

保险行业 2019 年中期投资策略

解析寿险需求的长期函数

——中国和印度的寿险业发展比较

推荐（维持）

- 同样是人口大国，中国和印度寿险业发展路径迥异。早期中国和印度寿险业站在相似的起跑线上，同样较低的保险渗透率和庞大的人口，这两个地区都被全球保险巨头所看好，而印度因为更加年轻的人口结构、更高的生育率被认为寿险的潜力更大。事实却与之相反，中印寿险业在 21 世纪前 10 年高速发展，金融危机后发展出现分化，从保险深、密度的角度来看，印度保险深度持续下滑，保险密度回落至 40 美元附近维持不变；中国保险深度下行后企稳回升，保险密度短暂调整后仍然快速增长，将快赶超 200 美元。
- 解析寿险需求的长期函数，经济增长、人口基数、宗教文化和家庭资产负债表结构是最为重要的影响因子。虽然我们总容易为短期因素所扰动，但寿险需求实际是几个长期变量的函数。印度在经济、人口方面与我国具有相似特征，但在文化和家庭资产负债表的微观结构方面相距甚远。我们发现具备相通的东亚文化的地区（日本、台湾地区、韩国等）对寿险的需求有着更强烈的感知。
- 未来 10 年将是**中国保险需求最强劲的释放时期**。总体上，中国人口比印度更老也更健康，人口总量增长缓慢面临下降压力，并且老年人口负担比很高，现阶段的中国对养老和医疗保障的需求更加迫切。未来 10 年间我国人口中心将与保险主力购买人群重合，将是保险需求最强劲释放时期。但是我国居民部门过高的负债率很大程度上挤占了居民消费，也挤占了包括保险需求在内其他金融产品的需求释放空间，储蓄投资结构中房地产占比过高，金融资产占比较低。金融资产中保险准备金占比在 10% 左右（近年来应该有所提升），远小于印度 20% 左右的比例，还有很大的提升空间。
- **供给端的改善加速需求的释放**。保险产品是非刚需产品且形态较为复杂不为一般消费者所理解，所以需求比较难以释放。保险公司销售保险产品的过程是投保人保险需求释放的过程，所以保险产品供给端对引导和释放保险需求有较大幅度的影响。
- **供给端的改善也将提升保险公司估值**。我国保险公司估值受压制的一个较大原因因为利润对利差依赖过大，公司价值对投资收益率以及利率的敏感性较高。随着产品供给的改进与完善，利润来源趋向于稳定平衡，价值对投资收益率和利润敏感度降低，公司估值压制因素将得到缓解，估值将有提升空间。
- **需求端的释放趋势未改，保险估值提升空间尚在**。当前保险股估值随短期业绩及资本市场波动在 1 倍 PEV 上下波动，反应出市场并未对我国未来保险需求的释放和新业务价值的确定性增长有较乐观的预期，这是 A 股市场保险股估值体系认识与信心不足造成的。长期来看，寿险需求的函数仍将持续的发挥效用，老龄化的过程也即寿险需求快速释放的过程。
- **风险提示**：利率快速下行、权益市场动荡、新业务增长不及预期、经济下行压力加大。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
中国平安	86.1	8.96	12.65	14.87	9.61	6.81	5.79	2.83	强推
新华保险	57.45	4.87	7.76	11.21	11.8	7.4	5.12	2.73	强推
中国人寿	30.3	0.8	1.46	2.06	37.88	20.75	14.71	2.69	推荐
中国太保	36.18	3.33	4.49	5.41	10.86	8.06	6.69	2.19	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 30 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

执业编号：S0360516110002

联系人：张经纬

电话：0755-82756802

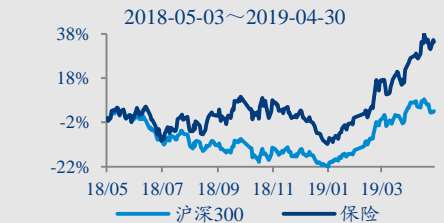
邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	7	0.19
总市值(亿元)	33,644.78	5.43
流通市值(亿元)	19,667.57	4.34

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		8.02	30.26	56.09
相对表现		9.55	7.09	51.93



相关研究报告

《保险行业 2019 年度投资策略：经济、需求与利率——探究保险行业周期之惑》

2018-11-21

《财产险行业深度研究报告系列之一：价格竞争依然无解，创新是承保盈利唯一方向》

2019-03-18

《风雨过后，转机来临——保险行业 2018 年报综述》

2019-04-03

目录

前言.....	5
一、中印寿险业发展分化主要由经济发展结构差异以及经济、人口增速差异引起.....	5
二、需求端：未来 10 年将是中国保险需求最强劲释放时期.....	8
（一）从人口结构特征来看，现阶段的中国对养老和医疗保障的需求更加迫切.....	8
（二）中国家庭债务过高挤占保险需求，投资储蓄结构中保险资产占比较低.....	12
三、供给端：供给端的改善加速需求的释放及提升保险公司估值.....	14
（一）印度保险产品的供给端较中国稳定，中国供给端竞争更加自由化.....	14
（二）供给端的改善有利于释放需求和估值提升.....	18
四、基于需求端的释放以及供给端的发展，保险估值提升空间尚在.....	20
（一）内含价值表示保险公司的清算价值，1 倍 PEV 是寿险公司估值的底线.....	20
（二）当前市场对保险股的估值较为短视与不稳定，估值并未考虑给予未来价值的稳定增长以及需求释放的空间.....	20
（三）我国未来 10 年保险需求的强劲释放和供给端的不断完善发展是保险股估值提升的强大支撑.....	22

图表目录

图表 1 中印人身险深度(%)：21 世纪前 10 年中印寿险业高速发展，金融危机后印度寿险深度持续下降，中国维持向上.....	5
图表 2 中印人身险密度(人均保费，美元)：金融危机后印度寿险密度连续持平，中国继续增长.....	5
图表 3 金融危机前中印经济保持高速发展，金融危机后中国增速下一个台阶平稳向下，印度经济仍然保持高速增长.....	6
图表 4 印度人口增长维持高增速，拖累人均 GDP 的增长.....	6
图表 5 金融危机后中国寿险行业依然高速增长.....	6
图表 6 21 世纪以来印度人口一直快速增长，中国人口增速逐渐放缓.....	6
图表 7 2017 年主要国家和地区保险深度.....	7
图表 8 2017 年主要国家和地区保险密度.....	7
图表 9 中国人口已面临下降压力，印度人口增速仍然较高.....	8
图表 10 中国人口老龄化趋势严重，印度仍保持较年轻的人口结构.....	8
图表 11 中国即将步入深度老龄化社会，中间年龄段人口占比最大.....	9
图表 12 印度年轻人口比重占比最大，属于年轻化社会.....	9
图表 13 中国面临较大的养老压力.....	9
图表 14 印度少儿抚养比较高，仍在人口红利释放阶段.....	9
图表 15 印度人口出生率高于中国，中国人口出生率持续下降保持低位.....	10
图表 16 印度人口生育率较高.....	10
图表 17 各年龄段的商业保险参保率：.....	10
图表 18 不同户主年龄下的家庭投资资产配置结构：31-40 岁户主的家庭保险类资产占比最高.....	10
图表 19 2018 年中国太保重疾险客户年龄分布.....	11
图表 20 中国主要疾病发病率未来将上升.....	11
图表 21 一二线城市商业保险参保率高.....	11
图表 22 中国城镇化进程加快.....	12
图表 23 印度城镇化率.....	12
图表 24 印度家庭债务占国内生产总值比重.....	12
图表 25 中国家庭债务占国内生产总值比重.....	12
图表 26 中印居民部门杠杆率：印度保持低位平稳，中国远高于印度且攀升较快.....	13
图表 27 中国家庭储蓄率（household savings of household disposable income）在 OECD 国家中最高.....	13
图表 28 印度居民资产占比：金融资产和非金融资产占比持平.....	13
图表 29 中国居民资产占比：非金融资产占比较高，金融资产占比逐年提升.....	13
图表 30 印度居民金融资产配置：保险准备金占比明显高于中国.....	14
图表 31 中国居民金融资产配置：保险准备金占比在 10% 左右.....	14
图表 32 印度公共部门 LIC 保险公司市场份额接近 70%.....	15

图表 33	中国 top1 寿险公司市场份额为 20% 左右，top5 份额在 60% 左右	15
图表 34	印度寿险公司主要的经营险种	15
图表 35	印度投资连结型保险占有稳定的比重，中国投连险占比很小	16
图表 36	印度个人保险和团体保险比重相当，中国个人保险产品占主要地位	16
图表 37	投资资产中来源于保险基金的分布：普通寿险占比最大超 60%	16
图表 38	LIC 印度寿险公司缴费期结构较稳定	17
图表 39	中国人寿保费结构续期逐年占比提升	17
图表 40	私人部门寿险公司非连结保险保费结构：非投资保费中趸交占据一定比例	17
图表 41	私人部门寿险公司连结保险保费结构：投连保费中主要为期缴	17
图表 42	LIC 寿险公司非连结保险保费结构	17
图表 43	LIC 寿险公司非连结保险保费结构	17
图表 44	印度销售个人保险的新业务渠道结构：个人代理人为主，销售团体保险主要渠道为直销	18
图表 45	中国保险销售渠道以个人代理人 and 银保渠道为主	18
图表 46	重疾险近年来的演变过程	19
图表 47	各公司有效业务价值对投资收益率/利率变动敏感性：友邦价值对利率敏感性较小	19
图表 48	中国平安一年新业务价值的利源结构：死差费差占比已经较高	19
图表 49	中国平安产品结构多元，传统分红万能均衡发展，降低了价值对利率变化的敏感性	20
图表 50	中国人寿过往利差占比较大，近年来随着产品结构的改善，利差占比有较大程度下降	20
图表 51	2016 年开始保险行业开始具备持有价值	21
图表 52	剔除极端情况，保险股 PEV 估值大多落在 1-2 倍的区间	21
图表 53	2018Q1 新华新业务增速最低，2019Q1 太保新业务表现最差	21
图表 54	2018Q1 新华保险新业务增长负增长幅度最大，股价急转直下，走势最差	22
图表 55	2019Q1 太保新业务出现负增长，股价增幅最小	22
图表 56	印度纯寿险上市公司 MFS 上市以来 PEV 走势	22
图表 57	香港友邦保险上市以来估值一路上扬	22

前言

2000 年前后中国和印度寿险业站在相似的起跑线上，同样较低的保险渗透率和庞大的人口，这两个地区都被全球保险巨头所看好，而印度因为更加年轻的人口结构、更高的生育率，以及更开放的内陆市场，被认为寿险的潜力比中国更大。我们现在回顾却发现与之相反，印度的寿险业在十年之后即陷入了瓶颈。这让我们思考，驱动寿险业长期发展的因素，除了经济相关之外，还有什么。

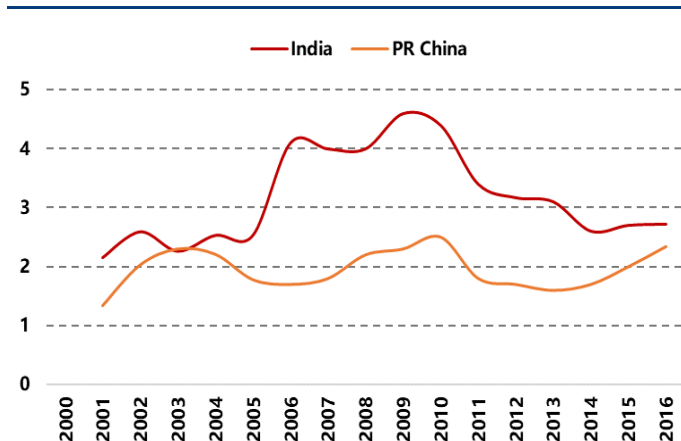
一、中印寿险业发展分化主要由经济发展结构差异以及经济、人口增速差异引起

印度保险业经历从开放的自由竞争到国有化又重新回到自由竞争市场的过程。在 1999 年印度政府允许私人保险公司进入保险行业之前，印度寿险业由印度人寿保险公司（LIC）独家经营，在国有化的 25 年中，印度保险业务由于缺乏市场竞争，发展缓慢。1999 年印度政府允许私人保险公司进入保险业，并允许外资以不超过 26% 的比例持有参股保险公司。

中印寿险行业在 21 世纪前 10 年发展趋势一致，金融危机后的 10 年发展出现分化。19 世纪末 20 世纪初，也正值中国寿险行业站在了一个新的起点。1998 年保监会成立，连续几年的利差损得到控制；中国加入 WTO，市场加快对外开放步伐；分红险等新兴产品兴起，成为寿险业务新的增长点。20 世纪的前 10 年，在经济高速增长的背景下中印两国寿险业务均实现了复合增长率 20% 以上的增长；金融危机后至今，中印寿险行业发展出现分化，中国寿险业依然保持一定程度的向好发展，而印度寿险业从一些方面来看出现了停滞甚至衰退，这与中印两国经济发展模式、社会发展结构方方面面有较大关系。

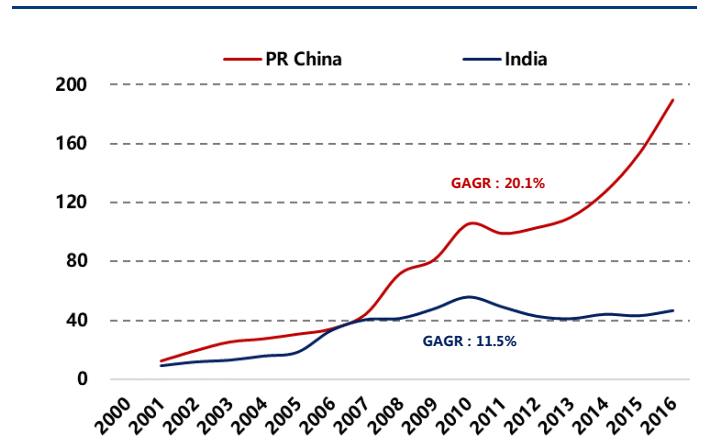
前 10 年：高速增长，发展趋势一致。在自由化之后的 10 年，印度寿险深度从 2001 年的 2.2% 上升到 2010 年的 4.4%，寿险密度从 9.1 美元上升到 55.7 美元，复合增长率为 22.3%。中国寿险深度从 2001 年的 1.3% 上升到 2010 年的 2.5%，寿险密度从 12 美元上升到 106 美元，复合增长率为 27.1%。在金融危机前 10 年中，中印寿险市场发展趋势一致，都取得了高速发展。中印寿险市场高速发展的主线背景为两国当时经济的高歌猛进，10 年间，中国 GDP 平均增速在 10% 以上，印度 GDP 平均增速在 8% 以上。在寿险业发展的早期阶段，经济增长是最重要也是基础的动力。

图表 1 中印人身险深度（%）：21 世纪前 10 年中印寿险业高速发展，金融危机后印度寿险深度持续下降，中国维持向上



资料来源：HANDBOOK ON INDIAN INSURANCE STATISTICS、华创证券

图表 2 中印人身险密度(人均保费, 美元)：金融危机后印度寿险密度连续持平，中国继续增长

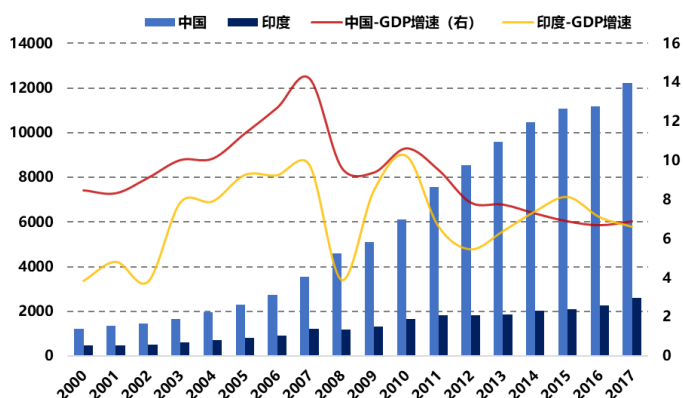


资料来源：HANDBOOK ON INDIAN INSURANCE STATISTICS、华创证券

金融危机后 10 年：中印寿险业发展出现分化。受金融危机影响，中印寿险业都出现了较大程度下滑，但较快的恢复了增长。从保险深、密度的角度来看，金融危机后中印寿险业发展出现分化：印度保险深度持续下滑，保险密度回落至 40 美元附近维持不变；中国保险深度下行后企稳回升，保险密度短暂调整后仍然快速增长，将快赶超 200 美元。

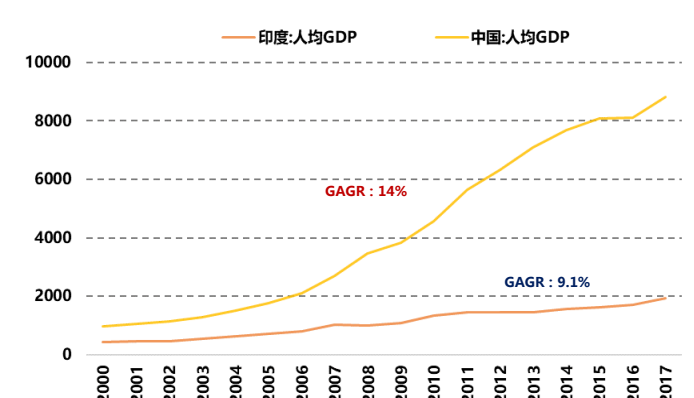
印度保险密度持续下滑原因为金融危机后印度 GDP 恢复了较高速的增长，人口红利依然可以支撑经济发展处于中高速增长区间，而寿险业的发展增速较金融危机前放缓，经济和人口的快速增长似乎不再对寿险需求有更强的持续拉动，人均 GDP 也与中国差距快速拉大。2000 年以来，印度人口复合增速达 1.42%，中国是 0.55%。当前中国人均 GDP 已接近 10000 美元，而印度仅为 2000 美元。

图表 3 金融危机前中印经济保持高速发展，金融危机后中国增速下一个台阶平稳向下，印度经济仍然保持高速增长



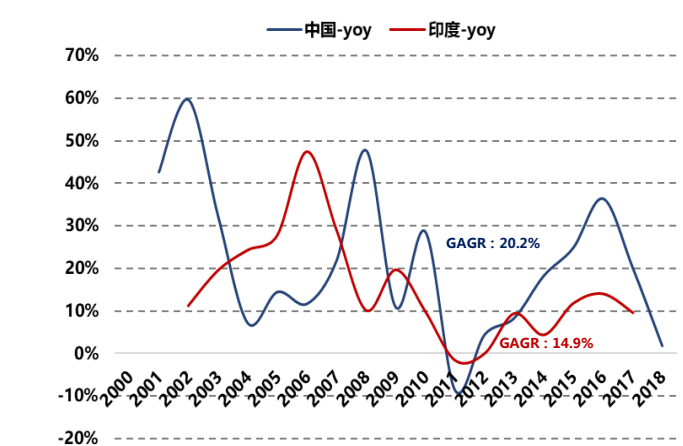
资料来源: wind、华创证券

图表 4 印度人口增长维持高增速，拖累人均 GDP 的增长



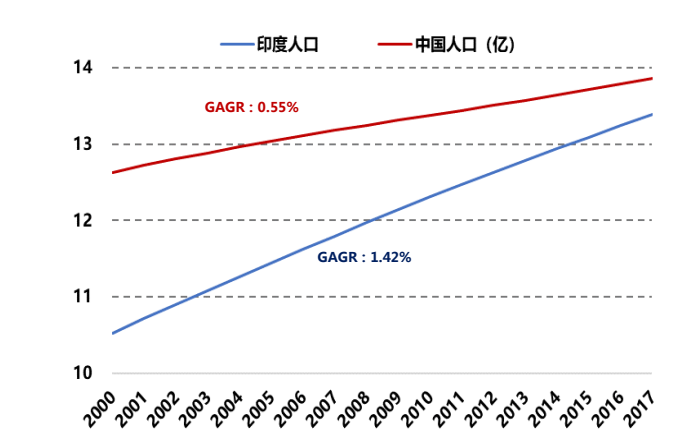
资料来源: wind、华创证券

图表 5 金融危机后中国寿险行业依然高速增长



资料来源: wind、华创证券

图表 6 21 世纪以来印度人口一直快速增长，中国人口增速逐渐放缓

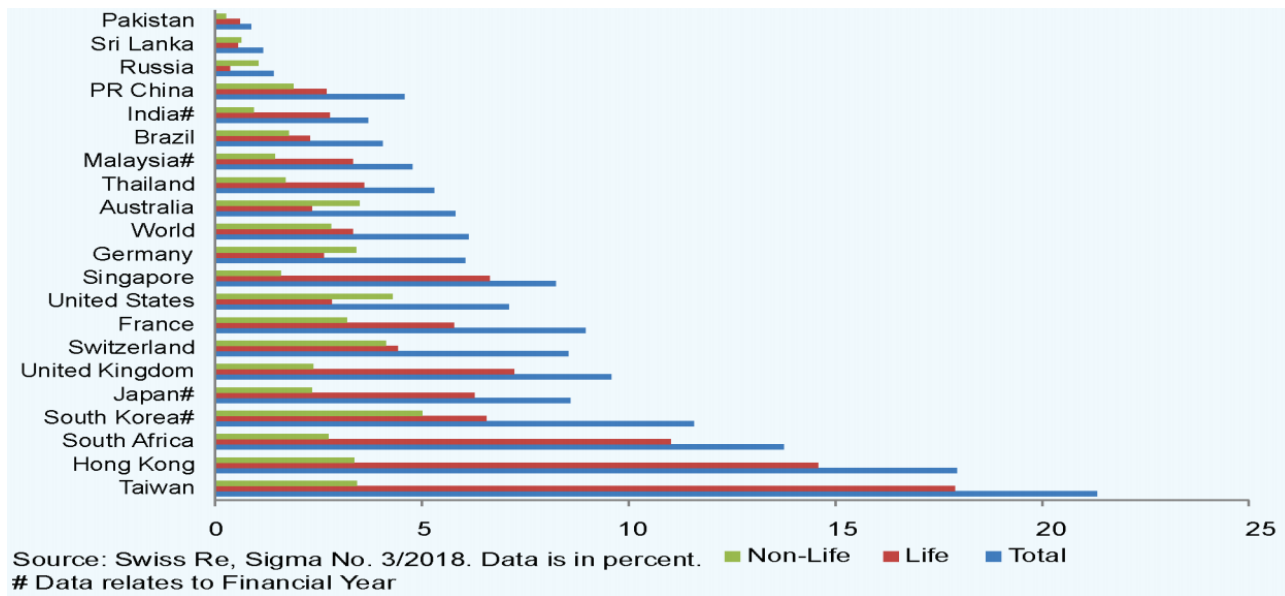


资料来源: wind、华创证券

中印寿险业发展差异主要由经济发展结构差异以及文化差异所导致。一直以来，印度寿险深度都高于中国，而寿险密度与中国有较大距离，主要的差异在于人均 GDP。根据寿险需求的“S”曲线，人均 GDP 在 8000-10000 美元，寿险渗透率将进入提升最快的阶段，而印度离这个临界点还有较远的距离；此外，印度在经济、人口方面与我国具有相似特征，但在文化和家庭资产负债表的微观结构方面相距甚远。我们发现具备相通的东亚文化的地区（日本、台湾地区、韩国等）对寿险的需求有着更强烈的感知。从保险深度来看，台湾地区和香港地区居全球前两位，韩国、日本也在前五。这与文化和宗教有关，东亚地区人们更注重“当下”的生活，而印度六大宗教融合，人们更寄情于

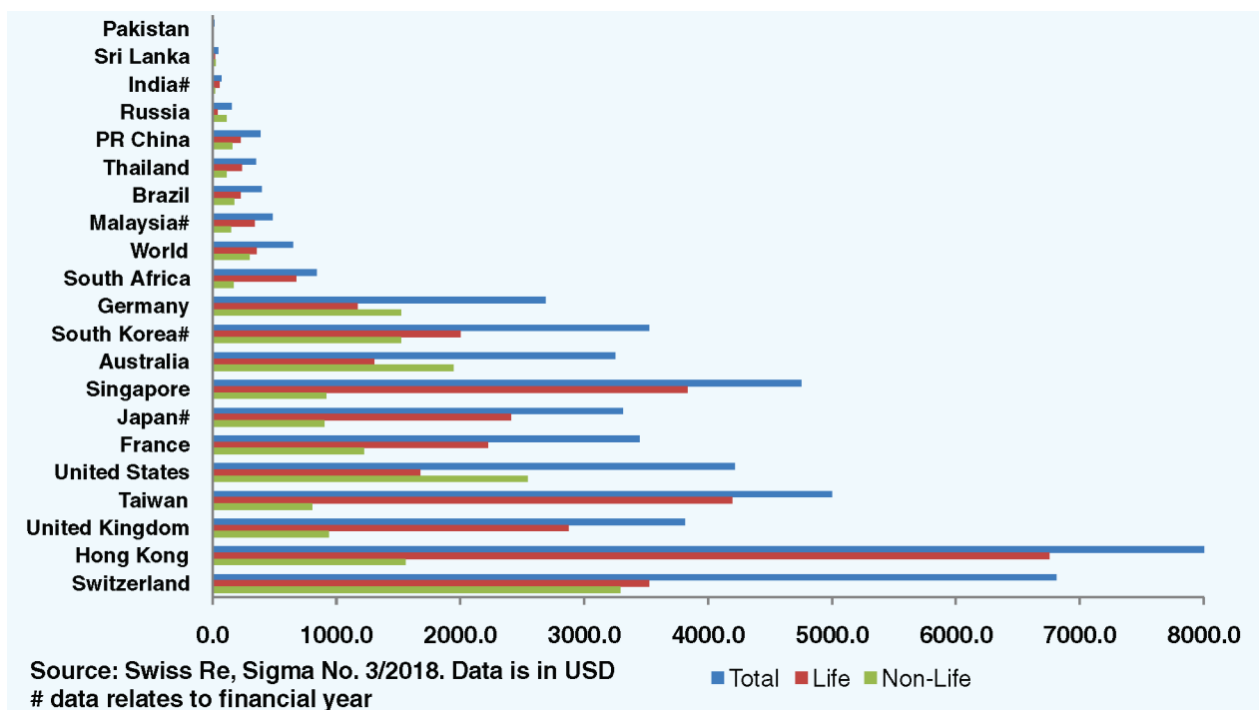
“信仰”，这使得寄生于“焦虑”的保险需求变得不那么迫切。此外，老龄化也是寿险需求释放的催化剂，30-45 岁是保险购买的高峰期，如果当这个年龄段成为人口的主力，那么保险消费自然会快速上升。

图表 7 2017 年主要国家和地区保险深度



资料来源: iadai、华创证券

图表 8 2017 年主要国家和地区保险密度



资料来源: iadai、华创证券

二、需求端：未来 10 年将是中国保险需求最强劲释放时期

我们把人们对人身保险产品的需求分为以下四类：1) 养老/储蓄需求 2) 身故、意外、疾病等补偿需求 3) 医疗、健康管理需求 4) 投资需求。一般的保险产品大都包含这四类需求中的一种或多种需求，如定期寿险一般满足死亡补偿的需求，健康险中的重疾险满足疾病和死亡补偿的需求，医疗保险和长期护理保险主要满足医疗和健康管理的需要，普通年金保险主要满足养老/储蓄和身故补偿的需求，分红保险主要满足养老储蓄以及投资等的需要，等等。

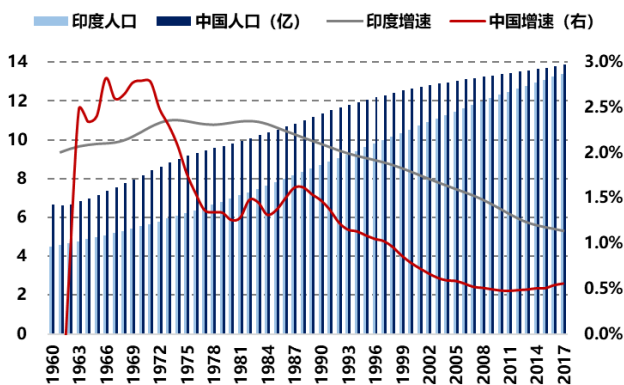
人身保险产品的需求面广，需求弹性较大，不同的受众人群对保险产品有不同方面、不同程度的需求。我们试图从人口结构、社会特征、消费储蓄习惯等方面对比中印寿险产品受众者的差异，测算保险需求的释放空间。

(一) 从人口结构特征来看，现阶段的中国对养老和医疗保障的需求更加迫切

中国和印度都是人口大国，但人口特征有较大的不同。与中国相比，印度人口具有结婚率高，结婚年龄低，生育数量多，文盲率高，重男轻女，城市化率低，但是人口向大城市聚集度高的特征。总体上，中国人口比印度更老也更健康，人口总量增长缓慢面临下降压力，并且老年人口负担比很高。

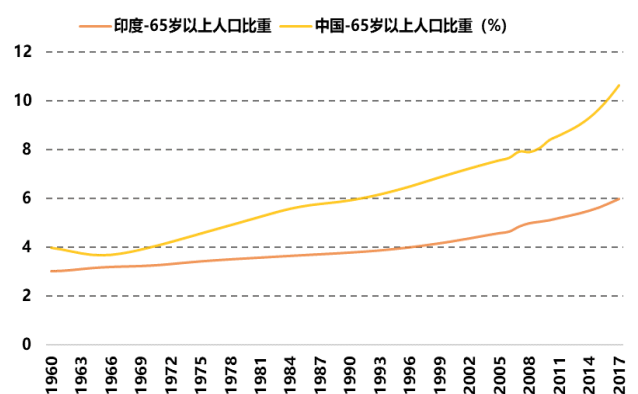
与印度相比中国人口更加老龄化和健康化。中国人口已经快速进入老龄化通道，65 岁以上人口比重已超过 10%，老龄化趋势愈发严重。当老龄化程度超过 14% 时意味着国家进入深度老龄化，据测算 2 年后的中国将进入深度老龄化，2050 年或将接近日本。印度人口结构保持相对年轻，65 岁以上人口比重在 6% 左右。中国人口预期寿命高于印度，2015 年中国人口平均预期寿命为 76.34，印度在 2015 年时出生时平均预期寿命为 68.3，可以反映出中国人口比印度人口更健康。另外婴儿死亡率也可以反应出这一点，2017 年印度婴儿死亡率为 32%，而中国只有 8%。

图表 9 中国人口已面临下降压力，印度人口增速仍然较高



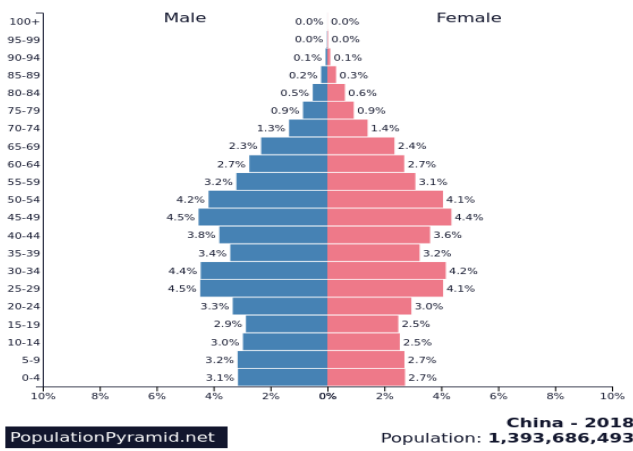
资料来源：wind、华创证券

图表 10 中国人口老龄化趋势严重，印度仍保持较年轻的人口结构



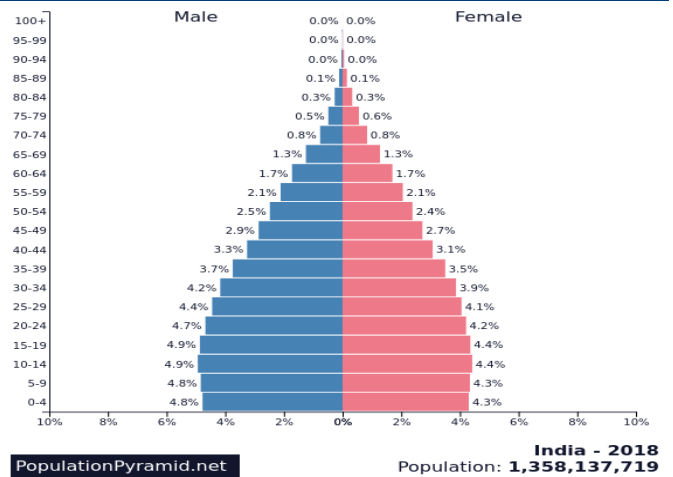
资料来源：wind、华创证券

图表 11 中国即将步入深度老龄化社会，中间年龄段人口占比最大



资料来源: PopulationPyramid.net、华创证券

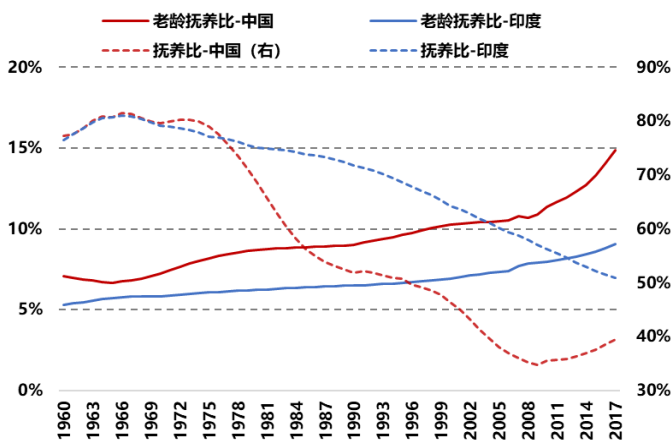
图表 12 印度年轻人口比重占比最大，属于年轻化社会



资料来源: PopulationPyramid.net、华创证券

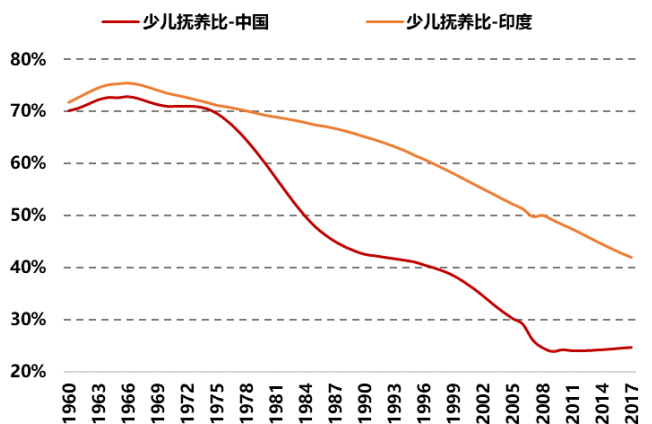
中国面临更大的养老压力以及劳动力人口红利消退压力。从抚养比来看，印度整体抚养比中国高，中国以老年负担比增长为主，而印度以少儿负担比增长为主。中国老龄人口抚养比在近 10 年来攀升，加剧中国老年人口负担压力。少儿负担比是未来劳动力增长的预期，印度未来劳动力人口增长压力较小，人口红利尚在释放阶段。而中国面临较大的养老压力及劳动力人口下降的压力，人口红利逐渐消退。

图表 13 中国面临较大的养老压力



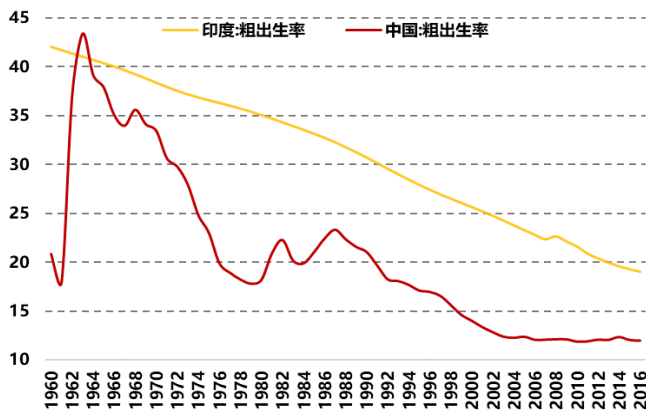
资料来源: wind、华创证券

图表 14 印度少儿抚养比较高，仍在人口红利释放阶段



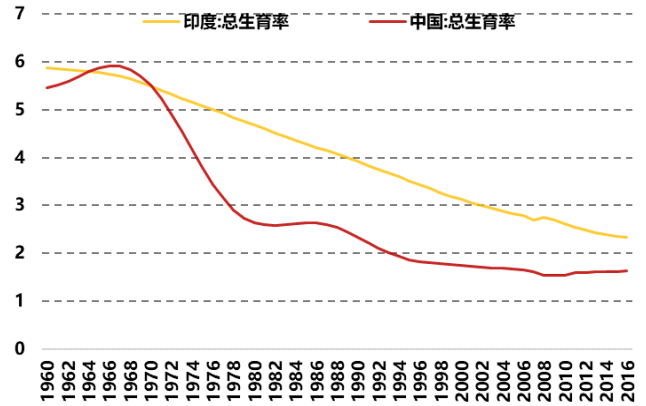
资料来源: wind、华创证券

图表 15 印度人口出生率高于中国，中国人口出生率持续下降保持低位



资料来源: wind、华创证券

图表 16 印度人口生育率较高



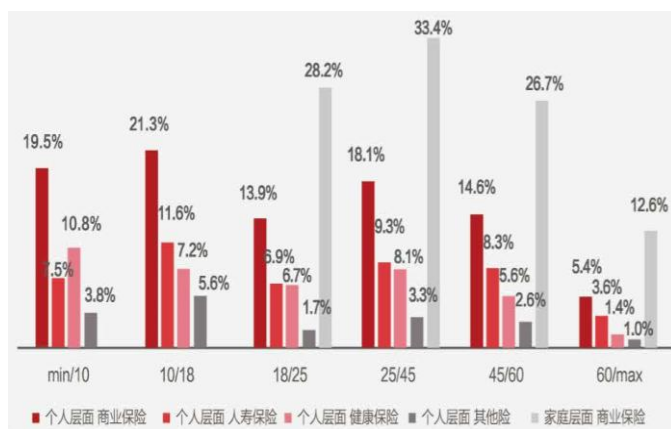
资料来源: wind、华创证券

从人口结构和特征来看，中国对养老及医疗保障需求更加迫切，人口特征更有利于保险需求的释放。随着中国人口老龄化进一步加深，劳动人口占比下降，养老负担将会变得沉重，养老保障需求迫切。老龄化趋势意味着未来将面临更大的医疗和健康支出需求。

根据《2018 中国城市家庭财富健康报告》，我国城市家庭户主年龄在 31-40 岁之间，保险类资产占总投资资产比重最大，为 23.5%。41-50 岁以及 51-60 的户主家庭次之，分别为 23.5%和 24.3%。户主年龄在 25-45 岁之间的家庭商业保险参保率最高，为 33.4%。从个人层面看，家庭主要的参保人为 18 岁以下的成员，其中 10-18 岁之间的家庭成员参保率为 21.3%，家庭更愿意为未成年人投保。据中国太保 2018 年披露的重疾险客户年龄分布，重疾险客户占比最高的为 30-39 岁、40-49 以及 0-9 岁的人群，占比分别为 23.3%、22.2%和 21.3%。

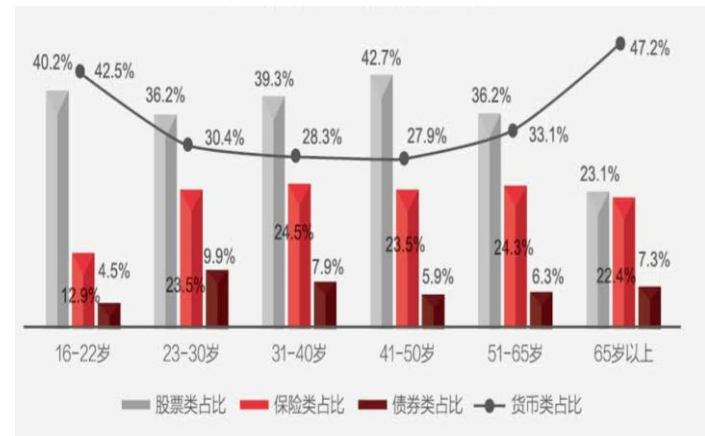
我国目前人口的中心聚焦于 25 岁-50 岁的群体，占比约 40%，再过 10 年人口的中心将会上移 10 岁左右到 35 岁-60 岁。这部分群体是最主要的劳动力和贡献收入的群体，是购买保险产品的主力群体，说明在未来 10 年间我国人口中心将与保险主力购买人群重合，未来 10 年将是保险需求最强劲释放时期。

图表 17 各年龄段的商业保险参保率:



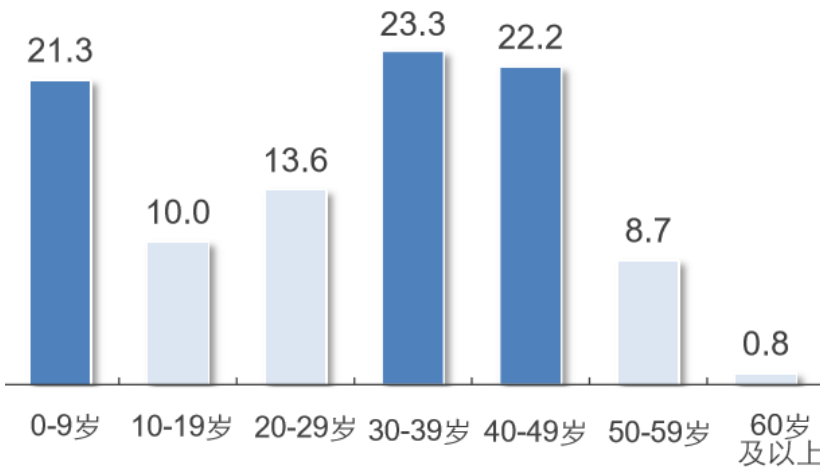
资料来源: 广发银行、西南财经大学, 《2018 中国城市家庭财富健康报告》; 华创证券

图表 18 不同户主年龄下的家庭投资资产配置结构: 31-40 岁户主的家庭保险类资产占比最高



资料来源: 广发银行、西南财经大学, 《2018 中国城市家庭财富健康报告》; 华创证券

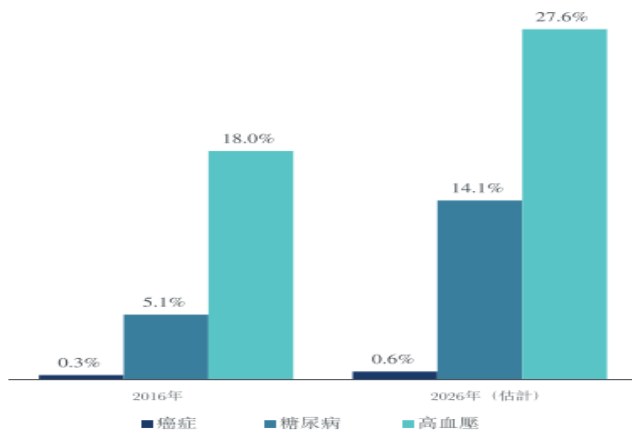
图表 19 2018 年中国太保重疾险客户年龄分布



资料来源：中国太保、华创证券

另外，我国城镇化进程的加快也将加速保险需求的释放。据《2018 中国城市家庭财富健康报告》，我国一线城市和二线城市的商业保险参保率高于其他城市，2017 年一线城市的家庭商业保险参保率达 24.7%，个人商业保险参保率达 15%，二线城市的家庭商业保险参保率达 24.3%，个人商业保险参保率达 14.3%。随着我国城镇化进程的加快以及二三线城市的快速发展，我国商业保险参保率将更进一步提升，保险需求将进一步释放。

图表 20 中国主要疾病发病率未来将上升



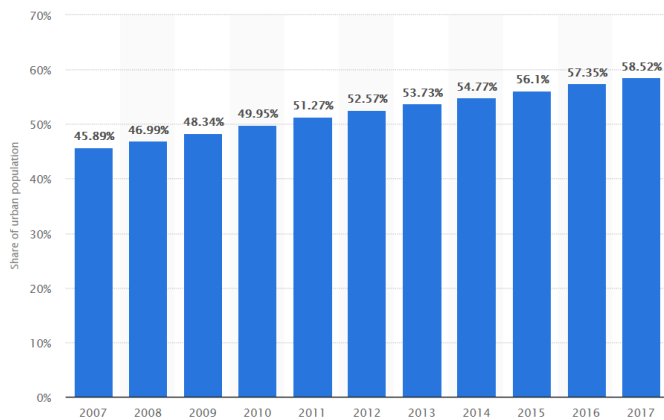
资料来源：平安好医生《招股说明书》、华创证券

图表 21 一二线城市商业保险参保率高



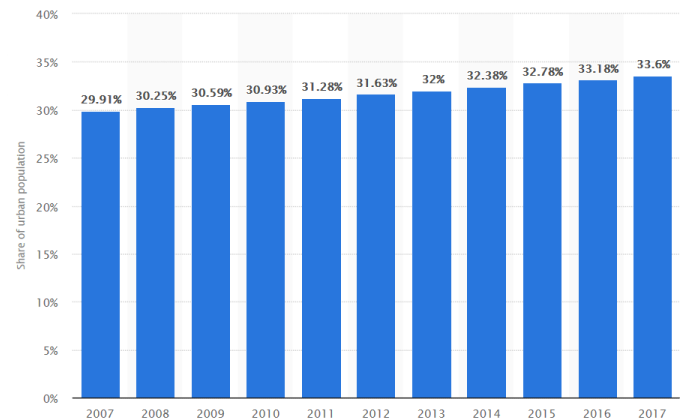
资料来源：广发银行、西南财经大学，《2018 中国城市家庭财富健康报告》；华创证券

图表 22 中国城镇化进程加快



资料来源: statista、华创证券

图表 23 印度城镇化率



资料来源: statista、华创证券

(二) 中国家庭债务过高挤占保险需求，投资储蓄结构中保险资产占比较低

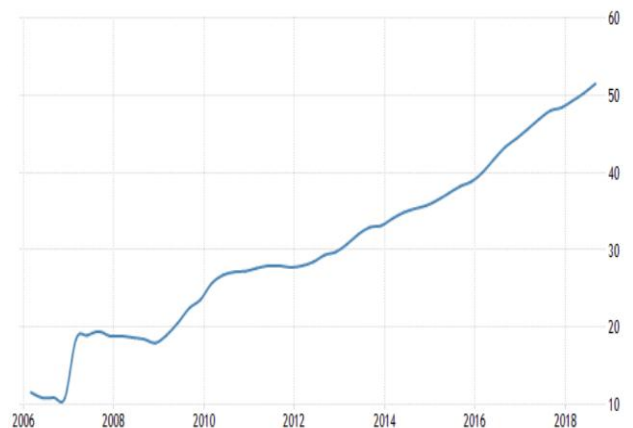
虽然我国人均经济基础优于印度，但我国家庭债务过高一定程度将对保险需求造成挤占效应。2018 年我国家庭债务占 GDP 比重已超 50%，印度同期只占 11% 左右。居民部门杠杆率也呈同样的特征，中国高达 50% 以上，印度只有 10% 左右。负债率过高的原因为房地产负债过高，过高的债务负担对保险需求有较大幅度的挤占效应。

图表 24 印度家庭债务占国内生产总值比重



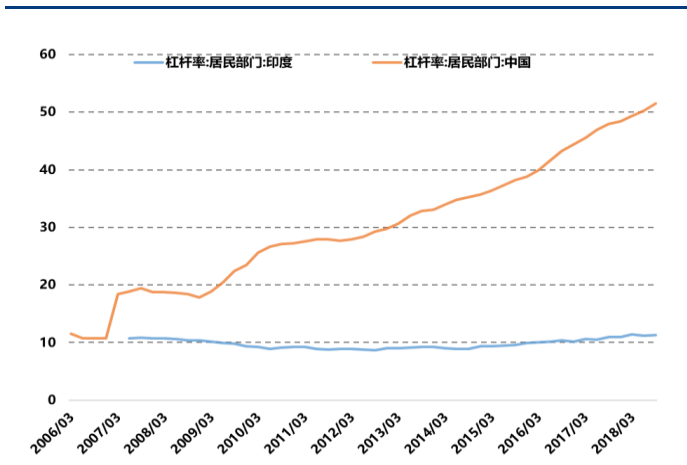
资料来源: TRADING ECONOMICS、华创证券

图表 25 中国家庭债务占国内生产总值比重



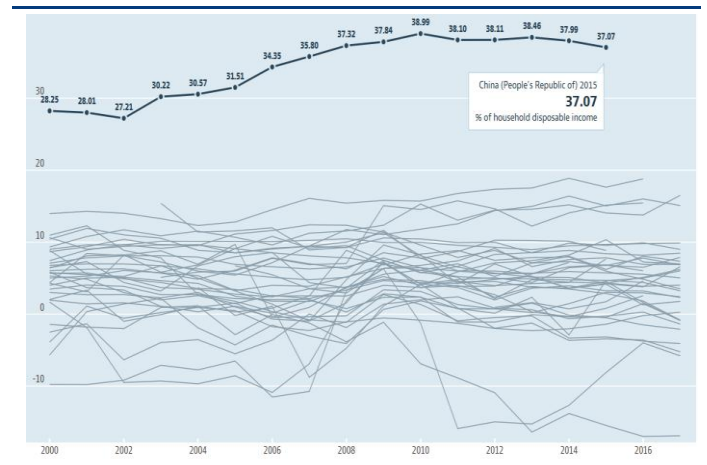
资料来源: TRADING ECONOMICS、华创证券

图表 26 中印居民部门杠杆率：印度保持低位平稳，中国远高于印度且攀升较快



资料来源: wind、华创证券

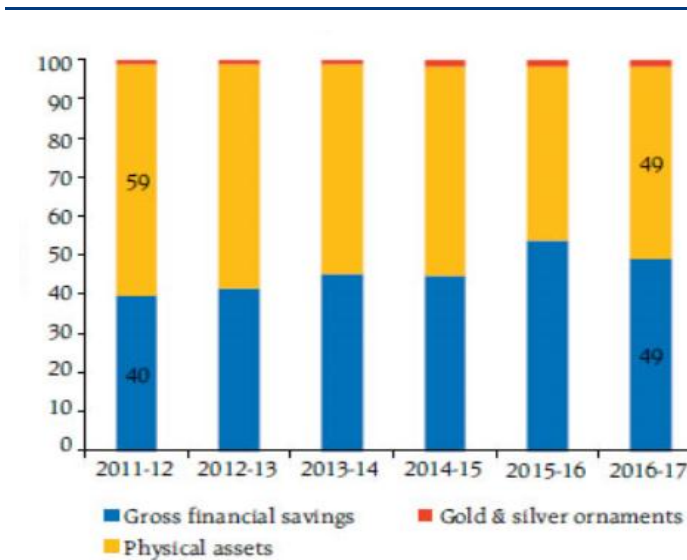
图表 27 中国家庭储蓄率 (household savings of household disposable income) 在 OECD 国家中最高



资料来源: OECD、华创证券

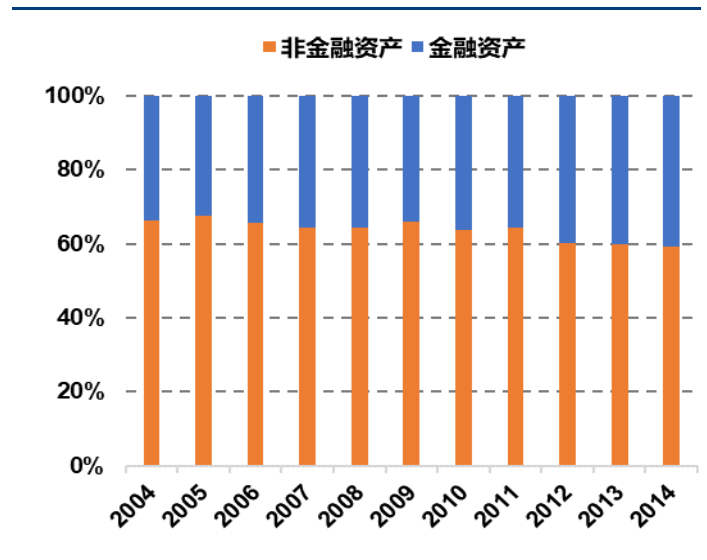
中国人均 GDP 和人均可支配收入基础高于印度，且是家庭储蓄率非常高的国家，2015 年中国家庭储蓄率达 37.7%。较好的人均可支配收入基础和较高的储蓄率是有利于保险需求的释放的，但当前我国居民资产中保险准备金的比重并不高，还有很大的提升空间，主要有两方面原因：一方面居民资产中非金融资产主要是房地产占据了较大的资产配置空间；另一方面我国金融资产配置中保险资产的占比还很低。

图表 28 印度居民资产占比：金融资产和非金融资产占比持平



资料来源: RBI、华创证券

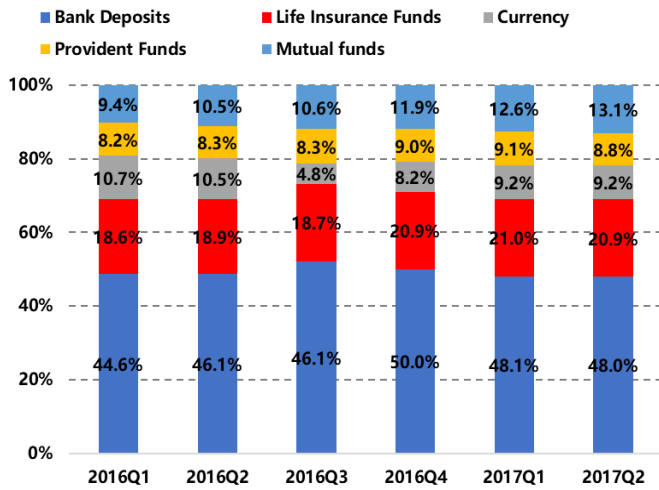
图表 29 中国居民资产占比：非金融资产占比较高，金融资产占比逐年提升



资料来源: wind、华创证券

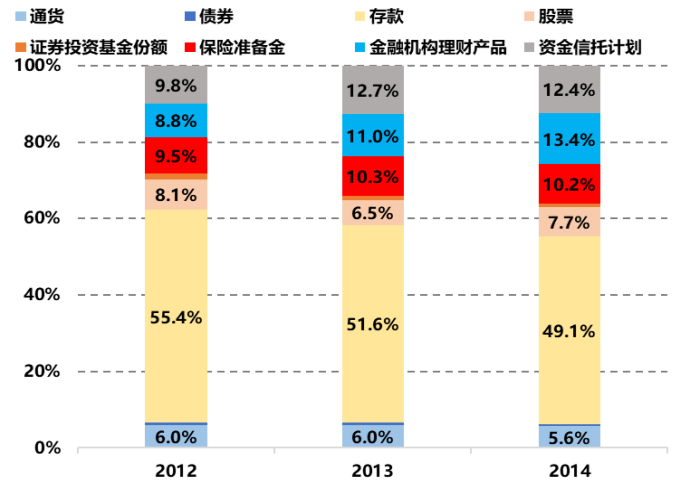
从居民资产配置角度来看，中国居民金融资产占比小于非金融资产，但金融资产占比有逐年提升趋势，2014 年居民部门金融资产/非金融资产为 41: 59。其中，非金融资产中房地产占据 90% 以上的比重。印度居民金融资产和非金融资产占比相对持平。中印两国金融资产配置中占比最大的都为银行存款，保险准备金占金融资产比重在印度近年来在 20% 左右，仅次于银行存款。而在中国理财产品如银行理财和信托计划是除了银行存款之外占比最大的金融资产配置，保险准备金占比较小，2014 年前后为 10% 左右，近年来这个比例应该有所上升。

图表 30 印度居民金融资产配置：保险准备金占比明显高于中国



资料来源：RBI、华创证券

图表 31 中国居民金融资产配置：保险准备金占比在 10%左右



资料来源：wind、华创证券

我国居民部门过高的负债率很大程度挤占了居民消费，也挤占了包括保险需求在内其他金融产品的需求释放空间，储蓄投资结构中房地产占比过高，金融资产占比较低。金融资产中保险准备金占比在 10%左右（近年来应该有所提升），远小于印度 20%左右的比例，还有很大的提升空间。

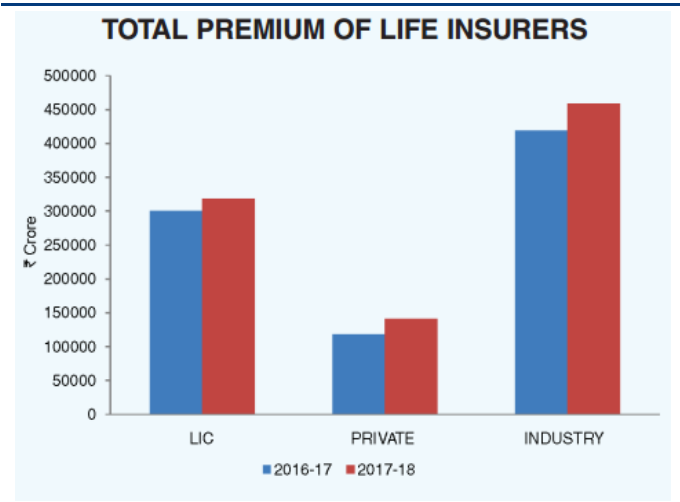
三、供给端：供给端的改善加速需求的释放及提升保险公司估值

保险产品是非刚需产品且形态较为复杂不为一般消费者所理解，所以需求比较难以释放。保险公司销售保险产品的过程是投保人保险需求释放的过程，所以保险产品供给端对引导和释放保险需求有较程度的影响，我国保险市场尚处于供给引导需求的阶段，供给端承担了对消费者保险意识培养和教育的部分职责。

（一）印度保险产品的供给端较中国稳定，中国供给端竞争更加自由化

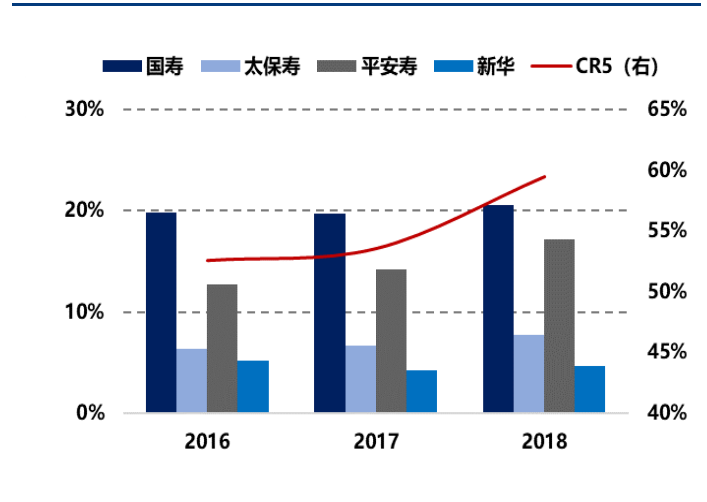
印度寿险市场竞争格局呈垄断特性，中国市场竞争格局较自由化。印度保险公司数量较少，截至 2017 年印度全国只有 24 家寿险公司和 6 家健康险公司，寿险公司中 1 家为公共部门寿险公司 LIC（Public Sector），其余 23 家寿险公司和 6 家健康险公司均为私有部门公司（Private Sector）。LIC 的市场份额为 69.4%，其他私人部门寿险公司的市场份额为 30.6%。中国寿险市场竞争格局较自由化，寿险公司数量较多。截至 2018 年中国有 84 家寿险公司和 7 家健康险公司，市场份额第一的中国人寿 2018 年原保费市场份额为 21%，市场前 5 公司份额为 54.9%。

图表 32 印度公共部门 LIC 保险公司市场份额接近 70%



资料来源: irdai、华创证券

图表 33 中国 top1 寿险公司市场份额为 20% 左右, top5 份额在 60% 左右



资料来源: wind、华创证券

中印保险产品形态供给差异不大。印度寿险公司主要经营 5 中寿险产品: 1) 定期寿险 (Term Life Insurance); 2) 终身寿险 (Whole Life Policy); 3) 养老计划 (Endowment Plans); 4) 单位连结保险 (Unit Linked Insurance Plans); 5) 返还型保险 (Money Back Policy), 这些产品在中国都有相同或类似的形态, 产品供给的差异不大。

图表 34 印度寿险公司主要的经营险种

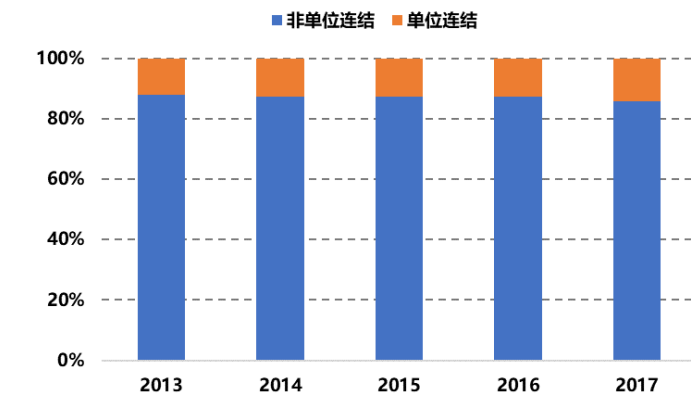
保险类型	特性
定期寿险 (Term Life Insurance)	在特定的保险期间内承担死亡风险。
终身寿险 (Whole Life Policy)	终身寿险保单承保投保人的一生。终身寿险的主要特点是保单的有效性没有明确的定义, 个人终身享有终身寿险。投保人定期支付保险费, 直到去世, 然后将保单主体支付给家人。
养老计划 (Endowment Plans)	定期保险计划只在保险期间发生意外的情况下, 才会连同利润一起支付被保险人的金额, 而养老计划则在死亡和生存两种情况下支付被保险人的金额。然而, 在死亡或到期两种情况下, 养老计划对支付被保险人的金额和利润收取更高的费用/支出 (反映在保费中)。这些利润是投资于资产市场 (股票和债券) 的溢价的结果。
单位连结保险 (Unit Linked Insurance Plans)	单位连结保险是养老计划计划的一种变体。他在死亡/到期时支付被保险人保险金。ULIP 在一些地方与养老计划不同。ULIP 的业绩与资本市场挂钩, 个人可以选择股票/债券市场的投资组合。投资组合的价值由资产净值 (NAV) 表示。所以, ULIP 与共同基金有许多相似之处。ULIP、是投资和保险的结合, 而共同基金则是纯粹的投资渠道。
返还型保险 (Money Back Policy)	返还型保险是养老计划的另一种变体, 它在保单期限内定期返还给投保人。如果投保人活过了这一期限, 他就得到了余额的保证。如果在保险期间内死亡的, 受益人可以得到全部保险金。

资料来源: HDFC life、华创证券

由于竞争、监管等方面的原因, 中印保险结构有一定差异, 印度保险结构在各方面比较稳定。印度个人保险和团体保险的比重相当, 维持新业务中个人保险占比接近 50%, 团体保险略超 50% 的比重, 中国以个人保险为主导, 占比

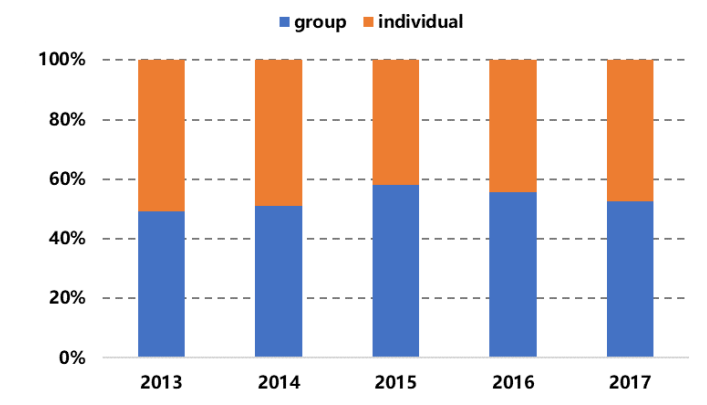
超 80%；一直以来投连险在印度保险中都占有一席之地，投资连险保费和投连基金投资的资产占总保费和总资产都在 15%左右，在我国投连险在 2000 年过后盛行一段时间，后由于投连亏损风波后没落，目前投连险在我国规模占比较小；

图表 35 印度投资连结型保险占有稳定的比重，中国投连险占比很小



资料来源: irdai、华创证券

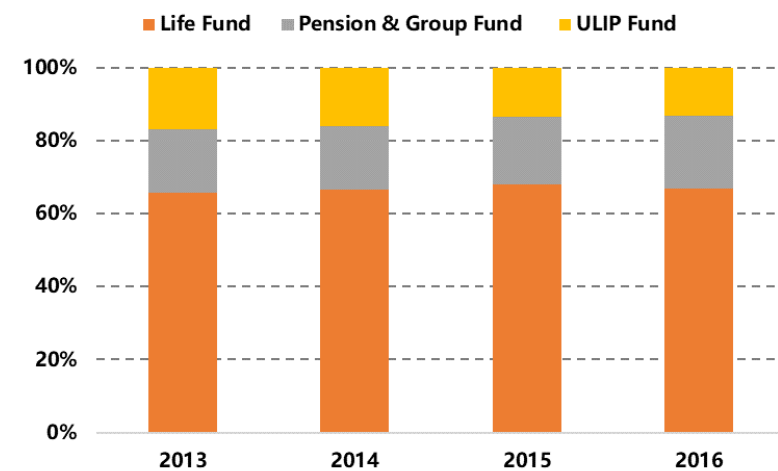
图表 36 印度个人保险和团体保险比重相当，中国个人保险产品占主要地位



资料来源: wind、华创证券

印度保险产品主要为长期产品，保障储蓄属性占比大。一般来说所有产品都可以作为投资连结型和非投资连接型，投资连结保险具有较强的投资属性，而传统的非投资连结保险主要是保障和储蓄的属性。从印度寿险公司投资资产来源于保险基金的分布来看，传统寿险基金占比最大达 67%，养老计划团险计划占比为 20%，投连基金占比在 13%左右，印度保险的保障储蓄属性较大。

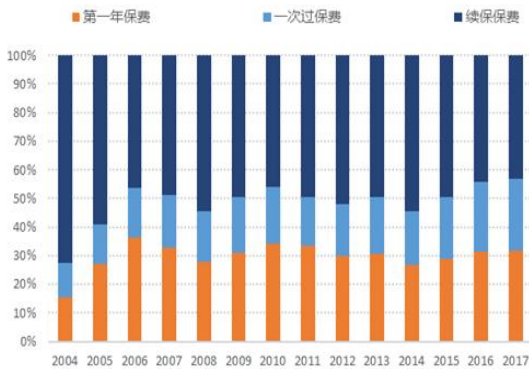
图表 37 投资资产中来源于保险基金的分布：普通寿险占比最大超 60%



资料来源: irdai、华创证券

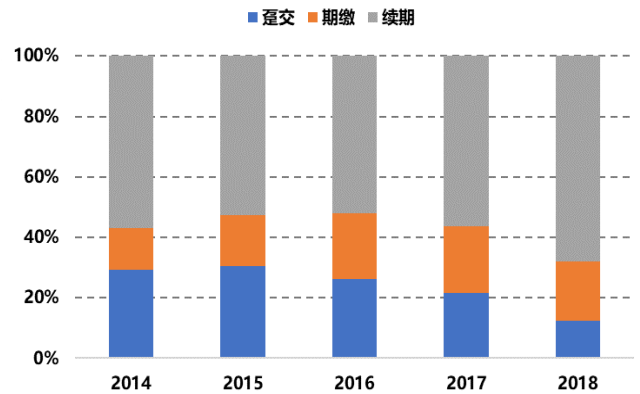
从印度保险的缴费期结构来看，印度保险多为期缴型产品，趸交占比较小。行业总保费中续期保费和新单保费占比较为相当，这是目前在我国前几家保险公司才可以实现的结构。投连险与非投连险相比期缴占比更大，这也可以说明印度保险多为长期保障储蓄型产品，投连险大多为长期传统险加上具有投资属性的投连账户而成。

图表 38 LIC 印度寿险公司缴费期结构较稳定



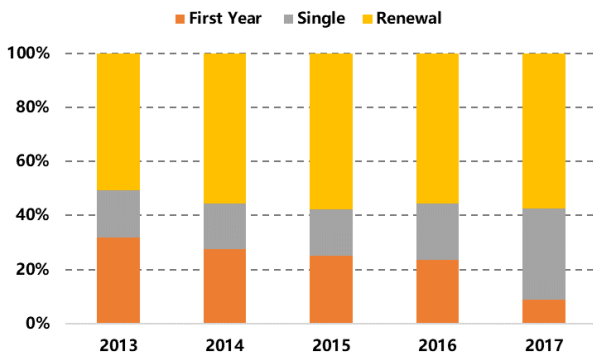
资料来源: irdai、华创证券

图表 39 中国人寿保费结构续期逐年占比提升



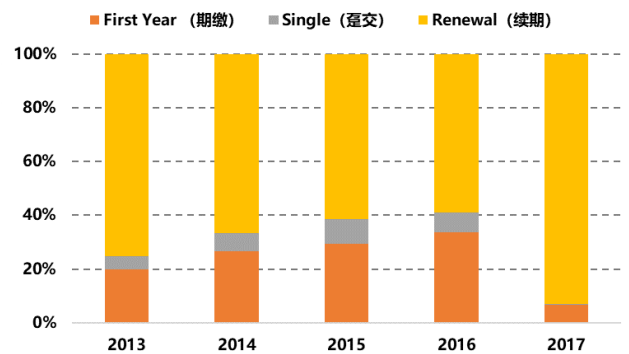
资料来源: irdai、华创证券

图表 40 私人部门寿险公司非连结保险保费结构: 非投资保费中趸交占据一定比例



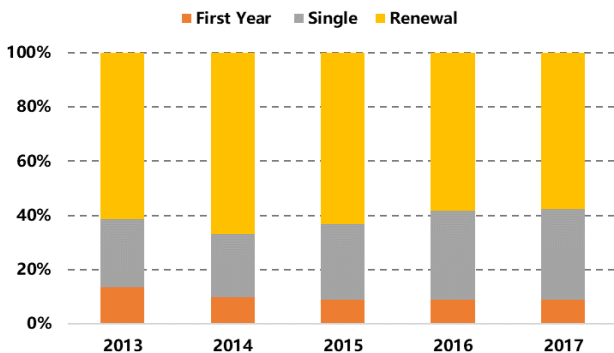
资料来源: irdai、华创证券

图表 41 私人部门寿险公司连结保险保费结构: 投连保费中主要为期缴



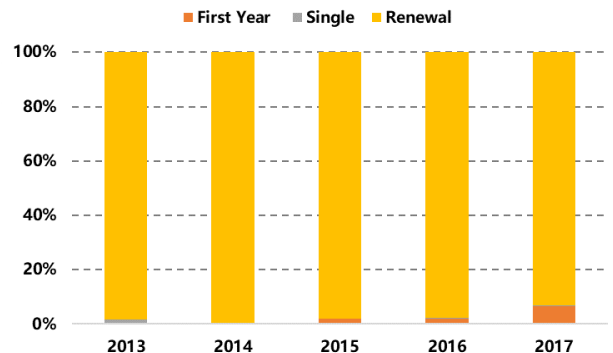
资料来源: irdai、华创证券

图表 42 LIC 寿险公司非连结保险保费结构



资料来源: irdai、华创证券

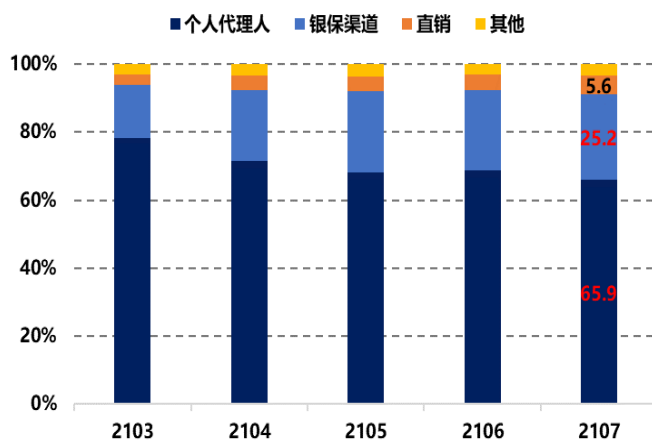
图表 43 LIC 寿险公司非连结保险保费结构



资料来源: irdai、华创证券

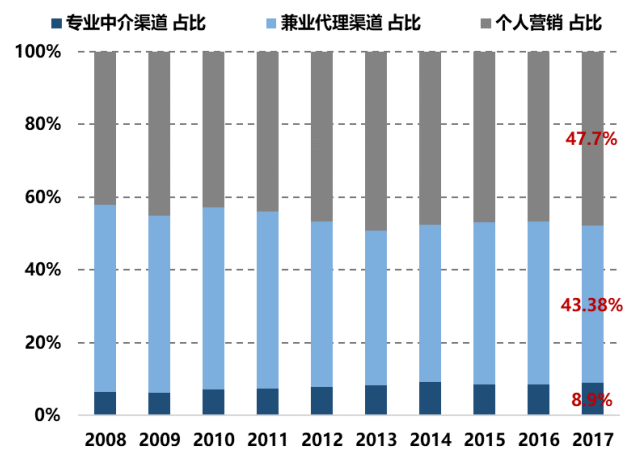
相较于印度，我国保险结构在各方面变化较大不如印度稳定，前几年银保渠道产品盛行，占比较大，近年来个险渠道发展较快，比重有所上升；产品成分结构以及缴费期结构也在近几年发生较大的变化，由以前投资属性较大的产品转向保障储蓄属性产品发展，更多的供给长期期缴型产品。这与我国寿险市场竞争较自由化有一定程度的关系，随着寿险主体的增加，利润被挤压，一些寿险公司不得不改变策略，或是以价格竞争，或是承担更大风险竞争，造成保险结构各方面的变化。由于寿险行业是被高度监管的行业，保险产品结构改变也与监管环境及政策有较大关系。相比于印度的渠道结构，中国寿险行业银保渠道较为发达，与代理人渠道并重为最主要的销售渠道，目前中国银保渠道和代理人渠道比重为 43% 和 47%，相差较小。印度银保渠道占比较小只有 25% 左右的比重，远小于代理人渠道 66% 的占比，这与产品结构有一定关系，更与印度监管放开银保渠道作为代理渠道较晚有更大的关系。

图表 44 印度销售个人保险的新业务渠道结构：个人代理人为主，销售团体保险主要渠道为直销



资料来源：irdai、华创证券

图表 45 中国保险销售渠道以个人代理人 and 银保渠道为主



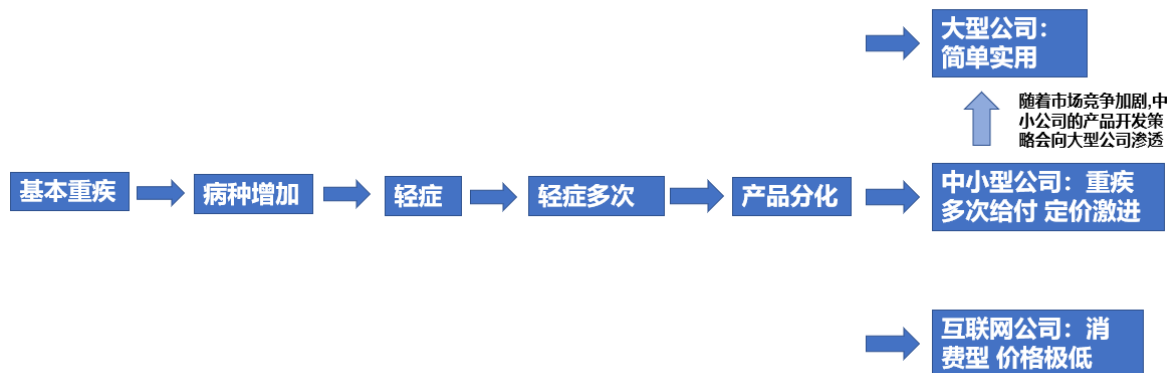
资料来源：wind、华创证券

(二) 供给端的改善有利于释放需求和估值提升

近年来，我国健康险产品供给端的快速发展完善一定程度促进了健康险需求的释放。近年来，我国保险行业健康险保费增速高企，一方面原因为人们风险意识加强，健康险需求市场潜力大，另一方面健康险产品供给的完善和改进一定程度上也促进了健康险需求的释放。

健康险快速完善的典型案例为重疾险形态近年来的创新与演变，随着各家公司对市场认知的加深以及市场竞争的激烈，重疾险进行了快速的更新换代和发展。当前市场上重疾险品种众多，并且针对不同客户群体有细分的品类。我们认为产品种类的增加以及细分市场对重疾险需求释放起到了重要作用，另外产品供给的增多导致产品价格的下降，也对需求的增长也有一定的促进作用。

图表 46 重疾险近年来的演变过程



资料来源: 中再寿险、华创证券

供给端改善有利于提升公司估值。我国保险公司估值受压制的一个较大原因为利润对利差依赖过大, 公司价值对投资收益率以及利率的敏感性较高。随着产品供给的改进与完善, 利润来源趋向于稳定平衡, 价值对投资收益率和利润敏感度降低, 公司估值压制因素将得到缓解, 估值将有提升空间。目前 4 家上市公司已经开始并部分完成了这样的改变, 各公司都在积极做改变往提高利润率降低投资收益率敏感性方向发展。

图表 47 各公司有效业务价值对投资收益率/利率变动敏感性: 友邦价值对利率敏感性较小

不利情景	国寿	太保	平安(寿险内含价值)	新华	友邦(新业务价值)
风险贴现率 +50bp	-4.5%	-3.6%	-2.4%	-5.0%	-6.0%
投资收益率 -50bp	-17.5%	-15.5%	-7.5%	-19.1%	
利率-50bp					-4.7%

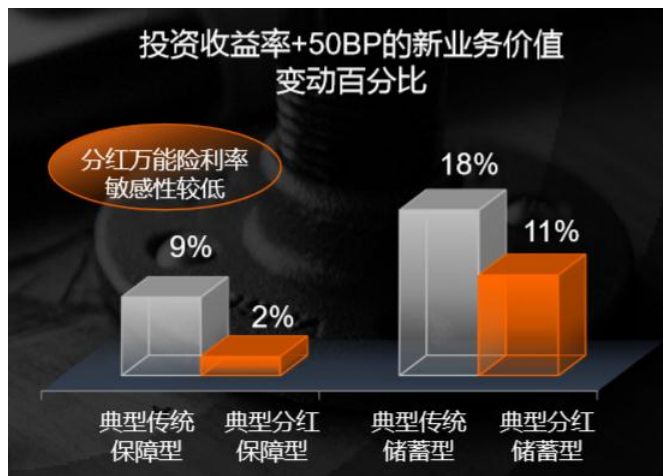
资料来源: 公司财报、华创证券

图表 48 中国平安一年新业务价值的利源结构: 死差费差占比已经较高

产品类型	寿险及健康险		长期保障型产品	
	利差	死差、费差及其他	利差	死差、费差及其他
2016 年	33.90%	66.10%	22.00%	78.00%
2017 年	36.20%	63.80%	25.10%	74.90%
2018 年	34.00%	66.00%	23.50%	76.50%

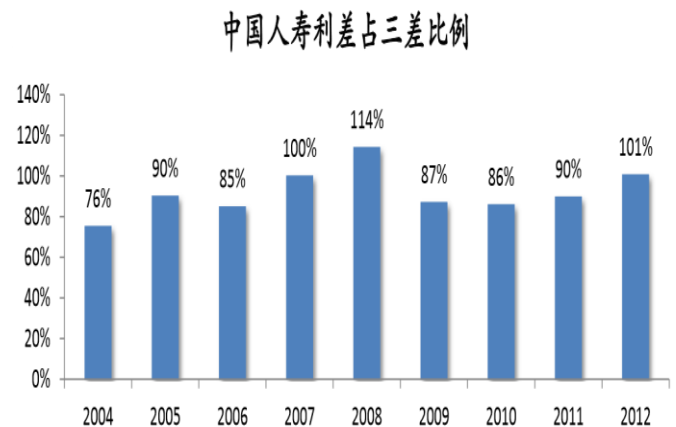
资料来源: 公司年报、华创证券

图表 49 中国平安产品结构多元，传统分红万能均衡发展，降低了价值对利率变化的敏感性



资料来源：平安开放日资料，华创证券

图表 50 中国人寿过往利差占比较大，近年来随着产品结构的改善，利差占比有较大程度下降



资料来源：中国人寿开放日资料，华创证券

四、基于需求端的释放以及供给端的发展，保险估值提升空间尚在

(一) 内含价值表示保险公司的清算价值，1 倍 PEV 是寿险公司估值的底线

内含价值是目前衡量一家寿险公司价值的最合适标准，它由寿险公司调整后的账面净资产加上存量业务未来净利润的折现组成，是站在股东角度上来看一家寿险公司的价值。内含价值相当于其他行业公司净资产的概念，是寿险公司的清算价值，并未反应公司未来获取新业务并盈利的能力，所以 1 倍 PEV 是寿险公司估值的底线。

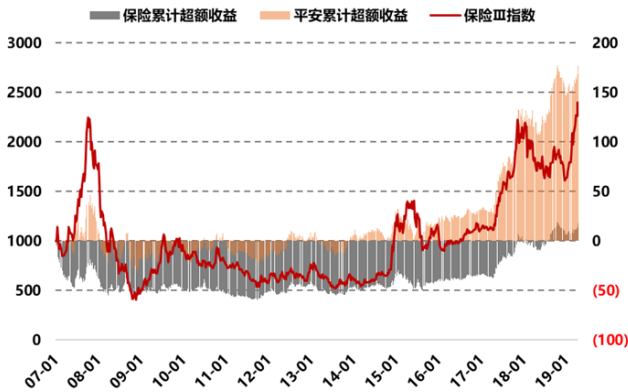
一般来说，股东以清算价值衡量公司的价值是明显低估的，如果公司面临清算就再无投资价值。与内含价值相比评估价值能更加真实反应公司的实际价值，评估价值在内含价值的基础上考虑了寿险公司未来获取新业务并盈利的能力。衡量寿险公司未来获取新业务并盈利的能力较困难，一般以当前最新年度获取的业务的价值乘以一定倍数来表示。所以评估价值的公式一般为：评估价值=内含价值+新业务价值*新业务价值倍数。

(二) 当前市场对保险股的估值较为短视与不稳定，估值并未考虑给予未来价值的稳定增长以及需求释放的空间

保险股表现与股票市场表现高度相关，2016 年开始才具备持有价值。很长时间以来保险行业与股票市场表现高度相关，并没有显著的持有价值，从 2016 年开始保险股有超过大盘的超额收益表现，开始具备持有价值。主要是因为过去我国保险产品的属性还是偏储蓄投资属性较多，寿险公司业绩表现与投资业绩表现有高度相关性。

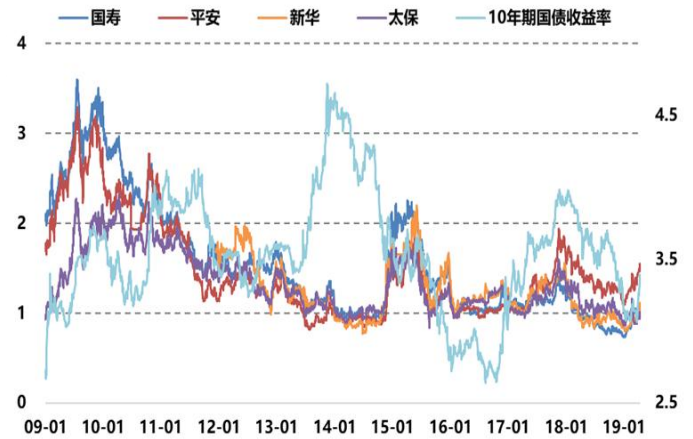
剔除极端情况，保险股 PEV 估值大多落在 1-2 倍的区间。过去 8 年，4 家上市险企的寿险内含价值复合增长率都在 10% 以上，分别为：22.9%（平安）、19.7%（太保）、12.5%（国寿）、26.4%（新华）。过去保险股估值大多落在 1-2 倍的区间，更多的时候在 1 倍上下徘徊。在不考虑新业务增长、投资波动等较中性的情况下，寿险公司存量 EV 每年有 10% 左右的增速，当前估值并未反应，更未反应未来 10 年较确定的新业务价值增长，价值存在明显低估。

图表 51 2016 年开始保险行业开始具备持有价值



资料来源: wind、华创证券

图表 52 剔除极端情况, 保险股 PEV 估值大多落在 1-2 倍的区间

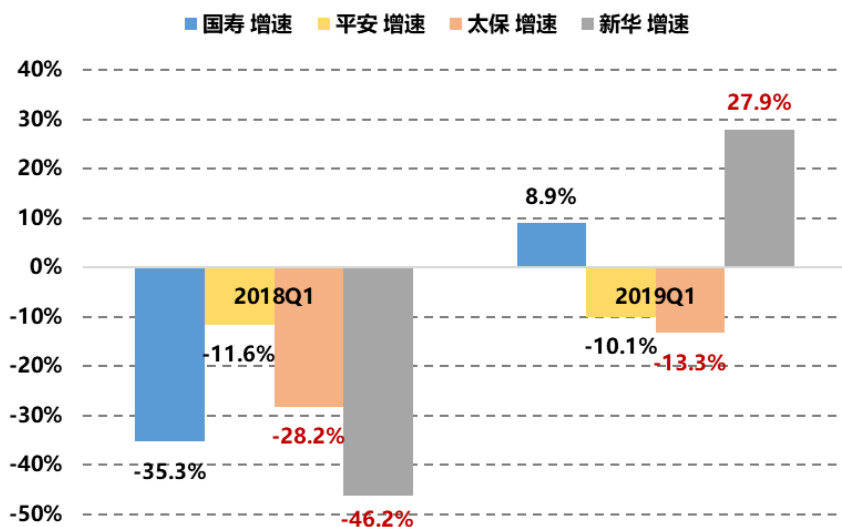


资料来源: wind、华创证券

逐月、季的新业务业绩短期波动对保险股走势影响较大。当前保险股价走势受月度、季度新业务业绩波动影响较大, 如果当期新业务业绩表现较好, 市场对未来 NBV 增长的预期将会调高, 估值得到提升, 反之当期新业务业绩表现较差的时候市场会下调 NBV 增长的预期, 估值向下。2018 年 1 季度四家保险公司股价走势与新业务增速表现高度相关, 新华保险 1 季度新单出现达 40% 的负增长, 股价也随之反应下跌超 40%, 中国平安负增长最缓, 股价跌幅最窄。2019 年 1 季度也表现出相同的规律, 中国太保新业务出现 4 家中最大的负增速-13.3%, 也充分反应在了股价走势上, 太保 1 季度涨幅最低。

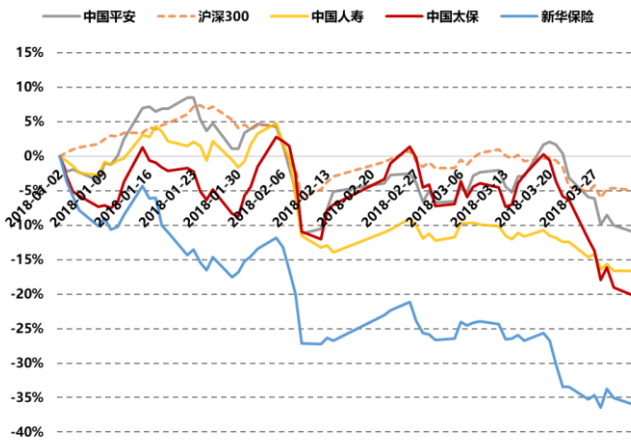
股价对新单业绩短期波动的反应为 PEV 估值在 1 倍上下波动, 当某个时间段新业务增速表现较好, 保险股估值大概率将向上突破 1 倍, 当某个时间段新单表现较差不及预期, 保险股估值将跌破 1 倍, 这是当前市场对保险股的一个较重要的投资策略。

图表 53 2018Q1 新华新业务增速最低, 2019Q1 太保新业务表现最差



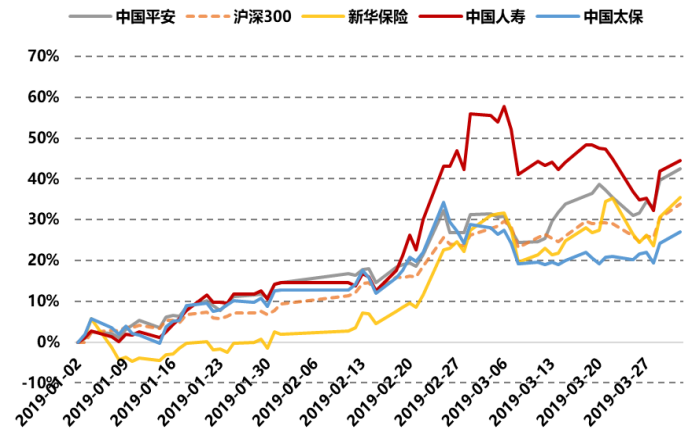
资料来源: 公司财报、华创证券

图表 54 2018Q1 新华保险新业务增长负增长幅度最大，股价急转直下，走势最差



资料来源: wind、华创证券

图表 55 2019Q1 太保新业务出现负增长，股价增幅最小



资料来源: wind、华创证券

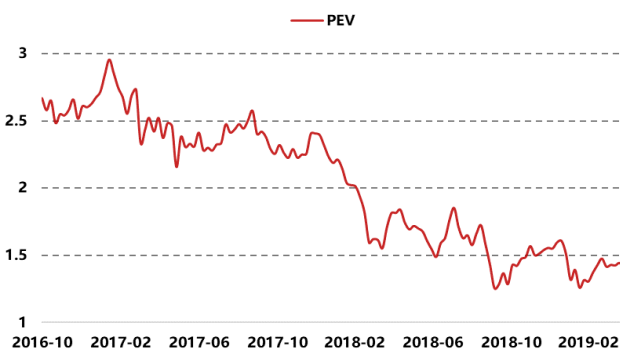
(三) 我国未来 10 年保险需求的强劲释放和供给端的不断完善发展是保险股估值提升的强大支撑

基于需求端的释放以及供给端的发展，保险估值提升空间尚在。估值随着短期业绩及资本市场波动在 1 倍 PEV 上下波动反应出市场并未对我国未来保险需求的释放和新业务价值的确定性增长有较乐观的预期，这是 A 股市场对于保险股估值体系认识与信心不足造成的。我国未来 10 年保险需求的强劲释放和供给端的不断完善发展是保险股估值提升的强大支撑。

对比印度保险市场，我国人均经济基础以及人口结构等基础环境条件均优于印度保险市场，印度纯寿险上市公司 MFS 当前 PEV 估值在 1.5 倍左右，高于 A 股保险股估值。

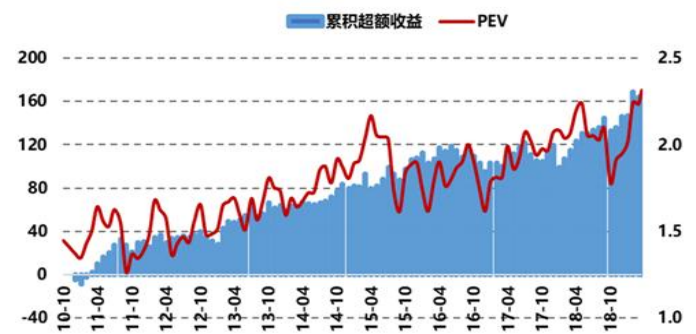
对比香港保险市场，大陆保险市场饱和程度远低于香港，友邦保险上市以来估值却一路上扬突破 2 倍 PEV。深耕保险潜力巨大的亚太发展中国家市场是其估值不断创新高的一个原因。近年来大陆保险市场的经营成果对友邦保险影响加大，随着我国保险市场的对外开放，友邦保险加大了对大陆市场的拓展，估值进一步提升。从侧面说明了其他市场的投资者对我国保险市场潜力的认可，但又并未给予大陆保险公司相应的估值，这与其他市场投资者对保险供给端不像对友邦保险同样认可有关。当前，A 股保险公司供给端的改善已经可观，当需求和供给共振时 A 股保险股估值将得以提升。

图表 56 印度纯寿险上市公司 MFS 上市以来 PEV 走势



资料来源: wind、华创证券

图表 57 香港友邦保险上市以来估值一路上扬



资料来源: wind、华创证券

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

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

高级分析师：王舫朝

英国杜伦大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：徐康

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

助理研究员：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

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

行业投资评级说明:

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

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

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

免责声明

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

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

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

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

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

华创证券研究所

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