

行业研究/深度研究

2019年04月02日

行业评级:

非银行金融 增持 (维持)  
保险 II 增持 (维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

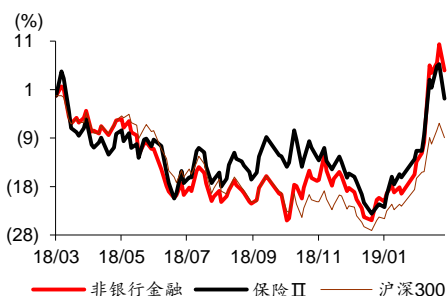
**陶圣禹** 执业证书编号: S0570518050002  
研究员 021-28972217  
taoshengyu@htsc.com

**刘雪菲** 执业证书编号: S0570517110003  
研究员 0755-82713386  
liuxuefei@htsc.com

相关研究

- 1 《银行/非银行金融: 行业周报 (第十周)》  
2019.03
- 2 《中信建投(601066, 卖出): 估值显著高估,  
下调至卖出评级》 2019.03
- 3 《非银行金融: 业绩大幅改善, 重视板块高  
弹性》 2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 三维因子寻找保险股投资机会

## 保险股历史复盘与未来展望

### 把握先决条件, 挖掘成长价值

我们回顾历史上几轮保险股大幅上涨的先决条件, 发现在经济刺激或紧货币政策环境下, 利率大概率有所升高, 推动保险股利差走扩, 板块有一定相对收益。此外高β属性的保险股也受益于权益市场的牛市行情, 绝对收益较为可观。负债端新业务价值是EV稳定增长的核心增量, 已从过去追求规模向高价值率转型, 不断提升的价值率有望推动估值中枢稳步上移。目前保险股已基本具备上述要素中的权益市场转暖与负债主动转型显成效, 虽然国债利率处震荡市中枢波动, 但预计大幅下行空间有限, 估值优势突出的保险股为中长期底仓配置的优选板块。个股推荐行业优秀龙头标的, 新华保险、中国太保和中国人寿。

### 经济预期逐步改善和宽货币环境下, 国债利率处震荡市维持中枢波动

国债收益率上行减轻再配置压力, 准备金释放提振利润表现。当前国内险企精算假设较海外险企更为谨慎, 为利率下行预留了空间, 此外负债成本在利率下行末期也会随之相应改变, 利差会逐步修复, 随着三差的逐步均衡, 利率变动影响程度有望下降。对国债收益率历史走势复盘, 经济刺激与紧货币下, 利率上行, 保险指数也有一定相对收益; 但利率下行期保险板块受益于牛市行情, 依然取得了较好的绝对收益, 整体影响可控。当前经济增长的基础已逐步从规模向质量转型, 未来增长的支撑力尤在, 长端利率有望保持中枢震荡。

### 政策引导激活市场, 长期资金入市更添活力

保险股作为权益市场的参与者与构成者, 具有较强的β属性, 助其捕获绝对收益。投资收益率上行也将正向贡献投资回报偏差, 利好内含价值的快速增长。我们认为今年科创板的落地与社融增速回暖是催化二级市场行情的两大因素, 未来随着MSCI扩容与QFII额度提升, 增量资金入市有望激发市场活力, 权益市场的正向效应有望逐步体现。

### NBV是EV稳定增长的助推器, 从追求规模增长向高价值率转型

新业务价值是EV增长的核心增量, 对期初EV的拉动效应显著。我们发现历史上保险股走势较好的2008年、2014年和2017年, NBV增速均较为可观。保险公司对价值提升的追求, 已从过去规模增长向高价值率转型。以友邦中国来看, 价值率水平保持60%的高位助其P/EV估值常年维持在2x区间波动。今年各大险企积极调整开门红策略, 以保障险作为主推, 压缩短期储蓄险规模, 追求价值增长。行业健康险占比逐步扩大, 利源结构有望持续优化。

### 甄选个股: 精选行业龙头标的, 推荐新华保险、中国太保和中国人寿

保险板块负债端、投资端的逐步改善, 叠加低估值优势, 为中长期底仓配置的优选板块, 个股推荐行业优秀龙头标的, 保障险占比高、负债结构优异的新华保险; 业务结构优化、综合保险布局的中国太保, 以及NBV大幅增长, 管理层履新后加速改革的中国人寿。

风险提示: 市场波动风险、利率与政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
601336	新华保险	55.65	买入	2.54	3.69	4.62	5.33	21.92	15.09	12.04	10.45
601601	中国太保	34.79	买入	1.99	2.56	3.16	3.92	17.50	13.60	11.00	8.87
601628	中国人寿	28.82	买入	0.39	0.57	0.72	0.92	71.49	50.72	39.98	31.39

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

把握先决条件，挖掘成长价值.....	4
回顾历史：国债收益率多维影响，牛市行情催化业绩.....	5
国债收益率上行利好投资表现，收获正向经验偏差 .....	5
对盈利表现影响：国债收益率上行利好投资表现，准备金释放提振利润表现...	5
对精算假设影响：谨慎假设为利率下行预留空间，负债成本会随之相应改变...	6
历史复盘：国债收益率上行利好保险板块，下行期影响整体可控 .....	6
权益市场回暖提振板块，保险股走势敏感性显著 .....	8
市场波动敏感性更高，高 $\beta$ 属性助其捕获绝对收益 .....	8
历史复盘：政策引导与流动性增强，开启牛市篇章 .....	9
NBV 是 EV 稳定增长的助推器，从追求规模增长向高价值率转型 .....	10
多维度综合影响，权益市场波动敏感性更为显著 .....	12
以古观今：长端利率处震荡市，权益、价值回暖添活力 .....	14
国债利率：经济预期改善和宽货币下，国债利率处震荡市维持中枢波动 .....	14
权益市场：政策引导激活市场，长期资金入市更添活力 .....	14
负债端：适应市场调整产品，以追求价值增长为目标 .....	15
甄选个股：三大逻辑主线，精选行业龙头标的 .....	16
风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: 全文逻辑图 .....	4
图表 2: 利率变动对保险公司基本面影响.....	5
图表 3: 折现率曲线自 2017 年四季度拐点向上.....	5
图表 4: 上市险企新增准备金计提趋势变化.....	5
图表 5: 主流险企风险贴现率情况 .....	6
图表 6: 中国平安 2018 年新业务价值中的三差占比 .....	6
图表 7: 保险指数与长端利率关系图.....	7
图表 8: 2008-2009 年长短端利率走势.....	7
图表 9: 2014-2016 年长短端利率走势.....	8
图表 10: 2017 年长短端利率走势 .....	8
图表 11: 保险行业投资收益率与股市波动具有紧密的正相关性 .....	9
图表 12: 保险行业股票与证券投资基金占比.....	9
图表 13: 上市险企近几年股票与权益基金占比 .....	9
图表 14: 保险指数、沪深 300 指数变动.....	10
图表 15: 上市险企 NBV 增速情况 .....	11
图表 16: NBV 对于期初内含价值拉动效应显著 .....	11
图表 17: 上市险企新业务价值率变动情况.....	12
图表 18: 保险行业代理人增速情况 .....	12
图表 19: 上市险企个险代理人增速情况 .....	12
图表 20: 历次保险股大幅上涨时的驱动因素效应分析 .....	13
图表 21: 历次保险股大幅上涨时的各驱动因素具体变动分析.....	13
图表 22: 今年以来长端利率走势 .....	14
图表 23: 大类资金入市架构图.....	15
图表 24: 2010 年至今健康险保费增速及在人身险中占比 .....	15

## 把握先决条件，挖掘成长价值

我们回顾历史上几轮保险股大幅上涨的先决条件，发现在经济刺激或紧货币政策环境下，国债利率大概率有所升高，推动保险股利差走扩，板块有一定相对收益。但在利率下行期，在尚未对负债成本产生较大压力的情况下，保险板块整体影响可控。此外高β属性的保险股也受益于权益市场的牛市行情，绝对收益较为可观。保险公司负债端新业务价值是EV稳定增长的核心增量，对期初EV的拉动效应显著，已从过去追求规模向高价值率转型，不断提升的价值率有望推动估值中枢稳步上移。目前宽松的货币政策使得长端利率处于中枢震荡区间，但经济增长的基础已逐步从规模向质量转型，未来增长的支撑力尤在。本轮资本市场改革深化超预期，长线资金的持续流入为市场注入新鲜活力，权益市场的正向效应有望逐步体现。叠加负债端主动转型成效凸显，估值优势突出的保险股有望成为中长期底仓配置的优选板块。

图表1：全文逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

## 回顾历史：国债收益率多维影响，牛市行情催化业绩

国债收益率走势、权益市场表现与新业务价值增速是影响保险股走势的重要因子，通过对历史上保险股取得大幅收益的三个阶段的分析，我们发现影响因子的表现各不相同，保险股在国债收益率上行时能取得一定的相对收益，但在国债收益率下行时，受益于权益市场的回暖，亦能取得不错的成绩，而 NBV 在量与价动能转换下均取得较快的增长。因此我们将探究在保险股上涨的三个阶段，驱动不同影响因子的因素有何差异，以及其未来的发展趋势。

## 国债收益率上行利好投资表现，收获正向经验偏差

国债收益率对保险公司的负债端、投资端与盈利表现均会产生影响，但影响方向各不相同。一般而言，国债收益率上行初期利好负债端产品定价，且收益率走高可以减轻资产再配置压力，加速准备金释放，产生投资经验正偏差，整体来看利好保险公司基本面改善。而国债收益率下行期，短期会对投资表现有一定冲击，但长期来看负债端成本会随之下降，利差结构在利率下行后期逐步改善。

图表2：利率变动对保险公司基本面影响

类别		国债收益率上行	国债收益率下行
盈利表现	准备金	加速释放，提振利润	增加计提，利润降低
	投资端	正向影响	负向影响
精算假设	内含价值	投资经验正偏差，EV 增长	投资经验负偏差，EV 下降
	风险贴现率	上升	下降
	产品定价	上升但有监管上限	降低
<b>整体影响</b>		<b>正向</b>	<b>负向</b>

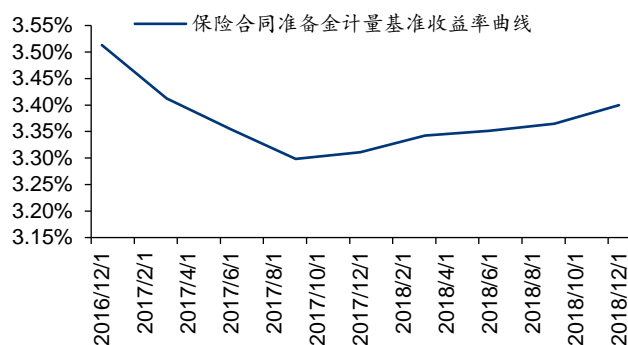
资料来源：华泰证券研究所

## 对盈利表现影响：国债收益率上行利好投资表现，准备金释放提振利润表现

**国债收益率上行利好投资表现，收益稳健增长。** 保险公司资产端长久期的配置属性要求其大多数资产是持有至到期投资，据上市险企 2018 年报统计，其约占总债券配置的 50%-80%，存量持有至到期资产对利率的波动敏感性较小，若利率上行则再配置收益率得以保证，减轻再配置压力，利于净投资收益的稳定增长。

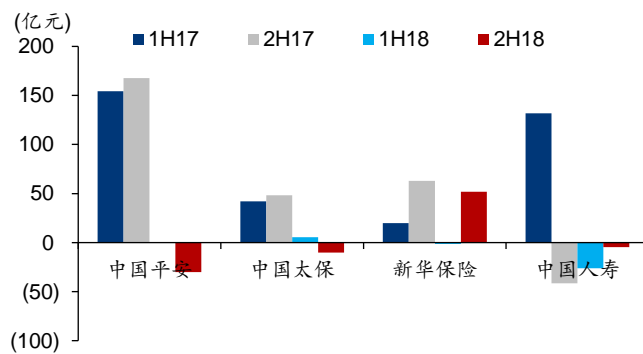
**国债收益率上行推动折现率提升，准备金释放提振利润表现。** 保险合同准备金计量基准收益率曲线由基础利率曲线附加综合溢价（不超过 120bp）构成，期限小于 20 年的利率曲线为 750 日移动平均 10 年期国债收益率，长端利率的变动将影响准备金的计提，进而影响利润表现。保险合同准备金折现率自 2017 年四季度呈现拐点向上趋势，推动准备金新增计提放缓，存量准备金释放，但有一定的滞后性，上市险企 1H18 准备金计提呈现大幅下滑态势，提振利润增长效果开始逐步显现。

图表3：折现率曲线自 2017 年四季度拐点向上



资料来源：中国债券信息网站，华泰证券研究所

图表4：上市险企新增准备金计提趋势变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 对精算假设影响：谨慎假设为利率下行预留空间，负债成本会随之相应改变

利率上行实际投资收益率大概率高于假设，产生正向经验偏差。投资回报差异主要取决于实际投资收益率与假设投资收益率之间的差值，长端投资收益率假设大多为 5%，若实际经验优于假设，则产生投资经验正偏差。不考虑权益波动的影响，在利率上行期，保险资金再配置压力减弱，大概率产生投资回报正偏差，利好内含价值的稳步增长。

长端利率影响风险贴现率水平，但国内险企假设相对更偏谨慎。若长端利率下行，风险贴现率也会有下滑趋势，但整体来看国内险企对风险贴现率的假设较友邦中国来说更为谨慎，除 2016 年偿二代下有所调整外，基本保持在 10%-11.5% 的区间，假设条件基本高于友邦中国 0.25pct-1.75pct。此外，新华保险在 2018 年调整了发病率假设，新增考虑了发病率长期恶化趋势，虽然经济假设当年产生了负偏差，但夯实了 EV 未来的持续增长，谨慎的精算假设为利率下行预留了一定的空间。

图表5：主流险企风险贴现率情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国平安	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
中国人寿	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%
中国太保	11.50%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
新华保险	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%
AIA 中国	10.00%	9.75%	9.75%	9.75%	9.55%	9.75%	9.75%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

预定利率随利率变动相应调整，利率上升初期与下降末期有望扩大利差。投保人在购买保险产品时通常会比较市场替代品的机会成本，大多数会参考一年期定期存款利率和其他市场的短期投资回报率，预定利率通常以一年期定期存款利率为比较基准，辅之以前期投资回报率的表现进行调整。由于利率和股票回报率是宏观经济环境、货币政策的现实反映，变化领先于基准利率，因此预定利率的调整具有一定的滞后性。市场利率上行初期，保单预定利率尚未调整，负债成本保持低位，利差随着利率上行而扩大；市场利率下行末期，预定利率下调为保证一定的利差益，下调幅度将大于前期投资收益降幅，利差修复。

利源结构由利差主导向三差均衡转型，利率波动影响力有望逐步减弱。据中国人寿 2013 年全球开放日资料，公司利差占比约在 80%-110% 区间。随着行业回归保障本源的推进，健康险等传统保障保险占比逐步提升，代理人队伍的扩张也在一定程度上利好长期期交产品的销售，死差、费差占比提升显著。据中国平安近几年披露的新业务价值中三差占比可知，寿险及健康险业务利差占比约为 34%，而死差、费差等其他差占比达到 66%，三差贡献渐趋均衡，利率波动影响力有望逐步减弱。

图表6：中国平安 2018 年新业务价值中的三差占比

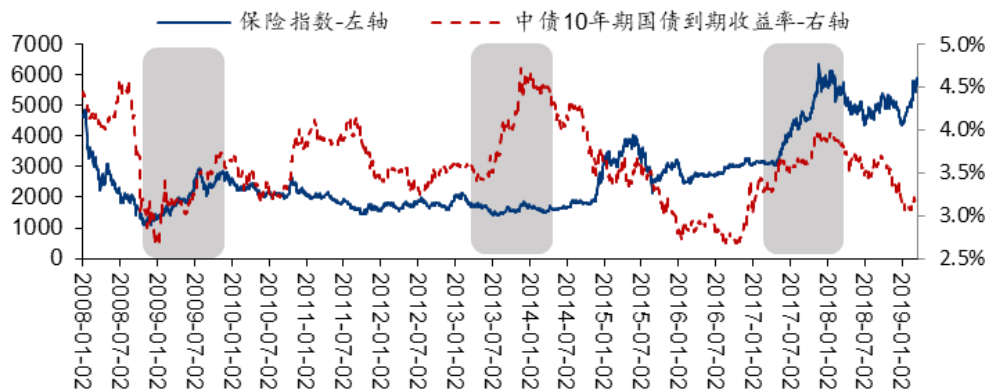
	利差占比		死差、费差等其他差占比	
	2017	2018	2017	2018
寿险及健康险业务	36.2%	34.0%	63.8%	66.0%
其中：长期保障型	25.1%	23.5%	74.9%	76.5%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 历史复盘：国债收益率上行利好保险板块，下行期影响整体可控

保险资金长久期与稳健性的配置属性要求其绝大多数资产配置在国债上，而国债收益率表现主要受宏观经济环境与货币政策的多重影响。保险股在 2009 年、2014 年和 2017 年均有着不错的表现，我们选取上述 3 个时间段前后的长期（10 年期）与短期（1 年期）国债收益率表现进行分析，并阐释其相应的驱动因子。

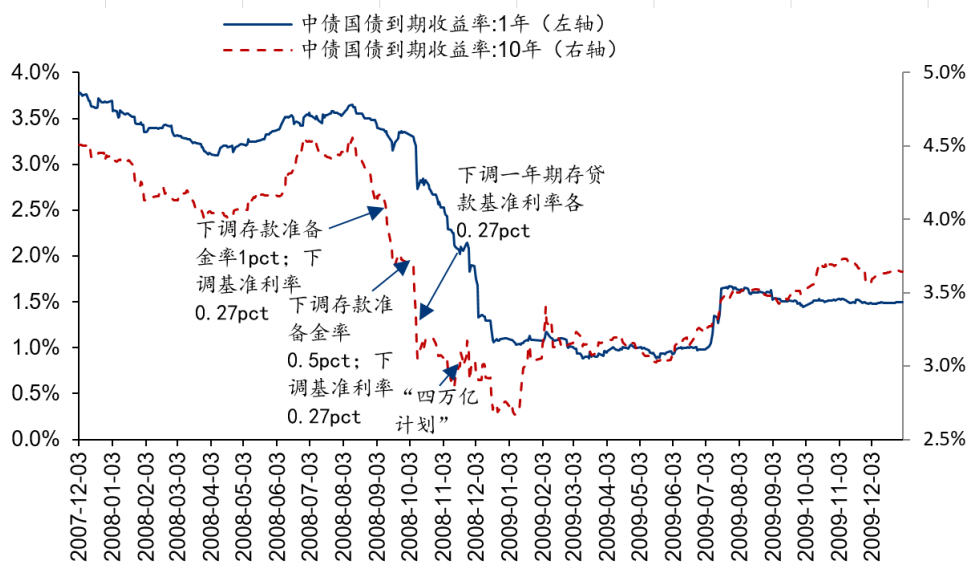
图表7： 保险指数与长端利率关系图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

金融危机导致宽货币政策利率下行，四万亿经济刺激计划推动利率攀升。(1) 2007-08年初牛市行情下，经济持续走热，2007年实际GDP为14.2%，长短端利率均保持在高位水平，分别为4.5%与3.8%左右。(2) 2008上半年金融危机爆发，经济逐季回落，市场恐慌情绪传导下，央行于2008年8月开始实施宽松的货币政策以刺激经济增长，连续5次降准降息，长短端利率同步下行，至年底10年期国债收益率下降约78bps。(3) 金融危机的持续蔓延下，国务院于2008年11月推出“四万亿”经济刺激计划，市场对经济回暖的预期增强，10年期国债收益率于2009年1季度触底回升，至8月共上涨约85bps。

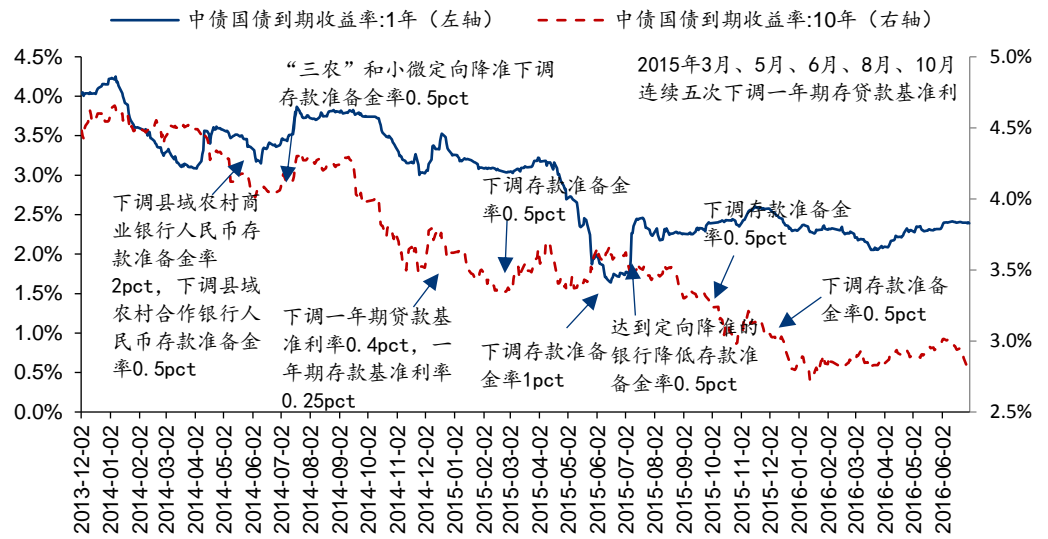
图表8： 2008-2009年长短端利率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

经济低迷、资金面紧张，宽货币政策引发利率下行。国务院于2014年初下发“107号文”，加强影子银行业务监管，市场资金面持续吃紧。叠加2014年开始投资增长后劲不足，市场对经济预期悲观，社会融资规模和货币信贷大幅回落，2014年7-10月社会融资总量仅为上年同期的60%，GDP增速从2014Q1的7.4%持续下降至2016Q2的6.7%。央行自2014年初开始实行宽松的货币政策，期间下调存款准备金7次、存贷款利率5次。在经济低迷环境和宽松货币政策共同作用下，短端利率率先下行，带动长端利率下行，分别下行184pct与176pct。

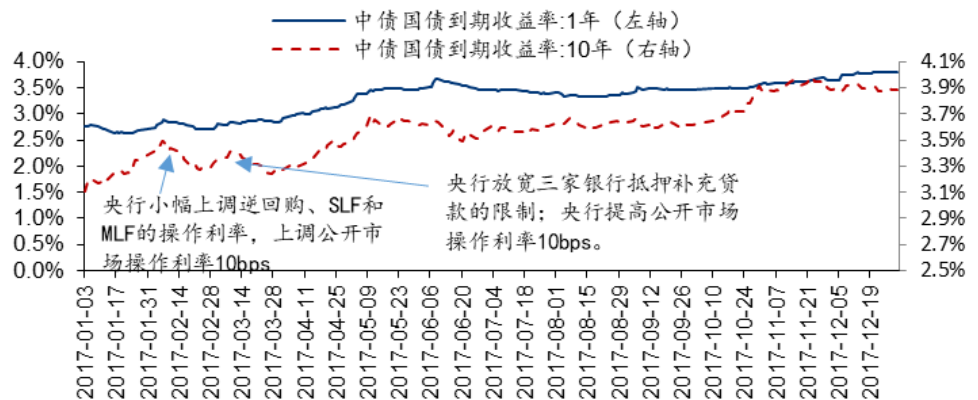
**图表9： 2014-2016年长短期利率走势**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

经济稳中向好，紧货币政策下利率上行。2016年下半年去杠杆阶段资金面紧张，市场流动性下降，利率上升。2017年受益于世界主要经济体的经济持续复苏，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，我国经济运行总体稳中向好、好于预期，继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，2月央行小幅上调逆回购、SLF和MLF的操作利率，同时上调公开市场操作利率10bps；3月提高公开市场操作利率10bps，长短端利率分别上行78bps和104bps。

**图表10： 2017年长短期利率走势**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

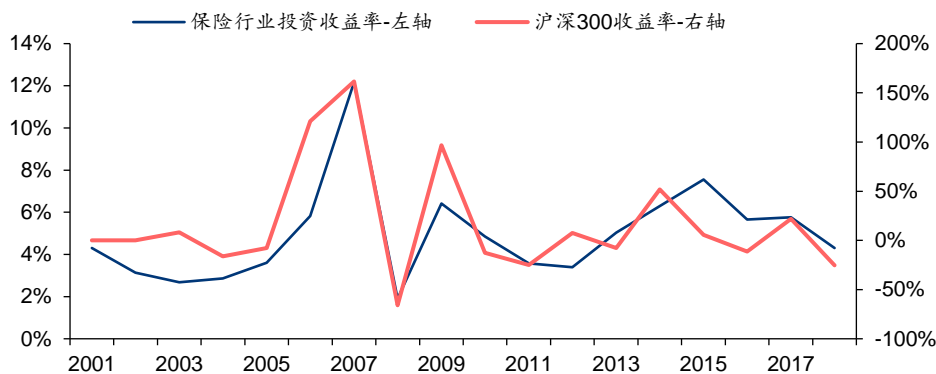
**权益市场回暖提振板块，保险股走势敏感性显著**

**市场波动敏感性更高，高β属性助其捕获绝对收益**

保险投资收益率与大盘蓝筹股走势具有紧密的相关性，具有较强的β属性。首先，保险股作为市场的重要构成者，在市场风格转变到大盘蓝筹股时，因其占有一定的市场份额而会获得相应的资金配置，推动保险板块股价的上涨。其次，保险公司权益部分配置更倾向于投资高股息、高分红的蓝筹股，当蓝筹股行情启动时，保险资金的权益投资收益表现也相应提升，市场对保险公司投资端的信心增强，进而加大保险板块的配置力度。总体来说，当大盘蓝筹股行情向好时，保险行业无论是蓝筹股的构成者还是参与者，都将受益于整个市场行情的催化，保险股具有较强的β属性。



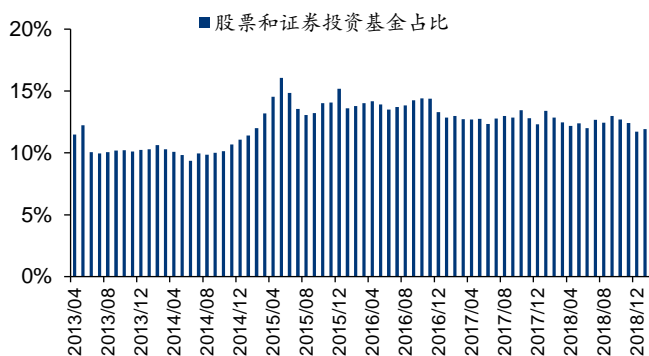
**图表11： 保险行业投资收益率与股市波动具有紧密的正相关性**



资料来源：Wind，银保监会，华泰证券研究所

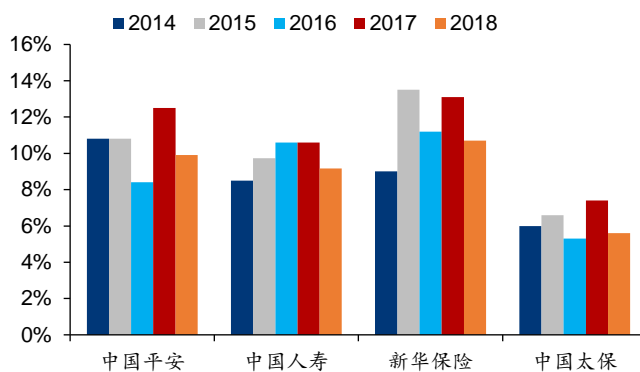
**投资收益率上行，利好投资回报偏差正贡献。**保险资产配置中约有 12% 投资于二级权益市场，若权益市场上行 20%，将提振总投资收益率 2.4pct，影响程度较利率变动更为显著。在牛市行情下，投资收益率的快速上升将大幅改善投资端表现，投资回报偏差大概率实现正向贡献，利好内含价值的快速增长。

**图表12： 保险行业股票与证券投资基金占比**



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

**图表13： 上市险企近几年股票与权益基金占比**



注：中国人寿与新华保险涵盖债券型与货币型基金，新华保险另涵盖优先股。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**历史复盘：政策引导与流动性增强，开启牛市篇章**

中国人寿、中国平安与中国太保分别于 2007 年 1 月、3 月和 12 月末在 A 股上市，上市初期由于“新股光环”效应，彼时走势大概率脱离基本面，其复盘研究不具有参考价值。从 2008 年开始，保险指数跟随沪深 300 指数的走势分别在 2009、2012、2014 和 2017 四个年份取得大幅收益，我们将在此部分探究沪深 300 启动上涨的核心因素以及保险板块走出独立行情的原因。

**图表14： 保险指数、沪深300指数变动**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**四万亿刺激计划，经济快速回暖。**为应对金融危机，快速刺激经济回暖，2008年11月5日国务院常务会议确定了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，其中在“四万亿”经济刺激计划推出后，社融规模快速扩张，投资者信心增强，股市开始回暖。同时，在权益市场上涨期间，央行也实施了宽松的货币政策（5次降息、3次降准）来刺激经济的回暖，信贷规模增加，资金流动性增强也推动了权益市场的持续上涨。沪深300指数于2008年11月初启动上涨，并于2009年8月3日达到顶点，区间涨幅为110%；保险指数也跟随权益市场快速持续的上涨，区间涨幅达170%，相对沪深300获60%的超额收益。

**对单一板块的政策刺激，助力走出独立行情。**2012年6月中旬，保监会推出13项保险投资新政征求意见，涵盖境外投资、金融衍生品投资、融资融券、债券投资、股权及不动产投资调整、创新产品投资等方面，较大地拓宽了险资的投资范围，增强了投资者对保险公司收益的预期，助力保险板块在2012年6月中旬至7月取得较快增长，保险指数相较于沪深300获得25%的超额收益。

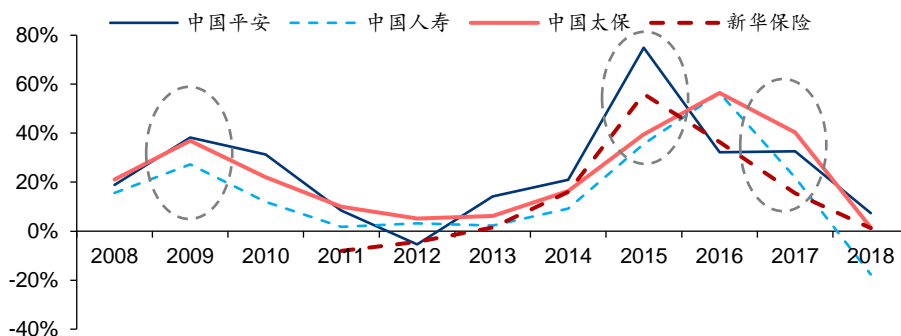
**市场流动性增强，增量资金布局。**2014年11月至次年6月，两融余额的快速增长和央行施行宽松的货币政策促使新一轮权益市场上涨的启动。融资融券余额从2014年第三季度的8000余亿元增长到2015年中的2.2万亿元，市场也在流动性增加的催化下实现了持续稳定的增长，沪深300指数区间涨幅为89%，保险指数区间涨幅高达98%。

**对楼市的宏观调控，引导资金转移入市。**2017年权益市场上涨启动主要受国家对楼市的宏观调控。在“去库存”的政策指导下，全国各地纷纷采取较宽松的政策，在房地产市场持续火热之后，国家对楼市开始实施宏观调控，2016年9月末，全国19城对楼市实施调控，楼市热度逐步降温，市场上闲散资金涌入股市。由于政策实施效果具有一定滞后性，在2017年4月权益市场才开始启动上涨趋势，并维持8个月的稳定上涨。沪深300区间涨幅达22%，保险指数区间涨幅达87%，获65%的超额收益。

### **NBV 是 EV 稳定增长的助推器，从追求规模增长向高价值率转型**

**NBV 高增长，助推保险股走强。**新业务价值既体现新单规模，也体现具体的产品结构形态，是市场最为关心的负债端核心指标，其变动直接影响估值指标EV的增幅。上市险企2009年、2015年和2017年的NBV增速均较为可观，分别实现约20%、15%和50%的增长，我们认为市场对NBV增速提升的预期提振板块表现，助推保险股走强。

图表15: 上市险企 NBV 增速情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**NBV 是 EV 增长的核心增量, 对期初 EV 拉动效应显著。**内含价值量的变动主要依靠期初内含价值的预期回报和新业务价值的贡献, 其中新业务价值的贡献视为 EV 增长的核心增量。上市险企自 2008 年以来 NBV 对于期初 EV 约产生 5%-16% 左右的增长贡献, 其中市场对 NBV 贡献提升的预期对板块有较大推动作用, 例如 2009 年、2015 年和 2017 年较前一年均有大幅改善, 从均值来看, 增长贡献分别同比提升 268bps、112bps 和 65bps, 推动 EV 稳健增长。2018 年由于开门红承压导致新单下滑严重, NBV 贡献度整体回落, 但 2019 年开门红轻装上阵、积极转型, 我们预判拉动效应有望进一步提升。

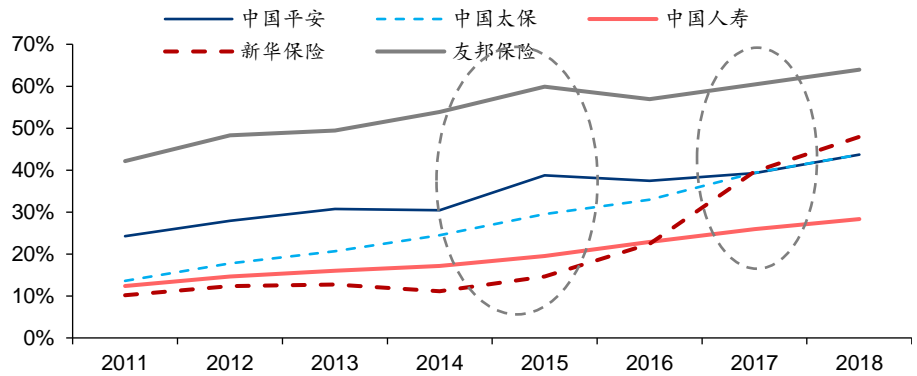
图表16: NBV 对于期初内含价值拉动效应显著

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国平安	5.68%	9.61%	9.99%	8.37%	6.75%	6.35%	6.66%	8.37%	9.19%	10.56%	8.76%
中国人寿	5.51%	7.38%	6.96%	6.78%	7.11%	6.31%	6.79%	6.93%	8.80%	9.22%	6.74%
中国太保	4.88%	7.15%	6.20%	6.10%	6.22%	5.54%	6.04%	7.30%	9.26%	10.87%	9.48%
新华保险	-	-	-	15.52%	8.52%	7.45%	7.63%	8.99%	10.12%	9.32%	7.96%
均值	5.36%	8.04%	7.71%	9.19%	7.15%	6.41%	6.78%	7.90%	9.34%	9.99%	8.23%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**从追求规模增长向高价值率转型, 回归保障推动产品结构改善。**(1) 据银保监会数据, 2007 年银保渠道保费在总保费中占比由 2003 年的 17% 大幅提升至 34%, 且各大险企以大力发展投连险为主要目标, 规模保费快速提升而产品价值率处于绝对低位。(2) 2011 年银保业务监管加强, 导致部分险企选择性放弃银保业务, 叠加 2013 年预定利率上限的放开, 传统险规模快速提升。(3) 2015 年监管加强对举牌资金的监管, 万能险业务严重放缓, 健康险业务增速提升, 此外随着“保险姓保, 回归保障”的推进, 134 号文叫停快返型年金险, 各大险企主动转型, 向高质量业务方向发展, 推动新业务价值率持续攀升。友邦中国新业务价值率长期保持在 80% 的高位水平, 整体价值率水平在 60% 左右, 进而推动其 P/EV 估值保持在 2x 区间波动, 可见高价值率的产品结构有望提升整体估值中枢水平, 我们认为未来险企将逐步从追求规模增长转型价值提升, 保障险与长期储蓄险的占比有望逐步提高, 整体价值率水平有望步入新台阶。

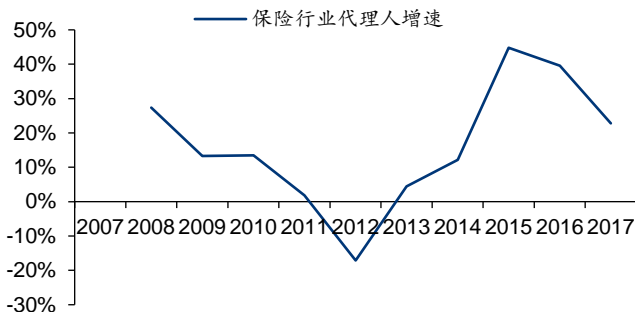
图表17：上市险企新业务价值率变动情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

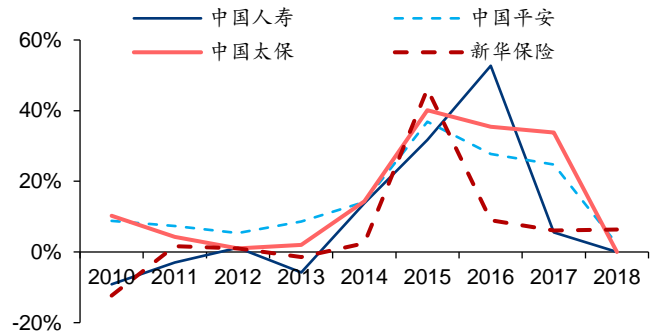
**代理人队伍扩张渠道优化，助推价值率攀升。**个险渠道代理人是保险公司核心竞争力之一，渠道价值率较高，是各大险企主要推动的发展方向。2012年由于经济下行压力导致增员困难，保险行业个险代理人为负增长，而2014年开门红销售表现超预期推动代理人增员难度降低，规模实现较大幅度提升。2015年4月保险代理人资格考试取消，直接推动2015-16年个险代理人规模的快速提升，全行业实现约40%的连续上涨，除新华保险主动转型调结构外，其他上市险企均实现20%以上的增长。在规模增长的基础上，举绩率、留存率与产能成为重要考核指标，特别是2018年开门红销售乏力导致代理人脱落率增加，倒逼队伍建设向高质量发展，我们认为未来代理人规模会稳中提升，且质态改善将成为主要发展方向，进而推动价值率进一步攀升。

图表18：保险行业代理人增速情况



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表19：上市险企个险代理人增速情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 多维度综合影响，权益市场波动敏感性更为显著

通过复盘分析，保险指数取得较好表现的2009年、2015年和2017年，驱动因素各有不同。(1) 2009年受“四万亿”刺激计划的催化，市场对经济回暖预期增强，国债利率与二级市场均表现亮眼，而彼时NBV也在银保渠道大幅扩容中得到快速增长。(2) 2014-15年经济低迷与宽货币政策下国债利率走低，但权益市场牛市行情推动保险指数取得较高的绝对收益，彼时增员环境改善也助推NBV增速保持高位。我们认为保险指数受权益市场波动敏感性更强，在利率尚未对负债成本产生较大压力的情况下，区间震荡对保险板块整体影响可控。(3) 2017年经济稳中向好，紧货币政策下利率上行，权益市场对大盘蓝筹板块偏好提升，开门红表现亮眼推动全年NBV大幅提升，保险指数走出一波靓丽的行情。整体来看，国债收益率是影响保险股走势的重要因子，国债收益率上行提振板块，但在利率下行期，若权益市场处牛市行情，保险股波动敏感性更为显著，也将走出一波行情。

**图表20： 历次保险股大幅上涨时的驱动因素效应分析**

	10 年期国债利率	沪深 300	NBV 催化	保险指数
2009 年	+	+	+	+
2015 年	-	+	+	+
2017 年	+	+	+	+

注：“+”表示产生正效应，“-”表示产生负效应。

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

**图表21： 历次保险股大幅上涨时的各驱动因素具体变动分析**

	10 年期国债利率	沪深 300 指数	NBV 同比变动	保险指数	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
2009 年 1 月-8 月	+85bps	+105%	27%-39%	+125%	130%	77%	153%	-
2014 年 11 月-2015 年 6 月	-16bps	+78%	35%-75%	+85%	91%	96%	51%	107%
2017 年 1 月-11 月	+85bps	+21%	15%-41%	+73%	85%	38%	58%	46%

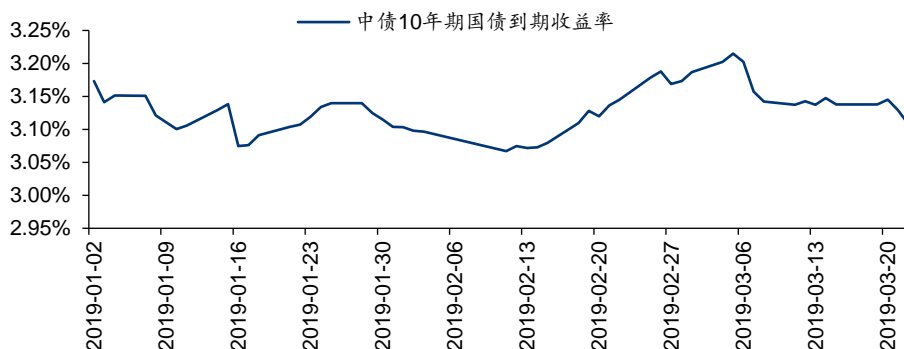
资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

## 以古观今：长端利率处震荡市，权益、价值回暖添活力

### 国债利率：经济预期改善和宽货币下，国债利率处震荡市维持中枢波动

虽然今年企业盈利能力降低抑制投资动力，外加中美贸易摩擦问题的延续等因素影响，经济增长有一定压力，但经济的发展方向从过往的追求速度向追求质量进行转型，预计经济增长仍有较好的支撑力。此外年初以来，央行持续释放流动性，有利于拉动企业生产扩张和投资增加，市场对经济的预期从极度悲观中逐步改善。经济预期改善和宽货币下，国债利率处震荡市维持中枢波动，今年一季度10年期国债收益率维持在3.0%-3.2%区间，免税效应下能实现4%左右的收益率。而保险公司负债成本在前几年已主动下调，目前保持在合理区间，国内险企不会出现日本当全面利差损的局面。

图表22：今年以来长端利率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 权益市场：政策引导激活市场，长期资金入市更添活力

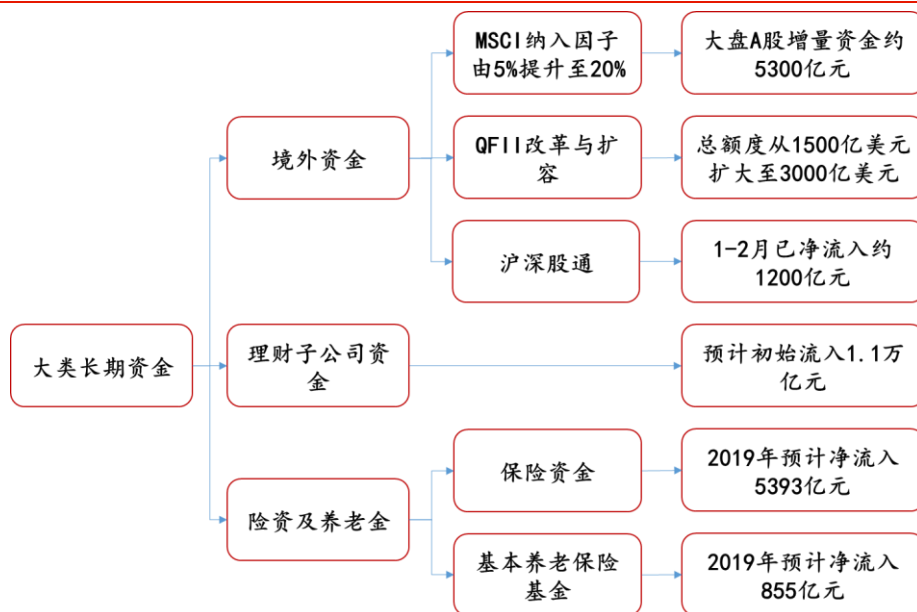
目前权益市场表现超预期，沪深300和上证50年初以来涨幅分别达25%和30%，市场回暖也凸显保险收益弹性，同期保险行业指数涨幅达35%，分别较沪深300和上证50获10%和5%的超额收益。我们认为目前催化二级市场行情的两大因素分别是科创板的落地与社融增速回暖，未来随着MSCI扩容与QFII额度提升，增量资金入市也将激发市场活力。

**科创板发挥先锋作用，以增量引导存量改革，推动资本市场市场化改革进程。**科创板制度创新完善有望发挥先锋作用，科创板的市场化是资本市场市场化的重要一步，或能加速原有板块汲取注册制经验，推动资本市场改革进程。在更趋市场化运作环境下，市场的价格发现功能将更趋有效，资本市场资源配置功能得到充分发挥，进而实现市场的正向循环效应，促进优质公司赢得市场定价认可。

**表外融资回暖、信贷规模增强两大因素催化二级市场的提升。**1月社融存量同比增速显著回升0.6pct至10.4%，表外融资显著回暖，新增人民币贷款（尤其是企业贷款）和企业债券继续发力，经济回暖预期进一步提升。今年以来政策持续发力提振信贷供给，1月两次调整普惠金融降准口径和全面降准，近期监管推动银行加速资本补充，启动永续债、创设CBS工具等，旨在提升银行信贷扩张能力。资产端一方面监管引导加大民企信贷投放，另一方面财政基建发力在路上，政策刺激空间可观。社融大增提升经济回暖预期，我们认为增量资金有望流入权益市场，推动股指的进一步提升。

**多维度入市渠道拓宽，激发市场活力。**国家外汇管理局于今年1月将QFII额度从1500亿美元增加至3000亿美元，MSCI今年3月宣布将通过三步把指数中的所有中国大盘A股纳入因子从15%增加至20%，同时将中国中盘A股（包括符合条件的创业板股票）以20%的纳入因子纳入MSCI指数。根据MSCI官方测算，此次扩容有望为市场带来800亿美元（约合5300亿元人民币）的增量资金，外资入市渠道的拓宽与更加积极的参与度，有望提振国内投资者信心，激发市场活力。此外理财子公司设立后的资金配置，以及保险及养老金入市节奏的加快，利好估值对于低位的保险板块，有望成为更多投资者的底仓选择。

图表23: 大类资金入市架构图



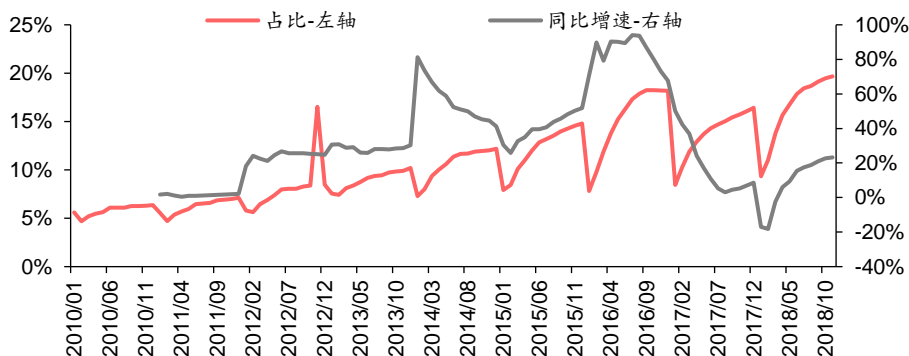
资料来源: 银保监会, MSCI, 人社部, 外管局, Wind, 华泰证券研究所

### 负债端: 适应市场调整产品, 以追求价值增长为目标

**开门红调整策略, 注重价值增长。**中国平安、新华保险在开门红中主动调整结构, 以价值增长作为主要目标。具体来看, 新华保险推出“一心三保”, 围绕不同年龄段消费群体推出重疾险+医疗险的组合, 以实现客户的全方位覆盖; 中国平安主动压缩短期储蓄险规模, 以实现NBV增长的稳定持续。中国人寿虽推出预定利率4.025%的高现价产品, 但3/5年期的A款已在1月快速达成销售目标, 未来将集中资源推动长期储蓄险与保障险的销售。友邦保险以保障险为抓手, 全年NBV均匀分布, 高价值率也为其带来一定溢价的估值。我们认为未来各大险企将逐步转向高价值率产品的布局, 价值增长有望稳步推进。

**健康险占比逐步加大, 利源结构持续优化。**据Sigma研究显示, 虽然我国寿险业的规模保费来源仍主要依靠分红险和万能险, 且我国寿险业市场健康险的占比仍与成熟市场有较大差距, 但根据目前国内寿险业的业务占比结构变化和健康险的增速态势来看, 寿险公司的利润来源也在逐步从利差独大的模式向三差鼎立的结构转变。据银保监会披露数据, 健康险业务在总人身险保费中占比呈逐年增长的态势, 2019年开门红首月, 健康险增速达到了50%, 为寿险业务重要的驱动力。

图表24: 2010年至今健康险保费增速及在人身险中占比



资料来源: 银保监会, 华泰证券研究所

## 甄选个股：三大逻辑主线，精选行业龙头标的

**逻辑一：保障险占比高，负债结构优异的新华保险。**公司以健康险作为主推，2018年长险新单中健康险占比高达59%，推动新业务价值率大幅提升8.3pct至48%。此外“以附促主”销售策略取得超预期效果，2018年附加险规模约33亿元，YoY+71%，代理人收入将得到有效的提升，利于代理人留存与队伍发展。公司对精算假设做了更为谨慎的调整，未来价值增长更趋稳健，看好健康险未来发展空间。预计2019-21年EVPS分别为65.27元、76.19元和88.41元，对应P/EV为0.85x、0.73x和0.63x，给予其2019年1.1-1.2xP/EV，目标价格区间71.80-78.32元，维持“买入”评级。

**逻辑二：业务结构优化，综合保险布局的中国太保。**纯寿险公司对利率敏感性较大，中国太保寿险与产险业务共同推进，其中2018年寿险长期保障险新业务同比增长7.7%，新单中占比提升7.4pct至49.1%，产品结构持续向高价值转型，全年价值率同比提升4.3pct至43.7%，其中传统寿险价值率大幅提升10.1pct至78.4%。公司在年中将未来投资收益率假设提高至5%，夯实了EV的增长基础。预计2019-21年EVPS分别为43.62元、51.10元和59.70元，对应P/EV为0.80x、0.68x和0.58x，给予其2019年1.0-1.1xP/EV，目标价格区间43.62元-47.98元，维持“买入”评级。

**逻辑三：NBV大幅增长，管理层履新后加速改革的中国人寿。**公司在2019年开门红阶段推出高现价产品，推动前两个月总保费大幅提升22%，我们认为一季度NBV有望实现30%以上的高速增长。公司新一届管理层到位后加速推进“重振国寿”发展战略，看好转型推进下的发展前景。预计2019-21年EVPS分别为32.49元、37.63元和43.63元，对应P/EV为0.87x、0.75x和0.65x，给予其2019年1.0-1.1xP/EV，目标价格区间32.49元~35.74元，维持“买入”评级。



## 风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差来源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com