

推荐（首次）

基本面和政策面回暖，险资迎来新年“开门红”

2019年04月15日

保险行业分析

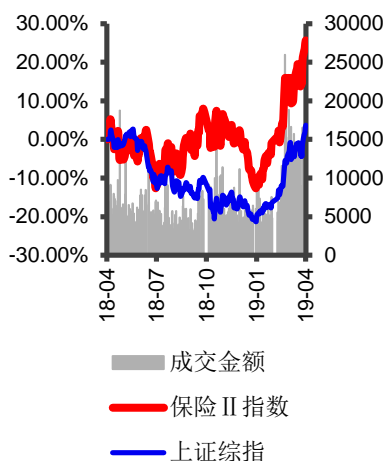
分析师：王湘萍

电话：(024) 2295-5429

邮箱：wangxiangping@wxzq.com

证书编号：S0650511010003

指数表现



核心内容

☞ 保险行业分析方法

1、保险公司盈利水平由三差决定：即死差（实际死亡率与预定死亡率之差）、费差（实际费用率与预定费用率之差）、利差（实际投资收益率与预定利率之差）等因素；

2、保险行业受其行业属性影响，其财务报表结构有其特殊性，在资产端和负债端，对保险公司企业价值有较大影响的指标需要重点关注；

3、保险行业有其特有的内涵价值估值法，即保险公司评估价值（AV）= 内含价值（EV）+ 新业务价值（NBV）。

☞ 保险行业发展现状

1、行业头部效应凸显，业务出现分化；

2、互联网保险异军突起，保险渗透率不断提升。

投资机会

1、险资盈利提升，行业基本面回暖；

2、政策松绑，科创板问世，外资限入放宽，推动行业整体转型，值得长期配置。

风险提示

1、长期利率走低，资本市场波动幅度较大，对投资端不利影响；

2、保费增长不及预期，理赔率过高。



目 录

一、保险行业的经营情况	3
(一) 保险公司的业务构成.....	3
1. 保险公司经营范围.....	3
2. 保险公司产品种类.....	3
(二) 保险公司的盈利模式.....	5
1. 保险公司的业务流程及收入构成.....	5
2. 影响保险公司的利润水平的因素.....	7
3. 保险公司重要考核和估值标准.....	7
二、保险行业的发展现状.....	9
(一) 行业头部效应凸显，业务出现分化.....	9
(二) 互联网保险异军突起，提升保险渗透率.....	10
三、保险行业投资机会分析	11
(一) 险资盈利提升，行业基本面回暖.....	11
(二) 政策松绑，科创板问世，外资限入放宽，推动行业整体转型.....	12
四、风险提示	13



一、保险行业的经营情况

（一）保险公司的业务构成

1. 保险公司经营范围

根据《中华人民共和国保险法》规定：保险公司的业务范围包括三大类：人身保险业务（人寿保险、健康保险、意外伤害保险）；财产保险业务（财产损失保险、责任保险、信用保险、保证保险）；其他业务。

人身保险是指以人的寿命和身体为保险标的的保险活动，包括人寿保险、健康保险和意外伤害保险。当人们遭受不幸事故或因疾病、年老以致丧失工作能力、伤残、死亡或年老退休时，根据保险合同的约定，保险人对被保险人或受益人给付保险金或年金，以解决其因病、残、老、死所造成的经济困难。

财产保险是指除人身保险外的保险活动，包括财产损失保险、责任保险、信用保险、保证保险等。它是以有形或无形财产及其相关利益为保险标的一类补偿性保险。

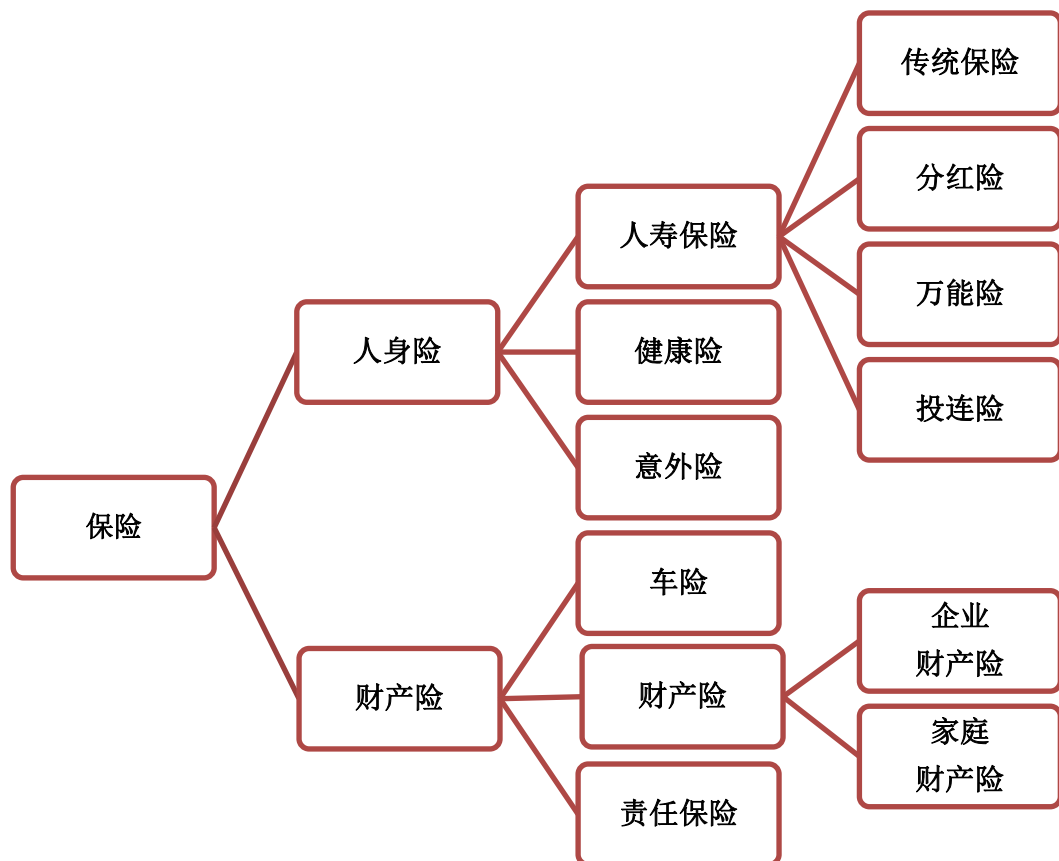
其他业务是指由于保险公司具有现金流非常充裕的行业特征以及业务创新的需求，保险公司也会除了保险业务之外的金融业务，如银行业务、资产管理业务、金融科技及医疗业务等。

2. 保险公司产品种类

根据《中华人民共和国保险法》规定：“我国的保险公司可以分为财产险公司、人身险公司和再保险公司。保险公司不得兼营人身保

险业务和财产保险业务。”所以一个集团公司下面同时设立财产险公司和人身险公司，保持各自独立运营。一般来说，保险公司的产品主要分为两大类：与人有关的人身险和与财产相关的财产险。又因为保险责任的不同，人身险分为：人寿保险、健康险、意外险；财产险分为：车险、财产险、责任保险。人寿保险是保险公司最大的业务，一般传统业务是以人的寿命为保险标的，在传统险种上又滋生出创新的寿险：分红险、万能险和投连险。健康险最常见的业务有：医疗保险、重疾险。财产险中车险占比最大，比例大约在 70%-80%。

图表 1. 保险公司产品种类



资料来源：网信证券研究发展部

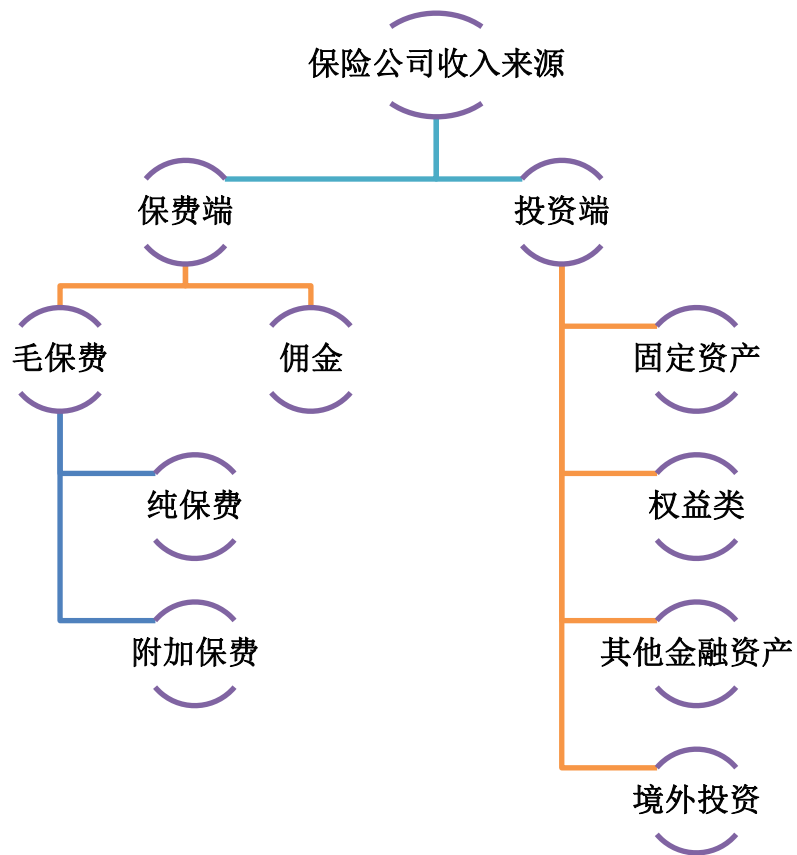


（二）保险公司的盈利模式

1. 保险公司的业务流程及收入构成

一般来说，保险公司的业务流程包括：保险产品的设计和开发、保险产品的销售、保险产品的签约与承保、保险产品的理赔、保险资金的投资管理。

保险产品的核心就是设计和定价，要考虑产品的赔付比率以及相关的费用，保费要覆盖赔理赔的保险金额及各项费用，才能给公司带来盈利；保险产品的销售渠道有保险公司代理人直销，第三方代销，目前互联网和电话销售异军突起，增长速度非常快；保险公司将产品销售给客户后，要进行核保，只有符合条件，风险概率低于保险公司设定的出现概率才会签约；当保险事件发生时就涉及到理赔问题了，理赔金额将成为保险公司的费用，对利润产生重要影响；保险产品销售后，保险公司收取客户的保费，在满足日常运营和理赔支出外，沉淀了巨大的现金流，保险公司可以对其进行投资管理，投资获取的收益也是保险公司利润的重要来源。

图表 2.保险公司的收入构成


资料来源：网信证券研究发展部

保险公司的保费收入是保险公司向客户收取的保费总额扣除掉支付给销售人员或者渠道佣金后的净保费。其中保险公司向客户收取的保费总额又称为毛保费，毛保费可分为纯保费和附加保费两部分。纯保费指保险费中用于支付理赔款的部分，分为风险保费和储蓄保费，风险保费是指具有保障功能产品的保费，需要提取责任准备金，储蓄保费主要是指保险公司销售的理财险，无保障作用，也无需提取责任准备金。附加保费是根据预定费用率计算出来用于覆盖运营成本、销售费用、税收成本和预留利润等。



2. 影响保险公司的利润水平的因素

保险公司盈利水平由三差决定：即死差（实际死亡率与预定死亡率之差）、费差（实际费用率与预定费用率之差）、利差（实际投资收益率与预定利率之差）等因素。这三项差在保险公司的运营过程中，预定死亡率和预定费用率在行业内相差无几，对保险公司利润最为重要作用的因素是利差。根据目前的规定，国内保险资金的投资渠道包括多种，有银行存款、债券、权益类、基础设施建设以及境外投资等。但配置比例是有要求的：投资权益类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 30%，且重大股权投资的账面余额，不高于本公司上季末净资产；投资不动产类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 30%；投资其他金融资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 25%；境外投资余额，合计不高于本公司上季末总资产的 15%。保险公司资金投资在权益类、不动产以及境外投资都是有严格的比例限制，而对于银行存款和债券等固定收益类的投资是没有限制的，由此可见保险公司的主要投资标的还是以固定收益类为主。

3. 保险公司重要考核和估值标准

保险行业受其行业属性影响，其财务报表结构有其特殊性，其资产端主要是指投资业务，负债端是承保业务，公司承保收取保费提供投资资金来源。资产端则是投资业务，反映公司资金的投向。在资产端和负债端，对保险公司企业价值有较大影响的指标需要重点关注。



图表 3. 保险公司重要指标

资产端	负债端
投资结构及比例	产品结构及变化
投资收益率	渠道结构及变化
外部因素对投资的影响	新业务增长速度
	新业务价值 (NBV)
	新单利润水平

资料来源：网信证券研究发展部

资产端主要看投资结构、比例及投资收益率以及变化趋势，并考虑外部因素的影响，剔除掉偶然因素，以此评价公司的投资能力。负债端则主要看产品、渠道结构及变化、新业务的增长速度、新业务价值以及新单利润率等因素。

有别于其他传统行业公司的估值方法，保险行业不太适合用市盈率 PE 法、市净率 PB 法以及现金流折现模型 DCF 等估值方法，因为会计准则出于谨慎性原则不会去计算保单的未来价值，而且保险行业未来现金流存在高度不确定性，用现金流折现也不是很适合。因此保险行业有其特有的内涵价值估值法，即保险公司评估价值 (AV) = 内含价值 (EV) + 新业务价值 (NBV)。其中内含价值 (EV) 指的是评估时点保险公司以往有效保单的评估价值。一般用 P/EV 作为保险公司以往



保单的估值指标；新业务价值（NBV）在估值时可以保守不算，但是可以根据每年 NBV 的增长情况，对公司未来发展的增长做出预测。

二、保险行业的发展现状

（一）行业头部效应凸显，业务出现分化

一直以来，保险行业都有较高的壁垒准入制度，国家监管层对行业的管理也较为严格，对险资的注册资本金、合规运营以及风险控制能力都有较高要求。市场占有率，资本充足率和盈利能力等指标越强，竞争力也就较强。根据中国银保监会公布的 2018 年保险公司经营数据统计，2018 年原保险保费收入 38016.62 亿元，同比增长 3.92%，其中人身险公司原保险保费收入 26260.87 亿元，同比增长 0.85%。产险公司原保险保费收入 11755.69 亿元，同比增长 11.52%。其中前四大上市险资的人身险原保费收入接近全保险行业总额的 50%，由此可见保险行业的集中度较强，头部效应突出，公司规模越大市场占有率较高。

图表 4.前四大上市保险公司人身险业务经营数据

单位：元

		人身险					
		原保险保费收入		增长率	保户投资款新增交费		增长率
		2018	2017		2018	2017	
1	国寿股份	53620554.66	51226788.92	4.67%	6249629.69	7702927.06	-18.87%
2	太保寿	20134337.23	17398195.14	15.73%	1072334.78	1222172.15	-12.26%
3	平安寿	44688452.28	36893425.32	21.13%	10942674.62	9689728.45	12.93%
4	新华	12228557.82	10929352.08	11.89%	739446.91	499329.55	48.08%

资料来源：各家上市公司年报，网信证券研究发展部整理

从业务类别看，寿险业务原保险保费收入 20722.86 亿元，同比



下降 3.41%；健康险业务原保险保费收入 5448.13 亿元，同比增长 24.12%；意外险业务原保险保费收入 1075.55 亿元，同比增长 19.33%，产险业务原保险保费收入 10770.08 亿元，同比增长 9.51%。由此可见保险公司受监管层引导更加侧重于保障型产品的开发和销售，因此引起业务增长出现分化。

从资金运用看，保险资金用于银行存款 24363.50 亿元，占比 14.85%；债券 56382.97 亿元，占比 34.36%；股票和证券投资基金 19219.87 亿元，占比 11.71%；其他投资 64122.04 亿元，占比 39.08%。从行业整体看，投资于风险较大的权益类的资金占比较低，行业风险可控。

（二）互联网保险异军突起，提升保险渗透率

电子商务平台以及信息技术的快速发展，互联网和手机 APP、电话销售由于其便利性、经济性和效率性优势，已经成为国内保险公司销售保险的重要渠道。根据前瞻产业研究院的公开数据，截至 2018 年上半年我国互联网保险保费收入达到了 1097.9 亿元。其中人身险保费占据了绝大的优势。电子商务平台的普及令一些规模较小，品牌知名度相对较差的险资凭借其较高性价比的产品以及较大的推广力度，有机会实现了弯道超车。根据 WIND 统计数据，2017 年前十名公司互联网人身险保费收入合计 1273 亿元，行业集中度高达 92%，其中建信人寿以 274 亿元保费收入居行业首位，占据 20% 的市场份额。



相对于人身险而言，互联网财险集中度则较低，2017年前十名公司互联网财险保费收入合计352亿元，集中度为71.3%。

2018年中国银保监会发布《互联网保险业务监管办法》征求意见稿放开了人身意外伤害保险、定期寿险和普通型终身寿险、除长期护理保险和报销型医疗保险外的健康险、养老年金保险、税延养老保险的相关地域限制，这将有利于大型险企在互联网领域跑马圈地，随着我国商业保险普及面扩大、大数据和互联网等信息技术的成熟，搭载了技术平台的场景化产品，将进一步挤占保险市场，提升保险产品的市场渗透率。

三、保险行业投资机会分析

（一）险资盈利提升，行业基本面回暖

保费端：每年一季度是保险公司的“开门红”，根据上市保险公司的公告，2019年1月平安、国寿、新华、太保1月原保费分别为1565亿、1578亿、199亿、670亿，同比增速8%、24%、7%、6%，寿险原保费增速分别为6%、24%、7%、3%，平安财险、太保财险增速分别为19%、19%，平安、太保的财险增速明显高于寿险。从整个行业来看，2019年1月寿险公司原保费收入6,991亿元，同比增长24.8%，较18年1月-25.5%的同比增速大幅改善，产险公司原保费收入1,508亿元，同比增长20.5%，与18年1月20.8%的同比增速基本持平。从险种看，寿险中保障型的健康险保持高增长，1月份寿险公司健康险保费收入652亿元，同比增速22.5%；财产险中非车险占比有所提升，1月份车险保



费占比已经下降至55.5%，而非车占比上升至44.5%，主要是受益于银保渠道的理财年金险保费的大幅增长。保费的持续增长提升了险资的盈利能力，随着各家险资调整了经验战略和产品政策，NBV有望持续增长。

投资端：长端利率的下降会影响保险公司的再投资收益，目前来看，外围市场有加息预期，国内调低银行存款准备金，流动性增加，国内十年期国债利率已经稳定在3.2%以上，继续向下的空间有限，因此保险公司的长端利率风险逐渐减小。此外，2019年初股市回暖，上证指数上涨近30%，而且随着金融市场的改革推进，MSCI扩容与QFII额度提升，权益市场的正向效应有望逐步体现，具备较强的 β 属性的保险行业作为权益类市场的首要标的以及重要的参与者，都将直接收益于一、二级市场的上涨，投资收益情况将大大好转。

（二）政策松绑，科创板问世，外资限入放宽，推动行业整体转型

在最初十几年中，中国保险行业一直处于无序增长阶段，产品单一，保障不足，欺诈现象严重，直到监管层加大查处力度，对保险公司的保费端和投资端都进行了全方位的清理和整顿、从严监管，引导保险行业积极服务社会，产品向保障属性方向转型。2018年监管层对《保险资金投资股权管理办法》修订，对股权投资范围松绑，只要符合国家政策支持、经国家主管或监管部门核准或备案的股权均可，而且投资未上市权益类资产占比不低于80%；投资比例要求放宽：仅保留“投资同一企业股权的账面余额，不超过本公司净资产的30%”



等少数几项比例规定，此举在于鼓励保险行业参与股权投资，与险资资金使用周期是相匹配的。有利于发挥保险资金长期投资的优势。长期投资的稳定，有利于险资投资端的企稳，可缓解长端利率下降和二级市场大幅波动时对保险公司业绩的冲击。此外，对于科创板的态度，日前银保监会副主席周亮在接受中国证券报专访时表示，“在资本市场中，我们鼓励长期资金的运用，在保险资金上也会进行一些鼓励。我相信科创板和所有的股市应该是一样的。资本市场都是一样的。”这也预示着监管层也会鼓励险资向科创板投资，上市保险公司提升股权投资比例，将更有益于从回暖的资本市场获利。

与发达国家相比，中国保险深度和密度仍处于较低水平，庞大的人口基数就决定了商业保险缺口依旧很大。2019年监管层持续推进金融改革，放宽外商准入门槛以及股权比例限制，意味着有更多的外资保险公司将在国内落户，这对整个行业来说，既是挑战也是机会，中国的保险公司也将走出去，具备雄厚资金、先进经营模式、广阔网络优势的头部险资将在激烈竞争中完成转型，走向更广阔的国际舞台。因此未来中国的保险行业仍有极大的发展空间，是值得长期配置的重要标的之一。

四、风险提示

长期利率走低，资本市场波动幅度较大，对投资端的不利影响；
保费增长不及预期，理赔率过高。



【评级体系说明】

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±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 指数表现在±
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

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、



分析结论具有合理依据，在本公司及本人知情范围内，本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的股票没有利害关系，特此声明。

【法律声明】

网信证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告作为其做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“网信证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司对本声明条款具有唯一修改权和最终解释权。