

## 保险行业投资策略

# 产险周期复苏，寿险细水长流

增持（维持）

2018年07月30日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **产险周期拐点！2018年保费回暖+监管升级优化盈利，费改利好龙头。**我们认为财产险行业今年迈入复苏周期，主要体现为：1) 保费回暖，1~5月财产险保费增长13%，非车险为核心驱动力；2) 保监会年初以来，针对险企经营违规开出42张监管函和25张行政处罚书，尤其关注财产险销售端的市场乱象，共计约31家公司受牵连，我们认为监管压力将倒逼财产险公司强化费用管控，降低费用率、优化承保利润率。此外，车险三次费改启动将深化行业供给侧改革，未来赔付率提高+费用率降低的“跷跷板”效应将保证龙头公司综合成本率稳健（产品标准化程度较高，龙头公司享有品牌、渠道优势和规模效应），而更激烈的竞争环境将冲击中小公司市场份额及利润率，我们预计部分公司将逐步退出市场，车险的集中度仍将提升。

■ **寿险长期向好，健康险保单预计强劲增长，代理人仍是负债端核心。**寿险2018年“开门红”大幅下滑后，二季度保障型保单（重疾险等）销售表现优异，我们预计上半年新单降幅已显著收窄，叠加保单价值率提升，全年NBV表现预计优于预期。短期而言，19号文开启新一轮监管核查，此前造成一批产品停售/整改（其中不乏主打产品，例如太保“金佑人生”等），我们预计三季度过渡期内将对保单销售产生一定影响。长期来看，代理人实力仍是保单销售（尤其是相对复杂的保障型保单）的核心竞争力，近三年代理人数量大幅扩容并未伴随产能提升（仅平安产能逐年递增），我们预计未来代理人规模增速将趋缓，寿险公司需进一步丰富队伍层级结构。

■ **股市波动冲击中期利润及EV增速，准备金影响反转驱动利润高增长。**年初以来750日移动平均利率步入上行通道，准备金折现率的假设变更释放税前利润，推动业绩高增长（国寿一季度增长120%，新华中期预计增长80%），假定当前利率水平延续，我们测算得出750日移动平均利率未来两年仍将稳步上行，因而准备金对业绩的正面影响仍将持续。短期而言，上半年股市波动预计影响当前投资收益（虽然净投资收益在分红高增长推动下预计实现可观增速，但总投资收益及浮盈将受冲击），削减利润并拉低中期EV增速（体现为投资偏差负向贡献），同时考虑上半年保单销售费用投入加大及NBV下滑，我们判断寿险EV中期增速将承压。

■ **投资建议：**综合考虑长期成长空间及当前估值，我们认为**保险股进入布局区间**。重点关注财产险的周期复苏，个股重点推荐H股**中国财险**（产险龙头，承保盈利优化+市占率迎向上拐点，同时人保集团A股拟上市构成潜在催化）。寿险长期看好保障型保单增长潜力，短期关注股市波动对中报EV增速的影响，个股重点推荐**中国平安**（产险优质龙头，寿险NBV有望率先转正，代理人优势鲜明，并围绕科技金融构建核心竞争力）。

■ **风险提示：**1) 财产险费用管控成效不及预期；2) 意外灾害造成财产险承保亏损；3) 寿险新单保费持续下滑；4) 股市波动导致投资收益下滑。

### 行业走势



### 相关研究

- 1、**保险行业2018年投资策略-中国——全球寿险增长新引擎，-20171227**

## 内容目录

<b>1. 财产险迈入复苏周期，车险费改龙头受益</b> .....	<b>4</b>
1.1. 保费增速回升+承保利润优化！盈利周期回暖.....	4
1.2. 海外市场龙头稳固，承保利润率周期鲜明.....	5
1.3. 车险三次费改启动，供给侧改革强化龙头效应.....	7
<b>2. 寿险观望保障型保单销售，19号文影响可控</b> .....	<b>9</b>
2.1. 19号文短期扰动，产品停售整体影响可控.....	9
2.2. 二季度保障型保单回暖，全年NBV优于预期.....	11
2.3. 代理人仍为增长核心，丰富队伍层级是关键.....	12
<b>3. 股市波动影响投资，扰动中期业绩及EV增长</b> .....	<b>13</b>
3.1. 分红大年！净投资收益可观增长，信用风险可控.....	13
3.2. 股市波动冲击综合投资收益，影响EV增速.....	14
3.3. 准备金影响全面反转，利润高增长将持续兑现.....	15
<b>4. 投资建议：长期布局时点，首推中国平安</b> .....	<b>16</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

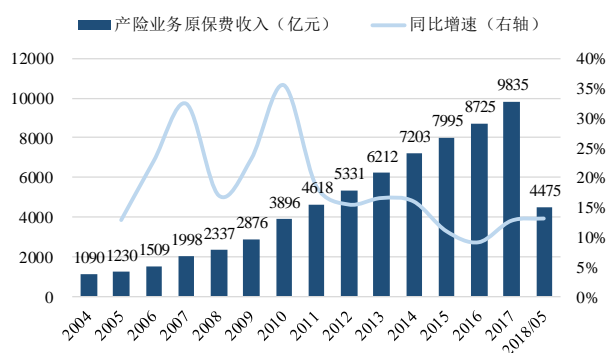
图 1: 2004~2018/05 财产险业务原保费收入及增速 .....	4
图 2: 2009~2017 年财产险业务保费收入结构 .....	4
图 3: 2000~2015 年欧洲财产险保费及车险占比 .....	6
图 4: 1994~2012 年美国财产险净保费及车险占比 .....	6
图 5: 2000~2012 年欧洲财产险公司数量 .....	6
图 6: 2007~2017 年 AXA (安盛) 欧洲地区市场份额 .....	6
图 7: 1998~2017 年 AXA、Allianz 财产险综合成本率 .....	7
图 8: 1990~2016 年日本财产险承保利润 (十亿日元) .....	7
图 9: 2007~2017 年大型财产险公司综合成本率 .....	8
图 10: 2004~2014 年欧洲车险承保利润及综合成本率 .....	8
图 11: 2017Q1、2018Q1 新单保费收入及增速 .....	11
图 12: 2018H1 健康险新单增速及占比 (预测) .....	11
图 13: 2012~2017 年上市寿险公司代理人数量 (单位: 万人) .....	12
图 14: 2012~2017 年上市寿险公司代理人产能 (单位: 元) .....	12
图 15: 2016~2018/07 十年期国债及国开债到期收益率 .....	13
图 16: 2011~2018H1 基金分红金额及增速 .....	13
图 17: 2013~2018/05 保险资金资产配置结构 .....	13
图 18: 2016、2017 年保险公司 AA 级以上信用债占比 .....	13
图 19: 2018H1 主要股指累计跌幅 .....	14
图 20: 2009~2018Q1 上市保险公司总投资收益率 .....	14
图 21: 2010~2017 年上市保险公司综合投资收益率 .....	14
图 22: 2012~2018H1 (E) 上市保险公司 EV 增速 .....	14
图 23: 2014~2017 年寿险准备金折现率区间上下限 .....	15
图 24: 2016 年以来准备金补提对税前利润影响 (亿元) .....	15
图 25: 2009~2020E 国债收益率及 750 日移动平均值 .....	15
图 26: 2011~2018Q1 上市保险公司分红比例 .....	15
图 27: 2007 年至今 A 股保险公司历史估值 (P/EV) .....	16
图 28: 2007 年至今 H 股保险公司历史估值 (P/EV) .....	17
表 1: 2018 年以来保监会开启新一轮“监管潮” .....	4
表 2: 商业车险费率改革进程 .....	7
表 3: 银保监会 19 号文“负面清单”重点条款 .....	9
表 4: 2016 年至今银保监会人身险主要监管政策 .....	9
表 5: 2018 年三季度主要人身险公司主打保障型产品概况 .....	10
表 6: A 股/H 股上市保险公司估值表 (股价采用 2018 年 7 月 27 日收盘价) .....	17

## 1. 财产险迈入复苏周期，车险费改龙头受益

### 1.1. 保费增速回升+承保利润优化！盈利周期回暖

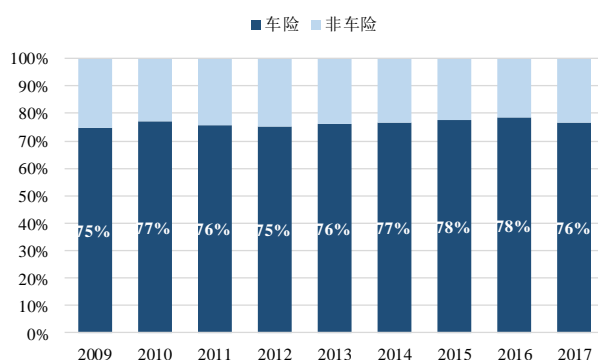
2017年以来保费增速持续回升，非车险驱动行业迈入新一轮扩张周期。近年来受经济增速下滑和新车销量趋缓等因素影响，财产险业务增长明显趋缓（2016年总保费增速降至9.12%，其中车险增速降至10.25%，占比高达78.3%）。2017年以来，行业保费增速逐步回暖（主要由非车险驱动），2018年1~5月总保费增长13.1%，上市公司层面，平安、人保、太保、太平上半年财产险保费增速分别达到14.9%、14.2%、16.3%、16.8%。我们认为后续与经济联动的传统险种（车险、企业财产险等）将稳定增长，而非车险中的新兴险种（例如农险、责任险等）将驱动行业扩张。

图 1：2004~2018/05 财产险业务原保费收入及增速



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图 2：2009~2017 年财产险业务保费收入结构



数据来源：中国保险年鉴，东吴证券研究所

银保监会严控费用率，新一轮监管潮是综合成本率优化的核心驱动力。近年来财产险业务综合成本率的上行压力加大，核心原因在于：1) 车险激烈的市场竞争导致各公司加码营销费用，费用率上行削减承保利润；2) 行业巨头以“价格战”争夺市场份额，保费充足度下滑影响赔付率。年初以来，银保监会针对险企违规经营累计开出 42 张监管函和 25 张行政处罚书，尤其关注财产险销售端的市场乱象，共计约 31 家财产险公司受牵连，我们认为监管压力将倒逼财产险公司强化费用管控，承保利润率将得以优化。

表 1：2018 年以来保监会开启新一轮“监管潮”

时间	监管事项
2018-1-3	保监会发布关于“开门红”保险销售的风险提示，提示谨防“炒停”营销、夸大宣传等现象
2018-1-8	1) 安心产险高管不具备任职资格； 2) 中华联合产险、渤海产险在现场检查中被发现未严格落实监管制度，责令整改； 3) 太保产险某款意外伤害险产品不符合监管规定，责令停止使用。
2018-1-11	1) 农银人寿、交银康联人寿、长城人寿三家寿险公司总精算师违规计算产品现金价值，不符合《人身保险公司保险条款和保险费率管理办法》等规定； 2) 安盛天平产险电销、网销不符合规定，责令整改。

2018-1-23	光大永明人寿、招商信诺人寿、中美联泰大都会人寿、华安产险、紫金产险在现场检查中被发现电销、网销不合规，责令整改。
2018-2-13	1) 保监会披露前期 84 家产险公司在自查整改阶段自查产品 16.2 万个，发现问题产品 8495 个，清理注销“僵尸”产品 1.07 万个； 2) 保监会抽查发现，建信财险、富德财险、日本财险、信达财险等 19 家财产险公司存在问题产品 1672 个，主要问题包括产品命名不规范、条款表述不清晰、违反保险原理或保险法规定、费率调整条件不明确、调整范围无上限等。
2018-2-23	1) 保监会依法接管安邦保险集团，并责令调整其董事长、总经理吴小晖职务； 2) 人保产险、平安产险、太保产险、太平产险、紫金产险（合计对应 10 家分支机构）分别出现“给予投保人保险合同约定以外的保险费回扣或者其他利益、编制提交虚假报表”等违规情况。
2018-2-24	平安人寿、新华人寿、中再资管违反《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》，责令整改
2018-3-9	存在电话销售业务和网络销售业务不符合保险监管规范性文件要求等问题
2018-3-12	阳光财险、中华联合财险、人保财险、华农财险等四家险企因农险自查报告存在编制虚假资料的违规行为，3 名高管取消任职资格，3 家分公司被责令禁止接受农险新业务一年
2018-3-14	中华联合财险因存在编制提供虚假资料等行为责令罚款
2018-3-21	人保财险因存在编制提供虚假资料等行为责令罚款
2018-5-29	华海财险多款产品因存在保险责任表述不清晰、不符合保险原理及险种分类错误等问题，禁止其在 6 个月内备案新的保险条款和费率
2018-6-28	紫金财险、安诚财险、民生通惠资管、众安在线、幸福人寿、中华联合等 6 家公司因为保险资金运用、保险资产管理业务等违规被责令整改。
2018-7-26	1) 易安财险存在技术服务费比例偏高、经营费用水平不合理等问题； 2) 众安财险存在部分案件未按规定时限立案、部分注销、零赔付案件未按规定留存相关信息、案件存在估损不谨慎等问题

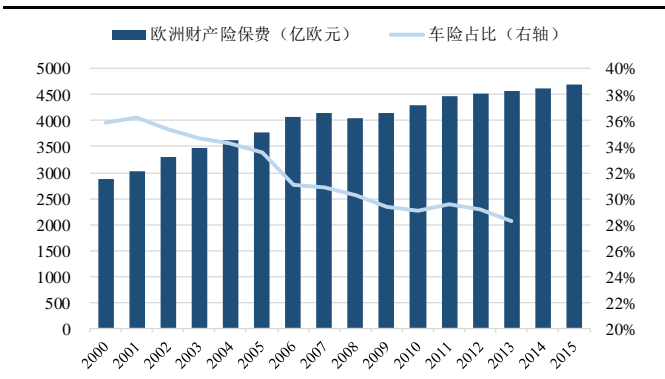
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

## 1.2. 海外市场龙头稳固，承保利润率周期鲜明

财产险与经济增长挂钩，成熟市场具备保费稳增长+险种多元化特征。财产险业务包含车险、企业财产险、责任险、意外健康险等险种，业务需求与经济增长密切相关（例如新车销量、固定资产投资等），因此发达市场的财产险保费通常稳定增长，仅在个别经济衰退周期下滑（例如 2000~2015 年间欧洲财产险保费仅在 2008 年下滑）。险种角度，车险为基石，但在市场成熟化扩张进程中其占比往往持续走低（欧洲已低至 30% 以下，美国降至 41.5%），意外健康、责任等险种比重逐步提升，而我国目

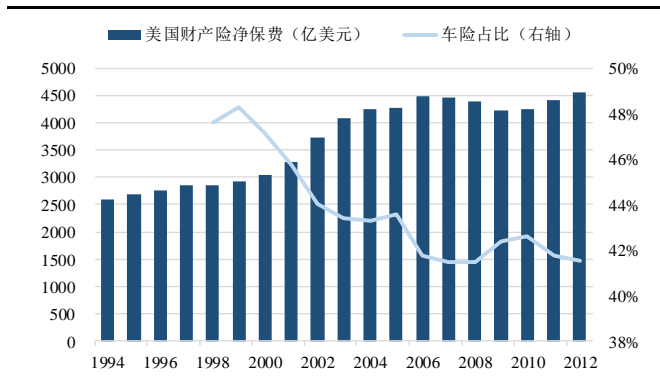
前仍以车险为主（占比超过 75%），未来增长动力在于非车险。

图 3：2000~2015 年欧洲财产险保费及车险占比



数据来源：欧洲保险和再保险联盟，东吴证券研究所

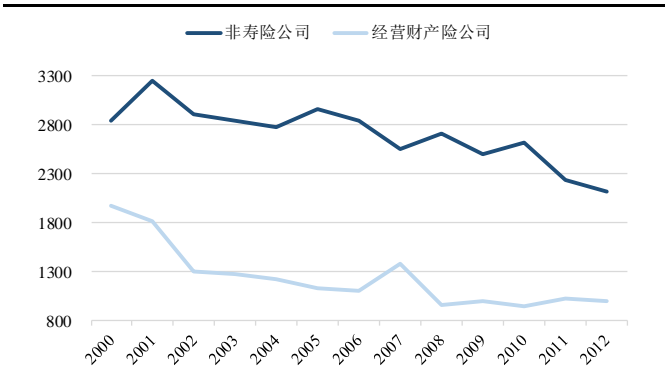
图 4：1994~2012 年美国财产险净保费及车险占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

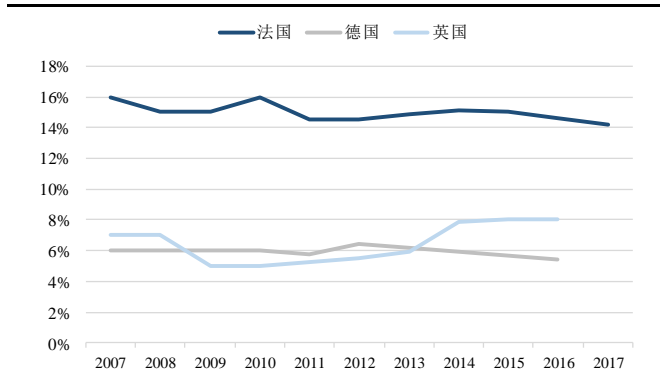
**强者恒强！市场竞争主体逐步减少利于大型公司保持长期主导地位。**欧美财产险发展历史悠久，且产品体系庞杂导致细分市场的公司数量繁多（2001 年欧洲地区的非寿险公司数量一度达到 3256 家，而我国目前仅 87 家）。虽然从绝对数量来看欧美市场的格局更为分散，但实质上财产险主要险种的高度标准化特征导致其品牌优势比寿险更鲜明，大型公司（例如法国 AXA、德国 Allianz、荷兰 ING 等）市场份额保持稳固。长期而言，随着财产险市场竞争主体逐步减少，我们认为未来大型龙头公司将始终占据主导地位。

图 5：2000~2012 年欧洲财产险公司数量



数据来源：欧洲保险和再保险联盟，东吴证券研究所

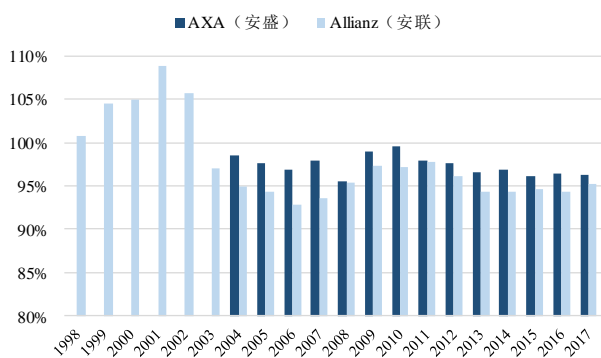
图 6：2007~2017 年 AXA（安盛）欧洲地区市场份额



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

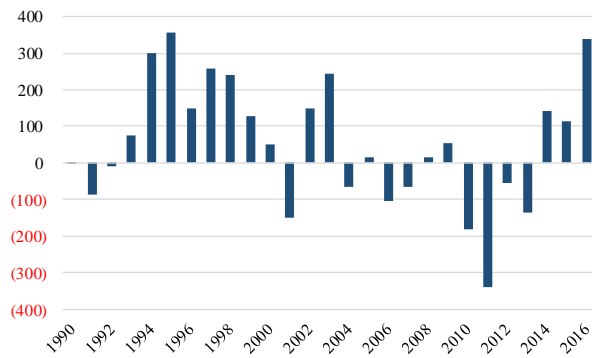
**财产险的综合成本率周期属性鲜明，复苏期间承保利润往往高弹性增长。**财产险盈利模式与寿险区别显著，前者以一年短期业务为主，每年综合成本率（即“100% 减承保利润率”）波动导致利润弹性较高（例如日本 2000~2016 年间承保亏损 8 年，欧洲保险巨头 AXA、Allianz 综合成本率波动明显），而后者以长期业务为主，利润由剩余边际逐年释放，内含价值稳健增长。海外市场，承保利润率的波动与自然灾、产品价格、市场竞争等环境因素相关联，而国内市场还要叠加考虑监管影响，因为车险业务受到严格管控，尤其是今年以来对费用率的管控影响深远。

图 7：1998~2017 年 AXA、Allianz 财产险综合成本率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：1990~2016 年日本财产险承保利润 (十亿日元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 车险三次费改启动，供给侧改革强化龙头效应

车险费改深化带来更宽松的自主定价空间，拉低折扣下限、加剧市场竞争。车险三次费改进一步放宽四川、山西、福建等地区的自主核保系数和自主渠道系数，且市场预期下半年可能向全国推广。根据新系数测算，车险最高折扣率有望低至基准保费的 20%，例如厦门地区最低折扣系数= 0.7 (自主核保系数) \* 0.7 (自主渠道系数) \* 0.4 (NCD 无赔款优待系数)=0.196。因此，我们预计后续件均保费将进一步下滑，保费充足度降低造成赔付率升高，定价能力差的中小公司赔付率承压。

表 2：商业车险费率改革进程

时间	政策	主要内容
2015/02	保监会关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见	建立标准化、个性化并存的商业车险条款体系，逐步扩大产险公司商业车险费率厘定自主权
2015/03	《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》	拟订商业车险保费行业基准， $保费 = 基准纯风险保费 / (1 - 附加费用率) * 费率调整系数$ ，分别在【0.85, 1.15】的范围内自主制定“核保系数”和“渠道系数”费率调整方案
2015/05	保监会关于商业车险改革试点地区条款费率适用有关问题的通知	黑龙江、山东、广西、重庆、陕西、青岛等 6 个首批试点地区全面启用新版商业车险条款费率
2016/01	保监会启动第二批 12 省份费改试点	将天津、内蒙古、吉林、安徽、河南、湖北、湖南、广东、四川、青海、宁夏、新疆等 12 地区纳入商业车险改革试点范围
2016/07	保监会关于商业车险条款费率管理制度改革试点全国推广有关问题的通知	将商业车险改革试点推广到全国范围，2016 年 7 月 1 日前各产险公司应停止使用原商业车险条款、费率，并及时启用新商业车险条款、费率
2017/06	中国保监会关于商业车险费率调整	<b>二次费改</b> 进一步放宽自主核保系数、自主渠道系数费率调整方案，

及管理等有关问题的通知

其中，深圳辖区放宽程度最高，自主核保系数和自主渠道系数均为【0.70, 1.25】

2018/03

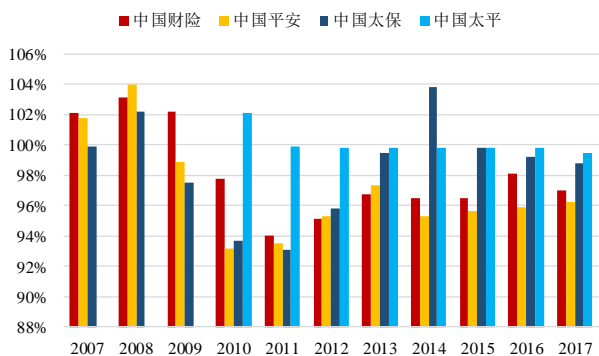
中国保监会关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知

三次费改进一步放宽自主核保系数、自主渠道系数费率调整方案，其中，四川辖区放宽程度最高，自主核保系数和自主渠道系数均为【0.65, 1.15】

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

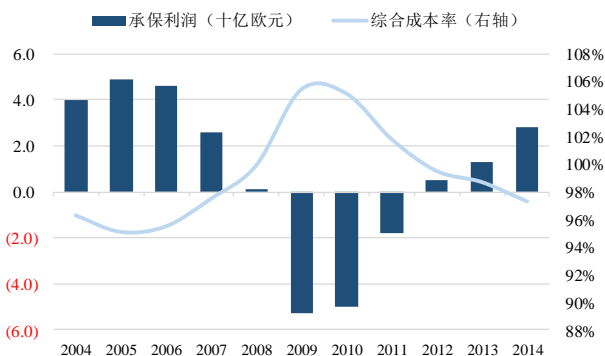
**费改长期提高赔付率、降低费用率，中小公司退出市场后垄断程度提升。**车险费改压低保费后市场竞争更激烈，短期内财产险公司普遍加大费用投入以维持市占率，我们认为短期费用率将上行，同时定价能力较弱的中小公司保费充足度下降或导致赔付率承压。长期而言，参考海外市场并考虑监管层对销售端的管控，我们预计车险费用率未来将企稳向下，但赔付率仍将高企（费改初衷是让利于消费者），“跷跷板”效应保证龙头公司的综合成本率维持稳定。市场份额角度，中小公司在费改压力下可能逐步退出车险市场（承保利润率很薄，必须形成规模效应），而龙头公司凭借对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势，预计市占率仍将提升，我们认为车险市场的寡头垄断将进一步深化。

图 9：2007~2017 年大型财产险公司综合成本率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2004~2014 年欧洲车险承保利润及综合成本率



数据来源：《European Motor Insurance Markets》，东吴证券研究所

## 2. 寿险观望保障型保单销售，19号文影响可控

### 2.1. 19号文短期扰动，产品停售整体影响可控

19号文开启寿险新一轮专项核查，标志着监管导向从产品端传导至销售端。银保监会2017年5月发布的19号文包含52项“负面清单”条款，涉及人身险条款及责任设计、费率厘定、精算假设等各个方面，并要求保险公司6月30日前自查整改，随后启动专项核查。我们认为，19号文一方面延续2016年以来人身险“回归保障”的监管主线，另一方面也标志着监管重心从产品端向销售端传导（此前134号文等一系列法规基本聚焦于产品，而19号文既包含对产品的规范，也开始整治销售端乱象），我们预计未来销售误导、过度营销等市场现象将成为新的监管重点，代理人制度也将随之进入规范化、专业化阶段。

表3：银保监会19号文“负面清单”重点条款

监管导向	“负面清单”条款
重疾险等保障型产品： 强化保障属性	(九) 条款中重要释义不符合消费者通常理解。如“癌症”释义未包括原位癌责任。 (十八) 重大疾病保险产品，对恶性肿瘤责任中的 <u>甲状腺恶性肿瘤进行单独处理</u> 。 (二十三) 通过等待期内发生风险事故 <u>不全额退还所交保险费</u> 损害消费者利益。
年金等储蓄型产品： 明确长期储蓄性质	(十四) 年金险长险短做，通过生存金快速返还形式，将所交保费大量快速返还。 (十五) 年金保险产品 <u>设计异化，第一年末现金价值即超过已交保费</u> 。
中短存续期产品： 维持监管限制	(十七) 医疗保险产品设计异化，无风险保额或保险金额低于保费。 (二十四) 短期健康保险中引入“终身给付限额”“连续投保”等长期保险概念。 (二十五) 产品预定附加费用率或初始费用明显偏离实际，费率厘定不真实不合理。 (三十五) 公司认定为非中短存续期产品， <u>利润测试退保率假设前5年已超过60%</u> 。 (五十二) 通过 <u>业务展期</u> 等方式变相销售已停售保险产品。
销售端： 杜绝误导销售等乱象	(一) 条款文字冗长，重点不突出，不通俗、不易懂， <u>不便于消费者阅读理解</u> 。 (三) 条款中对于保险人应尽义务表述不严谨， <u>存在误导销售隐患</u> 。 (三十九) 分红型产品分红演示中使用的股东、消费者之间分红比例，给予消费者的比例高于公司实际分红中给予消费者的分红比例， <u>夸大分红利益，误导消费者</u> 。

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

表4：2016年至今银保监会人身险主要监管政策

时间	监管规定
2018/07/13	《保险代理人监管规定（征求意见稿）》
2018/05/04	《关于组织开展人身保险产品专项核查清理工作的通知》（19号文）
2017/11/15	《健康保险管理办法（征求意见稿）》
2017/07/10	《保险销售行为可回溯管理暂行办法》
2017/05/25	《保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》（134号文）
2016/09/06	《关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》（76号文）

2016/09/06	《关于强化人身保险产品监管工作的通知》(199号文)
2016/03/18	《关于规范中短存续期产品有关事项的通知》(22号文)

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

大量产品停售/整改，整体影响可控，建议关注过渡期内产品切换影响。由于19号文涉及所有存量/储备产品，因此波及的产品数目众多，且个别主力保障型产品亦遭停售（例如太保主打的重疾险“金佑人生”）。目前，虽然主要保险公司的新主打产品已衔接到位（太保已推出“金诺人生”，平安小幅调整“平安福”并重点推动“爱满分”等产品，新华受影响较小且从三季度起全国推广“多倍保”），但仍需关注产品切换后销售端能否快速适应。长期而言，人身险产品“回归保障”深化，从长远盈利及价值率的角度均利好大型保险公司，以经营短期险、理财型业务为主的部分中小保险公司将进一步承压。

表 5：2018 年三季度主要人身险公司主打保障型产品概况

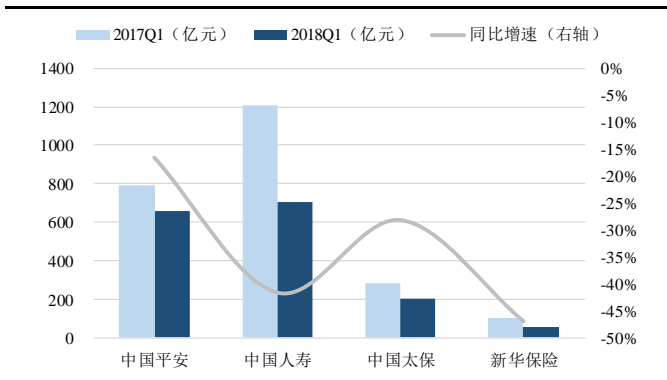
	中国平安	中国太保	中国人寿	新华保险	中国太平
产品名称	爱满分	金诺人生 2018	国寿福至尊	多倍保	福禄康逸
产品险种	两全险+重疾	终身寿险+重疾	终身寿险+重疾	终身寿险+重疾	终身寿险+重疾
产品类型	传统+健康	传统+健康	传统+健康	传统+健康	传统+健康
轻症：病种	30 种	50 种	30 种	50 种	50 种
轻症：保额	20%保额/3 次	20%保额/3 次	20%保额/1 次/上限 10 万	20%保额/5 次	20%保额/3 次
重症：病种	80 种	100 种	80 种	70 种	100 种
重症：保额	100%保额	100%保额	100%保额	癌症 100%保额/3 次，其余重疾 100%保额/1 次；前 10 年重疾或身故 100%保额；特定重疾额外赔付 20%保额	100%保额/3 次
保障期限	30 年	终身	终身	终身	分 3 组，每组最多赔付 1 次
年保费	7470 元（17 岁男性）*但保费最低 9000 元	10920 元	10020 元	11730 元	13560 元
特色	满期高额给付	轻症给付不降保额	保障全面	重疾多次赔付	覆盖病种/赔付次数多

数据来源：各人身险公司官方网站，东吴证券研究所整理

## 2.2. 二季度保障型保单回暖，全年 NBV 优于预期

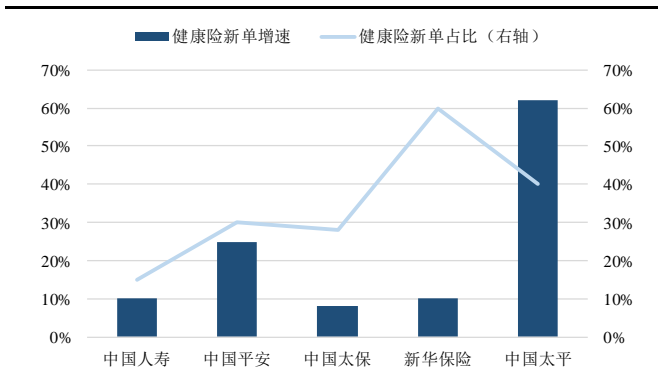
二季度保障型产品销售表现强劲，个险渠道新单保费降幅逐步收窄。寿险一季度“开门红”大幅下滑源于“高基数+134号文调整产品结构+银行理财利率上行”等因素共振，其中银保渠道新单全面收缩。二季度以来，一方面受增长压力驱动，另一方面顺应监管导向，主要寿险公司均大力推销健康险等长期保障型产品（同时加强费用投放等激励措施）。考虑居民健康保障需求客观高增长，且保险公司通常运用“健康险+寿险”组合销售的营销模式，我们预计二季度个险渠道的新单保费增速显著回暖（平安、太保公告上半年个险新单同比降幅6.3%、19.7%，较一季度同比降幅12.3%、28.2%明显回暖）。我们预计，主要寿险公司的健康险新单全年均将可观增长，虽然件均保费较低难以快速拉升总新单增速，但保费结构优化长期有利于寿险公司经营。

图 11：2017Q1、2018Q1 新单保费收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：2018H1 健康险新单增速及占比（预测）



数据来源：东吴证券研究所

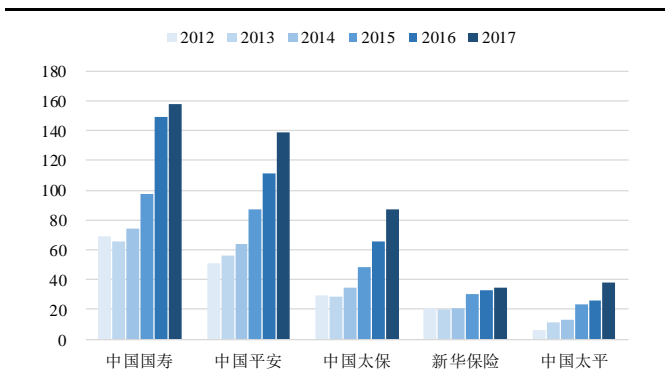
备注：预测数据根据抽样调研结果估算得出，与实际销售数据可能存在差异

价值率确定性提升，全年 NBV 正增长仍需观望，平安有望率先转正。我们认为寿险 NBV 表现将确定性优于新单保费，即新业务价值率将提升，主要源于可观增长的健康险等保障型产品的价值率显著高于分红险等储蓄型产品（按首年标准保费计量，长期保障型产品的价值率可能位于 70%~150%）。不过，全年 NBV 增速能否全面转正仍需观望，主要系 2017 年上半年 NBV 普遍创历史新高，而今年下半年保险公司可能聚焦于获客和代理人培训，因此我们认为寿险的增长细水长流。分公司层面，考虑平安代理人优势鲜明且新单显著优于同业，预计 NBV 有望率先转正。

### 2.3. 代理人仍为增长核心，丰富队伍层级是关键

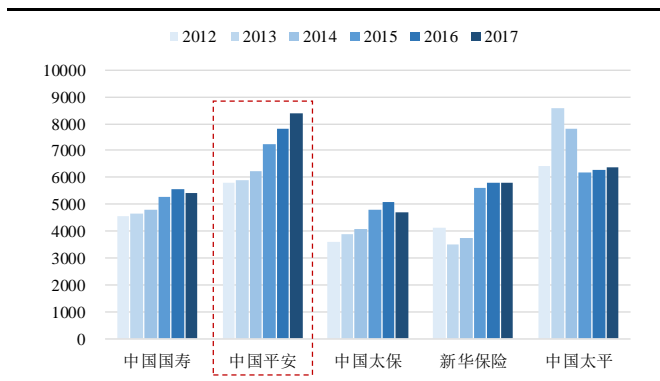
近三年代理人数量爆发是新单高增长的核心动力，产能提升并不显著。2017 年末，国寿、平安、太保、新华、太平代理人数量分别为 158、139、87、35、38 万人，自 2015 年代理人考试制度放开后均大幅增员，三年累计增幅分别高达 112%、118%、154%、69%、187%（仅新华增员相对缓慢）。但从队伍质态角度而言，产能并未明显提高，仅平安持续攀升（部分原因可能是平安采用首年规模保费统计口径），由此可见人力规模增长是寿险新单激增的核心。考虑 2017 年末全行业代理人数量已达到 806.9 万人，约占城镇人口比重近 1%（参照海外发达国家已接近饱和水平），我们预计未来代理人规模增长将趋缓，虽然短期内仍有望维持一定增速，但中长期需持续关注队伍质态及产能的提升。

图 13：2012~2017 年上市寿险公司代理人数量（单位：万人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14：2012~2017 年上市寿险公司代理人产能（单位：元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：产能统计口径存在差异，1) 平安：每月人均首年规模保费；2) 太保：每月人均首年保费收入；3) 新华：月均首年保费收入/月均规模人力；4) 国寿/太平为估算数据，即每月人均首年保费收入

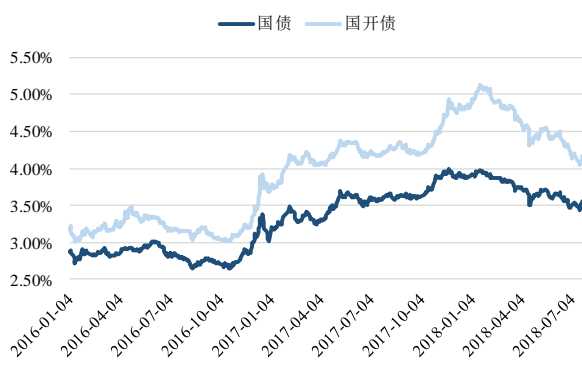
队伍质态提升路径不仅局限于管理培训，未来丰富代理人层级将至关重要。当前阶段寿险代理人素质及专业能力存在较高的提升空间，主要系行业近年来在人口红利驱动下粗放式发展，以“人海战术”为营销战略。未来考虑件均保费较低、复杂程度较高的保障型产品成为主线，同时监管层对销售端管控收紧，我们认为寿险公司提升销售队伍质态不可避免。参考拥有精品营销团队的友邦保险（代理人以中产阶级人群及高学历青年为主），我们认为寿险队伍优化不仅在于管理培训，更重要的是丰富销售人员的层级（同一层级的认同感是营销核心，尤其对于保险等复杂金融产品而言），从源头提升队伍质量，同时匹配更具吸引力的激励机制和更良好的展业模式（例如员工持股、科技化营销工具等）。

### 3. 股市波动影响投资，扰动中期业绩及 EV 增长

#### 3.1. 分红大年！净投资收益可观增长，信用风险可控

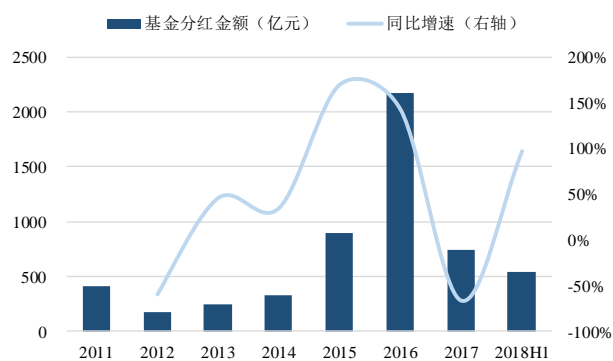
利息收入+基金/股息分红推动净投资收益高增长，净投资收益率保持稳健。保险公司净投资收益的基石源于利息收入，弹性源于基金及股票分红，我们预计 2018H1 净投资收益高增长，主要系：1) 2017 年利率触底上行后高位震荡，保险资管借机提升债券资产配置比例，积极增配高利率债，驱动利息收入增长；2) 2017 年蓝筹股结构性行情为公募基金带来丰厚的投资收益，据 Wind 统计，截至 7 月 25 日，公募基金累计分红高达 566 亿元，同比增长 86%。

图 15：2016~2018/07 十年期国债及国开债到期收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：2011~2018H1 基金分红金额及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

保险增配信用债但风控严格，组合评级较高，信用风险整体可控。2017 年以来保险资管积极把握利率上行趋势，增配长久期债券，2018 年 5 月末行业债券资产配置比例已提升至 36%，我们预计其中信用债配置体量相当可观。2018 年以来，降杠杆深化，信用环境收紧造成流动性风险升级，债务违约频现，市场对保险公司信用债资产质量的担忧加码。我们认为，保险资管机构历来风控严苛（许多公司使用自己的评级体系），所持信用债评级基本在 AA 级以上，同时考虑政策面宽松预期已确立，流动性风险得到舒缓，我们预计保险投资端面临的信用风险整体可控。

图 17：2013~2018/05 保险资金资产配置结构

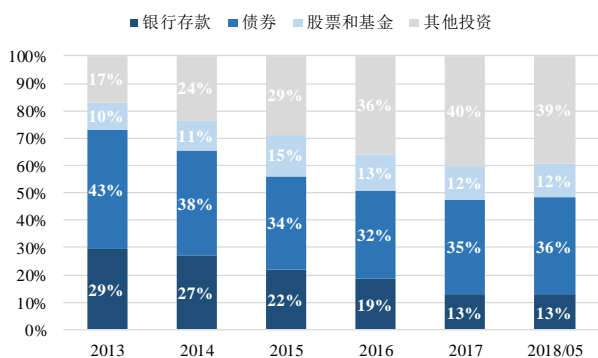
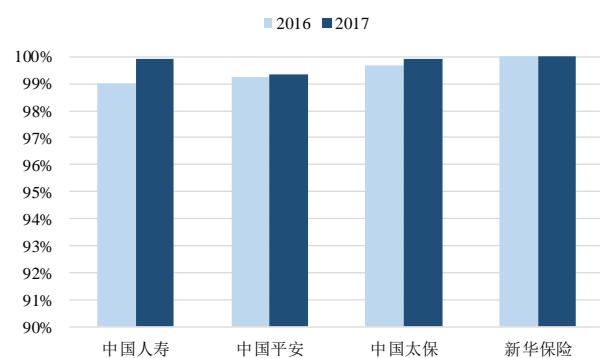


图 18：2016、2017 年保险公司 AA 级以上信用债占比



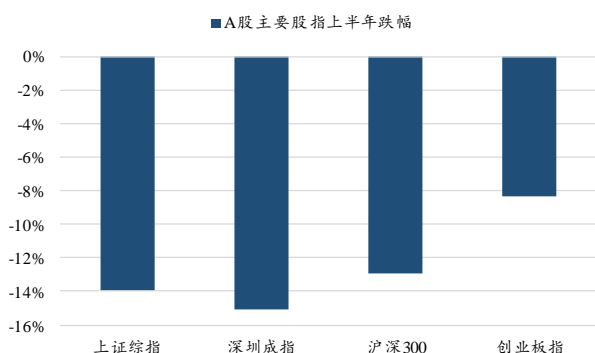
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 股市波动冲击综合投资收益，影响 EV 增速

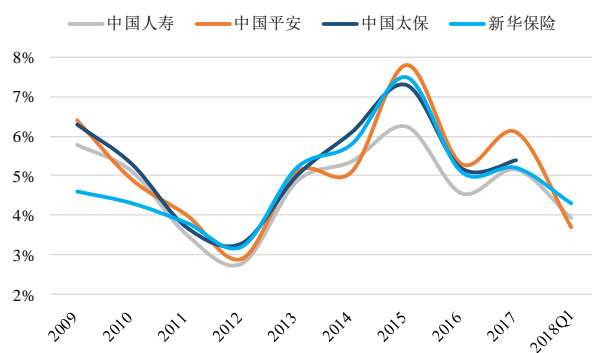
股市波动影响公允价值及浮盈，平安适用 IFRS9 预计对利润影响最显著。上半年 A 股市场明显调整（沪深 300 下跌 12.9%），对保险投资端的影响主要体现在：1）证券交易价差和交易性金融资产公允价值预计下滑，影响总投资收益率；2）可供出售金融资产的账面浮盈预计缩水，影响综合投资收益率。合并利润表角度，考虑平安已率先使用 IFRS9，大量资产计入交易性金融资产，我们预计股价波动对利润表投资收益影响显著（一季度总投资收益率低于同业已充分体现），进而影响净利润增速。

图 19：2018H1 主要股指累计跌幅



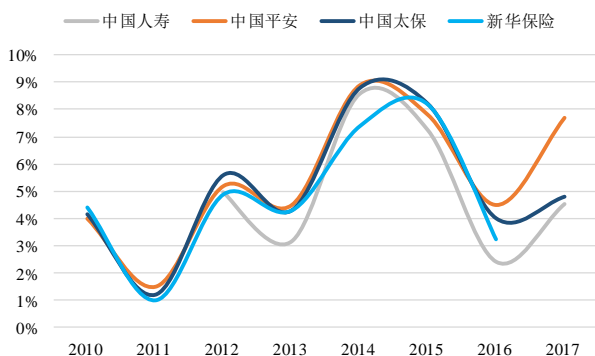
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：2009~2018Q1 上市保险公司总投资收益率



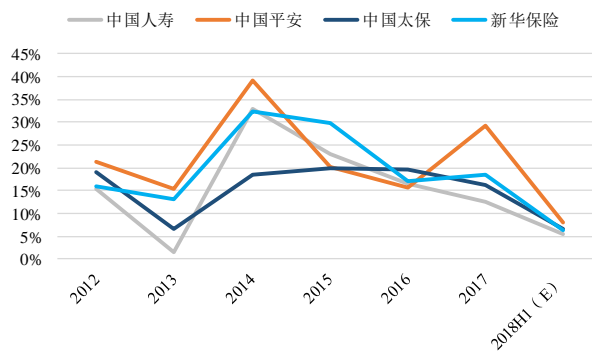
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 21：2010~2017 年上市保险公司综合投资收益率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22：2012~2018H1 (E) 上市保险公司 EV 增速



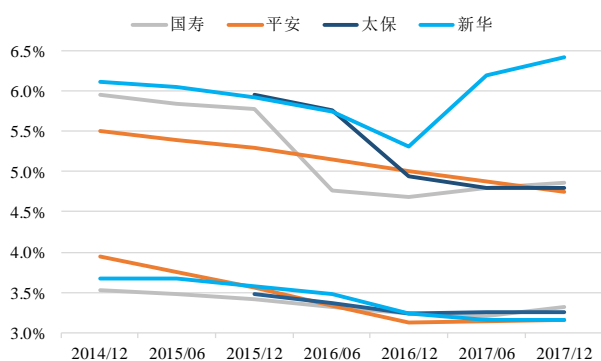
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中期 EV 增速预计低于预期，主要源于投资偏差+费用投放+NBV 趋缓。保险内含价值增长主要源于：1）预期回报（可分拆为期初有效业务价值的自然释放及期初经调整净资产的预期投资回报）；2）投资偏差及运营偏差；3）新业务价值贡献。上半年寿险新单及 NBV 下滑，叠加二季度为推销保单加大费用投放，可能影响运营偏差，同时投资端股市波动可能冲击投资偏差，据此判断中期 EV 增长将趋缓。

### 3.3. 准备金影响全面反转，利润高增长将持续兑现

2018 年以来准备金评估假设折现率上行，高弹性释放寿险税前利润。寿险利润的中枢源自剩余边际的逐年释放，每年的波动通常源于投资偏差、经营偏差和会计估计变更三种原因，2016 年以来会计估计折现率（定义为 750 日移动平均国债收益率+综合溢价）的假设变更影响显著，主要系移动平均利率进入下行通道，造成负债端准备金补提并冲减当期税前利润。2017 年以来，随着利率触底上行，2018 年起移动平均利率及准备金折现率随之企稳回升，反向释放寿险税前利润，推动业绩高弹性增长（国寿 2018Q1 业绩增长 119.8%，新华 2018H1 业绩预计增长 80%）。

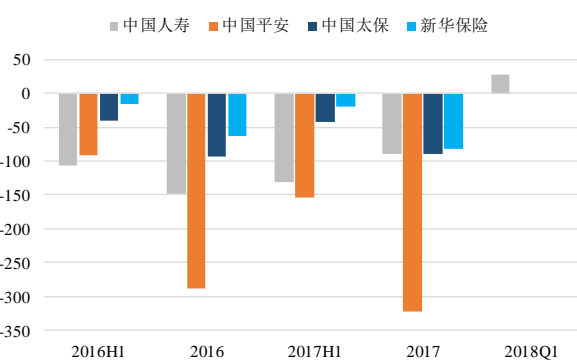
图 23: 2014~2017 年寿险准备金折现率区间上下限



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：中国平安未披露中期折现率，数据采用平滑处理

图 24: 2016 年以来准备金补提对税前利润影响（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

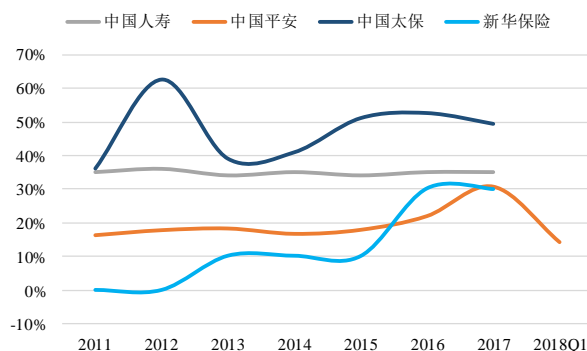
未来两年移动平均利率有望继续上行，对寿险利润及分红持续构成正贡献。假设国债收益率维持当前水准（7 月 25 日 10 年期、20 年期国债收益率分别为 3.56%、3.88%），则 750 日移动平均收益率预计在 2020 年三季度前均将稳步上行，将对寿险利润释放构成持续积极影响。虽然会计估计的假设变更仅仅改变寿险利润的释放时点，实际影响有限，但利润增厚将对保险股的当期股息分红产生积极影响，因此我们认为账面利润增长仍然值得关注。

图 25: 2009~2020E 国债收益率及 750 日移动平均值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 26: 2011~2018Q1 上市保险公司分红比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

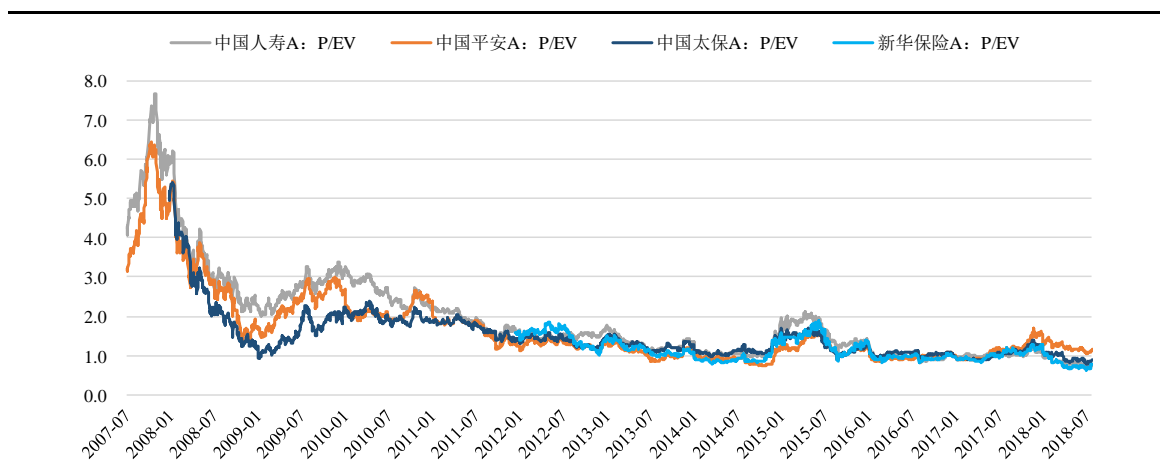
#### 4. 投资建议：长期布局时点，首推中国平安

行业层面：1) 我们重点看好财产险行业周期复苏，主要体现为 2018 年保费增速回暖+银保监会费用管控升级改善承保盈利，长期而言，车险费改深化后市场集中度有望进一步提升，中小财产险公司承压。2) 长期看好寿险成长空间，随着监管推动全行业重心向保障型业务转移，龙头公司在代理人层面的壁垒将越发显著，中小寿险公司难以逾越，虽然短期新单保费承压（三季度 19 号文专项核查预计仍将造成一定影响），但保障性需求（以重疾险为代表）稳步崛起具有确定性，看好后续新单保费重回增长通道，叠加业务价值率提升，新业务价值及内含价值预计将持续增长。

公司层面，我们始终最看好保险价值龙头**中国平安**：1) 财产险市场份额持续上升+综合成本率优异；2) 寿险代理人优势鲜明，新单保费及 NBV 有望率先转正（上半年预计同比持平，2018 年预计增长 10%）；3) 围绕科技金融构建核心竞争力。此外，积极看好**中国财险（H 股）**，作为国内财产险行业龙头，最受益市场周期复苏及车险费改。

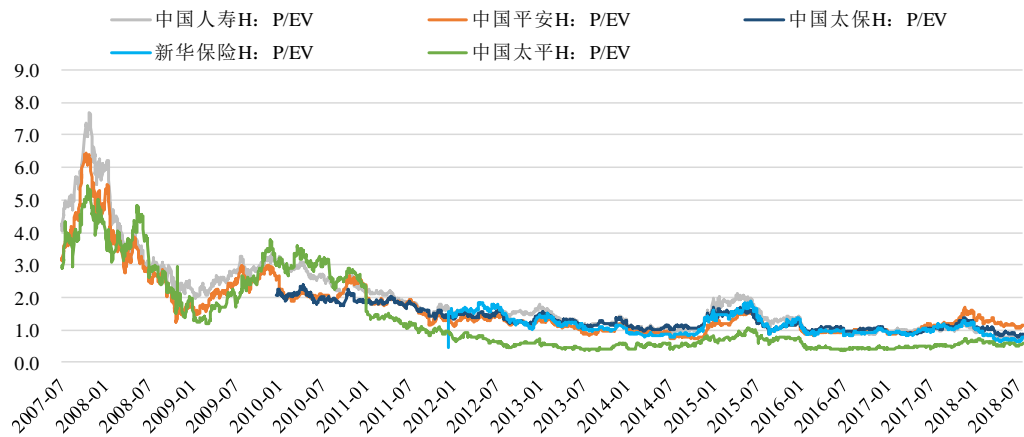
投资角度，2018 年以来板块估值调整主要源于寿险新单下滑+股市波动影响投资预期，目前 A 股保险公司平均估值约 0.92 倍 2018PEV，H 股则为 0.68 倍 2018PEV（包含中国太平），位于历史底部，估值安全。当前时点，虽然中报 EV 增速可能受投资影响而有所降低，但考虑新单二季度以来已逐步回暖，保险股预期向好，叠加行业长期成长性，我们认为目前是最佳配置时点，积极看好。此外，人保集团即将正式实施 A 股 IPO，A 股将迎来第五家大型保险公司，有望对财产险及保险板块构成催化。个股重点推荐**中国平安、中国财险**，同时建议关注**中国太平**。

图 27：2007 年至今 A 股保险公司历史估值（P/EV）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 28: 2007 年至今 H 股保险公司历史估值 (P/EV)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 6: A 股/H 股上市保险公司估值表 (股价采用 2018 年 7 月 27 日收盘价)

公司名称	股价	2015	2016	2017	2018E	2019E	2015	2016	2017	2018E	2019E
		EVPS					1Yr VNB				
中国人寿	23.55	19.82	23.07	25.97	29.51	34.44	1.12	1.74	2.13	1.80	1.93
中国平安	60.87	30.17	34.88	45.14	54.41	65.52	2.10	2.78	3.68	4.05	5.08
中国太保	33.75	22.69	27.14	31.58	36.39	42.28	1.34	2.10	2.95	2.84	3.17
新华保险	48.83	35.47	41.50	49.20	57.16	66.26	2.46	3.35	3.87	3.71	4.09
中国太平 (港币)	27.75	27.26	28.51	33.76	38.48	44.24	1.97	2.54	4.29	4.79	5.31
		P/EV					VNBX				
中国人寿 A	23.55	1.19	1.02	0.91	0.80	0.68	21.11	13.50	11.07	13.10	12.17
中国平安 A	60.87	2.02	1.74	1.35	1.12	0.93	28.96	21.90	16.52	15.01	11.99
中国太保 A	33.75	1.49	1.24	1.07	0.93	0.80	25.13	16.06	11.44	11.88	10.66
新华保险 A	48.83	1.38	1.18	0.99	0.85	0.74	19.88	14.58	12.63	13.17	11.95
<b>平均</b>		<b>1.52</b>	<b>1.30</b>	<b>1.08</b>	<b>0.92</b>	<b>0.79</b>	<b>23.77</b>	<b>16.51</b>	<b>12.92</b>	<b>13.29</b>	<b>11.69</b>
中国人寿 H	20.05	0.82	0.70	0.62	0.55	0.47	14.49	9.26	7.60	8.99	8.35
中国平安 H	73.70	1.97	1.70	1.32	1.09	0.91	28.26	21.37	16.12	14.65	11.70
中国太保 H	30.70	1.09	0.91	0.78	0.68	0.59	18.42	11.78	8.39	8.71	7.81
新华保险 H	36.25	0.82	0.70	0.59	0.51	0.44	11.89	8.72	7.56	7.88	7.15
中国太平 H	27.75	0.82	0.78	0.66	0.58	0.51	11.35	8.81	5.21	4.67	4.21
<b>平均</b>		<b>1.10</b>	<b>0.96</b>	<b>0.80</b>	<b>0.68</b>	<b>0.58</b>	<b>16.88</b>	<b>11.99</b>	<b>8.98</b>	<b>8.98</b>	<b>7.85</b>
		EPS					BVPS				
中国财险	8.61	0.98	0.81	0.89	1.05	1.26	4.90	5.36	5.98	6.72	7.60
中国人民保险集团	3.51	0.46	0.34	0.38	0.41	0.45	2.74	2.97	3.33	3.72	4.28
		P/E					P/B				
中国财险 H	8.61	7.07	8.57	7.79	6.64	5.51	1.42	1.29	1.16	1.03	0.91
中国人民保险集团 H	3.51	6.15	8.32	7.44	6.90	6.29	1.03	0.95	0.85	0.76	0.66

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) **财产险费用管控成效不及预期**：如果行业继续加大费用投入，可能造成费用率、赔付率双升的情形，影响财产险承保利润率及综合业绩；
- 2) **意外灾害造成财产险承保亏损**：超预期的自然灾害事件可能造成财产险公司承保亏损，大幅冲击当期业绩；
- 3) **寿险新单保费持续下滑**：如果保障型保单后续销售不力，将影响寿险业务成长预期及 NBV、EV 增速预期；
- 4) **股市波动导致投资收益下滑**：股市波动会对保险公司当前净利润及 EV 增长造成负面冲击。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

