

# 寿险业专题：借镜观形 砥砺前行

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

中国银河证券研究院投资研究部  
非银行金融分析师：武平平  
执业证书编号：S0130516020001

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

## CONTENTS

**01|国外成熟寿险市场：注重负债管理，深耕存量价值**

**02|中国寿险市场：规模驱动转向质态提升**

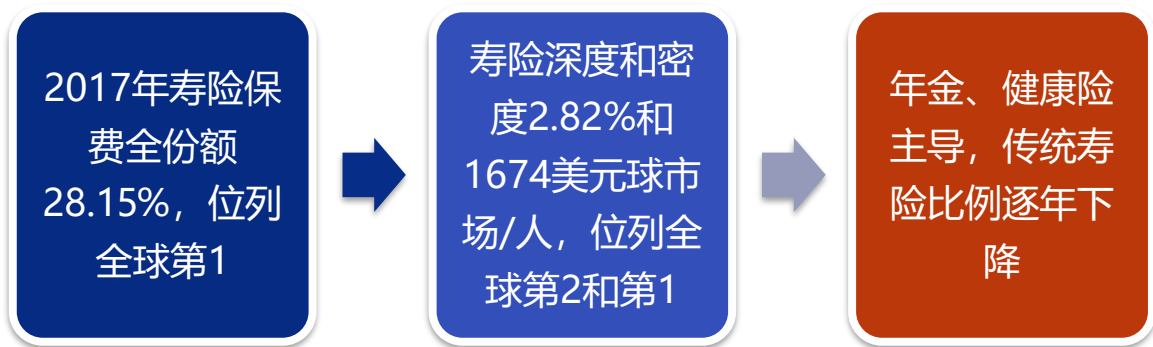
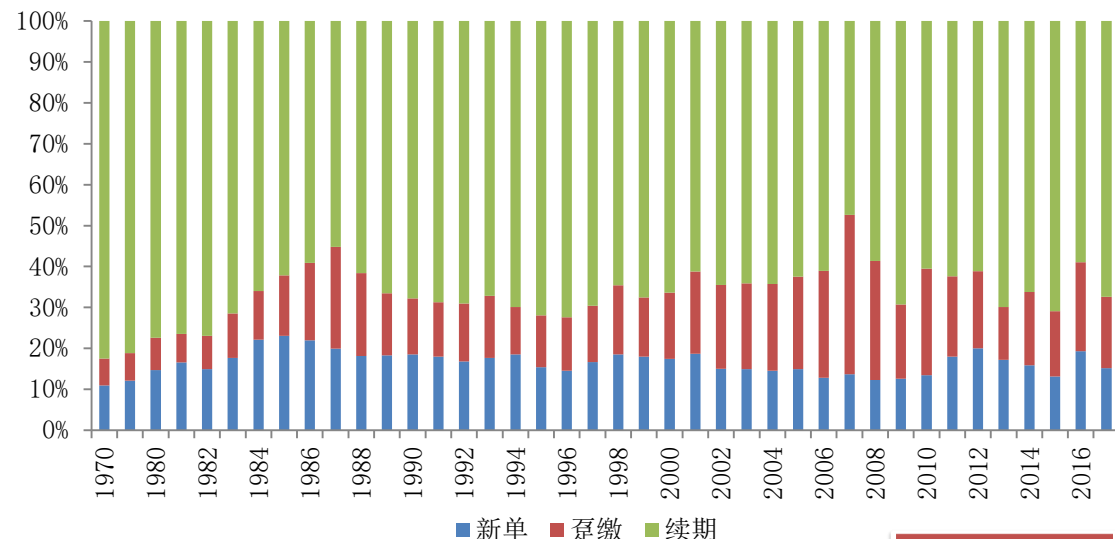
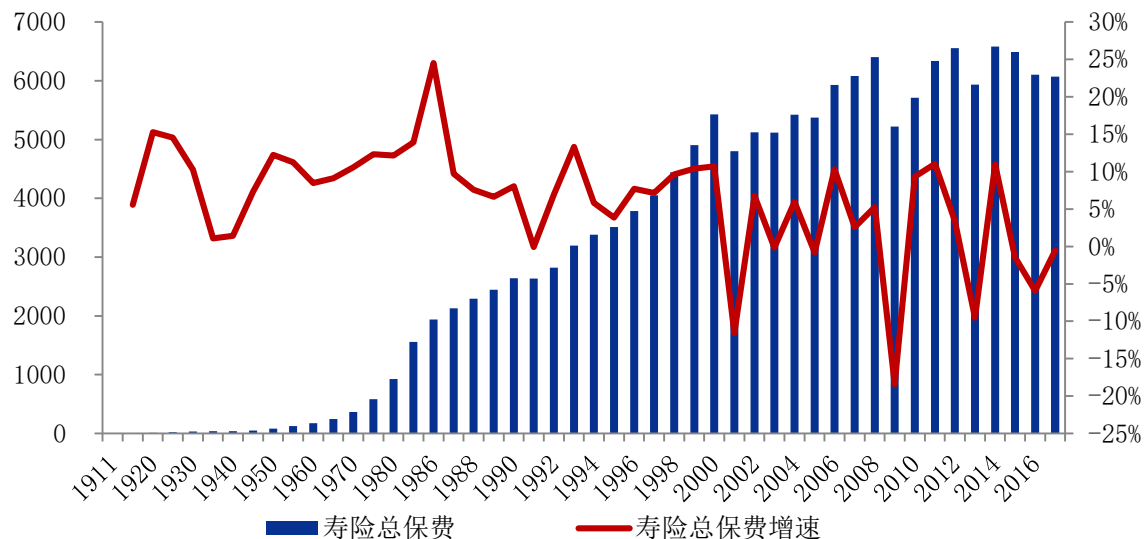
**03|比较借鉴：差异收敛，业务结构和质态改善助推盈利能力提升**

**04|中国平安VS友邦保险：注重保障、科技驱动成为险企核心竞争力**

**05|投资建议及风险提示**

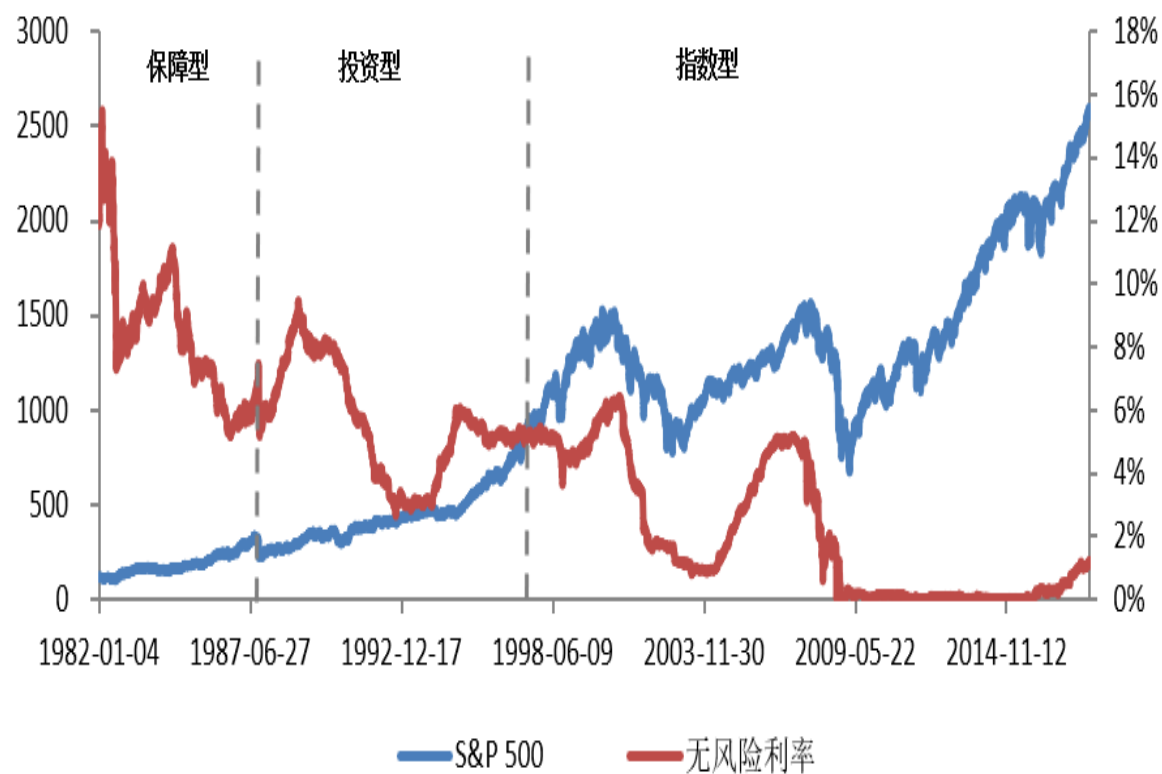
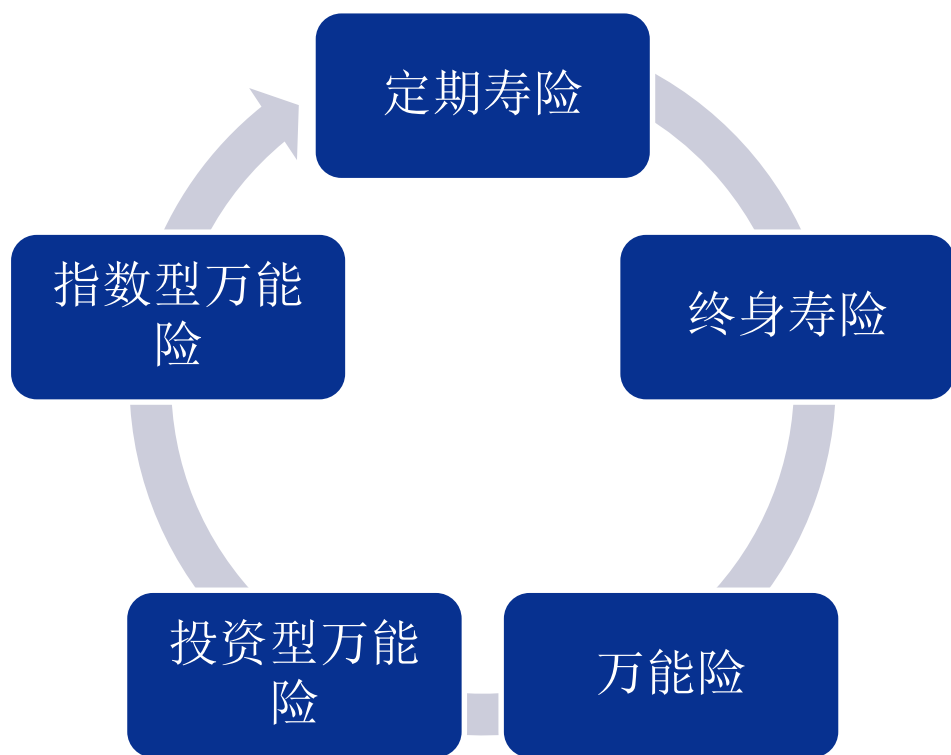
# 1. 国外成熟寿险市场：注重负债管理，深耕存量价值

## 1.1 美国寿险业：成熟寿险市场，低速增长阶段，深耕存量业务是价值增长核心动力



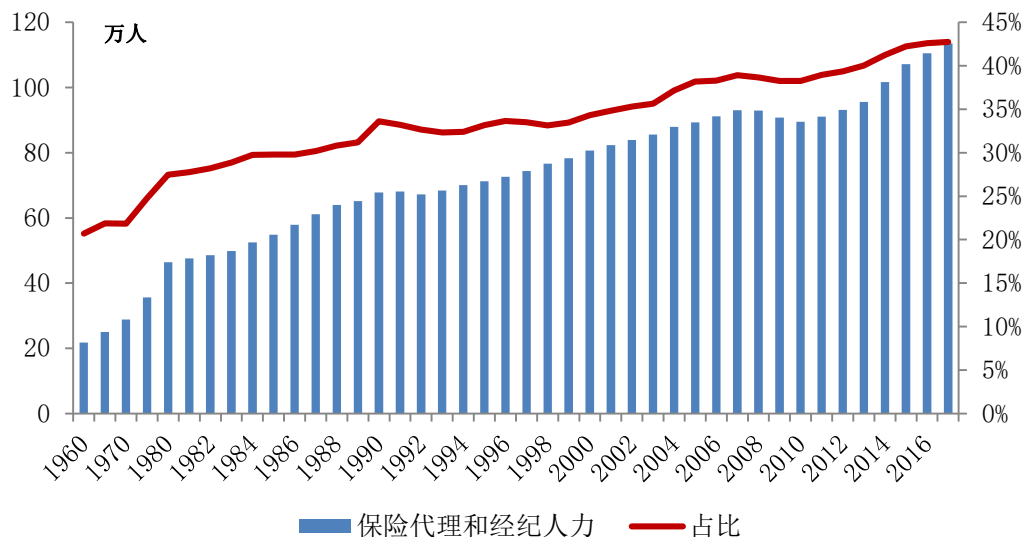
## 产品结构优化，适应市场行情变化下的客户需求变迁

从产品设计上看，产品开发灵活度较高，持续改造以应对利率和证券市场波动，满足投保人对于保险产品收益率的要求，保持产品竞争力。



# 以客户需求为导向的专业化代理服务模式快速发展，行业规范经营声誉良好

## 保险中介人力规模和比重持续增加，产品销售专业化程度提升



## 阿姆斯特朗法案颁布后，美国保险业走上规范经营道路



### 1906年之前

- 乱象频出：欺诈、利益输送、高额佣金等
- 保险业声誉较差



### 1906年

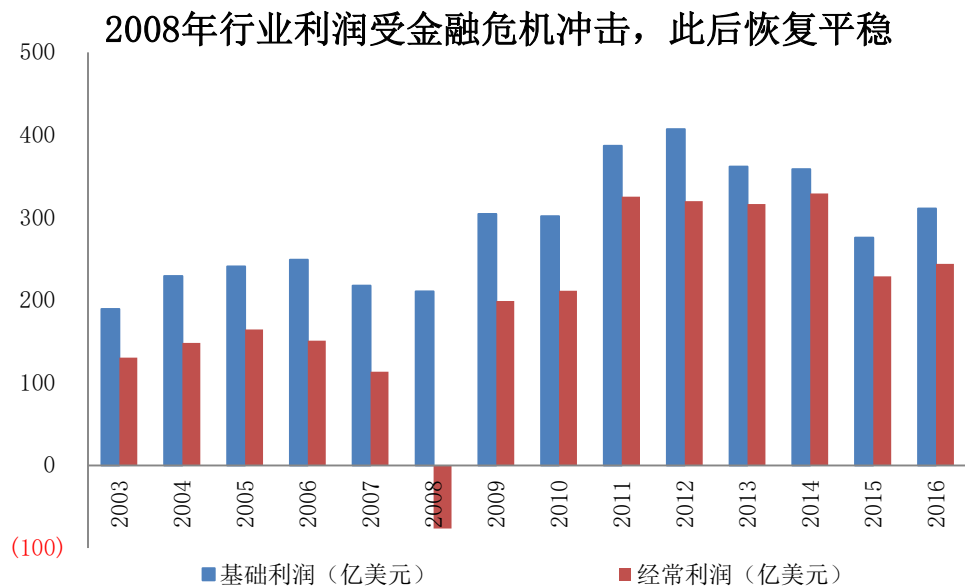
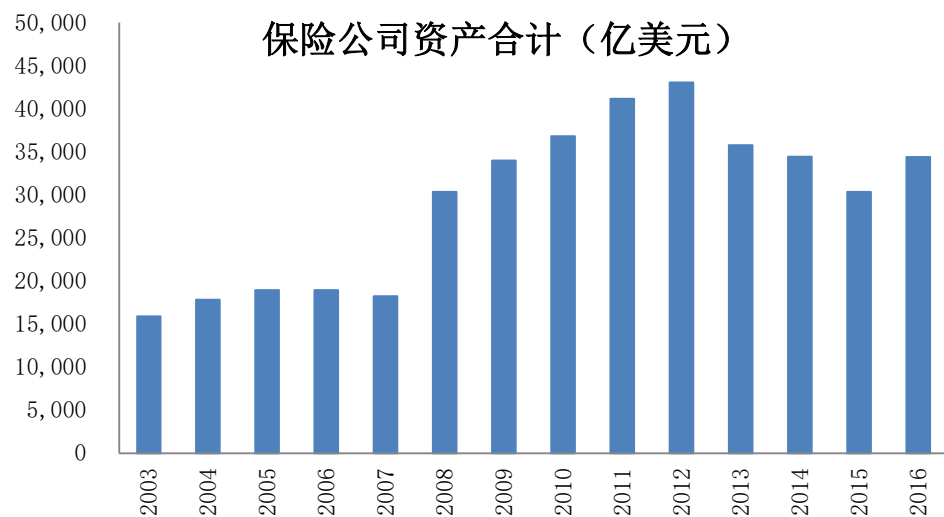
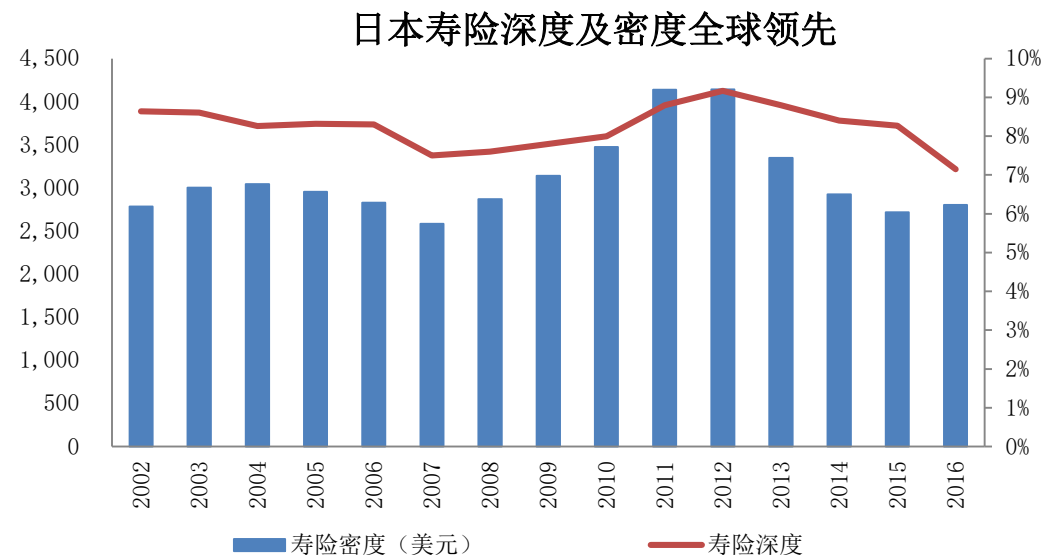
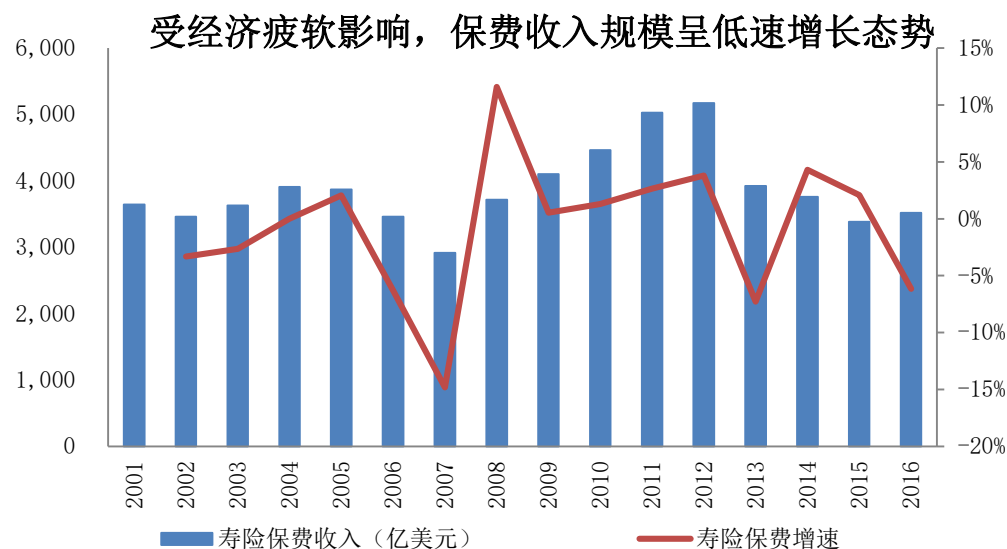
- 阿姆斯特朗调查：揭露乱象
- 《阿姆斯特朗法案》：规范险企行为



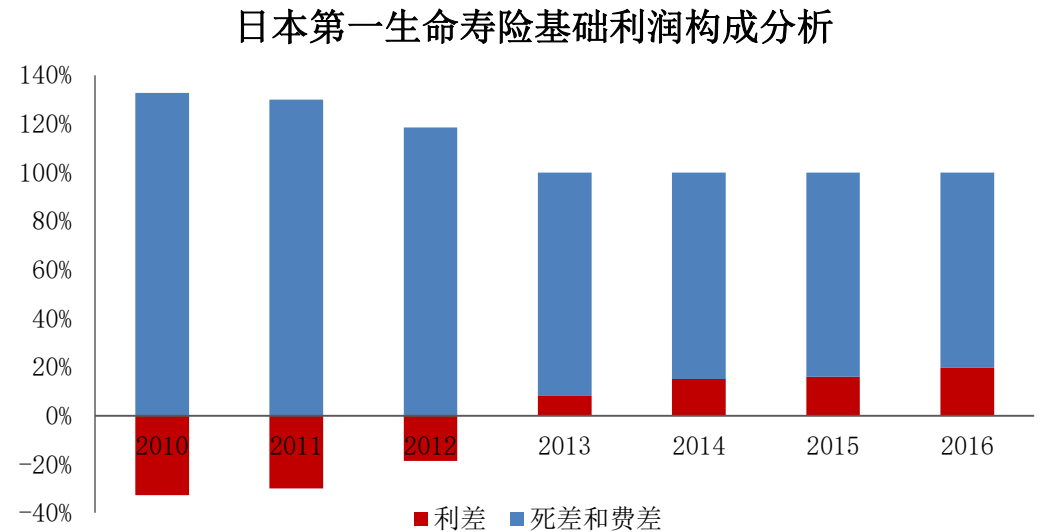
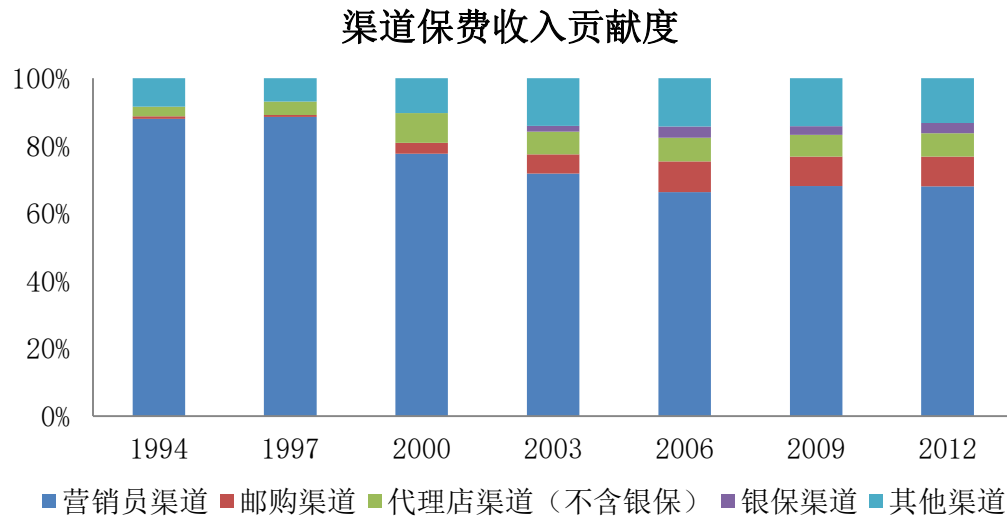
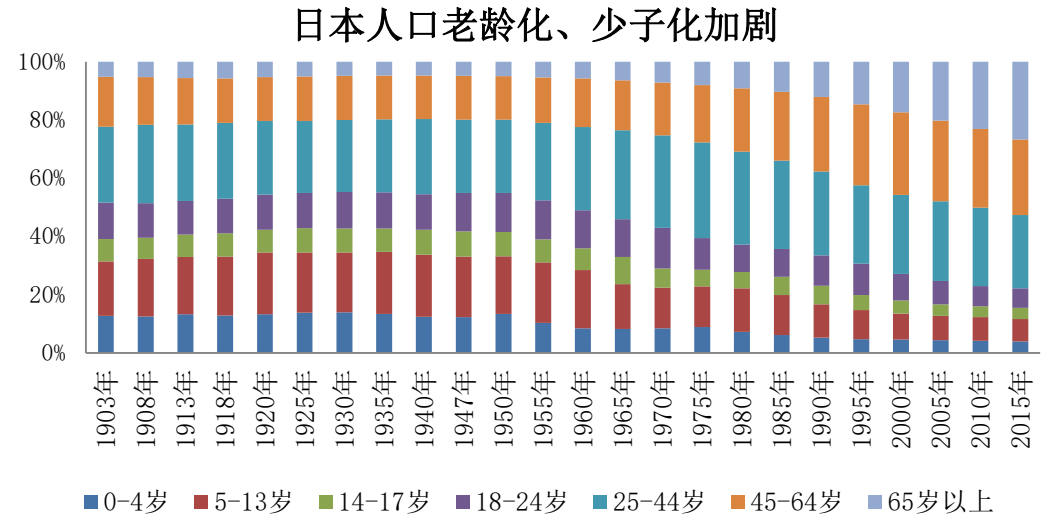
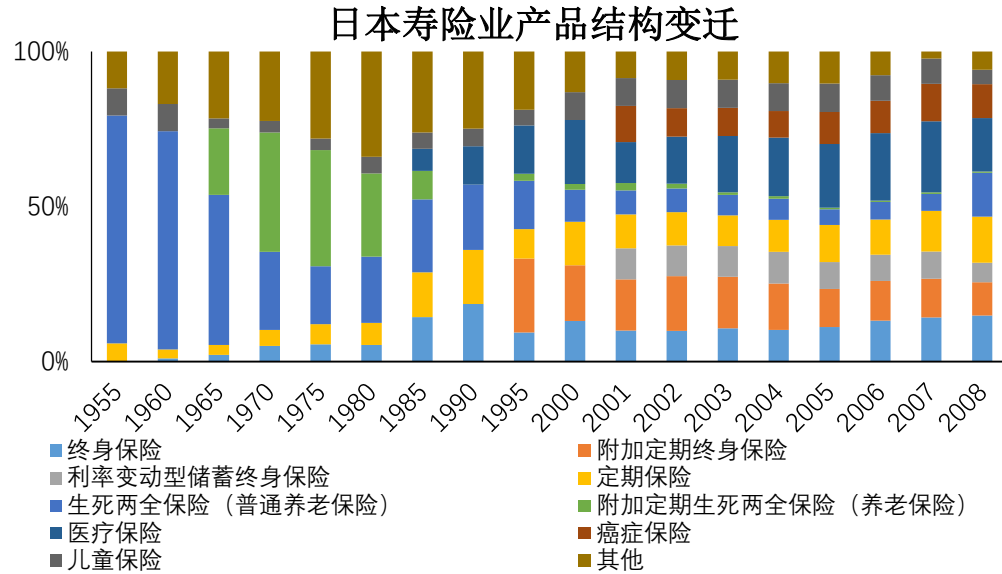
### 1906年之后

- 规范经营，良性竞争
- 保险业信誉度改善

## 1.2日本寿险业：进入成熟发展期，规模和利润趋于稳定

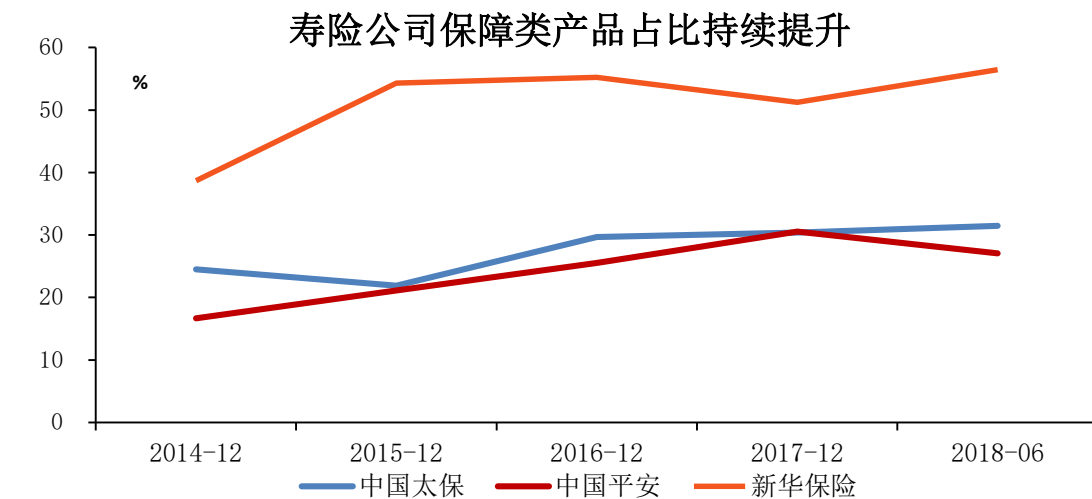
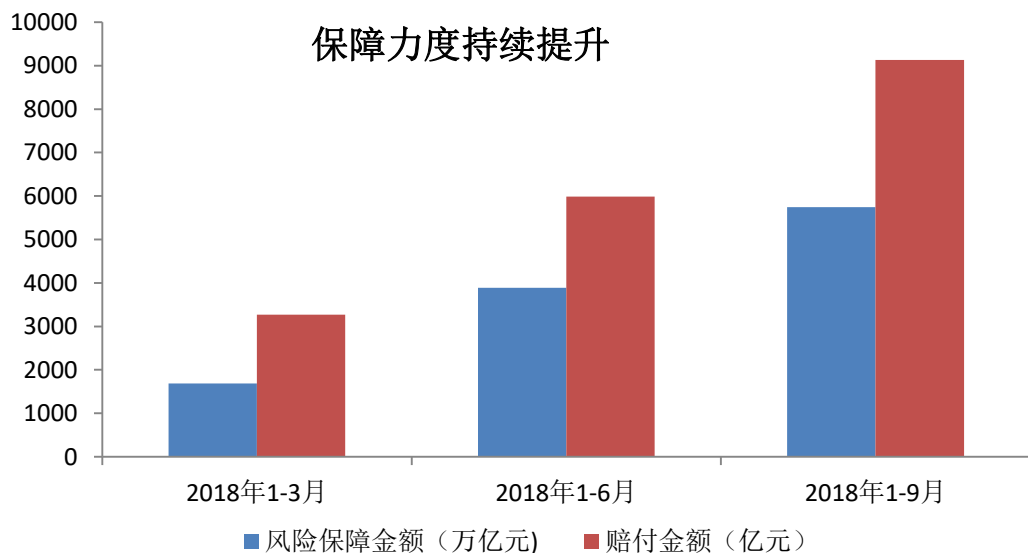
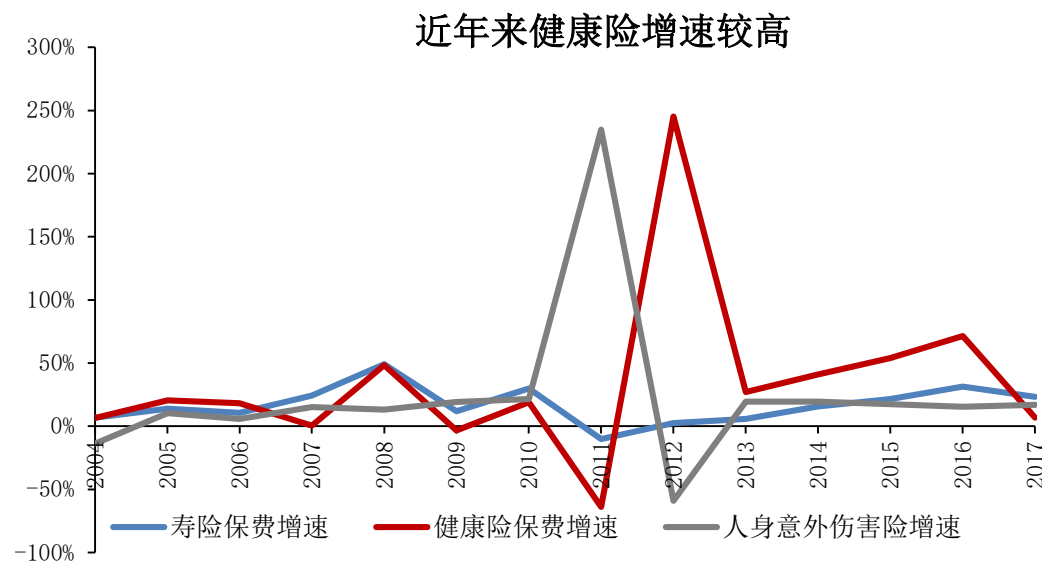
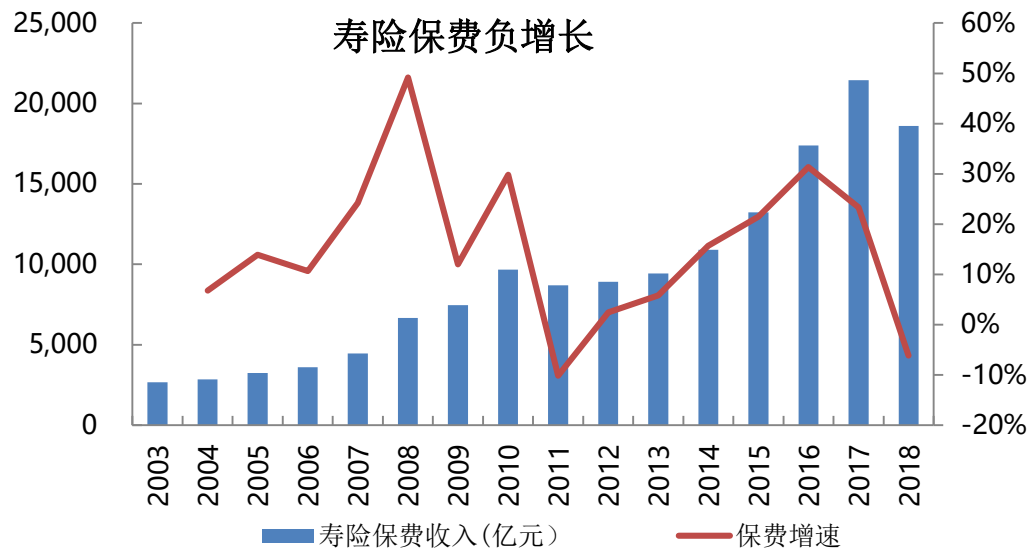


# 险种结构日益均衡化，健康险和养老金愈发受到重视，营销员渠道为保费收入主要渠道



## 2. 中国寿险市场：规模驱动转向质态提升

### 2.1 寿险保费增速下滑，2019年开门红承压，回归保障力度加大





## 我国寿险市场规范化程度不足，制约行业发展

### 行业信用度较弱，乱象频生

仅2017年，原保监会一共处罚机构720家次，处罚人员1046人次。罚款共计1.5亿元，同比增长56.1%，撤销任职资格18人。处罚原因包括编制虚假报表、资料等；虚列费用/套取费用/利用业务便利为其他机构和个人牟取不正当利益；未制作规范的客户告知书等业务不规范行为。



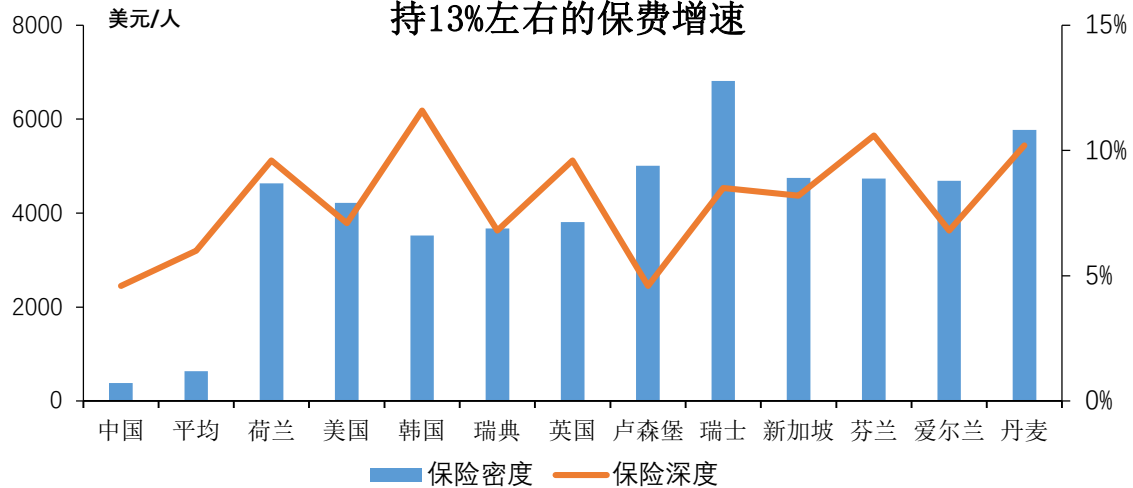
### 产品同质化严重，销售夸大或误导行为屡禁不止

由于我国居民保障意识较低，保障类产品销售难度大，险企为迎合投保人的投资需求经常使用不实表述向投保人促销，包括以承诺保证收益、将保险概念与银行存款概念混淆等方式宣传销售保险产品，或承诺给予投保人合同外的回扣和利益等。

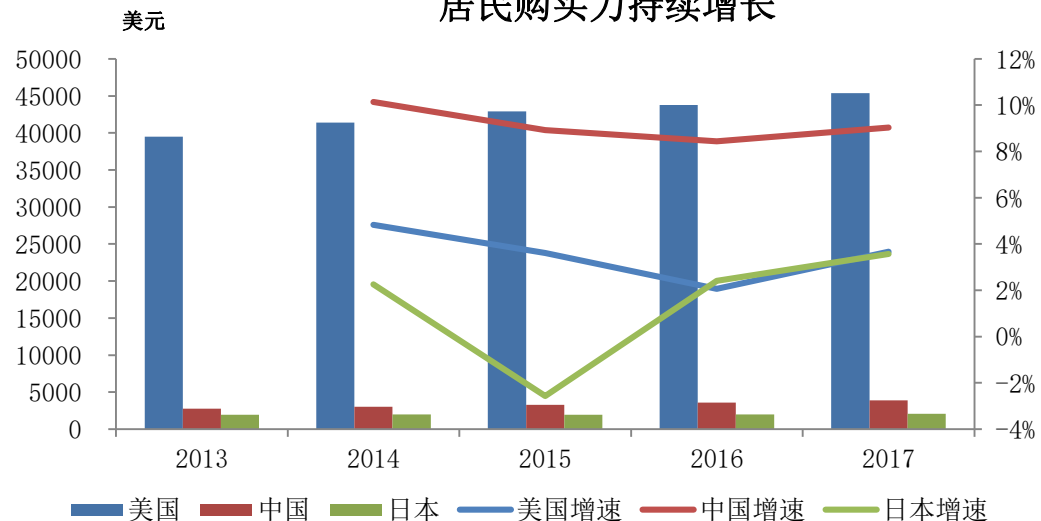


# 中国寿险市场发展前景依旧广阔

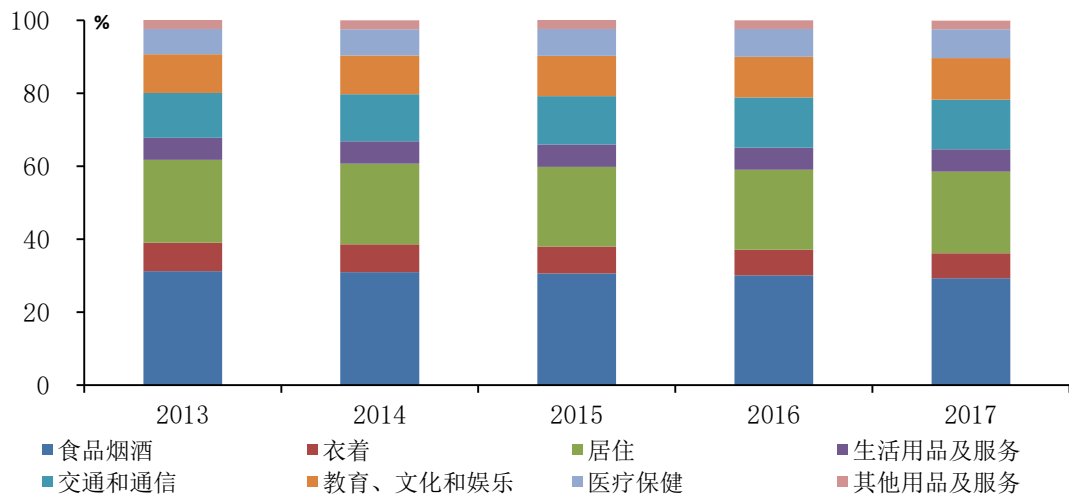
中国保险业密度和深度远低于发达国家，未来有望保持13%左右的保费增速



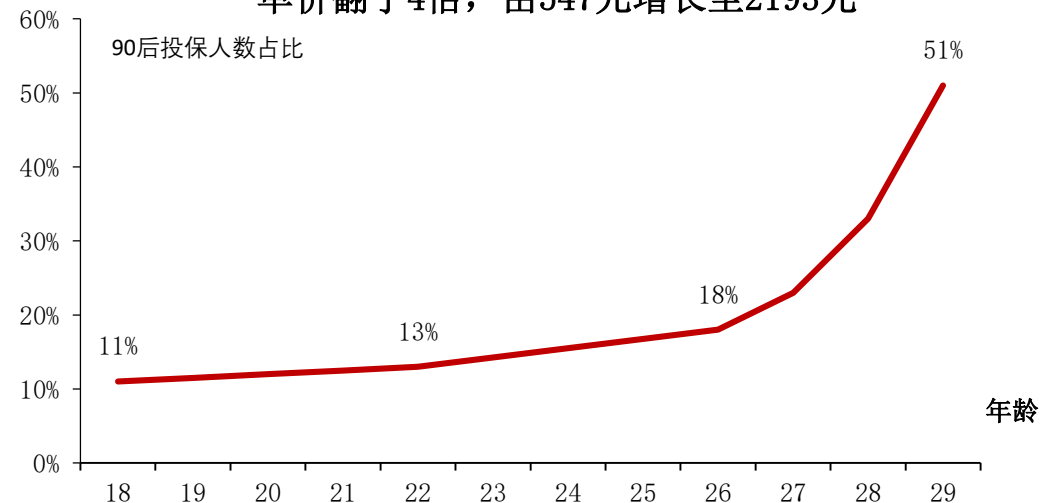
居民购买力持续增长



消费升级：医疗保健支出增加，健康险需求加大



保险购买群体年轻化，2015-2017年，90后人均客单价翻了4倍，由547元增长至2193元



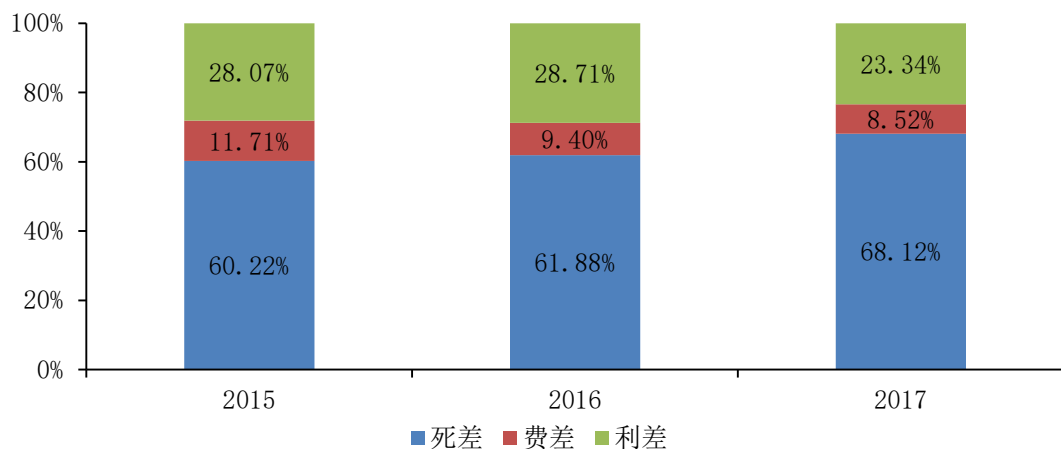
资料来源: Swisre Sigma, Wind, 中国银河证券研究院整理

### 3. 比较借鉴：差异收敛，业务结构和质态改善助推盈利能力提升

#### 3.1 中国寿险市场VS美日成熟寿险市场：阶段性差异有望趋同，利好价值持续增长

	行业发展阶段	险种结构	保险营销	缴费模式
<b>中国</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>保费高速增长向平稳增长转变</li> <li>2012-2017年寿险保费复合增速19.22%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>分红等理财类产品占比较高</li> <li>保障类产品占比有待进一步提升</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>险企自建代理人队伍</li> <li>关注规模与产能</li> <li>销售节奏不平衡</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>续期业务比重持续提升</li> <li>价值增长仍有空间</li> </ul>
<b>美国</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>成熟：低速增长阶段</li> <li>2012-2017年寿险保费复合增速0.93%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>年金为主，健康险次之</li> <li>传统寿险比例降低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>运用专业保险中介</li> <li>关注服务质量</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>续期业务为主</li> <li>重视提升存续业务价值</li> </ul>
<b>日本</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>成熟：低速增长甚至负增长阶段</li> <li>2012-2017年寿险保费复合增速-0.78%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>健康险地位举足轻重</li> <li>国民健康险覆盖大部分医疗支出</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>运用专业保险中介</li> <li>关注服务质量</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>续期业务为主</li> </ul>

日本生命人寿核心营业利润三差占比



	最新一期完整生命表	对比分析	死亡率比较	
	统计区间	参照年龄	男	女
<b>中国</b>	2010-2013	30岁	0.180%	0.076%
<b>美国</b>	2015	30岁	0.162%	0.074%
<b>日本</b>	2015	30岁	0.058%	0.031%

## 3.2经验借鉴：重视客户需求导向和强化负债管理，业务转型提振险企盈利能力

### 业务拓展

- 规模增长转向质态提升，以客户需求为导向开展业务
- 缓解保费增速放缓压力，实现收入持续稳健增长

### 产品设计

- 顺应老龄化和消费升级趋势，重视健康险和年金业务
- 产品和服务注重满足客户个性化需求，提升客户粘性，挖掘存量业务价值

### 盈利模式

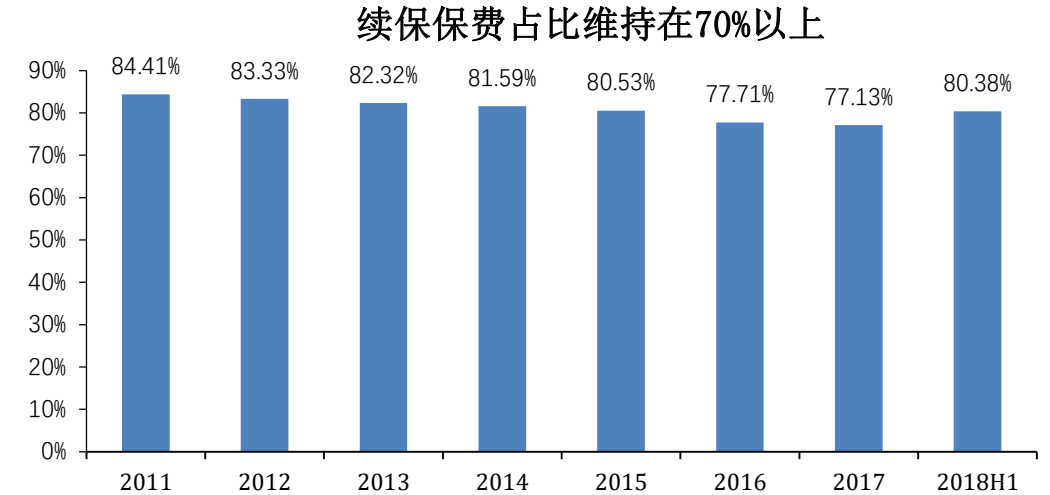
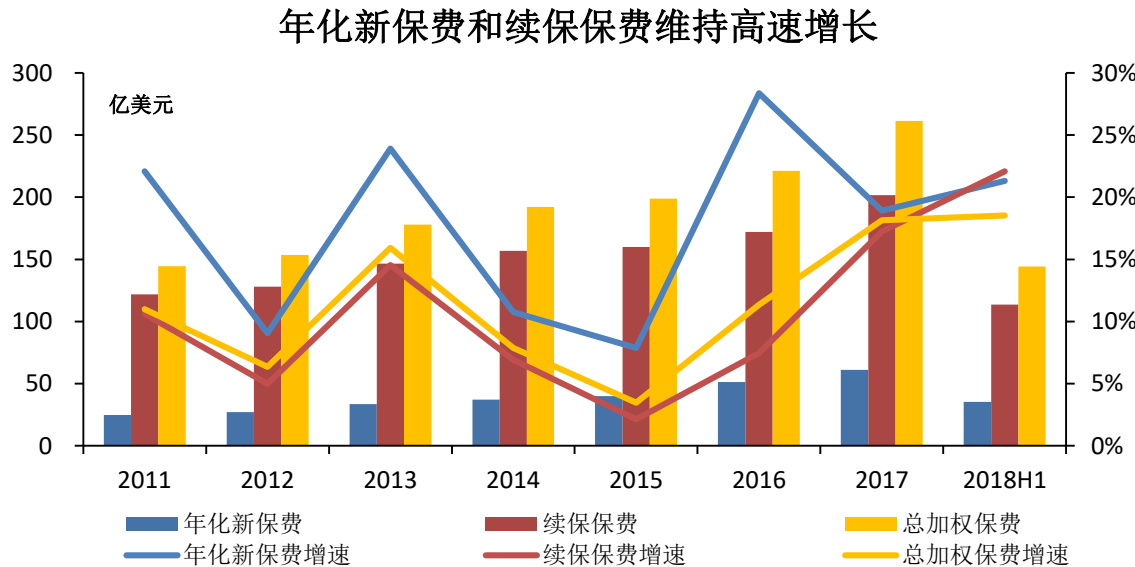
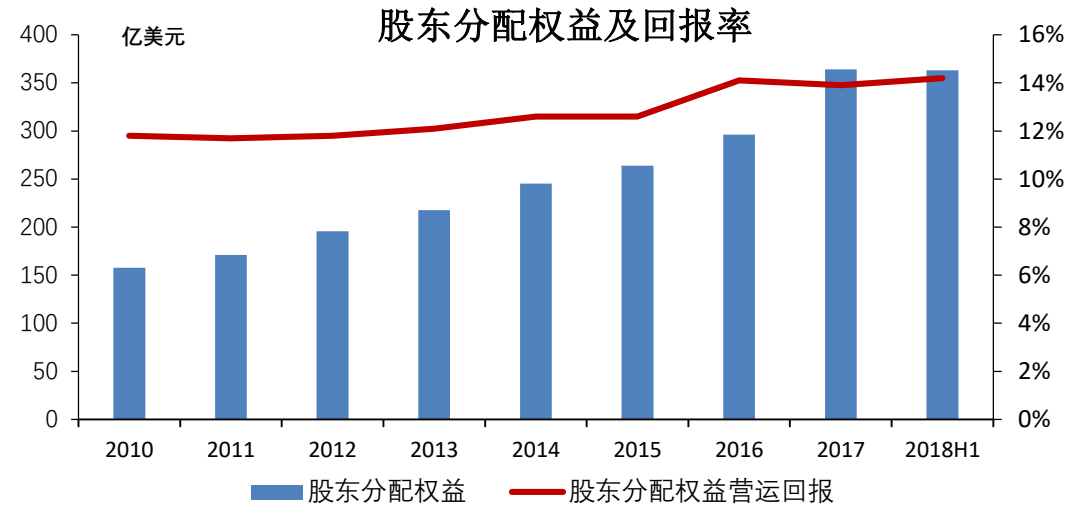
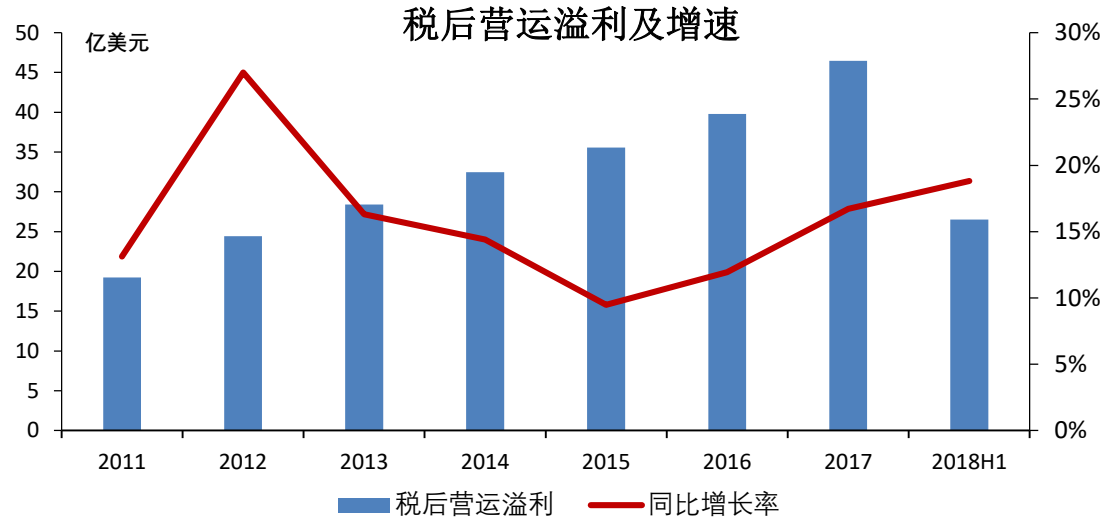
- 重视负债管理，通过开展保障类业务和运用金融科技提升死差和费差
- 业务多元化有助改变利润结构中利差独大局面，提升险企盈利能力

### 销售渠道

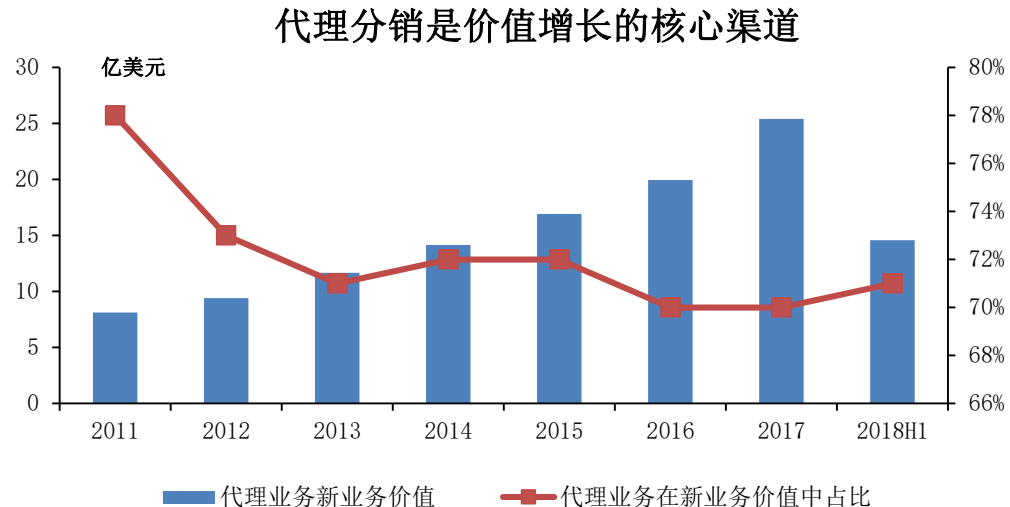
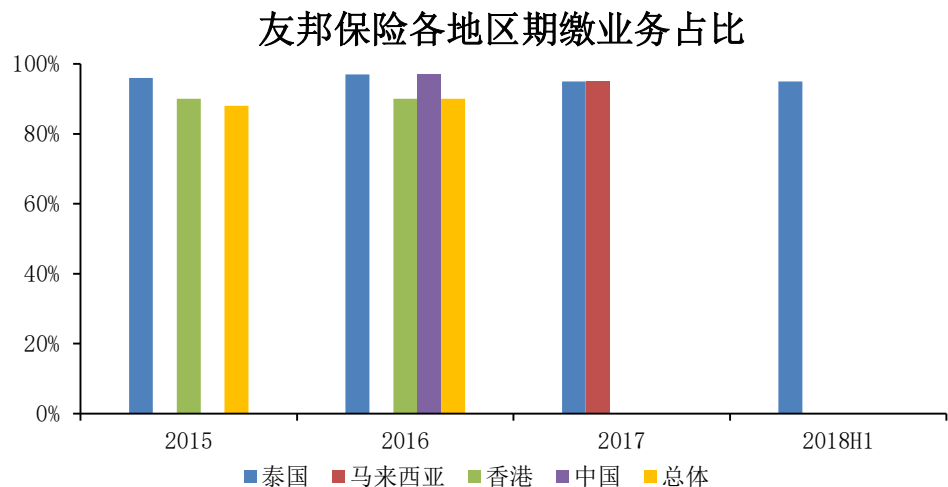
- 加大代理人培训力度并有效运用保险中介，重视顾问营销模式，提升产品销售专业化程度
- 销售模式转型有望解决代理人产能低下问题，增加单件保单利润和单位客户价值

## 4. 中国平安VS友邦保险：注重保障、科技驱动成为险企核心竞争力

### 4.1 友邦保险：业绩持续增长，股东回报稳健提升，续期拉动效应明显，新业务开拓能力强



# 友邦保险：专注期缴业务，代理分销渠道由量向质转型，成为价值增长的核心来源



## 2010-2014：多层次策略布局，培育代理竞争优势

- 2010：推出“最优秀代理”策略
- 2011：推出AIA Premier Academy、“最优秀代理”品牌和分层举措
- 2012：与LIMRA建立策略性伙伴关系；成立LIMRA区域主管研修学院
- 2013：与GAMA International 建立策略性伙伴关系
- 2014：在区内逾三分之一的代理主管修毕GAMA培训课程

## 2015-2018：连续四年百万圆桌会会员人数居全球之冠

- 2015：友邦百万圆桌会会员人数达到3752名，属全球之冠
- 2016：百万圆桌会注册会员增加48%
- 2017：多地区符合百万圆桌会议资格代理人人数获得双位数增长
- 2018：成为第一家连续四年拥有最多百万圆桌会注册会员的跨国公司



# 友邦保险：保障型产品为主，注重多元化、差异化，创新能力显著

**意外/医疗**  
未雨绸缪，全心守护

**疾病保障**  
健康长伴，安乐无忧

**寿险保障**  
信守承诺，值得依靠

**年金养老**  
品质晚年，悠享人生

**财富管理**  
人生财富，运筹帷幄

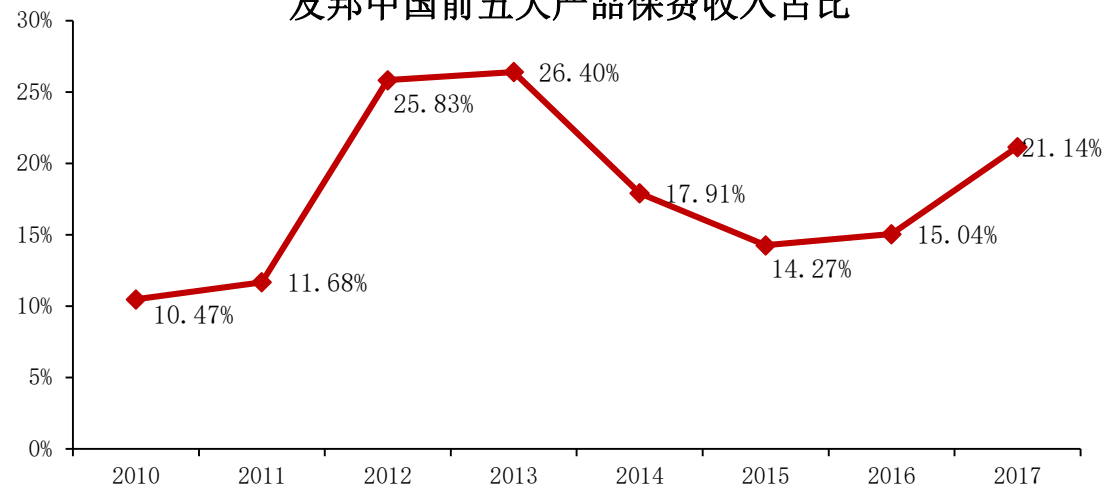
**教育储备**  
提前规划，梦想成真

**旅行保障**  
行在路上，友您相伴

**高净值传世系列**  
财富规划，尊享人生

**“健康友行”专属产品推荐**  
健康生活，时刻相伴

友邦中国前五大产品保费收入占比



2010-2012

- 意外及医疗保险主导
- 与长期储蓄产品相辅相成



2013-2016

- 满足教育、退休等额外保障
- 期缴单位链接式产品成为多市场核心

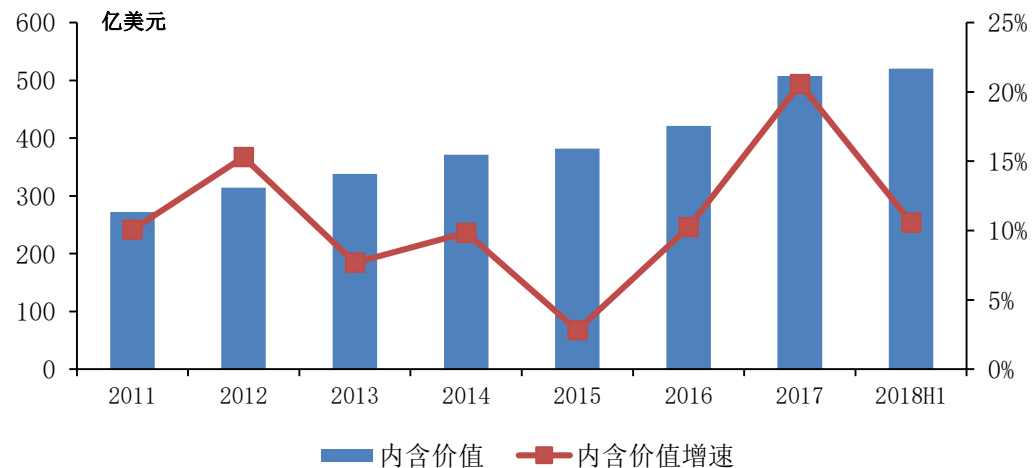


2017年至今

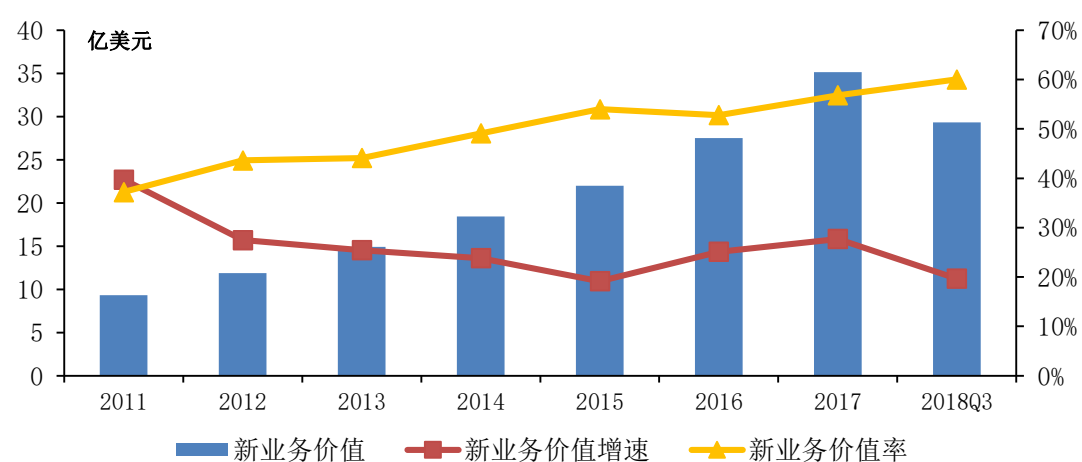
- 业务延伸至新客户类别
- 保障群体扩大

# 友邦保险：内含价值与新业务价值持续增长，新业务价值率攀升

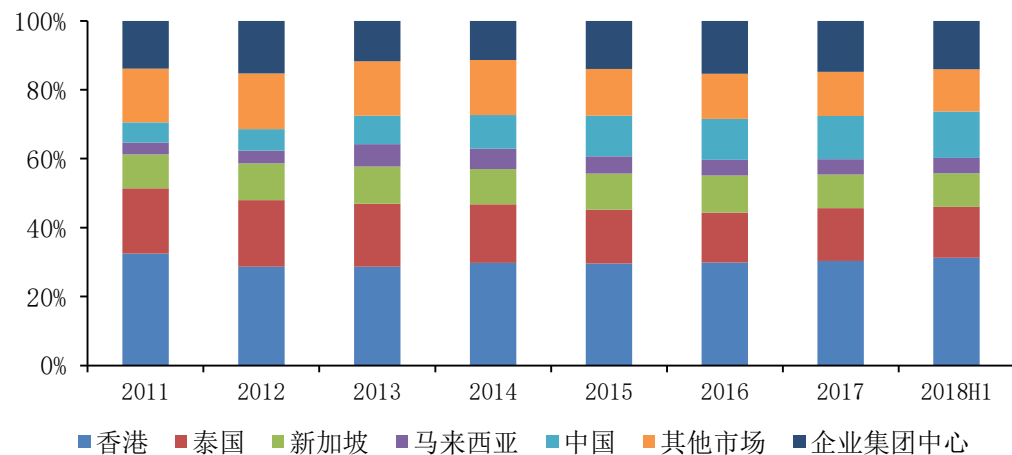
2011-2017年内含价值复合增长率10.94%



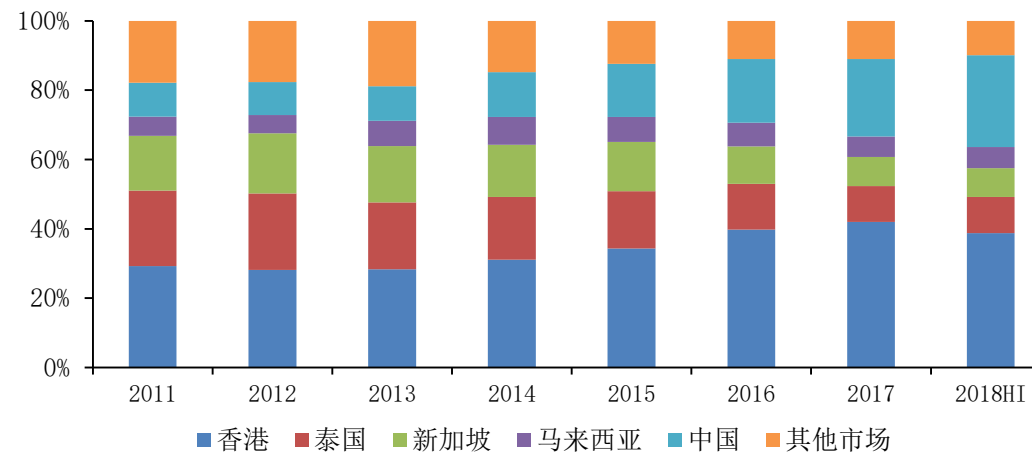
2011-2017年NBV复合增长率24.74%，NBV利润率攀升



友邦保险内含价值地区贡献

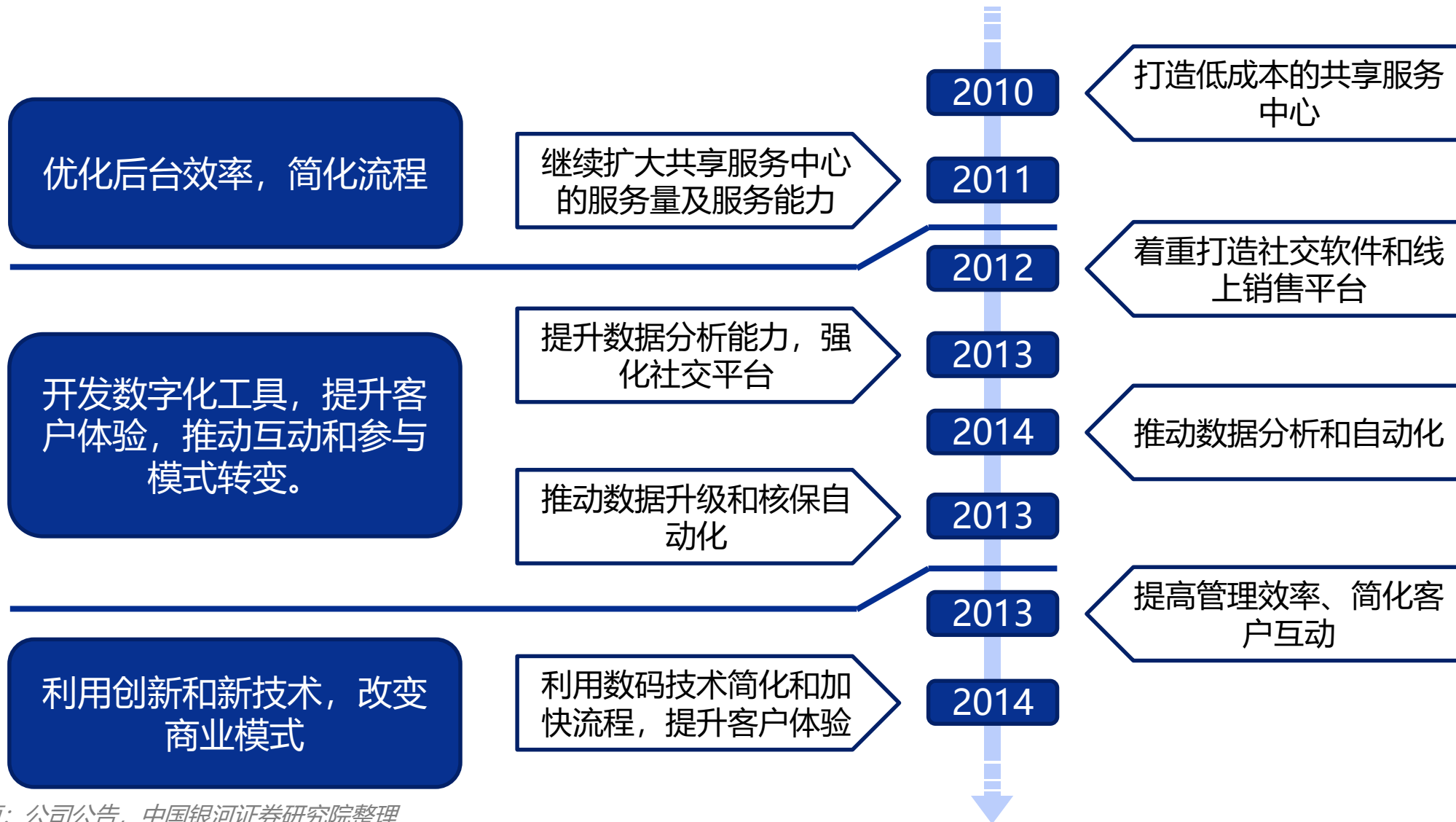


友邦保险新业务价值地区贡献

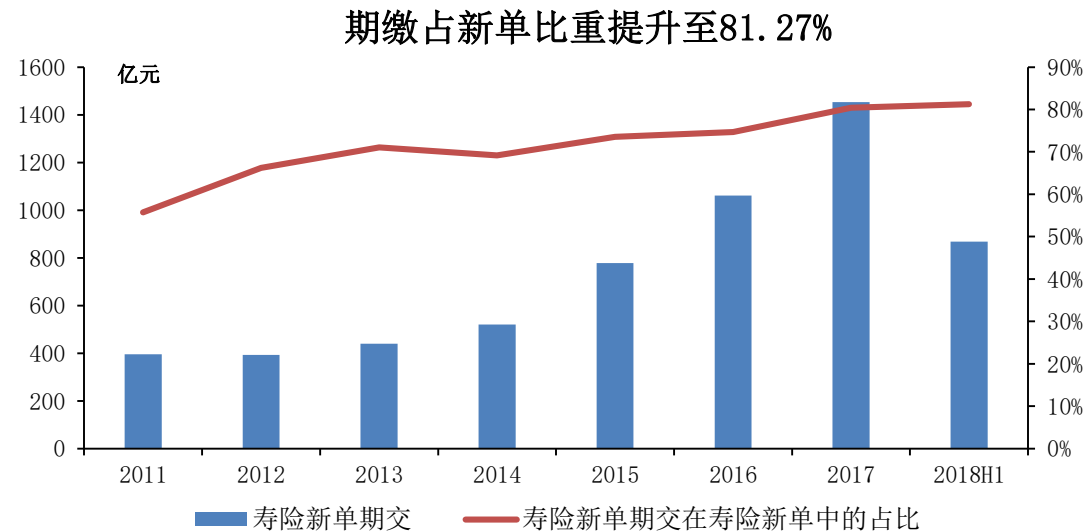
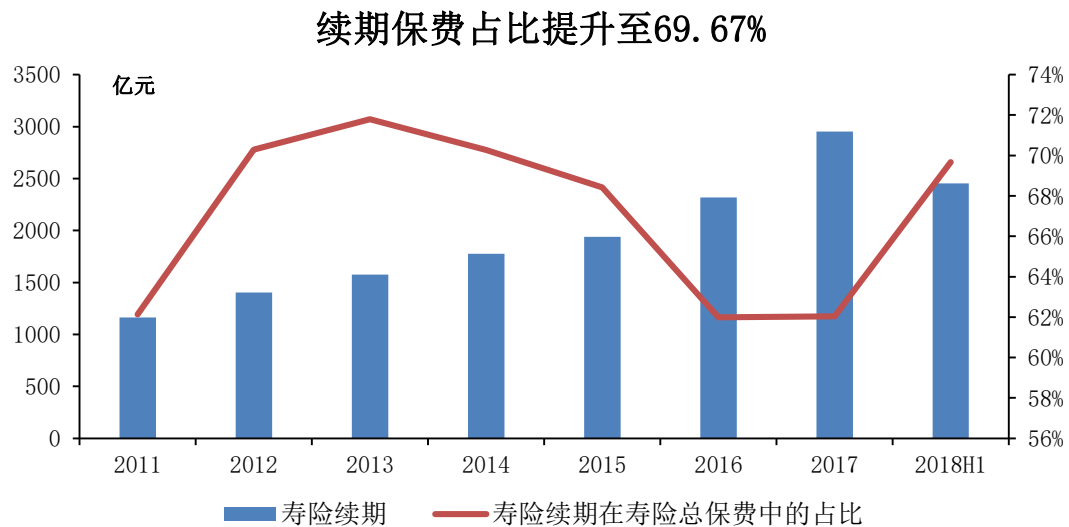
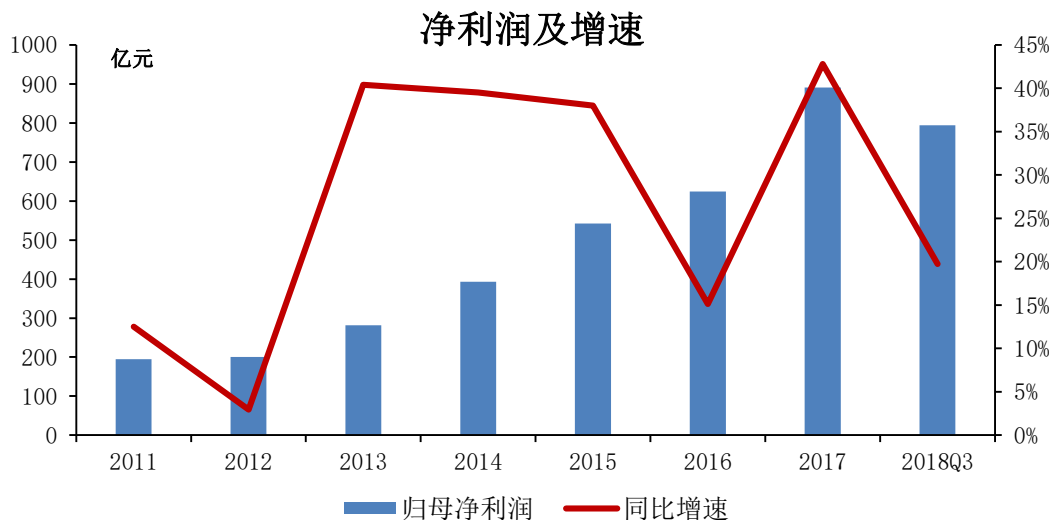




## 友邦保险：持续加大金融科技运用力度



## 4.2 中国平安：业绩向稳健增长转变，期缴占比持续提升，续期拉动效应明显



# 中国平安：营销员渠道为核心，代理人规模稳健增长，质态领先同业

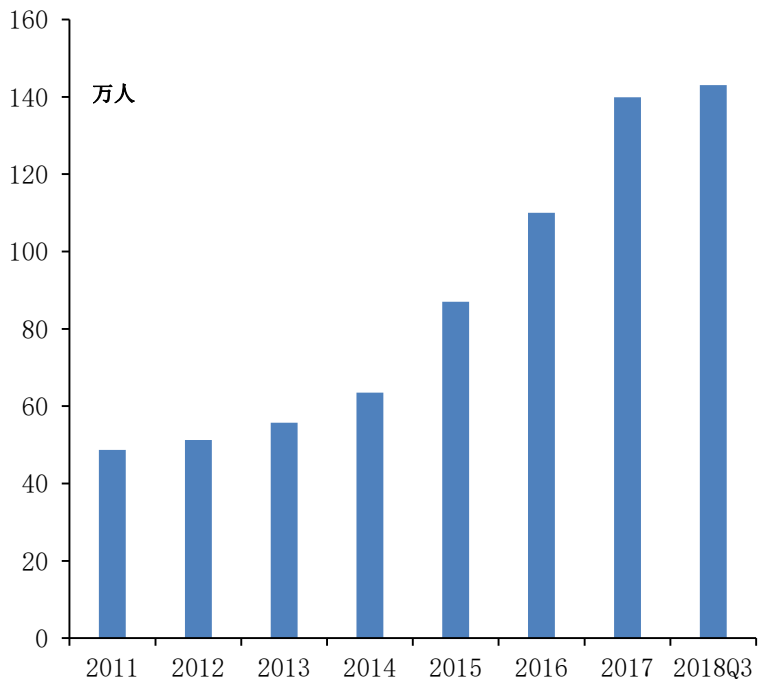
代理人数量增至143万人



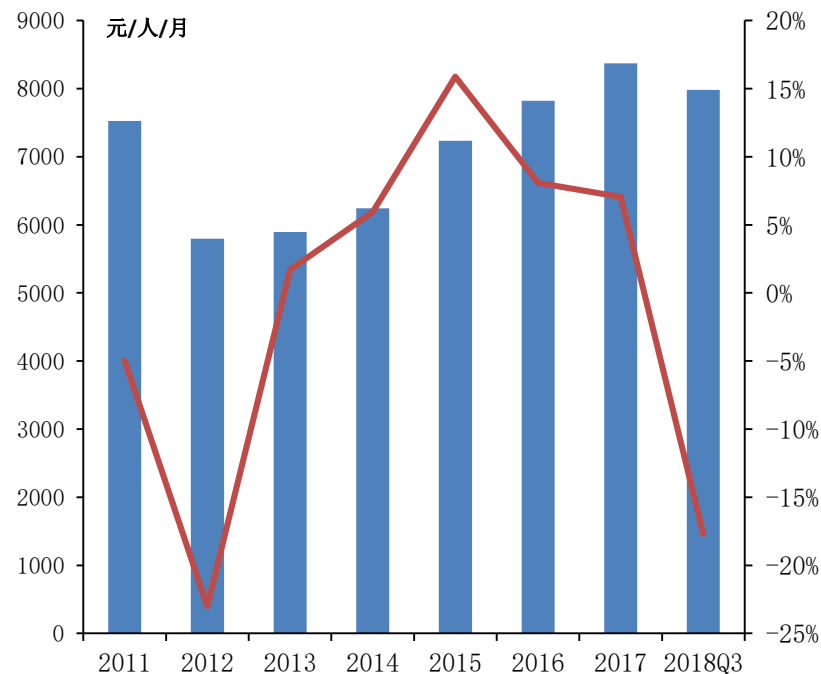
代理人产能人均每月7984元



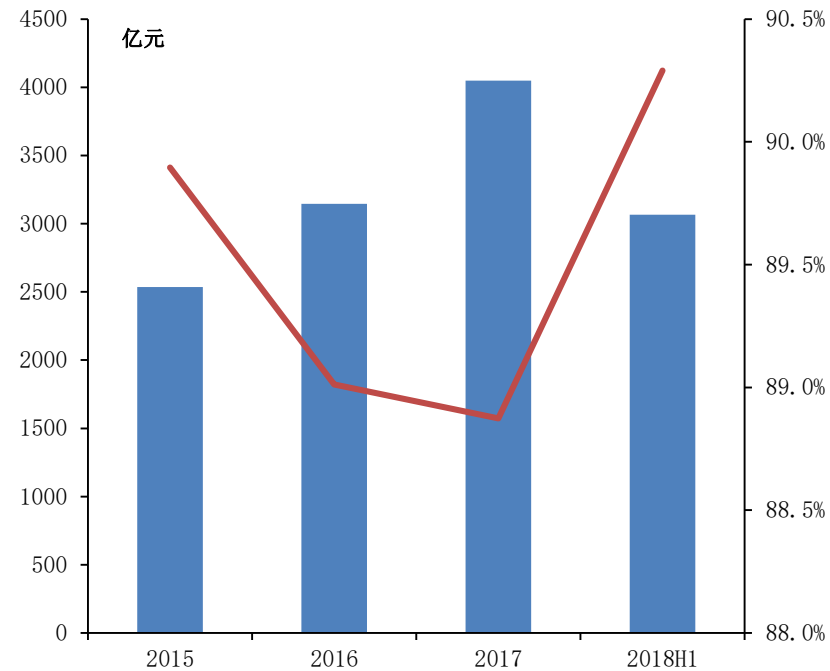
代理人渠道保费占比逾9成



■ 代理人数量



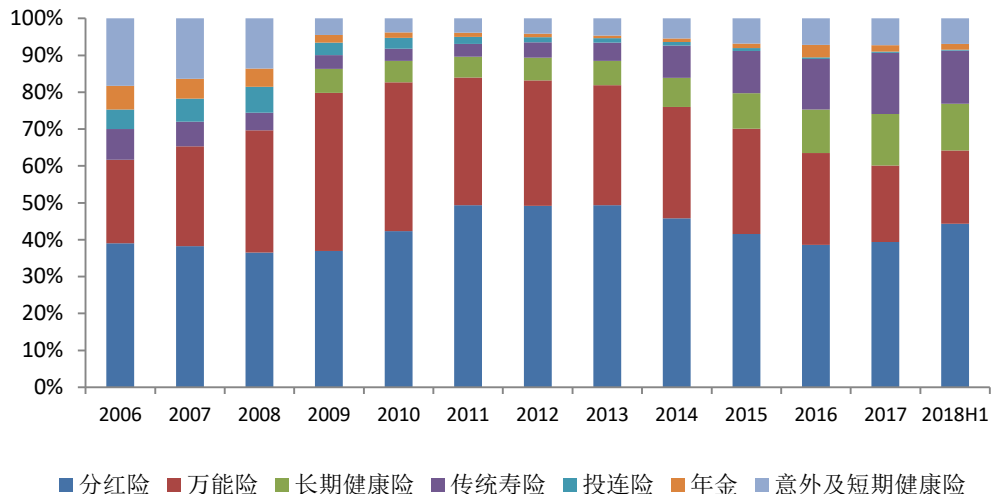
■ 代理人产能 — 增速



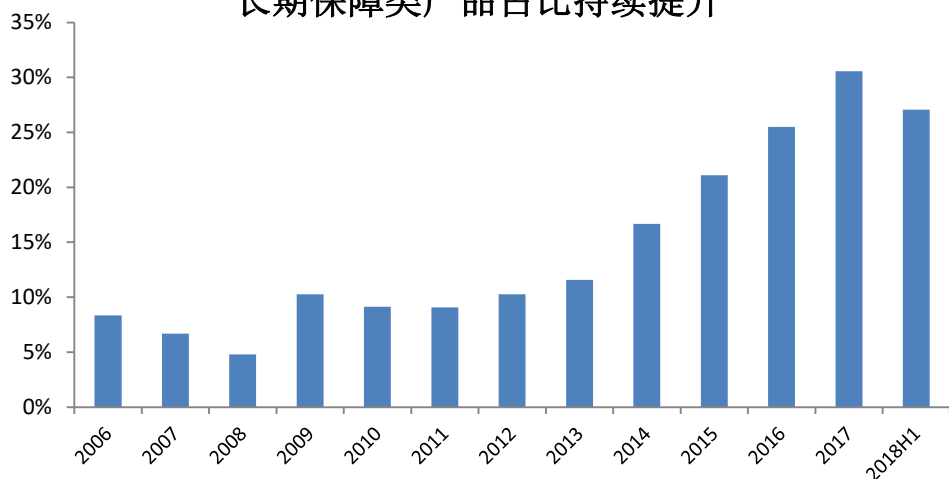
■ 个险保费：代理人渠道 — 占比

# 中国平安：产品结构持续优化，长期保障性产品占比提升，多元化程度增加

## 平安寿险产品结构优化，多元化程度提升

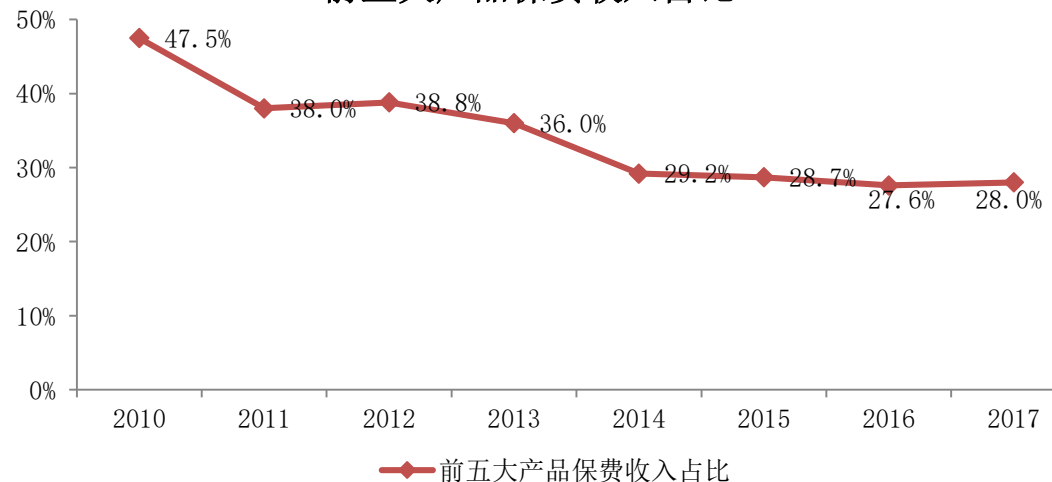


## 长期保障类产品占比持续提升



2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
智盈人生终身寿险 (万能型)	富贵人生两全寿险 (分红型)	金裕人生两全保险 (分红型)	金裕人生两全保险 (分红型)	金裕人生两全保险 (分红型)	尊御人生两全保险 (分红型)	尊宏人生两全保险 (分红型)	赢越人生年金保险 (分红型)
富贵人生两全寿险 (分红型)	金裕人生两全保险 (分红型)	富贵人生两全寿险 (分红型)	富贵人生两全寿险 (分红型)	鑫利两全保险 (分红型)	金裕人生两全保险 (分红型)	平安福终身寿险	尊宏人生两全保险 (分红型)
金玉满堂两全保险 (万能型)	财富一生两全保险 (分红型)	鑫利两全保险 (分红型)	鑫利两全保险 (分红型)	尊越人生两全保险 (分红型)	平安福终身寿险	尊御人生两全保险 (分红型)	平安福终身寿险
世纪赢家终身寿险 (万能型)	鸿利两全保险 (分红型)	吉星送宝少儿两全保险 (分红型)	吉星送宝少儿两全保险 (分红型)	吉星送宝少儿两全保险 (分红型)	鑫利两全保险 (分红型)	鑫利两全保险 (分红型)	尊御人生两全保险 (分红型)
金彩人生两全保险 (万能型)	鑫利两全保险 (分红型)	鸿利两全保险 (分红型)	世纪天使少儿两全保险 (分红型)	富贵人生两全寿险 (分红型)	尊越人生两全保险 (分红型)	鑫盛终身寿险 (分红型)	鑫利两全保险 (分红型)

## 前五大产品保费收入占比



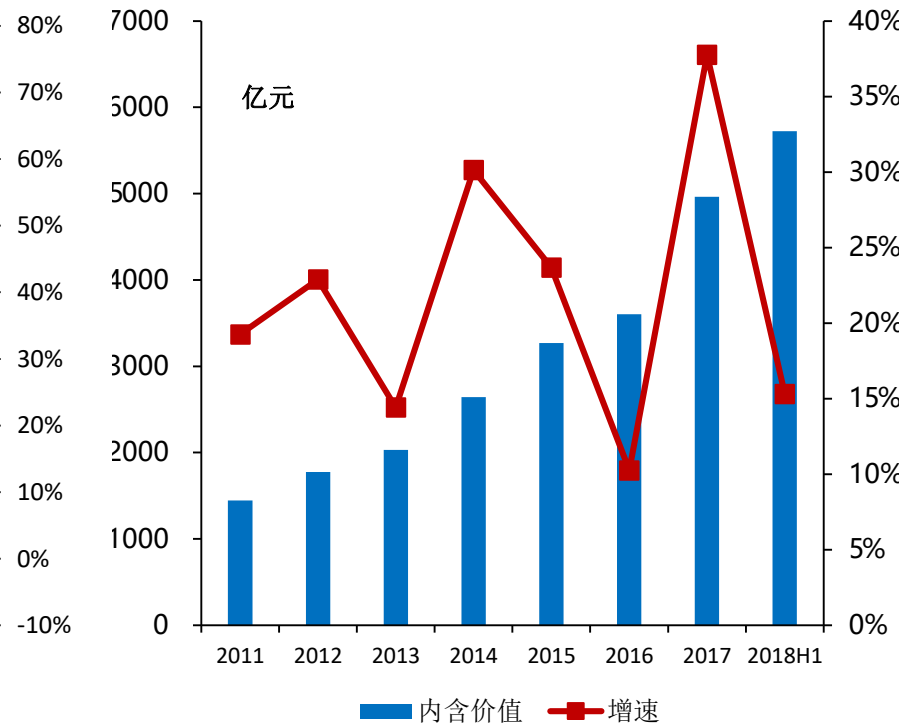
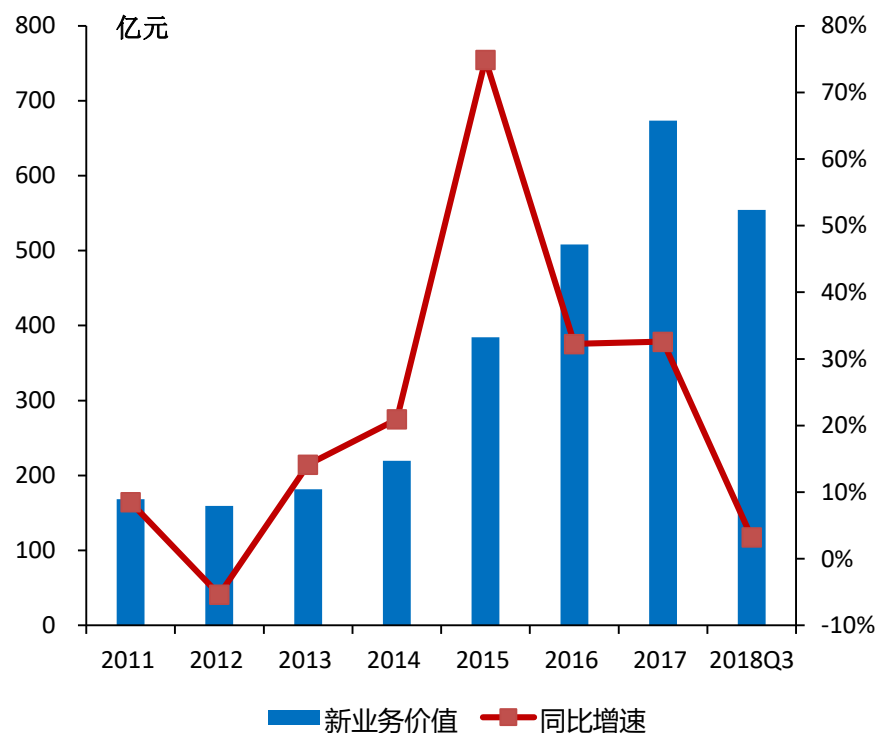
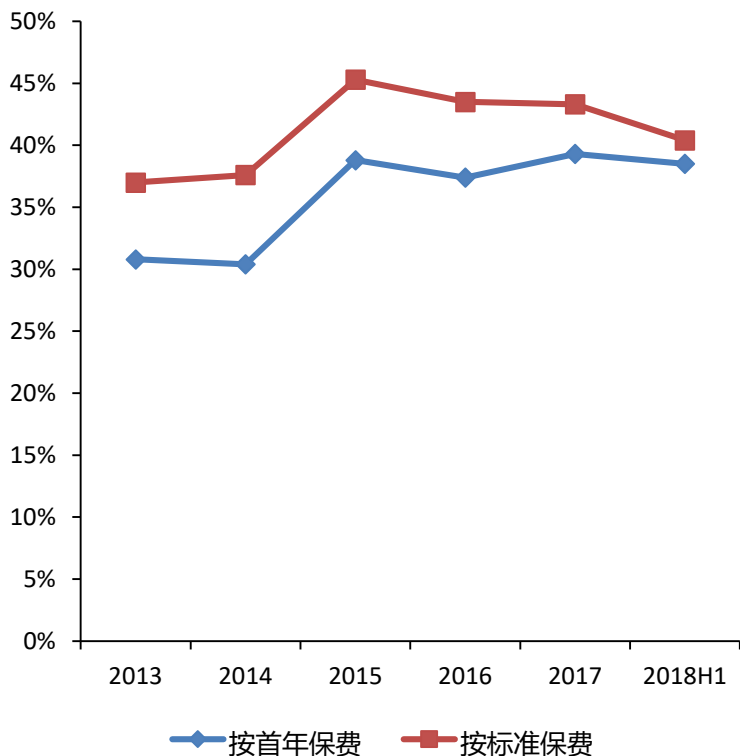
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

# 中国平安：内含价值和新业务价值持续增长，但增速有所放缓

新业务价值率40%左右波动

NBV复合增长率26.01%

EV复合增长率22.85%



# 中国平安：金融科技布局与应用行业领先



人工智能

- 多项国际权威比赛世界第一
- 400多个实际应用场景, 覆盖五大生态
- 大数据体系覆盖8.8亿人口和8400万企业



区块链

- 业内最强零知识验证算法库
- 世界最大商业区块链平台
- 几十个企业级应用解决方案



云计算

- 中国最高级别认证金融云
- 国内最大、应用最广金融行业专有云
- 400+项云计算科技专利运用

对内：提升竞争力

对外：输出服务，价值变现

## 科技赋能人力资源管理：

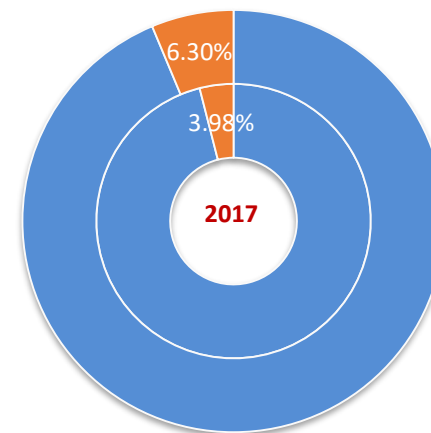
### 痛点：

1. 增员：海量筛选难
2. 培训：针对性辅导难
3. 队伍管理：实时管理难
4. 销售模式：精准销售难
5. 服务：人工服务成本高

### 解决方案：

- AI甄选
- 千人千面
- AI助理
- SAT
- AI客服、风控

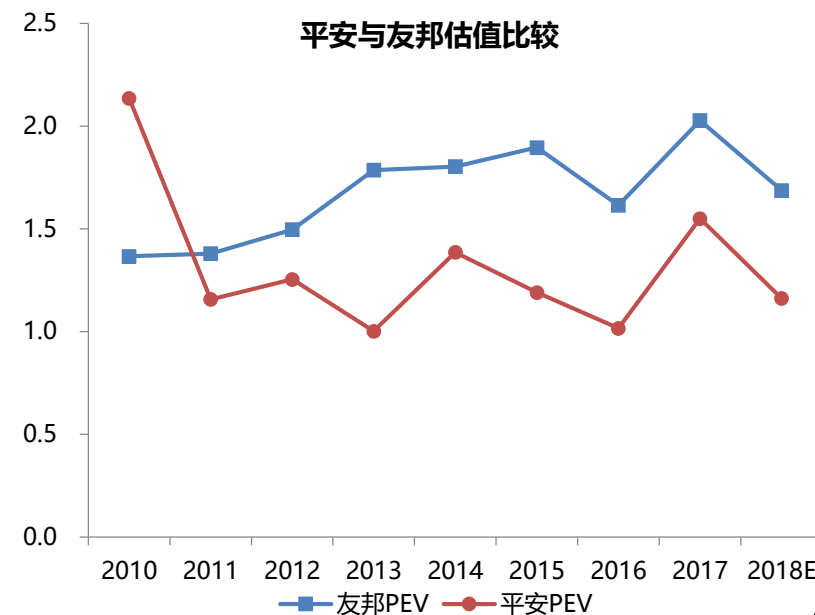
金融科技及医疗科技营运利润占比稳步提升



2018Q3

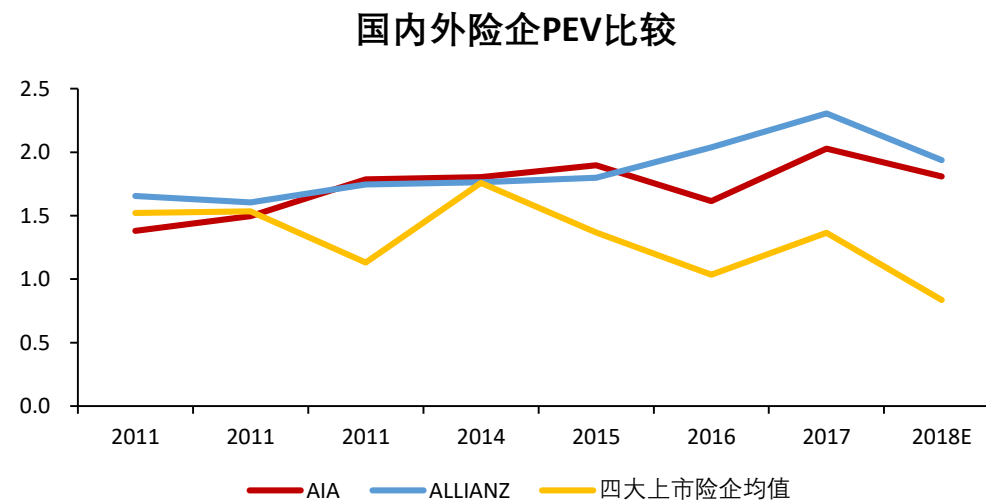
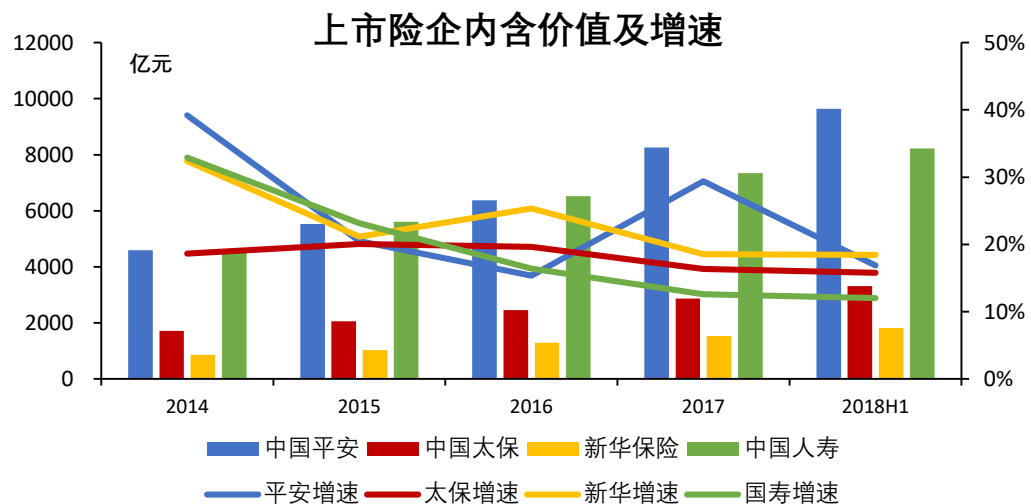
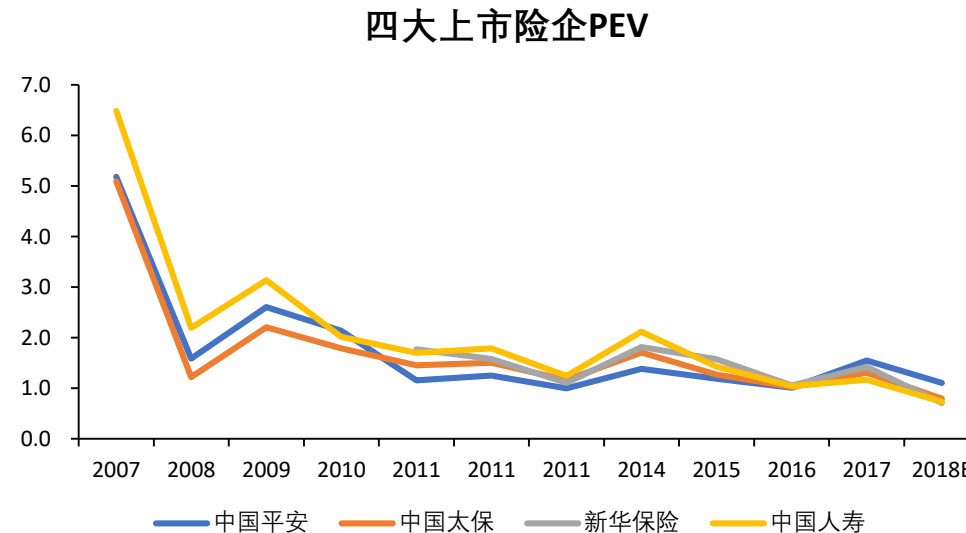
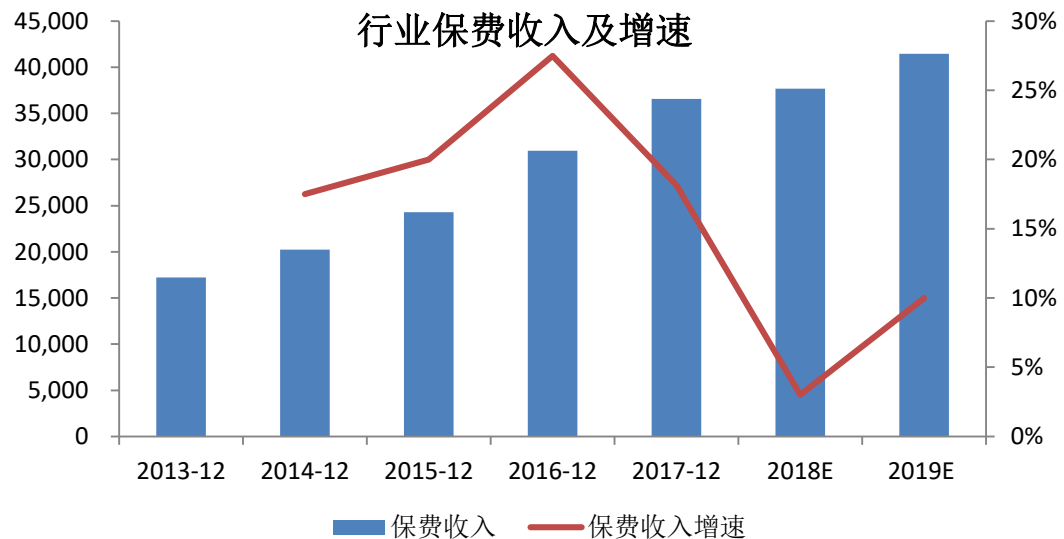
## 4.3 友邦保险VS中国平安

	市场环境	业绩表现	业务质量	科技驱动
<b>中国平安</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 业务遍布亚太地区</li> <li>◆ 经济发展速度各异</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 净利润复合增长率 28.84%;</li> <li>◆ 内含价值复合增长率 22.85%;</li> <li>◆ 新业务价值复合增长率 26.01%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 2018H1新业务价值率38.5%，代理人渠道新业务价值率 48.1%</li> <li>◆ 前五大产品占比呈下滑态势，2017年占比28%；年金险、健康险产品销售增长</li> <li>◆ 产品结构持续优化，长期保障型产品收入占比稳步提升</li> <li>◆ 代理人约140万，量、质齐升</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 科技驱动业务变革，“金管家”注册用户数突破1.6亿</li> <li>◆ 通过科技+销售支持，升级队伍培训和管理模式</li> <li>◆ 通过科技+客户服务，应用AI技术提升服务体验</li> </ul>
<b>友邦保险</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 中国经济快速发展</li> <li>◆ 寿险市场需求端高度景气</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 税后营运溢利复合增长率15.85%;</li> <li>◆ 内含价值复合增长率 10.94%</li> <li>◆ 新业务价值复合增长率 24.74%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 2018Q3新业务价值率61.1%</li> <li>◆ 中国大陆前五大产品占比在 20%左右波动；推出“AIA Vitality”，拓展寿险产品边界</li> <li>◆ 10000名“百万圆桌会员”，连续四年全球之冠</li> <li>◆ 执行“最优秀代理”策略，构建专属代理网络</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 利用技术优化后台的效率 and 有效性，简化流程</li> <li>◆ 为现有的渠道和客户开发数字化工具，提升客户体验</li> <li>◆ 通过创新和新技术来改变商业模式</li> </ul>
<b>比较分析</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 相比友邦，平安受益中国经济快速发展</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 平安近年业绩表现相对优于友邦</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 友邦保险新业务价值率高于平安，业务质量更加优异</li> <li>◆ 友邦以保障产品为主，注重多元化、差异化发展，产品研发能力显著</li> <li>◆ 平安和友邦均注重保险与健康管理结合</li> <li>◆ 拓展保障主体至家庭；积极拓展保障+储蓄市场，满足不同客户多层次的保障需求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 友邦和平安均看重科技对商业模式的变革，不断加大技术研发投入，实现科技对业务赋能</li> </ul>



# 5. 投资建议与风险提示

上市险企价值持续增长，估值均处于历史底部且远低于国际同业水平





# 行业发展前景依旧广阔，质态改善，估值低位，看好板块配置价值

## 行业形势

- 我国保险行业深度、密度低于成熟保险市场，随着消费升级、主力购买人群扩大、保障理念提升推升保障需求，人身险市场依旧拥有广阔的发展前景。
- 经过过去几年保费高增长，行业保费增速回落，监管强化，回归保障本原，产品从理财向保障演变，消费属性提升。
- 行业发展愈发规范化，由资产驱动转向负债驱动，负债管理成为险企核心竞争力，负债管理能力优异的公司需持续关注。

## 险企承保端

- 险企积极部署 2019 年开门红销售，以年金型产品为主，理财与保障均有销售，保障类产品在开门红销售中的重要性提升。开门红销售或承压，但是考虑到开门红销售仍以理财类产品为主，对价值影响有限。

## 险企投资端

- 长债收益率下行压制投资端收益表现，国外货币政策紧缩环境下，汇率维稳需求对国内长债利率下行空间形成约束，后续需持续关注长债利率曲线变化。

## 投资建议

- 当前板块P/EV均值0.87倍左右，估值不贵，性价比较高。建议关注板块配置价值。
- 推荐顺序为：中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿。

## 风险提示

- 长端利率曲线下移，销售不及预期。



601318.SH



601601.SH



601336.SH



601628.SH

# 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。