

寿险业比较研究系列深度报告一：从国外成熟寿险市场看我国寿险业发展

非银行金融行业

推荐 维持评级

核心观点：

- 国外成熟寿险市场注重负债管理，深耕存量业务价值。美国寿险保费增速相较于 70-80 年代的高点显著回落，当前增速波动剧烈；深耕存量业务逐步成为险企应对保费增长压力、改善盈利能力的主要方式；产品结构优化，年金和健康险为主，附加开放投资型和指数型万能险，适应人口结构变迁和市场行情波动下的客户需求；以客户需求为导向的专业化代理服务模式快速发展；行业经营规范，信誉度较高，较少存在误导、欺诈行为。日本寿险行业也已步入成熟发展期；日本寿险公司保费收入和资产规模呈低速增长态势，行业竞争相对充分；寿险公司利润结构稳定且以死差为主，受投资收益波动影响较小；产品结构上看，随着日本人口进一步老龄化、少子化发展，医疗险和健康险越发受到欢迎。
- 中国寿险业由规模驱动转向质态提升。2017 年我国寿险公司保费收入已经位居世界第二。进入 2018 年以后，中国寿险业务保费收入增速换挡，销售承压。受 134 号文、消费习惯、高基数等影响，年金险销售受挫，新单保费负增长，开门红承压，拖累全年保费增长。2018 年，寿险业务实现原保费收入 20722.86 亿元，同比减少 3.41%。在监管政策的引导下，寿险行业回归保障力度加大，中国寿险业务品质提升，保障属性增强。截至 2018 年末，中国平安、中国太保和新华保险保障类产品占比分别为 33.40%、34.70%和 57.74%，较 2014 年末分别增长 16.73、10.20 和 19.05 个百分点。中国寿险业未来发展的驱动因素主要来自于居民收入增长、消费升级、养老健康险需求上升以及居民保障意识的增强。
- 中国寿险业与美日成熟寿险市场差异主要体现在发展阶段、险种结构、保险营销、缴费模式和盈利模式等五个方面。整体来看，我国寿险业仍处于初级发展阶段，未来成长空间广阔；长期保障型产品占比低于国外成熟市场；保险营销主要通过险企自建代理人队伍，销售模式相对粗放，关注规模甚于服务质量，专业保险中介和以客户需求为导向的顾问行销模式尚在培育期；续期业务拉动效应明显，对存量业务价值的挖掘力度需要加大。借鉴成熟市场经验，我国寿险业需要：（1）重视客户需求导向：顺应老龄化和消费升级趋势，丰富产品结构，加大产品创新力度；提升销售专业化水平，强化代理人培训，有效运用保险中介。（2）强化负债管理：开展长期保障类业务，有效运用金融科技，提升死差益和费差益。
- 投资策略，险企手续费及佣金税前扣除限额提至 18%，大幅减轻险企负担，减税红利释放增厚利润，助力险企回归保障转型。行业保费收入同比增速改善，险企主动调整产品销售节奏，同时对于保障类产品重视度持续提升，保障类业务的持续发力将进一步推动新业务价值改善。当前板块 P/EV 在 0.76-1.20 倍之间，估值不贵，性价比较高。建议关注板块配置价值。推荐顺序为：中国平安(601318.SH)、新华保险(601336.SH)、中国太保(601601.SH)、中国人寿(601628.SH)。
- 风险提示：长端利率曲线下移的风险，保险产品销售不及预期的风险。

分析师

武平平

☎：010-66568224

✉：wupingping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516020001

张一纬

☎：010-66568668

✉：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010001

特此鸣谢

杨策

☎：010-66568643

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

从中长期来看,中国寿险业未来发展的驱动因素主要来自四个方面:(1)保险业深度和密度处于低位且远低于发达国家水平。(2)居民可支配收入增长和消费升级环境下居民医疗保健支出力度加大有望为保险业未来发展带来持续稳定增量需求。(3)重疾发病率和死亡率上升、个人医疗负担较重催生商业健康险需求。(4)居民保障意识逐渐增强,保险购买力度加大。依据中国银保监会披露的数据,2019年1-3月保险行业实现原保险保费16322亿元,同比增长15.89%,相较去年同期-11.23%的下滑水平,实现显著改善。与此同时,2019年一季报显示,上市险企进一步优化业务结构,主动调整产品销售策略,有助于新业务价值率改善和新业务价值持续稳健增长。

我们与市场不同的观点:

2019年以来,险企主动调整开门红阶段产品销售策略,有利于业务节奏更加均衡,促进险企保费稳健增长。与此同时,一季度报数据显示上市险企长期保障型占比提升,结构优化推动新业务价值率持续提升,促进险企价值增长。投资端,宏观经济企稳,货币政策保持松紧适度,及时预调微调,保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定,我们认为长债收益率窄幅震荡,下行空间有限。

行业估值与投资建议:

险企手续费及佣金税前扣除限额提至18%,大幅减轻险企负担,减税红利释放增厚利润,助力险企回归保障转型。行业保费收入同比增速改善,险企主动调整产品销售节奏,同时对于保障类产品重视度持续提升,保障类业务的持续发力将进一步推动新业务价值改善。当前板块P/EV在0.76-1.20倍之间,估值不贵,性价比较高。建议关注板块配置价值。推荐顺序为:中国平安(601318.SH)、新华保险(601336.SH)、中国太保(601601.SH)、中国人寿(601628.SH)。

行业表现的催化剂:

行业保费增速持续回暖,长债收益率筑底回升。

主要风险因素:

长端利率曲线下移的风险,保险产品销售不及预期的风险。

目 录

一、引言	3
二、国外成熟寿险市场：注重负债管理，深耕存量价值.....	3
（一）美国寿险业：成熟寿险业，深耕存量	3
（二）日本寿险市场：进入成熟发展期，死差益在利润中占比高.....	9
三、中国寿险市场：规模驱动转向质态提升.....	13
（一）中国寿险业务保费收入增速换挡，销售承压	13
（二）中国寿险业务品质提升，保障属性增强	14
（三）中国寿险市场规范化不足，仍需强化监管约束	16
四、中国寿险市场发展前景依旧广阔.....	16
（一）保费深度和密度远低于发达国家和世界平均水平，增长空间广阔.....	16
（二）居民收入增长和消费升级助推保险业发展	17
（三）重疾发病率和死亡率上升、个人医疗负担较重，商业健康险需求加大.....	18
（四）居民保障意识逐渐增强，保险购买力度加大	19
五、国内外寿险业务比较分析.....	19
（一）中国与成熟市场寿险业：存在阶段性差异，盈利模式有望趋同.....	19
（二）经验借鉴：重视客户需求导向和强化负债管理，业务转型提振盈利能力	21
六、投资建议及风险提示	22

一、引言

2016 年至今保险行业经历强监管环境，回归保障、回归本源成为行业发展核心命题。2018 年以来，受监管政策、产品设计以及消费习惯等多重因素影响，寿险市场保费收入承压，开门红新单负增长。未来寿险行业发展前景、发展空间以及发展道路成为行业关注焦点，本文选取美国、日本等国外成熟寿险市场作为样本，解析其负债端发展情况，借镜观形，探索我国寿险市场发展前景。

二、国外成熟寿险市场：注重负债管理，深耕存量价值

（一）美国寿险业：成熟寿险业，深耕存量

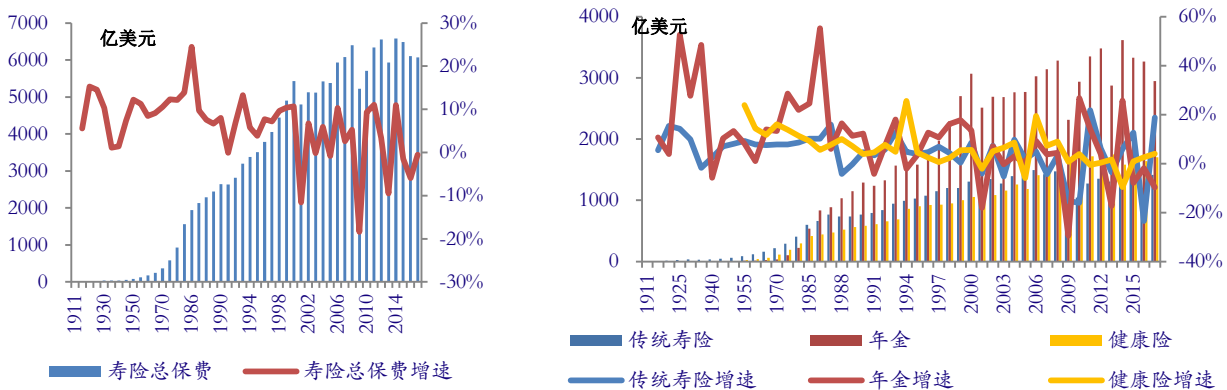
经过多年发展，美国寿险市场格局基本确立，形成了传统寿险、年金和健康险三足鼎立的格局，其中年金险成为规模最大的寿险险种。与此同时，美国寿险在全球寿险市场保持领先水平。依据瑞士再保险 sigma 数据显示，2017 年美国寿险保费全球市场份额为 28.15%，位列全球第 1；寿险深度和密度分别为 2.82% 和 1674 美元/人。

美国寿险市场的特征体现为：（1）寿险保费增速回落且短期波动性加剧，深耕存量成为提升盈利能力、实现价值增长的主要方式；（2）产品结构优化，适应人口结构变迁和市场行情波动下的客户需求；（3）以客户需求为导向的专业化代理服务模式快速发展；（4）行业经营规范，信誉度较高，较少存在误导、欺诈行为。

1. 寿险保费增速回落且波动加剧，深耕存量逐步成为险企改善盈利、实现价值增长的主要方式

2000 年以来，美国寿险市场保费增速低位徘徊、波动剧烈。美国寿险业协会 ACLI 数据报告显示，2017 年美国寿险业（不含全球收入）累计实现保费收入 6071.52 亿美元，较 2016 年降低 0.49%，5 年复合增长率为 -1.53%，保费增速整体回落甚至出现负增长。其中，年金险保费的下滑尤为明显，2017 年下降 9.77%，5 年复合增长率为 -3.26%。与此同时，美国寿险保费波动性较大。1986-2017 年间，美国寿险总保费增速的波动率为 8%。其中，年金险保费增速的波动率为 15%，传统寿险保费增速的波动率为 9%，健康险保费增速的波动率为 6%。美国寿险保费的短期波动主要来自年金险，而年金险承保端的产品销售受到宏观经济变化的影响较大。不仅如此，在长期低利率环境中，险企投资收益也面临较大的压力。因此，如何应对外部环境波动、增强寿险业务内生增长动力，从而实现价值增长并改善盈利能力显得尤为重要。

图 1: 美国寿险保费收入及增速



资料来源: ACLI, 中国银河证券研究院整理

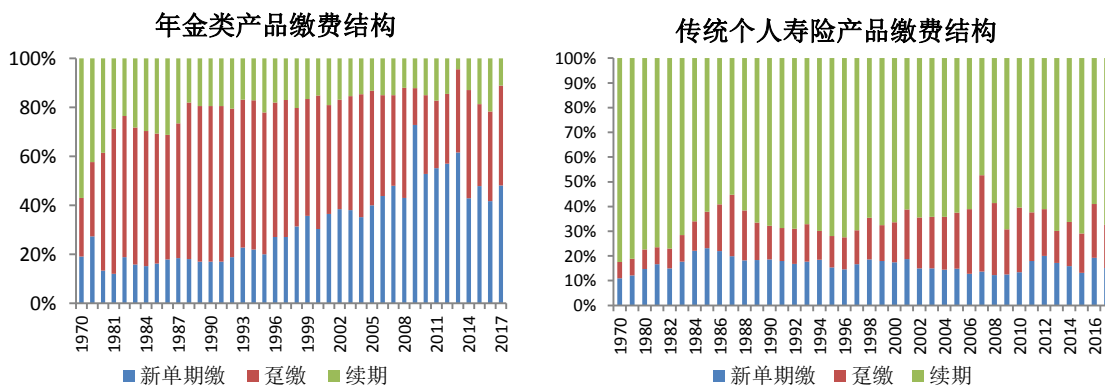
表 1: 1986-2017 年间美国寿险保费波动率

	波动率 (标准差)
传统寿险保费	9%
年金险保费	15%
健康险保费	6%
寿险总保费	8%

资料来源: Wind, ACLI, stlouised, Board of Governors of the Federal Reserve System (US), 中国银河证券研究院整理

从保费结构来看, 年金险保费收入来源仍以新单期缴和趸缴为主, 而传统个人寿险保费增长已经长期依赖续期业务。截至 2017 年, 年金险保费中新单期缴、趸缴和续期业务 5 年复合增速分别为-5.95%、4.49%和-7.85%, 占年金险比重分别为 48.17%、40.77%和 11.07%; 传统个人寿险中新单期缴、趸缴和续期业务 5 年复合增速分别为-4.40%、-0.50%和 3.04%, 占传统个人寿险比重分别为 15.15%、17.47%和 67.37%。

图 2: 美国寿险业缴费结构情况

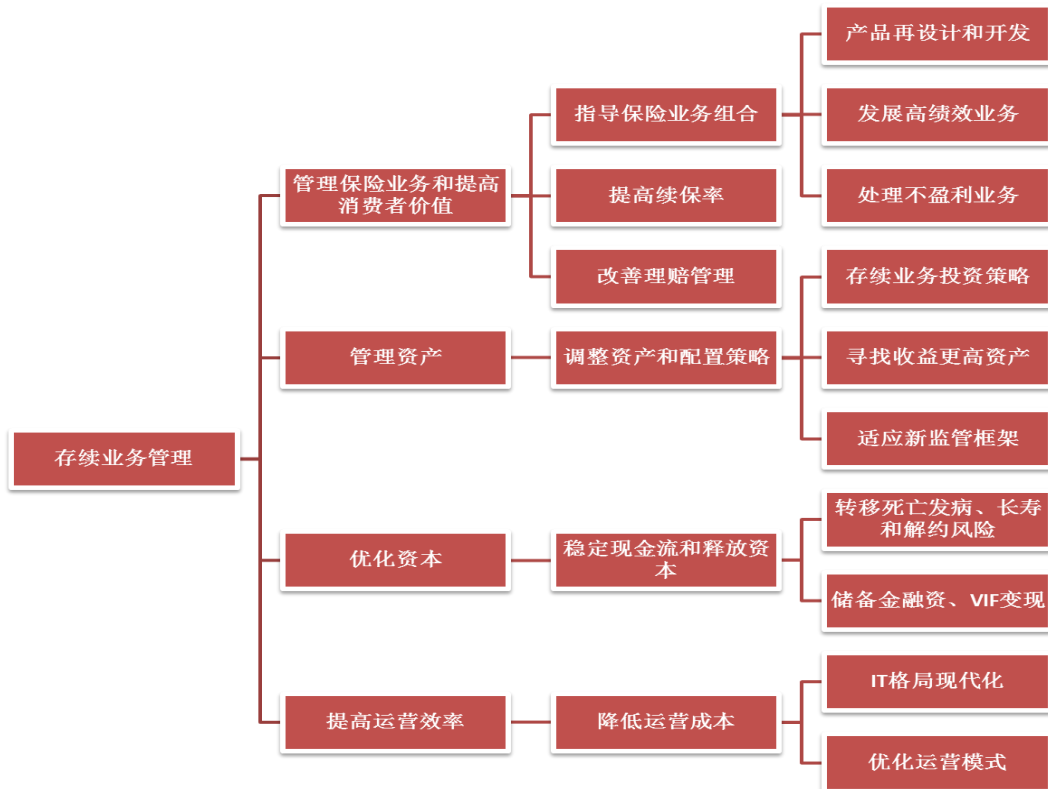


资料来源: ACLI, 中国银河证券研究院整理

深耕存量业务逐步成为险企应对保费增长压力、改善盈利能力的主要方式。瑞士再保险

在 2017 年发布的报告《寿险存续业务管理：增加客户价值，提高长期盈利水平》中指出“多家保险/再保险公司声称已经通过实施存续业务管理计划，在提升客户价值和盈利率方面实现了重大进步”。依据瑞士再保险，存续业务管理的手段包括管理保险业务和提高消费者价值、管理资产、优化资本和提高运营效率等，这些均有助于增强险企低利率环境下的产品竞争力，改善 ROE 水平。

图 3：存续业务管理手段

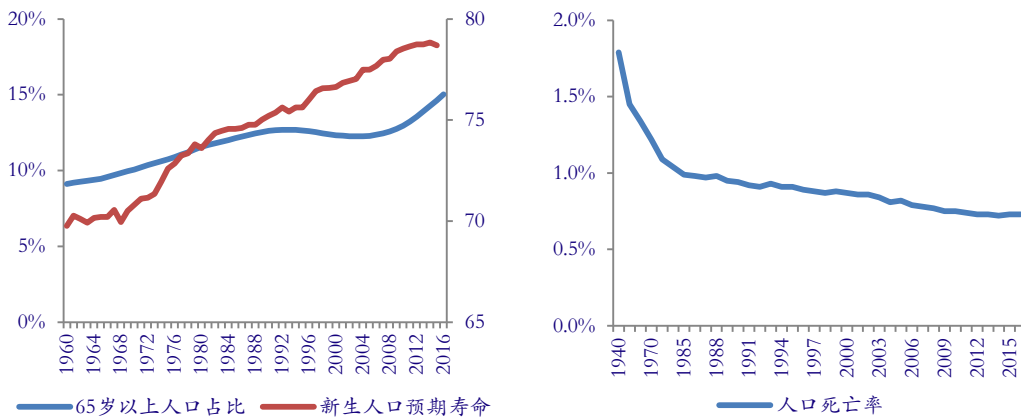


资料来源：Swissre Sigma:《寿险存续业务管理：增加客户价值，提高长期盈利水平》，中国银河证券研究院整理

2. 产品结构优化，适应人口结构变迁和市场行情波动下的客户需求

从险种上看，年金和健康险举足轻重，符合美国人口老龄化环境下的养老和医疗需求增长需要，保障属性较强。二战后婴儿潮一代居民步入老年社会且寿命延长，造成养老和医疗需求的增长。截至 2016 年，美国 65 岁以上人口占比已达 15.03%，死亡率降至 0.73%，2015 年新生人口寿命预期达到了 78.69 岁。

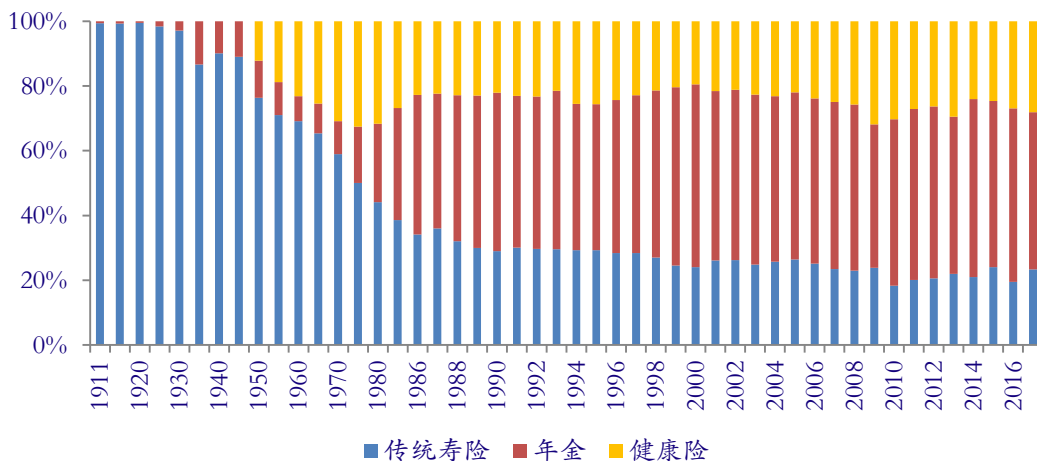
图 4：美国老龄化现状、人口死亡率及预期寿命



资料来源：ACLI，美国卫生与人类服务部国家卫生统计中心，国家生命统计报告，世界银行，中国银河证券研究院整理

2017 年，美国年金险占寿险总保费比重 48.56%，健康险占总保费比重 28.08%。年金险于 1986 年成为寿险第一大险种，健康险也迅速起步并于 2007 年成长为仅次于年金险的第二大险种。相比之下，传统寿险比重却在逐年下滑。

图 5：美国寿险市场险种结构

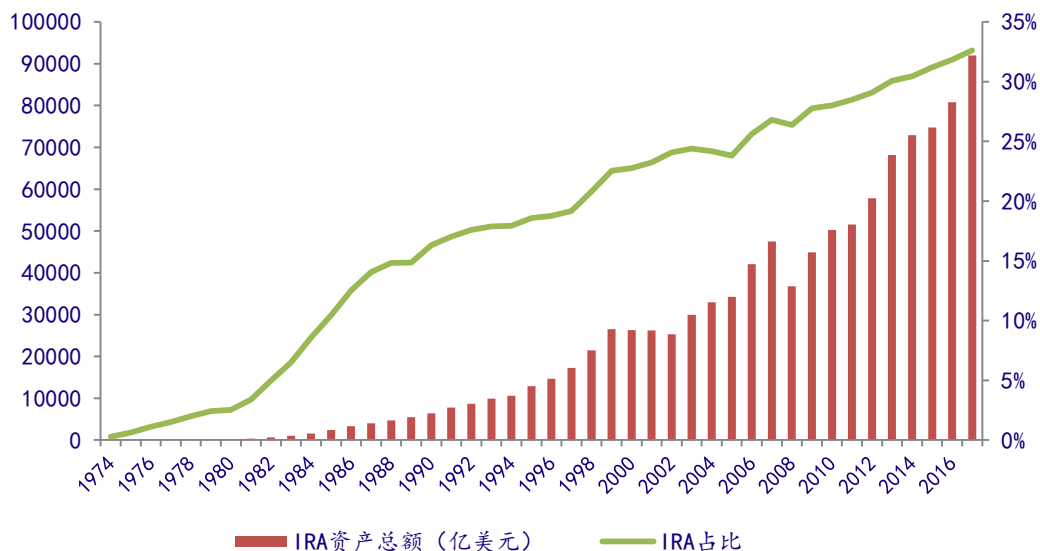


资料来源：ACLI，中国银河证券研究院整理

年金和健康险快速发展受益于政策激励下的税收优惠。从年金险来看，年金险的壮大主要受 1986 年《税法修正案》下减税、免税和延迟税收等多项手段的激励。IRA 账户体系的完善和资产规模扩张加速了年金险的快速发展。IRA 的建立基于 1974 年颁布的《职工退休收入保障条例 (ERISA)》，目前共推广了 6 种 IRA 账户类型，主要有两大优势：一是享受税收递延或减免，二是投资方式自主灵活，可根据账户所有者不同阶段的需求进行迁移及投资多种标的。截至 2017 年末，IRA 计划资产规模达 9.2 万亿美元，远超过企业年金 7.7 万亿美元的规模，成为美国最大养老金计划。健康险来看，美国曾采用价格和工资管制，企业通过购买团

险形式来增加职工福利，雇主提供的健康险同样享受免税的待遇，在此背景下健康险快速发展。随着医疗费用显著增加，企业负担加重，健康险保费收入来源逐步由企业转向政府。美国政府相继推出了 Medicare、Medicaid、ACA/Obamacare。特朗普政府上台后，开始逐步废除和替代 ACA/Obamacare，未来健康险保费能否持续增长开始面临一定的不确定性。

图 6：IRA 账户资产总额及占比¹



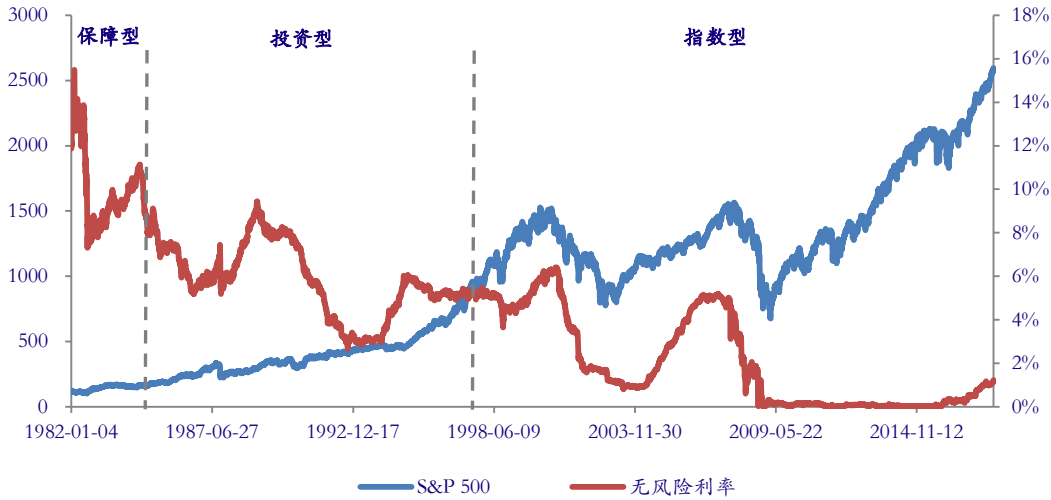
资料来源：ICI，中国银河证券研究院

从产品设计上看，传统寿险产品设计灵活度较高，持续改造以适应市场变化，保持产品竞争力。截至现阶段已形成了五大类产品，分别为定期寿险、终身寿险、万能险、投资型万能险、指数型万能险，前三者保障属性较强，后两者更加关注投资收益。为应对利率和证券市场波动，满足投保人对于保险产品收益的要求，提高竞争力，美国传统寿险销售策略、销售重点持续调整。

依据美国国家保险业协会 NAIC 官网介绍，在 20 世纪 80 年代以前，险企主要销售定期寿险、终身寿险；20 世纪 80 年代初为了应对高利率、高通胀市场环境下的保险产品销售压力，险企开始销售兼具保障和投资理财功能的万能险，以提升产品收益的灵活度，但仍以保障型产品为主；20 世纪 80 年代中期，投资型万能险兴起，将万能险与投资收益挂钩；20 世纪末随着利率下行和指数上涨，险企转而集中销售指数型万能险，以抓住股市上涨机遇，有效满足投保人的保单收益增长需求。

¹ IRA 占比：指 IRA 账户资产规模在美国养老金资产总规模中的占比

图 7：市场环境变化下的美国传统寿险销售策略变化



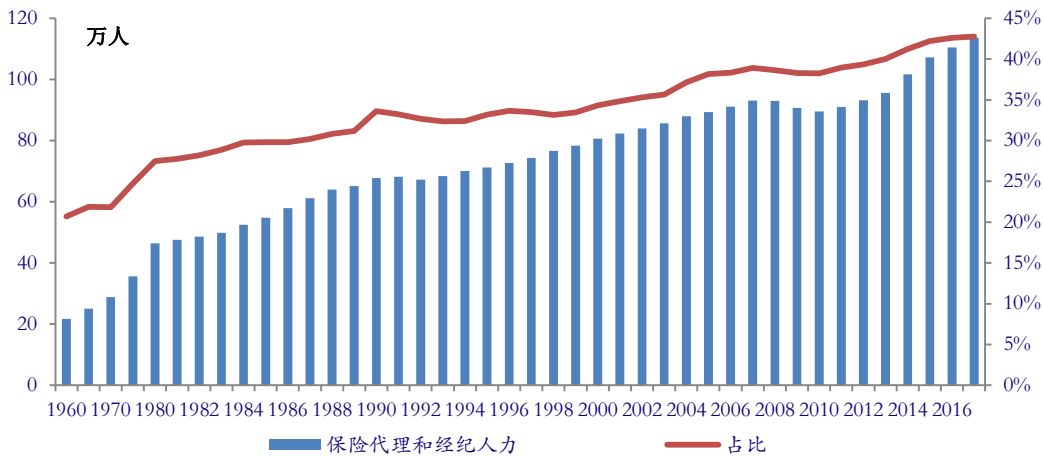
资料来源: stlouised, Wind, 中国银河证券研究院整理

3.以客户需求为导向的专业化代理服务模式快速发展

美国的寿险公司主要通过专属代理人和独立代理人销售产品。其中，专属代理人与国内险企代理人相似，只能代理一家险企的产品，接受保险公司的管理、考核和培训，独立代理人可以是个人代理，也可以是保险经纪公司，能够代理多家的产品。依据 LIRMA 数据，2018 年美国个人寿险产品销售有 40% 来自专属代理人、48% 来自独立代理人，剩下的 12% 来自直销和银保等其他渠道。

美国的代理人和经纪人于 20 世纪以来实现快速发展，推动整个寿险市场专业化水平提升，客户需求导向清晰。瑞士再保险 sigma 《2016 年度世界保险业：中国继续强劲增长》统计数据显示，2007-2015 年以美国为代表的北美洲寿险市场中，通过保险中介（代理人、经纪人和其他中介如银行）销售产品获取的保费占比一直超过 90%。此外，依据美国寿险业协会 ACLI 发布的年度寿险业报告，保险代理人和经纪人等中介人力实现持续稳健增长且占比在不断提升。2017 年，保险中介人力达 113.57 万人，同比增长 2.78%，占寿险业总人力比重 42.77%。

图 8：美国寿险业人力状况



资料来源：ACLI，中国银河证券研究院整理

保险中介所代表的产销分离能够有效避免保险产品过程中的逆向选择问题。保险产品销售过程中的逆向选择体现为：同等费率和保障程度的产品，保险公司希望销售给风险更低的客户，但是风险高的客户往往更有动力去购买保险产品，保险公司缺乏对被保险人情况的全面了解，这就产生了投保人与被保险人之间信息不对称的问题。信息不对称最终导致承保风险高于险企预期。相比之下，第三方的保险中介多采用顾问行销的模式，与客户之间的合作关系更为广泛、长期，对客户的需求和风险更为了解。保险中介多能够依据更加多元化的客户信息和产品信息，站在客户角度选择合适且成本最低的产品，有效避免信息不对称问题，增强客户购买保险产品的动力并减少理赔纠纷。对于保险公司来说，第三方的保险中介也能够帮助其拓宽销售渠道。相比于自建代理人队伍，保险中介带来的规模效应更为明显，能够帮助险企降低成本，提升产品销售的规模 and 专业化程度。与此同时，通过保险中介将产品销售给更为广泛的客户群体，有望降低风险事件集中爆发的概率。产销分离之下，险企能够真正专注于产品开发和设计等优势领域，提升产品质量，有效满足客户保障需求。

4.行业经营规范，信誉度较高，较少存在误导、欺诈行为

1906 年颁布的《阿姆斯特朗法案》是美国保险业形象的分水岭。20 世纪以前的美国保险业存在与中国保险业相似的信誉度不高的问题。欺诈、利益输送、高额佣金等乱象频出。这些乱象均在阿姆斯特朗调查中得以揭露，而随后的《阿姆斯特朗法案》对险企公司结构、投资行为、市场竞争、公关活动、佣金水平、分红、保单标准、信息披露等一系列行为作出明确规范。自此以后，险企经营日益规范化，实现良性竞争，行业信誉度得以显著改善。

（二）日本寿险市场：进入成熟发展期，死差益在利润中占比高

1.日本寿险市场发展成熟，全球领先

日本寿险行业发展成熟，处于全球领先的位置。2016 年日本寿险行业实现保费收入约 3518.68 亿美元，占全球寿险市场的 13.53%；寿险密度为 2803.40 美元/人，寿险深度为 7.15%。从保费收入角度来看，日本寿险已步入成熟发展期，保费收入呈低速增长态势，2001-2016 年均增长率仅为-1.0%。

图 9：日本寿险保费收入

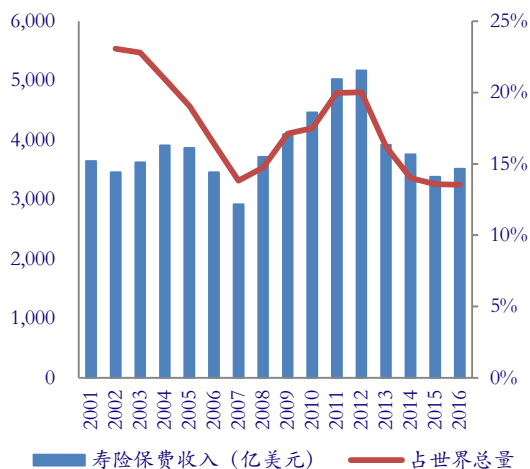
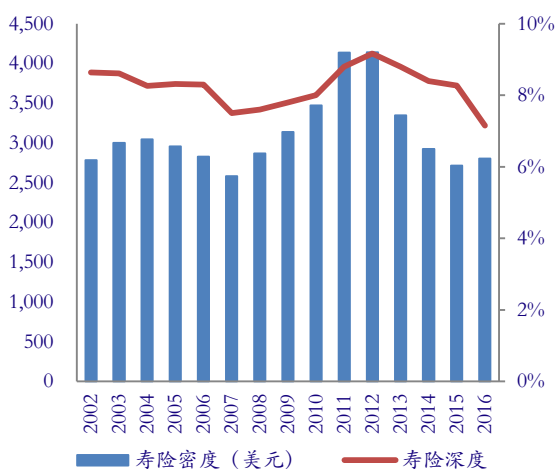


图 10：日本寿险深度及密度



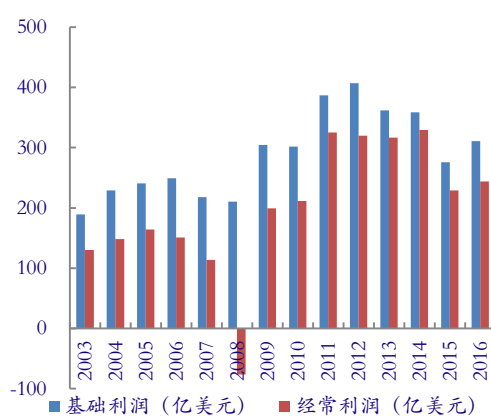
资料来源：日本厚生劳动省, Wind, 中国银河证券研究院 资料来源：日本厚生劳动省, Wind, 中国银河证券研究院

行业利润方面，2008 年受全球金融危机冲击，权益市场大幅下跌，叠加日本政府为刺激经济增长而维持货币宽松导致利率长期处于低位，巨大的利差损导致行业出现亏损。此后，日本寿险强化风控标准，提高管理水平，利润波动中趋稳。2003 年至 2016 年间，日本寿险行业基础利润由 189.15 亿美元增至 310.86 亿美元，年均增长率为 3.42%；行业经常利润（在基础利润基础上叠加净资本收益/损失和其他一次性收益/损失）由 130.27 亿美元增至 243.99 亿美元，年均增长 4.47%。

图 4：日本寿险保费增速



图 5：日本寿险行业利润变化



资料来源：LIAJ, Wind, 中国银河证券研究院

资料来源：LIAJ, Wind, 中国银河证券研究院

寿险公司数量和资产规模趋于稳定。日本第一家寿险公司明治生命保险公司成立于 1881 年，此后至 20 世纪中叶，日本寿险业蓬勃发展，公司数量稳步提升，五大寿险公司优势开始显现；第二次世界大战后，国民经济快速发展，拉动保险行业规模高速增长，同时《保险业法》修订后允许寿险公司和产险公司以子公司的形式交互发展，行业内公司显著增加；90 年代日本经济泡沫破裂，股票市场暴跌，日本政府为刺激经济增长连续 7 次降低基准利率，包括日产生命、东邦生命在内的部分寿险公司因投资损失巨大而破产，行业并购重组增多，

公司数量显著下滑。

图 6：日本寿险公司数量变化

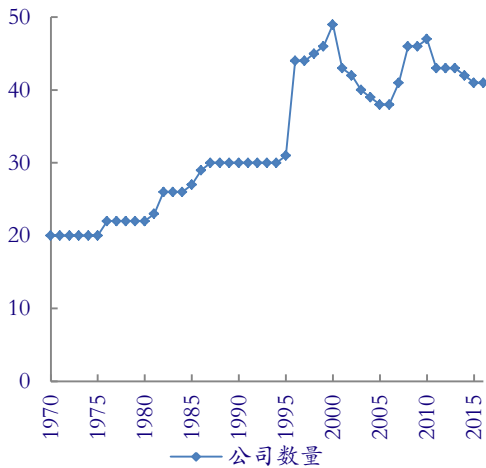
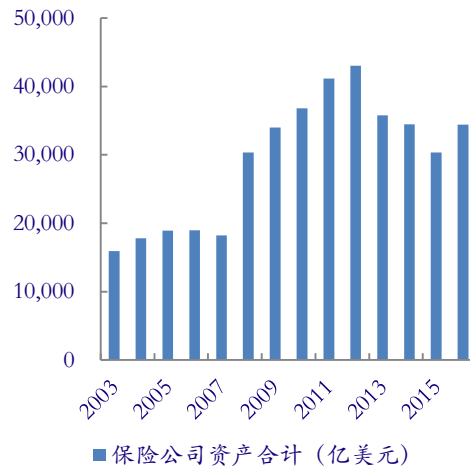


图 7：日本寿险公司总资产合计

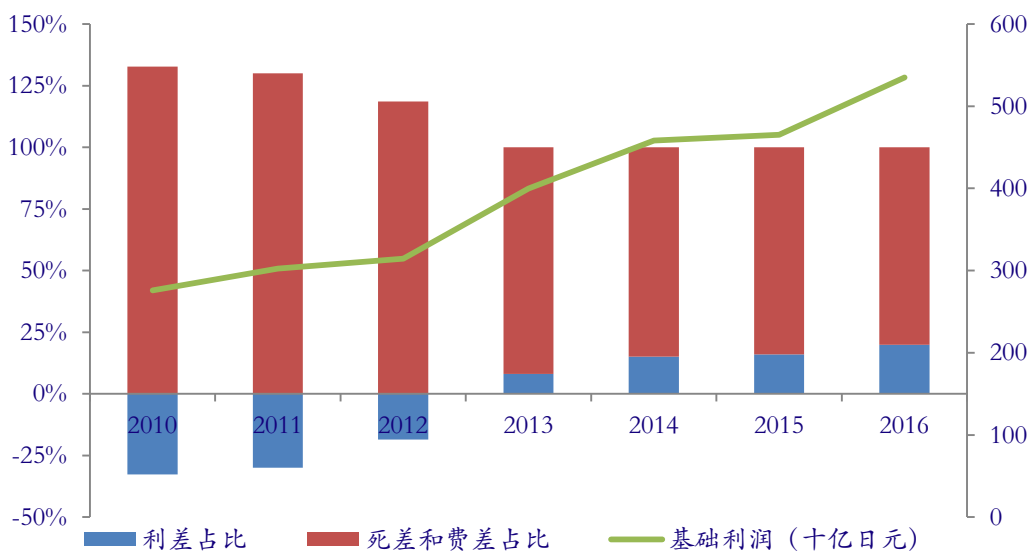


资料来源：LIAJ, Wind, 中国银河证券研究院

资料来源：LIAJ, Wind, 中国银河证券研究院

从利源构成来看，日本寿险公司对利差的依赖程度相对较低。以日本第一生命寿险公司为例，2010-2016，公司基础利润由 2759 亿日元增长至 5351 亿日元，复合增长率为 11.67%，其中利差占比始终低于 20%。一方面，日本寿险发展相对成熟，保障类产品占比较高，且公司风险选择机制相对完善，成本管理能力强，导致死差和费差能够为公司贡献稳定的利润；另一方面，受日本经济缓慢复苏影响，国内长债利率久在 0% 附近徘徊，利差收入空间受到压制。

图 8：日本第一生命寿险公司利润结构

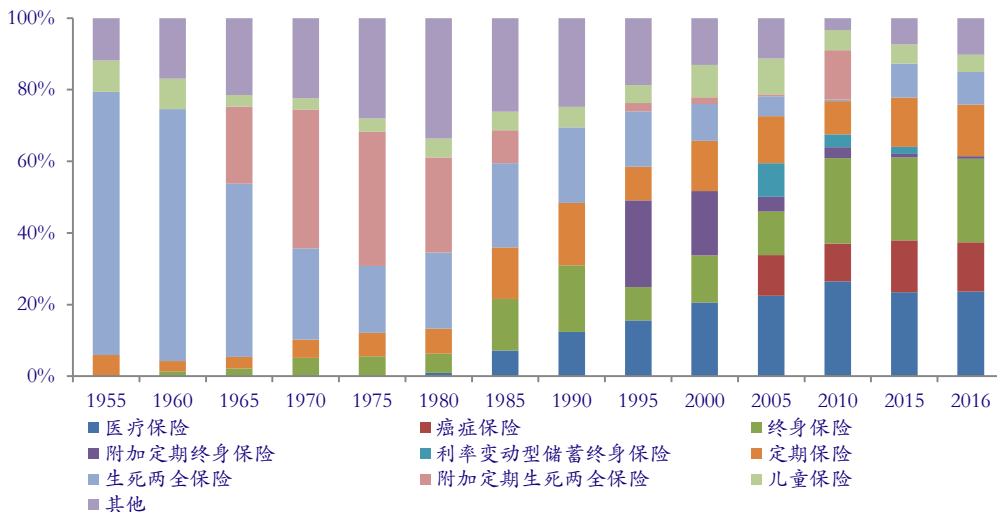


资料来源：公司公告, 中国银河证券研究院

2.日本寿险产品不断丰富，营销渠道多元化发展

从新增保单种类情况来看，日本寿险行业产品结构不断变化。二十世纪前叶，具备储蓄功能的两全险受到欢迎；1965年后，附加定期的终身寿险成为主流产品。近年来，健康险和终身寿险成为主流。2015年，医疗保险和癌症保险新增保单合计占个人寿险新增保单的36.9%，终身寿险占22.5%。

图 9：个人寿险新增保单结构



资料来源：LIAJ，中国银河证券研究院

日本商业寿险的营销渠道主要包括机构代理和保险公司自建营销员渠道。日本商业保险代理机构主要包括银行、邮政、金融机构和专业保险代理店等。截至2016年，日本寿险业有超过9万家代理机构，机构代理人总数超过100万，较2003年增长40.74%，是寿险公司营销员数量的4.33倍。从渠道收入角度来看，营销员渠道虽然人数较少，但保费收入贡献超过60%。但近年来，随着科技进步和金融自由化改革的推进，保险销售渠道多元化发展加快，营销员渠道收入贡献度开始下滑。截至2012年末，营销员渠道贡献保费收入的68%，较1994年下降20个百分点；机构代理渠道收入占比18.7%，较1994年增加15.1个百分点；而包括互联网代销等新兴渠道在内的“其它渠道”收入占比13.3%，近年来增长相对缓慢。

图 10: 日本商业保险不同渠道销售人数

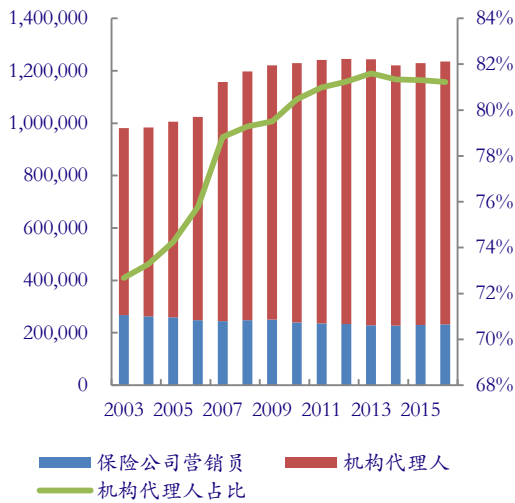
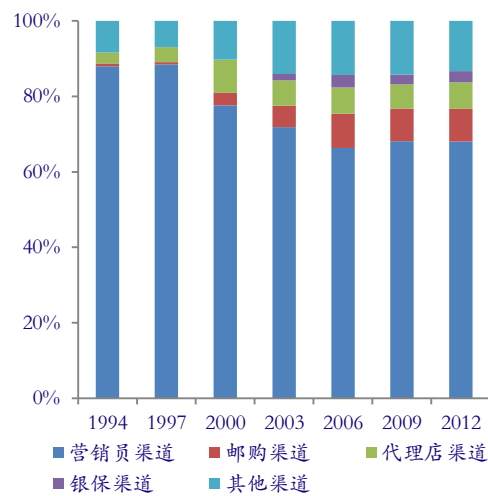


图 11: 日本保险业按照渠道划分保费结构



资料来源: LIAJ, 中国银河证券研究

资料来源: LIAJ, 中国银河证券研究院

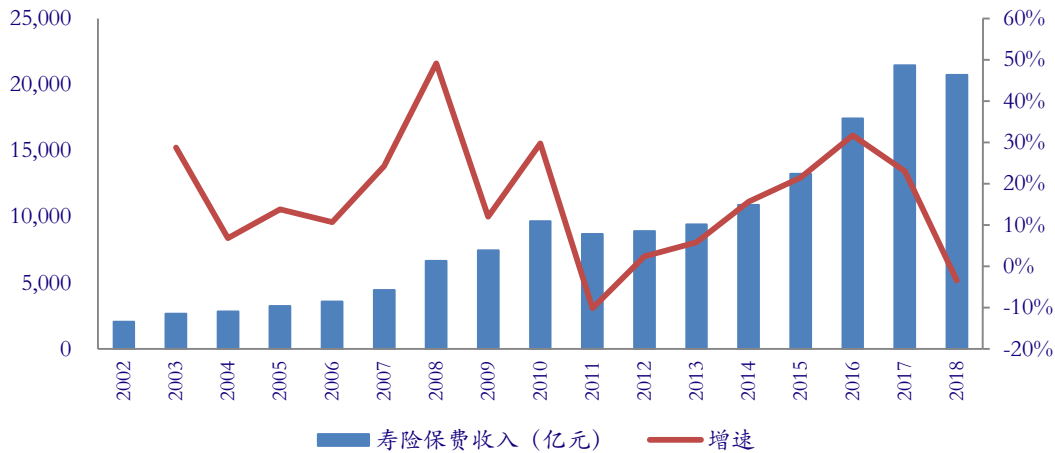
三、中国寿险市场：规模驱动转向质态提升

(一) 中国寿险业务保费收入增速换挡，销售承压

近年来，受益于经济的高速增长、居民可支配收入提高、消费结构升级、保障意识逐渐增强等因素，寿险业务保费收入呈高速增长态势。根据保监会统计数据，2002年至2017年间，我国寿险业务保费收入从2,073.68亿元增至21,455.57亿元，年均复合增长率为20.32%。寿险深度与密度显著增长。截至2017年末，我国寿险密度达1543.48元/人，较2003年增长了6.47倍；寿险深度达2.59%，较2003年上升了0.65个百分点。

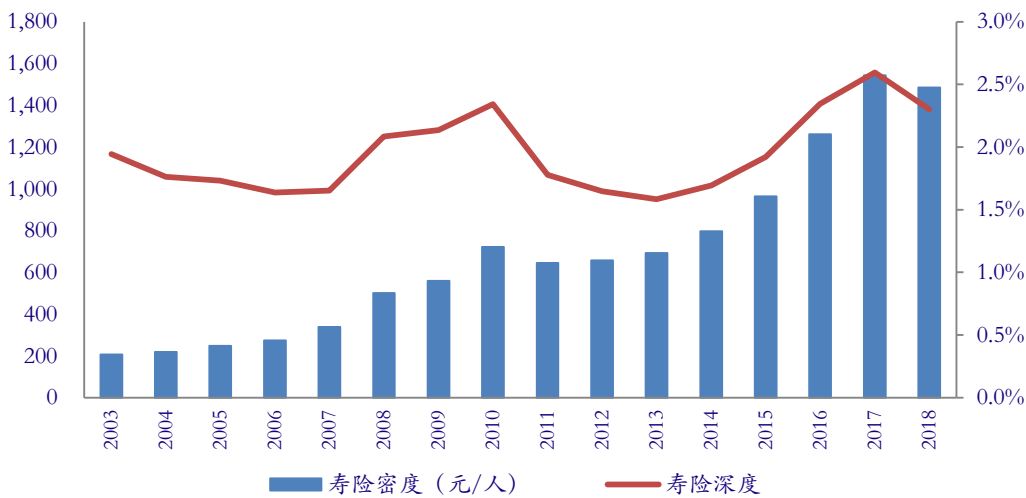
进入2018年，受134号文、消费习惯、高基数等影响，年金险销售受挫，新单保费负增长，开门红承压，拖累全年保费增长。2018年，寿险业务实现原保费收入20722.86亿元，同比减少3.41%；寿险密度为1485.11元/人，同比减少3.78%；寿险深度为2.3%，同比减少了0.29个百分点。

图 12: 我国寿险保费收入及增速



资料来源: 保监会, Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 寿险深度与密度显著增长



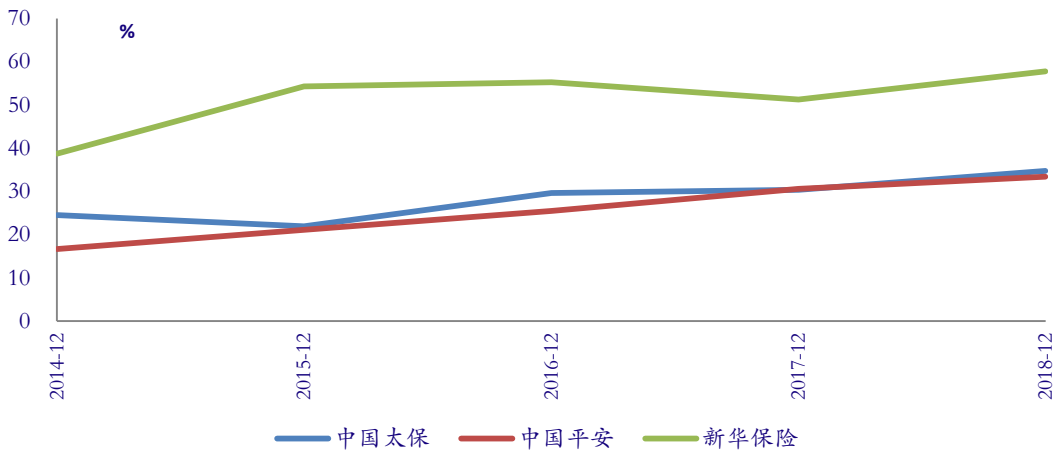
资料来源: 保监会, Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 中国寿险业务品质提升, 保障属性增强

近年来, 保险行业坚持回归保障、回归价值转型, 保障类产品销售力度加强, 愈发受到重视。四大上市寿险公司保障类产品²占比不断提高, 具体来看, 截至 2018 年末, 新华保险保障类产品占比为 57.74%, 较 2014 年年末增长 19.05 个百分点; 中国太保保障类产品占比为 34.70%, 较 2014 年年末增长 10.20 个百分点; 中国平安保障类产品占比为 33.40%, 较 2014 年年末增长 16.73 个百分点。

² 保障类产品占比为传统险和健康险保费收入占比

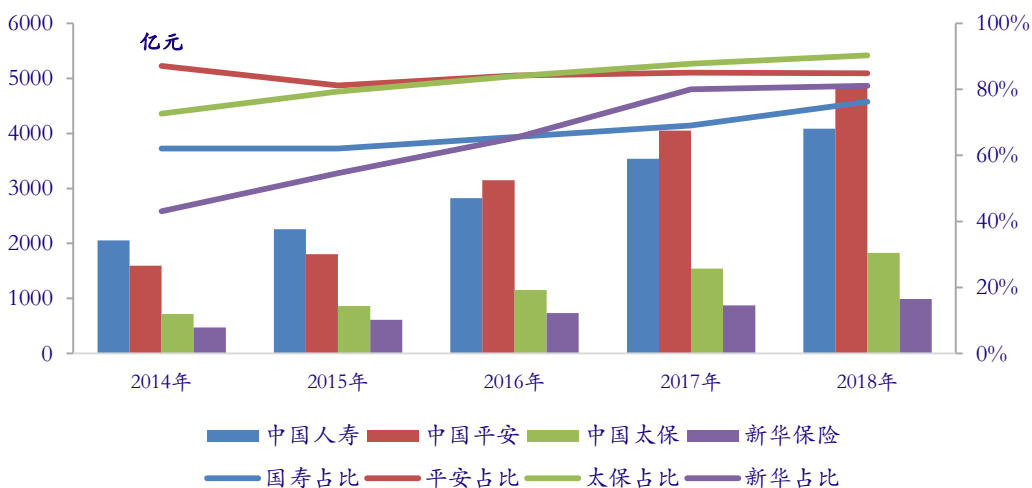
图 13: 2014 年-2018 上市险企保障类产品占比



资料来源: 保监会, Wind, 中国银河证券研究院整理

从销售渠道端来看, 代理人渠道保费收入贡献比例不断上升, 渠道结构进一步优化, 推动业务品质提升。单个险企来看, 截止 2018 年末, 在 A 股上市的中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险的代理人数量分别为 143.9 万人、141.7 万人、84.7 万人 (月均) 和 37 万人, 人数较年初分别变化-8.81%、2.3%、-3.09% 和 6.32%。在我国保险代理人规模快速增长的同时, 代理人渠道贡献上市险企保费收入比重稳步上升。截至 2018 年末, 在 A 股上市的中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险的代理人渠道寿险保费收入占比分别为 76.20%、84.84%、90.26% 和 81.09%, 同比分别变化 7.12、-0.24、2.46 和 1.13 个百分点。

图 14: 我国代理人渠道保费收入及占比



数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

（三）中国寿险市场规范化不足，仍需强化监管约束

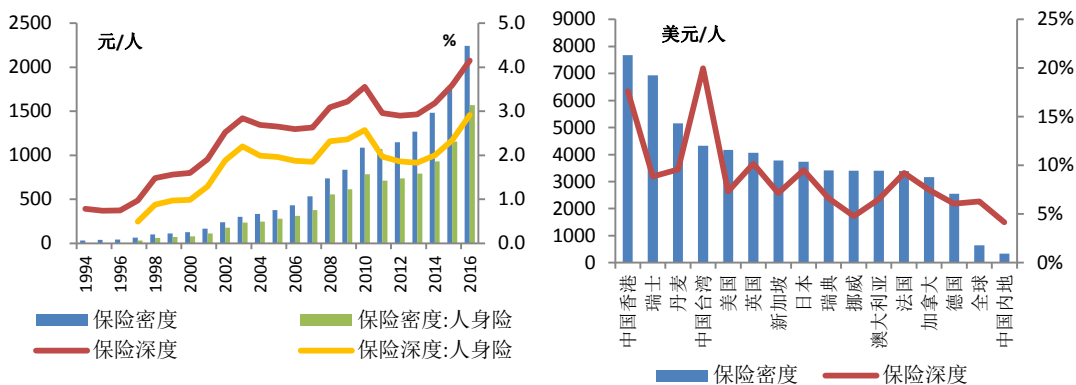
虽然近年来我国寿险市场快速扩张,但规范化程度不足的问题依然制约我国寿险市场进一步发展,需强化监管约束。一方面,行业信用度较弱,乱象频生。产品同质化现象严重,销售夸大或误导行为屡禁不止;“理赔难、理赔慢”的问题一直受到诟病,客户体验较差。仅2017年,监管层一共处罚机构720家次,处罚人员1046人次。罚款共计1.5亿元,同比增长56.1%;撤销任职资格18人。处罚原因包括编制虚假报表、资料等;虚列费用/套取费用/利用业务便利为其他机构和个人牟取不正当利益;未制作规范的客户告知书等业务不规范行为。另一方面,由于我国居民保障意识较低,保障类产品销售难度大,险企为迎合投保人的投资需求经常使用不实表述向投保人促销,包括以承诺保证收益、将保险概念与银行存款概念混淆等方式宣传销售保险产品,或承诺给予投保人合同外的回扣和利益等,造成投保人利益受损。

四、中国寿险市场发展前景依旧广阔

（一）保费深度和密度远低于发达国家和世界平均水平，增长空间广阔

中国保险业与发达经济体相比仍存在较大差距,未来发展空间广阔。受益于保险行业的飞速发展,中国的保险密度和保险深度都在不断增长。截止2016年年底,中国的保险密度为2241.83元/人,同比增长26.59%,保险深度为4.15%,同比增长0.56个百分点;其中人身险密度1569.67元/人,同比增长35.72%,人身险深度2.91%,同比增长0.57个百分点。保险业“新国十条”的发展目标为到2020年,保险密度达到3500元/人,保险深度达到5%。这意味着,为完成这一目标,中国保险密度/保险深度的年均复合增长率需要达到11.78%/4.77%。对比美、日,中国保险业发展仍然处于初级阶段。截止2016年年底,美国的保险密度为4174.10美元/人,保险深度为7.31%,日本的保险密度为3731.70美元/人,保险深度为9.51%,世界平均保险密度为638.30美元/人,保险深度为6.28%,而中国的保险密度为337.10美元/人,保险深度为4.15%。就保险密度而言,中国与美国、日本相差了不止十倍,仅为世界平均值的一半左右;在保险深度上,中国也远远达不到世界平均水平。中国的保险业未来还有很长的路要走,未来成长空间广阔。

图 23：中国保险密度深度现状及国际比较

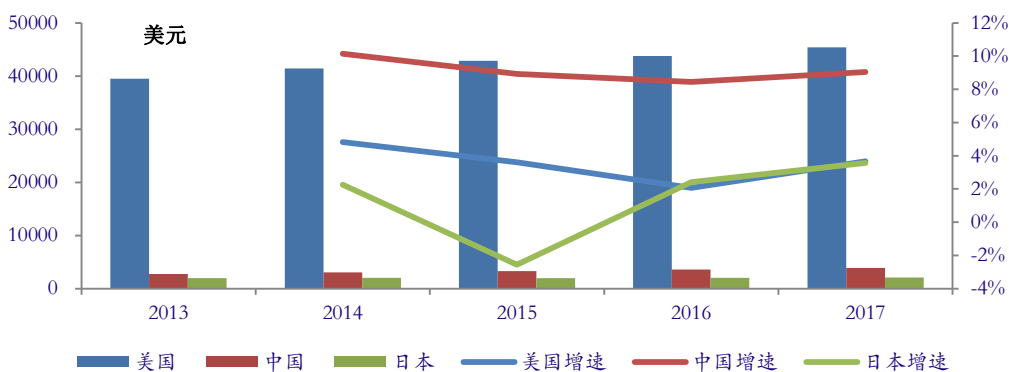


资料来源：中国银保监、Swissre Sigma，中国银河证券研究院整理

(二) 居民收入增长和消费升级助推保险业发展

尽管中国经济增速有所放缓，居民人均可支配收入依旧实现持续增长。截止 2017 年年底，中国居民人均可支配收入已达 3896.10 美元，相比 2013 年的 2746.62 美元，年均复合增长率达 9.13%。与发达经济体相比，中国居民人均可支配收入增速表现不俗。2017 年，中国居民人均可支配收入名义上同比增长 9.04%，扣除价格因素实际增长 7.3%；美国同比增长 3.67%；日本两人及以上劳动者家庭同比增长 3.58%。时间轴拉长来看，近年来中国的居民人均可支配收入增速大都保持在 8% 以上，而美国、日本维持在 5% 以下。

图 154：2013-2017 年美日中居民人均可支配收入及增速



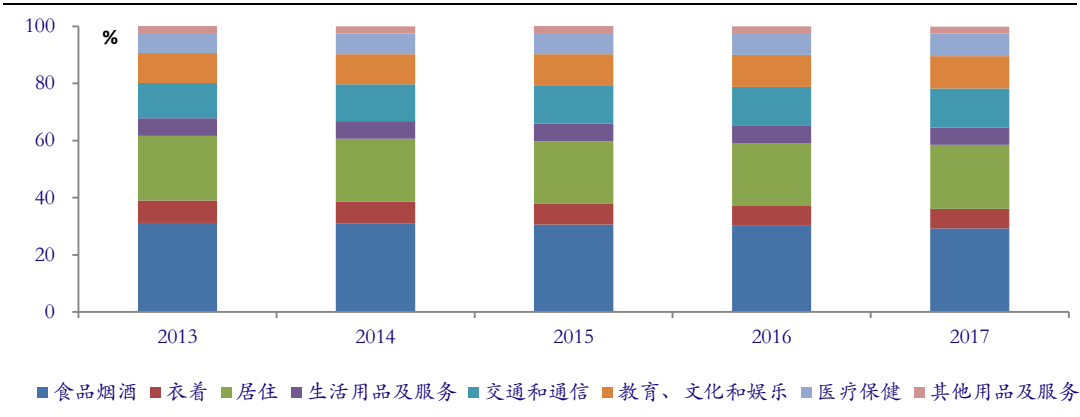
数据来源：Wind，国家统计局，美国经济分析局，日本总务省统计局，中国银河证券研究院整理

注释：本文所有数据均根据 2018 年 12 月 4 日汇率进行调整。其中，日本的居民人均可支配收入为两人及以上劳动者家庭人均可支配收入数据，数据来源于日本总务省统计局；美国人均可支配收入数据来源于美国经济分析局

收入水平的提高促使居民消费结构升级，精神文化以及保障类需求逐步提升。从消费支出结构来看，食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务消费支出占比逐年降低，交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健等消费支出占比逐年提升。截止 2017 年年底，食品烟酒、衣着、

居住、生活用品及服务这四项消费支出在人均消费支出中的占比之和为 64.6%，相比于 2013 年的 67.8% 减少了 3.2 个百分点，而交通通信、教育文化和娱乐、医疗保健消费支出的占比都在逐年上升，这三项支出的占比从 2013 年的 29.8% 提升至 2017 年的 32.9%，上升趋势明显，其中医疗保健支出占比从 6.9% 提升到 7.9%。

图 25：2013-2017 年中国居民消费支出结构

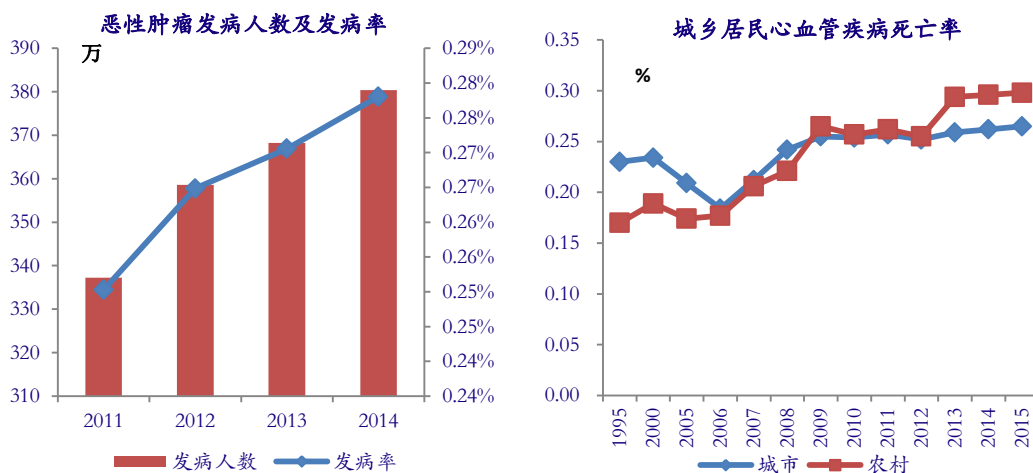


数据来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

（三）重疾发病率和死亡率上升、个人医疗负担较重，商业健康险需求加大

当前我国居民的重疾发病率和死亡率逐年增长，医疗支出预计会进一步增长，催生商业健康险需求。截至 2014 年，我国居民恶性肿瘤发病人数 380.4 万人，发病率 0.28%，延续了 2011 年以来的持续增长态势；截至 2015 年，我国农村居民心血管疾病死亡率 0.30%，城市居民心血管疾病死亡率 0.27%，亦是持续增长。

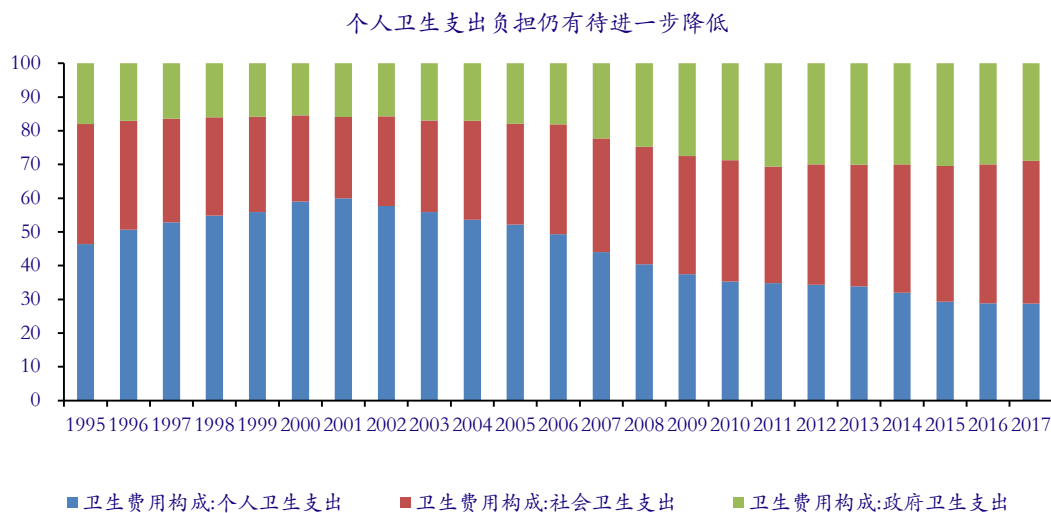
图 26：中国重疾发病率及死亡率



资料来源：陈万青等，《中国恶性肿瘤发病和死亡分析》，中华肿瘤杂志；陈伟伟等，《中国心血管病报告 2017》概要，中国循环杂志 2018 年 1 月第 33 卷第 1 期（总第 235 期）

我国居民的医疗支出比重较大，个人医疗负担居高不下。长期以来，我国个人卫生支出负担比例在 30%左右徘徊。近年来受益于医改，个人卫生支出比例有所下滑，社会卫生支出比重上升，但考虑到居民医疗需求的增长和社保基金负担过重，商业健康险将承担更大的职责。

图 27：医疗支出现状



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（四）居民保障意识逐渐增强，保险购买力度加大

居民保障意识持续增强刺激了保险消费需求。依据中国太保和普华永道联合发布的《中国保险消费者白皮书（2018 版）》，2010-2017 年，我国保险业人均保费和保单增速分别为 18%和 47%，持有 multiple 保单的消费者比重逾六成。其中，80 后客户数量占比较高，预计与该群体收入增长和家庭负担较重有关。整体来看，居民的保障意识不断增强，或为寿险业保障型产品的发展提供动力。

五、国内外寿险业务比较分析

（一）中国与成熟市场寿险业：存在阶段性差异，盈利模式有望趋同

中国与美日成熟寿险市场的差异主要体现为行业发展阶段、险种结构、保险营销、缴费模式和盈利模式等领域的差异：

（1）从发展阶段来看，中国寿险业处于初级阶段，保费收入复合增速较高，未来发展空间广阔。2012-2017 年，中国寿险业务保费复合增长率为 19.22%，而美国和日本³寿险保费复合

³ 日本披露年报日期与美国、中国不同，2017 年披露的数据为 2016 财政年度数据，以下日本数据皆为 2016 财政年度数据

增速仅为 0.93%和-0.78%。考虑到中国寿险市场的深度和密度远低于美日且巨大的保险需求，中国寿险业未来发展空间依旧广阔。

(2) 从险种结构来看，中国寿险公司产品中分红险等理财类产品占比较高，长期保障类产品占比有待进一步提升；美国险企以年金和健康险为主；日本险企的健康险地位举足轻重。2018 年，中国平安、中国太保和新华保险 3 家上市险企分红险比重分别为 36.43%、58.27%和 40.63%，健康险比重分别为 15.79%、16.31%和 34.81%。随着消费升级环境下医疗健康支出比例加大和加速进入老龄化社会，未来中国健康险和年金占比有望继续提升。美国寿险业传统险比重 23.36%，年金和健康险比重达 48.56%和 28.08%。健康险保费中政府补贴的成分较高。日本商业健康险比重不高，政府主导的国民健康险已经覆盖居民 70%医疗支出，而商业健康险主要起补充作用。

(3) 从保险营销来看，中国险企依靠自身培养代理人队伍销售寿险产品，产品销售节奏由不均衡向均衡化发展；美国独立代理人渠道比重大，销售专业化程度相对较高，以经纪公司为代表的独立代理人是首选渠道。随着中国险企保障型业务规模的进一步扩大尤其健康险的快速发展，专业化的销售渠道有望成为中国寿险业未来发展的方向。

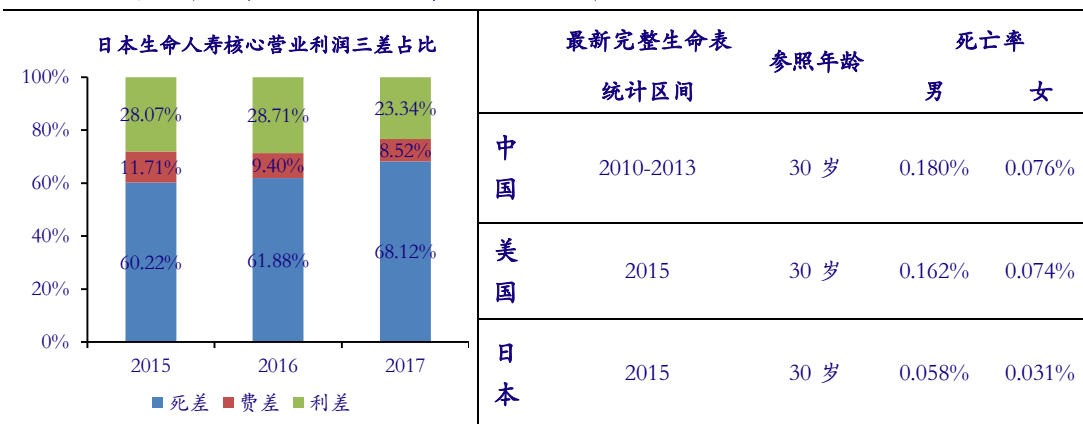
(4) 从保费结构来看，续期业务拉动效应明显，对存量业务价值的挖掘力度需要加大。2018 年，中国四大上市险企续期业务平均增速已经高达 29.26%，占比增至 69.07%。美国传统个人寿险续期业务增速 42.14%，比重 67.37%。险企还利用多种方式提升存量业务价值，以解决新单增速缓慢或者负增长导致险企整体盈利能力下降的困境。因此，在当前中国寿险新单销售承压环境下，注重存量业务管理十分必要。

(5) 从盈利模式来看，我国寿险公司盈利长期以利差为主。经过强监管向纵深推进，行业回归本源、回归价值转型持续，盈利模式也将逐步向美日发达寿险业靠拢，由依赖利差逐步转向三差均衡驱动。

表 2：中国与美日成熟市场对比分析

	行业发展阶段	险种结构	保险营销	缴费模式	盈利模式
中国	保费由高速增长向平稳增长转变 2012-2017 年寿险保费复合增速 19.22%	分红等理财类产品占比较高 保障类产品占比有待进一步提升	险企自建代理人队伍 关注规模与产能 销售节奏调整	续期业务比重持续提升 新业务价值增长仍有空间	利差为主向三差均衡发展
美国	成熟：低速增长阶段 2012-2017 年寿险保费年均复合增速 0.93%	年金为主，健康险次之 传统寿险比例降低	运用专业保险中介 关注服务质量	续期业务为主 重视提升存续业务价值	--
日本	成熟：低速增长甚至负增长阶段 2012-2017 年寿险保费年均复合增速-0.78%	健康险地位举足轻重 国民健康险覆盖大部分医疗支出	营销员渠道占比下滑，机构代理和互联网等其他渠道占比上升	续期业务为主	死差为主，利差、费差占比小

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 3：日本生命人寿三差占比以及中、美、日生命表对比


资料来源：ACLI、中国银保监会、日本生命人寿年报、日本厚生劳动省、中国银河证券研究院整理

（二）经验借鉴：重视客户需求导向和强化负债管理，业务转型提振盈利能力

从对比分析看出，我国寿险保单设计需愈发重视客户需求，强化负债管理，从而有效应对保费增速放缓态势，实现盈利能力持续稳健提升。负债端管理成为险企的核心竞争力。

（1）业务拓展层面：险企应从规模增长转向质态提升，以客户需求为导向开展业务，尤其重视客户的长期保障类需求，着力调整业务结构，积极推动传统寿险、健康险等保障型产品的销售，推动价值增长。同时，挖掘存量业务价值，实现稳健持续增长。

（2）产品设计层面：险企应顺应老龄化和消费升级趋势，开发满足客户个性化、全方位需求的产品和服务，从而改变当前保险产品价值较低、部分领域保障空白等一系列问题，提升综合服务水平。

（3）盈利模式层面：险企应重视负债管理，通过开展保障类业务和运用金融科技提升死差和费差，改变利润结构中利差独大局面，提升险企盈利能力。同等类型的寿险保单，中国险企收取的保费一般要高于美日等成熟市场，这主要是由同等年龄下死亡率高于发达国家、死差益较低所致。随着医疗技术的进步，中国险企的死差有望得到持续改善。此外，险企充分运用国内领先的金融科技，对保险产品开发、评估、销售、审核和理赔等多个流程进行改造，降低运营成本，获取费差益同时改善客户体验，以形成差异化的竞争优势。

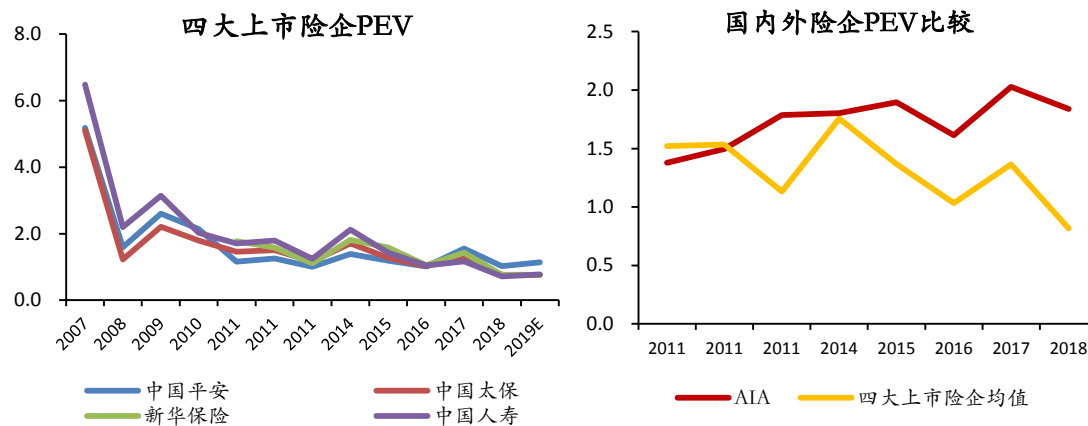
（4）销售渠道层面：险企应加大代理人培训力度并有效运用保险中介，重视顾问行销模式，提升产品销售专业化程度，从而解决代理人产能低下问题，增加单件保单利润和单位客户价值。专业化的产品销售一方面需要加大对代理人的培训，增强代理人销售保障类产品尤其是健康险产品的能力；另一方面通过保险中介等专业化渠道进行产品销售，而自身则专注产品开发与设计、评估、审核和理赔等领域，从客户需求角度出发，提供高质量的服务，充当客户的财富与风险管理顾问。

六、投资建议及风险提示

险企手续费及佣金税前扣除限额提至 18%，大幅减轻险企负担，减税红利释放增厚利润，助力险企回归保障转型。行业保费收入同比增速改善，险企主动调整产品销售节奏，同时对于保障类产品重视度持续提升，保障类业务的持续发力将进一步推动新业务价值改善。当前板块 P/EV 在 0.76-1.20 倍之间，估值不贵，性价比较高。建议关注板块配置价值。推荐顺序为：中国平安(601318.SH)、新华保险(601336.SH)、中国太保(601601.SH)、中国人寿(601628.SH)。

风险提示：长端利率曲线下移的风险，保险产品销售不及预期的风险。

图 28：上市险企历史估值及国际比较



数据来源：Wind，各家险企年报，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

武平平，张一纬，金融行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn