

## 保险行业 2020 年中期策略

中性（维持）

## 再论寿险行业保费周期与公司估值

- **复盘我国人身险行业过去 20 年保费增长周期：1) 行业监管环境和产品设计创新约束和推动保费增长。**2002、2011、2013 和 2018 年行业增长的高峰和低谷均由监管环境转变及创新驱动。由于金融保险业存在高风险、高波动的特征，属于强监管行业，所以行业变化一般由监管主导，创新和发展一般出现于宽松的监管环境下。**2) 在资本市场快速降温风险偏好下降时期，保险产品避险和保证收益优势凸显。**资本市场大热时期，人身行业增长表现往往乏善可陈，资金追逐更高收益的资产，退保率上升。而在牛市过后的快速降温期，保险产品的避险属性和保证收益优势则会凸显，2007 和 2015 过后的 1 年，行业都取得了高增长。另外，2009 年资本市场的上涨后的快速下降，也带动了 2010 年人身险行业的增长。**3) 流动性过剩驱动保费增长。**在各类资产上涨、投资效益较好以及高通胀的背景下，流动性也流入了具有理财、抗通胀属性的人身险产品中（如分红万能等险种），驱动了 2010 年行业的较快增长。
- **美国人身险保费周期取决于经济增长与资本市场周期：1) 寿险产品本质是风险对冲和安全保证，与风险资产增长周期相反。**美国寿险产品大都带有储蓄理财属性，投资者可以选择不同风险的投资组合或指数与产品连接，美国寿险产品的增长和波动与资本市场相关性高。但寿险产品的本质并不是风险资产，而是安全保证和风险对冲，所以可以观察到美国寿险保费增长周期与资本市场周期存在相反关系。虽然保费增长与资本市场表现负相关，但是寿险产品收益率需要依靠资本市场良好表现，所以对于保费可持续增长有利的环境是资本市场温和和上涨期。**2) 年金险保费增长与经济增长同步。**年金险相当于美国社会保障体系的基础设施。年金险保费对于美国的企业和个人来讲是一笔固定时间相对固定的社会开支，所以年金险保费增长与企业利润和个人收入增长存在较大相关性，过去 20 年美国保险公司年金险保费增长与 GDP 增长同步。**3) 健康险需求相对稳定刚性，增长波动小。**健康意外险理财储蓄属性较弱，保障属性较强。保障需求相对平稳和刚性，受经济和资本市场波动影响较小。从较长的周期来看，美国健康险保费增速趋于平稳，相较于寿险和年金险增长波动较小。
- **从不同地区和市场看国内保险公司估值水平。**北美和欧洲保险公司估值长期以来都处于较低的水平。2008 年以来，北美寿险公司平均 PB 估值在 1 倍以下，欧洲保险集团 PEV 估值在 1 倍左右。欧美国家保险行业已经进入非常成熟的状态，处于发展周期的下半场，低估值充分反应了行业发展阶段和宏观经济环境。我国保险行业发展还处于发展上半场，社保保障程度、医疗健康服务与发达国家还存在较大差异，人口老龄化带来的养老和健康需求红利还处于释放初期，居民养老和财富管理需求主要集中在不动产上，未来将逐渐往年金等其他长期储蓄理财产品转移。对于市场空间的估值理应高于发达成熟市场至少 1 倍以上的水平。但欧美国家保险公司大多成立已久，有先进的风险管理和定价技术，且发达地区资本市场成熟多样化，资产负债管理有更大的优势，这些方面是国内保险公司暂时无法企及的，估值应承担部分折价。
- **目前行业处于恢复增长的过渡时期，中长期内政策创新空间可期。**整体而言，今年行业负债端还处于恢复性增长时期，资产端面临不确定性引发的市场担忧并未消除，保险股长期逻辑仍未形成，估值或将继续筑底。各家公司亦面临着保险行业发展中的阶段性问题，需用通过战略调整和深化改革来实现破局，这将成为行业持续一段时期的主基调。关注下半年险企内部阶段性调整后带来的积极正面成效以及市场风险偏好上行带来的贝塔行情。我们维持“中性”的行业评级，预计其或与市场基准指数保持±10%的收益空间。
- **风险提示：疫情影响超预期、利率持续向下、保险需求释放不及预期、资本市场动荡。**

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
中国平安	72.77	8.94	9.75	11.7	8.14	7.46	6.22	1.98	强推
中国太保	27.88	2.84	3.28	4.07	9.82	8.5	6.85	1.5	推荐
中国人寿	28.02	0.86	1.08	1.31	32.58	25.94	21.39	2.0	推荐
新华保险	45.0	3.46	3.83	4.21	13.01	11.75	10.69	1.66	强推
中国人保	6.49	0.43	0.46	0.71	15.09	14.11	9.14	1.57	中性

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2020 年 06 月 22 日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

执业编号：S0360516110002

联系人：张经纬

电话：0755-82756802

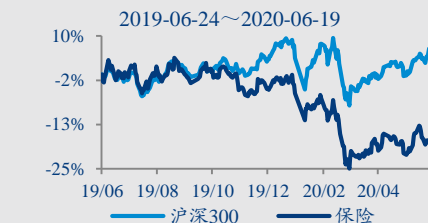
邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	7	0.18
总市值(亿元)	28,527.99	4.09
流通市值(亿元)	17,244.01	3.38

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	3.62	-15.81	-17.47	-17.47
相对表现	-3.65	-17.92	-24.46	-24.46



## 相关研究报告

《保险行业 4 月月报(2020 年第 4 期,总第 5 期): Q1 盈利较超预期, 保费收入边际改善》

2020-05-07

《保险行业重大事项点评: 支持国家战略发展布局, 促进重疾产品定价合理——重疾发生率表修订点评》

2020-05-10

《保险行业 5 月月报(2020 年第 5 期,总第 6 期): 行业保费全面回暖, 5 月反弹行情减弱》

2020-05-28

## 投资主题

### 报告亮点

本文详细复盘了过去 20 年以来我国人身险行业每个阶段增长或下降的主要驱动因素，并以美国人身险行业发展为例，说明了各类险种发展的周期特征，为下一阶段我国人身险行业发展方向做出了规律性总结。

对比复盘不同国家地区保险公司的历史估值，解释当前估值水平对应的行业发展阶段和面临的宏观经济环境特征，为我国保险公司未来估值提升存在较大空间做出经验逻辑支撑。

### 投资逻辑

通过复盘中美保费增长周期的驱动因素，我们认为不同险种由于功能属性不同，增长周期有一定差异。寿险和中短期年金产品恢复周期短，但受限于监管短期内实现过往高增速较难，长期年金保费增量将由未来政策优惠推动，而健康险处于需求释放时期，但需求相对刚性和稳定，仍将保持中速增长。如果监管在税收等政策优惠或产品创新上做出更大力度的刺激和鼓励，整体行业空间增长将提速。

从不同地区和市场估值来看我国保险公司的估值水平：北美和欧洲保险公司估值长期以来都处于较低的水平。2008 年以来，北美寿险公司平均 PB 估值在 1 倍以下，欧洲保险集团 PEV 估值在 1 倍左右。欧美国家保险行业已经进入非常成熟的状态，处于发展周期的下半场，低估值充分反应了行业发展阶段和宏观经济环境。我国保险行业发展还处于发展上半场，社保保障程度、医疗健康服务与发达国家还存在较大差异，人口老龄化带来的养老和健康需求红利还处于释放初期，居民养老和财富管理需求主要还集中在不动产上，未来将逐渐往年金等其他长期储蓄理财产品转移。对于市场空间的估值理应高于发达成熟市场至少 1 倍以上的水平。但欧美国家保险公司大多成立已久，有先进的风险管理和定价技术，且发达地区资本市场成熟多样化，资产负债管理有更大的优势，这些方面是国内保险公司暂时无法企及的，估值应承担部分折价。

从短期来看，今年行业负债端还处于恢复性增长时期，资产端面临不确定性引发的市场担忧并未消除，保险股长期逻辑仍未形成，估值或将继续筑底。各家公司亦面临着保险行业发展中的阶段性问题，需用通过战略调整和深化改革来实现破局，这将成为行业持续一段时期的主基调。关注下半年险企内部阶段性调整后带来的积极正面成效以及市场风险偏好上行带来的贝塔行情。我们维持“中性”的行业评级，预计其或与市场基准指数保持  $\pm 10\%$  的收益空间。

# 目录

一、复盘我国人身险行业 2000 年以来的保费增长驱动.....	5
(一) 行业监管环境和产品设计创新约束和推动保费增长周期.....	5
(二) 行业增长与资本市场周期和险资投资相对表现相关.....	8
(三) 货币现象影响保费周期.....	10
二、美国人身险保费周期取决于经济增长与资本市场周期.....	11
(一) 寿险增长波动相对较大，与资本市场表现周期相反.....	12
(二) 年金险保费增长与经济增长同步.....	14
(三) 健康险需求相对稳定刚性，增长波动小.....	14
三、从不同地区和市场公司估值看国内保险公司估值水平.....	15
(一) 次贷危机影响深远，北美寿险公司整体估值不高.....	15
(二) 欧洲保险集团估值长期稳定在低水平，反应低增长常态.....	17
(三) 我国寿险行业处于发展上半场，估值不可与欧美同日而语.....	19
四、目前行业处于恢复增长的过渡时期，中长期内政策创新空间可期.....	21
五、投资建议.....	22
六、风险提示.....	22

# 图表目录

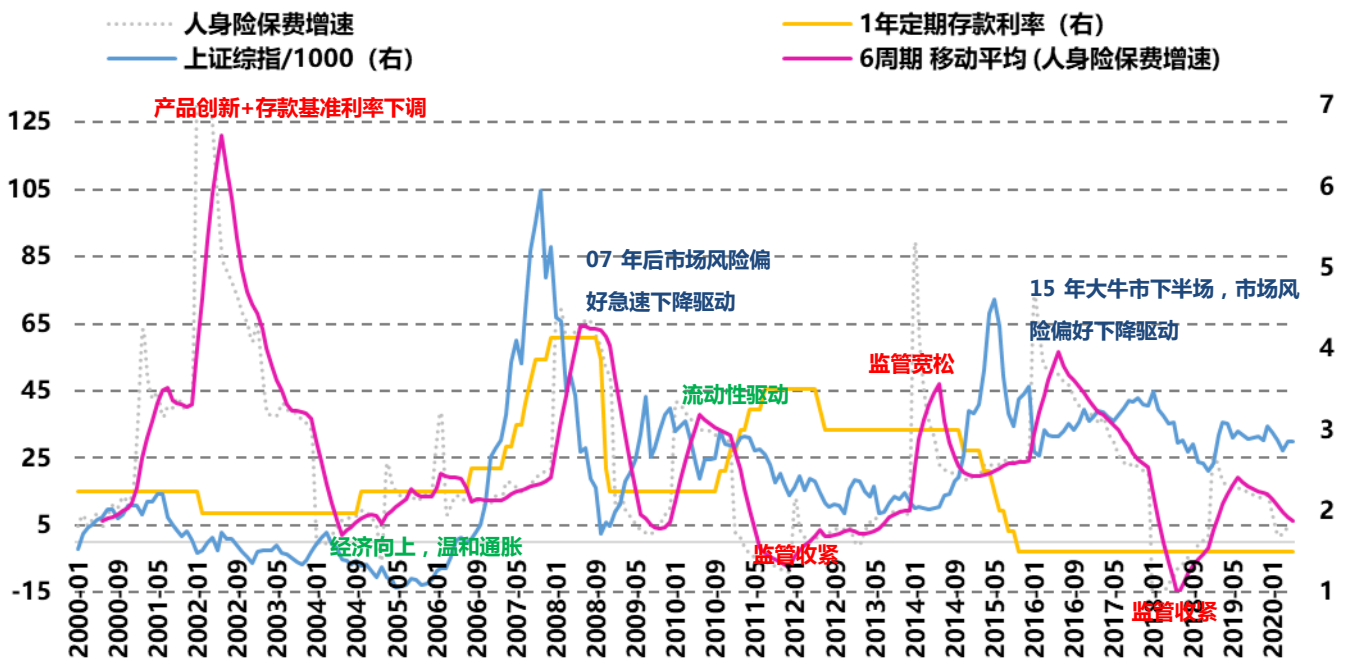
图表 1	我国人身险行业 2000 以来保费增长周期	5
图表 2	2002、2011、2013、2018 年：监管环境约束保费周期（单位：%）	6
图表 3	行业银保渠道保费在 2010 年占比达到顶峰	7
图表 4	平安在 2009 年新单中银保渠道和个险渠道占比接近	7
图表 5	2009 年中国平安产品由万能和分红主导（单位：百万）	7
图表 6	2013 年监管放开人身险产品定价利率	8
图表 7	2013 年新华保险传统险大幅增长得益于费率市场化产品“惠福宝”的推出	8
图表 8	保费增长周期与险资投资相对表现相关（单位：百万）	9
图表 9	2007 年和 2015 年牛市下半场快速降温时，保险避险保证属性凸显	10
图表 10	2010 年流动性过剩驱动人身险行业增长	11
图表 11	美国人身险行业产品结构	11
图表 12	寿险、年金和健康险增速	11
图表 13	美国寿险保费（life insurance premiums）增长与资本市场周期相反	12
图表 14	美国个人寿险种类	13
图表 15	美国个人寿险（individual life insurance）产品结构（2019）：与资本市场关联的储蓄理财型产品占比大	13
图表 16	美国年金险保费（annuity considerations）增长与 GDP 增长同步	14
图表 17	从更长的周期来看，美国健康险需求和增长相对稳定	15
图表 18	2008 年次贷危机后，北美寿险公司 ROE 水平下降	16
图表 19	北美寿险公司整体估值不高，跟随长端利率波动	16
图表 20	AIG 估值在 1990s 后的金融创新自由化后迅速提升，遭受两次金融危机后估值触底	17
图表 21	欧洲保险公司 PEV 估值	17
图表 22	欧洲保险公司 PB 估值	17
图表 23	2008 年后欧洲保险公司 ROE 长期保持稳定	18
图表 24	德国保险市场各险种保费增速	18
图表 25	2016 年之后欧洲保险公司股价有跑赢核心股票指数之势	18
图表 26	2016 年德国寿险市场的产品创新	19
图表 27	欧洲保险产品采取的动态组合投资策略 CPPI	19
图表 28	2016 年之后 A 股保险公司股价有跑赢大盘之势	19
图表 29	国内保险公司 ROE 水平（%）	20
图表 30	A 股保险公司静态 PEV 估值目前 1 倍不到	20
图表 31	英国保诚（伦交所）PB 估值明显高于其他欧洲保险公司	21
图表 32	英国保诚新业务价值在各地区占比结构：亚洲地区占比在 60% 以上	21



## 一、复盘我国人身险行业 2000 年以来的保费增长驱动

**复盘我国人身险行业过去 20 年保费增长周期：** 1) 行业监管环境和产品设计创新约束和推动保费增长。21 世纪以来的 20 年间，行业监管环境和产品创新设计明显约束着我国人身险行业的发展。2002、2011、2013 和 2018 年行业增长的波峰和波谷均由监管环境转变及创新引起。由于金融保险业高风险、高波动、变化大，所以行业变化一般由监管主导，行业创新一般出现于宽松的监管环境下；2) 在资本市场快速降温风险偏好下降时期，保险产品避险和保证收益优势凸显。资本市场大热时期，人身行业增长表现往往乏善可陈，资金追逐更高收益的资产，退保率上升。而在牛市过后的快速降温期，保险产品的避险属性和保证收益优势则会凸显，2007 和 2015 年过后的 1 年，行业都取得了高增长。另外，2009 年资本市场的上涨后的快速下降，也带动了 2010 年人身险行业的增长；3) 流动性过剩驱动。在各类资产上涨、投资效益较好以及高通胀的背景下，流动性也流入了具有理财、抗通胀属性的人身险产品如分红万能等险种中，驱动了 2010 年行业的较快增长。

图表 1 我国人身险行业 2000 年以来保费增长周期

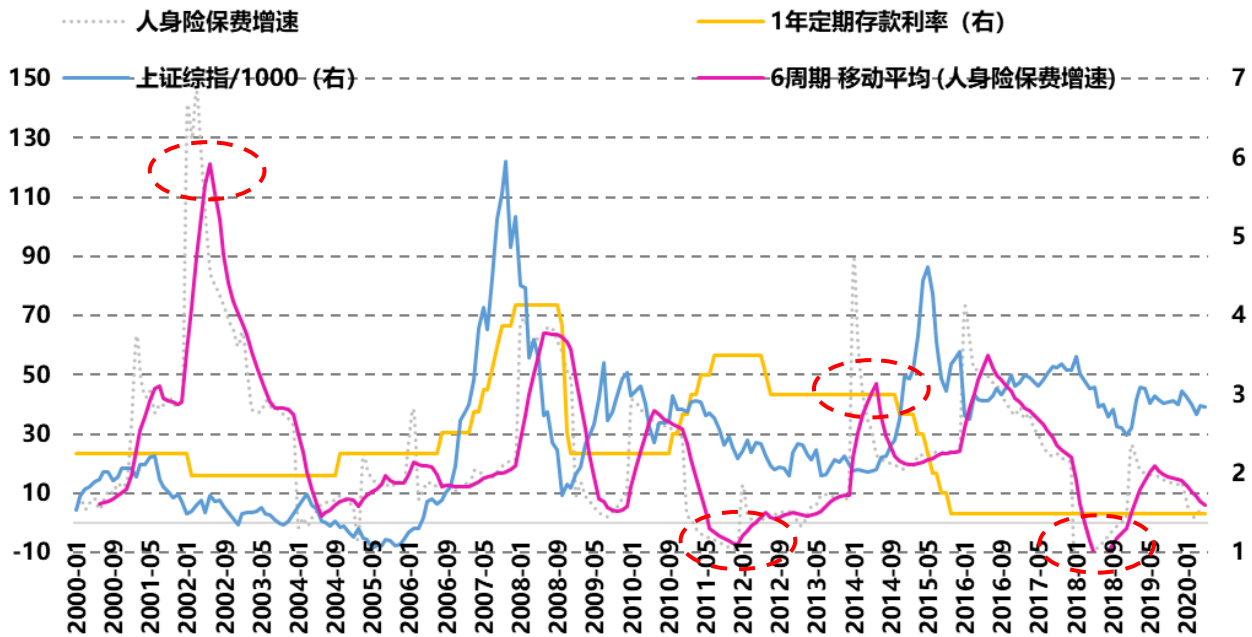


资料来源: Wind、华创证券

### (一) 行业监管环境和产品设计创新约束和推动保费增长周期

21 世纪以来的 20 年间，行业监管环境和产品创新设计明显约束着我国人身险行业的发展。2002、2011、2013 和 2018 年行业增长的高峰和低谷均由监管环境转变及创新驱动。由于金融保险业存在高风险、高波动的特征，属于强监管行业，所以行业变化一般由监管主导，创新和发展一般出现于宽松的监管环境下。

图表 2 2002、2011、2013、2018 年：监管环境约束保费周期（单位：%）

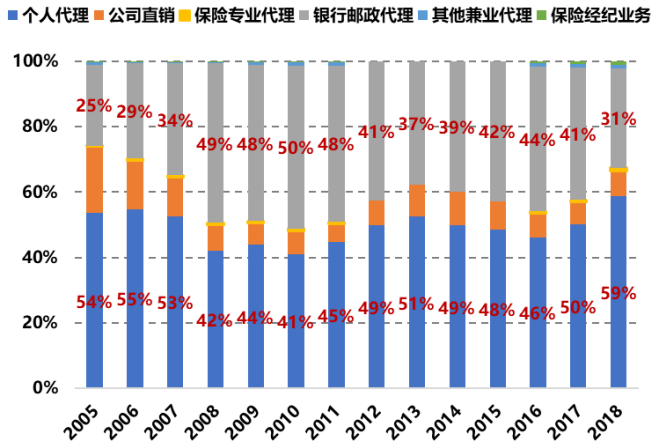


资料来源: Wind、华创证券

**2002 年：产品创新驱动人身险行业高增。**1999 年以前，我国寿险产品预定利率主要以同期银行储蓄存款为主要参考，为了拓展业务同其他金融产品竞争，保单预定利率高于一年期银行存款利率。在 90 年代末期的央行降息潮中，由于寿险产品预定利率调整滞后于银行存款利率的调整，引发了当时保险行业严重的利差损。1999 年，保监会将寿险产品预定利率统一为 2.5%，此后虽然减小了利差损风险，但保险产品失去了较大的市场竞争力，统一定价使得行业缺乏市场化活力。**2000 年后新型人身险产品（分红、万能、投连）问世**，加上央行在 2002 年下调存款基准利率，以及那几年股市低迷，新型人身险产品快速崛起成为市场主流，较高的投资收益率满足了人们财富管理需求。新型人身险产品特别是分红险推动了行业增速在 2002 年最高达到 1 倍以上。2000 年以前，行业产品比较单一，寿险和年金产品的主要功能为保障和与银行存款相代替的储蓄功能。而新型人身险保险在中国的推出开启了寿险产品的财富管理功能，满足了消费者更加多样化的需求，扩宽了行业空间，推动了行业增长。

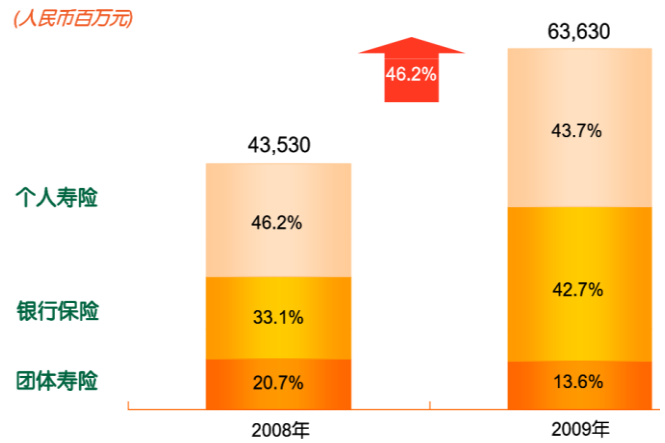
**2011 年：监管收紧渠道管理，行业增速跌入负值。**伴随着理财类和财富管理类产品的壮大发展，与之销售、客户特性相契合的银行渠道快速兴起。以 2009 年的中国平安为例，新单保费渠道结构为：个险（43.7%）、银保（42.7%）、团险（13.6%），银保渠道和个险渠道为当时新业务的主要渠道。主要险种为万能险和分红险，占比分别为 42.9%和 37%，传统险及其他占比仅 12.3%，可见当时行业银保渠道和新型人身险产品的盛行。但“手续费竞争”、“销售误导”以及成本攀高、风险暴露等一系列问题也随之出现。2006 年 6 月银监和保监发文联合规范银行代理保险业务。2008 年，随着产品收益率的上升银保渠道崛起开启新一轮增长高峰。2010、2011 监管再次出手，进入“银保新规”时代。“银保新规”导致了银保渠道的短暂增速下降，渠道保费在 2011-2013 出现负增长，银保占比开始下滑，这也直接造成了 2011 年人身险行业保费的负增长。

图表 3 行业银保渠道保费在 2010 年占比达到顶峰



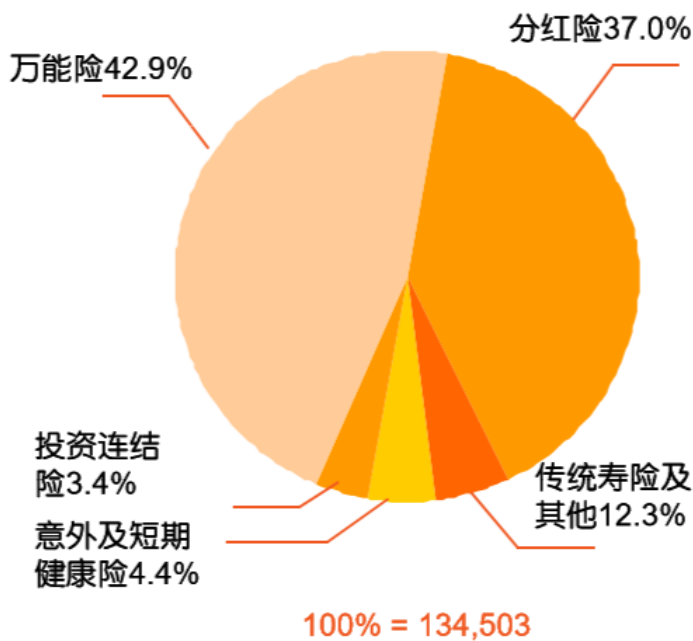
资料来源：中国保险年鉴，华创证券

图表 4 平安在 2009 年新单中银保渠道和个险渠道占比接近



资料来源：中国平安，华创证券

图表 5 2009 年中国平安产品由万能和分红主导 (单位: 百万)



资料来源：中国平安，华创证券

\*规模保费口径

**2013 年：监管环境宽松，放开产品统一定价。**自从 1999 年保监会将人身险产品预定利率下调至 2.5% 后，此后的 10 多年都未调整过，普通寿险产品由于定价较低，新型人身险产品占主导地位，收益率缺乏吸引力造成产品竞争力削弱以及退保增加。随着宏观经济和行业环境的改变以及资本市场更加多元复杂化，原有的监管环境已经不适应行业和公司的发展前进。2012 年，随着新一任保监会主席项俊波的上任，行业进入了维持 5 年多的监管宽松时期。监管

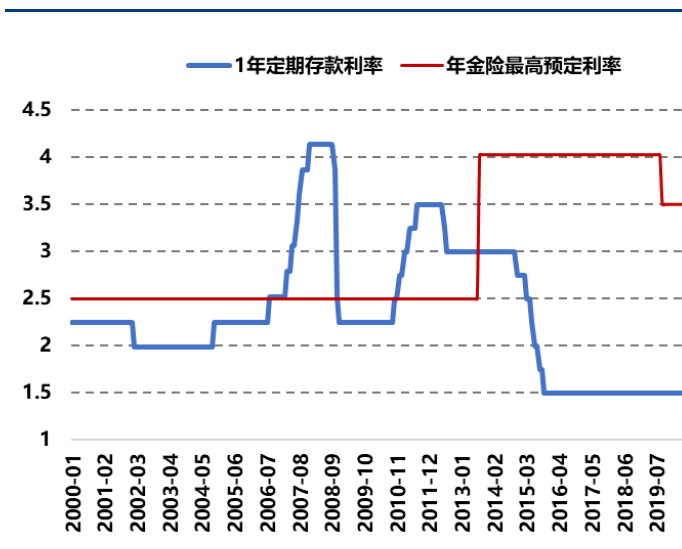
宽松既体现于投资端也体现于负债端，大力推进市场化改革。

资产端市场化改革方面：2012 年，保监会陆续发布 10 余项保险资金运用新政策，进一步放开不动产和股权的投资行业和领域，允许投资银行理财、信托等金融产品，允许保险资金以对冲风险为目的参与金融衍生品。2013 年-2015 年，保监会又陆续放开投资创业板、优先股、创业投资基金、支持历史存量保单投资蓝筹股，增加境外投资范围等。

负债端市场化改革方面：普通型人身险预定利率于 2013 年放开至 3.5%（年金险 4.025%），2015 年放开分红险和万能险的预定利率。至此，各类人身险种的预定利率普遍从 2.5% 调整至 3.5%。定价利率的放开直接推动了 2013 年以后寿险行业的一轮高增长。以新华保险为例，2013 年传统险同比增长 16 倍，得益于当年费率市场化产品“惠福宝”的推出。2014 年、2015 年维持高增速 1.2 倍和 41%，传统险占比从 2012 年的 1% 逐年上升到 2015 年接近 40%。

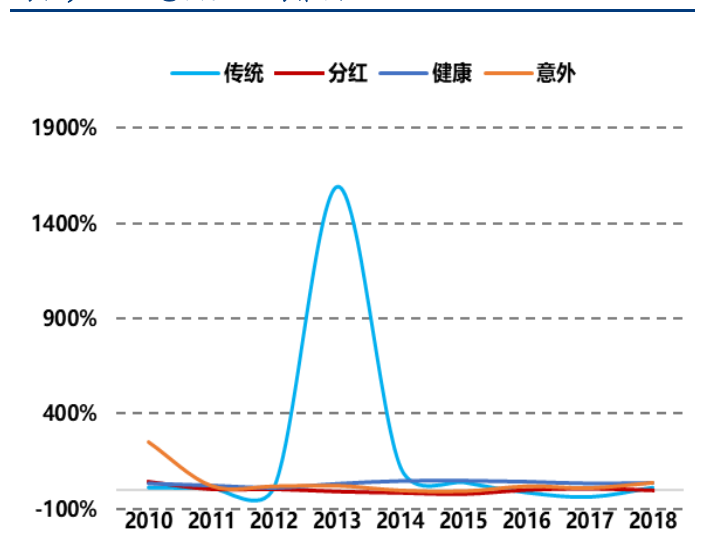
另外，在代理人进入门槛以及保险业务牌照发放等方面的宽松也体现出那一时期监管环境的宽松。

图表 6 2013 年监管放开人身险产品定价利率



资料来源：wind、银保监会、华创证券

图表 7 2013 年新华保险传统险大幅增长得益于费率市场化产品“惠福宝”的推出



资料来源：新华保险、华创证券

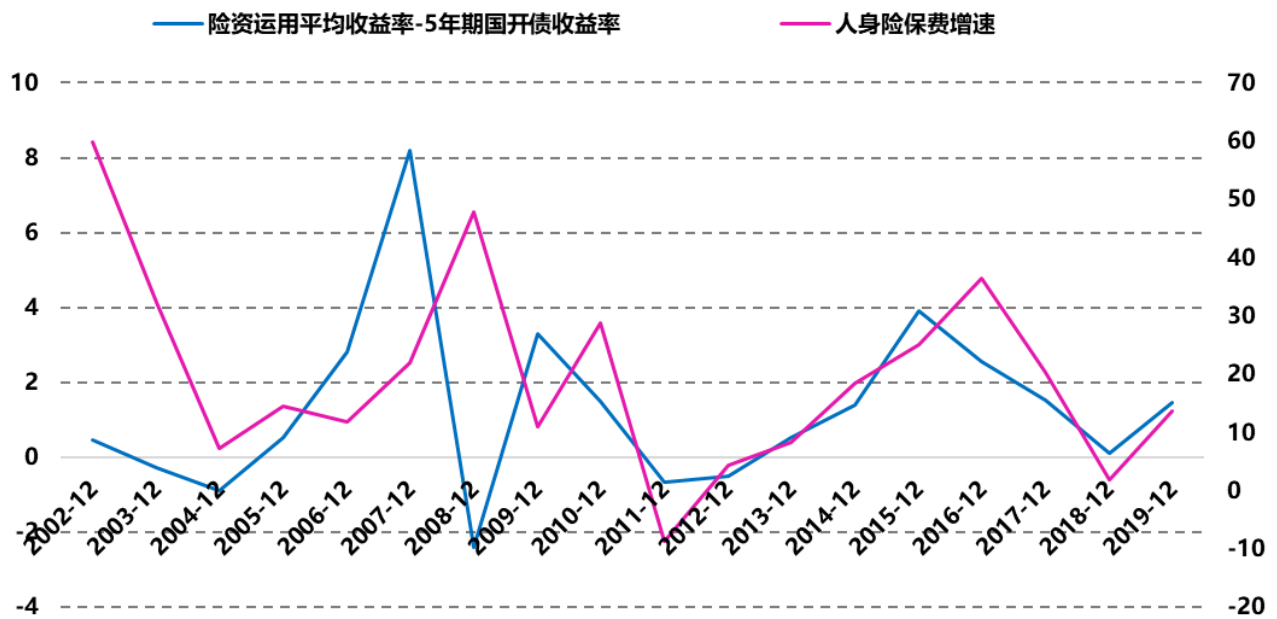
**2018 年：监管收紧，行业进入下行轨道。**在经历了 2013 年以后几年的监管宽松环境后，人身险行业实现了快速发展，2015 年人身险公司总资产接近万亿。但整体过于宽松的环境使得行业在一些方面走偏，一些保险产品偏离保障本质，市场风险和流动性等风险积累和暴露。2017 年开始，行业迎来了急刹车，及时调整转换轨道。监管提倡保险业应“回归保障”，对于中短存续期两全产品和“快返型”年金产品做出限制，直接造成 2018 年行业保费增长一度为负。从此，行业进入了监管收紧阶段，增速较前期回落。

## （二）行业增长与资本市场周期和险资投资相对表现相关

行业增长周期与险资投资相对表现相关。中长期保险产品都有现金价值，带有或多或少的储蓄理财属性，与市场上其他理财产品有一定的替代性。投资收益率也是决定产品定价和销量的最关键因素之一。下图显示了人身险行业的增长周期与险资投资相对收益存在高度相关性。



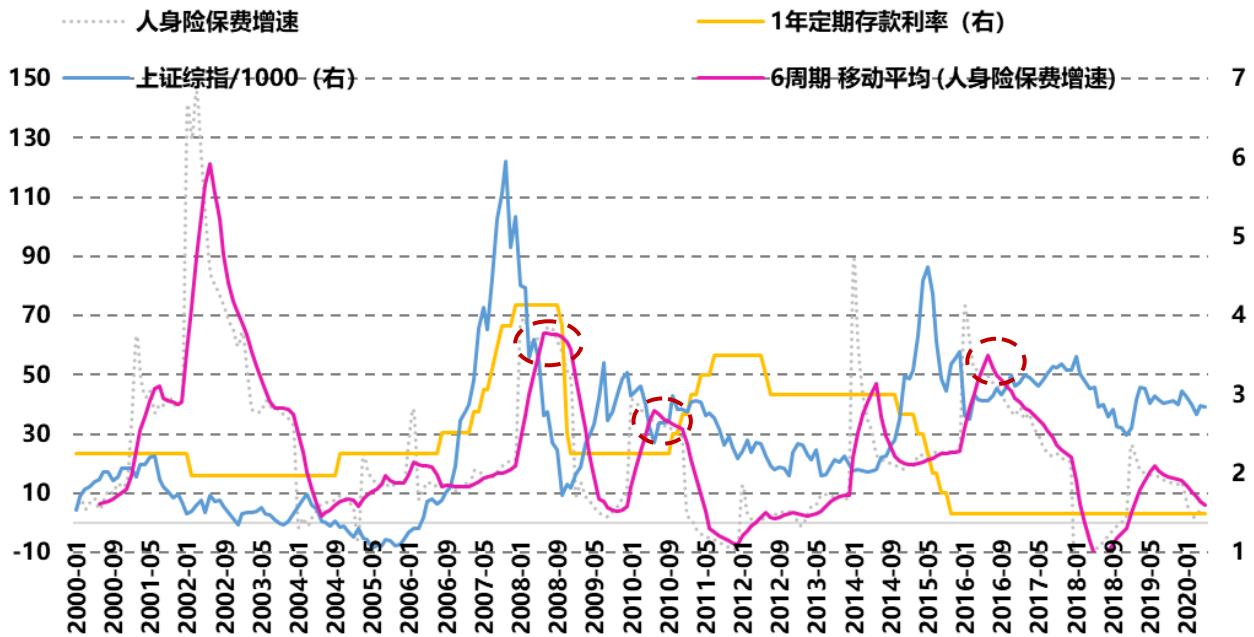
图表 8 保费增长周期与险资投资相对表现相关 (单位: 百万)



资料来源: Wind、华创证券

**2007 和 2015 年牛市下半场快速降温，保险产品避险和保证收益优势凸显。**寿险产品虽具备或多或少的投资属性，但以安全性和保证年收益为主，在市场整体风险偏好较低时，寿险产品的避险安全性优势凸显，增长较好。在过去 20 年间，中国资本市场两次大牛市后的大降温带来了人身险行业的两次高增长。2007 年上证综指上涨了 96.7%，2015 年，上证综指从 2014 年 3 季度到 2015 年 6 月上涨了 92.9%，在资本市场大热时期，人身行业增长表现往往乏善可陈，资金追逐更高收益的资产，退保率上升。而在牛市过后的快速降温期，保险产品的避险属性和保证收益优势则会凸显，2007 和 2015 过后的 1 年，行业都取得了高增长。另外，2009 年资本市场的上涨后的快速下降，也带动了 2010 年人身险行业的增长。

图表 9 2007 年和 2015 年牛市下半场快速降温时，保险避险保证属性凸显



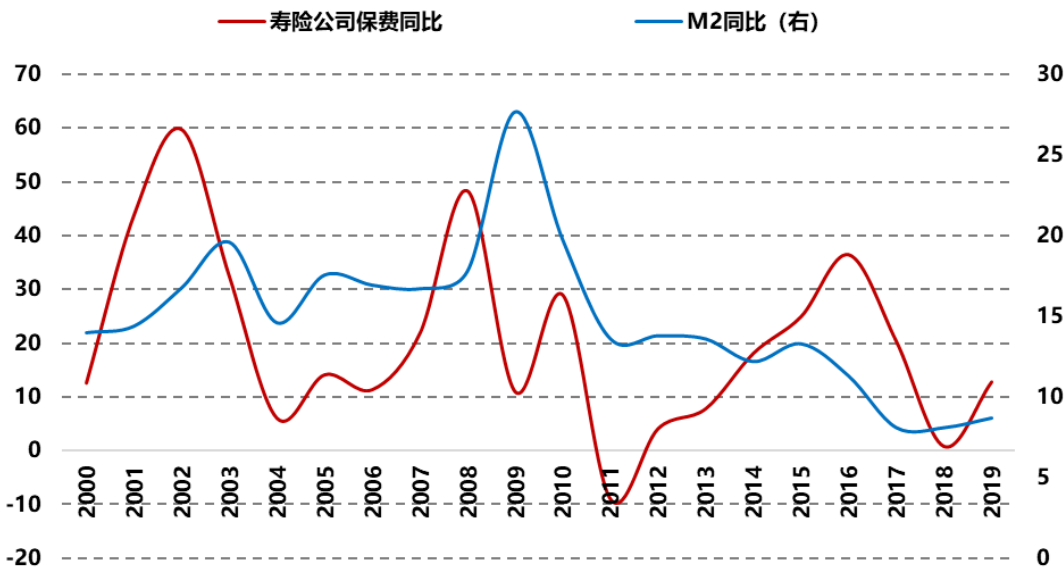
资料来源: Wind、华创证券

\*6 周期移动平均是指行业 6 个月保费移动平均值

### (三) 货币现象影响保费周期

**2010 年：流动性过剩驱动行业增长。**2007 年经济过热，资本市场大幅上涨后带动了 2008 年上半年人身险行业的增长，但 2008 年的次贷危机很快波及到中国，导致 2008 年下半年和 2009 年人身险行业受创，业绩大幅下滑。在金融危机的背景下，国家采取了极其宽松的财政政策和货币政策，在宏观经济政策作用下，我国信贷投放持续快速增长，货币供应量快速上升，部分流动性未流入实体经济，流入了房市、股市，各类资产价格上涨。在各类资产上涨、投资效益较好以及高通胀的背景下，流动性也流入了具有理财、抗通胀属性的人身险产品如分红万能等险种中，驱动了 2010 年行业的较快增长。

图表 10 2010 年流动性过剩驱动人身险行业增长



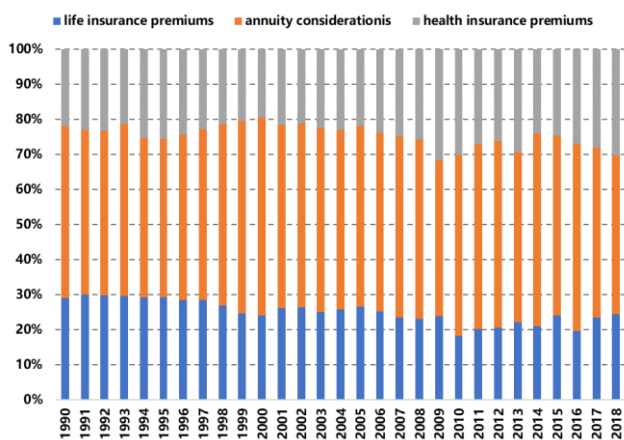
资料来源: wind、华创证券

## 二、美国人身险保费周期取决于经济增长与资本市场周期

美国寿险行业发展历史上百年，在市场、监管以及法制方面已经非常成熟，而且美国金融市场实行混业经营高度发达，自由化和市场化程度很高。相较于国内行业发展周期受监管约束程度较高，美国寿险行业发展特征能更充分反应成熟市场自然发展的规律，对我国行业发展周期波动有所启示。

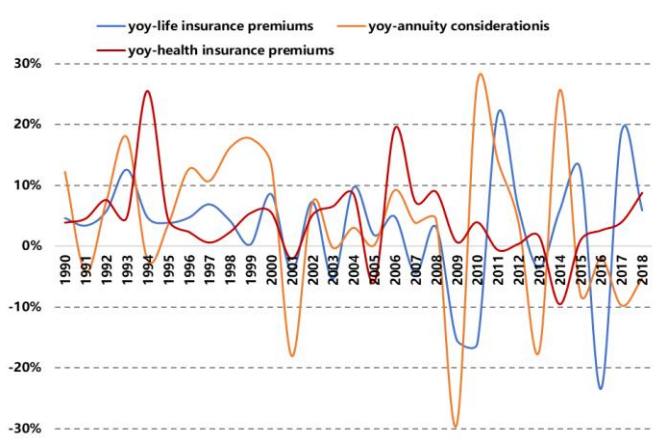
美国人身险产品主要分为三类：寿险（life insurance）、年金（annuity）和意外健康险（health insurance），和国内产品性质大方向类似，但是更加灵活多变。近 20 年以来，人身险行业产品结构相对稳定，寿险、年金和健康险占比在 2:5:3 左右。由于各险种功能特性有所差异，所以发展周期以及驱动因素也有所差异。

图表 11 美国人身险行业产品结构



资料来源: wind、华创证券

图表 12 寿险、年金和健康险增速

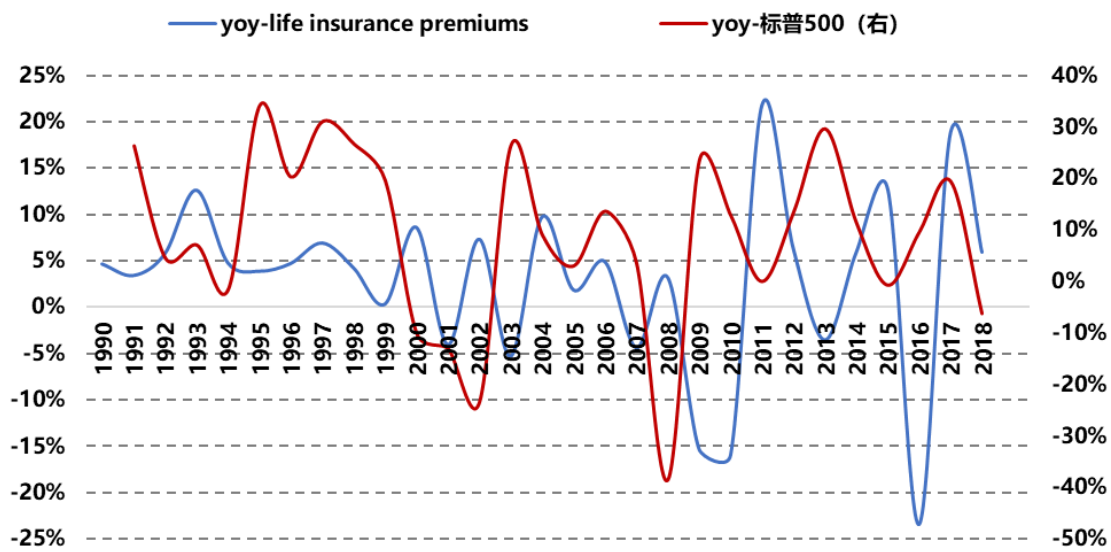


资料来源: wind、华创证券

**(一) 寿险增长波动相对较大，与资本市场表现周期相反**

除了定期寿险外，美国寿险产品储蓄理财属性（定期寿险也可选择分红功能），投资者可以选择不同风险的投资组合或指数与产品相连接，所以美国寿险产品的增长和波动与资本市场关联系较强。但寿险产品的本质并不是风险资产，而是安全保证和风险对冲，所以可以观察到美国寿险保费增长周期与资本市场周期存在相反关系。市场风险偏好急速下行会驱动寿险保费高增长，风险偏好高涨时资金会流入高风险资产抑制保费增长。虽然保费增长与资本市场表现负相关，但是寿险产品收益率需要依靠资本市场良好表现，所以对于保费可持续增长有利的环境是资本市场温和上涨期。

**图表 13 美国寿险保费（life insurance premiums）增长与资本市场周期相反**



资料来源: Wind、华创证券

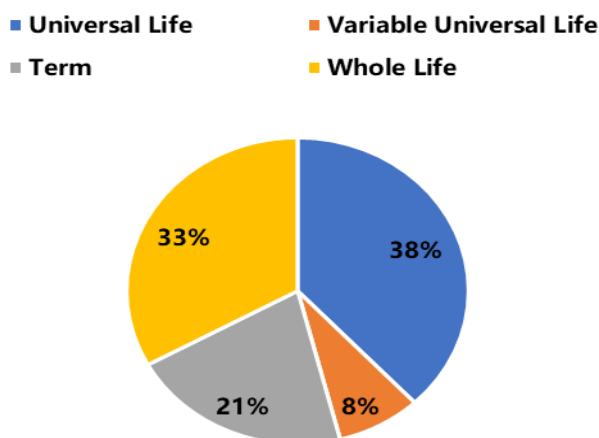


图表 14 美国个人寿险种类

Individual life insurance				
can be purchased on a <b>participating</b> or <b>nonparticipating</b> basis	<b>Term Insurance</b>	provide no further benefits when the term expires, and <b>no buildup of cash value occurs.</b>	<b>Term life</b>	provide life insurance coverage for a specified period.
	<b>Permanent Insurance</b>	Permanent life policies also <b>have a savings component, building cash value</b> that can help families meet financial emergencies, pay for special goals, or provide income for retirement years.	<b>Traditional whole life</b>	The annual premium for traditional whole life policies remains constant throughout the life of the policy.
			<b>Universal life (UL)</b>	Allows <b>varying premium payment amounts</b> subject to a certain minimum and maximum.
			<b>Variable life (VL)</b>	the death benefit and cash value <b>vary subject to the performance of a portfolio of investments chosen by the policyholder.</b>
			<b>Variable-Universal life (VUL)</b>	combines the flexible premium payment options of <b>UL</b> with the varied investment options of <b>VL.</b>

资料来源：华创证券整理

图表 15 美国个人寿险 (individual life insurance) 产品结构 (2019)：与资本市场关联的储蓄理财型产品占比大

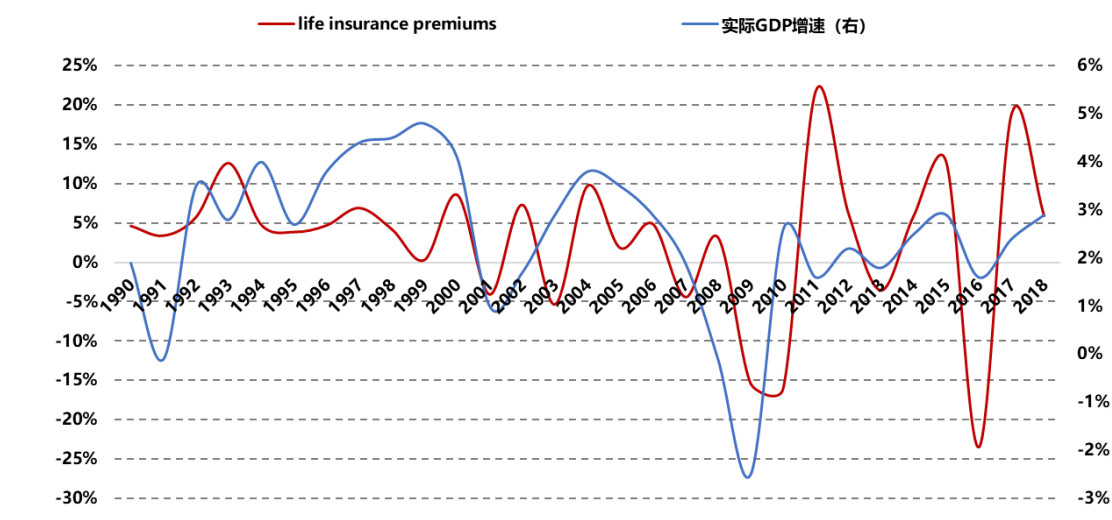


资料来源：LIMAR、华创证券

## （二）年金险保费增长与经济增长同步

美国年金保险和我国目前大多数主流的年金保险有所不同，我国目前主流的年金保险存续期比较短，主要性质为中短期理财产品。而美国的企业年金和个人年金保险却是作为社会保险制度的第二和第三支柱，承担长期储蓄和养老的功能。年金保费对于美国的企业和个人来讲是一笔固定时间相对固定的社会支出，所以年金险保费增长与企业利润和个人收入增长存在较大相关性，过去 20 年美国保险公司年金险保费增长与 GDP 增长同步。另外，年金保险有长期储蓄功能外，大多还具备投资属性，投保人可以根据不同的风险容忍度选择不同的投资组合与其收益挂钩，所以年金险增长也存相对较大的波动。

图表 16 美国年金险保费（annuity considerations）增长与 GDP 增长同步

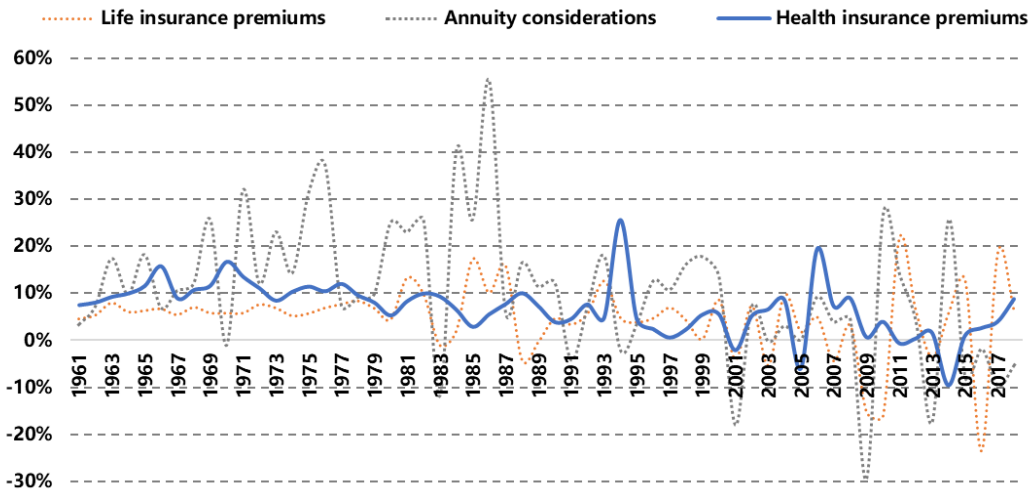


资料来源：Wind、华创证券

## （三）健康险需求相对稳定刚性，增长波动小

相较于寿险和年金险，健康险的储蓄属性较弱，保障属性较强。保障需求相对平稳和刚性，受经济波动和资本市场波动影响较小。从一个更长的周期来看，美国健康险保费增速相较于寿险和年金险增长波动较小，在 20 世纪 90 年代之前增速维持在 10% 左右，90 年代以后随着经济降速维持在个位数增长，在一些年份出现较大波动后也会回归平均水平。

图表 17 从更长的周期来看，美国健康险需求和增长相对稳定



资料来源: Wind、华创证券

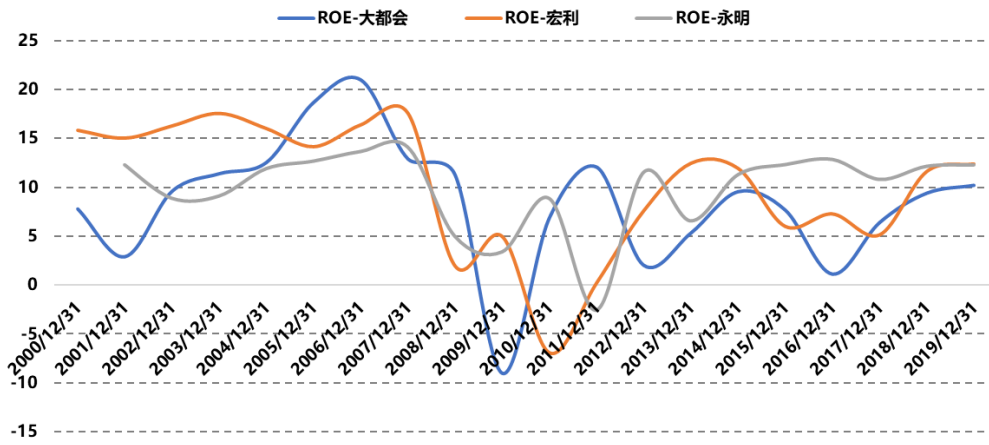
### 三、从不同地区和市场公司估值看国内保险公司估值水平

#### (一) 次贷危机影响深远，北美寿险公司整体估值不高

次贷危机对美国金融业影响较大，北美寿险公司整体估值不高。2000年后美国经历“911”事件以及科技股泡沫破灭，经济开始进入衰退期。为了刺激经济增长，防止经济衰退，美联储主张扩张性的货币政策，实行长期的低税率和低利率政策，美国寿险行业开始走下坡路，到2008年美国次贷危机发生，重创后一蹶不振。保费深度从2000年的5.3%下降至2017年3.1%。

次贷危机发生在美国，对本土金融行业有巨大深远的直接影响，2008年后寿险公司 ROE 水平明显下降，市值排名靠前的几家寿险公司平均水平在 10% 以下。美国金融行业自由竞争、市场化水平高，金融市场混业经营特征明显，寿险行业发展更大程度的跟随资本市场波动，不稳定性较大，而养老年金发展的红利已在上世纪 80 年代后逐渐释放，美国商业健康医疗服务行业也已发展的较为成熟，社会整体保障体系已经较为完善，覆盖程度也较高。保险行业已经进入发展的下半场，加上金融危机对于金融行业的直接打击，美国寿险公司整体估值水平并不高。2008 年以来，美国大都会寿险平均估值水平在 0.63 倍，过去 20 年平均估值水平在 0.7 倍左右。加拿大两家市值靠前的寿险公司光大永明和宏利金融 PB 估值水平高于大都会保险，2008 年以来平均 PB 估值分别为：1.06x 和 0.96x，高于大都会的估值的原因在于其 ROE 水平以及在北美以外的业务占比相对大都会保险都较高。

图表 18 2008 年次贷危机后，北美寿险公司 ROE 水平下降



资料来源: bloomberg、华创证券

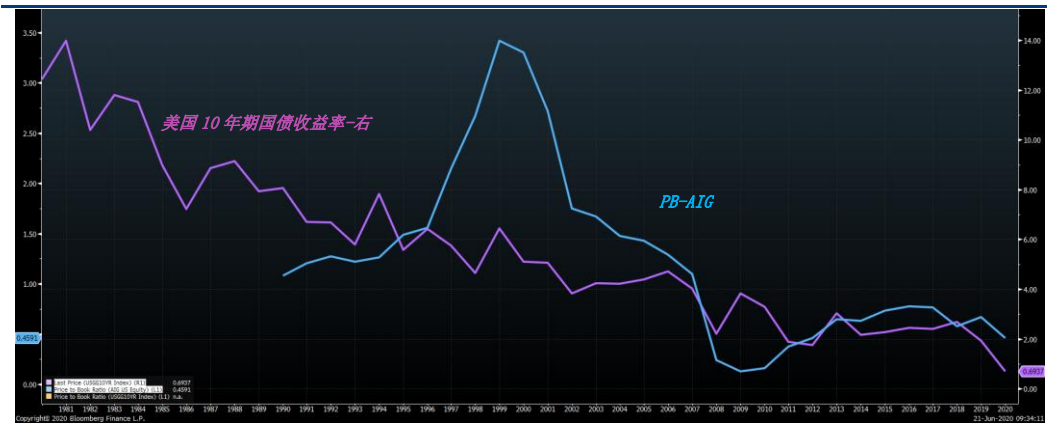
图表 19 北美寿险公司整体估值不高，跟随长端利率波动



资料来源: bloomberg、华创证券



图表 20 AIG 估值在 1990s 后的金融创新自由化后迅速提升，遭受两次金融危机后估值触底

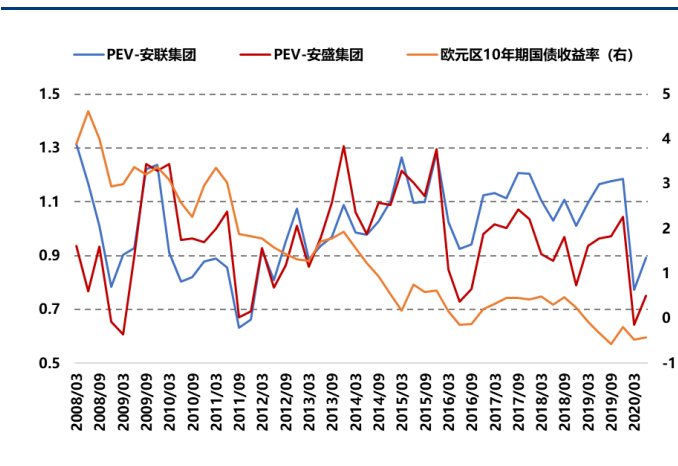


资料来源: bloomberg、华创证券

## (二) 欧洲保险集团估值长期稳定在低水平，反应低增长常态

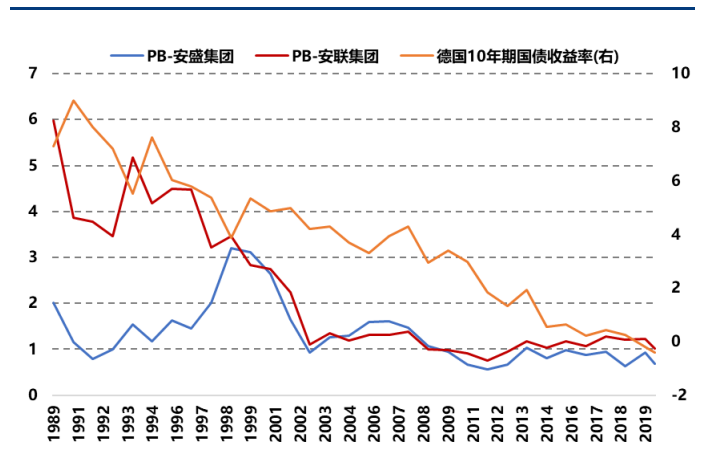
经济减速、利率下行，欧洲保险公司估值随之下行。欧洲国家长期处于经济低速增长，利率持续下行状态，保险行业保费增长和盈利空间逐渐收窄。从 PB 估值来看，保险公司估值中枢亦随之下行。过去 30 年、20 年和 10 年欧洲两家保险集团巨头 PB 估值平均水平分别为，安盛：（1.32x、1.03x、0.83x），安联（2.23x、1.18x、1.06x）。

图表 21 欧洲保险公司 PEV 估值



资料来源: bloomberg、华创证券

图表 22 欧洲保险公司 PB 估值

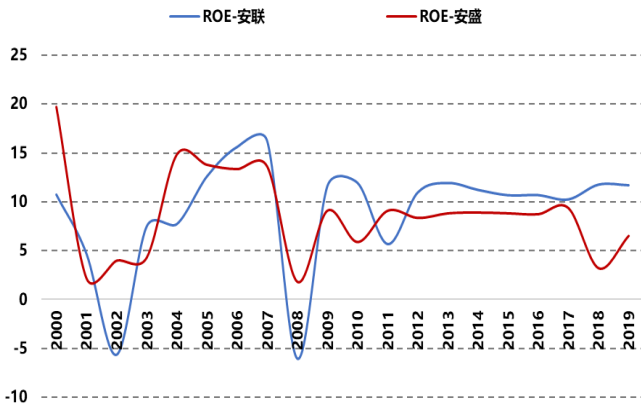


资料来源: bloomberg、华创证券

2008 年之后欧洲保险公司盈利水平、增长处于低水平常态，估值充分反应。2008 年金融危机之后至今，欧洲的寿险行业在各方面都进入了一个低水平的常态。行业保费增速保持在个位数，以德国为例，财产险和健康险增速在 0%-5% 之间，寿险增长受投资回报率影响波动较大，但也在 5% 上下波动。盈利水平长时间也稳定在相对较低的水平，两大巨头保险集团安联和安盛 ROE 在 10% 左右，与上文北美头部保险公司盈利水平接近。

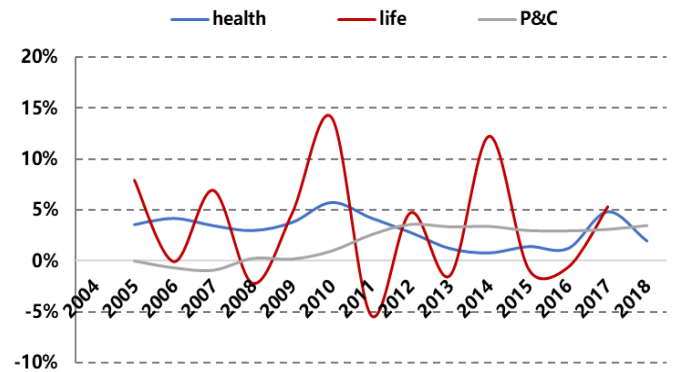
欧洲监管当局要求保险公司披露内含价值报告，以 MCEV（市场一致的内含价值）评估寿险及健康险业务的价值。安联和安盛集团的 PEV 估值自 2008 年以来平均水平在 1 倍左右。1 倍的静态 PEV 估值水平反应的是企业的清算价值，未来不会有价值增长，充分反应了欧洲保险行业面临的低增长，负利率环境。

图表 23 2008 年后欧洲保险公司 ROE 长期保持稳定



资料来源: bloomberg, 华创证券

图表 24 德国保险市场各险种保费增速



资料来源: GDV, 华创证券

**2016 年之后欧洲寿险市场出现新变化，监管技术成熟提升估值。** 由于过去很长一段时间以来，欧洲保险市场一直处于低景气度的状态，保险公司股价走势也较弱，几乎都是跑平或跑输大盘。但在 2016 年之后保险出现相对收益行情，连续跑赢大盘至今。主要原因在于 2016 年欧洲保险公司开始实行“Solvency II”监管，“Solvency II”对于持续暴露低利率环境下的寿险公司提出了更高的资本要求。寿险公司开始进行产品创新以满足和降低资本约束，市场上开始出现和流行轻资本占用产品（capital efficient product），capital efficient product 的实质是降低或取消产品的保证利率，以相对较高但是波动较大的投资回报（与投资组合或指数连结）取代，并在投资方面采取更加动态和有效的组合投资策略对冲风险，降低公司的利差损风险和资本约束。

无独有偶，国内保险公司也在 2016 年以后跑出了相对收益，彼时“偿二代”（以风险为导向的偿付能力监管体系）开始实施，对于保险公司面临的各类风险严格规定和量化资本要求，对保障属性较高的产品释放了部分资本。可见监管技术的日益成熟对于保险公司风险可控度提升，也对估值提升有积极作用。

图表 25 2016 年之后欧洲保险公司股价有跑赢核心股票指数之势



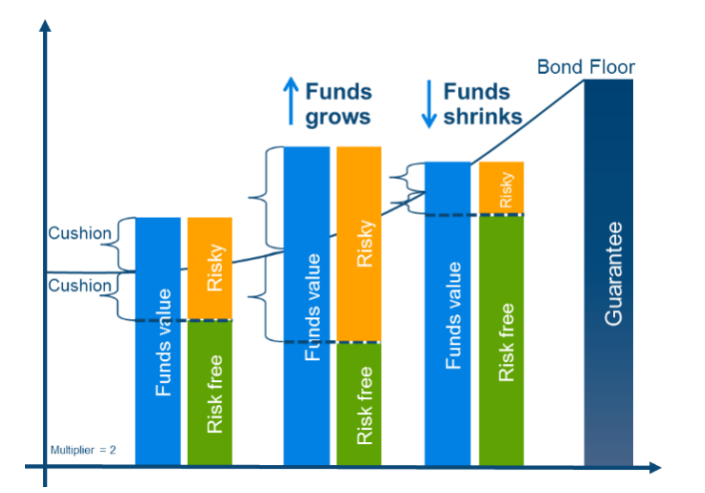
资料来源: bloomberg, 华创证券

图表 26 2016 年德国寿险市场的产品创新

Product Innovations	Examples (German Market)	Insurers
Traditional with Index Linkage	Traditional with profits product and lower guarantee	Allianz, GENERALI
	Bonus invested into certificate linked to index	HDI
Hybrids	Combination of traditional and UL product	Allianz, ALTE LEIPZIGER, MONDRIER
	Static or dynamic allocation 2 or 3 baskets	
Variable Annuities	UL product with guarantee	SwissLife, ERGO
	Guarantee is hedged or reinsured	Canada Life
	Has remained niche so far	
UL iccPI	UL product with dynamic asset allocation	ZURICH
	Guarantee given by third party	

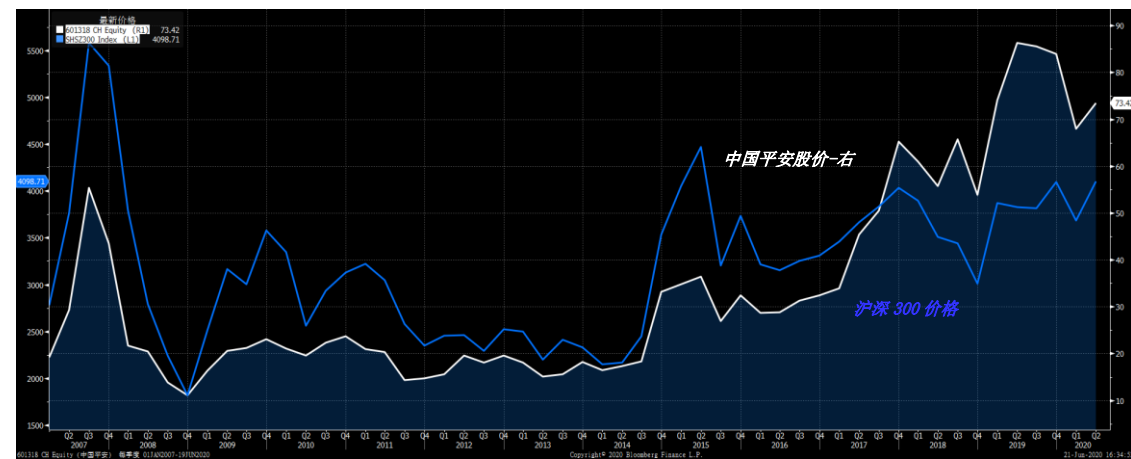
资料来源: MILLIMAN, 华创证券

图表 27 欧洲保险产品采取的动态组合投资策略 CPPI



资料来源: MILLIMAN, 华创证券

图表 28 2016 年之后 A 股保险公司股价有跑赢大盘之势

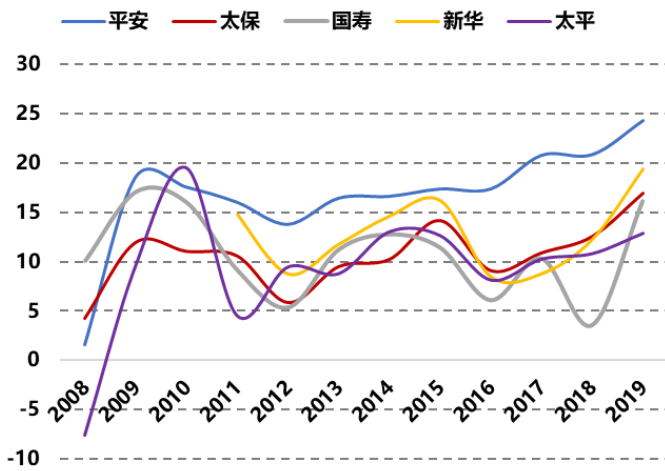


资料来源: bloomberg, 华创证券

### (三) 我国寿险行业处于发展上半场, 估值不可与欧美同日而语

如上文所述, 北美和欧洲保险公司估值长期以来都处于较低的水平, 2008 年以来, 北美寿险公司平均 PB 估值在 1 倍以下, 欧洲保险集团 PEV 估值在 1 倍左右。我国保险行业由于发展时间相对较短, 成熟度不高、公司上市时间较短, 估值波动较大。寿险公司 ROE 水平中枢在 10% 上下波动 (平安 ROE 在 15% 以上), 与欧美国家保险公司盈利水平相当。2016 年以来 PEV 估值的平均水平在 1 倍上下 (平安平均水平为 1.3 倍), 也与欧美国家保险公司 PEV 水平相当。

图表 29 国内保险公司 ROE 水平 (%)



资料来源: bloomberg, 华创证券

图表 30 A 股保险公司静态 PEV 估值目前 1 倍不到



资料来源: wind, 华创证券

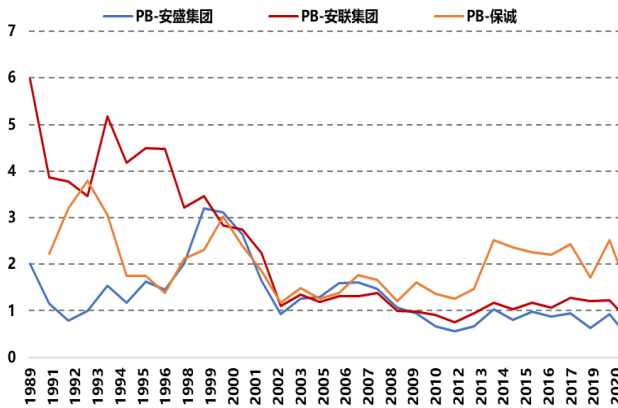
但不同的是, 欧美国家保险行业已经进入一个相对成熟的状态, 处于发展周期的下半场。美国寿险行业与资本市场高度关联, 产品丰富多样化, 国民具有较强的养老和财富管理意识。养老年金发展的红利已在上世纪 80 年代后逐渐释放, 美国商业健康医疗服务行业也已发展的较为成熟, 社会整体保障体系已经较为完善和健全, 覆盖程度水平都较高。上文已提及美国寿险增长与资本市场波动同步, 养老金增长取决于经济增量, 而健康险需求稳定在个位数。欧洲国家向来以高福利著称, 人口高度老龄化, 养老健康发展红利在此前也已经释放, 社会保障覆盖和程度都较高, 行业处于 5% 以下的低增速时期。所以欧美国家保险公司的低估值充分反应了行业发展阶段和经济环境。

同为欧洲保险公司的保诚在伦交所的估值远高于其他欧洲保险公司, PB 估值在 2 倍左右。其在欧洲的业务已经大幅压缩, 主要的业务重心已转移至亚太地区。2018 年, 保诚新业务价值中亚太占比在 60% 以上, 北美占比在 30% 左右, 而公司所在的欧洲地区仅占 10% 左右, 保诚盈利水平也远高于其他欧洲保险公司。保诚的高估值反应出新型市场与发达成熟市场的空间差异。

我国保险行业发展还处于上半场, 社保保障程度和医疗健康服务与发达国家还存在较大差异, 人口老龄化带来的养老和健康需求红利还处于释放初期, 居民财富管理需求还集中在不动产上, 未来将逐渐往年金等其他长期储蓄理财产品转移。对于市场空间的估值理应高于发达成熟市场至少在 1 倍以上的水平(对标保诚与其他欧洲公司估值差异)。但欧美国保险公司大多都成立已久, 有先进的风险管理和定价技术, 发达地区资本市场成熟多样化, 资产负债管理有优势, 这些方面是国内保险公司暂时无法企及的, 估值应承担部分折价。但总之, 目前国内保险公司 1 倍左右的 PEV 中枢对于行业发展空间来讲是明显低估的。

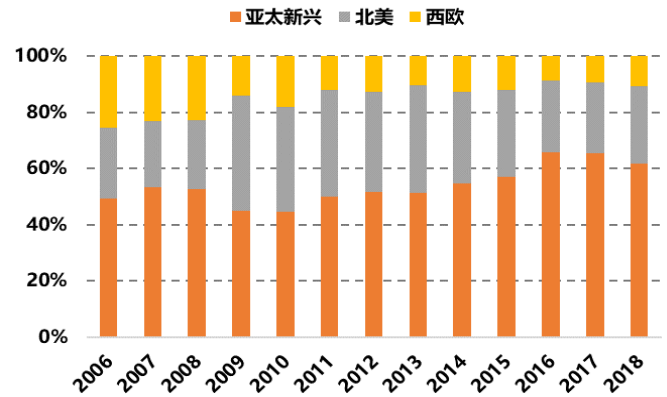


图表 31 英国保诚（伦交所）PB 估值明显高于其他欧洲保险公司



资料来源: bloomberg、华创证券

图表 32 英国保诚新业务价值在各地区占比结构: 亚洲地区占比在 60% 以上



资料来源: bloomberg、华创证券

#### 四、目前行业处于恢复增长的过渡时期，中长期内政策创新空间可期

通过上文复盘中美保费增长周期的驱动因素，我们认为不同险种由于功能属性不同，增长周期有一定差异。

**寿险和中短期年金产品恢复周期短，但受限于监管实现高增速较难。**寿险和中短期年金产品天然存在较大成分的投资理财属性，与资本市场周期以及投资相对回报有较大的关联，增长波动较大。行业这一轮的向下调整周期是正是由于 2017 年以来监管对此前几年的销售体量较大、投资收益率较高的中短期储蓄型保险的收紧降温。由于这类产品件均高保费占比较大，突然一刀切对于行业增长影响较大，目前行业还处于消化保费负增长以及带来的对队伍负面影响阶段中。从 2019 年行业整体增速来看，消化阶段已进入尾声，2019 年寿险增速恢复到了 10% 左右。但今年初由于遭受疫情影响，寿险保费短期内又遭受了较大的负增长冲击，但预计恢复增长的周期不会太长，持续时间在半年左右，4 月单月寿险保费已明显恢复增长到 20% 以上。未来寿险和中短期年金产品仍然会受投资收益表现影响，会有一定波动。但是目前行业处于监管相对较紧的时期，对于具有理财储蓄成分性质较多的产品都较为关注和谨慎，外加长端利率的快速下行引发了潜在“利差损”风险的担忧，目前产品刚性成本已于去年下调（年金产品最高预定利率下调了 52.5bp），一定程度降低了产品吸引力。所以我们认为在较长时期内寿险保费恢复到 16、17 年 30%、40% 以上的增速较为困难，但增长驱动力可能来源于资本市场温和上涨后推动保险产品分红或收益率上升。

**未来政策优惠将为行业带来长期年金保费增量。**长期年金产品增长取决于社会整体的养老覆盖程度以及宏观经济增量，目前我国居民还较依赖社会养老金的保障，养老保障覆盖程度和水平并不高。但是随着老龄化的快速加深，社会养老面临的压力加剧时，我们预期政府未来将效仿发达国家，以更大的政策优惠力度推动第二、三支柱企业年金和个人养老年金的发展，更多居民家庭资产会参与其中，给保险公司经营年金产品带来业务增量。

**健康险需求相对稳定，仍将保持中速增长。**健康险等强保障类产品需求相对刚性，增长受经济环境和资本市场波动影响较小。我们在此前报告《短期个险承压，需求后移——新型冠状病毒肺炎对保险业的影响》中表达过今年健康险增长的观点：认为疫情后虽然对于国民保险意识有所提升，但是并不太可能出现非典时期 2、3 倍增长的情况，因为非典时期健康险暴增的主要原因是供给端的主动刺激：“非典”时期多家保险公司市场提供专门针对“非典”的保险产品。目前的监管不会允许保险公司新开发专门针对新冠的健康险产品（只是鼓励在原有保险的基础上拓展新冠保障），从目前的数据来看，4 月人身险公司健康险保费增速在 16% 左右，较 1 季度增速有所回落，并未出现报复性增长的现象。我们认为未来更长一段时间内，健康险增长将继续保持稳定，过去 5 年行业健康险（剔除和谐健康等公司的护理险）增速在 30%-40% 之间，未来 5-10 年内随着保障被逐渐覆盖，增速将更加区域更加平稳，复合增速在 10%-15%。另外，监管如果在税收等政策优惠上或产品创新上做更大力度的刺激和鼓励，健康险等险种增长将更加可期。

## 五、投资建议

短期来看，上市险企负债端业绩较 1 季度全面恢复反弹，但也仍处于恢复过渡阶段。年内平安、太保 NBV 回复至正常水平正增长较难，而新华处于转型初期，业绩增长较大但价值积累效果不明显，国寿增长较为乐观，相对确定。预计全年新业务价值对 EV 贡献有限（国寿除外）。而短期投资端相对乐观：今年权益市场表现乐观，消费医药等行业有较大的结构性行情，加上去年权益市场高增带来的利润积累（平安除外），以及阶段性利率快速下行带来的债市行情。虽然今年有较高的税收补偿基数以及准备金折现率下行对利润造成压力，但预计投资端表现可以对冲，全年 EV 增长料将保持稳定。

长端利率的下行对于险资再投资和险资配置带来压力，引发市场对未来利差收益的担忧，进而对价值进行折价，估值面临压力。假设今年十年期国债收益率中枢在 2.5% 左右，对应保险公司的投资收益率假设下调 100BP，静态测算下内含价值下降幅度 15%-20%，1 倍 PEV 估值中枢将下移至 0.8 倍左右。实际上保险公司的价值敏感性并没有这么大，而且相对短期的利率俯冲对于聚焦长期投资的险资而言，也不能直接推导到长期收益率。在当前风险偏好整体降低，对利率预期相对悲观的环境下，我们以此来计算保险公司估值的安全边际。我们认为平安今年的估值中枢在 0.9 倍 PEV 左右，平安内含价值 1.2 万亿中寿险内含价值占比 63%，因而 100BP 回报率下降对其内含价值影响在 10% 左右，国寿、新华估值中枢在 0.8 倍 PEV，太保由于财产险公司负债久期较短，对利率敏感性较小，整体估值中枢在 0.85 倍 PEV 左右。

另外，长端利率下行在短期内的负面影响不会体现为公司真实的业绩压力，更多的是对于未来预期价值实现的担忧。对于投资端而言，我国目前的利率水平和经济增长带来的投资机会尚能使得寿险行业处于盈利空间内，未来亦有政策空间和市场机会（如提升权益占比、海外投资占比等）提升投资收益率以及缩短久期缺口对冲利率风险。

整体而言，今年行业负债端还处于恢复性增长时期，资产端面临不确定性引发的市场担忧并未消除，保险股长期逻辑仍未形成，估值或将继续筑底。各家公司亦面临着保险行业发展中的阶段性问题，需用通过战略调整和深化改革来实现破局，这将成为行业持续一段时期的主基调。关注下半年险企内部阶段性调整后带来的积极正面成效以及市场风险偏好上行带来的贝塔行情。我们维持“中性”行业评级，预计其或与市场基准指数保持  $\pm 10\%$  的收益空间。

## 六、风险提示

疫情影响超预期、利率持续向下、保险需求释放不及预期、资本市场动荡。

## 非银组团队介绍

### 组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015 年金牛奖非银金融第五名，2017 年金牛奖非银金融第四名。

### 分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

### 研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：杨一凡

澳大利亚昆士兰大学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500