

证券研究报告

保险

强于大市（维持）

证券分析师

刘志平

投资咨询资格编号:S1060517100002
邮箱 LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

研究助理

赵耀

一般证券从业资格编号:S1060117090052
电话 010-56800143
邮箱 ZHAOYAO176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

偿二代二期资产风险穿透监管或年底实施 对偿付能力影响整体偏正面

事项：

近期银保监会赵宇龙主任首度披露偿二代二期工程穿透式监管下保险业资产风险情况。

平安观点：

- **偿二代二期工程稳步推进：**15年开始偿二代17项监管准则试运行并在16年正式实施，偿二代之下行业整体风险管理水平及资本利用效率有较为明显提升，引导行业负债端注重回归本源、投资端注重价值投资。17年9月原保监会发布偿二代二期工程建设方案，内容涉及完善监管规则、健全执行机制、加强监管合作等三个方面26项具体工作，成熟一个、发布一个、实施一个，计划用三年时间全面完成建设实施。二期工程仍然坚持风险导向，同时重点解决行业资本不实、关联交易复杂、底层资产不清晰、保障功能发挥不足等问题。
- **险资非标占比已处高位，资产风险将实行穿透监管：**近年来在整体利率下行的大环境下，保险公司对非标资产配置持续增加，行业看19M3资金运用余额中其他资产占比已达到39.0%，上市险企中国寿、平安、太保、新华18年底非标资产配置占比分别为21.8%、17.0%、24.4%、32.3%，仍然处于相对较高水平，同时前期市场一度担忧非标资产的风险情况，而穿透式监管能够比较有效解决此问题。穿透式监管框架目前主要包括资本计量规则和信息披露规则两方面，其中资本计量规则包括：1) 对非基础资产进行全面穿透；2) 彻底穿透，从严从紧，仅有极少数满足一定投资方向及分散要求的非基础资产可以原则上豁免穿透；3) 穿透信息可获取且计量依据充分可靠。从结果上，对单一主体采取超额类进法设置集中度阈值，对单一资产按照资产比例设置集中度阈值。当前整体项目工作处在测试校验阶段，预计年底将出台正式方案并开始试运行。
- **行业测试显示寿险公司整体充足率提升6.7%，险资整体遵循价值投资：**初步测试结果显示：1) 穿透测试结果有效：总体应当穿透资产占比23%，其中86%实现了应穿尽穿，其余部分主要是因为无法从基金管理人处获取相关资料、无法满足季度估值时效性等原因。2) 穿透后整体资产结构配置基本不变：穿透后结果看大类资产配置比例及风险暴露变化并不明显，子资产中非标债、未上市权益资产以及不动产投资变化相对较大，但保险公司进行间接投资整体上结构仍然比较

简单。3) 对偿付能力影响整体偏正面：测试显示寿险公司整体充足率提升 6.7%，虽然市场风险最低资本小幅提升，但信用风险最低资本下降较为显著，主要因为信托及债权底层资产以企业债权为主且风险因子较低。4) 险资遵循价值投资，是实体经济长期稳定资金提供者：行业整体投资杠杆水平较低，测试寿险公司债券资产有效久期 8.7 年，平均久期区间显著高于其他金融行业，同时遵循价值投资，重点关注盈利强、估值低的优质成熟企业。

- **投资建议**：短期看二季度新单改善趋势以及代理人情况仍然有待观察，但是：1) 投资端看，18 年 Q2 权益市场表现不佳，上证、深证指数分别下降 10.4%、13.7%，今年同期仍然具备一定空间；同时利率趋势向好，有助于险企估值提升和固收类资产配置，后期持续关注长端利率走势；2) 负债端看，上市险企一季报整体表现出色，公司间虽有所分化但整体保障空间仍然较大，行业健康险保持高增长，且上市险企有进一步增员的动力，有助于新单的持续改善，后期继续关注代理人及产品情况。当前国寿、太保及新华对应 18 年 P/EV 分别为 0.96 倍、0.91 倍、0.96 倍，2019E 的 P/EV 预计在 0.8 倍左右，处于较低水平。我们维持行业“强于大市”评级，建议关注负债端表现相对较好的新华保险以及经营稳健且二季度新单压力更小的中国太保。

- **风险提示**

1) 市场下跌出现系统性风险：保险股具备较高的贝塔属性，长期看股价与大盘走势呈现较大的相关性。如果股市系统性下跌，可能会对股价造成负面影响。

2) 代理人增员及新单改善情况不及预期风险：如果上市险企代理人出现较为明显的脱落，或者新单未能延续持续改善的趋势，可能会对股价造成负面影响。

3) 政策不及预期风险：今年下半年开始偿二代二期相关政策将陆续出台，如果部分政策监管较为严格，可能会对部分保险公司经营产生负面影响。

4) 行业竞争加剧风险：如行业对保障类产品的竞争加剧，可能会影响上市险企的价值率进而影响新业务价值增长，可能会对股价造成负面影响。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033