

# 金融业开放视角下的保险 行业发展回顾与前瞻

## 上半年多因素催化保险股跑出超额收益

年初至今，保险指数累计上涨 54%，其中中国人保、中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险累计涨幅分别为 60%、59%、46%、38%、24%，相对沪深 300 指数 27% 的涨幅，较大幅度跑出超额收益。究其原因有多方面因素共振的结果，一是由于保险股自身的贝塔属性，复盘历史上大盘表现良好时保险股易跑出相对收益；二是基本面边际改善带来的估值修复，2018 年经历了估值底部后，保险行业负债端、投资端均迎来改善；三是政策面利好带来的催化效应，鼓励险资增加权益投资、放开手续费税前抵扣比例等，均为保险行业的估值提升奠定基础。

## 以日本为例分析金融业对外开放的影响

日本自上世纪 70、80 年代起逐渐开放金融市场，1996 年开始进入金融全面自由化时代。外资险企进入日本市场，对其造成的影响包括：外资险企数量增长、市场份额提升，寿险比非寿险更显著；开放保险业带来的激烈竞争叠加经济危机加速本土险企破产，外资险企接管破产企业导致市场份额提升；市场集中度高，本土龙头险企占比稳定；保险产品日趋丰富，主要险种结构仍稳定；保险产品营销渠道日渐多样化。

## 以台湾地区为例分析金融业对外开放的影响

上世纪 80、90 年代，随着台湾岛内经济逐步发展，其保险市场经历了循序渐进的开放历程。开放之初，外资险企数量和市场份额短期内上升，但内资公司仍占据主导地位；岛内保险行业集中度高，本土公司仍掌握龙头地位；随着海外险企的进入，台湾地区保险产品日渐丰富，但很大原因是受政策开放影响。

## 对外开放下我国保险行业发展预期

金融业加速对外开放后，市场参与主体增加，外资公司市场份额有望提升，但外资险企开拓市场仍然存在诸多困难，其中行业政策保护和机构展业的地域限制是主要制约因素，突破异地展业因素需要从电销、网销渠道入手，开展允许异地展业的非车险种。外资险企在产品研发、客户服务、营销体系、管理经验方面具有较大优势，预期会加速保险产品创新，丰富产品供给，预期外资险企在养老保险、健康险以及非车业务细分险种方面将重点布局，另外需要注意高端客群可能成为主要竞争领域。外资险企的进入为行业注入活水，但本土龙头险企在背景资源、品牌口碑、渠道及数据方面的优势无法超越，市场地位难以撼动。

## 非银金融

维持

买入

赵然

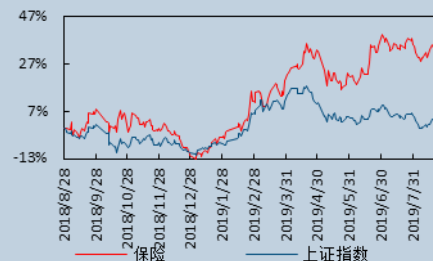
zhaoran@csc.com.cn

021-68821600-829

执业证书编号：S1440518100009

发布日期：2019 年 08 月 29 日

### 市场表现



### 相关研究报告

## 目录

一、保险行业半年行情回顾 .....	1
1.1 多因素催化保险股跑出超额收益 .....	1
1.2 保险股的贝塔属性 .....	1
1.3 基本面改善带来估值修复 .....	2
1.3.1 业绩增长叠加减税效应，半年利润大幅上调 .....	2
1.3.2 产寿险行业分化，寿险龙头重价值，财险龙头份额更集中 .....	3
1.4 政策利好催化估值抬升 .....	5
二、日本金融业对外开放影响分析 .....	7
2.1 日本保险业开放背景 .....	7
2.2 外资险企数量增长、市场份额提升，寿险比非寿险更显著 .....	8
2.3 市场集中度高，本土龙头险企占比稳定 .....	10
2.4 保险产品日趋丰富，主要险种结构仍稳定 .....	11
2.5 营销渠道多样化 .....	13
三、台湾保险业对外开放影响分析 .....	15
3.1 岛内经济逐步发展，保险市场开放循序渐进 .....	15
3.2 外资险企数量和市场份额短期内上升，内资公司仍占据主导地位 .....	15
3.3 行业集中度高，本土公司掌握龙头地位 .....	17
3.4 保险产品日渐丰富，包含政策影响因素 .....	18
四、对外开放下我国保险行业发展预期 .....	19
4.1 市场参与主体增多，外资公司市场份额有望提升 .....	19
4.2 受政策与地域限制，外资企业通过传统渠道开拓市场较难 .....	21
4.3 产品供给更加丰富，重点领域在养老保险、健康险以及非车业务 .....	21
4.4 本土龙头险企根深蒂固，市场地位难以撼动 .....	21
五、投资建议 .....	23
六、风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 2019 上半年上市险企市场表现 .....	1
图表 2: 保险指数与沪深 300 指数涨跌幅 .....	2
图表 3: 上半年保险公司利润及税收贡献因素 .....	2
图表 4: 人身险保费及增速（百亿） .....	3
图表 5: 人身险结构占比 .....	3
图表 6: 上市险企人身险业务市占率 .....	3
图表 7: 寿险累计月保费收入同比增速 .....	4
图表 8: 财险累计月保费收入同比增速 .....	4
图表 9: 财产险保费及增速(百亿元) .....	4
图表 10: 不同险种占比 .....	4
图表 11: 龙头财险公司市占率提升 .....	5

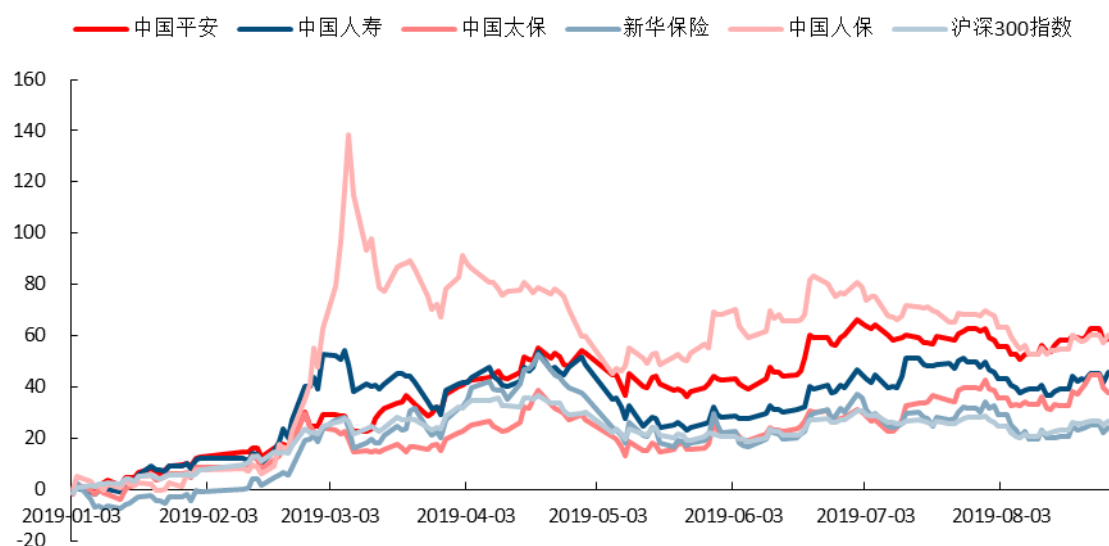
图表 12: 2019 年以来保险行业相关政策梳理 .....	5
图表 13: 日本金融业开放历程 .....	7
图表 14: 日本外资保险公司数量 (家) .....	8
图表 15: 截至 2017 年保险机构存续情况 .....	8
图表 16: 日本内外资财险公司保费情况 (十亿日元) .....	9
图表 17: 日本外资寿险公司市场份额 (%) .....	9
图表 18: 激烈竞争加速本土险企破产, 外资险企接管破产公司 .....	10
图表 19: 日本寿险行业集中度 .....	10
图表 20: 日本财险公司 CR4 市占率 .....	11
图表 21: 日本财险产品结构 .....	11
图表 22: 各险种有效保单数 .....	12
图表 23: 个险新单保费占比 .....	12
图表 24: 有效业务保费结构 .....	13
图表 25: 日本 1998-2008 年财险营销渠道 .....	13
图表 26: 日本 1997-2017 年非寿险代理店经营情况 .....	14
图表 27: 1994-2012 年日本寿险业营销渠道变化 .....	14
图表 28: 台湾保险业对外开放历程 .....	15
图表 29: 外资财险公司数量及占比 .....	16
图表 30: 外资寿险公司数量及占比 .....	16
图表 31: 台湾地区内外资寿险公司保费收入 (千台币) 及占比 .....	17
图表 32: 台湾地区人寿保险公司市占率情况 .....	17
图表 33: 台湾地区寿险产品保费结构 .....	18
图表 34: 台湾非寿险产品保费结构 .....	19
图表 35: 杂项内各险种保费占总保费比例 .....	19
图表 36: 外资寿险公司数量及保费占比 .....	20
图表 37: 外资财险公司数量及保费占比 .....	20
图表 38: 中国寿险行业市场集中度 .....	22
图表 39: 中国财险行业市场集中度 .....	22
图表 40: 估值情况 .....	23

## 一、保险行业半年行情回顾

### 1.1 多因素催化保险股跑出超额收益

年初至今，保险指数累计上涨 54%，其中中国人保、中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险累计涨幅分别为 60%、59%、46%、38%、24%，相对沪深 300 指数 27% 的涨幅，较大幅度跑出超额收益。究其原因多方面因素共振的结果，一是由于保险股自身的贝塔属性，复盘历史上大盘表现良好时保险股易跑出相对收益；二是基本面边际改善带来的估值修复，2018 年经历了估值底部后，保险行业负债端、投资端均迎来改善；三是政策面利好带来的催化效应，鼓励险资增加权益投资、放开手续费税前抵扣比例等，均为保险行业的估值提升奠定基础。

图表1： 2019 上半年上市险企市场表现

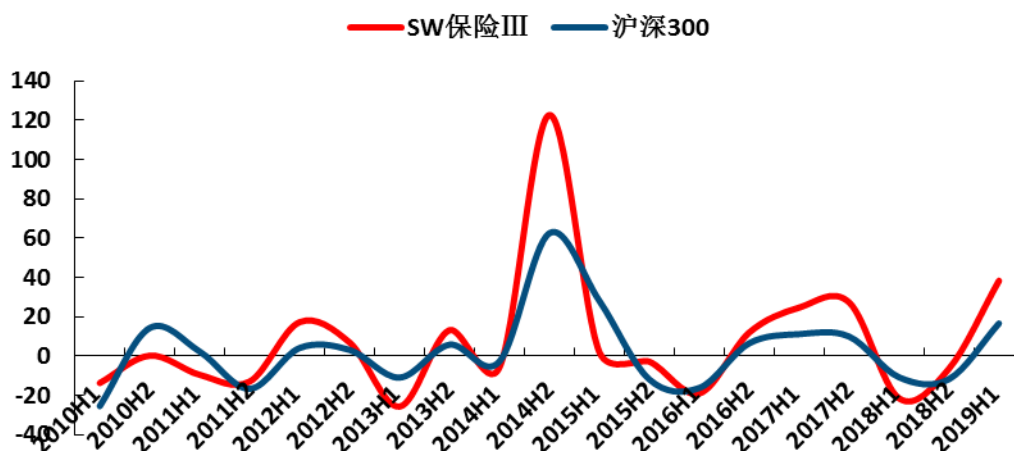


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

### 1.2 保险股的贝塔属性

由于保险公司利润较大一部分由投资收益贡献，而权益投资表现是影响投资收益波动的主要因素，因此保险公司业绩表现及股价变动与权益市场波动密切相关，尤其是蓝筹股行情启动时，保险股本身作为蓝筹股、以及作为偏好蓝筹股投资的重要投资方，都将受益于市场行情的向上调整，具有较强的  $\beta$  属性。通过复盘历史数据，我们可以发现，大盘行情走高时，保险行业更容易跑出超额收益。以半年为时间单位，保险股既有绝对收益又有相对收益的时间区间为 2012H1、2012H2、2013H2、2014H2、2016H2、2017H1、2017H2、2019H1，而在这些时间区间中，沪深 300 指数均出现不同幅度的上涨，且上证 50 指数大概率跑赢沪深 300 指数，催化保险股跑出较大幅度的超额收益。

图表2： 保险指数与沪深 300 指数涨跌幅



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

## 1.3 基本面改善带来估值修复

### 1.3.1 业绩增长叠加减税效应，半年利润大幅上调

上市险企半年度净利润大幅上涨，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保归母净利润增幅分别为 68%、129%、96%、80%、59%。其中一部分增长来自于税收新政追溯调整带来的一次性利好影响，5 月份财政部、税务总局印发《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，将手续费及佣金支出的所得税税前扣除比例提高至 18%，并且超比例部分允许结转以后年度扣除，且新政对 2018 年所得税汇算清缴适用，因此 2018 年多记所得税费用一次性在 2019 年抵减，体现在上半年利润中，根据 2018 年数据测算，该部分对平安、国寿、太保、新华、人保、中国财险上半年净利润增速贡献分别为 19%、32%、53%、31%、38%、24%；同时，扣非后的净利润能够反映业务改善带来的利润增长，由高到低分别为国寿 96%、平安 51%、新华 45%、太保 38%、中国财险 40%、人保 25%，主要来自于投资收益的增加对净利润的贡献。整体来讲，寿险的改善是优于财险的，与行业整体表现基本一致。

图表3： 上半年保险公司利润及税收贡献因素

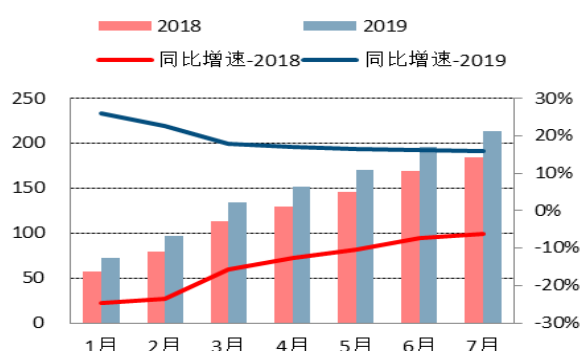
净利润（百万元）	2018H	2019H	税收一次性减免	增幅	税收优惠贡献净利润比例	税收优惠贡献净利润增速
中国平安	58,095	97,676	10872.92	68%	11%	19%
中国人保	9,767	15,517	3728.88	59%	24%	38%
新华保险	5,799	10,438	1784.94	80%	17%	31%
中国太保	8,254	16,183	4354.76	96%	27%	53%
中国人寿	16,423	37,599	5186.32	129%	14%	32%
中国财险	12,091	16,821	2915.77	39%	17%	24%

资料来源: 中信建投证券研究发展部

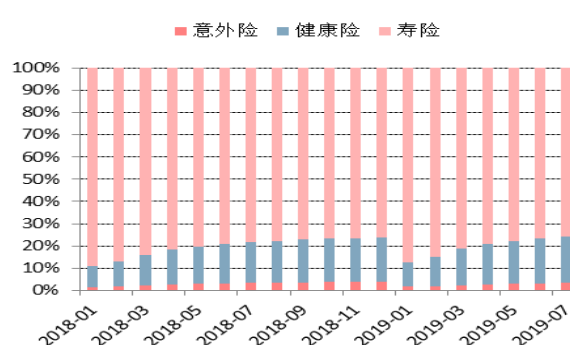
### 1.3.2 产寿险行业分化，寿险龙头重价值，财险龙头份额更集中

行业人身险保费增速收于 16%，同比改善明显。上半年人身险保费收入总计 19644 亿元，1 月份开门红的顺利开展，推动保费收入同比大幅增长 24%，随后增速逐月回落进入二季度趋于平缓，上半年累计保费收入实现同比 16% 的增长，而去年同期仅-7%。其中寿险、健康险、意外险保费收入分别为 15027、3976、641 亿元，同比增速分别为 12%、32%、17%，上半年均保持 10% 以上的增速，健康险持续高增长，增速保持在 30% 以上。从结构占比来看，健康险占比持续提升达到 20%，寿险业务比例则逐渐压缩至 76.5%。

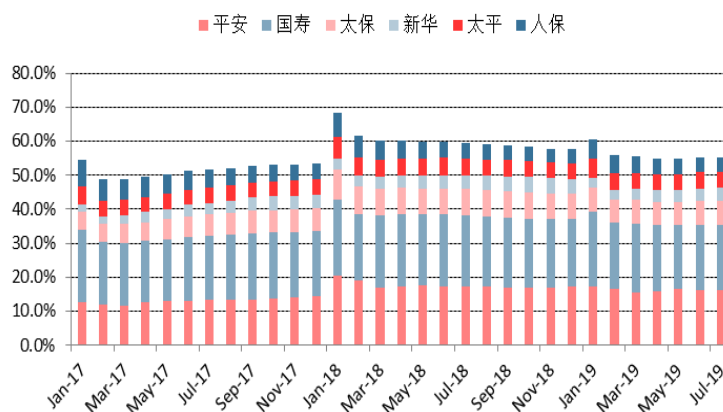
上市险企市占率下滑，更注重价值发展。1-6 月累计保费增速分别为中国太平 10.8%、中国平安 9.2%、新华保险 9%、中国人寿 6.9%、中国太保 6.5%、中国人寿 5%，这也使得上市险企人身险业务的市场份额有所下滑，以上公司的市场份额 2018 年底为 57.6%，而 2019 年 6 月底则为 55.3%。上市公司价值转型更具决心，舍弃了一定的“量”来换取“价”的提升，更加注重高价值业务的销售与发展，2019 年新单保费增长仍有压力，但新业务价值率的提升对新业务价值增长具有一定助推作用，上半年平安、太保 NBV Margin 分别为 44.7%/36.6%，分别提高 5.7/4.2 个百分点，NBV 增速平安为 4.7%、国寿 22.7%，同比大幅好转，助推股价上涨修复估值。

**图表4： 人身险保费及增速（百亿）**


资料来源：中信建投证券研究发展部

**图表5： 人身险结构占比**


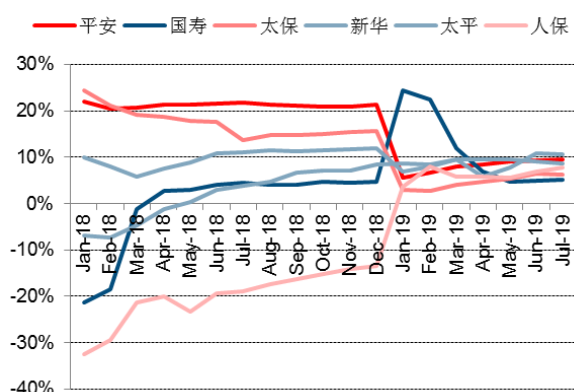
资料来源：中信建投证券研究发展部

**图表6： 上市险企人身险业务市占率**


资料来源：中信建投证券研究发展部

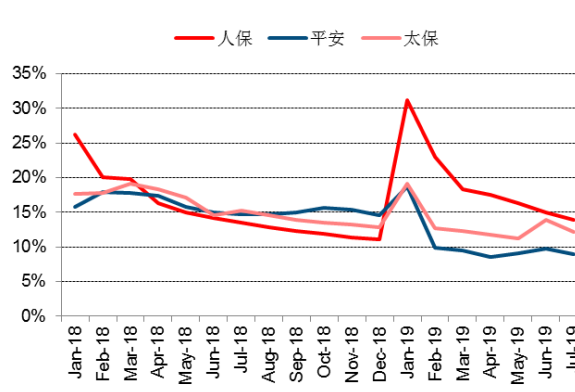


图表7: 寿险累计月保费收入同比增速



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表8: 财险累计月保费收入同比增速

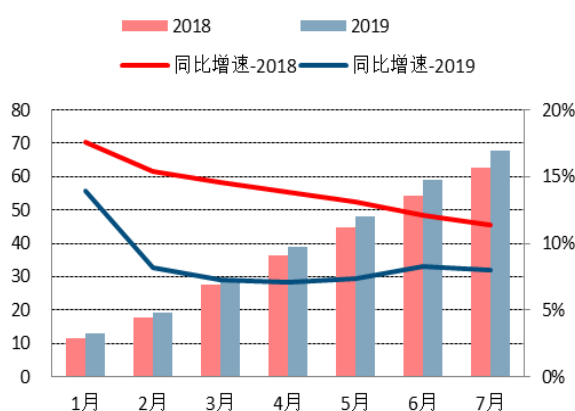


资料来源: 中信建投证券研究发展部

财产险保费个数增长, 上市险企好于行业, 市场份额进一步集中。上半年财产险保费收入总计 5893 亿元, 增速约为 8%。不同于寿险同比好转的趋势, 财险行业保费增速不及去年同期水平 (2018H 同比增速 12%)。主要原因依然在于车险保费增速下降, 车险是财险业务第一大险种, 占比依旧在 60% 以上, 然而 18 年下半年以来, 随着新车销量的持续走低, 车险保费增速低迷, 加之商车费改持续推进带来的竞争加剧, 使得车险业务不再是财险业务增长的最大驱动力, 保险公司也开始纷纷将注意力转向非车险业务, 农险、健康险、责任险、保证保险的快速增长为财险公司保费提升提供了支撑, 截止 6 月底, 车险、健康险、农险、责任险、保证保险保费收入占比分别为 62%、8%、7%、6%、6%。

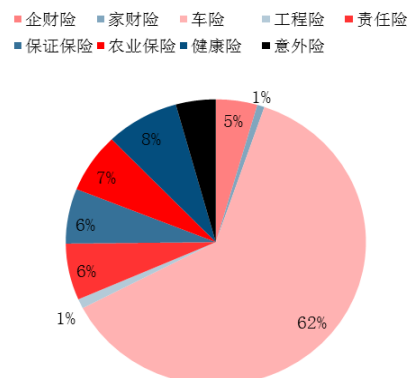
上市险企 1-6 月财产险保费增速分别为中国人保 14.9%、中国太保 14%、中国平安 9.7%、中国太平 9.5%, 普遍优于行业水平。平安车险业务同比+9%, 较上月有所好转, 非车业务同比+7.4%, 健康险依然高速增长同比+40%, 结构占比分别为 70.8%、24.5%、4.8%。从市场份额来看, 集中度有进一步提升的趋势, 老三家的市场份额持续提升, 合计超过 65% (2018 年底三家的市场份额合计为 64%), 中国人保、中国平安、中国太保市占率分别为 35%、20%、10%, 排名 4-10 名的险企份额相对稳定在 15% 左右, 10 名以后的小企业份额继续下滑。

图表9: 财产险保费及增速(百亿元)

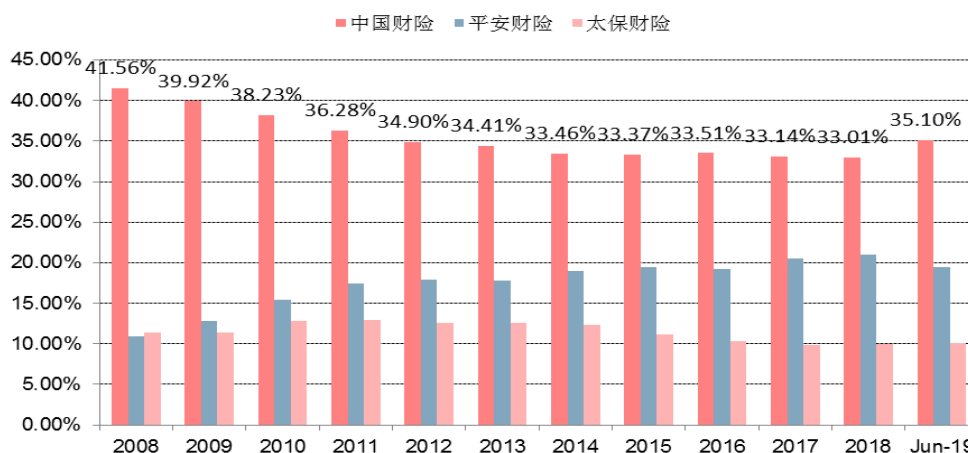


资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表10: 不同险种占比



资料来源: 中信建投证券研究发展部

**图表11： 龙头财险公司市占率提升**


资料来源：公司财报、中信建投证券研究发展部

## 1.4 政策利好催化估值抬升

2019年以来，保险行业利好政策频出，直接影响较大的一方面是对投资端的松绑，另一方面是减税降费的利好。2018年四季度以来，政策鼓励险资入市导向明显，我国A股市场长期资金相对匮乏，投资者结构有待改善，而保险资金基于其资金量大、投资期限长、对收益稳定性要求高等特征，是资本市场上最典型的长期资金代表，2018年末，银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资管公司设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险；发布《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》，鼓励保险资金直接增持优质股票，不再限制财务性股权投资和重大股权投资的行业范围，支持保险公司开展价值投资和长期投资。进入2019年以来，助推险资投资的各项措施先后落地，允许保险资金投资银行资本补充债、简化股权投资计划和保险私募基金注册程序、扩大“信保”合作放宽合作信托机构要求等利好政策，均对上市险企估值起到一定拉升作用，各政策颁布后2个交易日保险指数涨跌幅分别为2.1%、2.3%、2%，且相对沪深300指数均跑出正收益，特别是6月9日银保监明确表示“正在积极研究提高保险公司权益类资产的监管比例事宜”，使得保险指数2日涨幅达到5.6%。另一方面，寿险、财产险业务手续费及佣金税前扣除比例分别从10%、15%提高至18%，新政有效缓解保险公司税赋压力，增厚净利润，预期利好也带来了保险指数2.9%的绝对涨跌和2.8%的相对涨跌，且在上市险企发布利润预增公告时再次拉动估值提升。

同时，我们也注意到，金融业对外开放的政策颁布后，保险股价应声下跌，例如5月份12条对外开放新措施颁布、7月份11条进一步扩大金融业对外开放举措颁布后，保险指数2日内分别下跌6%、1.3%，相对沪深300指数分别下跌1.1%、0.8%，可以反映出市场对于外资进入带来的影响预期偏负面，那么金融业对外开放对保险行业影响几何？我们试图从日本、台湾等已经经历过对外开放的地区来寻找答案。

**图表12： 2019年以来保险行业相关政策梳理**

时间	政策	主要内容	保险指数 T+2 累计涨跌幅	保险指数 T+2 累计涨跌幅（相对值）
2019/1/25	《关于保险资金投资银	明确保险资金可以投资符合条件的银行发行的二级资本债	2.0778	0.9638



时间	政策	主要内容	保险指数 T+2 累计涨跌幅	保险指数 T+2 累计涨跌幅 (相对值)
	行资本补充债券有关事项的通知》	券和无固定期限资本债券，支持商业银行进一步充实资本，优化资本结构，扩大信贷投放空间，增强服务实体经济和风险抵御能力，丰富保险资金配置。		
	中国银保监会发布通知			
2019/1/29	简化股权投资计划和保险私募基金注册程序	简化股权投资计划和保险私募基金注册程序	2.3484	1.7876
2019/2/26	《关于加强保险公司中介渠道业务管理的通知》	明确保险公司中介渠道管理必须做到管理责任到人、管理制度到位、信息系统健全，建立内部合规审计监督，强化保险公司对中介渠道合作主体的业务合规管理责任。	-4.0458	-2.4340
2019/5	12 条对外开放新措施	允许境外金融机构入股在华外资保险公司；取消外国保险经纪公司在华经营保险经纪业务需满足 30 年经营年限、总资产不少于 2 亿美元的要求；鼓励和支持境外金融机构与民营资本控股的银行业保险业机构开展股权、业务和技术等各类合作；允许外国保险集团公司投资设立保险类机构；允许境内外资保险集团公司参照中资保险集团公司资质要求发起设立保险类机构；	-6.0672	-1.1469
2019/5/29	《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》	保险企业发生与其经营活动有关的手续费及佣金支出，不超过当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 18%（含本数）的部分，在计算应纳税所得额时准予扣除；超过部分，允许结转以后年度扣除。	2.9109	2.8013
2019/6/9	中国银保监会新闻发言人答《金融时报》记者问	银保监会正在积极研究提高保险公司权益类资产的监管比例事宜。总体方向是在审慎监管的原则下，赋予保险公司更多投资自主权，更好地发挥保险资金长期投资、价值投资优势，提高证券投资比重，促进资本市场长期稳定	5.6579	1.3209
2019/7/1	《中国银保监会办公厅关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》	扩大“保信”合作范围，营造良好公平竞争环境；明确保险资金去通道、去嵌套的监管导向；明确保险资金投资信托的信用等级安排不得由金融机构提供，打破金融机构刚性兑付；明确基础资产投资范围，引导保险资金更多流入实体经济；实行“新老划断”，维持机构必要的流动性和市场稳定，确保制度平稳过渡。	2.0281	0.2520
2019/7/20	11 条进一步扩大金融业对外开放举措	取消 30 年经营年限要求；缩短外资人身险公司外资股比限制从 51%提高至 100%的过渡期至 2020 年；允许境外投资者持有股份超过 25%；允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司；允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司。	-1.2707	-0.7969

资料来源：中信建投证券研究发展部

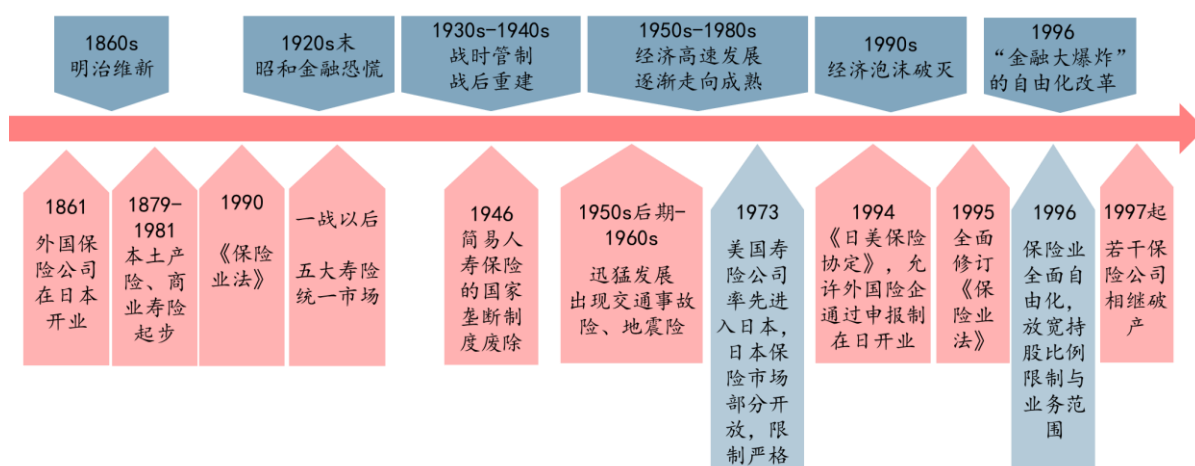
## 二、日本金融业对外开放影响分析

### 2.1 日本保险业开放背景

日本保险业起步于明治维新时期，19 世纪末开始出现本土保险公司。1900 年颁布实施《保险业法》，要求从事保险业务须申请营业许可，并将人寿业务从财险业务中分离；一战以后，寿险公司销售渠道以专属营业员为主，中小险企难敌市场竞争，最后形成五家大公司统一市场的格局（日本生命、明治生命、帝国生命、第一生命、千代田生命）；二战时期保险强制性服务于战争，不允许新设公司，大规模的重组和整合使得保险公司数量大幅削减；二战以后，在日本严重通胀的背景下，为使保险业能够维持经营，政府不得不废除简易寿险的国家垄断制度；50 年代起，日本经济开始全面复苏，在“护送船队”体制下保险销售数量迅速增长，但也催化了非价格竞争的“销售第一主义”模式，1950-1990 年期间，日本保险业繁荣发展，成为规模仅次于美国的世界第二大保险市场，全球 500 强中日本保险企业达到 13 家<sup>1</sup>。

然而 1990 年日本经济泡沫破灭，开始进入漫长的衰退期，股价和不动产价格大幅下挫，国内利率持续走低，保险公司开始出现利差损；在国内泡沫经济破裂和美国不断施压的情况下，日本开始全面的金融开放，1993 年取消外资企业持股合资公司不超过 50% 的限制；1996 年新《保险业法》的实施拉开了日本保险业全面自由化的序幕，其内容包括：（1）市场进入自由化，允许其他行业进入保险市场，允许寿险与非寿险兼业经营；（2）保险产品开发和定价自由化；（3）保险产品销售方式自由化<sup>2</sup>。自此，外资保险公司加快进入日本市场，通过收购或与当地保险公司合资的形式巩固其在日本的业务。

图表13：日本金融业开放历程



资料来源：中信建投证券研究发展部

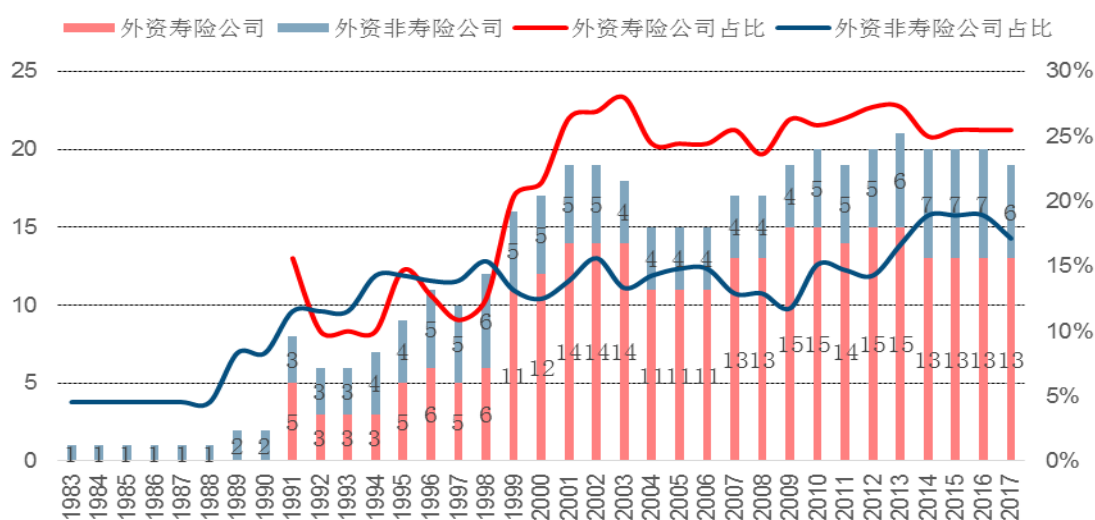
<sup>1</sup> 《经济泡沫、保险自由化与改革：日本保险业的发展历程》

<sup>2</sup> 《日本保险自由化对非寿险市场的影响及启示》

## 2.2 外资险企数量增长、市场份额提升，寿险比非寿险更显著

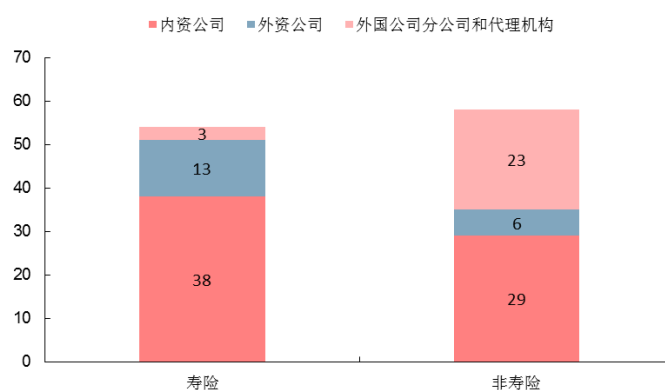
外资公司、分公司及代理机构数量快速增长。自 1996 年日本保险市场全面开放以来，外资寿险和非寿险公司数量均有增加，其中寿险公司增加更明显，从 1993 年的 3 家增长至 2013 年的 15 家，目前稳定在 13 家，数量占比提高到了 25%；而财险公司由 3 家最高达到 7 家，当前数量占比约为 15%。金融自由化改革后，日本保险业由分业经营走向混业经营，人身保险公司和损害保险公司被允许以子公司的形式参与对方领域的业务。管制放开当年，日本即有 13 家损害保险公司设立了寿险子公司，因此我们也可以看到寿险公司的数量增长要高于财险公司。截止 2017 年，日本寿险公司（含外国分公司及代理机构）共 54 家，其中内资公司 38 家、外资公司 13 家、国外分公司及代理机构 3 家；非寿险公司共 58 家，其中内资公司 29 家、外资公司 6 家、国外分公司及代理机构 23 家。

图表14：日本外资保险公司数量（家）



资料来源：OECD，中信建投证券研究发展部

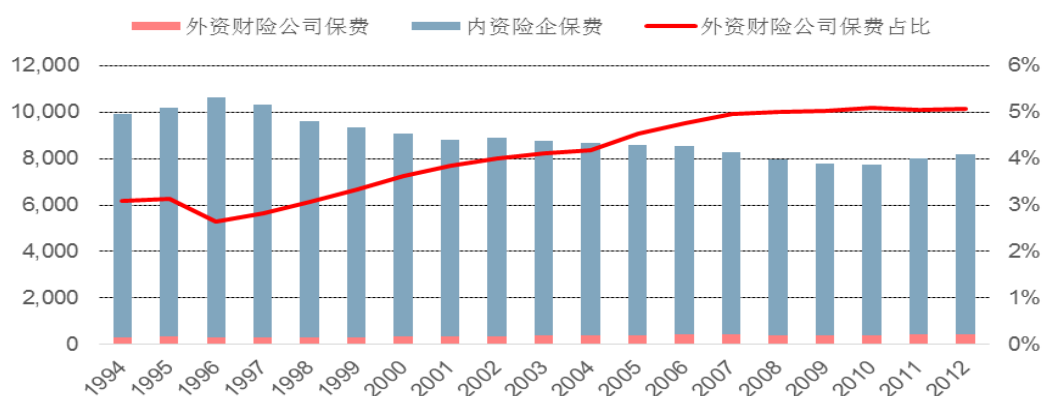
图表15：截至 2017 年保险机构存续情况



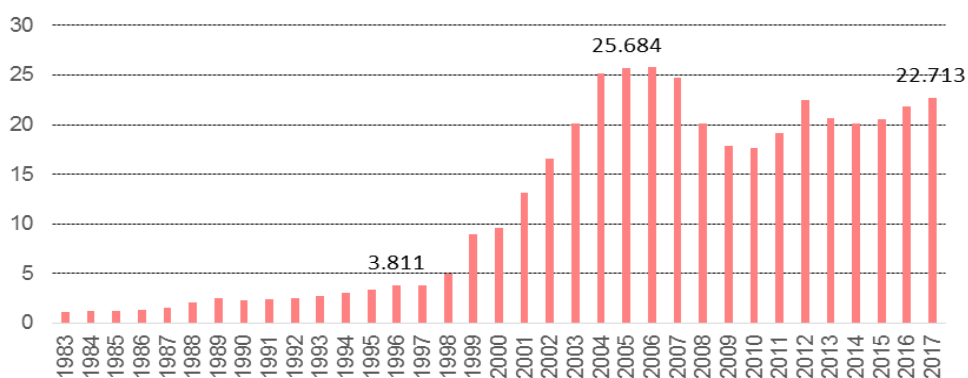
资料来源：OECD，中信建投证券研究发展部

**外资财险公司市场份额仅占 5%。**1996 年后日本外资保险公司保费收入逐年上涨，伴随市场份额也有所提升。财险业务方面，自 1996 年起，外资险企市占率由 2.65% 逐步上升至 2012 年的 5.08%，但比例始终较低，本土财险公司仍占据 95% 左右绝对主导地位。更进一步地从细分险种的收入表现看，外资保险公司除在个人意外伤害保险领域占有超过 20% 的市场份额外，其余细分市场的保费份额均不足 5%，其主要原因是日美保险谈判结束前，只有“第三领域”保险向外资非寿险公司开放，长期的监管保护对行业格局产生深远影响。

**外资寿险市场份额快速上升至 20% 以上。**寿险方面，外资险企市场份额由 1996 年的 3.8% 迅速上升至 2006 年的 25.8%，成为日本寿险行业的重要力量。外资寿险之所以迅速发展，很重要的一个原因在于本世纪初日本大量本土险企在泡沫经济破灭、经济形势低迷的形势下最终破产倒闭，1997-2001 年共有 9 家，且大部分为寿险公司，近半数倒闭公司被外资企业接管，使得外资保险公司保费收入得到快速提升。2008 年起，随着日本泡沫经济破灭影响逐渐消退以及全球范围内的金融危机，外资寿险企业的市场份额有所回落，保持在 20% 左右，本土险企依然占据主要市场份额，龙头险企受影响较小。

**图表16： 日本内外资财险公司保费情况（十亿日元）**


资料来源：日本損害保険協会、中信建投证券研究发展部

**图表17： 日本外资寿险公司市场份额 (%)**


资料来源：OECD、中信建投证券研究发展部

**图表18： 激烈竞争加速本土险企破产，外资险企接管破产公司**

破产公司	破产时间	重组后业务接手公司
日产生命	1997	Aoba Life
东邦生命	1999	GE EdisonLife
第百生命	2000	Manulife Life
第一火灾海上	2000	
大正生命	2000	Azami Life
千代田生命	2000	AIG
协荣生命	2000	Prudential Financial
大成火灾海上	2000	
东京生命	2001	Taiyo Life & Daido

资料来源：《日本保险业研究报告》、中信建投证券研究发展部

## 2.3 市场集中度高，本土龙头险企占比稳定

日本保险行业始终保持集中度较高的状态，前六大寿险公司占据 60% 以上的市场份额，最高时接近 70%，前五大寿险公司均为日本本土公司，美国家庭生命跻身第六，2012 年前六家保险公司保费收入占全行业比例为 63%，保险行业的开放并未对国内龙头寿险企业的市场份额造成明显影响。

非寿险业的市场集中度相较寿险更高，是规模经济效应十分显著的业务，日本前四大保险公司（日本损害保险公司，东京海上日动保险公司，三井住友海上火灾保险及爱合宜日生同和保险）的合计市占率持续高于 80%，并且三井住友海上火灾与爱合宜日生同和保险公司同属 MS&AD 集团，可见日本损害保险市场集中度很高。

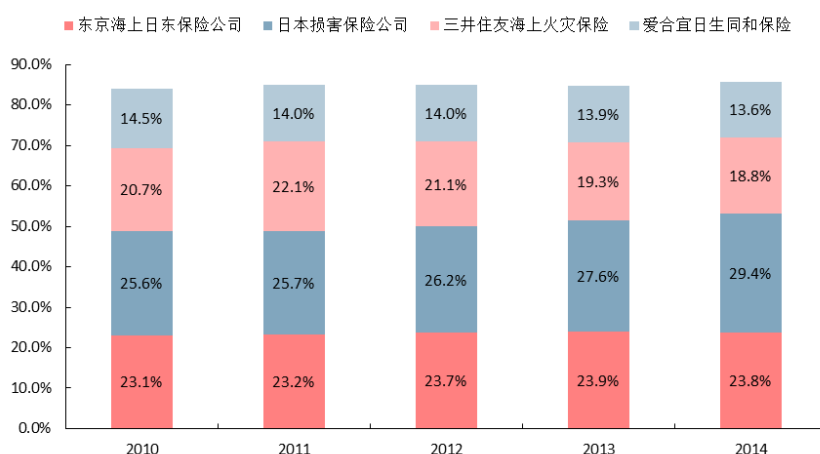
**图表19： 日本寿险行业集中度**

时间	CR6 (%)	寿险市场份额前六公司
1950	66	日本生命、第一生命、朝日生命、明治生命、千代田生命、中央生命
1960	67	日本生命、第一生命、朝日生命、明治生命、住友生命、三井生命
1970	69	日本生命、第一生命、朝日生命、明治生命、住友生命、太阳生命
1978	68	日本生命、第一生命、朝日生命、明治生命、住友生命、太阳生命
1980	64	日本生命、第一生命、朝日生命、明治生命、住友生命、三井生命
1990	66	日本生命、第一生命、朝日生命、明治生命、住友生命、三井生命
2000	68	日本生命、第一生命、朝日生命、明治生命、住友生命、安田生命
2010	69	邮政保险，日本生命，明治安田生命，第一生命，住友生命，美国家庭生命
2012	63	邮政保险，日本生命，明治安田生命，住友生命，第一生命，美国家庭生命

资料来源：《日本寿险业研究》、中信建投证券研究发展部



图表20：日本财险公司 CR4 市占率



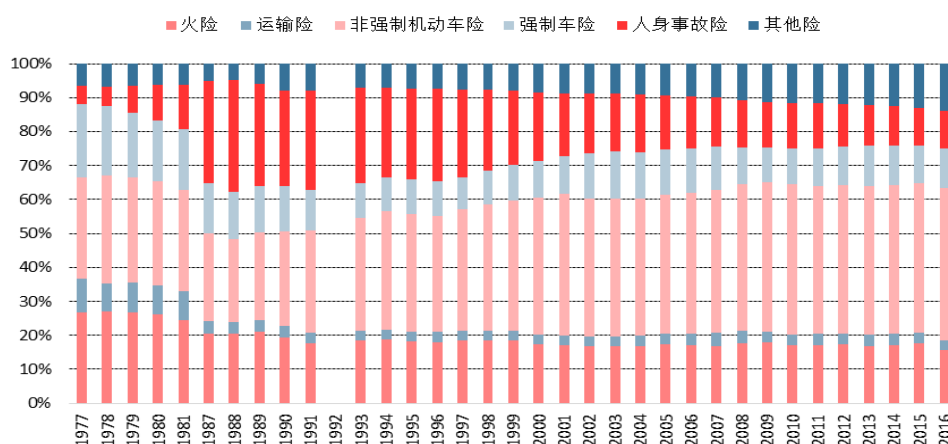
资料来源：《保险业研究报告》，中信建投证券研究发展部

## 2.4 保险产品日趋丰富，主要险种结构仍稳定

日本保险市场经过多年的发展，在诸多险种上发展已经相对成熟，外资险企进入日本市场后难以在传统险种上获得突破，而是挖掘日本保险市场潜力，以较为创新的第三类保险争夺市场份额，形成竞争优势。

**财险险种结构相对稳定。**上世纪 70 年代以前，日本以火灾保险为最主要险种，70 年代后随着汽车保有量的不断提升，车险逐渐发展成为第一大险种，截止 2016 年，日本强制车险及商业车险合计占比约为 57%，火险占比下降至 16%。金融业对外开放前，日本在伤害险、健康险、个人综合险等第三类险种发展尚不成熟，1996 年全面开放后，日本允许寿险和财险以子公司参与第三类保险服务，外资险企进入后难以撼动传统险种市场，而是迅速切入第三领域新型险种，责任险、信用保险、个人综合险等险种保费占比逐年提升，但仍然占比较低，金融自由化改革之后至今，日本财险业已经是成熟后期，各险种收入结构相对稳定。

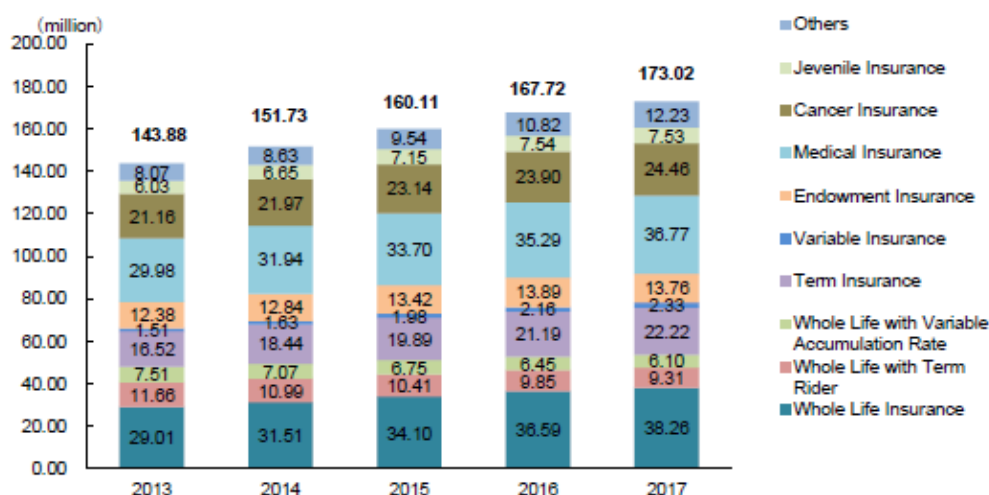
图表21：日本财险产品结构



资料来源：日本損害保險協會、中信建投证券研究发展部

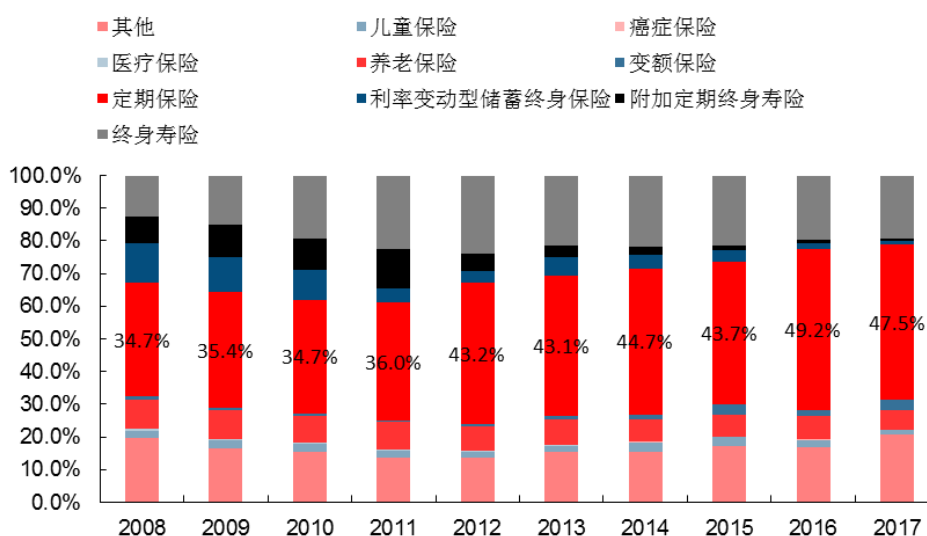
寿险以医疗保障和身故保障为主要方向。日本保险业全面开放之时，已有 90% 以上的家庭参加了人身保险，人身保险业已由以往的高速发展转变为稳定发展，外资险企也难从中获得可观收益。随着日本中老年人口增加，经济低增长导致个人收入增长缓慢的情况下，中老年客户保险需求成为寿险市场拓展的主方向，外资险企以日本本土尚不成熟的健康险、医疗险等为主要竞争险种占领市场，1974 年，美国家庭生命保险公司将“癌症保险”引进日本，医疗保险、癌症险有效保单逐年增长，截止 2017 年，有效保单数分别为 3677 万、2446 万件，仅次于终身寿险保单数量。但从保费规模来看，仍然是定期保险和终身寿险占据主导地位，2017 年新单保费中所占比例分别为 47.5%、19.2%，有效业务保费规模中占比分别为 32.6%、21.3%，且有逐年增长的趋势。

图表22： 各险种有效保单数



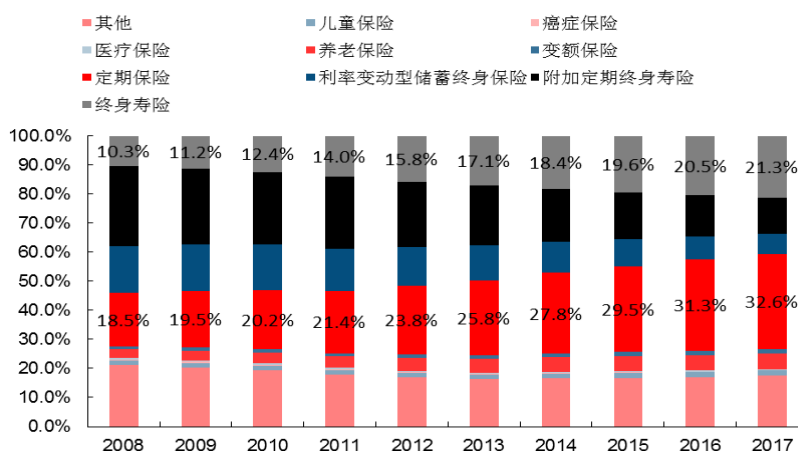
资料来源：LIAJ。中信建投证券研究发展部

图表23： 个险新单保费占比



资料来源：LIAJ、中信建投证券研究发展部

图表24：有效业务保费结构



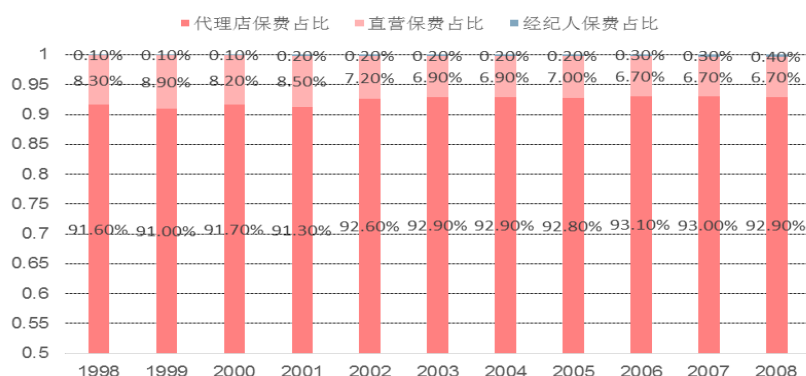
资料来源：LIAJ、中信建投证券研究发展部

## 2.5 营销渠道多样化

营销渠道方面，随着科技进步、金融自由化改革的推进及外资保险公司的带动，日本寿险业营销渠道自 90 年代起逐渐多元化，邮购渠道、代理店渠道和其他渠道（包括公会、网销、电视、电话销售等）逐渐发挥更大作用。

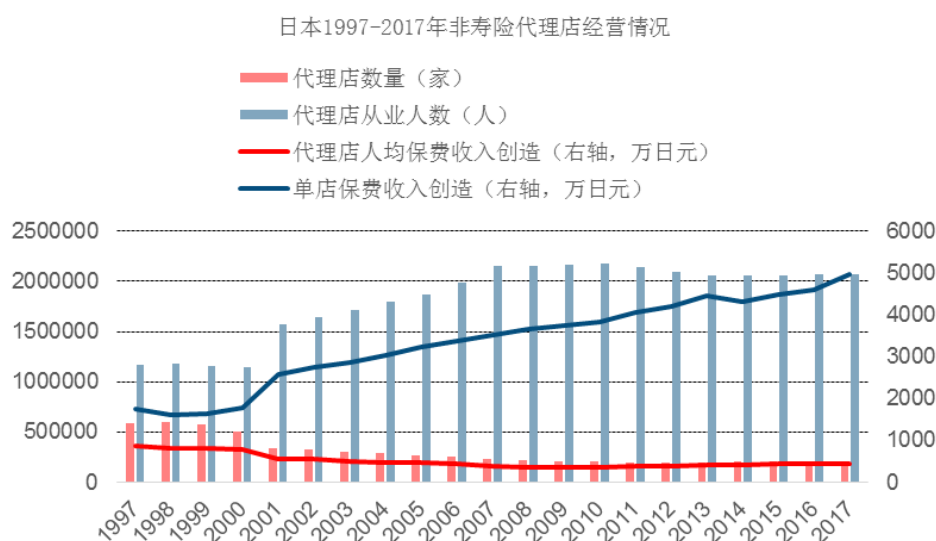
财险业务销售渠道主要依靠代理店，对外开放对渠道影响较小。代理店以兼业代理和独家代理的经营方式为主，自 1996 年以来代理店数量从接近 60 万家逐渐下降到约 19 万家，但代理店从业人员有所增长，从 1996 年的 117 万人增长至 2017 年约为 207 万人左右；然而人员的快速扩张却带来人均产能的下滑，代理店人均保费收入贡献自 1997 年的 881 万日元降至 2013 年的 448 万日元。金融业开放后，日本开始放开对保险经纪人的限制，但经纪人数量有限，几家外国公司采用差异风险定价通过电话销售资源汽车保险，并逐渐扩展到其他公司和险种，也为日本保险行业销售渠道带来新的活力。但通过代理店销售的财险业务占比始终维持在 90% 以上，其他渠道销售比例仍然较小。

图表25：日本 1998-2008 年财险营销渠道



资料来源：GIAJ、中信建投证券研究发展部

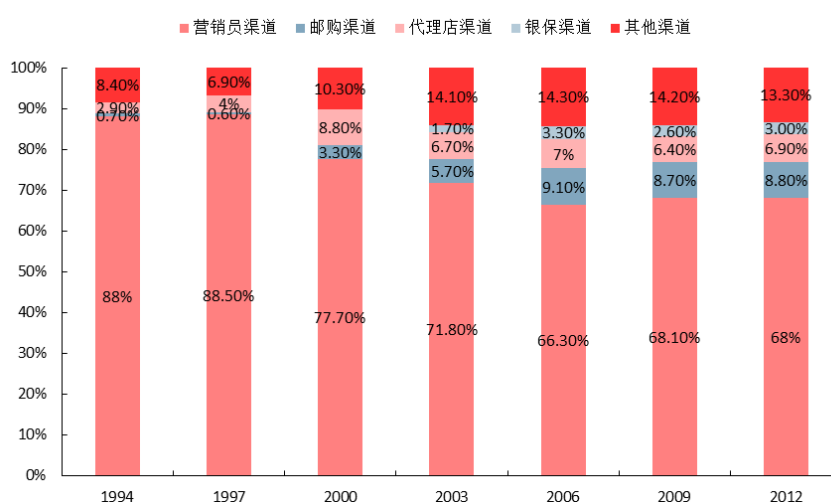
图表26：日本 1997-2017 年非寿险代理店经营情况



资料来源：GIAJ、中信建投证券研究发展部

寿险以营销员渠道为主，其他渠道逐渐发展比例提升。日本寿险起步阶段依赖于代理店渠道，后营销员渠道的迅速崛起取代了代理店渠道成为最重要的寿险营销渠道。后随着金融自由化改革的推进，寿险营销渠道逐渐多元化起来，特别是 2001-2007 年期间银保渠道逐步完成解禁，推动了变额年金和趸交寿险的销售。根据日本商业调查机构报告，当前日本营销员渠道贡献的保费收入已不足 60%，剩下 40%的保费收入由代理店渠道、来店型店铺（类似保险超市）以及邮购渠道等贡献，其他新兴渠道销售占比逐年提升。

图表27：1994-2012 年日本寿险业营销渠道变化



资料来源：《日本寿险业研究》、《保险业研究报告》、中信建投证券研究发展部

## 三、台湾保险业对外开放影响分析

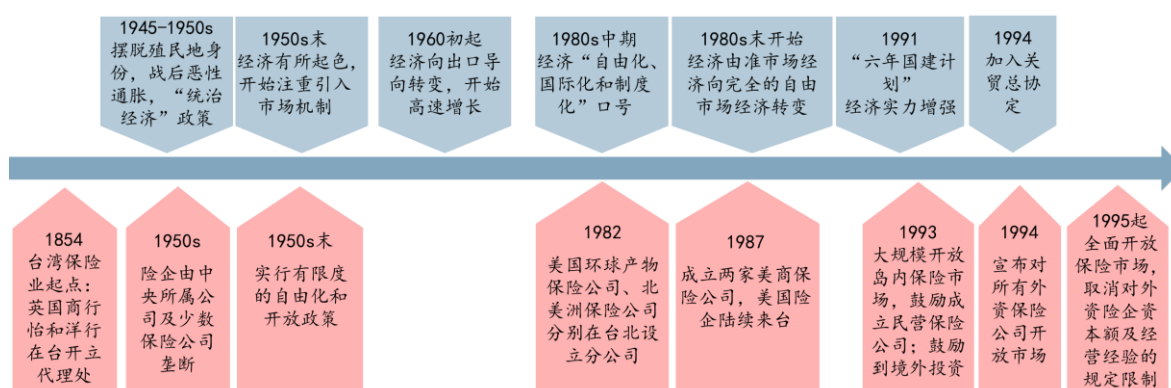
### 3.1 岛内经济逐步发展，保险市场开放循序渐进

台湾地区保险行业起始于 19 世纪。二战胜利后，台湾结束日本殖民统治时期，1945 年，台湾地区成立保险业监理委员会，接管日本殖民时期经营的 26 家保险公司。50 年代起，台湾地区经济开始恢复，当局实行“统治经济”政策，管控较严，保险公司主要由“中央信托局”所属的产物和人寿两处及少数几家保险公司垄断。50 年代末，当局开始注重引入市场机制，实行有限度的自由化和开放政策。

80 年代前，台湾采取禁止一切外国保险公司进入的措施，同时在这一时期通过完善法规、加强制度建设等办法大力扶持岛内保险业，培养其竞争能力。80 年代初，台湾经济实力增强，收入水平提高，对保险的需求增加，在岛内保险业逐步发展成熟的情况下，台湾于 1982 年开始对美国开放保险市场，开放程度逐渐加大。1993 年，为了进一步增强岛内保险公司的竞争力，台湾当局开始大规模开放岛内保险市场，鼓励成立民营保险公司，特别是人寿保险公司；鼓励岛内公司到境外投资，投资金额以该公司资金 5% 为上限，并且放松金融保险业到大陆投资的规定。

1994 年，以加入关贸总协定（GATT）为契机，台湾当局宣布对所有外资保险公司开放市场，取消外资保险公司参与台资保险公司股权比例的限制，外资保险公司在台设立分公司条件限制也逐步放宽。至 1995 年，台湾当局全面开放整个保险市场，取消对外国保险公司资本额及经营经验的规定限制。

图表 28：台湾保险业对外开放历程



资料来源：公开资料整理、中信建投证券研究发展部

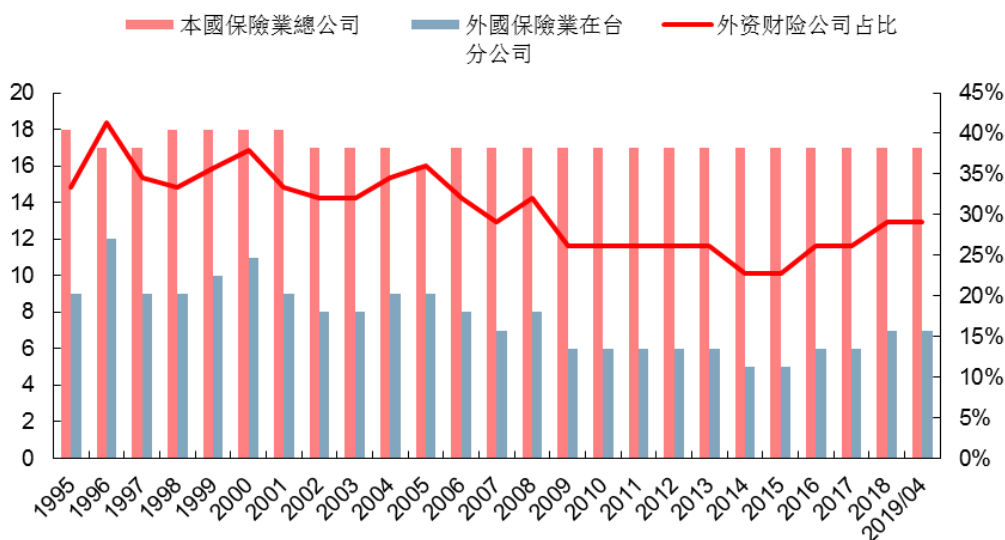
### 3.2 外资险企数量和市场份额短期内上升，内资公司仍占据主导地位

自 1995 年台湾全面放开保险市场起，台湾地区外资保险公司数量短期内上升明显，仅一年时间由 23 家增加至 27 家，1999 年保险公司数量达到最多，其中外资寿险公司 18 家、财险公司 10 家，而相对应的国内的寿险公司合计 16 家、财险公司 18 家。2001 年台湾政府颁布《金融控股公司法》，允许银行、证券和保险联合经营，实现跨界合作；2004 年开始大力推进金融集团民营化、大型化、国际化，在此背景下金融业公司出现大量



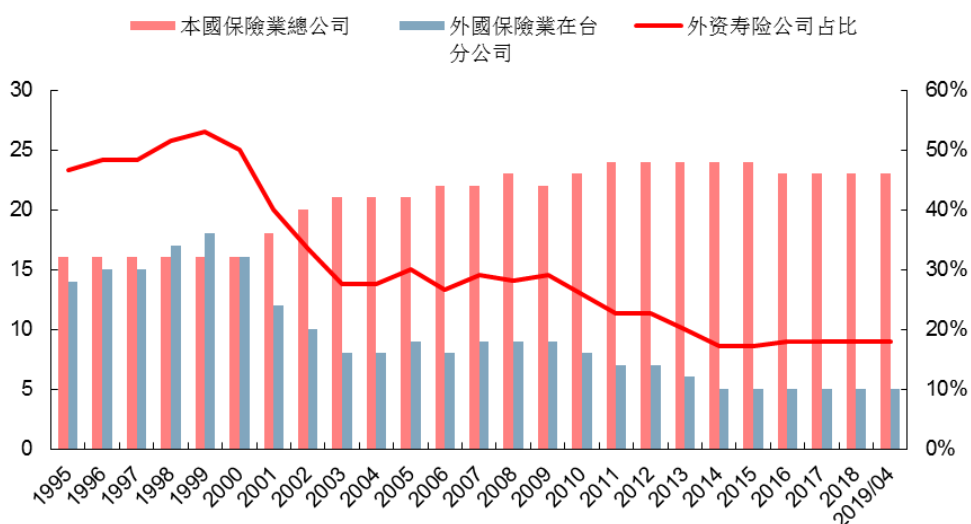
重组并购，内外资企业较多被并购，外资险企数量自 2000 年开始下降，2008 年金融危机后，又有部分外资寿险不堪经营压力而选择退出台湾市场，同时台湾本土寿险公司发展迅速，截至 2019 年 4 月，寿险行业内外资公司数量分别为 23 家、5 家，财产险行业内外资数量分别为 17 家、7 家，外资保险公司数量占比下降。

图表29： 外资财险公司数量及占比



资料来源：CEIC、财团法人保险事业发展中心、中信建投证券研究发展部

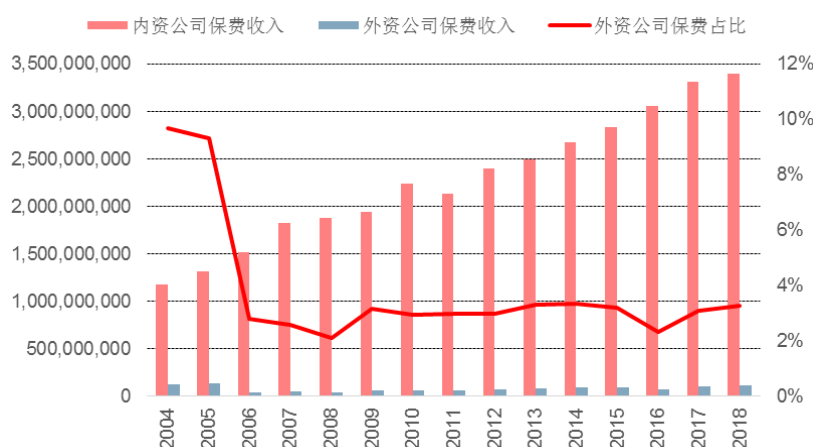
图表30： 外资寿险公司数量及占比



资料来源：CEIC、财团法人保险事业发展中心、中信建投证券研究发展部

从市场份额来看，台湾外资险企保费收入也同样呈现先增后降的情形。台湾地区外资寿险公司保费收入占比在台湾保险业开放伊始时有一定程度的提升，随后 2006 年起经历大幅下降，保费占比从 9% 下降至仅 3%，而内资寿险公司保费收入增长明显，占据主要市场份额。财险行业亦是如此，外资公司市占率也仅有 3%。

图表31： 台湾地区内外资寿险公司保费收入（千台币）及占比

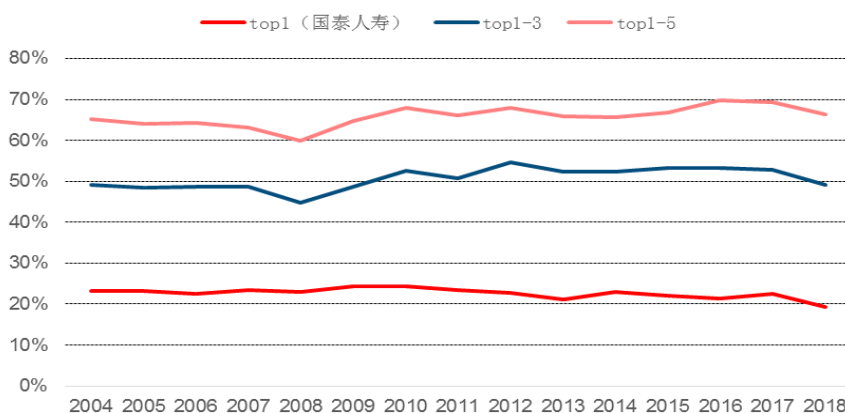


资料来源：财团法人保险事业发展中心、中信建投证券研究发展部

### 3.3 行业集中度高，本土公司掌握龙头地位

与日本相似，台湾保险行业也呈现高度集中的形态，寿险市场份额前五名的公司市占率维持在 60%-70% 之间；财险市场份额前五名的公司市占率基本维持在 40% 以上，且近年来有提升趋势。以寿险行业为例，2004 年起，国泰人寿一直占据最大市场份额，市占率维持在 20% 以上；自 2009 年起，国泰人寿、富邦人寿、南山人寿始终处于寿险市占率前三名的位置，市占率合计维持在 50% 左右；一直以来，市场份额最高的五个企业均为台湾本岛寿险公司，其市占率合计维持在 60% 以上。外商的进入并未威胁台湾本土龙头险企对市场的占有。

图表32： 台湾地区人寿保险公司市占率情况

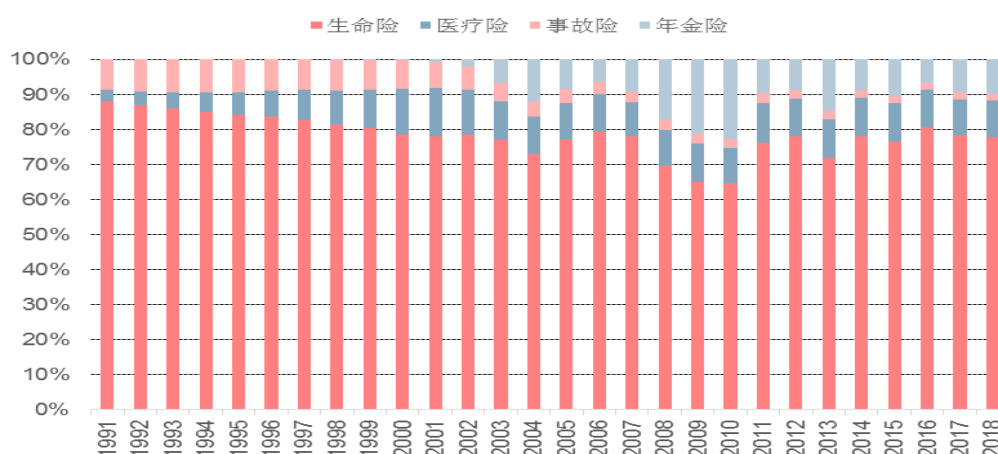


资料来源：财团法人保险事业发展中心、中信建投证券研究发展部

### 3.4 保险产品日渐丰富，包含政策影响因素

1987 年以前，台湾寿险产品主要集中在养老型保险，美资公司进入后，推动增值型终身寿险成为市场主流，后随着医疗险、年金险的份额增长，寿险市场的产品结构逐步丰富。90 年代起医疗保险得到了快速发展，从 1991 年保费占比 3% 发展到 2001 年占比接近 14%，之后维持 10% 左右的结构比例；其主要原因是 1995 年台湾地区开始实施全民健康保险，以全体台湾地区民众为保险对象，且具有一定强制性，使得台湾寿险市场投保率快速提升。1997 年底，台湾地区全民健康保险对象总人数达到 2049 万人，占应投保人数的 96.26%。年金险的发展得益于本世纪初台湾当局对年金险的开放政策，使得欧美发达的保险行业经验得以引进，具有投资性质的年金险产品得到开发，年金险逐渐在寿险中占据重要地位，在 2010 年时占比最高达到 22.79%，当前占比 10% 左右。

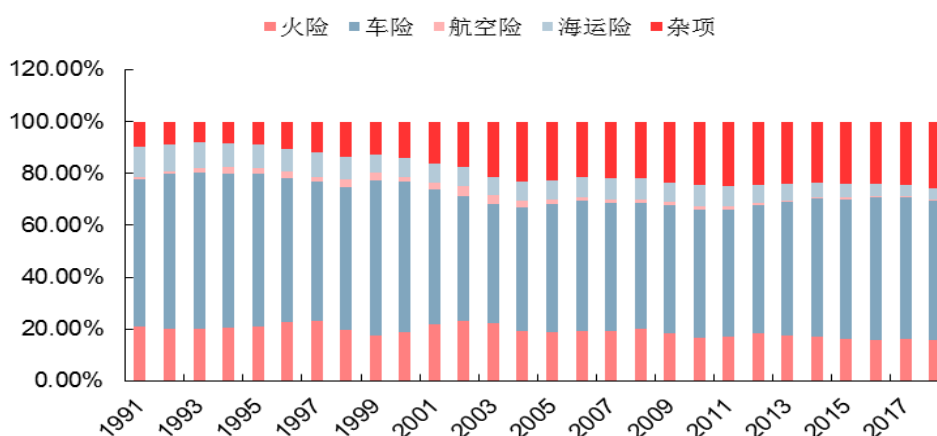
图表33： 台湾地区寿险产品保费结构



资料来源：CEIC、中信建投证券研究发展部

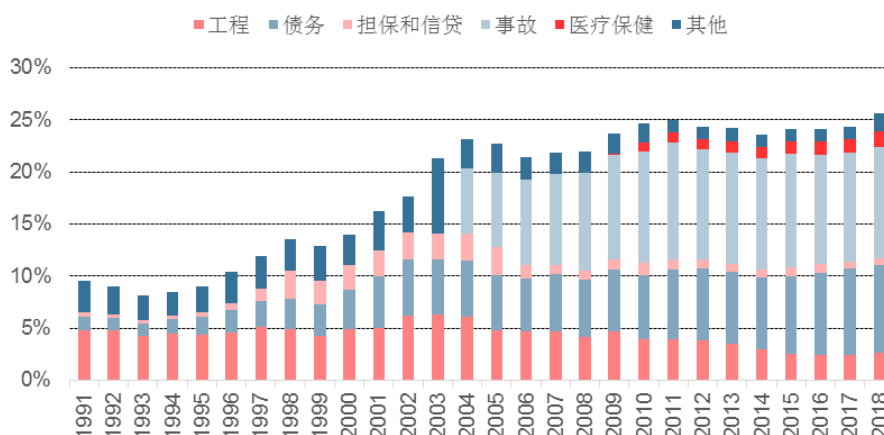
非寿险业务方面，车险始终是第一大险种，1998 年台湾财政主管部门公布《强制汽车责任保险法》，将台湾地区所有机动车辆全部纳入强制保险，带来了产险投保率与保费收入的突飞猛进。车险业务占比在 1999 年达到 60%，之后随着其他非车险种的快速发展，占比逐渐下降至 54% 左右。在保险业对外开放后的一段时间内，债务险、担保和信贷险保费占比提升显著，2003 年时占总保费比重分别为 5.3%、2.4%；债务险保费不断增长，至 2018 年已占据非寿险保费总额的 8.39%；另外一项快速发展的保险的事故险，2000 年前后，政府批准经营伤害保险，外资险企也迅速切入新领域，2004 年事故险保费占比飞速窜升至 6.23%，至 2018 年占比已经达到 11%。

图表34：台湾非寿险产品保费结构



资料来源：CEIC、中信建投证券研究发展部

图表35：杂项内各险种保费占总保费比例



资料来源：CEIC、中信建投证券研究发展部

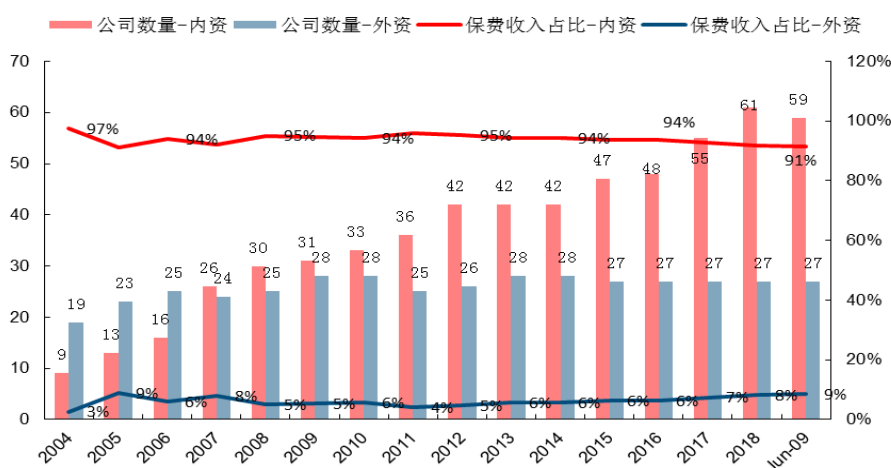
## 四、对外开放下我国保险行业发展预期

### 4.1 市场参与主体增多，外资公司市场份额有望提升

经历了过去十几年的快速发展，内资保险公司数量迅速增加，寿险公司从 2004 年的 9 家增长至 59 家，财险公司从 14 家增长至 66 家。而外资公司数量在有相关政策开放时才会有明显的增长，如在中国加入 WTO 之后的几年，我国保险业开始了对外开放的进程，外资保险公司管理条例及实施细则在 2001、2004 年先后落地，

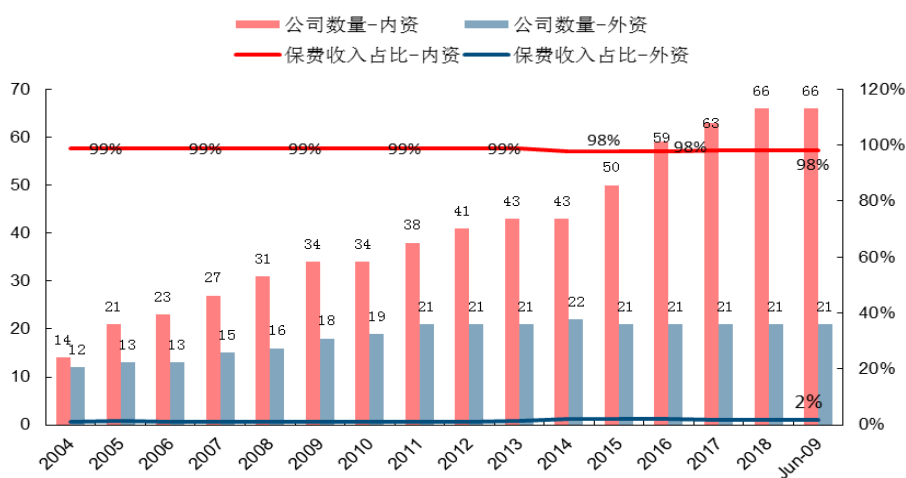
外资保险公司进场迎来小高峰，外资寿险公司从 2004 年的 19 家 5 年增长至最高 28 家，之后稳定在 27 家，外资财险公司从 12 家增长至 21 家并保持稳定。制约外资公司发展的一个主要问题在于股权管制，以合资的形式成立的外资公司，股权结构大多是 50:50，其公司治理层面存在一定不稳定性，中外双方经营与管理理念的不统一可能会导致合资公司的发展受限。金融业开放后，股权问题将在 2020 年得到解决，预期 2020 年之后会有更多外资保险公司进场。自去年以来，银保监会先后批准德国安联保险集团筹建我国首家外资保险控股公司，批准中英合资恒安标准人寿保险有限公司筹建我国首家外资养老保险公司，还有多项合资机构筹建省级分支机构以及增资申请获批。可以预见的是，外资公司市场份额势必有所增长，当前内资保险公司具有绝对性压倒优势，占据市场 90% 以上的份额，寿险内外资公司市占率分别约为 91%、9%，而财险分别为 98%、2%，我国保险密度、深度均不及世界平均水平，外资企业进入仍有较大市场空间。

图表36： 外资寿险公司数量及保费占比



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表37： 外资财险公司数量及保费占比



资料来源：中信建投证券研究发展部



## 4.2 受政策与地域限制，外资企业通过传统渠道开拓市场较难

外资财险公司占比极低一方面与行业政策保护相关，一方面与产品销售的地域限制相关。2012 年之前外资财险公司只能开展商业车险而不能参与交强险业务，但实际销售过程中商业车险往往与交强险捆绑销售，致使外资公司无法在第一大险种上拓展份额，而其他非车险业务也有较多的政策性险种，外资并不占优势。且在分支机构设立审批方面，外资保险公司分支机构设立审批更为严格，一次只能申请 1 个许可证，而内资险企可同时申请 6 个分公司营业执照，导致外资险企渠道铺设相对缓慢，制约了其业务发展。

其次，保险业务的开展具有地域性，《保险公司管理规定》要求“保险公司的分支机构不得跨省、自治区、直辖市经营保险业务”，但保险机构在符合保监会监管规定的情形下，可以“通过互联网、电话营销等方式跨省、自治区、直辖市承保业务”。外资险企进入本土市场后，短期内很难大量开设分支机构进行大范围展业，无法与本土险企多年累计的渠道优势相比拟，因此需要考虑的可能是如何进行异地展业。车险业务由于各个地区的保险费率和手续费都有当地的监管或行业自律要求，跨区域承保是逃避监管、扰乱市场的行为，监管较为严格，因此能够跨区域经营的主要是非车险业务，方式是通过电销和网销。当前能够通过电话异地销售的险种主要有普通人身险和分红型人身险，财险中的非车产品还未出台相应制度；能够通过互联网异地销售的产品包括：1) 人身意外险、定期寿险、普通型终身寿险、除长期护理保险和报销医疗保险外的健康险、养老年金保险、税延养老保险；2) 投保人或被保险人为个人的家庭财产保险、责任保险、信用保险和保证保险；3) 能够独立、完整地通过互联网实现销售、承保和理赔全流程服务的财产保险业务。

## 4.3 产品供给更加丰富，重点领域在养老保险、健康险以及非车业务

国外保险行业历史悠久，行业发展相对成熟，在产品研发、客户服务、营销体系、管理经验方面具有较大优势。对比我国本土保险市场产品同质化严重的基本情况，外资险企的进入将会丰富市场的产品供给，比如中宏人寿于 2000 年推出了国内第一个“分红保险”产品，美亚保险先后推出内资财险公司当时还未涉及的“董监事高管责任险”、“工商通保”综合险、“并购补偿险”、“航班延误险”等创新产品。结合日本、台湾的开放经验，外企大多是通过本土发展相对不成熟的险种以及顺应经济、政策的险种切入市场；当前我国亟待发展的养老保险、健康险以及非车业务细分险种，预期将成为外企重点发展的领域。

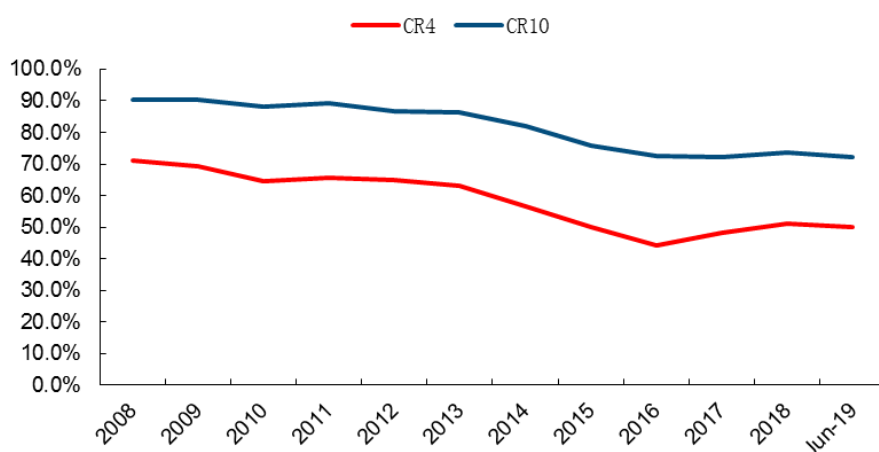
目前我国养老体系的二、三支柱发展尚不成熟，而一些国外保险机构在企业年金、养老金的运作管理方面具有丰富经验，由于我国相关政策不明确加上准入门槛较高，使得外资专业养老保险公司并未参与我国企业年金管理业务。随着恒安标准养老保险公司获批，国内专业养老机构增至 9 家，也标志着外资公司首次参与我国养老保险业务，开放力度的不断加码预期将引进更多的外资公司参与养老保险业务，同时也带来先进的管理经验与技术。

外资险企的客户服务能力有助于布局医疗健康市场。当前我国健康险正处于高速发展阶段，商业保险对医疗体系建设的重要性日益凸显，人们对于医疗保障、健康保障的意识逐渐提高，对健康险的需求日益旺盛，健康险业务是外资公司不可忽略的重要市场，且外企长期积累的客户服务经验将赋予其一定的竞争力，尤其是针对高端客群的服务，当前我国高端医疗健康领域的保险产品及服务还相对薄弱，但高收入人群的不断增长也使得高质量产品和服务需求不断增长，对产品和服务的要求有所提升。

## 4.4 本土龙头险企根深蒂固，市场地位难以撼动

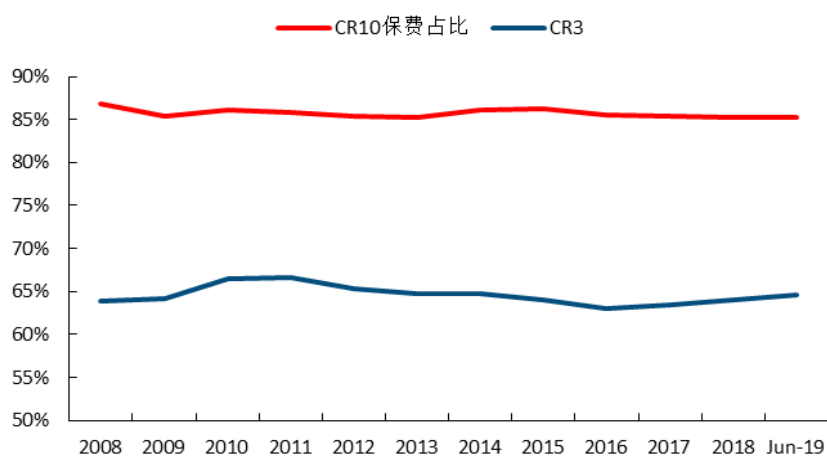
在金融业初步开放的阶段，外资保险公司的进入促进了我国保险行业格局的改变，2002年财产保险及寿险市场 CR4 市场份额分别为 95.38%、98.11%，属于寡头垄断型，随后保险行业集中度总体呈下降趋势，完成了寡头垄断型向垄断竞争型的转变。但自 2016 年以来市场集中度有所回升，龙头寿险公司先后完成了个险渠道转型，在保险回归保障的背景下率先启动价值转型；财险行业在商车费改的逐步推进下竞争明显加剧，马太效应凸显。龙头险企的主要优势具有不可复制性，一是背景与品牌优势，上市险企基本具有国资背景，经营历史悠久品牌形象深入人心，股东背景带来的资源不可替代；二是渠道优势，龙头险企全国分支机构众多，渠道建设短期不可复制，着重培育自有销售队伍，对中介机构依赖较低；三是数据优势，龙头险企深耕中国市场多年，积累的数据及经验优势无法超越。因此，外资险企较难占据较大市场份额，其进入对龙头企业威胁较小，难以撼动其市场地位。并且外资机构的经营理念并非是做大市场，而是更注重盈利能力，因此会更倾向于做小而精。

图表38：中国寿险行业市场集中度



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表39：中国财险行业市场集中度



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

## 五、投资建议

**中国太保：坚持聚焦价值，EV 持续增长能力优越。**综合性保险集团，产寿险均衡发展，坚持聚焦高质量，寿险探索以产能和收入提升为核心的个人业务新增长模式，保费增速逐季回升，二季度新保增速-3.4%，好于一季度-13%水平，代理人质量不断提升，月均健康人力和绩优人力占比分别为 38.8%、21.1%，同比提升 0.6/1.5pct。公司过去业务质量基础良好使得内含价值未来增长仍相对稳健，期初内含价值预期回报贡献 EV 比例接近 10%，逐年稳定为内含价值贡献增量，经测算，即使公司 2019 年 NBV 零增长，内含价值增速依然可以保持 15% 以上，且公司始终保持较高股息率水平。我们预计 2019 年公司实现每股内含价值 43.16 元，当前 P/EV 为 0.9 倍，我们认为合理估值为 43.16 元，维持“买入”评级。

**中国人寿：“重振国寿”加速转型成果初显现。**上半年业绩表现超同业，新单保费同比+2%、新业务价值同比+22.7%，代理人量质齐升，投资端大幅好转对利润和内含价值均带来较大正贡献，内含价值同比+11.5%略超预期，全年内含价值增长可期，“重振国寿”战略转型下，保险业务及投资业务均实现良好边际改善，后续重点关注业绩增长的持续性。公司当前股价对应 P/EV 为 0.9 倍，我们认为合理估值为 35.57 元，维持“买入”评级。

**新华保险：业务结构优化，健康险布局领先。**公司坚持健康险转型，大力发展健康险及长期期交业务，长期险首年保费中，期交占比达到 99.9%，业务结构优于同业，健康险业务实现 30% 以上高速增长，占总保费比例达到 35%，推动新业务价值率提升且领先同业，代理人留存与队伍高质量发展逐步改善。公司精算假设相对保守，未来价值增长更趋稳健。公司当前 P/EV 为 0.8 倍，我们认为合理目标价格为 65-72 元，维持“买入”评级。

**中国财险：马太效应巩固龙头地位，行业迎来利润向上拐点。**公司市场份额稳居首位，商车费改、报行合一竞争加剧、监管趋严形势下凸显龙头优势，市占率提升 2.2pct. 至 35%；非车险的大力发展助推保费增速，同时进一步优化产品结构，当前非车险业务占比达到 46% 处于行业领先地位，除了政策性大病保险小幅亏损，其他险种全部实现盈利，业务质量有所提升。在渠道布局上公司具有较大优势，大力建设直销渠道，业务占比已提升至 30%；此外在成本费用管控上，公司手续费率已经逐渐下降，管理费用维持较低水平，叠加税收优惠政策，本年利润显著回暖。随着乘用车主机厂税率下降、政策对新车销售的鼓励导向、以及高端车车均价格出现下降趋势的情况下，下半年车险市场增长压力有望得到缓解。公司当前股价对应估值为 1 倍 2019PB，我们认为合理目标价格为 11 港元，维持“买入”评级。

图表40： 估值情况

EVPS (元) / BVPS (港元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
中国太保	31.58	37.09	43.16	49.1	55.97
新华保险	49.2	55.5	65.5	77.1	90.5
中国人寿	26.03	28.13	32.27	37.03	42.52
中国财险	11.97	8.48	11.02	13.02	13.02

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 六、风险提示

新单保费增速放缓，代理人规模增长乏力，长端利率下行。

## 分析师介绍

**赵然：** 中信建投研究发展部非银金融、前瞻研究组首席分析师。中国科学技术大学统计与金融系应用统计硕士，研究方向为数据挖掘与机器学习。曾任中信建投金融工程分析师，2018年 wind 金牌分析师金融工程第2名团队成员。研究成果包括：自上而下的全球大类资产战略及战术配置框架及 因子投资模型等。目前专注于非银行业及金融科技领域（智能投研、智能投顾、金融信息服务、金融大数据等）的研究。

## 报告贡献人

**王欣** 18518181321 wangxinyf@csc.com.cn

**庄严** 18511554388 zhuangyan@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859