

保险行业 2019 年报综述

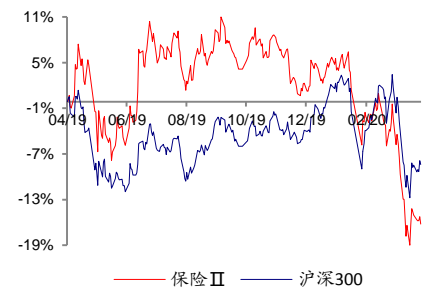
夯实价值增长，差异化发展静候估值修复

核心观点：

- **寿险业务发展呈现差异化。**2019 年主要大型上市险企代理人策略出现分化；平安寿险持续推进改革，加强考核、推进优才计划、深化 AI 的应用；国寿、新华积极扩充人力。在人力规模增长差异化的同时，各家公司代理人的质态也有所不同。上市公司 2019 年报披露，平安、新华、太保、国寿的个险新单业务同比增速分别为 -4.65%、1.64%、-15.22%、9.41%。整体来看，随着近年来新单业务增速持续下降，续期业务的占比在整体保费中有所提升。
从产品类型来看，健康险增速虽然较之前年度有所下降，但依然保持着较快增长，在人身险业务中的占比在逐步提升。
受累于个险新单业务增速下降以及产品、渠道策略的调整，平安、太保、新华的新业务价值同比增速走低；国寿实现 18.6% 同比增长。
- **非车险业务保持良好发展，综合成本率得到有效控制。**上市公司 2019 年报披露，平安产险业务实现保费收入 2,709.30 亿元，同比增长 9.5%；综合成本率 96.4%，同比提升 0.4 个百分点；非车险业务占比为 28.28%，同比提升 1.74 个百分点。太保产险业务实现综合成本率 98.3%，同比下降 0.1 个百分点；非车险业务实现 33.3% 同比增长，在产险业务中占比 29.90%，同比提升 4.58 个百分点。
- **权益类资产配置比例增加，投资收益率稳健提升。**据 2019 年报，平安、太保、新华、国寿总投资收益率分别为 6.9%、5.40%、4.90%、5.23%。
- **利率下行、权益市场波动加剧，利率及价格风险相对可控。**结合上市公司对利率风险的敏感性进行分析，利率风险对利润的冲击相对有限，对存量所有者权益和内含价值的影响偏正面。权益市场的下行对公司利润、股东权益、内含价值都有较为直接的负面影响；但随着公司对保险资金配置结构的动态调整，实际影响相对可控。
- **投资建议。**保险行业成长的方向依然比较明确，作为估值基础的价值预计也将稳健增长，但利率下行压力和疫情对行业的冲击，成为阶段性估值压制的重要因素；保险行业短期缺少明显催化，疫情给二级市场带来压力，保险板块亦有明显调整，投资价值凸显，尤其是港股估值屡创新低，在外部环境及市场趋稳后具有配置价值。**建议关注：新华保险 (601336.SH) / (01336.HK)、中国人寿 (601628.SH) / (02628.HK)、中国平安 (601318.SH) / (02318.HK)、中国太保 (601601.SH) / (02601.HK)。**
- **风险提示。**外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2020-04-07

相对市场表现



分析师： 陈福
SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE No. BOB667
0755-82535901
chenfu@gf.com.cn

分析师： 鲍淼
SAC 执证号：S0260518020001
010-59136635
baomiao@gf.com.cn

请注意，鲍淼并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 《普通型人身保险精算规定》 2020-02-07
点评：完善产品精算规定，推动长期保障业务发展
- 上市险企 2019 年保费收入概况：全年增长稳定，公司保费策略略显差异化 2020-01-19
- 保险 II 行业：2020 年投资策略：产品均衡促保费回暖，多元配置应低利挑战 2019-12-10

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	股价	最近报告日期	评级	合理价值	EPS (元)		PE (x)		P/EV (x)		1YrVNBPS (元/股)	
			2020/4/3				2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国平安	601318.SH	人民币	68.86	2020/2/21	买入	103.46	9.44	10.62	7.29	6.48	0.90	0.79	4.42	4.94
中国平安	02318.HK	港币	75.70	2020/2/21	买入	114.96	9.44	10.62	7.30	6.49	0.90	0.79	4.42	4.94
中国太保	601601.SH	人民币	27.71	2020/3/23	买入	54.20	3.37	4.01	8.22	6.91	0.57	0.51	2.70	2.97
中国太保	02601.HK	港币	23.45	2020/3/23	买入	38.68	3.37	4.01	6.33	5.32	0.44	0.39	2.70	2.97
新华保险	601336.SH	人民币	40.67	2020/3/26	买入	67.70	5.13	5.94	7.93	6.85	0.53	0.48	3.44	3.87
新华保险	01336.HK	港币	24.85	2020/3/26	买入	40.92	5.13	5.94	4.41	3.81	0.29	0.27	3.44	3.87
中国人寿	601628.SH	人民币	26.30	2020/3/26	买入	37.63	1.61	2.14	16.34	12.29	0.69	0.61	2.35	2.54
中国人寿	02628.HK	港币	15.50	2020/3/26	买入	28.95	1.61	2.14	8.76	6.59	0.37	0.33	2.35	2.54

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 4 月 3 日收盘价计算, 盈利预测及相关估值以人民币单位为基础计算

目录索引

一、上市公司业绩概况	5
(一) 人力增长差异化, 寻求规模质量新平衡	5
(二) 个险、续期业务为主体, 健康险维持高速增长	5
(三) 新业务价值增速承压, 新业务价值率分化调整	7
(四) 非车险业务保持良好发展, 综合成本率得到有效控制	9
(五) 权益类资产配置比例增加, 投资收益率稳健提升	9
(六) 利率下行、权益市场波动加剧, 利率及价格风险相对可控	11
二、行业发展近况	13
(一) 疫情影响短期增长承压, 长期发展仍在优化	13
(二) 监管制度不断完善, 引导行业长期健康发展	15
三、投资建议	17
四、风险提示	18

图表索引

图 1: 上市险企寿险代理人同比增长情况	5
图 2: 上市险企寿险代理人规模情况 (万人)	5
图 3: 上市险企寿险代理人渠道新单保费同比增长情况	6
图 4: 上市险企寿险续期业务占比	6
图 5: 上市险企健康险业务同比增长情况	6
图 6: 上市险企健康险在人身险业务中占比情况	6
图 7: 上市险企新业务价值同比增长情况	7
图 8: 上市险企新业务价值率情况	8
图 9: 上市险企有效业务价值在寿险业务内含价值中占比情况	8
图 10: 上市险企保险投资资产配置结构	10
图 11: 上市险企保险投资资产收益率情况 (%)	11
图 12: 中债国债到期收益率 (10 年, %)	11
图 13: 寿险行业保费增长情况	14
图 14: 产险行业保费结构情况	14
图 15: 保险行业资产配置情况	15
图 16: A 股险企 P/EV 估值情况 (倍)	17
表 1: 产险业务同比增长及占比情况	9
表 2: 利率下行假设下资产价格变动对公司部分业绩指标的影响	12
表 3: 权益资产价格下跌假设下公司部分业绩指标的影响	13

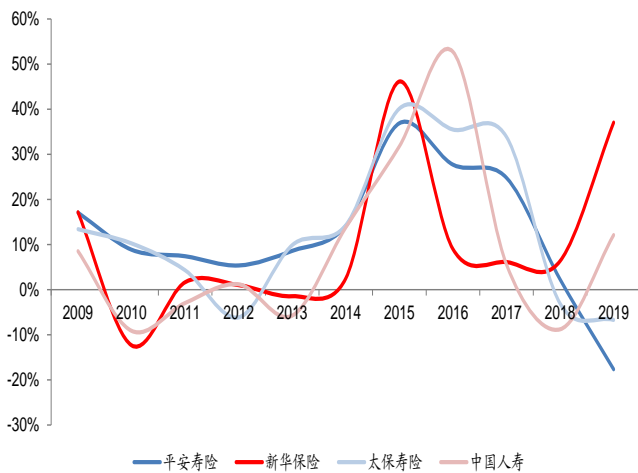
一、上市公司业绩概况

（一）人力增长差异化，寻求规模质量新平衡

经历了2017和2018年寿险代理人队伍增速下降、规模下滑之后，2019年主要大型上市险企代理人策略出现分化。平安寿险持续推进改革，加强考核、推进优才计划、深化AI的应用；2019年末寿险代理人数量为116.69万人，较年初下降17.7%、全年呈下降态势。太保寿险2019年月均人力为79万人，较上年同比下滑6.7%、较年中期略微下降。新华人寿在2019年下半年积极扩充人力，年末代理人规模达50.7万人，同比增长37.0%，创历史新高。中国人寿在“重振国寿”战略的持续推进下，人力保持增长，年末公司代理人规模达161.3万人，同比增长12.1%。

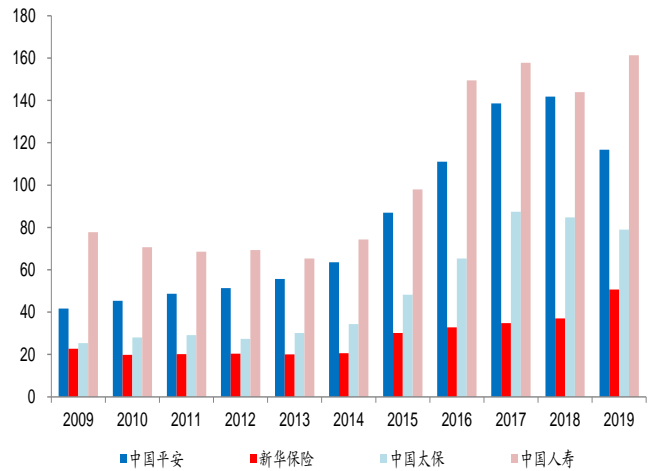
在人力规模增长差异化的同时，各家公司代理人的质态也有所不同。平安寿险代理人月均新单件数1.38件，同比增长13.1%；代理人寿险月均收入5,512元，同比增长1.8%。国寿月均有效销售人力同比增长34.9%，月均销售特定保障型产品人力同比增长43.8%。太保寿险营销员月均首年保费收入、佣金收入、新保件数分别同比下滑9.0%、11.1%、7.9%。新华由于短期扩充的人力产能相对不足，月均人均综合产能3,387元，同比下降22.5%。

图 1：上市险企寿险代理人同比增长情况



数据来源：上市公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：上市险企寿险代理人规模情况 (万人)

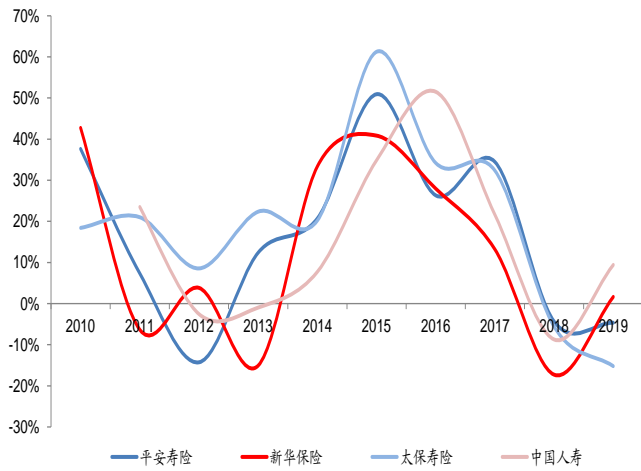


数据来源：上市公司财报，广发证券发展研究中心

（二）个险、续期业务为主体，健康险维持高速增长

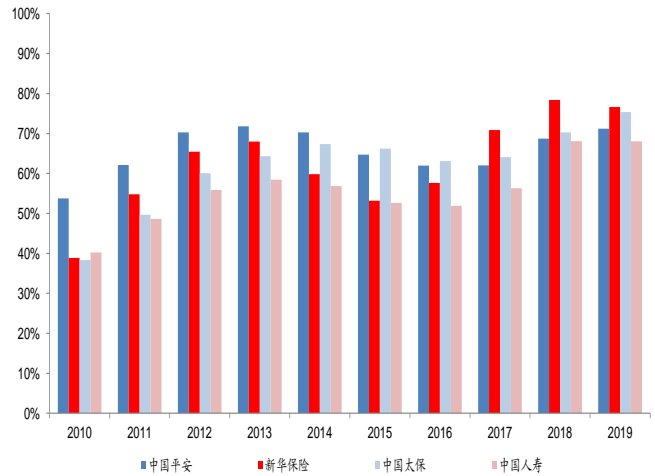
2019年，平安、新华、太保、国寿的个险新单业务同比增速分别为-4.65%、1.64%、-15.22%、9.41%。整体来看，随着近年来新单业务增速持续下降，续期业务的占比在整体保费中有所提升；同时，新华随着银保趸交业务的复苏，其续期业务的占比在2019年略有下降；未来业务的结构主要受新单增速和交费方式的影响。

图 3: 上市险企寿险代理人渠道新单保费同比增长情况



数据来源: 上市公司财报, 广发证券发展研究中心

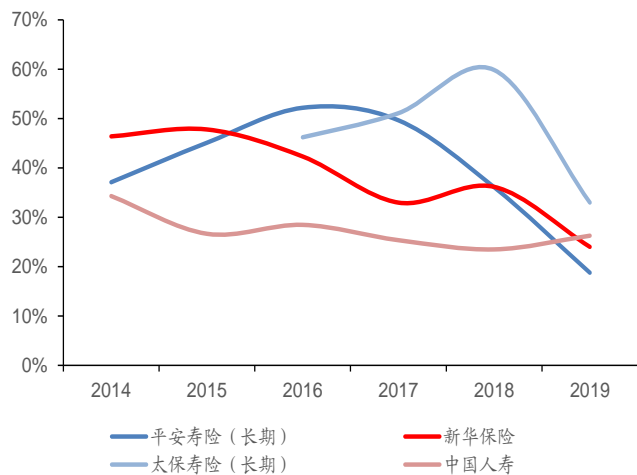
图 4: 上市险企寿险续期业务占比



数据来源: 上市公司财报, 广发证券发展研究中心

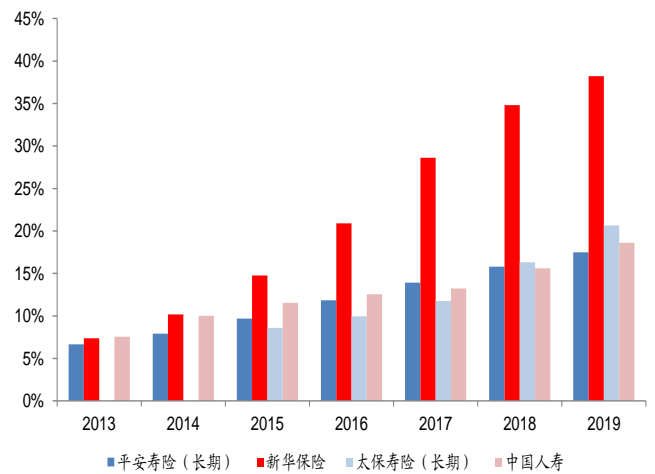
从产品类型来看, 健康险增速虽然较之前年度有所下降, 但依然保持着较快增长, 在人身险业务中的占比在逐步提升。2019年, 平安人身险业务中传统寿险、长期健康险、尤其是年金保险的增速较高(分别为18.48%、18.77%、253.41%); 太保长期健康型产品保费收入同比增长32.99%, 占比达20.66%, 同比提升4.35个百分点; 新华健康险业务同比增长24.00%, 保费收入占比38.22%, 同比提升3.4个百分点; 国寿健康险业务同比增长26.3%, 增速较上年进一步提升, 保费收入占比18.62%, 同比提升3.01个百分点。平安、太保、新华的分红型业务占比都有不同程度的下降。

图 5: 上市险企健康险业务同比增长情况



数据来源: 上市公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 上市险企健康险在人身险业务中占比情况

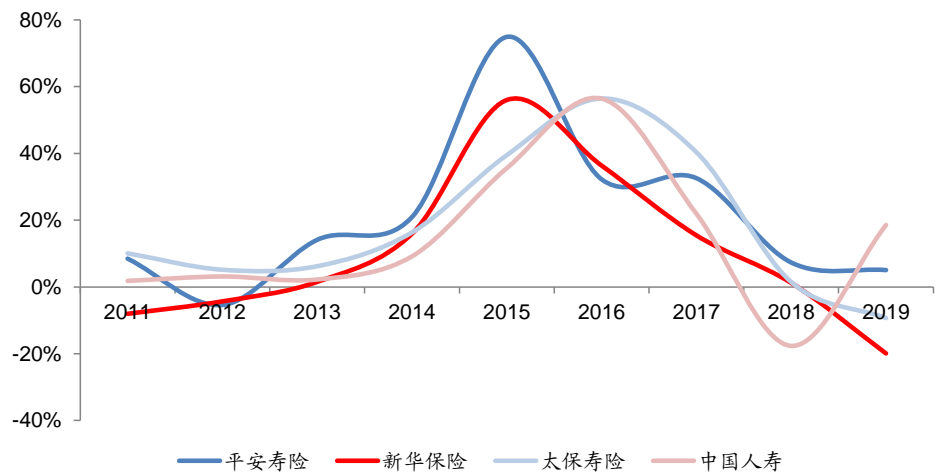


数据来源: 上市公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 新业务价值增速承压，新业务价值率分化调整

受累于个险新单业务增速下降以及产品、渠道策略的调整，平安、太保、新华的新业务价值同比增速走低。2019年，平安实现寿险及健康险新业务价值759.45亿元，同比增长5.1%；其中长交保障储蓄混合型业务新业务价值实现28.29%同比增长。太保寿险一年新业务价值为245.97亿元，同比减少9.3%。新华实现一年新业务价值97.79亿元，同比下降19.91%。中国人寿在“重振国寿”战略的推进下，实现一年新业务价值586.98亿元，同比增长18.6%。

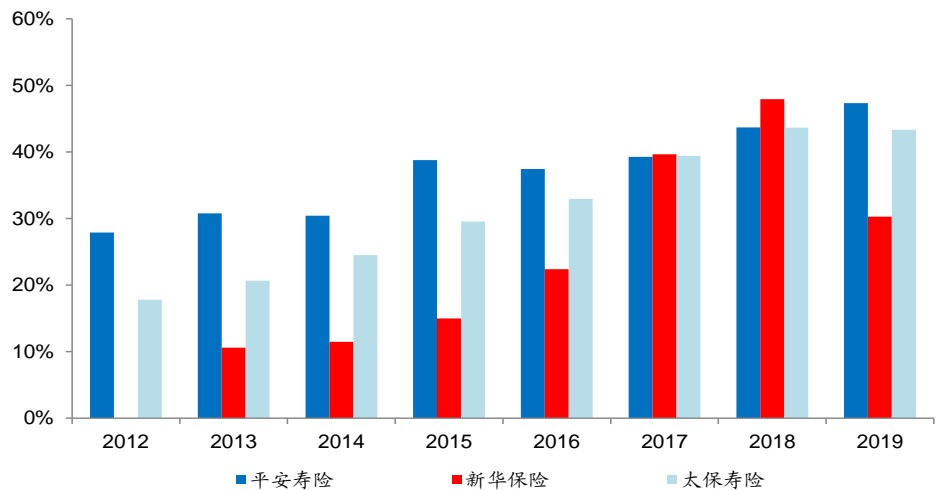
图 7：上市险企新业务价值同比增长情况



数据来源：上市公司年报，广发证券发展研究中心

平安寿险及健康险新业务价值率为47.3%，同比提升3.6个百分点；其中，长期保障型业务新业务价值率为104.9%，同比提升10.2个百分点。国寿改善明显，个险、银保渠道一年新业务价值率分别为45.3%、23.8%，同比分别提升3.1、5.1个百分点。太保寿险受期交新单业务下滑、趸交业务增加等影响，2019年新业务价值率为43.3%，同比下降0.4个百分点。新华受长险首年业务下滑、银保趸交业务大幅增长等影响，产品新业务价值率下滑至30.28%，同比下降17.67个百分点。

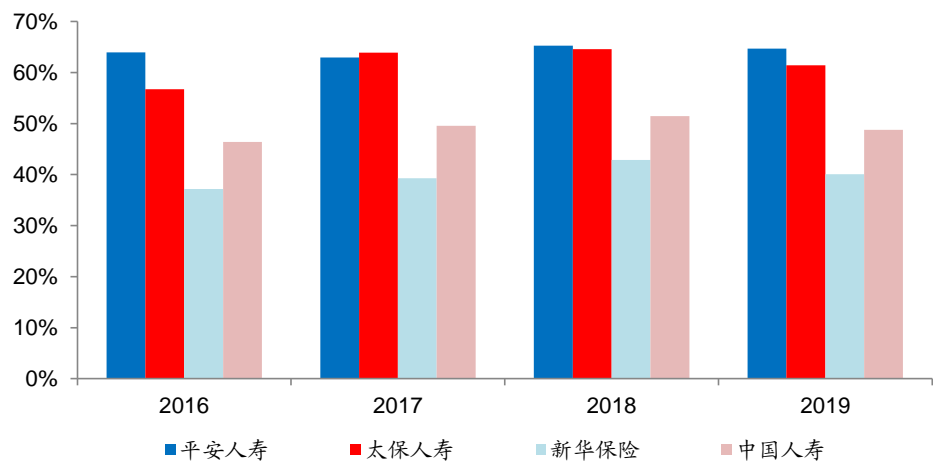
图 8: 上市险企新业务价值率情况



数据来源: 上市公司年报, 广发证券发展研究中心

由于2019年上市公司投资表现良好, 净资产得到有效增厚; 同时, 部分公司新业务价值增速下降, 新业务价值率降低, 在多种因素共同影响下, 扣除要求资本成本后的有效业务价值在寿险业务内含价值中的占比较前期有所下降。

图 9: 上市险企有效业务价值在寿险业务内含价值中占比情况



数据来源: 上市公司年报, 广发证券发展研究中心

整体来看, 上市公司内含价值保持了平稳有力的增长。中国平安2019年末内含价值为12,005.33亿元, 较2018年末增长19.8%; 中国太保集团内含价值达3,959.87亿元, 较上年末增长17.8%; 新华实现内含价值2,050.43亿元, 较上年末提升18.4%; 国寿实现内含价值9,420.87亿元, 较上年末提升18.5%。

(四) 非车险业务保持良好发展, 综合成本率得到有效控制

中国平安2019年产险业务实现保费收入2,709.30亿元, 同比增长9.5%; 综合成本率96.4%, 同比提升0.4个百分点(综合费用率为39.1%、同比下降2个百分点, 综合赔付率同比上升2.4个百分点), 仍处于行业领先水平。非车险业务占比为28.28%, 同比提升1.74个百分点。

表 1: 产险业务同比增长及占比情况

产险原保费收入	2019 (百万元)	2018 (百万元)	增速 (%)	2019 占比	2018 占比	变动 (百分比)
车险	194,315	181,768	6.90	71.72%	73.46%	-1.74
非机动车辆保险	63,703	56,211	13.33	23.51%	22.72%	0.80
意外与健康保险	12,912	9,465	36.42	4.77%	3.83%	0.94
合计	270,930	247,444	9.49	100.00%	100.00%	-

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

中国太保产险业务2019年实现综合成本率98.3%, 同比下降0.1个百分点; 综合费用率明显改善为38.1%, 同比下降4.1个百分点。非车险业务继续良好发展, 实现33.3%同比增长, 在产险业务中占比29.90%, 同比提升4.58个百分点。

(五) 权益类资产配置比例增加, 投资收益率稳健提升

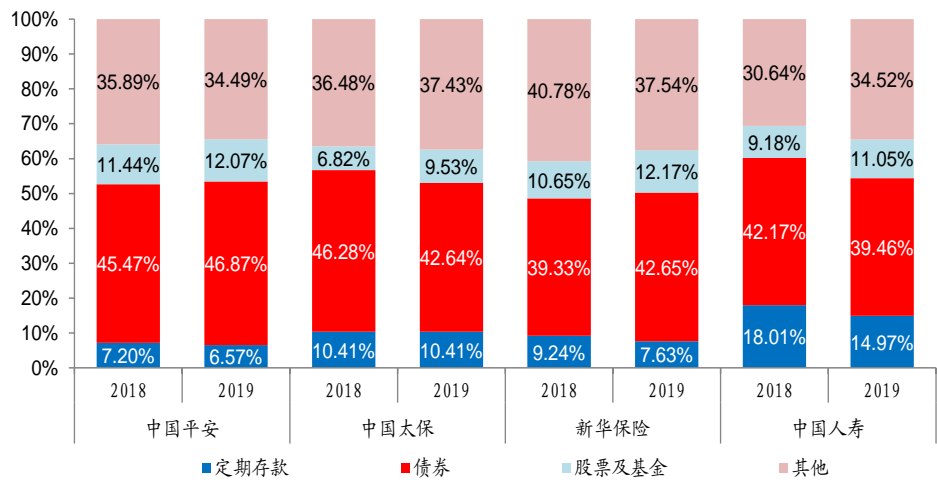
截至2019年末, 中国平安保险资金投资组合规模约3.21万亿元, 较年初增长14.8%; 其中, 股票资产占比为9.2%, 同比提升0.9个百分点; 非上市股权占比2.1%, 同比提升0.3个百分点; 长期股权投资占比3.8%, 同比上升0.5个百分点。

中国太保把握二级市场机遇, 相对更加积极的调整资产配置; 债券投资占比42.6%, 较上年末下降3.7个百分点; 权益类投资占比15.7%, 较上年末上升3.2个百分点, 其中股票和权益型基金占比8.3%, 较上年末上升2.7个百分点。

新华债权型金融资产投资金额为5,505.39亿元, 在总投资资产中占比为65.6%, 较上年末持平; 股权型金融资产投资金额为1,569.57亿元, 在总投资资产中占比为18.7%, 较上年末增加2.1个百分点, 其中股票投资的占比同比提升2.0个百分点达6.6%。

国寿2019年权益类金融资产占比达16.95%, 同比提升3.28个百分点; 其中, 股票占比达7.74%, 同比提升1.99个百分点。

图 10: 上市险企保险投资资产配置结构



数据来源：上市公司年报，广发证券发展研究中心

在2019年权益二级市场的提振下，公司保险资金投资收益率都较上年取得了较大改善。

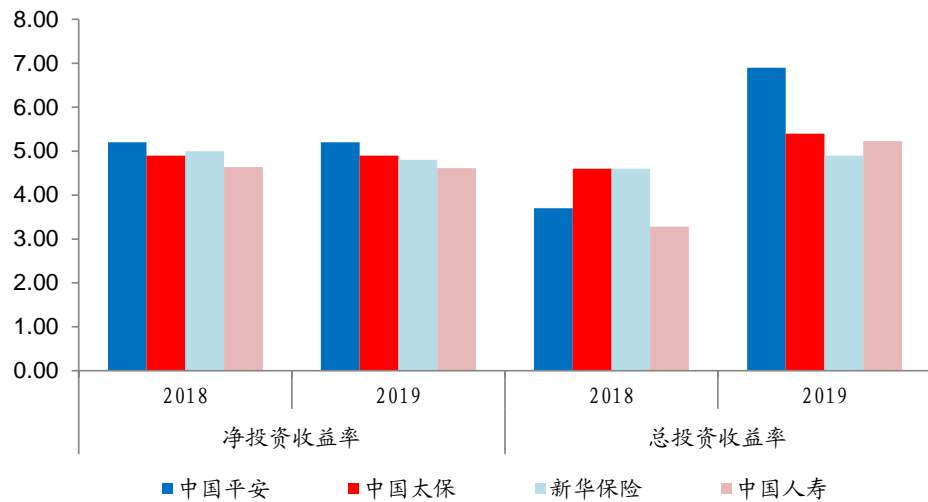
中国平安2019年实现净投资收益率为5.2%，同比持平；总投资收益率为6.9%，同比提升3.2个百分点。公司债权计划及债权型理财产品名义投资收益率为5.75%，剩余到期年限为3.68年。

中国太保实现净投资收益率4.9%，同比持平；总投资收益率为5.4%，同比提升0.8个百分点，其中权益类收益率达6.3%，较上年大幅改善5.2个百分点；净值增长率7.3%，同比上升2.2个百分点。在非公开市场融资工具的投资方面，名义投资收益率整体为5.6%，平均剩余年限为4.2年。

中国人寿投资组合净投资收益率为4.61%，同比下降0.03个百分点；总投资收益率为5.23%，同比提升1.95个百分点；综合投资收益率为7.27%，同比提升4.17个百分点。

新华保险投资组合总投资收益率为4.9%，同比提升0.3个百分点；净投资收益率为4.8%，同比下降0.2个百分点。

图 11: 上市险企保险投资资产收益率情况 (%)

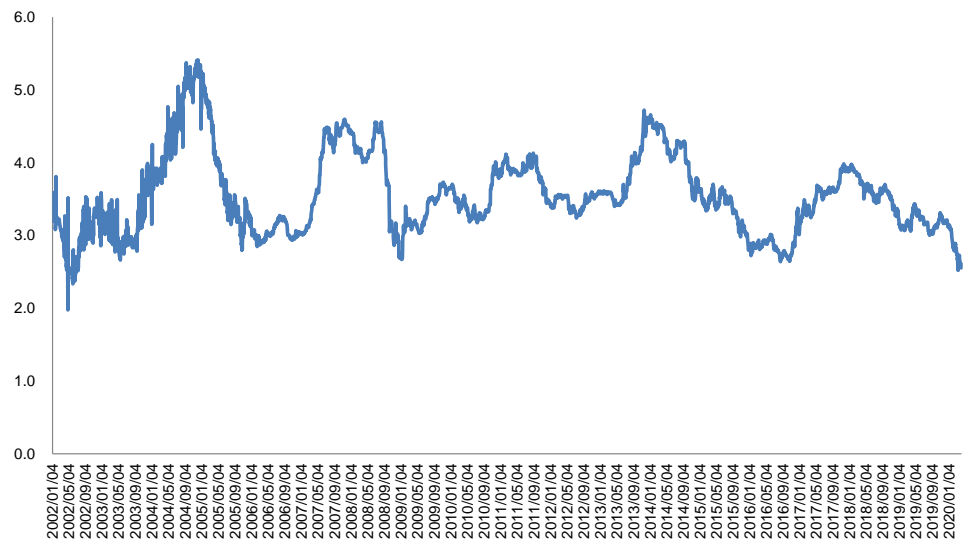


数据来源: 上市公司年报, 广发证券发展研究中心

(六) 利率下行、权益市场波动加剧, 利率及价格风险相对可控

2019年, 部分国家已经开始下调基准利率; 2020年的疫情影响, 使得宽松和刺激政策在短期大范围推广。中国10年期国债到期收益率出现下行, 触及近年来新低。

图 12: 中债国债到期收益率 (10年, %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

保险公司资产再配置面临一定压力。随着保险公司负债久期逐步拉长、负债成本有效控制, 以及保险资金更加多元化的配置权益类、类固收金融产品等资产, 无

风险收益率下行的负面影响会得到相应的缓解，但依然更加考验保险公司资产负债管理和投资能力。

结合上市公司对利率风险的敏感性进行分析，利率风险对利润的冲击相对有限，对存量所有者权益和内含价值的影响偏正面。

表 2：利率下行假设下资产价格变动对公司部分业绩指标的影响

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
利率下降 50 个基点对税前利润影响										
中国平安	0.93%	0.35%	0.35%	0.22%	0.13%	0.16%	0.27%	0.07%	1.07%	1.83%
中国太保	-2.95%	-3.45%	-4.83%	-0.52%	-0.26%	-0.16%	-0.20%	-0.30%	-0.21%	-0.19%
新华保险	1.95%	0.61%	0.39%	0.22%	0.08%	0.03%	0.09%	0.10%	0.14%	0.24%
中国人寿	-2.60%	-8.35%	-16.81%	-3.17%	-2.19%	-0.91%	-0.67%	0.08%	1.04%	-0.88%
利率下降 50 个基点对股东权益影响										
中国平安	3.64%	2.35%	1.78%	0.99%	0.77%	1.34%	1.16%	0.68%	1.22%	1.47%
中国太保	0.75%	0.59%	0.50%	0.86%	0.67%	1.46%	2.27%	3.21%	4.01%	3.09%
新华保险	6.48%	1.77%	1.75%	1.49%	1.15%	0.80%	0.61%	0.81%	1.23%	2.35%
中国人寿	3.66%	7.90%	2.42%	4.40%	2.02%	2.00%	2.21%	2.56%	3.15%	2.28%
利率下降 50 个基点对内含价值影响										
中国平安	2.12%	1.71%	1.30%	0.72%	0.59%	1.00%	0.89%	0.49%	0.83%	1.05%
中国太保	0.56%	0.40%	0.36%	0.60%	0.47%	0.96%	1.25%	1.58%	1.84%	1.43%
新华保险	1.52%	1.13%	1.11%	0.91%	0.65%	0.45%	0.28%	0.33%	0.47%	0.97%
中国人寿	2.58%	5.22%	1.60%	2.86%	1.27%	1.16%	1.04%	1.14%	1.28%	0.99%

数据来源：上市公司年报，广发证券发展研究中心

此外，在利率下行对资产价值产生直接影响的同时，传统型寿险和长期健康险准备金评估的增加对公司利润的削减仍值得关注，上市公司已经通过假设调整开始进行应对。中国平安在精算假设调整下，减少税前利润207.74亿元。中国太保主要受部分产品疾病发生率假设调整影响，对保险合同准备金等相关负债进行调整，减少公司税前利润80.77亿元。新华受精算假设调整影响，2019年减少税前利润62.49亿元。国寿受精算假设调整影响，减少2019年税前利润24.02亿元。

结合上市公司对权益市场波动风险的敏感性进行分析，权益市场的下行对公司利润、股东权益、内含价值都有较为直接的负面影响；但随着公司对保险资金配置结构的动态调整，实际影响相对可控。

表 3: 权益资产价格下跌假设下公司部分业绩指标的影响

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
权益资产价格下跌 10%对税前利润的影响										
中国太保				-0.73%	-1.67%	-2.88%	-3.01%	-3.21%	-0.92%	-0.08%
新华保险	-2.79%	-2.81%	-5.81%	-0.65%	-1.03%	-5.50%	-7.90%	-5.14%	-4.93%	-7.51%
中国人寿	-0.28%	-0.60%	-7.22%	-0.56%	-2.61%	-4.89%	-14.26%	-12.94%	-36.44%	-9.43%
权益资产价格下跌 10%对股东权益影响										
中国太保				-3.09%	-2.45%	-3.41%	-2.65%	-3.73%	-2.98%	-3.68%
新华保险	-22.33%	-3.37%	-3.58%	-3.13%	-4.58%	-7.57%	-6.78%	-7.78%	-7.18%	-8.50%
中国人寿	-5.73%	-9.34%	-6.20%	-6.88%	-4.85%	-7.74%	-10.26%	-11.69%	-12.23%	-10.80%
权益资产价格下跌 10%对内含价值影响										
中国太保				-2.15%	-1.70%	-2.25%	-1.45%	-1.84%	-1.37%	-1.71%
新华保险	-5.23%	-2.15%	-2.26%	-1.91%	-2.60%	-4.24%	-3.09%	-3.23%	-2.72%	-3.50%
中国人寿	-4.04%	-6.17%	-4.10%	-4.48%	-3.06%	-4.51%	-4.84%	-5.18%	-4.97%	-4.69%
股票及基金风险价值（在 99%置信水平和持有期限 10 天内，权益投资组合预期的最大损失量）对中国平安的影响										
对税前利润影响	-29.95%	-23.81%	-20.33%	-17.88%	-17.17%	-21.93%	-8.79%	-7.02%	-9.68%	-13.46%
对股东权益影响	-5.73%	-4.17%	-3.14%	-3.45%	-3.03%	-4.95%	-1.71%	-1.61%	-2.31%	-2.92%
对内含价值影响	-3.33%	-3.03%	-2.30%	-2.51%	-2.33%	-3.70%	-1.30%	-1.15%	-1.58%	-2.07%

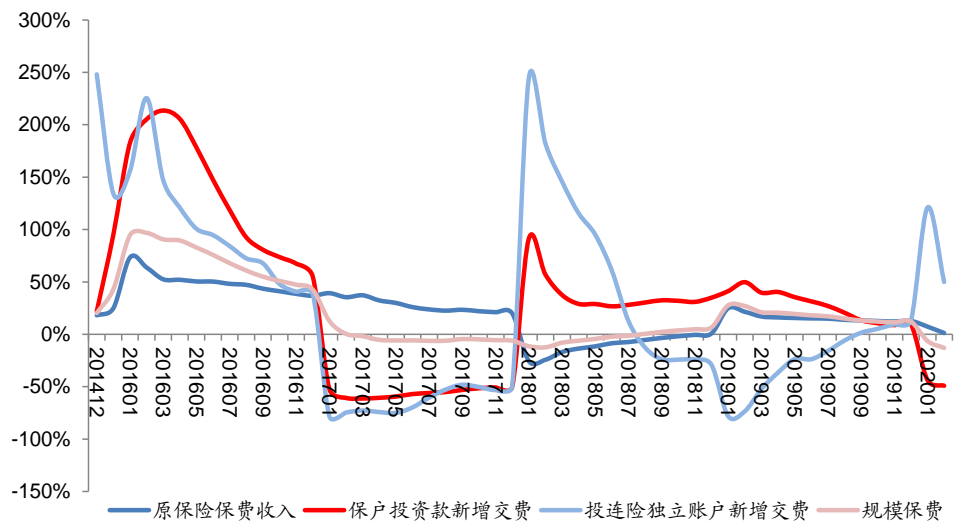
数据来源：上市公司年报，广发证券发展研究中心

二、行业发展近况

（一）疫情影响短期增长承压，长期发展仍在优化

银保监会公布2020年前2月行业数据，行业实现原保费收入11,768亿元，同比增长1.12%；产险业务实现原保费收入1,846亿元，同比下降3.70%；寿险业务实现原保费收入8,204亿元，同比下降0.69%；健康险业务实现原保费收入1,542亿元，同比增长22.09%，成为行业增长的持续亮点；意外险业务实现原保费收入176亿元，同比下降10.66%；保户投资款新增交费1,917亿元，同比下降49.07%；投连险独立账户新增交费60亿元，同比增长50.00%。

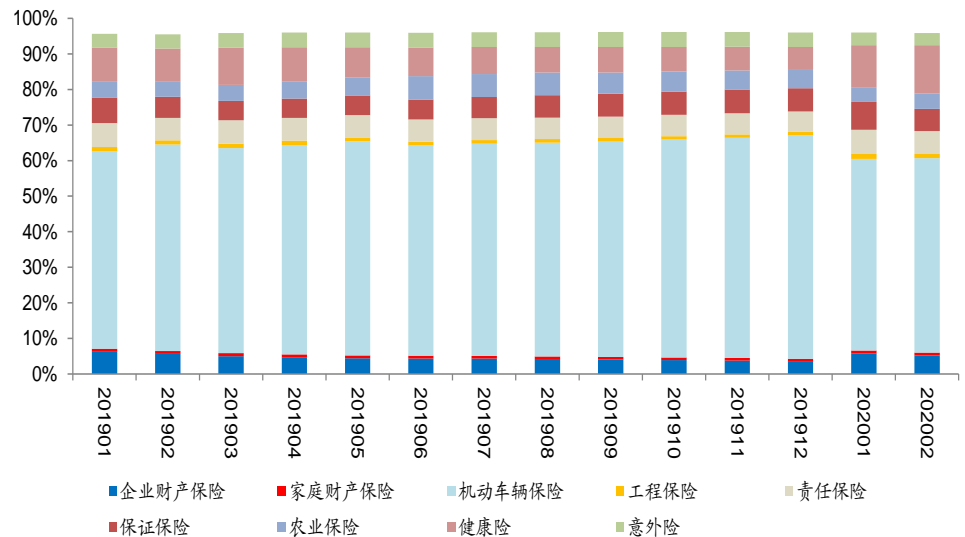
图 13: 寿险行业保费增长情况



数据来源：银保监会、广发证券发展研究中心

据中汽协统计，2020年前2月，汽车产销分别完成204.8万辆和223.8万辆，产销量同比分别下降45.8%和42.0%，车险增速亦受到直接影响。在车险业务增速下滑、非车险业务部分险种进一步发展的情况下，产险业务的结构保持优化；2020年前2月，车险保费占比为54.67%，健康险业务占比为13.61%。

图 14: 产险行业保费结构情况

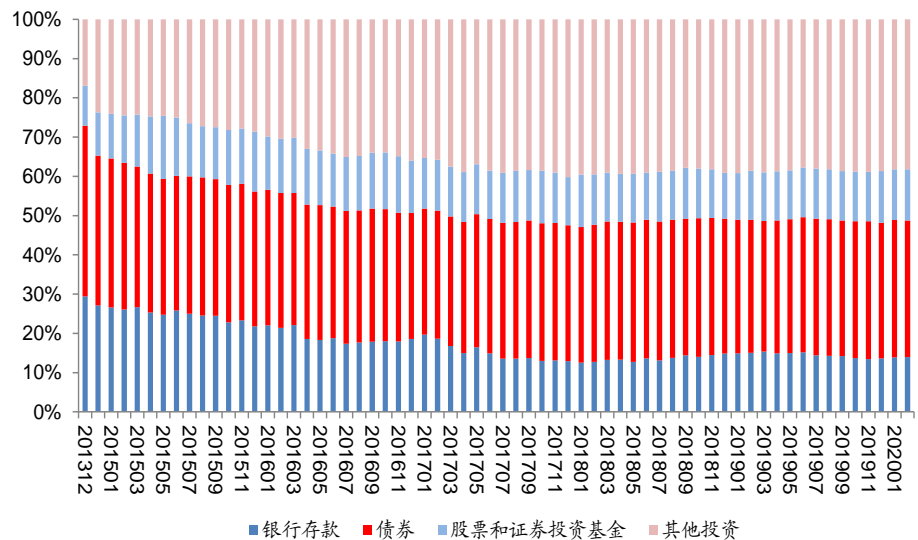


数据来源：银保监会、广发证券发展研究中心

截至2020年2月，行业资金运用余额达190,512亿元，较上年末增长2.83%；其中，银行存款占比13.94%，债券占比34.85%，股票及基金占比13.03%（较上年末下降0.12个百分点，较上月提升0.13个百分点），其他投资占比38.18%（较上年末

下降0.49个百分点)，资产配置结构整体保持稳定。

图 15: 保险行业资产配置情况



数据来源：银保监会、广发证券发展研究中心

(二) 监管制度不断完善，引导行业长期健康发展

1. 完善产品精算规定，推动规范长期保障业务发展

银保监会于2020年2月6日发布《关于印发普通型人身保险精算规定的通知》，保险公司新开发的普通型人身保险产品应按照本通知要求执行；保监发〔1999〕90号及〔2010〕33号规定予以废止。

本次规定的出台，与《分红保险精算规定》、《万能保险精算规定》、《投资连结保险精算规定》等共同构建涵盖各类产品形态的、基本健全完善的精算制度体系。

在相关产品参数方面，本次规定调整了风险保障类产品的现金价值参数，有助于推动此类产品价格进一步下降(据官方发布测算，此类产品价格将下降3%至5%)；本次调整加大了计算现金价值时保障型产品附加费用率前三年的上限(交费期越长上调越明显)、并下调了后续年度的上限，将降低相关产品承保初期的现金价值，有助于控制退保行为的发生，稳定保险公司现金流和盈利。同时，本次调整降低了年金类产品计算现金价值时附加费用率上限。下调了年金保险、多数趸交保险产品定价的平均附加费用率上限，让产品更具有竞争力(据官方发布测算，此类产品价格将下降3%至5%)，但同时更加考验公司的渠道销售能力和费用管控水平。提升了年金保险等长期储蓄类产品的最低现金价值标准，有助于更好地保护消费者权益(据官方发布测算，此类产品前几年的最低现金价值将提升5%至10%)。

在规定完善方面，主要包括：一是新增了长期健康保险评估假设的相关要求，并明确与医疗费用相关的评估假设应当考虑医疗费用通胀因素，每年通胀比例假设

应不低于3%；二是补充了保证续保产品相关精算规定；三是新增了针对缴费期内各期保费不同的非平准保费未到期责任准备金计提方法。

2020年4月2日，银保监会发布《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》，规范内容主要包括：

- 明确费率可调的长期医疗保险产品范围。考虑到科学性和可操作性，目前仅限于采用自然费率定价的长期医疗保险，包括保险期间超过一年，或者保险期间虽不超过一年但含有保证续保条款的医疗保险产品。
- 明确费率调整的基本要求。保险公司应当制定费率调整办法，明确费率调整的触发条件、内部决策机制和工作流程。首次费率调整时间不早于产品上市销售之日起满3年，每次费率调整间隔不得短于1年。保险公司不得因单个被保险人身体状况的差异实行差别化费率调整政策。
- 明确产品条款及产品说明书相关内容。
- 明确费率调整的信息披露要求。
- 规范保险公司销售行为，明确对违规行为的监管措施。

该《通知》将有利于进一步深化人身保险供给侧结构性改革，丰富保险产品供给，助推医疗保险市场持续健康发展；同时也能够有效解决因被保险人健康状况变化或者产品停售而无法续保的风险，有利于更好地保护保险消费者合法权益。此外，本《通知》也是对上述《关于印发普通型人身保险精算规定的通知》相关内容的具体指导，体现了现阶段政策落地的及时性。

2020年3月31日，中国保险业协会就《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（征求意见稿）》向行业征求意见。截至目前，本次重疾定义修订的成果包括：**一是优化分类**，建立重大疾病分级体系，首次引入轻度疾病定义，将恶性肿瘤、急性心肌梗死、脑中风后遗症3种核心疾病，按照严重程度分为重度疾病和轻度疾病两级，使赔付标准更加科学合理；另一方面，也适应重大疾病保险市场发展实际，对目前市场较为普遍的轻症疾病制定明确的行业标准，规范市场行为。**二是增加病种数量**，适度扩展保障范围，将原有25种重疾定义完善扩展为28种重度疾病和3种轻度疾病，并适度扩展保障范围。**三是扩展疾病定义范围**，优化定义内涵，根据最新医学进展，扩展对重大器官移植术、冠状动脉搭桥术、心脏瓣膜手术、主动脉手术4种疾病的保障范围，完善优化了严重慢性肾脏病等疾病定义。预计新的重疾定义将进一步规范市场行为、保护消费者权益。

2.统一保险资管产品监管标准，促进健康发展

2020年3月25日，银保监会发布《保险资产管理产品管理暂行办法》，共八章六十六条，主要内容包括：**一是明确产品定位和形式**。保险资管产品定位为私募产品，面向合格投资者非公开发售，产品形式包括债权投资计划、股权投资计划和组合类保险资管产品等。**二是明确产品发行机制**。**三是严格规范产品运作**。在打破刚性兑付、消除多层嵌套、去通道、禁止资金池业务、限制期限错配等方面与《关于

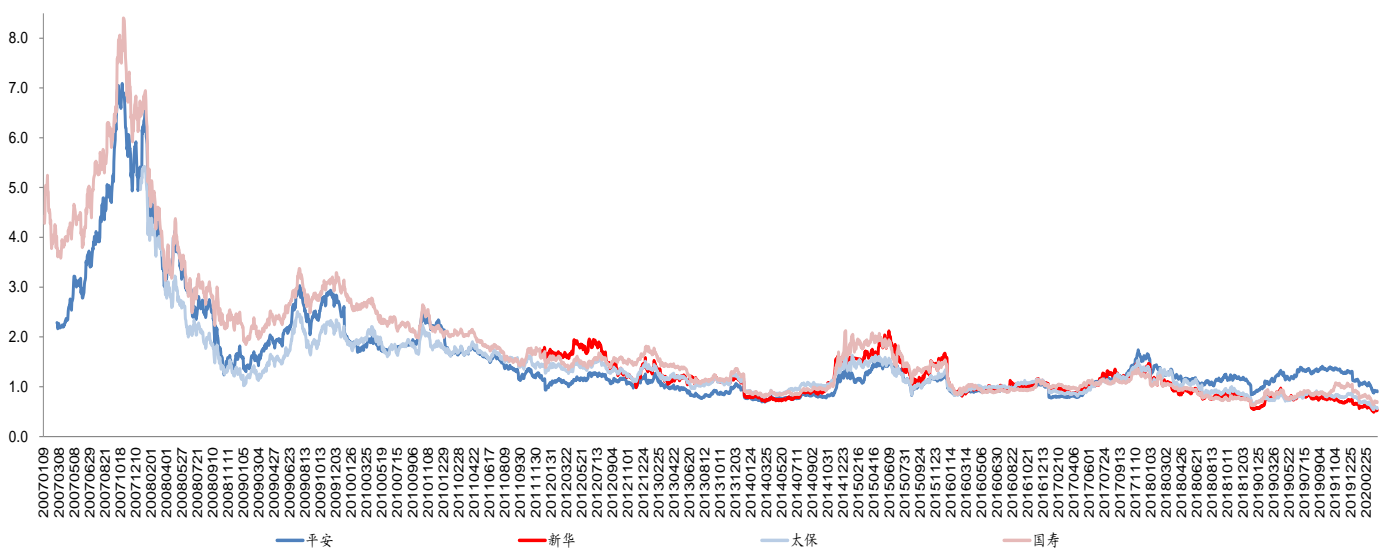
规范金融机构资产管理业务的指导意见》保持一致。同时从审慎监管角度，要求保险资金投资的保险资管产品，其投资范围应当遵守保险资金运用的监管规定。**四是**压实产品发行人责任。**五是**强化产品服务机构职责。**六是**完善产品风险管理机制。要求保险资管机构按规定提取风险准备金，加强关联交易管理。**七是**落实穿透监管。保险资管机构应当有效识别保险资管产品的实际投资者与最终资金来源，充分披露资金投向、投资范围和交易结构等信息。此外，《办法》在过渡期安排方面和《指导意见》保持一致。

本次《暂行办法》的出台，一方面在统一保险资管产品规则的基础上，进一步弥补监管空白；另一方面有助于保险资产管理及其他归属于保险集团的投资机构，体现机构投资者的专业性，充分发挥专业和客户等优势，积极开展多元化的资产管理业务，而第三方业务可以有效的扩大管理规模、提升利润贡献。

三、投资建议

保险板块在2019年取得了优于指数的表现，但在国际局势复杂多变、外部充满不确定因素的情况下，走势依然不够稳定。进入2020年，保险行业成长的方向依然比较明确，作为估值基础的价值预计也将稳健增长，但利率下行压力和疫情对行业的冲击，成为阶段性估值压制的重要因素；保险行业短期缺少明显催化，疫情给二级市场带来压力，保险板块亦有明显调整，投资价值凸显，尤其是港股估值屡创新低，在外部环境及市场趋稳后具有配置价值。**建议关注：新华保险(601336.SH) / (01336.HK)、中国人寿(601628.SH) / (02628.HK)、中国平安(601318.SH) / (02318.HK)、中国太保(601601.SH) / (02601.HK)。**

图 16: A股险企P/EV估值情况(倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、风险提示

外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。