



强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中国人寿	601628.SH	19.95	增持
中国平安	601318.SH	55.18	买入
中国太保	601601.SH	27.4	买入
新华保险	601336.SH	41.74	增持

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年1月3日当地货币收市价为标准

保险行业 2019 年年度策略

伺时而动，顺势而为

2019年上市险企开门红产品转型为长期保障型产品，消费者仍需时间消化，短期内保费收入增长或承压，全年保费收入趋向于健康发展。低利率环境下同时影响保险公司负债端及资产端，保险公司考虑中长期调整产品预定利率，调整资产配置结构，转向非标资产投资及增加中长期固定收益投资，稳定整体投资收益率。IFRS9新规则实施，影响保险公司AFS类资产定价，原有利用会计科目调整利润表行为被规避，短期影响利润收入，长期有助于公司回归保障本质。

- **2019年开门红影响下降：**保险公司开门红产品经过费率调整、预定结算利率提高、期限调整等转型之路，调整为目前保障型产品为主打的情形。但由于2018年Q4保险公司仍着力于当年目标，对于开门红筹备积极性削弱。2019年上市险企开门红产品以保障型产品为主，主体为“年金险+附加险”，约定结算利率维持在3.5%左右，少数产品达到4.025%。2019年开门红产品转型趋势明显，开门红新单保费承压，预期开门红影响下降。
- **低利率环境下，保险资产端负债端需动态调整：**在低利率环境下，保险公司资产、负债端均需要迎接更多挑战。1) 负债端：需要调整产品结构，产品预定利率或将下调，长期低利率环境下年金险长寿风险被放大；2) 资产端：保险公司需要在低利率环境下调整资产配置结构，包括战略投资稳定收益的上市公司、提高境外资产配置比例、与实体经济加大合作开展另类投资以及重点配置中长期固定收益类资产；3) 资产负债匹配：从资产负债管理模式层面进行考量，动态调整资产负债两端及资产配置方案。
- **IFRS9加大短期利润波动：**考虑IFRS9新会计准则在资产分类、资产分类减值等方面对于保险公司的影响。新规则实施规避了原有通过调整AFS类资产影响利润表的行为，保险公司需要考虑重新布局资产配置，包括调整权益类资产，对冲风险；注重非标投资，提高投资收益率。短期内IFRS9新规则实施，加剧利润波动，但长期有助于公司回归保障本质，促进公司重新考虑资产配置布局。

风险提示

- 2019年开门红产品销售预期不佳，保障型保险产品保费增速不及预期；2019年预期利率趋势下行，对于保险公司资产配置产生的影响；超长期的年金产品在低利率环境下的长寿风险加剧；IFRS9新会计准则的使用，对于短期内利润的影响。

重点推荐

- 保险行业目前面临的开门红、低利率、会计准则变更三大担忧已经对估值造成一定影响，随着市场预期不断调整适应新的环境，有望带来保险行业的价值洼地。目前行业估值再次回到底部区域，仅0.66倍2019年PEV，重点关注2019年初开门红情况及估值超跌带来的投资机会，首推中国平安。

相关研究报告

《保险行业2018年三季报综述》20181105
《保险行业2018年半年报综述》20180904

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

*孙嘉康为本报告重要贡献者



目录

1. 2019 年开门红影响下降	5
1.1 开门红产品的转型之路	5
1.2 2019 年上市险企开门红产品进一步转型保障	7
1.3 保险需求端、供给端双向转型在即	9
2. 低利率环境对保险公司影响	14
2.1 利率走势转向，保险面临挑战.....	14
2.1 低利率对于人身保险行业的影响	14
2.2 低利率环境下保险公司的应对措施	17
3. IFRS9 对于保险公司的影响	21
3.1 IFRS9 的金融资产分类：四分法变为三分法	21
3.2 RS9 实施对于保险公司的影响	21
4. 投资建议	25
5. 风险提示	26
中国人寿	27
中国平安	30
中国太保	34
新华保险	38



图表目录

图表 1. 人身寿险开门红期间保费收入占比	5
图表 2. 2013 年至 2018 年开门红产品转型之路	6
图表 3. 人身寿险监管变革	6
图表 4. 人身保险的常见分类	7
图表 5. 上市险企 2019 年开门红产品梳理	8
图表 6. 2015 年至 2018 年 1 月原保险保费同比增速	8
图表 7. 理财产品收益率	9
图表 8. 2010 年至 2017 年保险密度及深度走势	10
图表 9. 中国社会医疗保障体系	10
图表 10. 2008-2017 年中国城镇常住人口人数占比	11
图表 11. 五种常见慢性病患者总人数增长图	11
图表 12. 2018 年银保监会关于寿险公司的政策梳理	11
图表 13. 保险行业代理人增速与个险渠道首年保费正相关关系	12
图表 14. 保险行业代理人增速与个险渠道首年保费折线示意图	12
图表 15. 2013 年至 2018 年十年期国债收益率	14
图表 16. 价值比率指标 (MWR) 区间对比	16
图表 17. 价值比率指标 (MWR) 区间对比	16
图表 18. 2013 年至 2018 年 10 月份保险资金运用情况	17
图表 19. 2018 年 10 月保险资金运用情况	18
图表 20. 利差风险与资本占比测算结果 (%)	19
图表 21. 寿险公司资产负债管理模式 (示例)	20
图表 22. 金融资产分类概要	21
图表 23. 1H2018 上市险企股票投资规模 FVPL/AFS/FVOCI 分布情况	22
图表 24. 中国平安 2017 年财报保险资金投资组合-按投资品种	22
图表 25. 中国平安 2017 年财报保险投资组合-按会计计量	23
图表 26. 上市险企投资收益率横向对比	23
图表 27. 上市险企估值表	25
图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要	28
图表 2. 2018 年 1-9 月中国人寿累计保费及同比	28
图表 3. 2013-2018Q3 中国人寿当月增速及同比	28
图表 4. 2013-2018 中国人寿新业务价值及增速	28
图表 5. 2013-2018 中国人寿内含价值及增速	28
图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要	31



图表 2. 2018 前三季度寿险累计保费及同比	31
图表 3. 2018 前三季度寿险当月保费及同比	31
图表 4. 2018 年 1-10 月个险新单当年累计保费及同比	32
图表 5. 2018 年 1-10 月财险当月保费及同比	32
图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要	35
图表 2. 2018 年 1-9 月中国太保寿险累计保费及同比	35
图表 3. 2013-2018Q3 新业务价值及增速	35
图表 4. 2018 年 1 月-10 月寿险保费收入及同比	36
图表 5. 2018 年 1-10 月财险保费收入及同比	36
图表 6. 太保寿险保险业务收入同比增速	36
图表 7. 太保产险保险业务同比增速	36
图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要	39
图表 2. 2018 前三季度公司个险渠道保费增速同比	39
图表 3. 2018 年 1-10 月累计保费增速及同比	39
图表 4. 2018 年 1-10 月当月保费增速及同比	39
图表 5. 2015-2020 公司新业务价值及增速	39

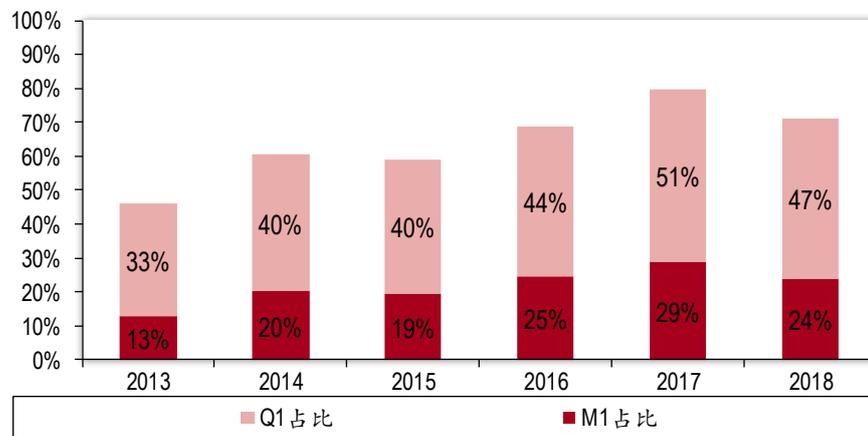
1. 2019 年开门红影响下降

保险行业开门红产品的前生今世开门红产品的孕育故事

保险行业开门红产品是具有中国特色的保险产品。每年的岁末年初，春节即将到来，保险公司为了提高规模保费，强调品牌销售效应而设计开门红保险产品，同时响应春节时期的过节气氛。

开门红产品销售占据保险公司营销额的较高比例，在保险圈内流传着一句俗语：“开门红则全年红”。因此过去十年中每年四季度成为保险公司发力最猛烈的时候，全力筹备第二年一季度保险产品销售。开门红期间的保费收入往往占据保险公司全年保费中较大比例，2015 年寿险行业开门红保费收入占全年保费收入近 40%，其中一月保费占比 19%；2016 年开门红保费收入占全年比例 44%，一月保费占比 25%；2017 年开门红期间保费收入占比高达 51%，一月保费占比 29%。2018 年因 134 号文保险产品结构调整，开门红期间保费收入占比出现下降，预计 2019 年将继续这一趋势。

图表 1. 人身寿险开门红期间保费收入占比



资料来源：银保监会，中银国际证券

1.1 开门红产品的转型之路

1) “分红型+附加万能型” (2013 年-2015 年)

回顾过去几年开门红期间的保险产品，2013 年针对普通型寿险产品费率改革，对分红型及万能型保险产品的预定结算利率提出要求，不得高于 2.5%，以及监管政策趋势鼓励保障型保险产品开发，不少险企推出保障型的费改新产品。但由于开门红期间保费收入冲量等考量，2014 年和 2015 年的开门红产品仍以“分红型+附加万能型”组合作为主打产品，预定结算利率控制在上限 2.5% 以内。

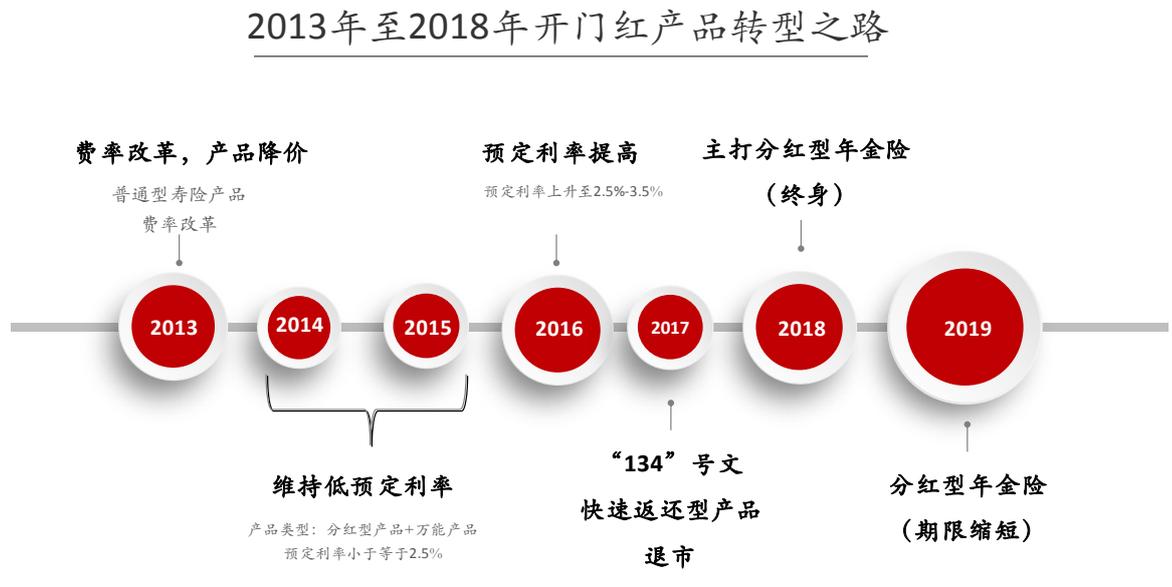
2) 预定结算利率提高 (2016 年-2017 年)

2016 年，上市险企仍持续“分红型+附加万能险”产品形式，但分红险预定结算利率突破 2.5% 上限，部分上升至 3.5%。2017 年开门红期间，不少险企抓住最后的政策机会，采用短期险提高销售额度，年金险主打“快速返现”概念，最快的产品在主险犹豫期满（平均为 10 天）就开始返还，万能险账户保底利率达 3.5%。随着《中国银保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》、《中国银保监会关于强化人身保险产品监管工作的通知》及 134 号文等监管针对中短期存续保险及产品开发的严监管要求，快返年金以及万能险作为附加险的产品逐步退出开门红期间。2018 年各大险企以“分红型年金险+万能型产品”的主打产品形式，转型保障型保险产品。

3) 分红型年金险期限缩短 (2018年-2019年)

对比往年保险开门红产品大热的情况，2018年及2019年开门红产品持续遇冷，部分险企延迟开门红产品准备。以往由于保险总公司在推出下一年度主打开门红产品后，需要针对各区域、各分支公司渠道等进行相应布局，一般会在9月份进行开门红产品的设计，11月份启动旺季销售策略，迎战开门红预售。自2018年起，险企加大保险结构转型，开门红季节性减弱，逐步趋向于全年均衡发展。

图表 2. 2013年至2018年开门红产品转型之路



资料来源：银保监会，中银国际证券

图表 3. 人身寿险监管变革

时间	重大事件
2013年8月2日	原保监会发布《中国保监会对于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》针对人身保险费率政策进行调整： (1) 分红型人身保险的预定结算利率、万能型人身保险的最低保证利率不得高于2.5%； (2) 分红型人身保险保单法定评估利率为2.5%； (3) 鼓励保险公司发展风险保障业务，发挥经济补偿功能，修改健康保险、死亡保险及意外伤害保险责任计算因子。
2015年9月28日	原保监会发布《中国保监会关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知》，针对分红型人身保险费率提出改革： (1) 分红型人身保险未到期责任准备金的评估利率为定价利率和3.0%的较小者； (2) 保险公司应按照《人身保险公司保险条款和保险费率管理办法》对于开发的分红型人身保险产品预定结算利率不高于3.5%的，报送中国保监会备案。
2016年3月18日	原保监会发布《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》指向引导保险公司转变产品发展模式： (1) 两全保险产品、年金保险产品，首次生存保险金给付应在保单生效满5年之后，且每年给付部分领取比例不得超过已交保险费的20%； (2) 万能型保险产品、投资连结型保险产品。
2016年9月6日	原保监会发布《中国保监会关于强化人身保险产品监管工作的通知》，针对保险产品的开发设计、登记备案、销售不佳退市、产品回溯及违法承诺保证利益等行为进行规范。各人寿保险公司需在2017年4月1日前对本公司保险产品进行自查和整改。
2016年9月6日	原保监会发布《中国保监会关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》，完善人身保险精算制度，针对保险金额、中短存续期产品预期预定利率或最低保证利率提出规范要求。
2018年5月29日	保监会发布关于印发《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》的通知，针对个人税收递延型商业养老保险产品的产品要素、产品管理、名词解释等方面做出要求。
2018年6月20日	银保监会发布《关于人身保险公司《精算报告》编报规则的通知》，从填报《精算报告》、提取责任准备金、资产负债管理以及流动性风险管理提出要求。

资料来源：银保监会，中银国际证券

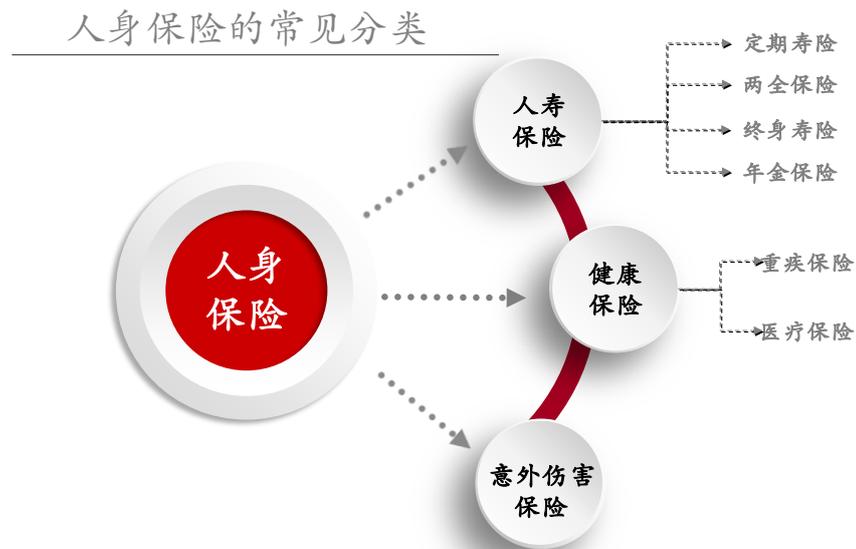
1.2 2019 年上市险企开门红产品进一步转型保障

1.2.1 上市险企开门红产品以保障型和年金险为主

1) 2019 年险企推出的开门红产品继续转型保障型产品，根据人身保险类型的划分，可分为保障型意外险、保障型健康险以及保障型人寿保险。其中：

- (1) 保障型人寿保险包括：定期寿险、两全保险、终身寿险及年金保险；
- (2) 保障型健康险包括：重疾保险及医疗保险。

图表 4. 人身保险的常见分类



资料来源：银保监会，中银国际证券

2) 2019 年开门红产品，上市险企整体以保障型保险产品为主，各家呈现一定的差异性，区别于 2018 年主推的终身年金，2019 年产品保险产品保障期间缩短，平均年限为 15 年左右。各家公司开门红年金险产品的定价结算利率均达到 3.5%至 4.025%，在目前的监管规则下，保险产品定价结算利率 4.025% 已经为最高定价利率。

主要上市公开开门红产品详细情况：

中国人寿：相较于其他三家，公司最早推出并布局 2019 年开门红产品鑫享金系列，主推产品定价结算利率达 4.025%，并且搭配的万能险账户预期结算最高为 5.3%，此类型产品由于预定收益率较高，对于公司价值贡献有限，一般情况会在完成一定保费规模后转向长期保障和长期期缴类产品。并且此类产品主要针对高端客户限量销售，目前为保费达到 10 万元以上才可享 5.3%结算利率，设置总限额为 50 亿元。

中国平安：中国平安 2019 年推出多款开门红产品，覆盖增额寿险、分红年金、传统年金、少儿还本重疾、重疾险等多个产品类型，保险期限较长，普遍为终身寿险。相较于国寿激进型定价原则，中国平安定价约为 3.5%的年金产品，相对稳健。

中国太平及中国太保：两家均以 2018 年开门红产品基础上做出部分升级调整，以中国太保为例，主打“高现价+高价值”年金险搭配，增加预定结算利率 3.50%左右增额，整体相对更为稳健。

新华保险：2018 年 12 月 10 日正式推出三款开门红产品，相较于其他上市险企，推出 2019 年开门红产品较晚。新华保险针对自身产品结构做出调整，相较于往年的年金险，2019 年开门红产品以“健康险+附加险”为主，在健康险的基础上，提出首款心脑血管重疾险，有望成为新增长点。

图表 5. 上市险企 2019 年开门红产品梳理

公司	策略	重要产品	定位	产品类型	定价利率	保险期限	与2018年相比变化
中国人寿	目前准备三款年金：15/20/终身年金，其中有4.025%定价的15年满期年金，主推高现价，中期年金辅助推动	类盛世臻品	主打	高现价分红年金	N.A.	N.A.	增加高现价、中期年金
		鑫享金生（鑫尊宝A版/庆典版系列）	辅助	定期年金	4.025%	15年期	
平安寿险	多元产品投入策略，开门红期间，有22款产品陆续上市销售，部分产品进行重点推动，部分产品常规发展。其中，新增产品5款；金瑞，丰盈15年期年金2款；福满分；增额宝；生财宝；升级产品17款；包括财富金尊、金玺人生、爱满分、以及获客产品、短期以外、短期健康等。	增额宝		增额寿险	3.50%	终身	
		财富金尊（少儿/成人）	件均高于12000元，推动绩优人力发展	分红年金	2.50%	终身	
		金玺人生		分红年金	2.50%	终身	
		金玺人生II（少儿/成人）		分红年金	2.50%	终身	
		金瑞人生		传统年金	3.50%	15年期	增加3.5%定价中期年金（金瑞人生、丰盈年年）
		爱满分（两全+附加重疾）	件均8000-12000元，进行会员价值提升，定位较平安福高端	少儿还本重；N.A.	30年期		
		福满分（两全+附加重疾）	件均6000-8000元，作为收入和人力发展的基础产品	成人还本重；N.A.	至60/70/80		
太平人寿	高现价+高价值年金搭配；推出固收型终身寿险	成人平安福	件均8000-12000元，进行会员价值提升，定位较平安福高端	重疾	N.A.	终身	
		少儿平安福	件均低于6000元，作为客户储备和队伍留存保障	重疾	N.A.	终身	
		丰盈年年		传统年金	3.50%	15年期	
		生财宝/聚财宝17 II		年金	2.50%	N.A.	
		利赢年年	主打	年金	N.A.	终身	增加预定利率3.5%的增额
太平人寿	“双年金”策略，高现价+高价值年金	聚宝盆升级版	主打	年金	2.50%	终身	
		长相伴	辅助	增额寿险	3.50%	终身	
新华保险	“1+N”产品组合，健康险成为主打，推出全国首款心脑血管疾病附加险	卓越至臻	主打	年金	2.50%	终身	增加高价值分红年金
		福寿连连2019	辅助	分红年金	N.A.	至88岁	
		盛世孝心	主打	年金	4.03%	终身	主打健康险首次
		康爱无忧	主打	重疾	N.A.	终身	提出心脑血管病附加险
		健康无忧	主打	重疾	N.A.	终身	

资料来源：各公司官网，中银国际证券

近年来，中国平安、中国太保及中国人寿在 2015 年、2016 年及 2017 年保费收入高速增长。新华保险同期相较于其他三家，专注于保险产品转型中，2016、2017 年的 1 月份保费收入负增长。2018 年开门红销售遇冷，中国平安、中国太保及中国人寿 1 月保费同比增速相较于 2017 年放缓，2018 年开门红保费收入出现明显分化，综合保险集团（中国平安及中国太保）同比增速优于纯寿险公司（新华保险及中国人寿）。

图表 6. 2015 年至 2018 年 1 月原保险保费同比增速

上市险企	上市险企 2015 年至 2018 年 1 月原保险保费同比增速 (%)			
	2015 年 1 月保费同比增速	2016 年 1 月保费同比增速	2017 年 1 月保费同比增速	2018 年 1 月保费同比增速
中国平安	28	42.00	40.00	21.50
中国太保	11.00	59.00	56.00	24.40
新华保险	6.00	(25.00)	(22.00)	10.00
中国人寿	6.00	44.00	30.00	(21.30)

资料来源：各公司公告，中银国际证券

1.2.22019 年开门红影响下降

由于 2017 年、2018 年监管连发保险产品设计的政策要求，开门红表现不佳，2019 年对开门红关注度下降，部分险企提出逐步淡化开门红概念，回归长期稳健经营模式。开门红产品短期内带来的高保费收入优势仍待时间平滑。在 2017 年一季度高基数的水平下，2018 年开门红销售遇冷，2019 年延续同样的产品监管要求，由于 2018 年 Q4 保险公司仍关注与当年及当季的销售，对于开门红筹备力度削弱同时 2019 年开门红产品转型趋势明显，消费者对于新产品接受程度较低，实际销售过程中仍需时间调整等原因，2019 年险企开门红新单保费承压。

- 1) **理财产品收益率提高，储蓄类产品收益率竞争激烈**：2019 年上市险企的开门红产品定价利率整体有明显上移，万能账户结算利率相较于往年也有提升。同期内银行理财等资管产品收益率，如余额宝（7 日年化收益率）收益率稳定在 3.5% 左右。虽然目前产品预定利率相比其他理财产品有部分优势，但由于银保监会规定两全保险首次给付生存金须在保单生效满 3 年之后，保险期限不得少于 5 年的规定，以往快速返还型产品已经消失，投资保险产品需要考虑流动性问题，对比其他理财产品，储蓄类产品竞争激烈。

图表 7. 理财产品收益率



资料来源：万得，中银国际证券

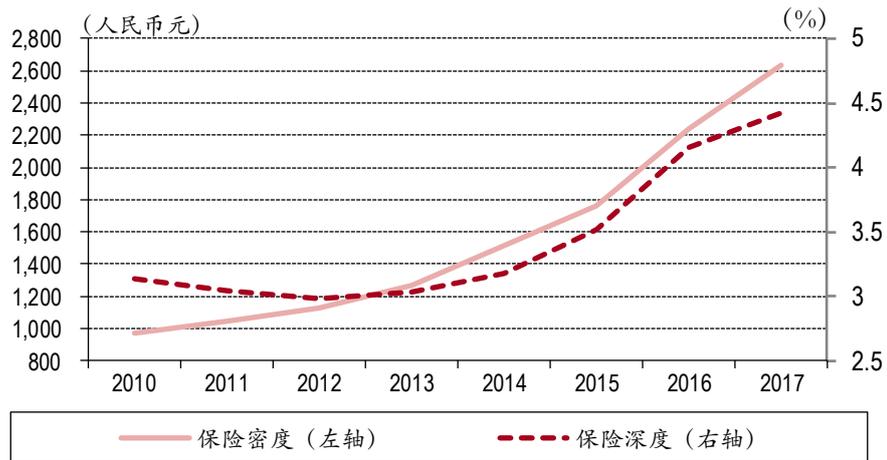
- 2) **市场预期正在发生变化**：由于市场对于 2018 年整体低基数的情况下，对于当年开门红产品预期较高。2018 年四季度截至目前，各家险企整体筹备力度下降，市场由于转型需求，已经对于过去四季度筹备冲刺开门红的销售模式进行调整，对于开门红的市场预期仍在根据预售和筹备情况不断更新，有待进一步观察。

1.3 保险需求端、供给端双向转型在即

1.3.1 需求端：保险深度及密度差距犹在，仍有释放空间

保险密度是考虑国民参与保险的程度，保险密度则用来考量保险在我国国民经济中的地位。这两项指标常用来对比发达国家的保险行业发展情况。根据中国人民银行及银保监会发布的相关数据统计，2017 年我国全国保险密度为 2631.58 元/人，同比增长 17.53%，增速较往年略有下滑；保险深度 4.42%，比上一年度高 0.26 个百分点；2017 年我国寿险行业总风险保障 31.73 万亿元，人均寿险保额为 2.3 万元，人均寿险保单数较低，仅为 0.13 张。未来考虑中国人均 GDP 增长，以及对待保障型保险产品的需求扩张，保险密度及深度仍有大量释放空间。

图表 8. 2010 年至 2017 年保险密度及深度走势



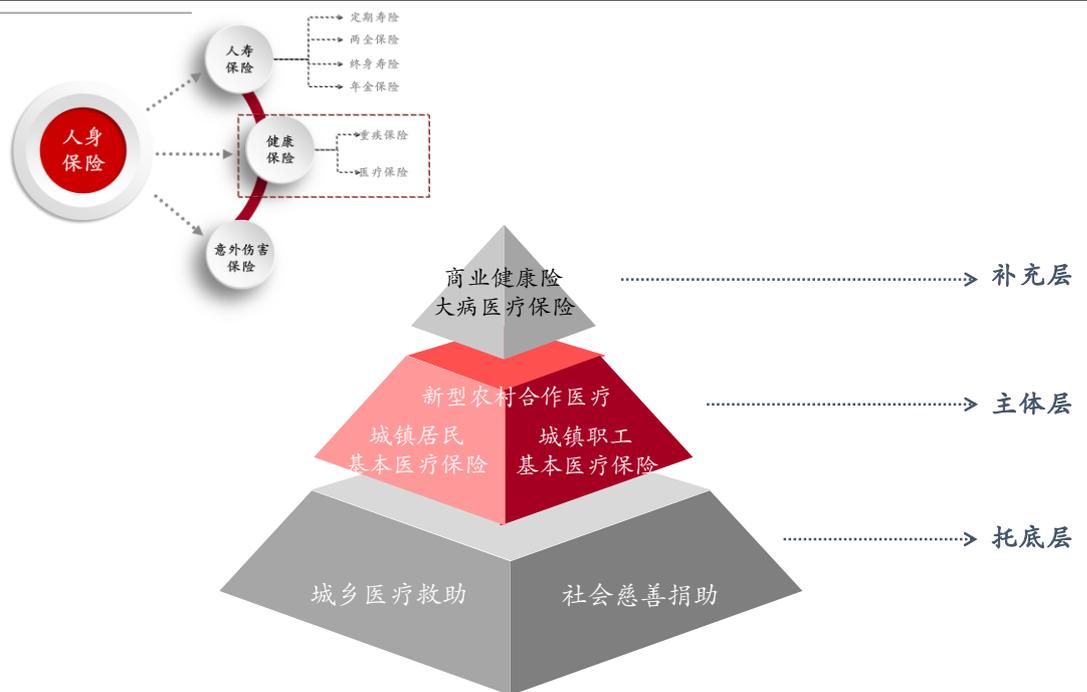
资料来源：中国人民银行，银保监会，中银国际证券

1.3.2 需求端：对保障型保险产品的需求提升

2018 年电影《我不是药神》的热映，带动了片中“配角”——健康险成为了公众眼中的热门话题。除了电影本身对于社会医疗保障体系以及生命深处的思考，如何配置健康险也在短时间内获得巨大关注。

对于商业保险及大病医保的客观需求提升：健康险属于人身寿险，包含医疗险以及重疾险。我国的社会医疗体系分为三类，城乡医疗救助及社会慈善捐助做为托底层；主体层由政府牵头，包含个人和组织共同参与的城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险以及新型农村合作医疗；顶层补充层为商业健康险大病医疗体系。目前我国的实际医疗体系建设情况仍不能满足个人对于医疗保障的全部需求，个人医疗支出占比较高，这种情况下催生了对于商业保险和大病医保的客观需求。

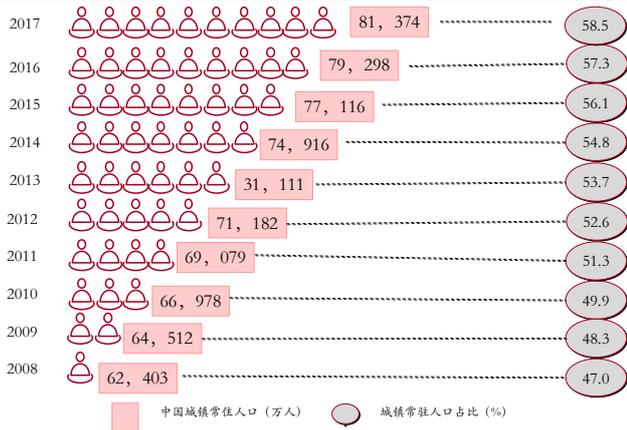
图表 9. 中国社会医疗保障体系



资料来源：《2018 年中国商业健康险白皮书》，中银国际证券

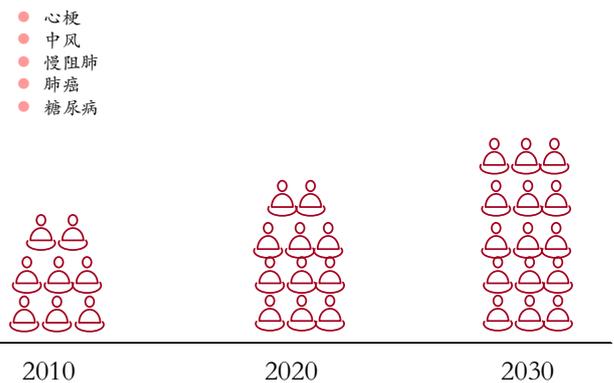
慢病、亚健康人群激增，重疾险意识增强：现代社会工作人群的压力大，加班长等通病已经不断引发保险消费者对于自身健康的担忧，同时，根据国家卫生和计划生育委员会统计结果显示，我国因慢性疾病（心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸道疾病、糖尿病、口腔疾病等）死亡人数占总死亡人数的比例高达 86.6%。这一数据刺激着居民健康意识的增强，近年来更多的人参与讨论及购买重疾险、轻疾险以至意外猝死险等产品。与此同时我国城镇化加速发展，中等收入人群的激增，也促进了居民对于高质量、多样化的商业健康险需求日益提升。

图表 10. 2008-2017 年中国城镇常住人口人数占比



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 11. 五种常见慢性病患者总人数增长图



资料来源：国家卫生与生育委员会，中银国际证券

1.3.3 供给端：回归保障本源，转型趋势明显

近年来，原保监会积极部署保险行业发展，回归保险保障需求的本质。连续发布多项监管规定，从中短期存续期人身保险产品的设计管理，精算制度规范，强化人身保险产品等多项要求，规范了保险公司负债端开发的源头。在 2018 年年初正式发布《保险资金运用管理》、《人身寿险资产负债管理办法》等要求，对于险资应用以及险企的资产负债匹配提出多项要求，规范了万能险的进场举牌的合规性，防范保险公司由于激进的投资而带来的资产负债不匹配风险。综合来讲，强监管下会给险企带来一部分痛点，因此也需要保险公司从自身负债端产品开发、资产端投资以及公司综合经营多方面合理转型，共同促进保险行业的健康发展。

图表 12. 2018 年银保监会关于寿险公司的政策梳理

时间	重大事件
2018 年 1 月 18 日	原保监会、财政部关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方政府债务风险
2018 年 1 月 26 日	原保监会发布《保险资金运用管理办法》，从保险资金运用范围、资金运用模式、决策运行机制等方面进行规范；
2018 年 2 月 17 日	原保监会发布《保险经纪人监管规定》，从市场准入、任职资格、从业人员、经营规则等方面进行规范；
2018 年 2 月 17 日	原保监会发布《保险公估人监管规定》，从业务备案、从业人员、高管人员、经营规则等方面进行规范；
2018 年 3 月 1 日	原保监会发布《保险资产负债管理规则（1-5 号）》，从定性及定量两方向监督规范保险公司资产负债管理；
2018 年 3 月 7 日	原保监会发布《保险股权管理办法》，从股东资质、股权取得、入股资金、股东行为、股权事务管理等方面进行规范；
2018 年 5 月 2 日	银保监会发布《保险公估基本准则》，有效规范公估程序及档案管理；
2018 年 6 月 19 日	银保监会发布允许境外投资者来华经营保险代理的通知，中国保险市场愈加对外开放。

资料来源：银保监会，中银国际证券

1.3.4 个险渠道代理人优化

保险公司自我管理保险代理人:原保监会 2015 年发布《关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》，正式取消保险代理人资格考试，并要求各保监局不得受理保险销售、保险代理、保险经纪从业人员资格核准审批事项；不再委托中国保险行业协会组织保险公估从业人员资格考试。正式将保险代理人的准入权由监管层转移至保险公司。

保险代理人增速放缓，规模保费产能提升:保险代理人的数量在近年来持续增长，这对于部分以营销业务为主的保险公司的规模保费增长起到了重要的推动作用。保险行业代理人增速与个险渠道首年保费呈正相关关系，过去保费收入增长主要依靠代理人数量增加推动。截至 2017 年底银保监会统计，行业内保险代理人相较于 2018 年整体代理人增速放缓，如何提高代理人人均产能、适应行业转型需要，契合保险高质量发展道路是保险公司短期需要关注的焦点问题。

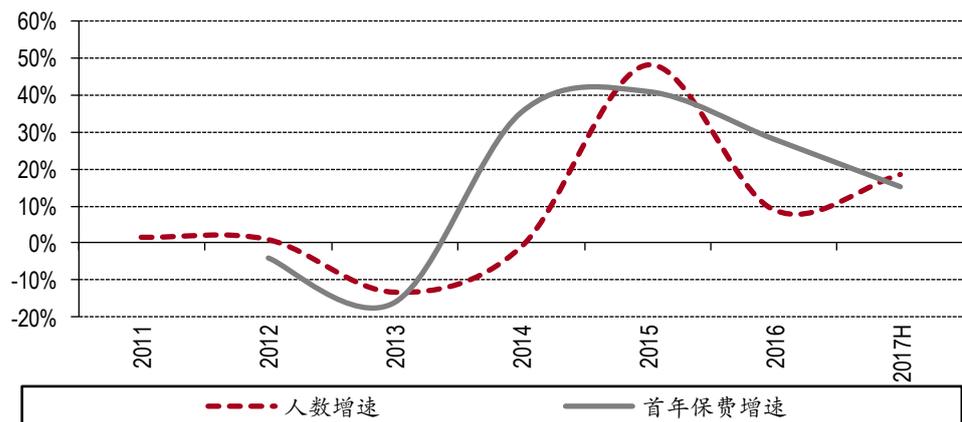
2019 年人寿险公司开门红业务预期下降，监管新规下的保障型保险产品，对代理人的销售素质整体要求较高，对于部分习惯销售快速返还型产品的代理人来说，销售难度加大。寿险公司需要加强代理人团队的专业培训，加大费用投入，维护绩优人力，通过提升代理人质量进一步提升规模保费产能。

图表 13. 保险行业代理人增速与个险渠道首年保费正相关关系

保险行业代理人增速与个险渠道首年保费正相关关系						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
人寿						
人数增速(%)	(3.00)	1.20	5.80	13.80	31.80	52.70
首年保费增速(%)		(2.25)	(0.97)	7.73	34.85	51.51
平安	2,011.00	2,012.00	2,013.00	2,014.00	2,015.00	2,016.00
人数增速(%)	7.40	5.40	8.60	14.10	36.90	27.70
首年保费增速(%)		(14.28)	12.39	20.73	65.30	38.12
太保	2,011.00	2,012.00	2,013.00	2,014.00	2,015.00	2,016.00
人数增速(%)	4.30	1.00	(3.10)	20.30	40.10	35.50

资料来源：各公司公告，中银国际证券

图表 14. 保险行业代理人增速与个险渠道首年保费折线示意图



资料来源：各上市公司公告，中银国际证券

销售逻辑改变，保险代理人面临新挑战:在个险渠道方面，根据银保监会统计，监管新政下过去合计占总保费超过 70% 的终身存续万能险与快返型年金险被限制，导致大部分代理人原有简单依靠年金返还比例表和收益率直接进行对照的销售方式行不通了，代理人的销售逻辑需要重新调整。保障型产品的持续推出，保险产品结构转型需要代理人不断培训学习新产品以及销售方法，给代理人带来新的挑战。



对于保险公司管理、培训和带领个险营销队伍转型的要求就愈发强烈。以新华保险为例，公司已经开展风险管理队伍的培训，将个险营销队伍转型成为寿险风险管理师。新华保险从教材编写、考试培训以及多重考核设立培训流程，授予公司营销人员初级风险管理师资格，致力于为客户提供全面的风险管理服务。一名合格的寿险风险管理师被要求能够给客户全程（覆盖全身生命周期）/全家（个人、每一位家庭成员）/全方面的服务（生、老、病、死、残），通过加快营销队伍的建设，提升代理人的服务，增强与客户之间的紧密联系，给保险业务提供新的增长点。

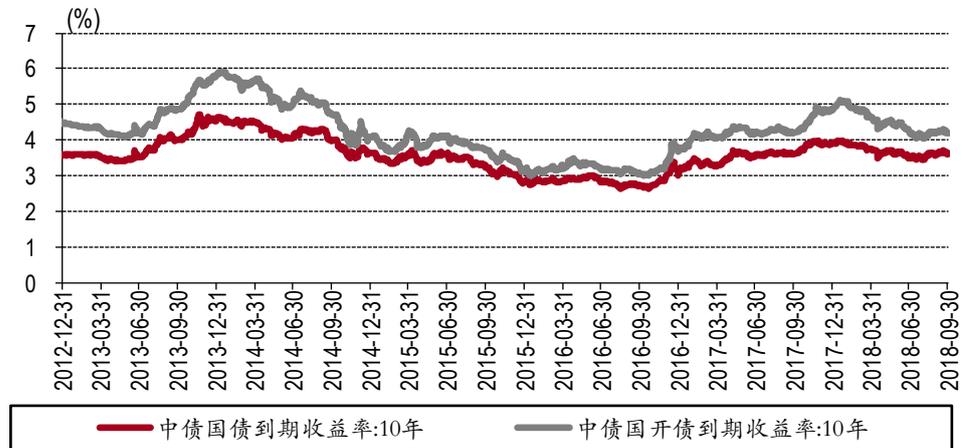
2. 低利率环境对保险公司影响

2.1 利率走势转向，保险面临挑战

从 2013 年至 2018 年五年内十年期国债收益率走势来看，2014 年至 2016 年市场利率下行，2014 年当年十年期国债收益率下行接近 200BP；自 2016 年起利率企稳并在年底开始大幅上行，直到 2018 年利率再次下行；由于市场对于 2019 年利率走势普遍预期为下行通道，而低利率环境对于保险公司的影响偏负面，因此如何在低利率环境下迎接挑战，是险企在 2019 年重点方向之一。

在低利率环境下，保险公司尤其是寿险公司由于资金期限长，风险偏好较低等因素，更加追求长期的收益。利率下行趋势下，寿险公司不仅面临在投资风险导致的投资收益率下降，还由于资产负债表的调整，造成净资产减少。寿险公司需考虑利差损和流动性、盈利能力、业务价值和偿付能力等问题。

图表 15. 2013 年至 2018 年十年期国债收益率



资料来源：万得，中银国际证券

2.1 低利率对于人身保险行业的影响

由于目前低利率问题引起了保险业的广泛关注，我们引入投资久期缺口和投资利差两个概念，从低利率环境初期、中期及长期三种情景对与人身保险公司影响进行分析；并且针对 2019 年开门红主打产品中的年金保险产品，举例说明分析长期低利率环境对于年金险供给及需求的影响；以及最终提出保险公司调整资产配置，应对低利率环境的措施方案。

2.1.1 久期缺口和投资利差

低利率对于保险行业是一把双刃剑，一方面会对资产端投资收益产生压力，另一方面影响保险公司负债端，并且在低利率中长期负债端、资产端两端表现有差异化。我们从短期低利率环境、中期及长期三种情况针对保险公司资产负债配置进行分析。这里我们需要引入两个概念：久期缺口和投资利差。以下会针对这两个指标进行研究探讨。

久期缺口： 负债与资产平均久期的差额；

投资利差： 资产的投资回报率与负债回报率的差额。



- 1) 短期低利率环境:** 由于低利率初期负债端存在利好, 保险产品预定利率相较于银行理财产品利率调整有延迟效应, 调整成本较高等原因, 相较于其他理财产品, 较高预定利率的保险产品销售方面具有优势, 短期内保费迅速增长; 资产端, 短期利率下行暂未影响存量资产收益, 增量资产短期再投资资产规模较低, 整体投资收益率仍受到存量资产高收益率影响, 短期低利率环境保险公司仍享有投资利差。
- 2) 中期低利率环境:** 中期低利率环境会导致保险公司负债保费增速下降, 间接影响保险资产端可投资资产规模的下降。负债端: 保险公司一般年末做利源分析, 考虑调整产品预定利率。但是由于人寿保险产品期限较长的属性, 调整利率周期晚于市场波动情况, 中期仍会出现保险产品预定利率较高, 保单价格较低, 影响保险公司的保费。截至 2013 年, 原保监会规定预定利率上限为 2.5%, 保险公司承诺利率为 2%-2.5% 区间。2013 年寿险费率市场化改革后, 预定利率上限逐步取消, 行业竞争的加剧。部分公司推出了 3.5%-4.025% 预定利率的保险产品, 保险产品价格面临下行压力, 影响保费收入; 资产端逐步承压, 一方面存量资产收益率利率下行的利好基本释放。另一方面, 新增资产预期投资收益率低于存量资产的投资收益率, 总投资收益率下行。考虑到再投资资产规模缩小, 中期低利率环境导致市场上中等收益、中等风险的投资资产缺乏, 投资利差加大, 负债久期大于资产久期, 久期缺口加大。
- 3) 长期低利率环境:** 保障型保险产品优势显现, 由于保障型保险产品不再过于依靠利差收益, 更偏向于依靠死差、费差收益, 收益相对稳定。长期来看, 保险公司已经调整预定利率, 保障型保费增速提升对冲利率下行风险, 保障型保险产品的刚性产品属性, 长期趋向于稳定增长; 资产端, 由于保险公司资金运用特点, 可利用调整权益资产比例、投资中长期固定收益资产以及提高信用风险溢价等多种方式稳定投资收益率, 缩小久期缺口及投资利差, 实现正收益。

2.1.2 年金险的长寿风险

年金险的发行与销售成为 2019 年上市险企开门红产品的主打产品之一, 部分险企推出 15 年/20 年/30 年期的终身年金产品。目前市场上的年金产品大多含有其他附加保障和分红设计, 从单一年金险的价值来看, 由于存在死亡福利, 年金投保人能够获得比投资标的资产更高的消费现金流; 附加分红险可以根据市场情况带来一部分收益, 可以有效提高消费和福利水平。但同时, 商业养老年金在长期低利率环境下, 具有长寿风险的系统性和不确定性, 增加了保险公司的负债。

从短期来看, 利率下行初期, 保险公司暂未调整年金险定价利率, 保险公司可能面临利差损; 但在长期低利率环境下, 年金险中的长寿风险影响日益凸显, 下调定价利率使得年金险“越来越贵”, 购买吸引力下降, 同时抑制了年金的供给。我们从年金价值衡量和长寿风险两项指标对此做出简单测算, 对于未来做出风险预测。但同时要注意的一点是, 目前年金销售尚处于短期低利率环境下, 对保险公司产生部分影响, 长期宏观环境变化会影响保险公司面临的不同情景; 我们将持续关注宏观经济变化以及保险公司策略调整。

对于年金价值的度量和判断上, 需要根据年金险特点考虑逆选择因素、死亡率改善因素、长寿风险因素、保险成本总附加等因素, 由于死亡率无法准确预测以及成本占比较小等考量, 我们从年金价值比率 (MWR) 和长寿风险两方面, 测算分析年金险价值。

长寿风险: 是指人口寿命超出预期带来的资金准备不足的风险, 为应对长寿风险, 保险公司在年金定价中通常会考虑长寿风险的影响。

- 1) 长期低利率环境下, 年金价值被低估, 对投保人吸引力减小:** 对于年金价值的衡量, 一般采用价值比率及年金价值指标。

年金价值比率 (MWR) = 保险产品的未来给付期望现值 (精算中性价值) / 市场价格比值;

简单来说, 年金价值比率越高, 年金产品越具有吸引力; 年金价值比率等于 1 时, 年金价格等于年金价值, 那这时保险产品对于被保险人是精算公平的; 年金价值比率小于 1 时, 保险产品的精算中性价值低于市场价格, 对于投保人吸引力较差。

以 AWR 指标衡量年金价值：

$$AWR = \sum_{i=1}^T \frac{A * P_i}{(1+r)^i};$$

其中 A 为年金给付金额，P_i 为存活到第 i 年的概率，T 为最大存活期限，r 为名义折现利率，单一考虑 r 变化对于年金的价值的影响，在长期低利率环境下，年金价值被高估，年金价值 (AWR) 被高估，同时考虑商业年金险当中逆向选择以及费用附加等因子需要加入到年金价值中，这一数据将进一步被影响。

对于整体年金价值 (AWR) 被高估的情况，直接影响年金险的评定指标——MWR 的变化。当年金价值被过度高估时，商业年金保险的供给端和需求端两方都会受到影响，保险公司考虑市场价格低于年金价值，考虑调整年金产品价格，作为消费者会直接感受到年金产品“越来越贵”，降低对于年金保险的消费需求，个人参加商业养老保险的积极性被降低。

图表 16. 价值比率指标 (MWR) 区间对比

价值比率指标 (MWR) 区间对比			
	解释说明	供给方：保险公司	需求方：消费者
MWR>1	年金价值高于市场价格	考虑市场价格过低，调整产品价格	感受到年金险越来越贵
MWR=1	年金价值等于市场价格	精算公平	
MWR<1	年金价值小于市场价格	考虑是否调整产品结构	产品价值过低，对消费者吸引力差

资料来源：中银国际证券

考虑到目前市场上的年金险产品大部分采用的预定结算利率为 3.5%，预定结算利率水平较高的情况下，考虑到长期低利率的趋势，低利率会导致年金险长寿风险的影响更加突出，使得销售年金险的保险公司需要承担长期负债压力。针对不同利率水平下的负债水平以及长寿风险的因素，对于保险公司所面临的负债差异进行测算。

- 2) **低利率增加保险公司年金险负债：**假设考虑 60 岁人员的投保，在预定结算利率/折现率为 4% 时，长寿风险导致保险公司承担的负债增加为 8.8%，而当预定结算利率/折现率为 3.5% 时，带给保险公司的负债增加为 9.6%。而预定结算利率/折现率降至 1.5% 的时候，长寿风险带来的负债增加至 13.1%。

图表 17. 价值比率指标 (MWR) 区间对比

年龄 (岁)	不同利率水平下的负债水平及长寿风险(%)			99.5%不利情形存活率 负债 (*10)/(%) (4)	负债增加 (%) (5)=[(4) - (3)]/(3)
	年金产品预定利率/折 现率 (%) (2)	时期存活率负债 (*10)	99.5%不利情形存活率 负债 (*10)/(%) (4)		
60 岁	1.50	10.05	11.37	13.10	
	2.00	9.42	10.56	12.1	
	2.50	8.85	9.84	11.20	
	3.00	8.33	9.19	10	
	3.50	7.86	8.61	9.60	
	4	7.43	8.09	9	
70 岁	1.50	6.93	7.77	12.10	
	2.00	6.61	7.37	12	
	2.50	6.32	7.00	10.80	
	3.00	6.04	6.66	10.20	
	3.50	5.79	6.35	9.70	
	4	5.55	6.05	9	

资料来源：中银国际证券

- 3) **影响险企偿付充足率和利润释放**：利率水平越低时，年金保险中的长寿风险影响越大，长期低利率环境下，年金险的价值被高估，带给保险公司的负债增加加剧，最终提高对保险公司偿付能力充足率的影响。

2.2 低利率环境下保险公司的应对措施

由于保险公司的经营特性，需要从负债端和资产端双管齐下应对低利率环境的挑战。在负债端考虑提升承保利润，调整产品结构，开发长期保障型保险产品，弱化利差的贡献度；在资产端，采取优化资产配置，缩小久期缺口等措施，同时持续关注调整资产负债管理匹配问题。

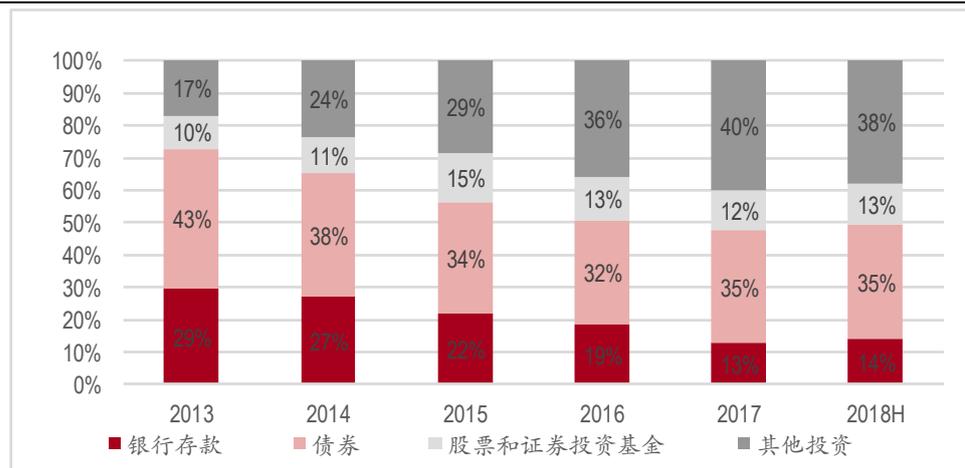
2.2.1 负债端

- 1) **提升承保盈利，增加费差贡献。利率下行通道利差贡献下降**，需要建立“三差”平衡利润模式，改变过去盈利过度依赖利差的模式。需要公司加强经营管理，提升经营效率，如组织结构调整，降低固定费用等。
- 2) **降低负债成本，增加死差贡献**。依据监管要求，从原有开发高保底、长期限的储蓄型产品，重点发展2.5%左右定价利率的长期保障型产品。顺应医疗、养老需求增加的趋势，加大保障型产品的开发和销售。通过动态追踪市场利率、实际投资收益率、负债成本、及时调整预定结算利率和结算利率等方式，降低负债成本。
- 3) **分析负债久期情况，做好关键匹配**。依照目前寿险产品区分传统险、分红险、万能险等账户的特质，分别分析各账户险种整体利率以及资金成本，逐步分析存量久期情况，合理对未来久期进行预测管理。

2.2.2 资产端

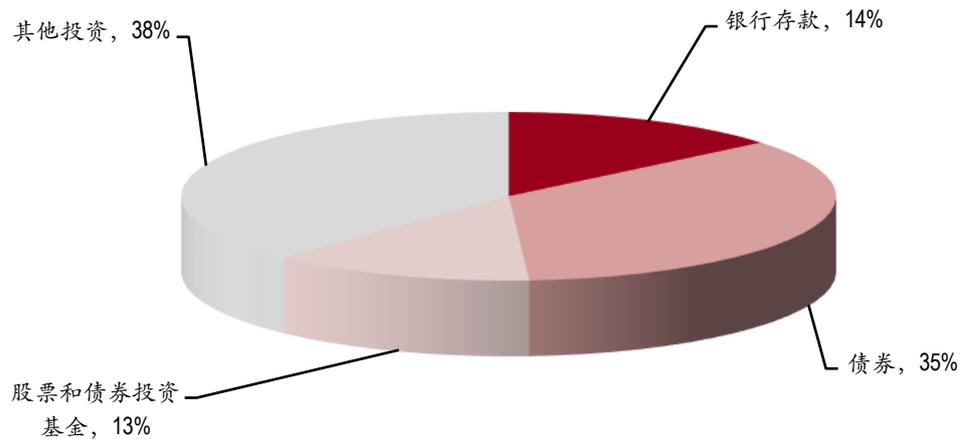
从近五年保险资金运用情况来看，银行存款余额变化不大，但投资资金增长较快，另类配置比重从2013年不足20%上升至接近40%，成为险企当前最大投向。按照银保监会关于大类资产类别的划分，截止到2018年10月份，其他投资59992.14亿元，占比为37.99%。固定收益类资产仍占险资运用较高比例，约为35%，而风险较高的权益类资产配置占比约为12%，与去年同期相比较为稳定。

图表 18. 2013 年至 2018 年 10 月份保险资金运用情况



资料来源：各上市保险公司公告，中银国际证券

图表 19. 2018 年 10 月保险资金运用情况



资料来源：各上市保险公司公告，中银国际证券

在低利率环境下，保险公司投资管理策略需要进行调整，整体资产端的优化需建立在严格控制投资风险的基础上，主动进行风险管理提升投资收益，主动结合保险资金运用中的流动性风险、信用风险、市场风险等因素，承担适当风险获取风险溢价。

- 1) 战略境外稳定收益的上市公司；
- 2) 提高境外资产配置比例；
- 3) 与产业资本加大合作开展另类投资；
- 4) 稳定投资固定收益，重点配置期限较长的中长期国债

战略投资稳定收益的上市公司。由于在低利率环境下，考虑分散资产配置，提高投资收益率，权益类资产成为中重要的配置标的。为控制风险，保险公司一般选择盈利较为稳定、估值较低、分红率高、公司管理能力优秀、有能力穿越经济周期的上市公司及逆行长期战略投资，获得较为稳定的投资收益。这就需要险资企业不断增强自身对于投资标的的筛选，从中长期角度对标公司财务发展目标，对于整体行业长期趋势做出预判，并通过财务模型进行定量测算等形式，提高险资企业整体收益率。

提高境外资产配置比例。境外市场投资品种较为丰富，部分资产的收益率较高，适当拓展境外投资的资金来源，可以帮助公司有效开展全球化配置。根据中国保险资产管理业协会发布的《中国保险资产管理业发展报告（2018）》中数据显示，截至 2017 年末，保险资金境外投资余额近 700 亿美元，占保险行业总资产不到 3%，距离监管上限 15% 的要求仍有很大提升空间。从宏观环境来看，人民币不存在长期贬值的基础，境外投资的汇率风险基本可控，通过境外投资提升保险资金投资组合的多样化，可以更好实现资金有效配置，降低整体投资组合的波动性，提高投资组合分散化效应。

与实体经济加大合作开展另类投资。从政策引导来看，2017 年监管层陆续发布《中国保监会关于保险业服务“一带一路”建设的指导意见》、《中国保监会关于保险业支持实体经济发展的指导意见》等文件，截至 2018 年 12 月，根据万得资讯显示，包括人保资产、太平资产、国寿资产在内的三家保险公司设立了目标总规模 580 亿元的纾困专项基金，实际支持民营企业发展。保险资金具有长期性、资金规模较大、追求稳定收益、有多元化投资渠道等特点，服务实体经济有明显优势。同时利用实体经济优秀的管理能力寻找有利投资机会，合作开展设立并购基金等方式，以股权投资机会、债券投资计划、PPP、资产证券化等形式展开合作，有利于保险公司及实体经济实现互利共赢。

稳定投资固定收益，重点配置期限较长的中长期国债。从险资企业保险资金运用情况来看，险企依然偏爱固定收益类资产，考虑到利率下降趋势会导致期限溢价下降，超长债收益率高，波动率小等特点，在固定收益的资产配置中，适当加大长期产品配置，拉长资产久期，缩小久期缺口，重点配置流动性较好的长期国债、具有政策税收优势的企业金融债，都可以有效利用折算后的收益率优势，缩小久期缺口。



自 2016 年以来长期资产配置中，期限在 10 年以上的国债、金融债券等长期品种成为险企机构在固定收益市场中关注焦点。作为长期债券，投资者较为有效，流动性较差，需要更高的流动性溢价来补贴投资者，根据以往数据显示，20/30/50 年期的国债发行利率一般接近于 4% 或超过 4% 水平。过去由于投资者数量少，流动性差等特点，超长期利率的债券利率波动一般小于 10 年和 10 年期国债。针对国开行、中债企业债 AAA、中债企业债以及中债企业债 AA 利差进行测算，同样采取 90% 分位数的方式，通过测算考察利差风险对于保险公司资本占比的影响。以剩余期限 5 年、10 年以及 15 年及 30 年进行对比，可以看到对于资本占比的比例以此为：5.60%，8.63%，0.00%，0.00%。可以看到 15 年期的利差给公司带来的资本占比较小，这一优势较为明显。

图表 20. 利差风险与资本占比测算结果(%)

年度	0 年	1 年	2 年	3 年	4 年	5 年	6 年	7 年	8 年	9 年	10 年	11 年	12 年	13 年	14 年	15 年
国开行																
90%分位数	0.28	0.55	0.41	0.34	0.36	0.38	0.34	0.37	0.36	0.37	0.38	0.38	0.38	0.36	0.34	0.33
中债企业债 AAA90%分位数	0.45	0.76	0.72	0.51	0.40	0.40	0.36	0.37	0.40	0.38	0.42	0.46	0.49	0.50	0.51	0.53
中债企业债 AA+利差 90%分位数	0.63	1.06	1.05	0.80	0.63	0.65	0.60	0.59	0.61	0.66	0.71	0.73	0.74	0.73	0.72	0.75
中债企业债 AA 利差 90%分位数	0.71	1.30	1.29	1.01	0.83	0.83	0.82	0.79	0.81	0.82	0.88	0.91	0.91	0.88	0.85	0.84
资本占比	9.57	9.75	14.66	9.93	7.19	5.60	5.20	2.08	2.97	4.08	8.63	10.70	0.12	1.09	0.31	0.00
年度	16 年	17 年	18 年	19 年	20 年	21 年	22 年	23 年	24 年	25 年	26 年	27 年	28 年	29 年	30 年	
国开行利差 90%分位数	0.34	0.35	0.35	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.35	0.36	0.36	0.37	
中债企业债 AAA90%分位数	0.54	0.55	0.56	0.54	0.55	0.56	0.56	0.55	0.54	0.54	0.53	0.52	0.52	0.50	0.50	
中债企业债 AA+利差 90%分位数	0.75	0.74	0.73	0.73	0.74	0.75	0.77	0.76	0.75	0.75	0.74	0.73	0.73	0.73	0.71	
中债企业债 AA 利差 90%分位数	0.84	0.83	0.83	0.84	0.86	0.90	0.93	0.94	0.94	0.93	0.94	0.93	0.92	0.90	0.90	
资本占比	0.20	0.00	0.00	0.00	0.58	4.28	0.00	0.00	0.00	3.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	

资料来源：万得，中银国际证券

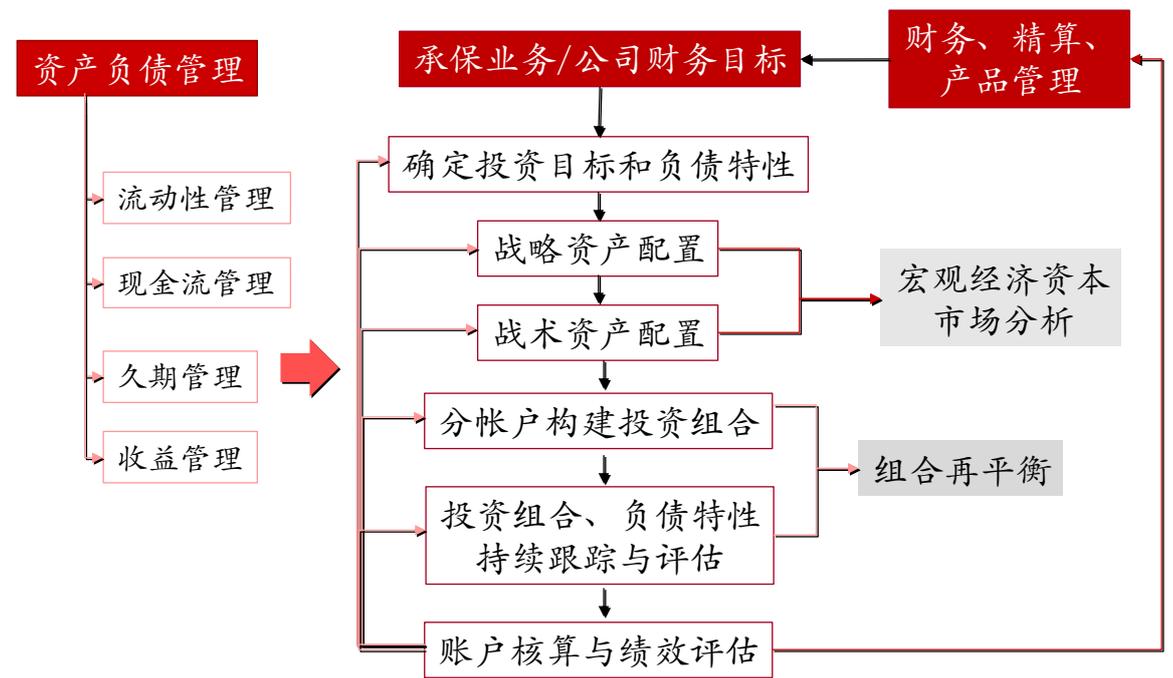
过去由于长期债务的流动性问题，机构投资者对于超长期的利率债投资较少。但 2016 年起，国开行、农发行、进出口银行等增加了超长期利率债的发行，并且越来越多机构考虑到长期利率债的投资收益优势，以及险企对于匹配长期负债久期的需求，都会提高对于超长期债的投资。所以，有效选择流动性较好的固定收益可以帮助险企拉长资产久期，提高投资收益率。

2.2.3 资产负债管理改善寿险公司资产负债管理的路径以及有效性。

预期在未来险企加大资产负债匹配管理的趋势下，将控制投资风险，实现有效配置，降低资产负债不匹配的程度。

寿险公司资产负债管理主要体现是三大指标的匹配：流动性匹配、成本收益匹配及久期匹配。在此基础上，考虑公司承保/财务目标，定期根据寿险公司的负债数据，包括对不同账户现金流预估、保费久期预测、业务状况，偿付能力等情况，设定战略性资产配置计划，逐步分解到短期战术配置，分帐户设置投资组合并持续跟踪评估负债特性，不断进行战略资产配置回溯和再平衡。保险行业资产负债管理的先进案例中，在投资任务考核体系中依据寿险资产管理情况和中长期投资收益率目标设置投资绩效考核体系，最终指导财务、精算以及产品。

图表 21. 寿险公司资产负债管理模式（示例）



资料来源：中银国际证券

3. IFRS9 对于保险公司的影响

3.1 IFRS9 的金融资产分类：四分法变为三分法

根据监管要求，除中国平安已使用 IFRS9 会计准则进行财务报表披露外，各家上市险企将在 2021 年执行 IFRS9，由于新的会计准则对于公司资产配置以及三张报表产生相关影响，我们对 IFRS9 做出简单介绍以及影响预测。

2018 年开始我国上市公司需要根据新的会计准则编制报表，由于保险行业资产负债的复杂关联性，保险公司可以递延三年后进行实行。中国平安首家实施了 IFRS9 披露报表的上市险企，其他上市险企均选择在 2021 年开始实施。

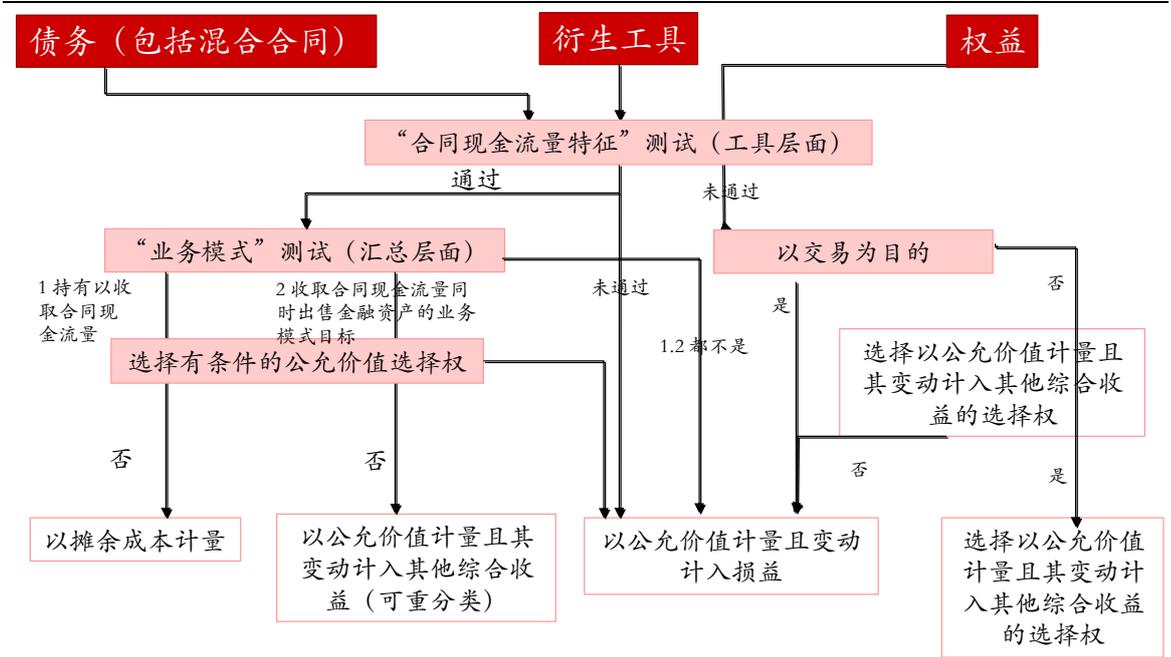
IFRS9 主要包括金融资产的分类和计量、减值以及套期会计，在此基础上，企业金融工具价值评估需要反映公允价值变化。

IFRS9 下的金融资产分类与计量从原有四分类改为三分类，金融资产分类计量类别如下：

- 1) 以摊余成本计量的债务工具 (AC)；
- 2) 以公允价值计量且变动计入损益的金融资产 (FVPL)；
- 3) 以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI)。

金融资产的分类取决于主体管理金融资产的商业模式以及金融资产的合同现金流特征，下图说明了金融资产分类所基于的思路：

图表 22. 金融资产分类概要



资料来源：《国际财务报告准则第 9 号》下的金融工具分类，中银国际证券

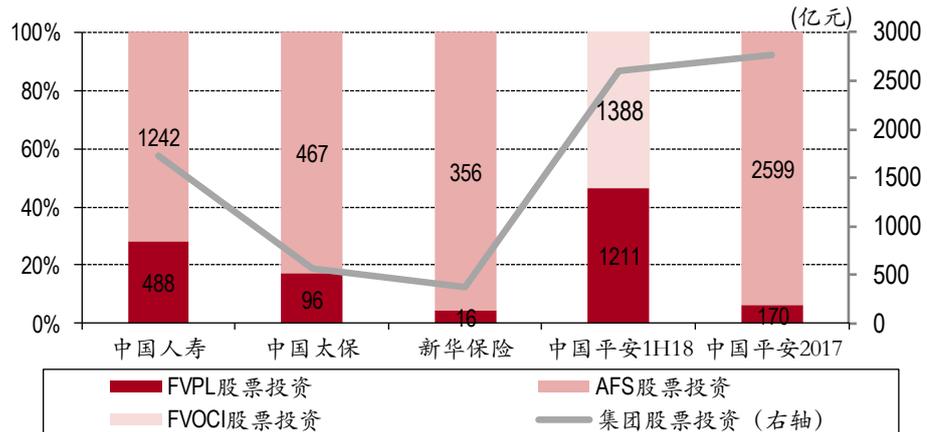
3.2 RS9 实施对于保险公司的影响

对比上市险企的公布的净投资收益率和总投资收益率，相较于其他三家，2018 年上半年中国平安收益率降幅最大。主要考虑为正式实施 IFRS9 准则，影响部分投资收益率表现。另一方面，新准则实施将会导致股票投资规模分类出现转换。旧准则下，上市险企以可供出售金融资产的股票类投资占比较高，AFS 占比约为 80%，少数在 FVPL 下。IFRS9 准则的实施，将首先改变这一比例。

根据 2018 年中报数据显示, 三家未实施 IFRS9 的上市险企 AFS 股票投资规模为分别为: 中国人寿 1242 亿元, 中国太保 467 亿元, 新华保险 356 亿元; 进入 FVPL 科目的股票投资规模为: 中国人寿 488 亿元, 中国太保 96 亿元, 新华保险 16 亿元。AFS 股票投资占全部股票投资占比分别为: 中国人寿 71.8%, 中国太保 83.%, 新华保险 95.7%。

中国平安在旧准则下 FVPL 为 170 亿元, 新准则下调整为 1211 亿元, 占集团股票投资规模比重为 49.5%, 准则差异为 1041 亿元, 变化较大, 原有计入 AFS 中的大部分股票资产重新分类至 FVPL 中。

图表 23. 1H2018 上市险企股票投资规模 FVPL/AFS/FVOCI 分布情况



资料来源:《国际财务报告准则第9号》下的金融工具分类, 中银国际证券

中国平安作为首家采用 IFRS9 险企, 在 2017 年财务报表披露中, 除原有按照投资资产的形态分类外, 同时披露了以会计计量的保险资金投资组合。可以看到, 2017 年末, 以公允价值计量且变动计入资产 (FVPL) 影响较小, 但行至 2018 年 6 月, 总投资资产资产与 2017 年末相比, 差异约为 100 亿。由准则修订前的 4.5% 总投资收益率下降为准则实施后的 4% 的总投资收益率, 影响总投资收益率 0.5%。(以上总投资收益率均为年化)

新准则下中国平安以用公允价值计量且当期变动计入损益 (FVPL) 的投资规模大幅增长, 从原有 2017 年底占比 1.9% 增至 19.5%, 大量股票投资被重新分类至 FVPL 科目下。另一方面, 以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI) 从 2017 年的占比 27.6% 下降至 13.5%

图表 24. 中国平安 2017 年财报保险资金投资组合-按投资品种

占比(%)	2018 年 6 月 30 日	2017 年 12 月 31 日	变动 (百分点)
固定收益类投资	7.2	6.6	0.6
债券投资	44.3	43.7	0.6
债权计划投资	5.5	5.7	(0.2)
理财产品投资	8.6	8.0	0.6
其他固定收益类投资	4.8	4.5	0.3
权益工具			
股票	9.5	11.1	(1.6)
权益型基金	1.6	1.4	0.2
股权投资	4.7	4.0	0.7
优先股	3.0	3.2	(0.2)
债券型基金	0.8	0.5	0.3
理财产品投资	3.3	3.5	(0.2)
投资性物业	1.8	2.0	(0.2)
现金、现金等价物及其他	4.9	5.8	(0.9)
总投资资产 (人民币百万元)	2,582,522	2,449,474	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



图表 25. 中国平安 2017 年财报保险投资组合-按会计计量

占比(%)	2018 年 6 月 30 日	2017 年 12 月 31 日	变动 (百分点)
公允价值计量, 变动计入损益	19.5	1.9	17.6
——固收类	7.8	1.3	6.5
——股票	4.2	0.4	3.8
——权益型基金	1.6	0.0	1.6
——其他权益工具等	5.9	0.2	5.7
公允价值计量, 变动计入其他综合收益	13.5	27.6	(14.1)
摊余成本计量	62.2	66.2	(4.0)
其他	4.8	4.3	0.5
总投资资产 (人民币百万元)	2,582,522	2,449,474	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 26. 上市险企投资收益率横向对比

上市险企投资收益率横向对比(%)				
2017 年	中国平安	中国人寿	新华保险	中国太保
净投资收益率	5.80	4.91	5.10	5.40
总投资收益率	6.00	5.16	5.20	5.40
2018 年	中国平安	中国人寿	新华保险	中国太保
净投资收益率	4.20	4.64	4.80	4.50
总投资收益率	4.00	3.70	5.00	4.50

资料来源: 各公司公告, 中银国际证券

3.2.1 短期影响利润波动, 长期回归保障本质

从整体来看, IFRS9 的会计准则的变动主要对公司利润表产生影响。主要影响如下:

新准则实施, 规避原有调整 AFS 资产影响利润表的行为。在旧准则下, 保险公司出于避免由股价波动性而导致的价格变动影响公允价值变动净收益进而影响利润表的情况, 普遍倾向于将股票类投资资产放置在可供出售金融资产 (AFS) 科目下, 这就解释了旧准则下上市险企投资资产中股票类 AFS 规模占比集中的情况。

另一方面, 由于可供出售金融资产 (AFS) 处置, 可以利用期间浮盈浮亏从其他综合收益 (OCI) 转至利润表, 部分金额进行隐藏, 因此可以利用该科目适当调节当期利润。在 IFRS9 的实施下, 由于原有 AFS 中的股票资产大量重分类为 FVPL, 其变动计入当期损益的条件下, 而制定为 FVOCI 的权益类投资需要满足一定条件且不可回转, 增加了保险公司投资确认为 FVOCI 资产的审慎性。利用会计科目表调整利润表的行为被规避。但同时市场波动变化将直接反应在金融资产价格变化中, 短期内影响利润波动, 长期来看, 原有利用 AFS 处置控制利润释放的行为被规避, 回归利润本质。

3.2.2 保险公司考虑重新布局资产配置

调整权益类资产投资策略, 对冲风险。由于保险资金运用特性, 需要在久期匹配和风险可控的前提下追求相对稳定的资产收益率。IFRS9 会计准则下股票类投资资产大部分划转至 FVPL, 与资本市场波动相关性较大, 与险资投资“求稳”的需求背道而驰, 预计未来险资投资 FVPL 类资产需要更多通过量化投资对冲市场风险。

调整大类资产配置结构, 注重非标资产投资。根据 2018 年 10 月银保监会统计数据得出, 保险公司资金运用配置结构为: 其他投资 38%, 债券类 35%, 银行存款类 14%, 股票基金类 13%。其中其他投资包括非标准化股权投资, 银行理财产品、信托资金计划、基金公司及其子公司的专户投资计划、券商资管计划等。险资投资其他类投资占比超过债券类资产, 主要是考虑险资投资范围拓宽, 保险公司在风险可控的前提下, 进一步追求更高收益率的结果。



综合市场环境因素，其他类投资（包含非标投资）相对于债券类资产投资收益较高，投资品种较多，利于公司对冲市场风险；并且部分投资计划期限较长，例如基础建设、房地产为底层资产的资产证券化投资计划等，利于保险公司进行久期匹配。因此保险公司在 IFRS9 过渡期间，适当考虑重新布局调整资产配置，提高自身投资收益是必行之路。

4. 投资建议

市场主要担忧之一：开门红。上市险企转型期，开门红产品从原“快速返还型”产品转型成为中长期保障型产品；从根本上杜绝保险产品销售误导、短期保费增速过快长期增长平缓的趋势，引导保险行业趋向于健康发展。保险代理人转型，深耕高净值客户及老客户；保险公司不断提高公司代理人综合素质，从销售逻辑、销售技巧、专业知识进行提质，有助于消费者更快接受保障型产品，提高新单保费收入。另外，保险公司提出深耕高净值客户以及老客户，在原有保单基础上，主推附加险，提升优质客户资源基础，有利于公司提高品牌影响力以及增加客户粘性，推动保障型产品销售。

市场主要担忧之二：利率下行。由于保险公司特性，与利率变动趋势明显。在目前利率下行趋势下，要求保险公司从负债端产品结构调整，资产端优化资产配置，两方联动上互相考虑久期匹配、成本匹配以及收益率匹配等原则，保险公司受到利率下行影响负债端和资产端都承压。

市场主要担忧之三：19 加剧利润波动。新会计准则实施，虽然短期内影响公司利润波动，但是由于对于原有未能准测计量以及减值处理的资产做出调整，长期来看有助于帮助公司回归利润本质。

综上，保险行业目前面临的三大担忧已经对估值造成一定影响，随着市场预期不断调整适应新的环境，有望带来保险行业的价值洼地。目前行业估值再次回到底部区域，处于 0.66 倍 2019 年 PEV，重点关注 2019 年初开门红情况及估值超跌带来的投资机会，首推中国平安。

图表 27. 上市险企估值表

代码	公司	股价		2016	2017	2018E	2019E	评级
601628.SH	中国人寿	19.95	EV	652,057.00	734,172.00	822,273.00	929,168.00	增持
			EV 增速(%)	16.40	12.60	12.00	13.00	
			NBV	49,311.00	60,117.00	54,063.00	51,317.00	
			NBV 增速(%)	16.40	12.60	(10.07)	(5.08)	
			P/EV	1.06	0.91	0.81	0.71	
601318.SH	中国平安	55.18	EV	637,703.00	825,173.00	1,012,487.00	1,226,122.00	买入
			EV 增速(%)	15.31	29.44	22.73	21.14	
			NBV	68,720.00	88,117.00	97,325.00	112,148.00	
			NBV 增速(%)	5.07	10.05	10.45	15.23	
			P/EV	2.09	1.81	1.40	1.20	
601601.SH	中国太保	27.4	EV	245,939.00	286,168.00	322,511.00	372,823.00	增持
			EV 增速(%)	19.60	16.40	13.07	15.06	
			NBV	12,022.00	19,041.00	17,860.00	18,753.00	
			NBV 增速(%)	58.40	40.30	(6.20)	5.00	
			P/EV	1.41	1.18	1.02	0.87	
601336.SH	新华保险	41.07	EV	245,939.00	286,168.00	176,035.00	205,432.00	增持
			EV 增速(%)	19.60	16.40	14.70	16.70	
			NBV	10,449.00	12,063.00	11,701.00	12,871.00	
			NBV 增速(%)	58.40	40.30	(3.00)	10.00	
			P/EV	1.38	1.11	0.94	0.80	
行业平均 P/EV				1.49	1.25	1.04	0.90	

资料来源：万得，中银国际证券



5. 风险提示

- 1) 2019 年开门红产品销售预期不佳，保障型保险产品保费增速不及预期；
- 2) 2019 年预期利率趋势下行，对于保险公司资产配置产生的影响；
- 3) 超长期的年金产品在低利率环境下的长寿风险加剧；
- 4) IFRS9 新会计准则的使用，对于短期内利润的影响。



601628.SH

增持

价格: 人民币 19.95

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	2018年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	0.0	(7.6)	(12.0)	(33.5)
相对上证指数	0.0	(2.8)	0.6	(7.1)

发行股数(百万)	28,265
流通股(%)	74
总市值(人民币 百万)	415,429
3个月日均交易额(人民币 百万)	155
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
中国人寿保险(集团)公司	68

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际证券
以2019年1月3日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 保险

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

中国人寿

代理人增长恢复, 开门红有备而来

前三季度公司实现保费收入 4685.34 亿元, 同比增长 4.1%, 续期保费收入 3162.85 亿元, 同比增长 28.7%, 续期保费拉动效应明显。公司代理人规模恢复增长, 相较于 2018 年上半年增长 1.4 万人。

- **中国人寿开门红产品有备而来:** 相较于其他三家, 公司最早推出并布局 2019 年开门红产品鑫享金系列, 主推产品定价结算利率达 4.025%, 并且搭配的万能险账户预期结算最高为 5.3%, 此类型产品由于预定收益率较高, 对于公司价值贡献有限, 一般情况会在完成一定保费规模后转向长期保障和长期期缴类产品。
- **保费收入持续增长, 续期保费拉动效应明显:** 2018 年前三季度, 中国人寿实现保费收入 4685.34 亿元, 同比增长 4.1%, 其中, 续期保费收入 3162.85 亿元, 同比增长 28.7%, 续期拉动作用明显。中国人寿长期保障型业务增长较快, 退保率持续保持稳定, 截至 2018 年 9 月 30 日保持在 4.45%。
- **代理人规模较上半年有所恢复:** 2018 年三季度, 中国人寿全渠道代理人为 183 万人, 与上半年数据基本持平。个险渠道规模代理人为 145.5 万人, 相较于 2018 年上半年增长 1.4 万人, 个险渠道代理人恢复增长。
- **固定收益配置良好, 权益投资收益承压:** 2018 年三季度, 中国人寿继续加大对长期固定收益资产的投资力度; 权益投资整体收到股票市场低迷影响, 整体投资收益比去年同期减少 15.5% 至 8378.7 亿元。受到资本市场波动影响, 公司归母净利润为 198.7 亿元, 同比下滑 25.9%, 公司投资收益继续承压。

风险提示

- 市场波动对行业业绩、估值的双重影响; 2019 年开门红产品销售预期不佳; 预期利率趋势下行, 对于保险公司资产配置产生的影响; 超长期的年金产品在低利率环境下的长寿风险加剧。

估值

- 预计 2018/2019/2020 年 NBV 增速分别为 -10.07%/ -5.08%/ 5.32%。目前, 公司 2019P/EV 仅为 0.71 倍, 位于历史底部, 首次覆盖给予公司“增持”评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	511,367	549,802	653,195	721,545	793,336
变动(%)	(44.80)	68.40	(10.20)	13.70	46.80
归母净利润(人民币, 百万)	19,158	32,253	28,954	32,915	48,314
变动(%)	(44.80)	68.40	(10.20)	13.70	46.80
EV(人民币: 百万)	652,057	734,172	822,273	929,168	1,059,252
EV 增速(%)	16.40	12.60	12.00	13.00	14.00
NBV(人民币: 百万)	49,311	60,117	54,063	51,317	54,407
NBV 增速(%)	16.40	12.60	(10.07)	(5.08)	5.32
P/EV	1.06	0.91	0.81	0.71	0.62

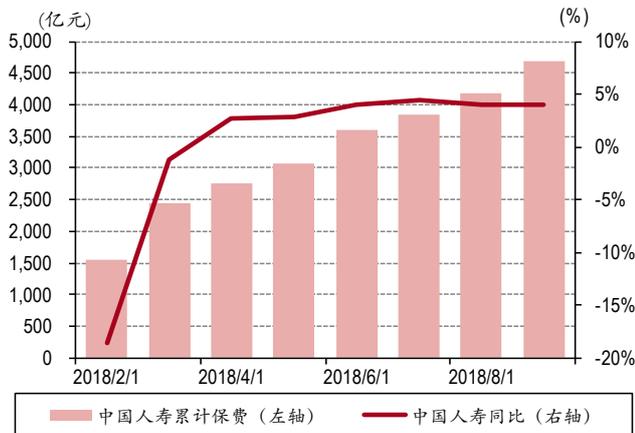
资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要

单位：百万元	2017 年 1-9 月	2018 年 1-9 月	同比 (%)
一、营业收入	547,665	540,967	(0.01)
已赚保费	438,937	457,295	0.04
保险业务收入	449,992	468,534	0.04
投资收益	99,306	83,870	(0.16)
公允价值变动损益	4,557	(5,412)	(2.19)
其他业务收入	4,843	5,588	0.15
二、营业支出	514,986	515,607	0.00
退保金	85,651	107,826	0.26
提取保险责任准备金	165,836	162,355	(0.02)
保单红利支出	15,914	11,706	(0.26)
税金及附加	(501)	(512)	0.02
其他业务成本	13,158	14,603	0.11
资产减值损失	2,189	5,596	1.56
三、营业利润	32,679	25,360	(0.22)
四、利润总额	32,563	25,086	(0.23)
减：所得税费用	5,346	4,778	(0.11)
五、净利润	27,217	20,308	(0.25)
归属于母公司股东的净利润	26,825	19,869	(0.26)
少数股东收益	392	439	0.12

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 2018 年 1-9 月中国人寿累计保费及同比



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 3. 2013-2018Q3 中国人寿当月增速及同比



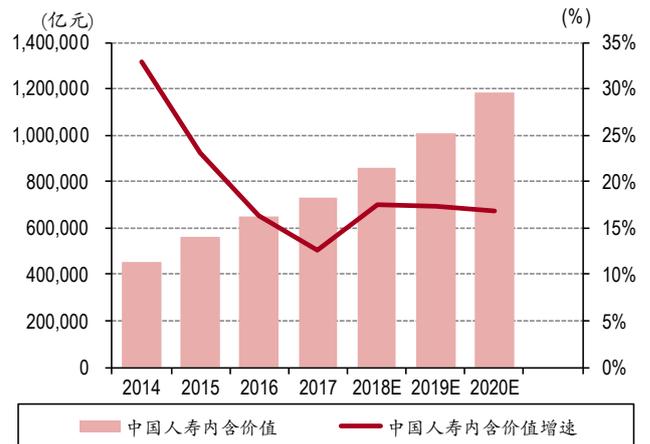
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 4. 2013-2018 中国人寿新业务价值及增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 5. 2013-2018 中国人寿内含价值及增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2,016	2,017	2018E	2019E	2020E
营业收入	549,802	653,195	721,545	793,336	872,322
已赚保费	426,230	506,910	582,947	641,241	705,365
保险业务收入	430,498	511,966	588,761	647,637	712,401
减: 分出保费	1,758	3,661	4,210	4,631	5,094
提取未到期责任准备金	2,510	1,395	1,604	1,765	1,941
投资收益	120,831	134,983	129,843	140,579	155,593
公允价值变动收益	(4,229)	3,869	(180)	1,845	832
汇兑损失	582	52	482	372	302
资产处置收益					
其他收益					
其他业务收入	6,357	7,351	8,454	9,299	10,229
营业支出	(525,715)	(611,313)	(684,623)	(751,358)	(810,802)
退保金	(73,922)	(94,629)	(103,700)	(114,000)	(125,248)
赔款支出	(205,143)	(198,088)	(217,077)	(238,637)	(262,183)
减摊回赔款支出	864	1,427	1,564	1,719	1,889
提取保险责任准备金	(129,434)	(175,322)	(201,135)	(219,671)	(226,732)
减摊回保险责任准备金	590	569	624	685	753
保单红利支出	(15,883)	(21,871)	(23,968)	(26,348)	(28,948)
营业税金及附加	(704)	(733)	(843)	(927)	(1,020)
保险业务手续费及佣金	(52,022)	(64,789)	(74,507)	(81,958)	(90,154)
业务及管理费用	(33,012)	(37,685)	(43,338)	(47,672)	(52,439)
减摊回分保费用	110	664	764	840	924
其他业务支出	(14,477)	(18,010)	(20,712)	(22,783)	(25,061)
营业利润	24,087	41,882	36,922	41,978	61,519
加: 营业外收入	103	112	138	118	123
减: 营业外支出	(317)	(323)	(307)	(316)	(315)
利润总额	23,873	41,671	36,753	41,780	61,327
所得税	(4,257)	(8,919)	(7,351)	(8,356)	(12,265)
归属母公司股东净利润	19,158	32,253	28,954	32,915	48,314

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产(%)	7	10	10	10	7
货币资金	44,176	48,524	53,294	58,394	44,176
定期存款	444,279	488,005	535,980	587,268	444,279
交易类金融资产	136,808	150,273	165,046	180,839	136,808
可供出售	797,108	875,559	961,634	1,053,65	797,108
持有到期	717,037	787,607	865,036	947,813	717,037
投资性房地产	3,064	3,366	3,696	4,050	3,064
其他可投资资产	450,781	495,146	543,824	595,863	450,781
负债及股东权益(%)	8	10	10	9	8
保险合同准备金	2,025,133	2,226,268	2,445,939	2,672,671	2,025,133
应付保单红利	83,910	111,313	122,297	133,634	83,910
保户储金及投资款	232,488	178,101	195,675	213,814	232,488
负债	2,572,28	2,827,36	3,106,34	3,394,29	2,572,28
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	7,791	7,791	7,791	7,791	7,791
其他综合收益	55,142	55,142	55,142	55,142	55,142
盈余公积	(3,544)	4,270	12,854	22,281	(3,544)
一般风险准备	63,536	64,984	66,629	69,045	63,536
未分配利润	30,541	33,436	36,728	41,559	30,541
归属母公司股东权益	320,933	350,463	383,733	429,396	320,933
少数股东权益	4,377	4,946	5,588	6,481	4,377
少数股东权益占比(%)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4
负债及股东权益	2,897,591	3,182,769	3,495,663	3,830,170	2,897,591

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



601318.SH

买入

价格: 人民币 55.18

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	2018年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	0.0	(13.1)	(19.4)	(21.8)
相对上证指数	0.0	(8.3)	(6.8)	4.6

发行股数(百万)	18,280
流通股(%)	59
总市值(人民币 百万)	597,746
3个月日均交易额(人民币 百万)	4,200
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	33

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际证券
以2019年1月3日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 保险

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

中国平安

业界航母, 领航行业业务发展

2018年前三季度公司寿险新业务价值554.25亿元, 同比增长3.2%, 新业务价值增速持续改善。产险业务持续增长, 综合成本率整体优于行业。

- **寿险业务坚持价值经营, 各渠道发展齐头并进:** 平安寿险坚持价值经营, 聚焦业务价值较高的长期保障型产品。2018年前三季度寿险及健康险新业务价值554.25亿元, 同比增长3.2%, 新业务价值增速持续改善, 第三季度新业务价值率42.1%, 同比提升4.3个百分点。代理人数量增速稳定, 截至2018年三季度, 代理人数量共计143万人, 同比增长3.2%。平安寿险通过“科技+”策略, 着力增员、队伍管理、AI助理以及开展线上线下销售渠道, 各渠道共同提升保费收入。
- **平安产险业务持续增长, 综合成本率持续优于行业:** 2018年前三季度, 平安产险实现原保费收入1811.47亿元, 同比增长15.0%。前三季度平安产险综合成本率95%, 持续优于同业。
- **新会计准则实施, 利润回归本质, 优化资产配置提升投资收益:** 中国平安2018年正式实施IFRS9会计准则, 经过大类资产配置调整, 保险资金投资组合年化净投资收益率4.7%, 年化总投资收益率4.9%, 通过投资组合调整分散投资组合风险, 整体受到权益类市场波动较小, 投资收益稳定。
- **中国平安回购方案获通过, 利于稳定股价; 顶层人事架构调整, 领航战略转型。** 根据中国平安回购方案已获股东大会审议通过, 具体回购方案仍待完善与补充, 预计将利于公司未来稳定股价; 中国平安本周创立增设三位联席CEO, 新增三位联席CEO分管“个人业务+公司业务+科技业务”三大事业群。新管理架构有利于强化集团核心地位, 加快公司战略转型以及人才梯队培养。

风险提示

- 低利率环境下公司投资收益率下降; 2019年开门红产品销售预期不佳; 预期利率趋势下行, 对于保险公司资产配置产生的影响; 超长期的年金产品在低利率环境下的长寿风险加剧;

估值

- 预计2018/2019/2020年NBV增速分别为10.45%/15.23%/15.04%。目前, 公司2019P/EV为1.20倍, 维持“买入”评级。

投资摘要

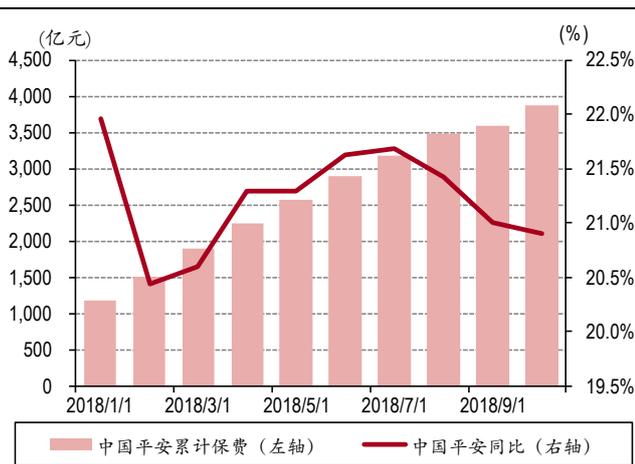
年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	712,453	890,882	914,794	993,874	1,082,202
变动(%)	14.90	25.00	2.70	8.60	8.90
归母净利润(人民币, 百万)	62,394	89,088	111,517	127,121	139,569
变动(%)	15.10	42.80	25.20	14.00	9.80
EV(人民币: 百万)	637,703	825,173	1,012,487	1,226,122	1,466,442
EV增速(%)	15.31	29.44	22.73	21.14	19.63
NBV(人民币: 百万)	68,720	88,117	97,325	112,148	129,015
NBV增速(%)	5.07	10.05	10.45	15.23	15.04
P/EV	2.09	1.81	1.40	1.20	1.00

图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要

单位：百万元	2017Q3	2018Q3	同比 (%)
一、营业收入			
保险业务收入	471,772	561,835	0.19
其中：分保费收入	123	70	(0.43)
减：分出保费	(13,540)	(14,727)	0.09
提取未到期责任准备金	(13,796)	(16,843)	0.22
已赚保费	444,436	530,265	0.19
投资收益	99,267	118,731	0.20
公允价值变动损益	1,443	(18,902)	(14.10)
汇兑损益	(45)	(1,135)	24.22
其他业务收入	32,662	37,430	0.15
营业收入合计	663,002	750,456	0.13
二、营业支出			
退保金	(16,884)	(16,572)	(0.02)
保险合同赔付支出	(115,990)	(152,267)	0.31
减：摊回保险合同赔付支出	6,449	6,726	0.04
提取保险责任准备金	(174,525)	(167,443)	(0.04)
减：摊回保险责任准备金	1,290	291	(0.77)
保单红利支出	(10,600)	(13,251)	0.25
分保费用	(28)	(5)	(0.82)
保险业务手续费及佣金支出	(84,539)	(102,926)	0.22
三、利润总额	100,558	122,411	0.22
减：所得税	(25,339)	(32,922)	0.30
四、净利润	75,219	89,489	0.19
归属于母公司股东的综合收益总额	83,699	80,622	(0.04)
归属于少数股东的综合收益总额	9,366	10,470	0.12

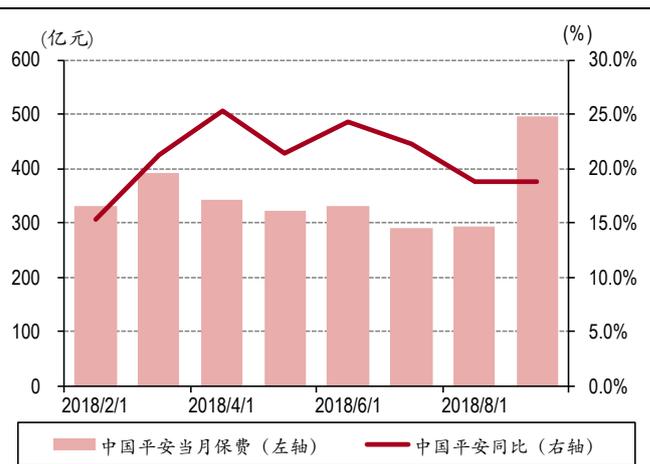
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 2018 前三季度寿险累计保费及同比



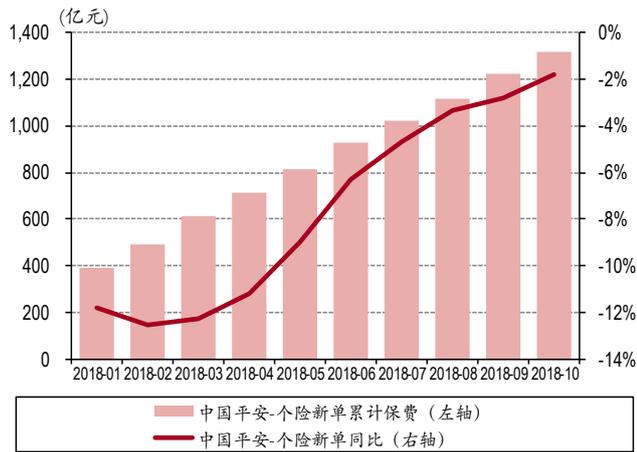
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 3. 2018 前三季度寿险当月保费及同比



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 4. 2018 年 1-10 月个险新单当年累计保费及同比



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 5. 2018 年 1-10 月财险当月保费及同比



资料来源：公司公告，中银国际证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2,016	2,017	2018E	2019E	2020E
营业收入	712,453	890,882	914,794	993,874	1,082,203
已赚保费	441,620	572,990	640,192	694,330	753,387
保险业务收入	469,555	605,035	673,833	729,871	790,947
其中: 分保费收入	106	127			
减: 分出保费	(17,827)	(17,420)	(18,491)	(19,590)	(20,761)
提取未到期责任准	(10,108)	(14,625)	(15,150)	(15,952)	(16,799)
银行业务利息收	131,075	147,386			
银行业务利息支	(52,937)	(72,501)			
银行业务利息净收入	78,138	74,885	74,086	74,716	74,963
非保险业务手续	39,859	44,407			
非保险业务手续	(4,392)	(6,599)			
非保险业务手续费及	35,467	37,808	41,360	44,437	47,747
投资收益	109,678	155,919	126,392	144,315	166,932
公允价值变动收益	3,831	3,271	1,133	1,476	1,083
汇兑损失	1,401	(128)	134	128	246
其他业务收入	42,318	44,911	31,498	34,472	37,844
营业支出	(619,085)	(756,124)	(789,471)	(851,285)	(925,838)
退保金	(16,050)	(20,519)	(24,668)	(28,434)	(32,388)
赔款支出	(140,236)	(159,113)	(177,452)	(194,597)	(212,596)
减摊回赔款支出	11,208	8,923	9,639	10,368	11,133
提取保险责任准备金	(149,613)	(220,024)	(206,719)	(217,015)	(236,471)
减摊回保险责任准备	(1,522)	492	597	627	642
保单红利支出	(11,236)	(13,129)	(15,783)	(18,193)	(20,723)
分保费用	(12)	(28)	0	0	0
营业税金及附加	(9,268)	(3,735)	(3,789)	(3,997)	(4,215)
保险业务手续费及佣	(78,742)	(114,559)	(130,309)	(141,296)	(153,278)
业务及管理费用	(129,997)	(139,688)	(148,316)	(160,842)	(174,643)
资产减值损失	6,353	6,728	7,174	7,565	7,978
营业利润	93,368	134,758	125,323	142,589	156,365
加: 营业外收入	1,402	354	0	0	0
减: 营业外支出	(359)	(372)	0	0	0
利润总额	94,411	134,740	125,323	142,589	156,365
所得税	(22,043)	(34,762)	(26,704)	(30,171)	(32,939)
归属母公司股东净利	62,394	89,088	111,517	127,121	139,569

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产	17	16	17	14	(89)
货币资金	569,683	568,399	663,697	753,892	83,398
定期存款	189,950	154,077	179,910	204,359	22,607
交易类金融资产	153,963	141,250	164,932	187,346	20,725
可供出售	537,241	775,098	905,052	1,028,04	113,726
持有到期	1,009,71	1,243,76	1,452,29	1,649,66	182,491
投资性房地产	42,396	47,154	55,060	62,542	6,919
其他可投资资产	142,389	194,597	227,223	258,102	28,552
投资资产	2,645,33	3,124,34	3,648,17	4,143,94	458,416
独立账户资产	43,790	42,884	50,074	56,879	6,292
负债及股东权益	17	16	17	13	(100)
保险合同准备金	1,154,056	1,391,548	1,584,106	1,786,770	0
应付保单红利	39,216	45,622	52,588	59,901	0
保户储金及投资款	472,557	548,846	632,602	720,570	0
同业及其他金融机构存放	384,909	422,379	398,042	441,179	0
吸收存款	1,868,29	1,930,40	1,819,17	2,016,32	0
其他负债	1,171,41	1,566,35	2,400,02	2,769,64	0
负债	5,090,44	5,905,15	6,886,53	7,794,39	0
股本	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280
资本公积	122,510	120,934	120,934	120,934	120,934
其他综合收益	18,562	40,146	49,050	59,376	71,233
盈余公积	11,366	12,164	17,740	24,096	31,074
一般风险准备	36,799	44,964	56,116	68,828	82,785
未分配利润	175,932	236,863	303,773	380,046	463,787
归属母公司股东权益	383,449	473,351	565,893	671,560	788,093
少数股东权益	103,012	114,566	129,286	146,088	164,598
少数股东权益占比	26.9	24.2	24.0	24.0	24.0
负债及股东权益	5,576,90	6,493,07	7,581,71	8,612,04	952,691

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



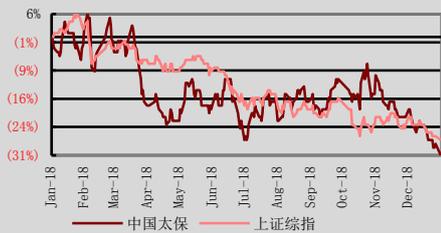
601601.SH

增持

价格: 人民币 27.40

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	2018年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	0.0	(7.4)	(18.6)	(41.4)
相对上证指数	0.0	(2.7)	(6.0)	(15.0)

发行股数(百万)	9,062
流通股(%)	69
总市值(人民币 百万)	172,256
3个月日均交易额(人民币 百万)	717
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	31

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际证券
以2019年1月3日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 保险

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

中国太保

资管业务一枝独秀, 主动管理能力打造核心竞争力

2018年前三季度公司实现保费业务收入2663.10亿元, 同比增长14.0%; 其中太保寿险实现保险业务收入1769.96亿元, 同比增长14.2%; 太保产险实现保费业务收入889.83亿元, 同比增长13.5%。集团实现利润2127.15亿元, 同比增长16.4%。寿险及产险业务共同增长, 有望提升保费收入。

- **寿险新单保费增速回升, 代理人渠道稳健增长:** 2018年以来受到134号文政策调整要求, 中国太保强化保障型产品转型, 加强业务在全年保费收入增长的平衡。前三季度新单保费收入395.91亿元, 同比下降15.4%, 相较于上半年同比下降19.7%。
- **产险整体利润增长, 非车险增速提升明显:** 财险方面, 车险、非车险双轮驱动, 前三季度实现财险保费收入889.83亿元, 同比增长13.5%, 其中车险保费收入640.41亿元, 同比增长8.0%; 非车险集中在农险、新型责任保险、个人贷款保障保险等新兴政策性扶持类保险类型中, 实现30.8%的同比增长, 收入大249.42亿元, 占比提高至28.03%, 同比增长3.7%。预计未来将持续提升保费收入并且统合车险、非车险双轮驱动优势, 降低成本率。
- **优化资产配置结构, 投资收益稳健:** 根据中国太保2018年三季度财报, 中国太保总投资资产规模达11836.88亿元, 较年初增长9.5%, 大类资产配置结构稳定, 加大固定收益类资产配置, 相较年初增长11.9%, 投资占比升至83.7%。公司减少权益类投资资产占比, 下滑至13.3%, 其中股票和权益类基金合计占比约为6.4%, 相较于上年末下降1%。长期股权投资、贷款及其他类资产均有小幅上调。前三季度公司实现年化投资收益率4.8%, 总投资收益率4.7%, 综合投资收益4.69%, 投资收益稳健。

风险提示

- 低利率市场波动对投资收益率影响, 产险抵扣上限政策影响; 2019年开门红产品销售预期不佳; 预期利率趋势下行, 对于保险公司资产配置产生的影响; 超长期的年金产品在低利率环境下的长寿风险加剧;

估值

- 首次覆盖, 预计2018/2019/2020年NBV增速分别为-5%/-13%/-5%。目前, 公司2019P/EV为0.87倍, 首次覆盖给予公司“增持”评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	267,014	319,617	324,416	424,016	503,441
变动(%)	8.00	19.70	1.50	30.70	18.70
归母净利润(人民币, 百万)	12,057	14,662	119,365	103,996	221,494
变动(%)	(32.00)	21.60	714.10	(12.90)	113.00
EV(人民币: 百万)	245,939	286,168	322,511	372,823	438,067
EV增速(%)	19.60	16.40	13.07	15.06	17.03
NBV(人民币: 百万)	12,022	19,041	17,860	18,753	17,782
NBV增速(%)	58.40	40.30	(6.20)	5.00	(5.15)
P/EV	1.41	1.18	1.02	0.87	0.75

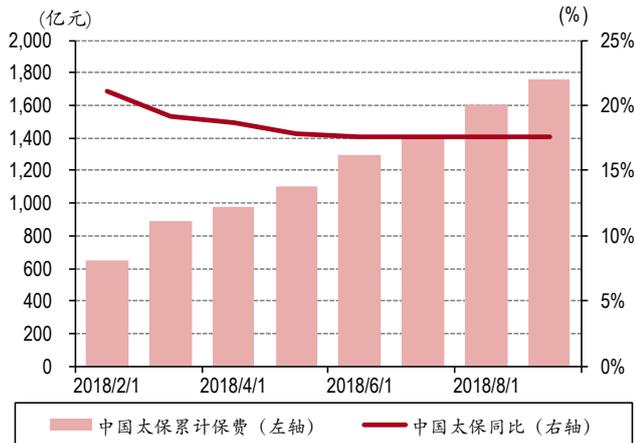
资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要

单位：百万元	2017 年 1-9 月	2018 年 1-9 月	同比 (%)
一、营业收入	259,123	289,815	0.12
已赚保费	218,360	248,111	0.14
保险业务收入	233,572	266,310	0.14
投资收益	37,408	41,130	0.10
公允价值变动(损失)/收益	1284.00	1827.00	(2.42)
其他业务收入	1988.00	2202.00	0.11
二、营业支出	243273.00	269174.00	0.11
退保金	7989.00	10356.00	0.30
赔付支出	70845.00	78147.00	0.10
提取保费准备金	104.00	142.00	0.37
保单红利支出	6639.00	8522.00	0.28
利息支出	2628.00	2138.00	(0.19)
计提资产减值准备	559.00	674.00	0.21
三、营业利润	15850.00	20641.00	0.30
四、利润总额	15852.00	20635.00	0.30
减：所得税	4700.00	7621.00	0.62
五、净利润	11152.00	13014.00	0.17
归属于母公司股东的净利润	10926.00	12715.00	0.16
少数股东损益	226.00	299.00	0.32
可供出售金融资产变动	782.00	27.00	(0.97)
归属于母公司股东的综合收益总额	200.00	5.00	(0.98)
归属于少数股东的综合收益总额	10554.00	13019.00	0.23

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 2018 年 1-9 月中国太保寿险累计保费及同比



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 3. 2013-2018Q3 新业务价值及增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 2018 年 1 月-10 月寿险保费收入及同比



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 5. 2018 年 1-10 月财险保费收入及同比



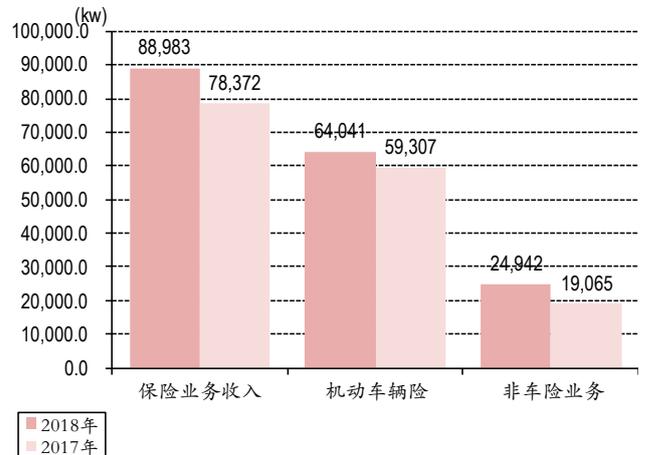
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 太保寿险保险业务收入同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 7. 太保产险保险业务同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	267,014	319,67	324,416	424,016	403,441
保险业务收入	(72,368)	(105,55)	184,691	89,857	(1,026)
其中: 分保费收入	1,676	1,605			
减: 分出保费	15	(124)			
提取未到期责任准备金	(7,735)	(8,946)			
投资收益	(40)	(271)			
其中: 对联营企业和合营	(2,938)	(966)			
公允价值变动(损失)/收益	(35,166)	(47,281)	(55,390)	(62,588)	(70,971)
汇兑损失	(33,719)	(36,293)	(18,511)	(19,251)	(20,021)
其他业务收入	4,308	5,770			
二、营业支出	(2,444)	(3,703)			
退保金	(4,023)	(5,075)	5,159	(3,431)	(33,609)
赔付支出	(1,141)	(713)			
减: 摊回赔付支出	16,072	20,831	334,459	334,016	287,626
提取保险责任准备金净额	167	186	0	0	0
减: 摊回保险责任准备金	(154)	(107)			
提取保费准备金	16,085	20,910	334,459	334,016	287,626
保单红利支出	(3,801)	(6,111)	(212,968)	(228,168)	(62,186)
分保费用	12,284	14,799	121,491	105,849	225,439
营业税金及附加	12,057	14,662	119,365	103,996	221,494
手续费及佣金支出	227	329	2,126	1,852	3,945
业务及管理费	1	2	13	11	24
减: 摊回分保费用	(4,674)	(2,496)	628	1,096	2,861

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币百万)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产					
货币资金	15,257	11,660	11,180	11,800	15,417
交易性金融资产	27,190	16,187	15,521	16,381	21,403
衍生金融资产	0	0	0	0	0
保户质押贷款	27,844	38,643	0	0	0
定期存款	132,226	103,989	99,711	105,234	137,499
可供出售金融资产	258,711	368,868	353,694	373,283	487,733
持有至到期投资	304,874	287,497	275,670	290,938	380,140
归入贷款及应收款的投资	139,634	216,748	207,831	219,342	286,593
长期股权投资	151	5,271	5,054	5,334	6,970
投资性房地产	8,657	8,727	8,368	8,831	11,539
其他投资资产	55,060	62,335	1,184,82	1,250,44	1,633,84
投资资产	941,760	1,081,28	2,161,85	2,281,59	2,981,13
其他非投资资产	78,932	89,942	(1,038,814)	(1,036,349)	(1,432,493)
资产总计	1,020,6	1,171,2	1,123,0	1,185,2	1,548,6
负债和股东权益					
卖出回购金融资产款	39,104	66,243	50,975	43,652	43,837
应付保单红利	21,735	24,422	18,793	16,093	16,162
保户储金及投资款	48,855	56,343	43,357	37,128	37,286
保险合同准备金	693,826	802,239	617,340	528,651	530,891
未到期责任准备金	41,124	44,247			
未决赔款准备金	36,643	39,429			
寿险责任准备金	589,799	681,766			
长期健康险责任准备金	26,260	36,797			
其他负债	82,409	80,858	62,222	53,283	53,509
负债合计	885,929	1,030,1	792,687	678,807	681,684
股本	9,062	9,062	9,062	9,062	9,062
资本公积	66,742	66,613	66,613	66,613	66,613
其他综合受益	3,961	1,505	121,487	226,561	450,866
盈余公积	4,835	4,835	10,803	16,003	27,078
未分配利润	38,772	45,722	105,404	157,403	268,150
一般风险准备	8,392	9,761	11,227	23,164	33,563
外币报表折算差额	0	(33)	0	0	0
归属于母公司股东权益合	131,764	137,465	324,597	498,805	855,332
少数股东权益	2,999	3,621	5,758	7,630	11,625
股东权益合计	134,763	141,119	330,355	506,435	866,957
负债和股东权益总计	1,020,69	1,171,22	1,123,04	1,185,24	1,548,64

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



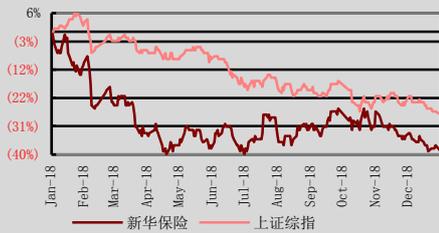
601336.SH

增持

价格: 人民币 41.74

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	2018年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	0.0	(7.4)	(18.6)	(41.4)
相对上证指数	0.0	(2.7)	(6.0)	(15.0)

发行股数(百万)	9,062
流通股(%)	69
总市值(人民币 百万)	172,256
3个月日均交易额(人民币 百万)	717
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	31

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际证券
以2019年1月3日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 保险

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

新华保险

健康险转型, 首款心脑血管重疾险亮相开门红

2018年前三季度公司实现保费收入1,000.08亿元, 同比增长11.3%。公司续期保费实现782.64亿元, 同比增长29.4%, 对公司总保费拉动作用明显。长期保障型产品转型优势明显, 推出首款心脑血管重疾险, 有望提高整体保费收入。

- 公司续期保费增速较快, 拉动总保费增长作用明显: 截至2018年三季度, 新华保险实现总保费收入1,000.08亿元, 同比增长11.3%。公司续期保费782.64亿元, 同比增长29.4%, 对总保费拉动作用明显。
- 健康险转型, 提出首款心脑血管重疾险, 有望成为新增长点: 新华保险针对自身产品结构做出调整, 相较于往年的年金险, 2019年开门红产品以“健康险+附加险”为主, 在健康险的基础上, 提出市场上首款心脑血管重疾险, 有望成为新增长点。
- 归母净利润维持高增速, 投资收益率负增长: 新华保险前三季度实现归母净利润77亿元, 同比增长52.8%, 保持增速增长势头。但由于同期投资收益率下滑较大, 前三季度投资净收益增速为-5.44%, 前三季度投资净收益为81亿元, 同比下降20.45%。
- 开展风险管理队伍的培训, 将个险营销队伍转型成为寿险风险管理师。新华保险从教材编写、考试培训以及多重考核设立培训流程, 授予公司营销人员初级风险管理师资格, 致力于为客户提供全面的风险管理服务。一名合格的寿险风险管理师被要求能够为客户提供全程(覆盖全生命周期)/全家(个人、每一位家庭成员)/全方面的服务(生、老、病、死、残), 通过加快营销队伍的建设, 提升代理人的服务。

风险提示

- 市场波动对行业业绩、估值的双重影响; 市场对于新款健康险接受较慢; 2019年开门红产品销售预期不佳; 预期利率趋势下行, 对于保险公司资产配置产生的影响; 超长期的年金产品在低利率环境下的长寿风险加剧;

估值

- 预计2018/2019/2020年NBV增速分别为-3%/10%/10.67%。目前, 公司2019P/EV为0.80倍, 首次覆盖给予公司“增持”评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	146,173	144,132	151,884	160,533	168,662
变动(%)	(42.50)	8.90	39.90	7.90	7.50
归母净利润(人民币, 百万)	4,942.00	5,383	7,532	8,124	8,736
变动(%)	(42.50)	8.90	39.90	7.90	7.50
EV(人民币: 百万)	245,939	286,168	176,035	205,432	243,643
EV增速(%)	19.60	16.40	14.70	16.70	18.60
NBV(人民币: 百万)	10,449	12,063	11,701	12,871	14,245
NBV增速(%)	58.40	40.30	(3.00)	10.00	10.67
P/EV	1.38	1.11	0.94	0.80	0.67

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要

单位: 百万元	2017 年 1-9 月	2018 年 1-9 月	同比 (%)
总资产	710,275	753,256	6.1
归属于母公司股东的股东权益	63,715	66,611	4.5
归属于母公司股东的每股净资产 (元/股)	20.42	21.35	4.6
经营活动产生的现金流量净额	4,334	10,712	147.2
加权平均每股经营活动产生的	1.39	3.43	146.8
营业收入	115,590	123,496	6.8
归属于母公司股东的净利润	5,042	7,702	52.8
归属于母公司股东的扣除 非经常性损益后的净	5,122	7,749	51.3
利润			
基本/稀释每股收益 (元/股)	1.62	2.47	52.5
扣除非经常性损益后的基本 每股收益 (元/股)	1.64	2.48	51.2
加权平均净资产收益率 (%)	8.18	11.77	3.59
平均净资产收益率 (%)	8.31	11.84	3.53

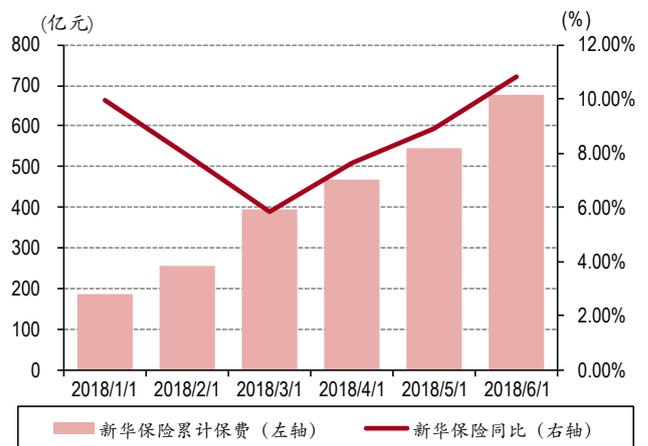
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 2. 2018 前三季度公司个险渠道保费增速同比



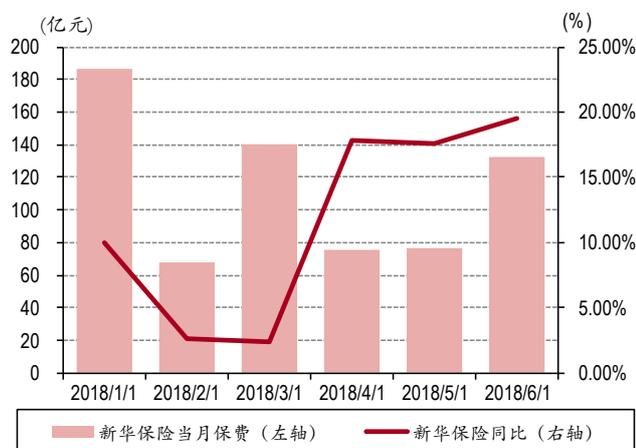
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 3. 2018 年 1-10 月累计保费增速及同比



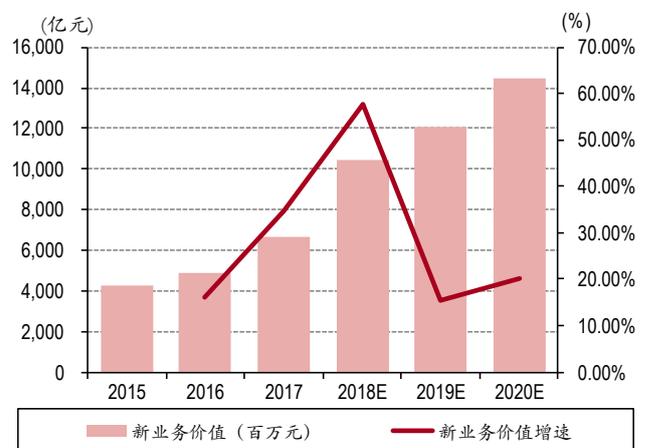
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 4. 2018 年 1-10 月当月保费增速及同比



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 5. 2015-2020 公司新业务价值及增速



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	146,173	144,132	151,884	160,533	168,662
已赚保费	111,547	107,928	114,059	119,762	125,750
保险业务收入	112,560	109,294	114,759	120,497	126,521
减: 分出保费	(936)	(1,264)	(574)	(602)	(633)
提取未到期责任准备	(77)	(120)	(126)	(132)	(139)
投资收益	34,011	35,649	36,500	39,410	41,514
其中: 对联营企业和合营	148	296	296	296	296
公允价值变动收益/(损失)	(373)	124	300	300	300
汇兑损失	475	(321)	300	300	300
其他业务收入	513	690	725	761	799
二、营业支出	(139,708)	(136,631)	(142,224)	(150,067)	(157,363)
退保金	(43,777)	(33,906)	(35,906)	(37,822)	(39,886)
赔付支出	(39,709)	(38,379)	(40,643)	(42,812)	(45,148)
减: 摊回赔付支出	1,965	670	710	747	788
提取保险责任准备金	(26,077)	(30,876)	(30,698)	(33,059)	(34,177)
减: 摊回保险责任准备	(1,296)	10	11	11	12
营业税金及附加	(168)	(169)	(177)	(186)	(196)
手续费及佣金支出	(13,530)	(15,905)	(16,700)	(17,535)	(18,412)
业务及管理费	(13,322)	(14,050)	(14,753)	(15,490)	(16,265)
减: 摊回分保费用	241	273	287	301	316
其他业务成本	(2,693)	(3,194)	(3,354)	(3,521)	(3,697)
资产减值(损失)/转回	(1,342)	(1,101)	(1,000)	(700)	(699)
业务及管理费	(139,708)	(136,631)	(142,224)	(150,067)	(157,363)
三、营业利润	6,465	7,501	9,659	10,466	11,299
加: 营业外收入	127	22	800	800	800
其中: 非流动资产处置利	1		800	800	800
减: 营业外支出	(110)	(193)	(200)	(200)	(200)
四、利润总额	6,482	7,330	10,259	11,066	11,899
减: 所得税(费用)/收入	(1,539)	(1,946)	(2,724)	(2,938)	(3,159)
五、净利润	4,943	5,384	7,536	8,128	8,740
归属于母公司股东的综	2,201	6,059	9,671	10,432	11,167

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产					
货币资金	14,132	8,813	15,672	16,502	30,826
交易性金融资产	11,678	6,322	15,672	16,502	30,826
定期存款	79,845	41,809	156,722	165,023	308,262
可供出售金融资产	283,308	320,385	250,755	264,036	493,219
持有至到期投资	195,126	206,321	211,574	222,781	416,154
归入贷款及应收款的投资	54,235	61,600	62,689	66,009	123,305
长期股权投资	4,575	4,896	3,918	4,126	7,707
投资性房地产	3,395	4,741	2,351	2,475	4,624
投资资产	679,794	699,315	754,615	794,585	1,484,28
买入返售金融资产	2,322	2,870	3,166	3,334	6,228
应收利息	9,664	7,164	7,904	8,322	15,546
应收保费	1,846	2,338	2,579	2,716	5,074
应收分保账款	720	198	218	230	430
应收分保未到期责任准备	57	71	78	82	154
应收分保未决赔款准备金	38	22	24	26	48
应收分保寿险责任准备金	1,410	1,292	1,425	1,501	2,804
应收分保长期健康险责任	468	612	675	711	1,328
保户质押贷款	23,831	27,000	29,788	31,365	58,591
固定资产	6,292	5,954	6,569	6,917	12,920
在建工程	1,557	2,563	2,828	2,977	5,562
无形资产	1,792	1,831	2,020	2,127	3,973
递延所得税资产	308	36	40	42	78
其他应收款	866	1,435	1,583	1,667	3,114
存出资本保证金	816	915	1,009	1,063	1,986
其他非投资资产	19,130	25,969	28,651	30,168	56,354
独立账户资产	257	230	343	361	674
资产总计	699,181	710,275	783,608	825,114	1,541,311
负债					
卖出回购金融资产	39,246	19,925	30,299	31,952	706,871
预收保费	3,042	1,941	500	500	500
应付手续费及佣金	1,713	1,801	700	700	700
应付分保账款	215	237	100	100	100
应付职工薪酬	2,078	2,522	1,000	1,000	1,000
应交税费	1,550	1,551	100	100	100
应付赔付款	2,950	3,176	400	400	400
保险合同准备金	543,228	575,277	605,975	639,034	673,211
未到期责任准备金	1,164	1,280	1,348	1,422	1,498
未决赔款准备金	640	827	871	919	968
股东权益					
股东权益合计	59,125	63,723	66,618	69,741	73,048
负债及股东权益总计	699,181	710,275	783,608	825,114	1,541,311

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371