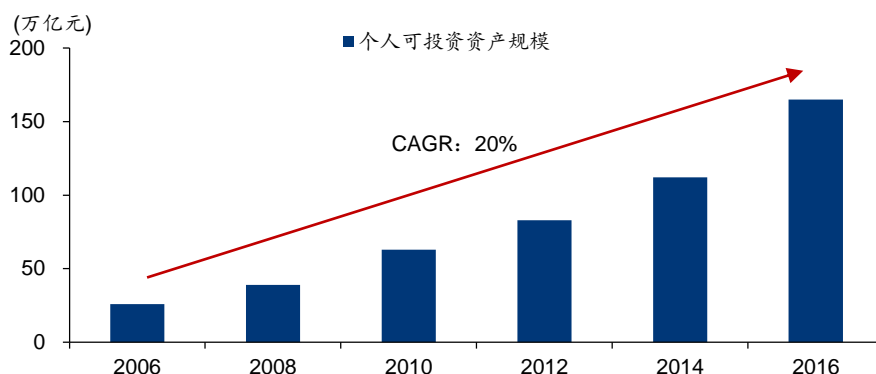


## 需求挖掘：以业务扩张为推手，实现保费稳步提升

### 财富配置需求旺盛，长期稳健收益价值突出

居民可投资资产稳步增长，低风险稳健收益的保险配置突出。根据招商银行&Bain《2017年私人财富报告》的数据，2016年末中国个人持有的可投资资产规模达165万亿元，2006-2016年均复合增速达20%，其中保险配置为重要的组成部分，2014-2016年均规模复合增速达23%。居民对财富的配置从风险、收益与流动性多维综合考虑，保险产品随着预定利率的放开，以其长期稳健收益的优势成为居民财富配置的重要支柱。此外，保险产品由于其具有的可传承性也越来越受到高净值人群的青睐。

图表12：个人可投资资产规模变化



资料来源：招商银行&Bain《中国私人财富报告》，华泰证券研究所

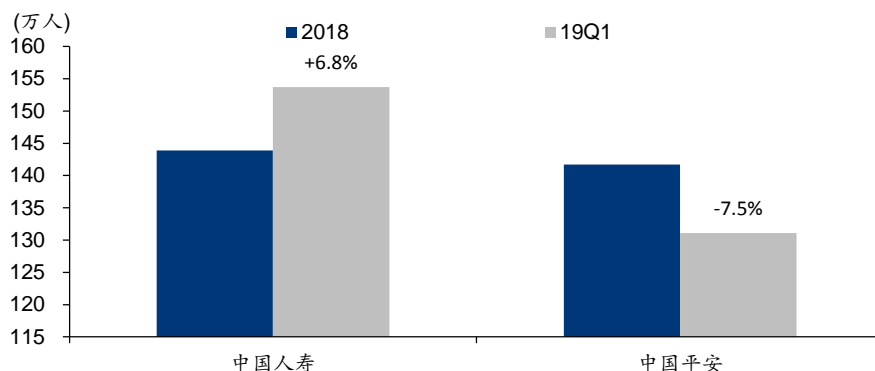
**对资产流动性的适当补充。**衡量流动性不能单纯关注交易渠道和交易量，也要考虑交易价格，同时投资活动中面临的道德风险和市场风险，尤其是尾部风险，可能使资产类别原有的流动属性完全失效。实际生活中，居民产生大量资金流动性需求的情形，大多数突发的、不可预见的，而保险产品从重大疾病、突发意外、财产损失等方面所起的保障功能基本能覆盖其不利情形发生时所需要的现金流需求。此外，保单抵押贷款也在一定程度上赋予了保险产品更大的灵活性。

### 专注客户经营，借交叉金融挖掘潜在需求

#### 代理人渠道：仍是传统保单的主要增长来源

队伍增长与新单销售力度直接相关，队伍扩张推进保障险增长。中国平安与中国人寿2019年开门红销售策略各不相同，导致代理人队伍在一季度表现出现分化，规模较年初分别下滑7.5%与提升6.8%，我们认为新单销售力度会直接影响代理人队伍留存率以及增员进度。不同类型保单销售节奏各有差异，理财型保单受市场经济影响，具有一定的周期性，快速增长的理财险推动代理人增员节奏加速。而保障险保单的推广仍主要依靠代理人渠道，代理人队伍扩张也将一定程度推进保障险业务发展。

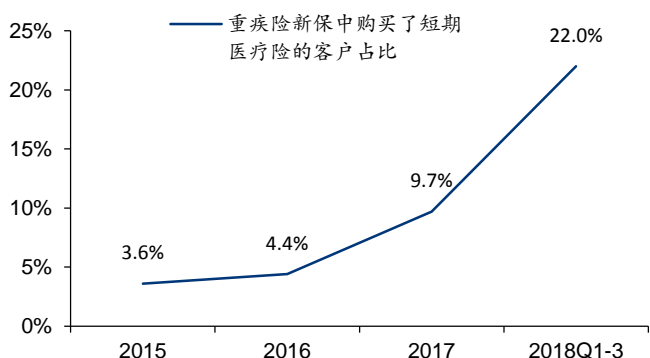
图表13: 部分上市险企今年开门红代理人规模表现



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

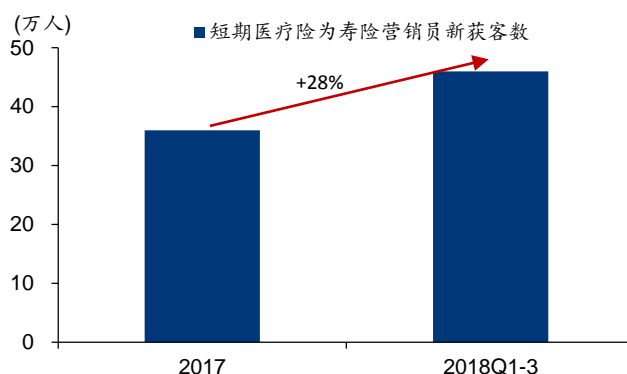
**短期医疗险推动获客, 加保提高客户粘性, 利于保费稳健增长。**根据中国太保 2018 年开放日资料, 重疾险新保中购买了短期医疗险的客户占比逐年提升, 2018Q3 末达到 22%, 推动同时投保重疾险和短期医疗险的客户数大幅上行至 89.2 万人, 达到历史新高。短期医疗险为寿险营销员新获客数有较大提升, 中国太保 2018 年前三季度通过短期医疗险新获客数达到 46 万人。

图表14: 中国太保重疾险新保中购买医疗险客户持续抬升



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

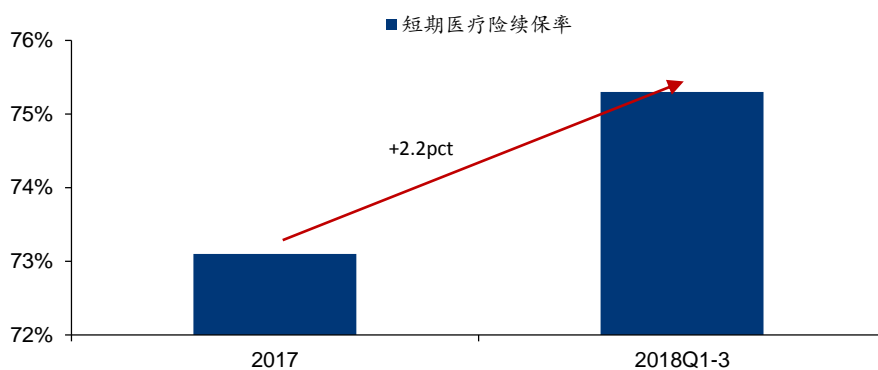
图表15: 中国太保短期医疗险为寿险营销员新获客数



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**高续保率利于留存, 助力队伍结构稳定。**各大险企积极推进“健康险+附加险”协同推进战略, 以期实现续保收入的稳定。中国太保 2018 年前三季度短期医疗险续保率达到 75.3%, 较年初上升 2.2pct, 新华保险亦推出“以附促主”发展战略, 附加险的首年佣金和续保佣金为队伍提供稳定的收入来源, 有效提升队伍留存率。

图表16: 中国太保短期医疗险续保率

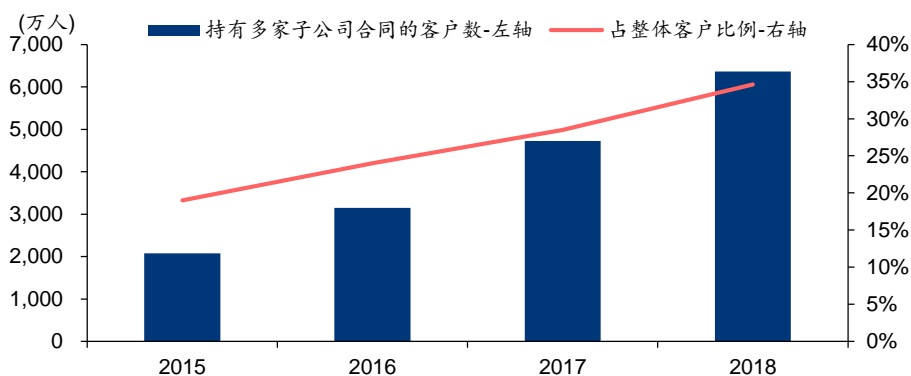


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**交叉销售: 提高客户粘性, 获得新增保费收入**

**持有多家子公司合同, 提高客户粘性。**中国平安不断深化综合金融战略, 促进客户交叉渗透程度不断提高, 2018年核心金融公司之间客户迁徙3879万人次, 个人客户中有6364万人同时持有多家子公司合同, 在整体客户中占比34.6% (YoY+6.1pct)。集团客均合同数2.53个 (YoY+9.1%)。同时, 平安通过科技赋能, 主要产品线的盈利能力保持健康、高速增长, 2018年集团实现客均营运利润531元, 同比增长18.1%。

图表17: 中国平安持有多家子公司合同客户数情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**通过交叉销售, 实现保费收入提升。**中国平安保险业务的交叉销售继续保持显著增长, 2018年通过代理人渠道实现平安产险、平安养老险和平安健康险新增保费收入514.53亿元, 同比增长18.8%。其中代理人渠道对养老险和健康险保费贡献占比约50%, 为保费增长的重要支柱。

图表18: 中国平安通过代理人渠道交叉销售获得的新增保费收入

	2018年渠道贡献		2017年渠道贡献	
	金额 (百万元)	占比	金额 (百万元)	占比
平安产险	41,436	16.7%	35,828	16.6%
养老险团体短期险	7,921	45.9%	6,728	45.7%
平安健康险	2,096	56.6%	754	35.1%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

集团客户资源丰富，有较大的迁移空间。中国平安2018年末集团整体个人客户数近1.84亿人，而寿险业务客户仅为6070万人，占比仅33%。若从集团互联网用户层面来看，寿险客户占比仅为11%。平安对互联网客户的高效经营，推动用户活跃度逐步提升，用户粘性持续增强，凭借丰富的集团客户资源，结合客户与用户之间的迁移转化，传统金融业务有较大的提升空间。

### 保障缺口较大，行业发展空间广阔

#### 健康保障缺口较大，户均保障压力突出

健康险新增件数大幅提升，件均保额整体偏低。寿险业务2018年累计新增保单0.9亿件，同比下滑20%，与全年理财型产品销售乏力的节奏较为一致。健康险全年新增32亿件，同比大幅增长417%，市场保障需求正被逐步挖掘，新单件数有望持续抬升。但相较之下的件均保额整体处偏低水平，健康险件均保额年中有所抬升，年末回归至25万元水平。随着医疗技术与生活水平的提升，过往的疑难杂症大概率可以得到救治，但之后的康复治疗所需费用也因此大幅抬升，目前的保障额度明显偏低，仍有较大的提升空间。

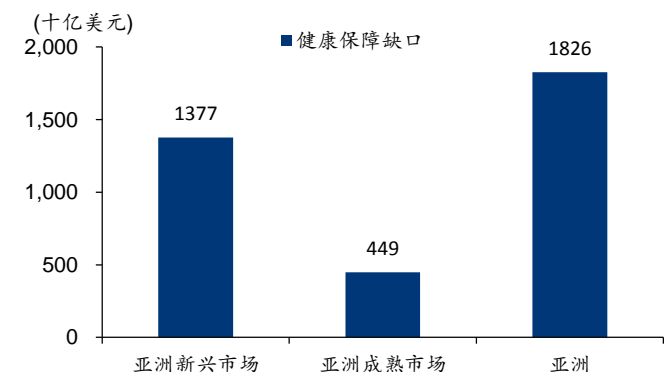
图表19：2018年人身险新增保单件数与件均保额

	2018/01	2018/02	2018/03	2018/04	2018/05	2018/06	2018/07	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12
<b>新增保单件数-亿件</b>												
寿险	0.15	0.21	0.31	0.36	0.42	0.51	0.56	0.63	0.76	0.78	0.84	0.89
健康险	2	4	6	8	10	13	15	18	23	26	29	32
意外险	3	6	10	16	23	30	37	43	54	61	62	65
<b>件均保额-万元</b>												
寿险	16.5	19.1	25.4	24.9	25.7	26.3	27.0	27.3	29.0	31.8	32.5	33.7
健康险	27.5	27.4	37.6	37.8	36.4	34.9	34.5	33.3	27.3	26.2	25.8	24.9
意外险	86.1	99.5	86.3	76.4	73.8	74.0	73.8	71.8	61.9	58.6	58.9	50.9

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

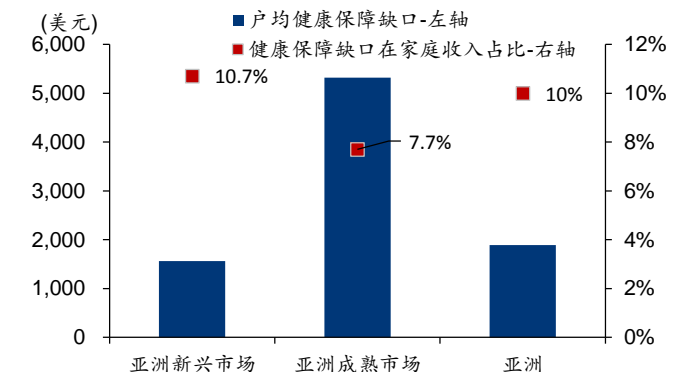
亚洲市场健康保障缺口较大，新兴市场户均压力更为突出。瑞再报告显示，2017年12个亚洲市场的健康保障缺口合计约为1.8万亿美元，其中1.4万亿美元的缺口来自中国内地、印度等亚洲新兴市场，约占新兴市场GDP的7.4%。从户均健康保障缺口的角度来看，亚洲新兴市场的户均缺口约为1565美元，占家庭年均收入的10.7%。亚洲成熟市场的缺口约为5818美元，占家庭年均收入的7.7%。因此从占家庭年均收入的百分比角度来看，新兴市场的平均缺口大于成熟市场，户均压力更为突出。

图表20：2017年亚洲健康保障缺口估值



资料来源：瑞再研究《亚洲健康保障缺口：凝聚智力 提升韧性》，华泰证券研究所

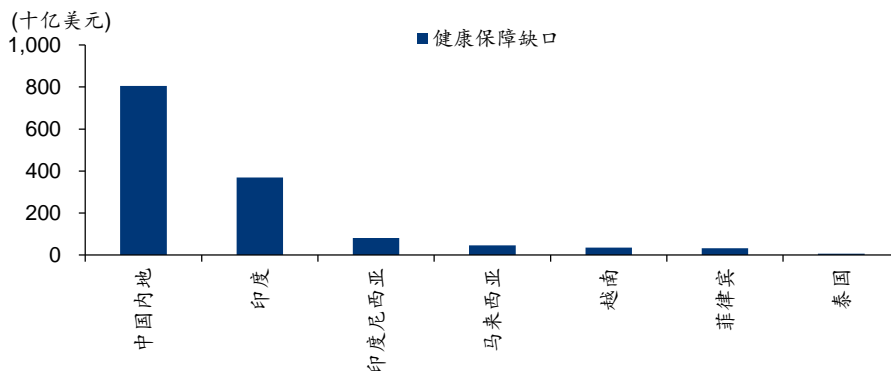
图表21：2017年亚洲户均健康保障缺口表现



资料来源：瑞再研究《亚洲健康保障缺口：凝聚智力 提升韧性》，华泰证券研究所

**中国内地健康保障缺口大，医疗费支出增长快。**2017年中国内地的健康保障缺口规模在新兴市场中最为显著，约为8050亿美元，占全亚洲总额的44.7%，占家庭总收入的10%。中国内地人口规模大、人均收入较低是造成健康保障缺口规模突出的主要原因。从医疗费支出来看，2000-2015年，中国内地人均医疗费支出从25美元上升到了138美元。据世界卫生组织估计，中国内地的医疗费支出从550亿美元增长到了5900亿美元。在2007-2017十年间，医疗费用指数的年均增长率为7.6%，而总体消费者价格指数增长率为2.2%。

**图表22： 2017年新兴市场健康保障缺口规模**

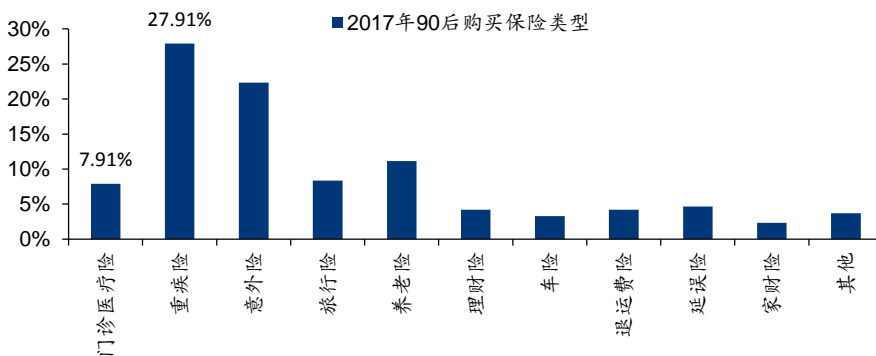


资料来源：瑞再研究《亚洲健康保障缺口：凝聚智力 提升韧性》，华泰证券研究所

**90后保障意识提升，转化周期逐步缩短**

**年轻一代意识提升，重疾险为首选产品。**根据泰康在线发布的《90后保险态度报告》显示，90后随着年龄的增长、心智的成熟，对于未来有可能遇到的风险已经非常重视，担心“未来风险”的90后占比达71.8%。大多数90后为健康投入意愿增强，占比高达92.22%，有大约34.48%的90后在运动健身方面有所投入。购买健康险已进入众多90后的健康投资范畴，2017年购买门诊医疗险达7.91%，购买重疾险达27.91%，合计占比达35.82%。保障意识正逐步提升，未来健康险的配置需求有望逐步得到体现。

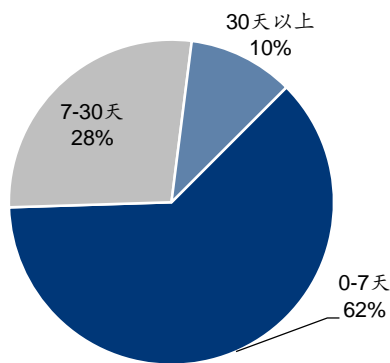
**图表23： 2017年90后以健康险作为首选保险产品**



资料来源：泰康在线《90后保险态度报告》，华泰证券研究所

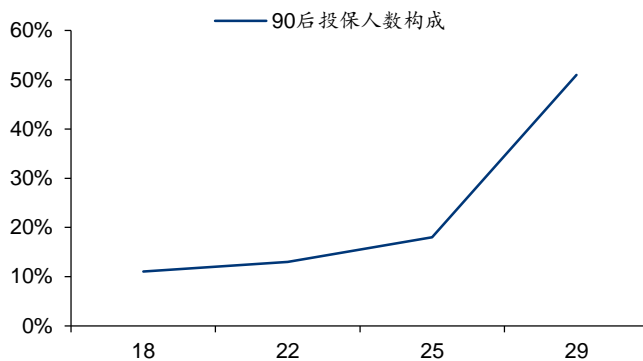
**转化周期逐步缩短，参保人数和保费增长较快。**根据慧择网《90后保险大数据报告》显示，90后平均转化交易周期在一周内的占比约为62%，其中长期健康险在一周内顺利投保的占比约48%。横向比较来看，90后购买保险的决策周期比80后平均快3.6天，通过购买保险进行风险转移，已逐步成为年轻一代的共识。投保周期缩短的同时，保障覆盖度也在逐步扩大，2015-2017年间，90后人均客单价从547元提升到了2193元，人均持有4张保单，其中健康险2.7张。90后投保人大多进入婚育高峰期，为自己与家人进行保险规划的需求提升，未来潜在的增长空间较大。

图表24: 90后平均转化交易周期



资料来源: 慧择网《90后保险大数据报告》, 华泰证券研究所

图表25: 90后投保人数占比

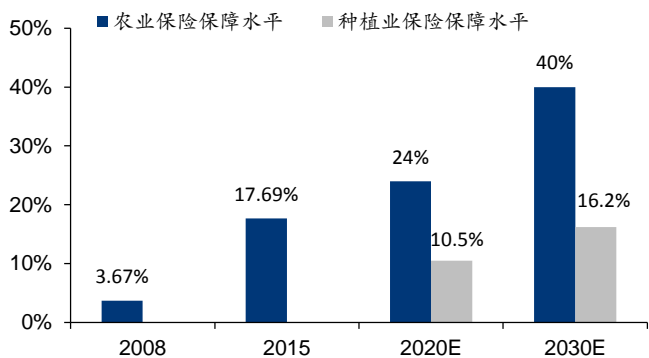


资料来源: 慧择网《90后保险大数据报告》, 华泰证券研究所

### 非车险增长动能强劲, 有望成为新的业绩增长极

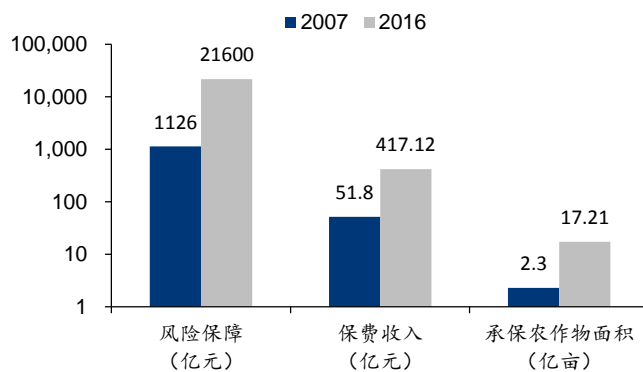
农险发展速度较快, 潜在市场空间广阔。农科院发布的《中国农业保险保障水平研究报告》显示, 我国农业保险保障水平起点较低, 但是发展迅速, 从2008年的3.67%增长到2015年的17.69%, 年均复合增长率达到了25.24%。同时报告还预测到2020年我国农业保险保障水平将接近24%, 到2030年前后将超过40%, 达到发达国家水平。从国际经验来看, 我国农业保险保障水平总体处于世界中等水平, 但是距离发达国家还有较大的差距, 仅为美国的1/8, 加拿大的1/6, 保障广度仅相当于美国和加拿大上世纪90年代的水平, 而保障深度还不如印度等发展中国家。但目前农险发展速度较快, 2007-2016年间, 农业保险提供的风险保障年均增长38.93%, 保费收入增长了7倍, 承保面积增长了约7.5倍, 我们认为潜在的市场空间仍十分广阔。

图表26: 农业保险保障水平及官方预测



资料来源: 农科院《中国农业保险保障水平研究报告》, 华泰证券研究所

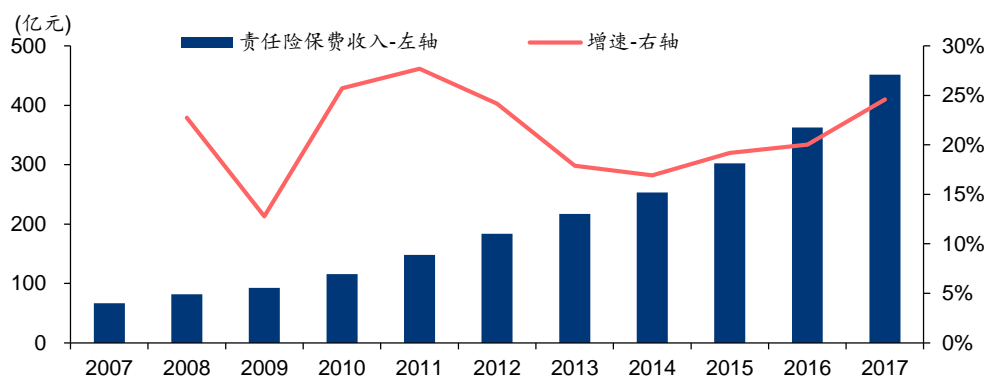
图表27: 2007和2016年农业保险水平对比



资料来源: 农科院《中国农业保险保障水平研究报告》, 华泰证券研究所

责任险占比低增速快, 发展空间广阔。根据中国统计年鉴显示, 责任险保费收入从2007年的66.6亿元增长到2017年的451.3亿, 历年增速大多在15%以上, 但在总财险业务中占比仍较低, 2017年仅有约4.59%。根据发达国家保险业的发展历程, 保险在经过传统的海上保险、寿险之后, 最终将拓展到重视法律责任风险的责任保险, 发达国家责任险占比约在30%左右。在我国市场经济快速发展、法律制度日益完善的背景下, 责任险需求有望日益增长, 具有较大的发展空间。

图表28：责任险保费收入及增速

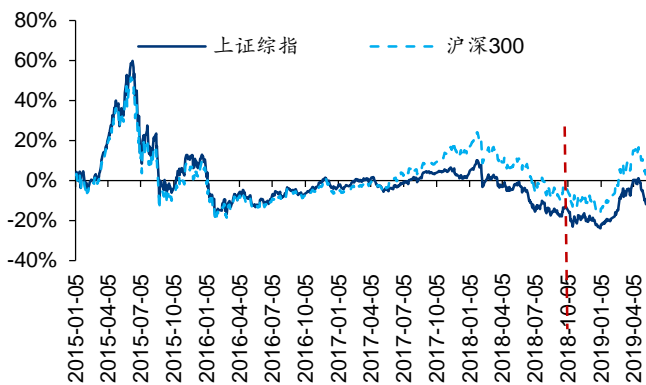


资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

## 投资端：利率、权益双重改善，缓释利差损风险

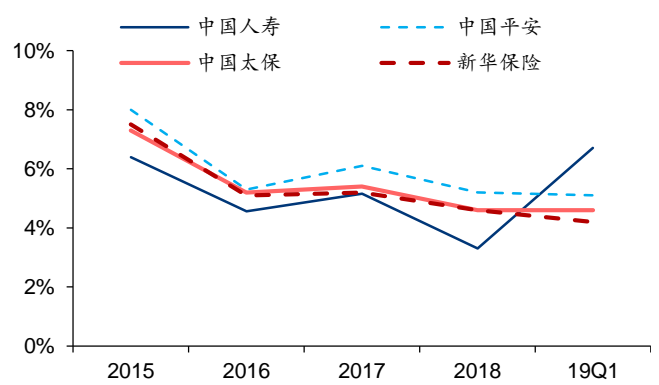
**权益市场回暖，推动总投资收益率大幅抬升。**保险资金收益率受权益市场波动影响敏感性较高，2018年权益市场的大幅下滑拖累投资表现，而2019年一季度上证综指与沪深300分别上涨25%和30%，以蓝筹配置为主的保险资金受益于市场行情大幅回暖，总投资收益率显著抬升，中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险总投资收益率分别为6.71% (+2.79pct)、5.1% (+1.4pct)、4.6% (+0.4pct)和4.2% (-0.1pct)。可供出售金融资产公允价值提升带来其他综合收益大幅上行，中国人寿、新华保险和中国太保分别实现231亿元、42亿元和72亿元，相较于去年同期的8亿元、-8亿元和4亿元增长显著，经测算简单年化综合投资收益率分别达9.64%、6.57%和6.86%，未来利润释放空间可观。

图表29： 权益市场历史表现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30： 上市险企总投资收益率表现



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**利率中枢波动，缓释利差损风险担忧。**10年期国债收益率近四年一直维持在3%-4%的区间波动，今年一季度保持窄幅震荡，市场对固收资产到期再投资收益水平的顾虑导致整个板块走势较为疲软。四月起长端利率开始快速上行，前三周分别走扩20bps、6bps和4bps，至月底共上行32bps至3.39%，缓解固收再配置压力。虽然今年企业盈利能力降低抑制投资动力，外加中美贸易摩擦问题的延续等因素影响，经济增长有一定压力，但经济的发展方向从过往的追求速度向追求质量进行转型，预计经济增长仍有较好的支撑力，我们认为长端利率不会出现快速下滑的风险，国内险企大概率不会出现日本当年全面利差损的局面，P/EV估值理论上应修复至1x水平。

图表31： 长端利率历史走势表现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

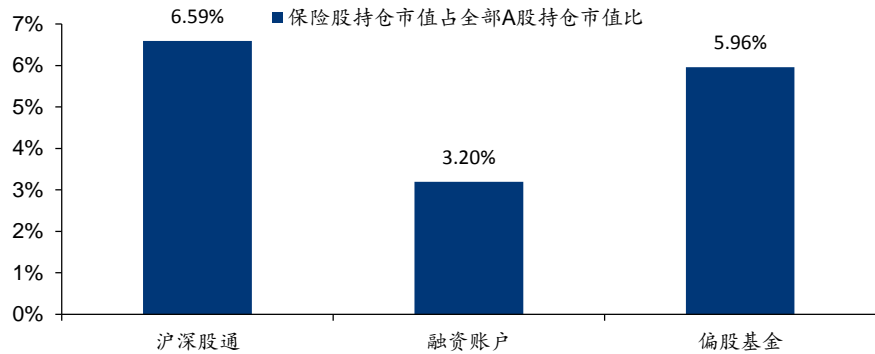
**双重改善环境下，正效应有望逐步显现。**历史复盘看，保险股的β属性受益于权益市场的牛市行情，绝对收益较为可观。利率中枢波动环境下，利差损风险的缓释有望推动估值持续修复。在利率与权益双重改善的环境下，去年投资回报差异产生的负贡献有望消除，今年政策预期刺激下的正效应有望逐步显现。



## 资金面：大资金入市，更添市场活力

境外资金对保险股具有较强偏好，外资入市效应有利于提升保险股估值。沪深股通北上资金对保险股的配置比例高于国内主要投资者体现了境外资金对保险股偏好更强，其中中国平安以其稳健的业绩增长尤受境外投资者青睐。2019年一季度末沪深股通持仓保险股市值占其全部A股持股市值的6.59%，同期融资账户、偏股基金重仓股的保险股比例分别为3.20%和5.96%。未来外资的入场有望提升A股投资者配置保险股的比例，进而驱动保险股估值上升。

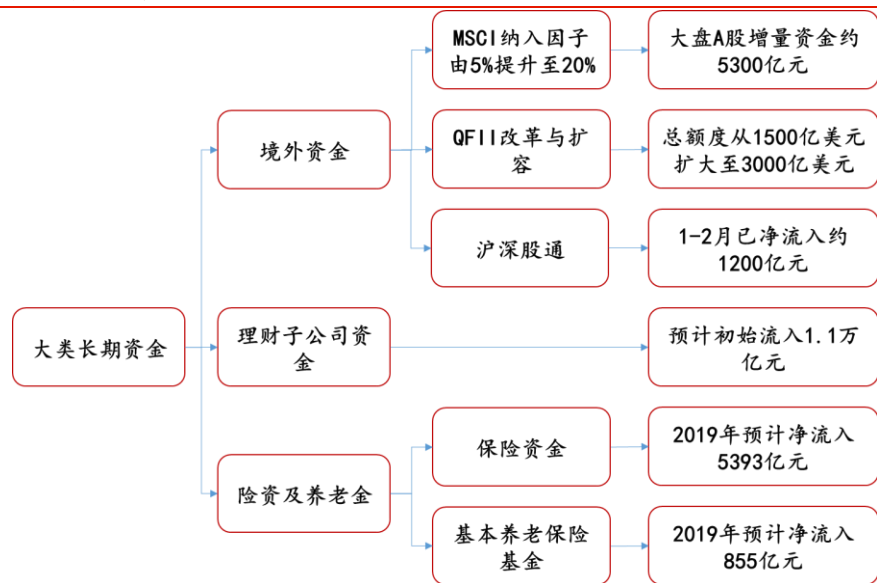
图表32：2019年Q1末沪深股通保险股持仓比例较国内资金更高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

多维度入市渠道拓宽，激发市场活力。国家外汇管理局于今年1月将QFII额度从1500亿美元增加至3000亿美元，MSCI今年3月宣布将通过三步把指数中的所有中国大盘A股纳入因子从15%增加至20%，同时将中国中盘A股（包括符合条件的创业板股票）以20%的纳入因子纳入MSCI指数。根据MSCI官方测算，此次扩容有望为市场带来800亿美元（约合5300亿元人民币）的增量资金，外资入市渠道的拓宽与更加积极的参与度，有望提振国内投资者信心，激发市场活力。此外理财子公司设立后的资金配置，以及保险及养老金入市节奏的加快，利好估值对于低位的保险板块，有望成为更多投资者的底仓选择。

图表33：大类资金入市架构图



资料来源：银保监会，MSCI，人社部，外管局，Wind，华泰证券研究所

## 甄选个股，精选标的

保险行业正处于从产品供给端转型向需求端挖掘的过程，长期储蓄险与保障险的结构有望逐步优化，推动价值稳步抬升。此外健康保障缺口较大，对于存量客户的需求挖掘，以及增量客户的积极开发，将有效推进保费增长。投资端来看，长端利率中枢窄幅震荡，权益市场大幅改善的环境下，投资回报正效应有望逐步显现。三条逻辑主线推荐个股：

**逻辑一：保障险占比高，负债结构优异的新华保险。**公司以健康险作为主推，2018年长险新单中健康险占比高达59%，推动新业务价值率大幅提升8.3pct至48%。此外“以附促主”销售策略取得超预期效果，2018年附加险规模约33亿元，YoY+71%，代理人收入得到有效的提升，利于代理人留存与队伍发展。公司对精算假设做了更为谨慎的调整，未来价值增长更趋稳健，看好健康险未来发展空间。预计2019-21年EVPS分别为65.27元、76.44元和89.25元，对应P/EV为0.82x、0.70x和0.60x，给予其2019年1.1-1.2xP/EV，目标价格区间71.80~78.32元，维持“买入”评级。

**逻辑二：业务结构优化，综合保险布局的中国太保。**纯寿险公司对利率敏感性较大，中国太保寿险与产险业务共同推进，其中2018年寿险长期保障险新业务同比增长7.7%，新单中占比提升7.4pct至49.1%，产品结构持续向高价值转型，全年价值率同比提升4.3pct至43.7%，其中传统寿险价值率大幅提升10.1pct至78.4%。虽然开门红新单有一定承压，但税率影响有望逐步缓释。预计2019-21年EVPS分别为43.62元、51.10元和59.70元，对应P/EV为0.77x、0.66x和0.57x，给予其2019年1.0-1.1xP/EV，目标价格区间43.62元-47.98元，维持“买入”评级。

**逻辑三：NBV大幅增长，管理层履新后加速改革的中国人寿。**公司在2019年开门红阶段推出高现价产品，推动一季度NBV大幅提升28.3%。公司新一届管理层到位后加速推进“重振国寿”发展战略，看好转型推进下的发展前景。预计2019-21年EVPS分别为32.56元、37.61元和43.41元，对应P/EV为0.83x、0.72x和0.62x，给予其2019年1.1-1.2xP/EV，目标价格区间35.81元~39.07元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差来源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com