

负债端持续优化，资产端多元配置

保险行业 2019 下半年策略报告

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-06-19

核心观点:

● 负债端：保费增速放缓，但结构持续优化，打开优质增长模式

在 134 号文叫停快返产品、代理人增幅降缓等强压下，2018 年以来保费增速明显放缓，继 2018 年新单保费行业性负增长后，2019 年 1-5 月预计除中国人寿外，其他几家上市险企寿险业务仍负增长。不过，自保险回归保障以来，行业产品结构发生较大改善，短期理财型产品占比断崖式下跌，保障类产品尤其是健康险占比持续提升，带动行业新业务价值率持续提升，开启行业高质量增长模式。

● 投资端：长端利率或有下行，多元配置缓解配置压力

2019 年一季度，国内股票市场回暖，带动保险公司投资收益率回升，根据季报，中国人寿第一季度实现总投资收益 509 亿元，同比增长 89%，实现净利润 260 亿元，同比增长 92.6%。但受中美贸易摩擦等因素后续影响，2019 年下半年 A 股市场存在较大不确定性，预计权益资产将震荡波动。资产端可能主要取决于长端利率变化。展望下半年，虽有 CPI 上升支撑，但逆周期调节政策、海外降息以及中美利差走阔背景下，长端利率有一定下行压力。不过，当前行业资产结构日趋丰富，非标资产、专项债、永续债等多元策略将较大程度缓解资产配置压力。

● 下半年展望：以静制动，专注价值增长

负债端方面：代理人增员受就业压力影响或有积极拐点；重疾险重新定义或带来产品新老划断前的营销催化剂；财政部出台减税政策将刺激保费增长；产品价格战担忧弱化。资产端方面：10 期国债近期走低，但保险投资结构已经较为丰富，参考海外市场，多元化、国际化、市场化是保险资金面对复杂环境的主要应对措施。价值增长方面：内含价值的增长呈现出倚重内生增长态势，伴随新单增速回升，EV 增速有进一步提升的空间。

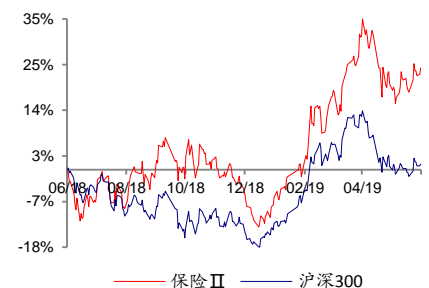
● 投资建议：长期持有

当前板块估值整体仍处于历史较低位置，下半年行业负债端或持续向好，代理人团队增员有望出现积极态势。同时，投资端利率波动或带来短期影响，但行业结构整体稳健，且投资多元化趋势持续加深，有助于维持平稳投资表现。龙头险企得益于市场地位和渠道优势，更能充分享受政策红利，建议关注：中国平安（601318.SH）/（02318.HK）、中国太保（601601.SH）/（02601.HK）、新华保险（601336.SH）/（01336.HK）、中国人寿（601628.SH）/（02628.HK）。

● 风险提示

保费增速低于预期，代理人规模持续脱落，外部环境不确定因素导致利率波动超预期等。

相对市场表现



分析师:

文京雄



SAC 执证号: S0260517060001



020-66335139



wenjingxiong@gf.com.cn

分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

请注意，文京雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

保险企业手续费及佣金支出	2019-05-30
税前扣除政策点评: 降税政策推动，促进行业盈利及业务改善	
保险上市公司前 4 月保费收入概况: 寿险业务增速平稳，产险增速有所回落	2019-05-16
承保端否极泰来，投资端风险释放: 2018 年保险行业业绩综述	2019-04-02

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	CNY	80.97	20190429	买入	92.65	7.34	9.37	11.03	8.65	1.23	1.04	18%	17%
新华保险	601336.SH	CNY	51.34	20190428	买入	63.11	3.01	3.96	17.05	12.98	0.81	0.71	47%	20%
中国太保	601601.SH	CNY	35.49	20190428	买入	41.79	2.35	3.00	15.08	11.84	0.85	0.75	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	87.85	20190429	买入	107.73	7.34	9.37	10.53	8.25	1.17	1.00	18%	17%
新华保险	01336.HK	HKD	35.30	20190428	买入	46.60	3.01	3.96	10.31	7.85	0.49	0.43	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	29.35	20190428	买入	38.60	2.35	3.00	10.97	8.62	0.62	0.55	13%	14%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照 6 月 18 日收盘价计算

目录索引

负债端：增速放缓，业务结构持续优化.....	5
保费收入增幅放缓，新业务价值增速承压.....	5
产品结构持续向保障型转型，推动行业质量增长模式.....	8
人力团队增员放缓，绩优人力更受青睐.....	8
财险综合成本率下降，市场集中度有所提升.....	10
资产端：长端利率或有所下行，多元配置缓解压力.....	11
一季度权益投资表现突出，带动业绩增长.....	11
经济形势变数增加，长端利率或有下行压力.....	12
750 均线仍处上行区间，准备金释放拐点或在年底.....	13
投资结构呈现多元特征，非标资产接近饱和.....	13
下半年展望：以静制动，专注价值.....	15
当前行业估值水平处于历史较低区间.....	15
EV 倚重内生增长，利差贡献持续收窄.....	16
投资端挑战机遇并存.....	18
负债端再迎政策红利.....	21
投资建议.....	22
风险提示.....	22

图表索引

图 1: 保险行业总保费收入 (万元)	5
图 2: 寿险行业原保费收入 (万元)	6
图 3: 财险行业原保费收入 (万元)	6
图 4: 个险新单保费 (百万元) 及增长率	7
图 5: 中国平安个险渠道新单保费收入 (亿元) 及同比增速 (%)	7
图 6: 三家上市险企新业务价值率	8
图 7: 三家上市险企健康险保费收入 (百万元) 及占比	8
图 8: 四家上市险企 13 个月保单继续率	9
图 9: 四家上市险企退保率	10
图 10: 财险行业市场集中度	10
图 11: 三家上市财险综合成本率	11
图 12: 上市险企总投资收益率	11
图 13: 2018 年和 2019 年上市险企一季度投资收益 (百万元)	12
图 14: 中美十年国债收益率对比 (%)	12
图 15: 10 年期国债到期收益率 (%) 和 750 均线 (%)	13
图 16: 会计估计变更导致的准备金计提增加 (减少) (单位: 百万元)	13
图 17: 上市公司保险资产配置情况	14
图 18: 上市公司非标资产规模	14
图 19: 2007 年以来保险股独立行情 (红圈) 及跑输大盘 (灰圈) 趋势图	15
图 20: 保险行业 P/EV 估值	16
图 21: 四家上市险企投资回报偏差率	18
图 22: 保险行业投资收益率与沪深 300 指数涨跌幅变动趋势 (%)	19
图 23: 美国寿险行业新增债券比例 (%) (按到期期限划分)	19
图 24: 日本保险行业境外投资 (十亿日元) 变化趋势 (%)	20
图 25: 英国保诚固收债券变化趋势 (以信用评级划分)	20
图 26: 2013-2018 年我国保险行业资产配置	21
表 1: 四家上市公司保险代理人情况	9
表 2: 各家上市险企新业务价值对 EV 溢利的驱动	17
表 3: 营运经验差异对 EV 溢利贡献增加	17
表 4: 投资回报差异对 EV 影响	17
表 5: 基于主要上市险企 2018 年报测算税收变化对净利润影响 (百万元、%)	21
表 6: 2018 年上市公司保费收入居所在公司前 5 位的重疾险产品	22

负债端：增速放缓，业务结构持续优化

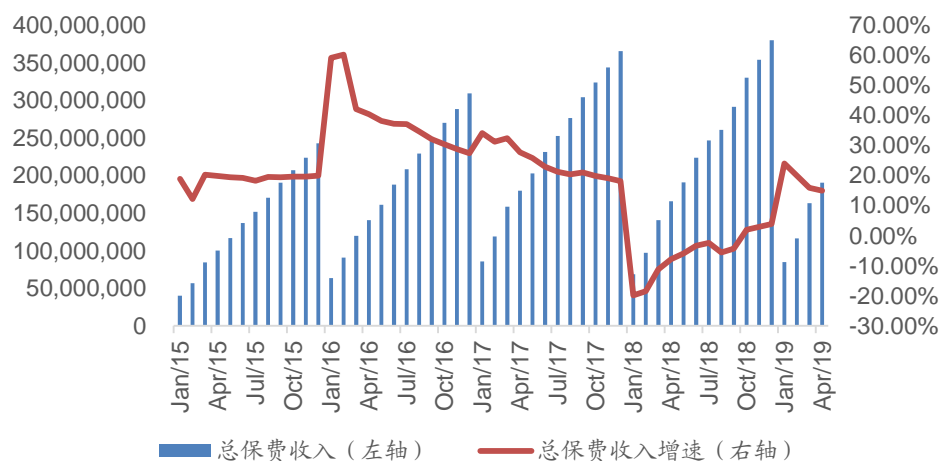
保费收入增幅放缓，新业务价值增速承压

在134号文叫停快返产品、代理人增幅降缓等强压下，2018年保险行业保费收入增速明显放缓，全年原保费累计收入38017亿元，虽较2017年增速陡降，但仍实现了3.9%的正增长。根据银保监会数据，寿险方面保费收入拖累行业总保费收入增长，同比增速仅0.85%；财险方面保费收入增长平稳，全年增速保持在11%以上。

根据银保监会披露，2018年寿险保费收入26061亿元，与2017年基本持平，增幅为0.9%；根据2018年报，上市公司中，中国平安、中国人寿、中国太保及新华保险原保费收入依次为4717亿、5362亿、2013亿和1222亿元，增幅为21.3%、4.7%、15.7%和11.9%，优于行业整体增速。

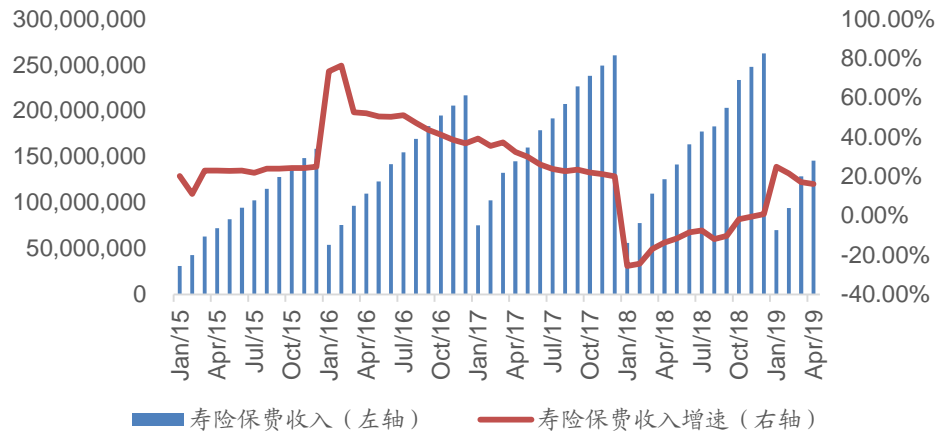
2019年保险行业增长压力有所缓解。截至2019年4月，行业保费收入达到19060亿元，较去年同期增长14.9%。其中，寿险保费收入14556亿元，较2018年同期增长16.1%。财险行业保费依然保持11%增幅。

图1：保险行业总保费收入（万元）



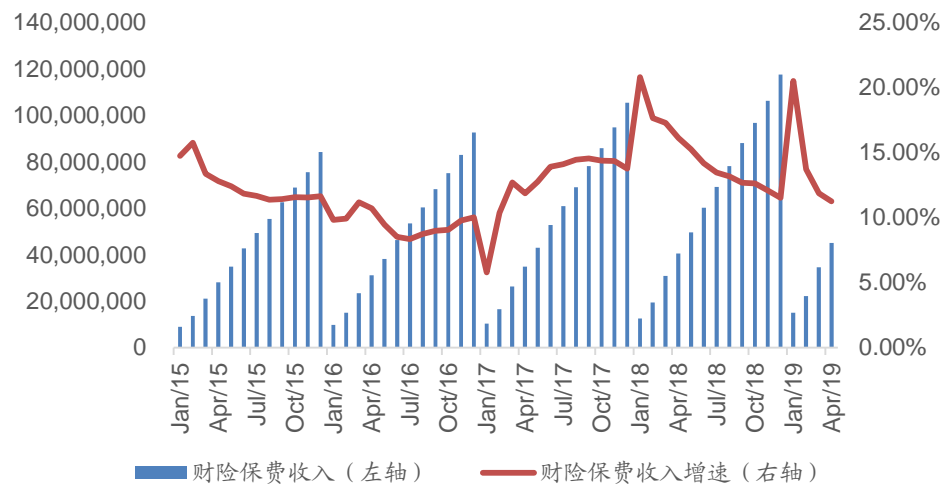
数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

图2: 寿险行业原保费收入 (万元)



数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

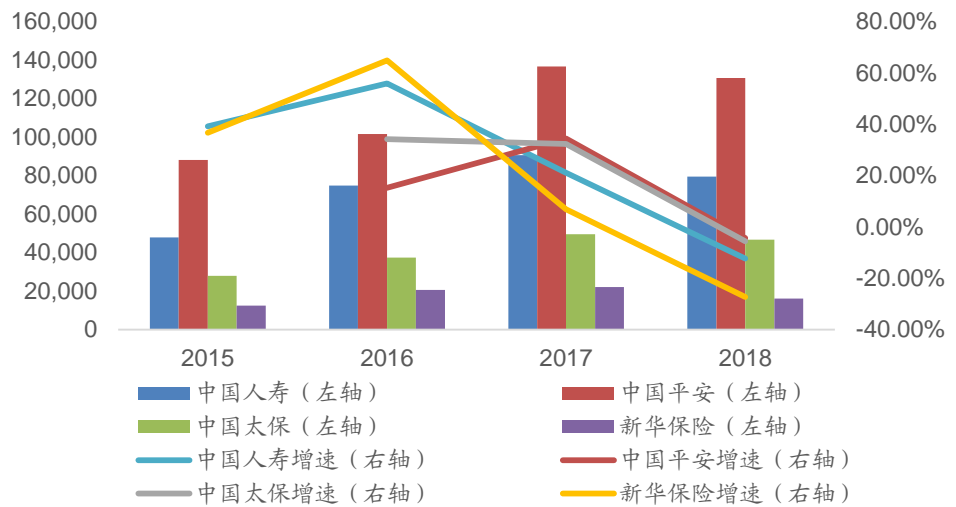
图3: 财险行业原保费收入 (万元)



数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

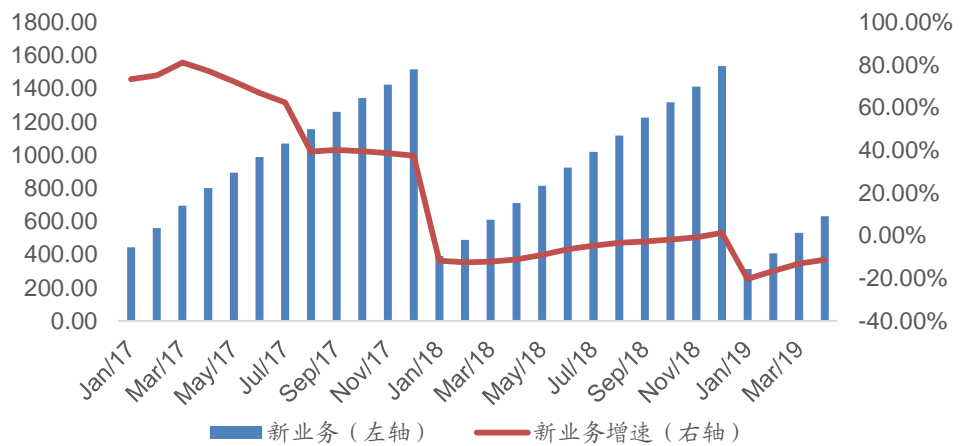
新单增速放缓是寿险行业原保费收入下滑的主要原因。2018年国寿、平安、太保、新华个险新单保费同比分别下降12.3%、4.4%、5.6%和27.2%，这是自2011年银保新政以来的首次负增长。2019年1-5月，中国平安个人寿险新单保费仍负增长，料行业新单保费收入增长仍持续承压。

图4: 个险新单保费 (百万元) 及增长率



数据来源: 2015-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

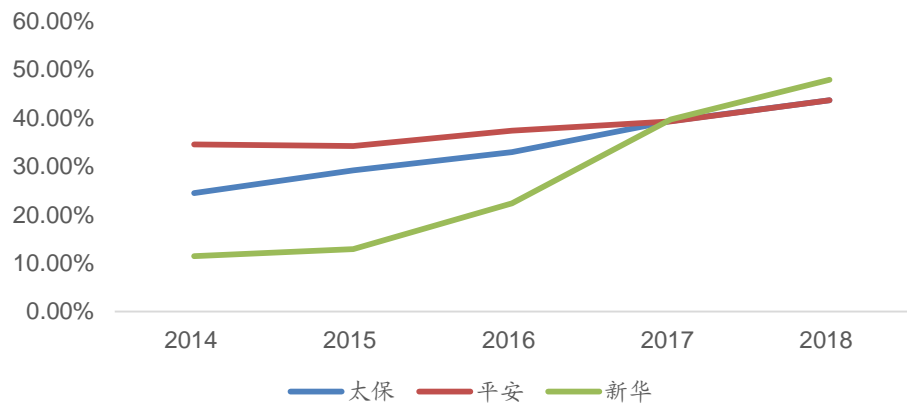
图5: 中国平安个险渠道新单保费收入 (亿元) 及同比增速 (%)



数据来源: 公司月度保费公告、广发证券发展研究中心

个险新单负增长拖累新业务价值增速，根据年报，2018年中国平安、中国太保和新华保险新业务价值增速显著放缓，分别为7.3%、1.5%和1.2%，中国人寿更是近年来首次出现负增长。但受益于保险回归保障后险企业务结构的调整，长期保障型产品的占比提升，新业务价值率呈持续上升态势。根据年报，2018年中国平安、新华保险和中国太保新业务价值率分别为43.7%、47.9%和43.7%。

图6: 三家上市险企新业务价值率

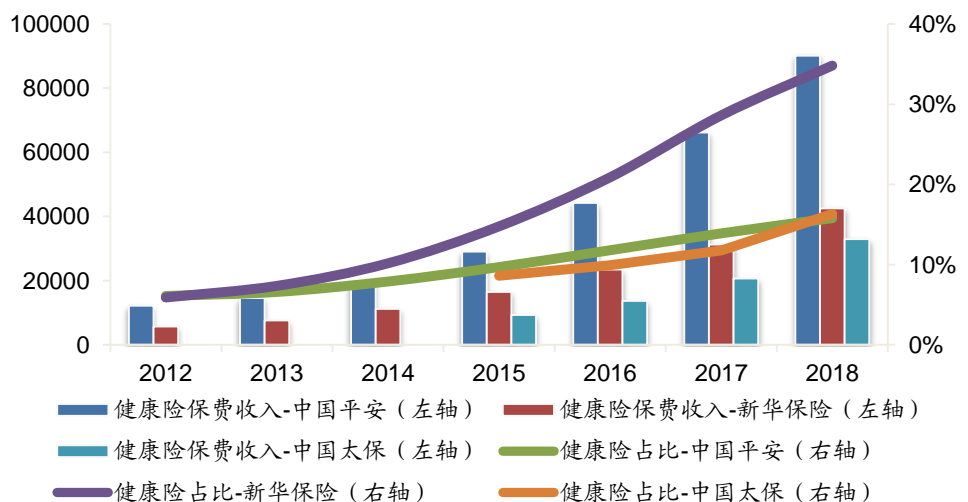


数据来源: 2014-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

产品结构持续向保障型转型, 推动行业质量增长模式

自保险回归保障以来, 行业产品结构发生明显改善, 短期理财型产品占比断崖式下跌, 保障类产品尤其是健康险占比持续提升。根据年报, 2018年三家险企披露的健康险保费收入占总保费比例较2017年均有所上升, 其中新华健康险规模占比提升至34.8%, 健康险首年保费同比增长30.6%。此外, 传统险占比总体维持上升势头, 太保传统险占比提升至34.70%。总体上看, 行业重保障战略达成一致, 健康险未来仍是市场主力险种, 值得高度重视。行业向质量增长模式推进是大势所趋。

图7: 三家上市险企健康险保费收入(百万元)及占比



数据来源: 2012-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

人力团队增员放缓, 绩优人力更受青睐

受开门红影响, 行业2019年增员压力较大, 根据保险行业协会统计, 我国全行

业代理人人数2018年底已达870万人，未来依靠堆积低效代理人的粗放增长模式将不可持续。2018年年报显示，四家上市险企代理人规模增速均放缓，中国人寿和中国太保主动优化团队规模，解约低效人力，团队规模出现负增长。

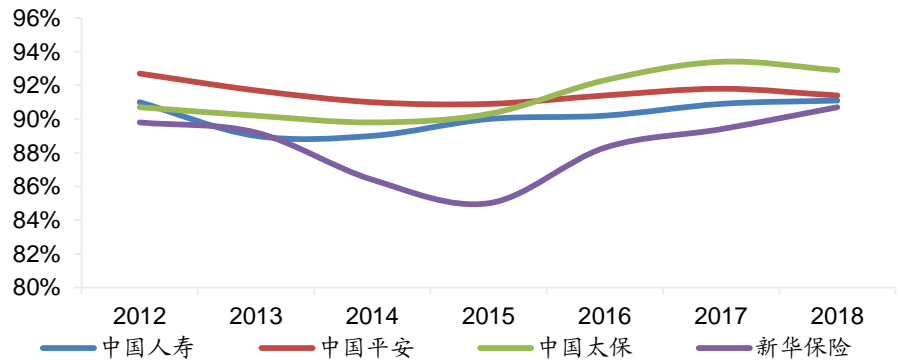
表 1: 四家上市公司保险代理人情况

单位: 人	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017	2018H	2018
中国人寿	949,000	979,000	1,529,000	1,814,000	1,937,000	2,025,000	1,800,000	1,772,000
中国平安	797,870	869,895	1,050,000	1,100,000	1,325,000	1,386,000	1,398,827	1,417,383
新华保险	192,000	259,000	242,000	328,000	333,000	348,000	334,000	370,000
中国太保	415,000	482,000	582,000	653,000	870,000	874,000	894,000	847,000
中国人寿	48.28%	31.76%	61.12%	85.29%	26.68%	11.63%	-7.07%	-12.49%
中国平安	31.28%	36.87%	31.60%	26.45%	26.19%	26.00%	5.50%	2.26%
新华保险	9.09%	48.00%	26.04%	26.64%	37.60%	6.10%	0.30%	6.32%
中国太保	37.87%	40.12%	40.24%	35.48%	49.48%	33.84%	2.76%	-3.09%

数据来源: 2015-2018公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

2018年四家保险13个月持续率稳中有进，同时退保率整体下降。长期来看，提高代理人人均产能、人均件数和人均保额等指标，将是个险渠道转型的关键。

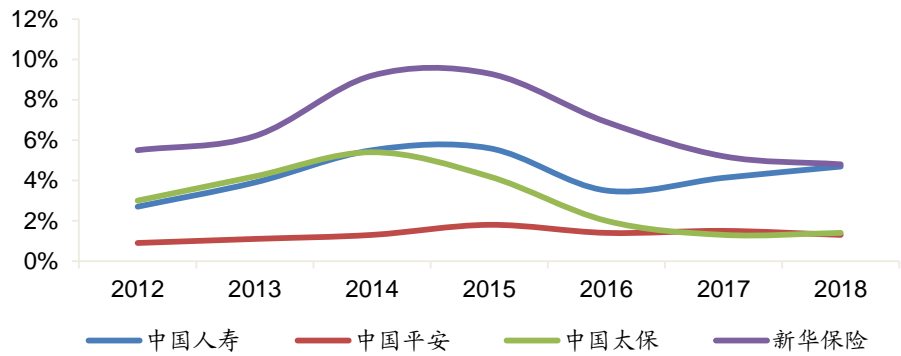
图8: 四家上市险企13个月保单继续率



数据来源: 2012-2018公司年报、广发证券发展研究中心

注: 中国人寿采用 14 个月继续率

图9: 四家上市险企退保率



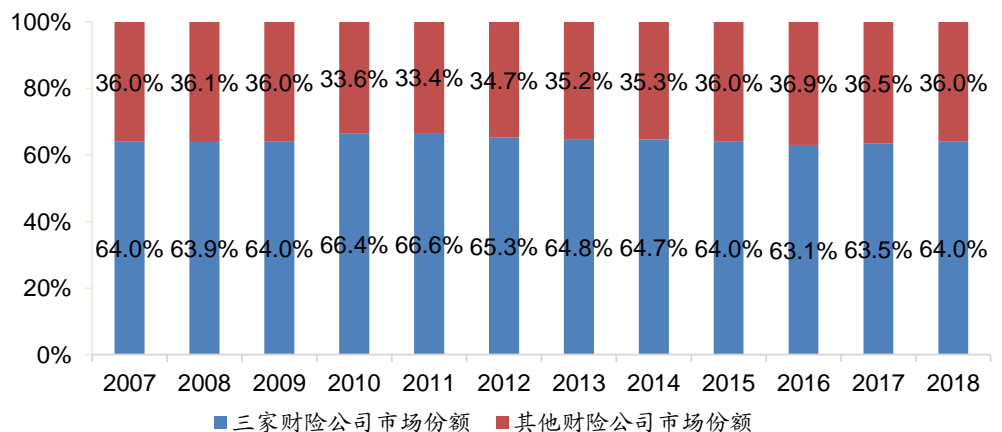
数据来源: 2012-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

财险综合成本率下降, 市场集中度有所提升

财险市场, 中国人保、中国平安、中国太保三家财险公司有着较大的优势, 主要体现在综合成本率和市场占有率方面。2018年三家上市险企市占率64%, 较2017年有小幅提升。综合成本率方面龙头险企的优势更大, 在其他大部分险企仍承保亏损的情况下, 平安、人保、太保均保持承保盈利空间, 根据年报, 平安产险2018年综合成本率96.0%, 较去年下降0.2%, 保持行业领先。

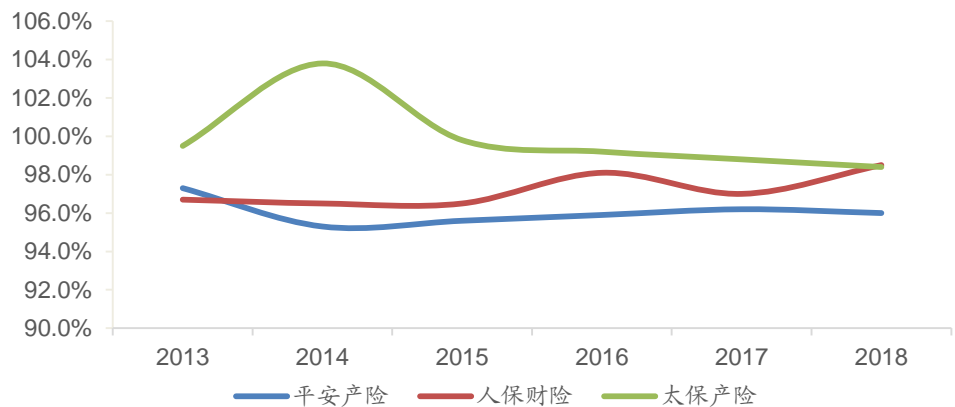
2018年下半年至2019年一季度, 因价格竞争、费用投放加大等原因, 财险行业综合成本率有所上升, 根据季报, 中国财险一季度综合成本率98.3%, 同比上升2.4个百分点。2019年下半年, 我们预计财险综合成本率将有所回落, 原因在于: 一是监管不断加强, “报行合一”以更严格的要求执行, 产品价格战有所收敛; 二是手续费抵税比例由15%提升至18%, 有助于扩大承保利润。

图10: 财险行业市场集中度



数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

图11: 三家上市财险综合成本率



数据来源: 2013-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

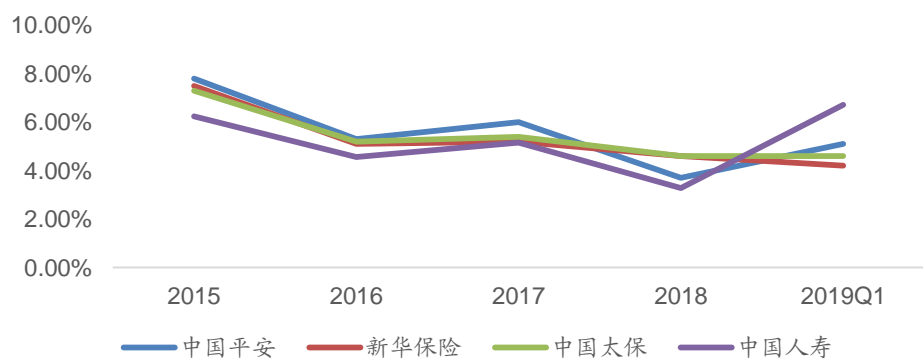
资产端: 长端利率或有所下行, 多元配置缓解压力

一季度权益投资表现突出, 带动业绩增长

2018年资本市场环境复杂, 保险投资端表现也受到一定冲击。根据年报, 四家上市险企年化总投资收益率为3.28%-4.60%, 均出现不同程度下滑。其中, 中国平安因采用新会计准则, 总投资收益率下降2.3个百分点, 准则修订前模拟总投资收益率下降0.8个百分点。中国人寿总投资收益率为3.28%, 下降1.88个百分点。新华保险和中国太保也受到较大冲击, 投资收益同比小幅减少。

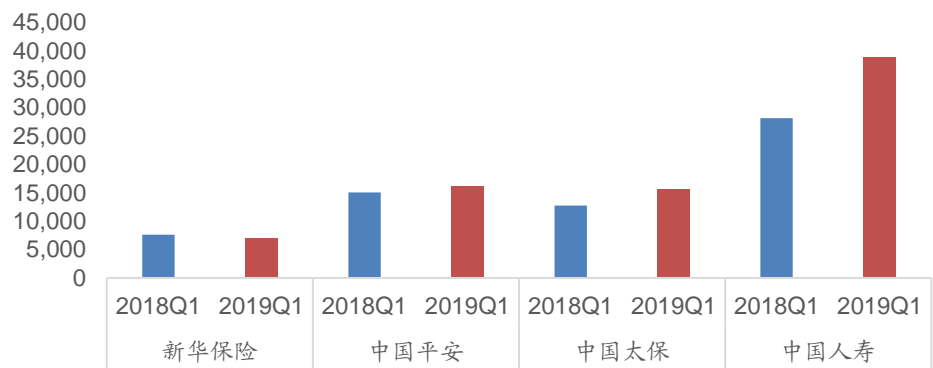
根据季报, 2019年一季度, 国内股票市场回暖, 中国平安和中国人寿总投资回报率大幅上涨, 投资收益驱动一季报净利润大幅提升。其中, 中国人寿第一季度实现总投资收益509亿元, 同比增长89%, 实现净利润260亿元, 同比增长92.6%。但受中美贸易摩擦等因素后续影响, 2019年下半年A股市场存在较大不确定性, 预计资产端尤其是权益资产要维持较高收益难度增加。

图12: 上市险企总投资收益率



数据来源: 2015-2019 公司年报/季报、广发证券发展研究中心

图13: 2018年和2019年上市险企一季度投资收益(百万元)



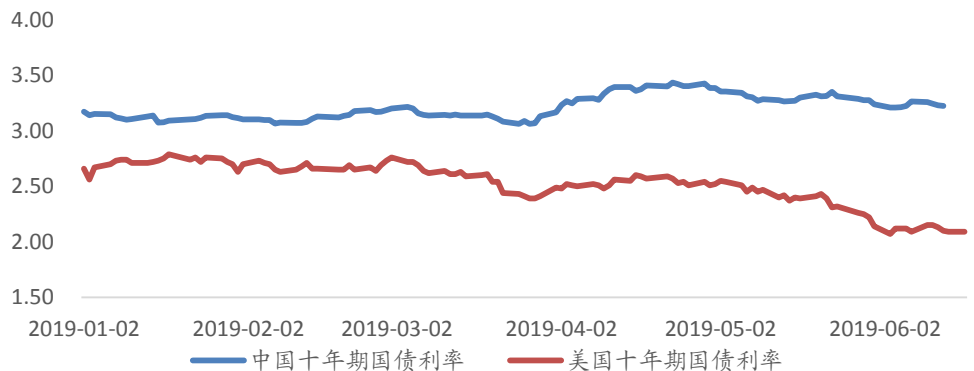
数据来源: 2018-2019 公司季报、广发证券发展研究中心

经济形势变数增加, 长端利率或有下行压力

6月10日, 中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》, 明确主要目的“贯彻落实党中央、国务院决策部署, 加大逆周期调节力度, 更好发挥地方政府专项债券的重要作用, 着力加大对重点领域和薄弱环节的支持力度, 增加有效投资、优化经济结构、稳定总需求, 保持经济持续健康发展”, 预计下半年政府政策调节频率或增加。

同时, 美联储降息预期自今年一季度以来大幅升温, 根据广发宏观研究团队判断, 9月降息靴子落地概率较大。今年以来, 中美两国10年期国债利差逐渐走阔, 进入6月以来, 中国高出美国约110个BP, 为近年来高点。因此, 如果美国利率下行趋势形成, 对我国利率水平也有一定牵引效应。长端利率面临下行压力, 或对保险长期投资收益造成影响, 同时准备金释放或出现下行拐点, 届时或对市场预期有所扰动。

图14: 中美十年国债收益率对比 (%)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

750 均线仍处上行区间，准备金释放拐点或在年底

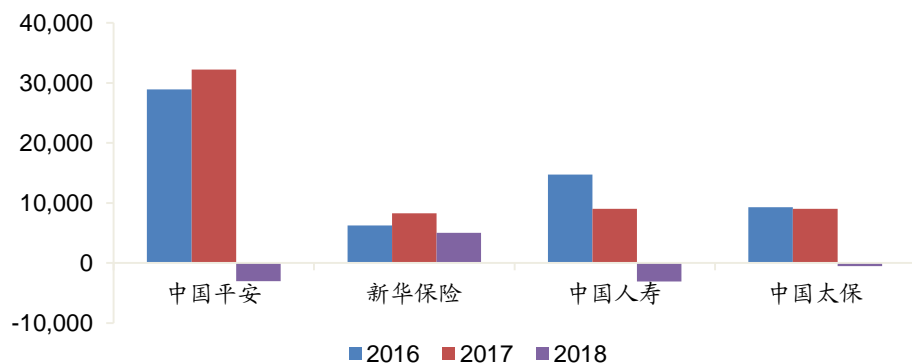
2018年，四家公司因精算假设变动计提准备金较去年同期明显减少。根据年报附注，中国平安、中国人寿和中国太保准备金计提减少分别新增税前利润30.02亿、30.74亿和4.97亿元，新华保险准备金计提规模同比大幅下降。据我们测算，当前行业750均线仍处上行区间，对险企利润释放依然能带来正面影响。不过近期十年国债收益率有下行趋势，或对750均线造成延迟反映。当前时点测算，截止今年11月附近，750均线或进入下行拐点。

图15: 10年期国债到期收益率(%)和750均线(%)



数据来源: 中债网、广发证券发展研究中心

图16: 会计估计变更导致的准备金计提增加(减少)(单位:百万元)



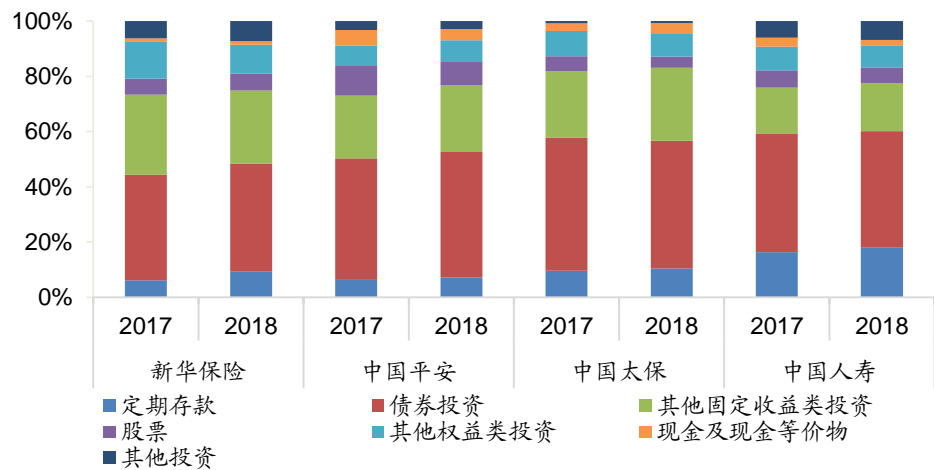
数据来源: 2016-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

投资结构呈现多元特征，非标资产接近饱和

资产配置结构方面，受市场波动影响，四家上市险企维持以固收类资产为主，现金定存类持有上升明显，权益类投资占比整体减少。根据年报，中国平安的权益类资产占比从17年的23.6%下降至18年的16.2%，股票、基金资产占比下降2.5个百分点。

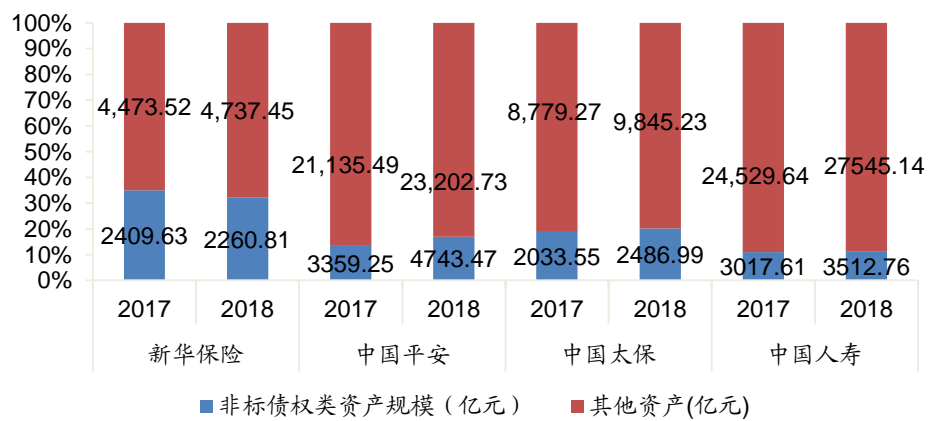
从年报数据看，2018年上市公司非标资产配置愈趋稳健。其中，中国平安、中国太保和中国人寿非标资产规模上升，同比占总投资资产比例小幅上涨，分别为14.1%、20.1%和11.7%。新华保险2017年非标资产整体占比较高，2018年略微下调，占总资产比例从35%下降至31.8%。非标资产质量方面，中国平安、中国太保和新华保险的AAA级非标资产占比整体稳中有升，分别为97%、92.1%和95.3%，整体质量良好，风险处于可控范围。当前行业对非标资产的补充自16年以来快速增长，整体规模接近饱和。

图17: 上市公司保险资产配置情况



数据来源: 2017-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

图18: 上市公司非标资产规模



数据来源: 2017-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

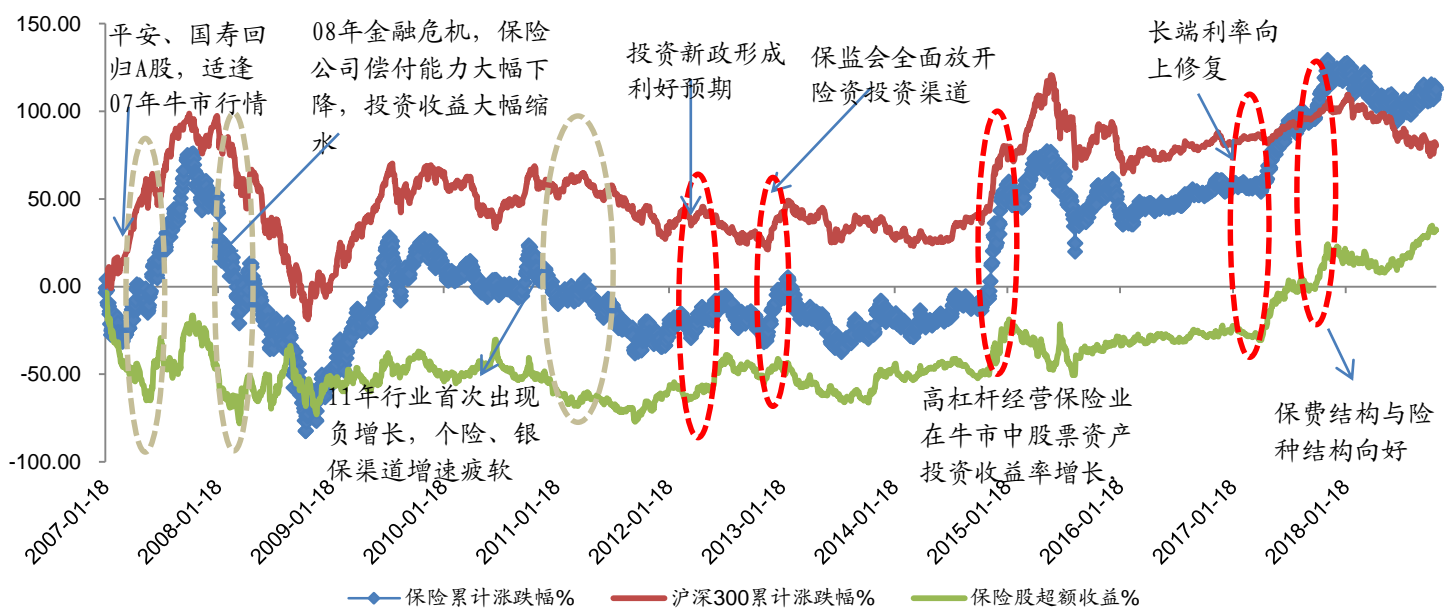
另外，随着金融服务实体经济的深入，作为长期资金的持有方，保险公司将面临更为丰富的投资选择，比如地方政府专项债、银行永续债等。

下半年展望：以静制动，专注价值

当前行业估值水平处于历史较低区间

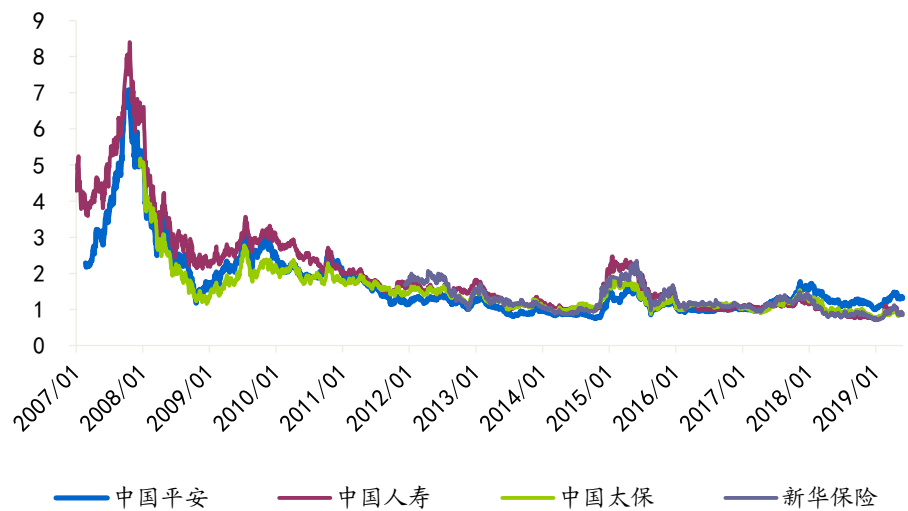
从2007年保险股上市至今，板块出现过多次超越大盘指数行情。分析历次超额表现的原因，主要可以归纳为以下几点：**1、政策利好，尤其是涉及险资投资类政策对板块估值促进较为明显；2、权益市场表现较好，带动保险资金投资收益率增长；3、长端利率向上修复，保险准备金释放；4、保费结构与险种结构的持续改良。**其中，2014年以前行业仍然较为偏重投资属性突出的产品，而保险产品的投资收益表现也对次年保费增长有明显影响，这一时期投资端对保险板块估值的影响力超过负债端。而2017年以来的两次独立行情主要得益于利率修复和保费结构转型，负债端的影响更加突出，投资端相对弱化。随着134文的实施，未来行业保费结构转型仍将持续，因此保险行业的转型契机仍然值得关注。

图19：2007年以来保险股独立行情（红圈）及跑输大盘（灰圈）趋势图



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图20: 保险行业P/EV估值



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

从估值层面看, 因为其稀缺性和成长性, 保险板块自上市以来估值即为历史高点, 此后一路下滑, 维持在1-1.3倍P/EV。当前板块对应2019年P/EV为0.93倍, 对应2020年P/EV为0.82倍 (EV为广发预测值), 对于一个仍在较快成长的朝阳行业而言, 当期估值水平仍具备显著的投资价值。

EV 倚重内生增长, 利差贡献持续收窄

内含价值(EV)是目前保险公司估值的重要指标, 可分为调整净资产和有效业务价值两部分。内含价值的变动较为复杂, 受到许多假设差异影响, 但最主要受到三大因素影响: 预期内含价值回报、新业务价值和营运经验差异。其中内含价值预期回报反映的是过去存量内含价值对当期的持续回报; 新业务价值则体现当期新增业务对公司的效应; 营运经验差异则反映实际营运情况和假设的差异。

2018年报显示, 新业务价值依然是驱动内含价值增长的关键, 四家上市险企新业务价值对内含价值的贡献比例仍然超过40%, 但受新单增速放缓影响, 对内含价值增长影响的边际效应有所下降。新华保险与中国平安连续两年营运经验偏差贡献比例增加, 间接反映在回归保障监管精神下, 产品优化和渠道改善为其带来内含价值可持续增长亮点。此外, 受2018年投资市场波动影响, 保险行业整体投资回报不及预期, 投资回报偏差拖累内含价值增长。可以预见的是, 未来随着行业保障转型持续深化, EV将更加倚重内生增量, 新业务价值和营运经验差异贡献或持续增加, 但利差贡献有收窄趋势。

表 2: 各家上市险企新业务价值对 EV 溢利的驱动

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国人寿	43.3%	41.5%	39.0%	37.9%	39.8%	49.5%	53.1%	45.0%
中国平安	60.5%	54.0%	53.7%	53.3%	55.0%	71.7%	62.4%	61.1%
中国太保	48.7%	48.6%	43.9%	45.0%	48.1%	56.6%	57.9%	58.6%
新华保险	49.8%	44.8%	44.7%	44.4%	50.2%	44.5%	43.6%	41.5%
友邦保险	29.8%	33.8%	37.3%	39.5%	42.5%	46.1%	48.7%	46.7%

数据来源: 2011-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 新业务价值 / (预期内含价值回报+新业务价值+营运经验差异)

表 3: 营运经验差异对 EV 溢利贡献增加

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国人寿	25.2%	-2.0%	-48.8%	0.5%	2.5%	-2.0%	0.6%	0.5%
中国平安	-4.0%	-3.2%	-2.0%	0.4%	1.3%	-0.7%	6.5%	11.9%
中国太保	-8.0%	-2.0%	4.1%	1.0%	-0.3%	1.7%	0.9%	-0.4%
新华保险	4.1%	8.5%	-6.6%	-7.8%	-11.6%	7.5%	12.8%	15.8%

数据来源: 2011-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 营运经验差异 / (预期内含价值回报+新业务价值+营运经验差异)

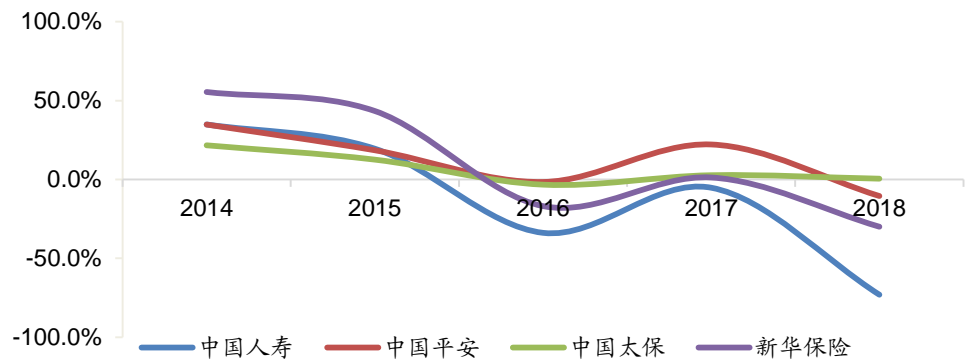
表 4: 投资回报差异对 EV 影响

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国人寿	614.4%	21.6%	-496.0%	34.9%	19.5%	-33.8%	-5.2%	-73.0%
中国平安	-7.3%	-21.2%	5.5%	34.8%	18.5%	-1.6%	22.2%	-10.5%
中国太保	-443.7%	3.6%	-25.8%	21.7%	12.6%	-3.3%	0.4%	0.5%
新华保险	-56.9%	-1.3%	-2.9%	55.5%	43.4%	-16.9%	1.3%	-29.9%

数据来源: 2011-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 投资回报差异 / (期末 EV-期初 EV)

图21： 四家上市险企投资回报偏差率



数据来源：2014-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

投资端挑战机遇并存

2019上半年，因中美贸易摩擦影响，权益市场环境复杂，保险投资端存在挑战。我国保险公司投资收益率与权益市场表现具有较强的相关性。具体而言，根据我国股票市场的走势情况，可分为以下3个周期：

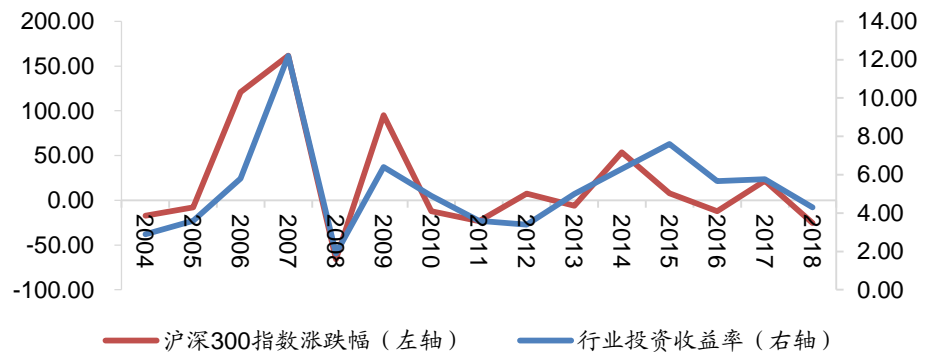
第一周期：2004至2009年。2004年至2007年，我国股市进入大牛市，沪深300指数振幅从2004年的负8%飙升到2007年的161%。保险行业投资收益率也大幅提升，从4%升至2007年的高点12%。但是2007年至2009年，在次贷危机下，股市大跌，沪深300指数跌幅高达66%，保监会披露保险行业投资收益率也下降到1.9%。

第二周期：2009年至2014年。2009年深沪300在触底后反弹，随后进入小幅波动周期。保险行业投资收益率随着资本市场相对波动，整体趋于稳定。

第三周期：2014年至今。随着2014年11月份降息开启的牛市，沪深300指数进一步拉升，保险行业投资收益率也显著提升至2015年的7.6%。但随后的股市数轮下跌对保险行业投资收益率带来了不小冲击，投资收益率降至2018年的4.3%左右。

整体而言，我国保险公司与权益市场关联度极高，受权益市场影响程度较大。我国权益市场仍处于发展阶段，震动幅度较大，但我国保险行业投资收益率相较于权益市场大幅波动而言还是相对稳健。

图22: 保险行业投资收益率与沪深300指数涨跌幅变动趋势 (%)

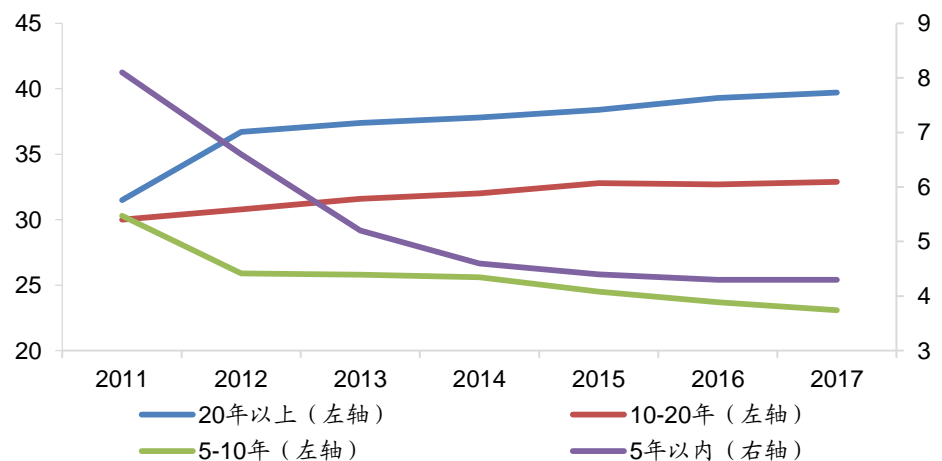


数据来源: 银保监会、Wind、广发证券发展研究中心

为应对投资端的挑战, 参考海外保险行业投资经验, 主要采用增长资产久期、提高海外投资占比和投资低评级债券获得超额收益。

美国寿险行业通过显著加强资产负债管理, 调整资产配置策略, 增配超长期债券, 降低资产负债久期缺口。根据ACLI统计, 近年美国寿险企业新购债券中, 5年以内的短期债券显著降低, 10-20年以及20年以上的占比越来越高。此外, 美国保险业缩减了债券投资比例扩充了其它类资产投资。2010年债券投资占比为72.41%, 下降到2017年69.39%。

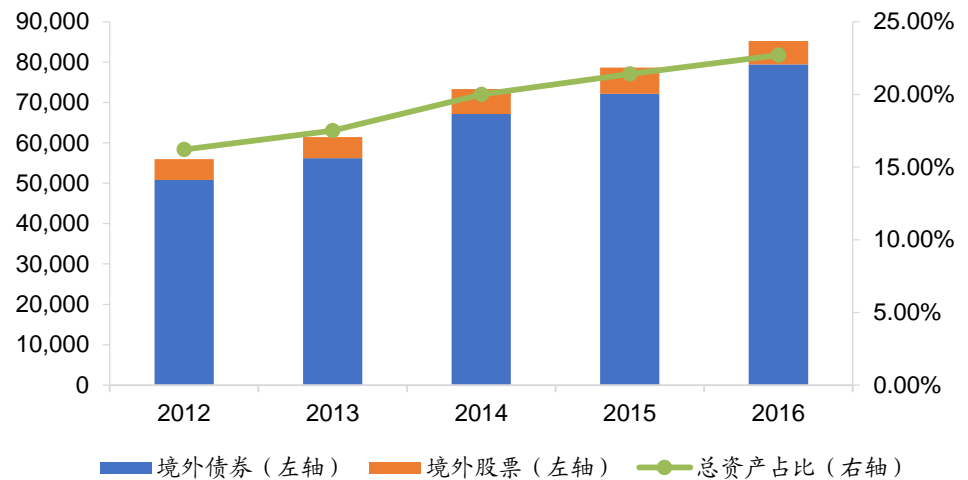
图23: 美国寿险行业新增债券比例 (%) (按到期期限划分)



数据来源: ACLI、广发证券发展研究中心

受低利率影响, 日本险企的境外投资总量都呈现逐步上升的趋势。日本市场自房地产泡沫破灭以后, 日本保险企业一直处于低利率环境中。为寻求更好的投资机会, 保险企业境外投资显著增加。据LIAJ统计, 自2012年至2016年, 日本境外投资占总资产的比例由16.20%稳步上升至22.70%, 其中, 境外债券比境外股票的上升幅度更为明显。

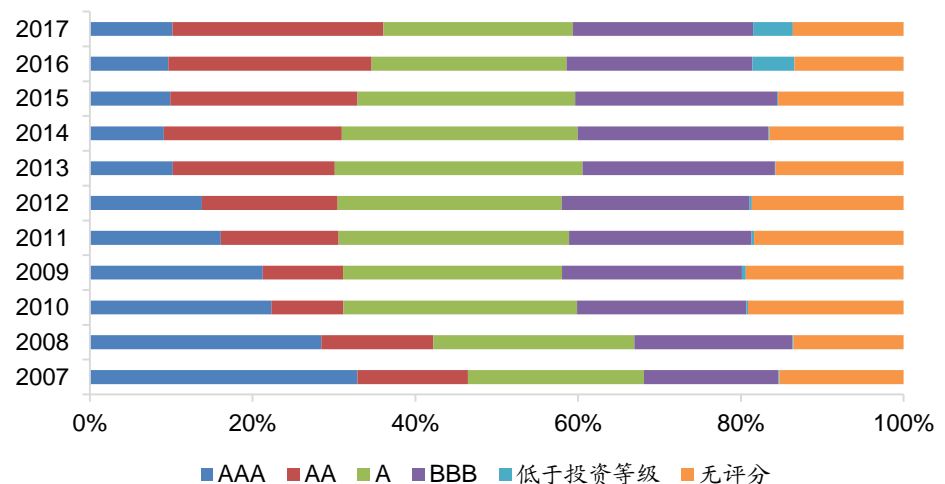
图24: 日本保险行业境外投资(十亿日元)变化趋势(%)



数据来源: LIAJ、广发证券发展研究中心

在合理范围内,适当提高自身的风险暴露程度和接受信用评级较低的金融产品来提升预期投资收益,从而提高资产负债匹配度是保险公司通常会采取的措施。根据年报,英国保诚在2007年至2017年间,显著降低了AAA级固收债券的持有比例,更多的以AA级债券替代AAA质量评级方面的固收债券,提升固收债券收益。并且近年两年间,英国保诚对质量评级投资级以下固收债券的持有比例显著增加,以追求更高的超额收益。但需要注意的是,保险公司对投资收益的追求始终是稳健,过分暴露风险并不符合保险资金属性。

图25: 英国保诚固收债券变化趋势(以信用评级划分)

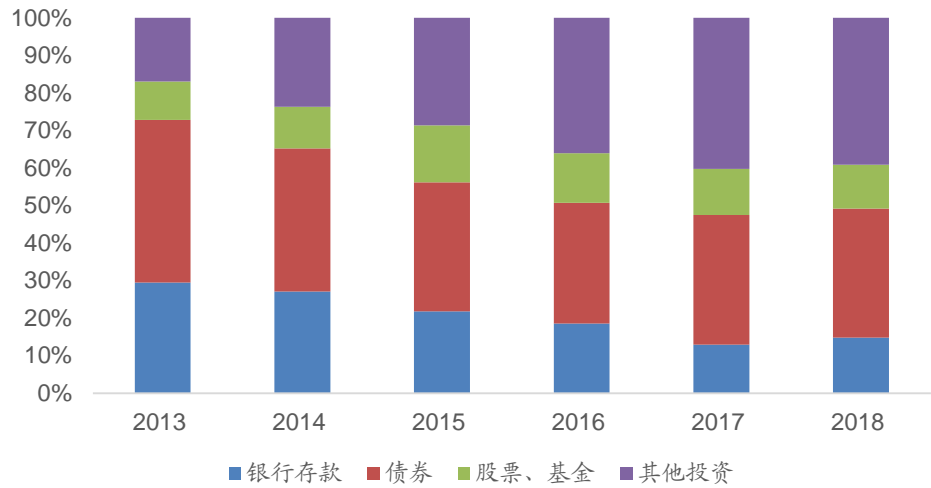


数据来源: 2007-2017 公司年报、WIND、广发证券发展研究中心

就我国保险行业资产配置而言,根据保监会数据显示,我国保险资产配置仍然以债券为主的固收投资为主,并辅以股票、基金投资,整体占比较为平稳。为追求超额收益,近年我国保险资管的银行存款占比不断下滑,与此同时,其他投资占比

不断提高。其他投资涉及非标债券投资与房地产投资等，整体资产配置愈趋多元化。

图26: 2013-2018年我国保险行业资产配置



数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

负债端再迎政策红利

负债端层面，保险企业在根据134号文及商车费改等相关政策调整转型后，逐渐走出转型阵痛期，保险行业业务质量整体提升明显。2019年5月，财政部出台《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，与原政策相比，新规的主要变化一是提升了免税的额度，二是允许超出限额部分结转至以后年度扣除，此外2018年的汇算清缴按照新规执行。新规一方面提升了险企的盈利能力；另一方面，在当前寿险行业增速下降、车险行业竞争生存压力加剧的环境下，有助于减轻险企推动业务的压力、促进业务的增长，可以减缓财险行业（主要是车险业务）综合成本率上升的压力。

表5: 基于主要上市险企2018年报测算税收变化对净利润影响 (百万元、%)

公司	保险业务收入	退保金	手续费及佣金支出	原费用支出占比	原限额	新规限额	所得税率	新规下减免金额	原净利润	原净利润增加比例
平安人寿	472,359	21,539	83,949	18.62%	10%	18%	25%	9,016	58,757	15.35%
平安财险	247,526	-	49,326	19.93%	15%	18%	25%	1,856	12,274	15.13%
中国平安								10,873	120,452	9.03%
太保人寿	202,414	12,632	32,863	17.32%	10%	18%	25%	3,471	13,992	24.81%
太保财险	117,808	-	23,408	19.87%	15%	18%	25%	884	3,484	25.36%
中国太保								4,355	18,434	23.62%
新华保险	122,286	33,039	16,708	18.72%	10%	18%	25%	1,785	7,923	22.53%
中国人寿	535,826	116,229	62,705	14.94%	10%	18%	25%	5,186	11,936	43.45%

数据来源: 上市公司年报, 广发证券发展研究中心

同时，保险代理人渠道虽增员压力较大，但较强的就业压力一定程度上缓解了代理人流失率高的风险，为保险行业培养高产能代理人提供缓冲期。中国太平福禄康瑞保险产品宣告停售，终结了市场对我国中大型险企间以价格战为导向竞争环境的担忧情绪，为上市险企良性竞争提供了足够的盈利空间。

另外，蓄势待发的保险重疾表修订为我国保险企业带来新的发展机会。现阶段推行2013版的重疾经验发生率是根据当时的情况而制定，但近年来，重疾发生率却有年轻化的趋势，同时符合定义的重疾种类也在不断增加。新的重疾定义表势必增加覆盖病种，因此可以预见的是，随着覆盖病种的递增，重疾险的价格也将随之升高，为保险企业带来更高的定价上提空间。同时重疾产品新老划断也不失为负债端营销造势的一次催化剂。

近年，上市险企发展重心开始从分红险向重疾险方面转移。中国平安、中国太保和新华保险均有重疾险产品占据所有业务产品保费收入前五席位。根据2018年报，新华保险旗下两款健康无忧重大疾病保险产品原保费收入合计121亿元，占当年总保费收入接近10%。新华保险首年保费收入中，健康无忧重大疾病保险和多倍保障重大疾病保险分别为38.4亿和29.5亿元，位居新华保险所有产品收入的前两名。凭借既有渠道优势，重疾表的修订将为向重疾险转型中的上市险企提供更大机会。

表 6: 2018 年上市公司保费收入居所在公司前 5 位的重疾险产品

公司名称	排名	产品名称	保费收入(百万元)	渠道来源
中国平安	3	平安福终身寿险	16869	个人代理、银保渠道
中国太保	4	金诺人生重大疾病保险	6023	个人代理
新华保险	2	健康无忧 C 款重大疾病保险	7482	个人代理
新华保险	4	健康无忧重大疾病保险 (C1 款)	4621	个人代理

数据来源：2018 公司年报、广发证券发展研究中心

投资建议

当前板块估值整体仍处于历史较低位置，下半年行业负债端或持续向好。考虑经济环境及就业压力影响下，代理人团队增员有望出现积极态势。同时，投资端利率波动或带来短期影响，但行业结构整体稳健，投资多元化趋势持续加深，有助于维持平稳投资表现。

龙头险企得益于市场地位和渠道优势，更能充分享受政策红利，建议关注：中国平安（601318.SH）/（02318.HK）、中国太保（601601.SH）/（02601.HK）、新华保险（601336.SH）/（01336.HK）、中国人寿（601628.SH）/（02628.HK）。

风险提示

保费增速低于预期，代理人规模持续脱落，外部环境不确定因素导致利率波动超预期等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：南开大学硕士，4年证券行业工作经验。曾在中银国际证券担任非银金融行业分析师。2018年进入广发。
- 文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。