

国内大型险企发展的海外借鉴

稳定股东回报，充分发挥机构投资者优势

核心观点：

● 稳定营运利润，提升股东现金回报

海外大型保险集团已经进入发展成熟期，虽然规模增长有所放缓，但为股东提供长期稳定回报的能力较强。

从净资产收益率来看，近年来平安取得了高于国内同业以及海外大型公司的 ROE 水平；太保、新华、国寿的 ROE 水平受国内权益市场波动、行业政策带来的保费收入加速增长或收缩的影响较大。

从现金分红比例来看，海外成熟公司近年来保持在 50% 左右、并作为未来一段时期的目标；太保整体水平更接近海外公司；国寿保持在稳定的相对中等水平；新华和平安比例相对较低，但近两年提升幅度明显。

● 积极发展第三方资产管理业务，完善盈利模式

作为机构投资者，保险资产管理及其他归属于保险集团的投资机构，可以充分发挥专业和客户等优势，积极开展多元化的资产管理业务；其中，第三方业务可以有效的扩大管理规模、提升利润贡献。

AXA GAM 负责监督公司资产管理活动，包括制定和实施资产管理业务的总体战略，设置和监控运营和财务绩效，以及协调资产管理活动与集团的其他全球业务条线。安盛集团旗下管理的第三方资产规模占比在 40% 以上。

安联集团的资产管理业务主要由 PIMCO 和 AllianzGI 两个实体运作，自 2012 年起由 Allianz Asset Management 进行统筹管理；截至 2018 年末，划归于安联集团的总管理资产中超过 70% 为第三方资产。

平安资产主要以管理集团保险资金为主，第三方资产的占比约 10%。

● 投资建议

寿险行业步入实质性分化期，大型公司具备较强的竞争优势。面对人身险行业增员和保费增长的考验，预计在下半年相关公司将会继续优化队伍、注重中高端队伍的培养，同时将继续在产品方面进行改进、推动业务发展。

产险行业短期内依然是车险为主体的格局，商业车险费率市场化的深入推进带来车均保费的下降压力；大型公司规模优势明显、固定费用率低，将进一步享有竞争优势。同时，非车险业务仍有较大发展空间。

目前板块 P/EV 估值仍处于相对较低水平，具有配置价值。

● 风险提示

外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。同时，还存在寿险行业存在人力增员及保费增长不达预期，以及保费结构调整缓慢、价值提升幅度低于预期的风险；产险行业受商业车险费率市场化改革影响，利润下行风险。

行业评级

买入

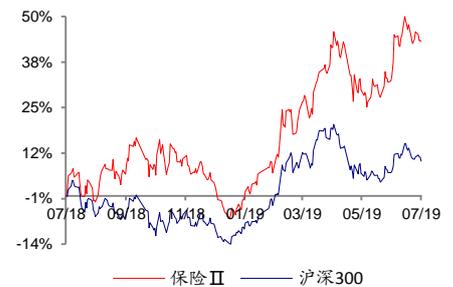
前次评级

买入

报告日期

2019-07-18

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

鲍淼



SAC 执证号：S0260518020001



010-59136635



baomiao@gf.com.cn

请注意，鲍淼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 II 行业:寿险业务增速平稳，产险增速逐步回升	2019-07-17
保险 II 行业:信保新规适度提升风险偏好，多元配置纾缓投资压力	2019-06-30
负债端持续优化，资产端多元配置:保险行业 2019 年下半年策略报告	2019-06-19

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	股价 2019/7/18	最近报告日期	评级	合理价值	EPS (元)		PE (x)		P/EV (x)		1YrVNBPS (元/股)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	人民币	86.73	2019/4/29	买入	92.65	7.34	9.37	11.82	9.26	1.31	1.12	4.35	4.81
中国平安	02318.HK	港币	94.10	2019/4/29	买入	107.73	7.34	9.37	11.28	8.83	1.25	1.07	4.35	4.81
中国太保	601601.SH	人民币	38.80	2019/4/28	买入	41.79	2.35	3.00	16.51	12.93	0.93	0.82	3.33	3.80
中国太保	02601.HK	港币	32.65	2019/4/28	买入	38.60	2.35	3.00	12.22	9.57	0.69	0.61	3.33	3.80
新华保险	601336.SH	人民币	52.70	2019/4/28	买入	63.11	3.01	3.96	17.51	13.31	0.84	0.73	4.18	4.60
新华保险	01336.HK	港币	37.60	2019/4/28	买入	46.60	3.01	3.96	10.99	8.35	0.52	0.46	4.18	4.60
中国人寿	601628.SH	人民币	30.08	2019/4/26	买入	33.63	0.70	0.85	42.97	35.39	0.95	0.87	2.13	2.49
中国人寿	02628.HK	港币	20.50	2019/4/26	买入	24.76	0.70	0.85	25.76	21.22	0.57	0.52	2.13	2.49

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 7 月 18 日收盘价计算, 盈利预测及相关估值以人民币单位为基础计算

目录索引

一、海内外大型综合性保险集团掠影	5
(一) 法国安盛	5
(二) 德国安联	6
(三) 中国平安	8
二、主要业务经营情况	10
(一) 产险业务	10
(二) 寿险业务	13
(三) 资产管理业务	14
(四) 保险资产配置	21
三、价值的成长与股东回报	22
(一) 新单业务利润情况	22
(二) 内含价值盈利回报	23
(三) 股东回报	25
投资建议与风险提示	27

图表索引

图 1: 安盛主要业务架构.....	5
图 2: 安盛收入地区及来源分布 (百万欧元)	6
图 3: 安盛收入业务分布 (百万欧元)	6
图 4: 安联收入地区分布 (百万欧元)	7
图 5: 安联收入业务分布 (百万欧元)	7
图 6: 安联净利润业务分布 (百万欧元)	8
图 7: 平安主要业务架构.....	8
图 8: 平安主要资产构成 (百万元)	9
图 9: 平安主要利润构成 (百万元)	9
图 10: 安盛产险业务区域分布情况 (百万欧元)	10
图 11: 安盛产险业务综合成本率情况.....	11
图 12: 安联产险业务营运利润情况 (百万欧元)	11
图 13: 安联产险业务综合成本率情况 (%)	12
图 14: 平安产险业务年同比增长情况	12
图 15: 平安产险业务综合成本率情况 (%)	13
图 16: 安联新单业务现值构成情况 (%)	13
图 17: 平安人身险保费险种结构情况	14
图 18: 安盛资产管理规模情况 (百万欧元)	15
图 19: AXA IM 基本营收及管理情况 (百万欧元)	15
图 20: AXA IM 费率水平及成本收益情况 (BP、%)	16
图 21: AB 基本营收及管理情况 (百万欧元)	16
图 22: AB 费率水平及成本收益情况 (BP、%)	17
图 23: 安联资产管理规模 (十亿欧元)	18
图 24: 安联资产管理配置结构.....	18
图 25: 安联资产管理成本收益率情况 (%)	19
图 26: 安联营运利润业务分布 (百万欧元)	19
图 27: 平安资产投资管理资产规模情况 (百万元)	20
图 28: 安联保险投资组合配置情况.....	21
图 29: 国内大型险企 2018 年保险投资组合配置情况.....	21
图 30: 国内外大型保险公司新业务价值增长水平	22
图 31: 国内外大型保险公司新业务价值率水平	23
图 32: 安联新业务价值率区域情况	23
图 33: 安盛新业务价值率区域情况	23
图 34: 国内外大型保险公司内含价值营运回报率水平	24
图 35: 国内外大型保险公司内含价值增长情况.....	25
图 36: 国内外大型保险公司 (集团) ROE 水平 (%)	26
图 37: 国内外大型保险公司 (集团) 现金分红水平 (%)	26
表 1: 平安各项业务利润情况	10
表 2: 港股和美股可比公司估值情况	27

一、海内外大型综合性保险集团掠影

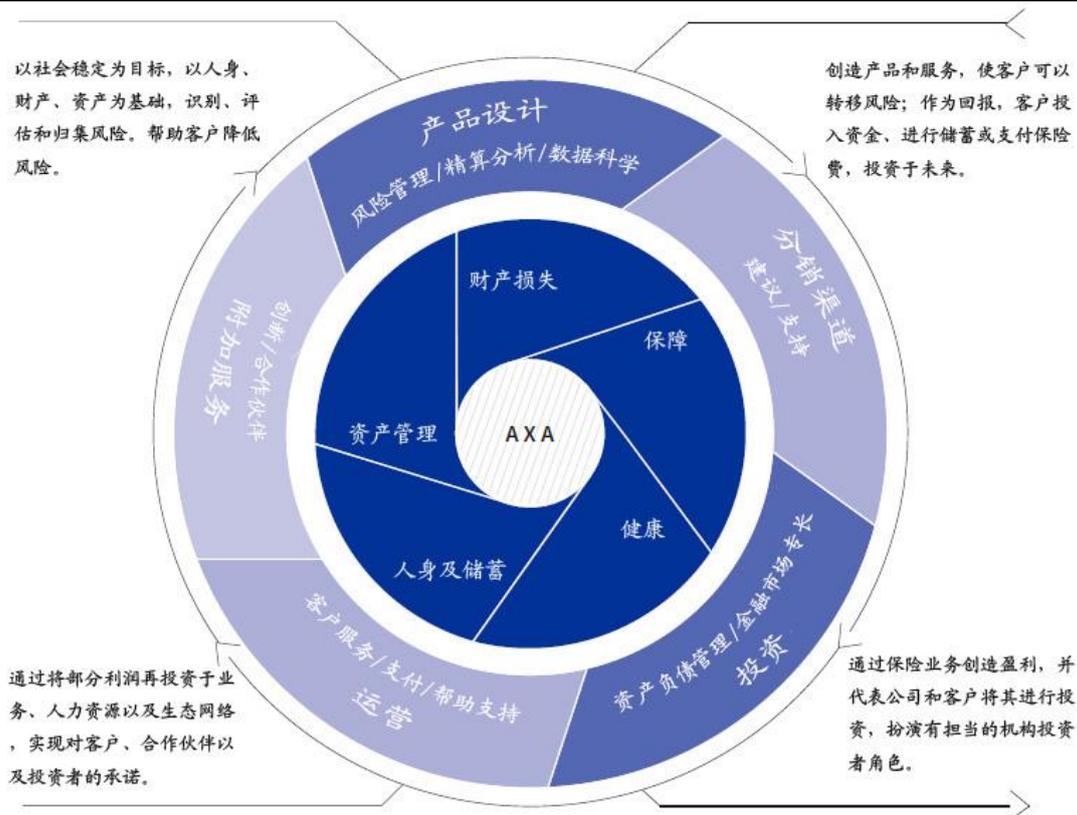
(一) 法国安盛

安盛 (AXA) 集团是保险和资产管理领域全球领先的机构，总部位于法国，成立于19世纪初。2018年《财富》评选世界500强排名第27位。

2018年，安盛已经连续10年保持了世界第一的保险品牌。安盛集团是全球最大的保险集团之一，总资产达9,310亿欧元；是全球第11大资产管理人，管理资产规模达14,240亿欧元。

安盛集团主要经营财险、健康、人身及储蓄保险业务，银行以及资产管理业务等。保险行业近年来面对着深刻的变化，比如低利率下金融环境的挑战、市场竞争主体的增加、客户预计的变化等。随着保险需求的持续增长以及社会行为的变迁，安盛在不断的重新定位自己，力争成为客户真正的伙伴；并积极在世界范围内扩展服务，使客户在享有产品的同时更多的分享保险公司的专业知识及服务，增强客户粘性。

图 1：安盛主要业务架构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

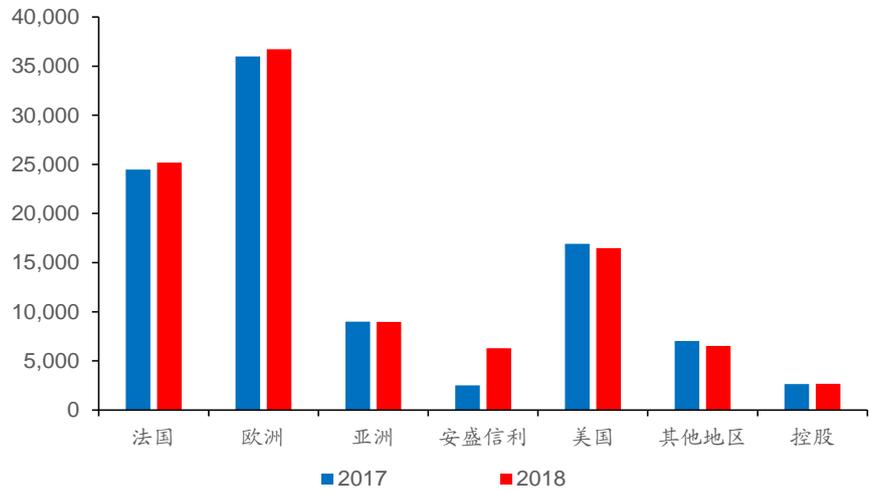
安盛主要的经营区域有6个，包括法国本土、法国以外的欧洲地区、亚洲、安盛信利覆盖的地区、美国、以及其他地区（主要为中东、拉美和非洲）。

各区域的收入占比基本稳定，法国约25%、欧洲约36%、亚洲约9%、美国约

16%。

2018年，安盛业务收入为1,028.75亿欧元,同比增长4.39%。

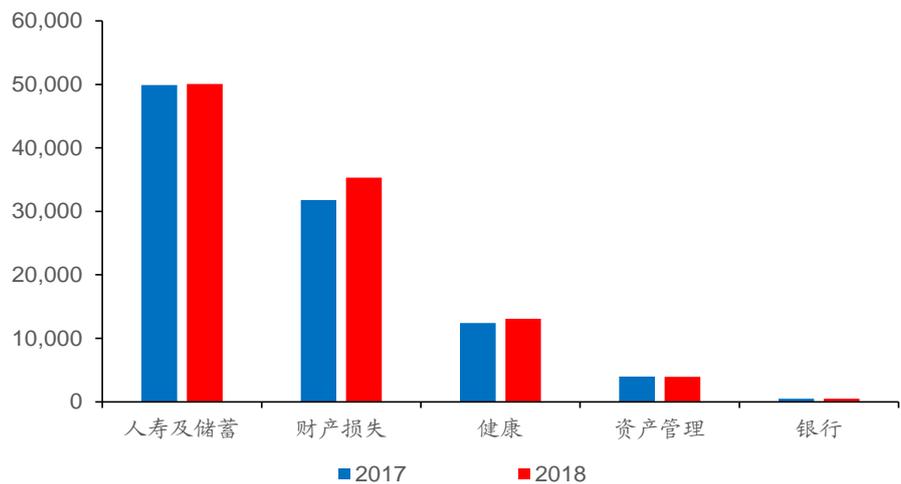
图 2: 安盛收入地区及来源分布 (百万欧元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

从业务分类来看，安盛的人寿及储蓄保险业务占比最高、约50%，财险占比约三分之一，健康险占比接近13%。

图 3: 安盛收入业务分布 (百万欧元)



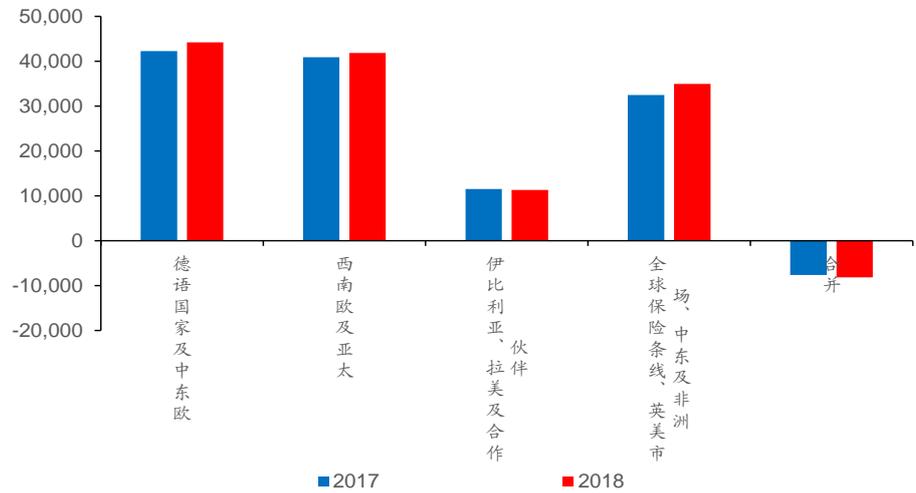
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 德国安联

安联 (Allianz) 集团是全球最大的保险和资产管理机构之一，总部位于德国，成立于19世纪末。2018年《财富》评选世界500强排名第38位。

2018年末，安联集团总资产达8,975.67亿欧元，管理资产规模达19,610亿欧元。安联的产、寿险业务主要辐射欧洲、英美、拉美、亚太、中东等地区。各区域的收入占比有一定波动，总体来看以欧洲和亚太地区为主，占比在70%以上。

图 4：安联收入地区分布（百万欧元）

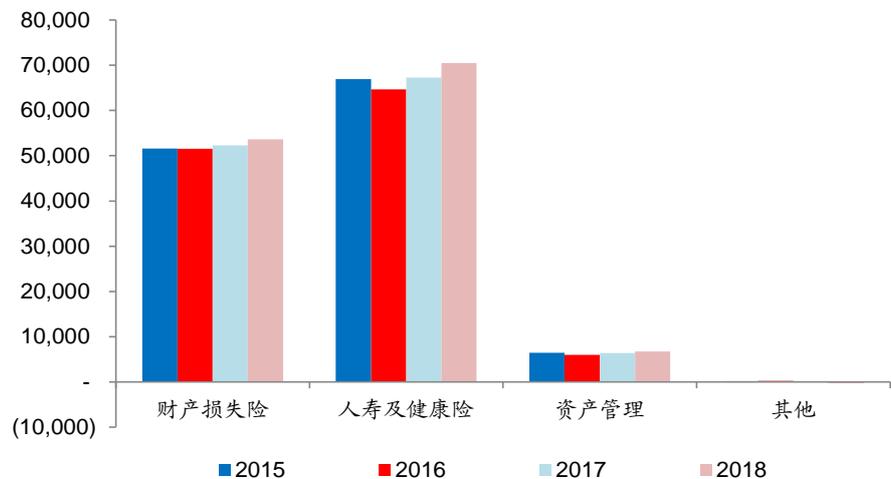


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从业务分类来看，安联主要的经营范围包括财产损失保险、人寿及健康保险、资产管理、以及其他业务。

人寿及健康保险业务占比最高、约54%，财险占比超过40%，人身险和财产险的占比差距相对较小。

图 5：安联收入业务分布（百万欧元）

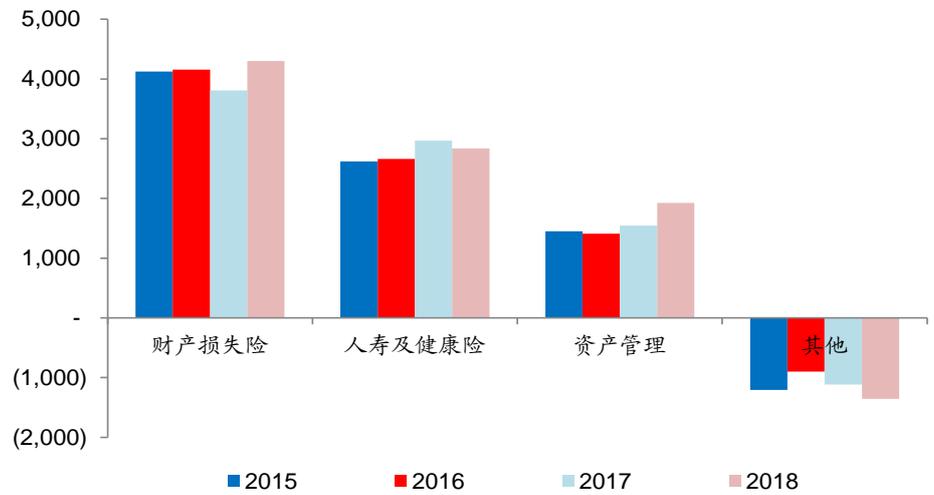


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从利润构成来看，产险业务占比最高，其次是寿险业务，资产管理业务在利润

贡献中也占有相当的比重。

图 6: 安联净利润业务分布 (百万欧元)

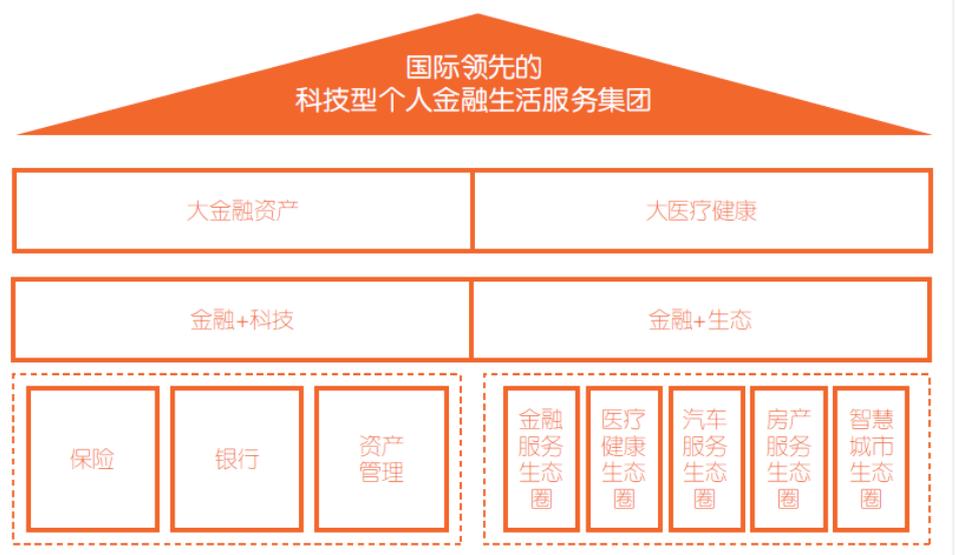


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 中国平安

平安是国内领先的科技型个人金融生活服务集团。植根于产险、寿险,多元化的发展银行、信托、证券、基金等传统金融业务;近年来大力发展金融科技,深耕“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈,目前为1.84亿个人客户和5.38亿互联网用户提供金融生活产品及服务。2018年《财富》评选世界500强排名第29位。

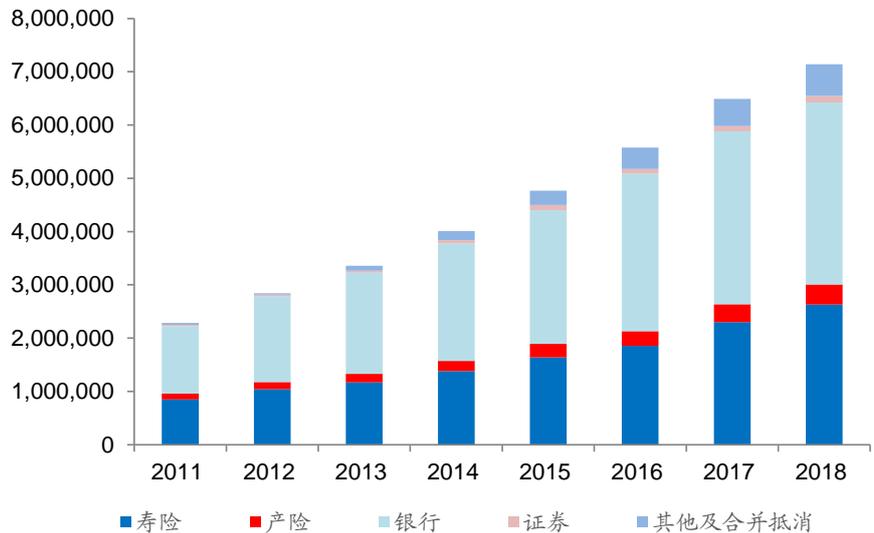
图 7: 平安主要业务架构



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

从资产规模来看，银行和寿险占主体地位，财险和证券占比相对较小；近年来随着平安互联网和金融科技业务的发展，科技金融的贡献度正在提升；另外，信托及其他业务的资产规模占比在不断提升。2018年末，中国平安的总资产规模超7.14万亿元。

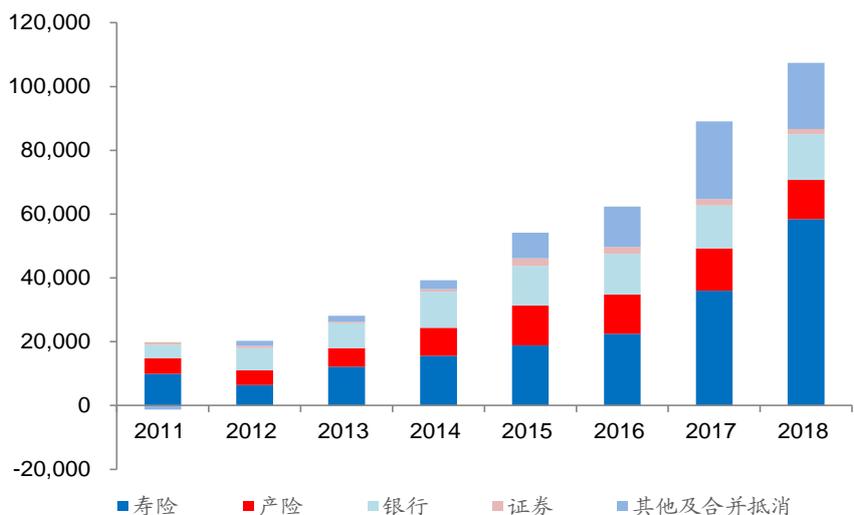
图 8：平安主要资产构成（百万元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

以保险和银行为主的传统金融是公司利润的核心，特别是寿险业务近两年成为了集团利润的可靠来源。

图 9：平安主要利润构成（百万元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

团整体利润做出积极贡献，两项业务对利润贡献的合计占比在2017和2018年都超过20%。

表 1: 平安各项业务利润情况

归属于母公司股东净利润	2018 (百万元)	2017 年 (百万元)	增速 (%)	2018 年占比	2017 年占比	变动 (百分点)
寿险及健康险业务	57,914	35,658	62.42	53.92%	40.03%	13.90
财产保险业务	12,215	13,307	-8.21	11.37%	14.94%	-3.56
银行业务	14,394	13,449	7.03	13.40%	15.10%	-1.69
信托业务	3,008	3,953	-23.91	2.80%	4.44%	-1.64
证券业务	1,599	2,043	-21.73	1.49%	2.29%	-0.80
其他资产管理业务	8,264	7,108	16.26	7.69%	7.98%	-0.28
金融科技与医疗科技业务	14,006	16,270	-13.92	13.04%	18.26%	-5.22
其他业务及合并抵消	-3,996	-2,700	48.00	-3.72%	-3.03%	-0.69
集团合并	107,404	89,088	20.56	100.00%	100.00%	-

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

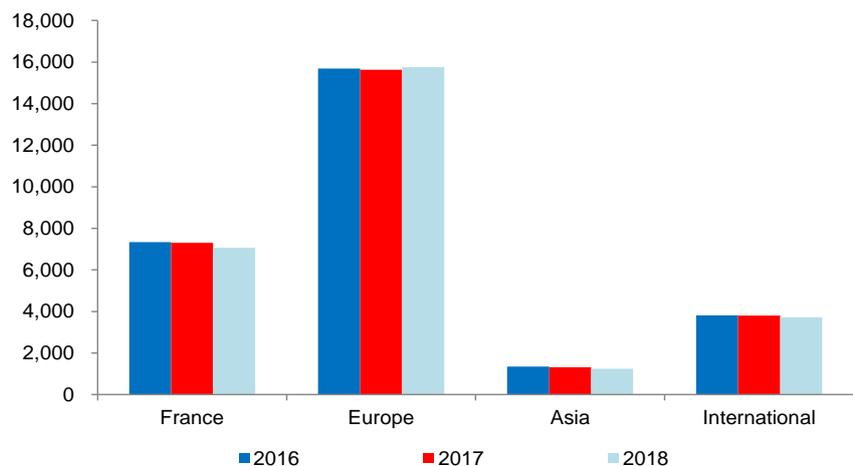
二、主要业务经营情况

(一) 产险业务

■ 安盛

安盛产险业务发展平稳，在法国、欧洲、亚洲等地区的业务规模稳定，年同比增速正负小幅波动。

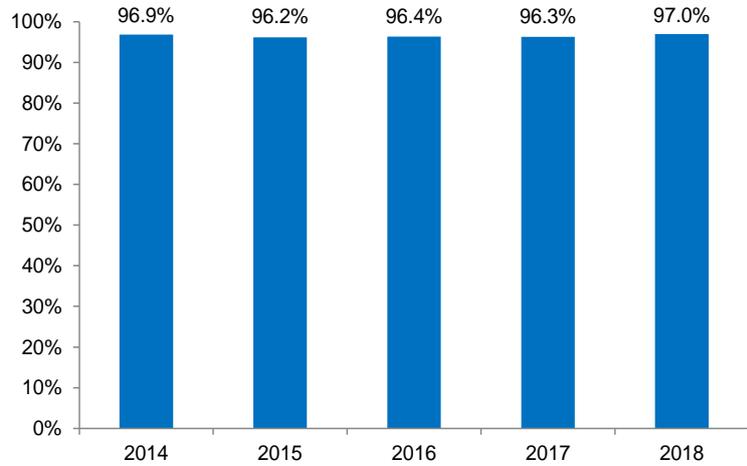
图 10: 安盛产险业务区域分布情况 (百万欧元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

综合成本率保持良好，近年来维持在96%至97%的水平。

图 11: 安盛产险业务综合成本率情况

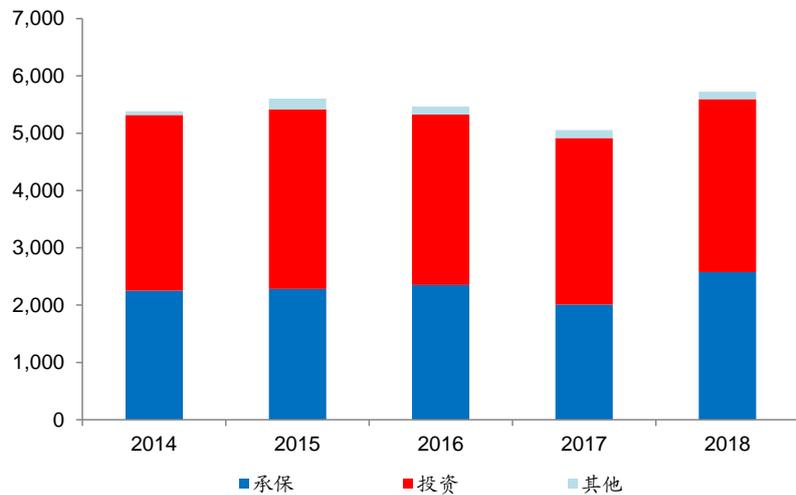


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

■ 安联

安联产险业务发展平稳, 近年保费同比增速小幅波动。在产险营运利润中, 承保利润的占比约40%左右。

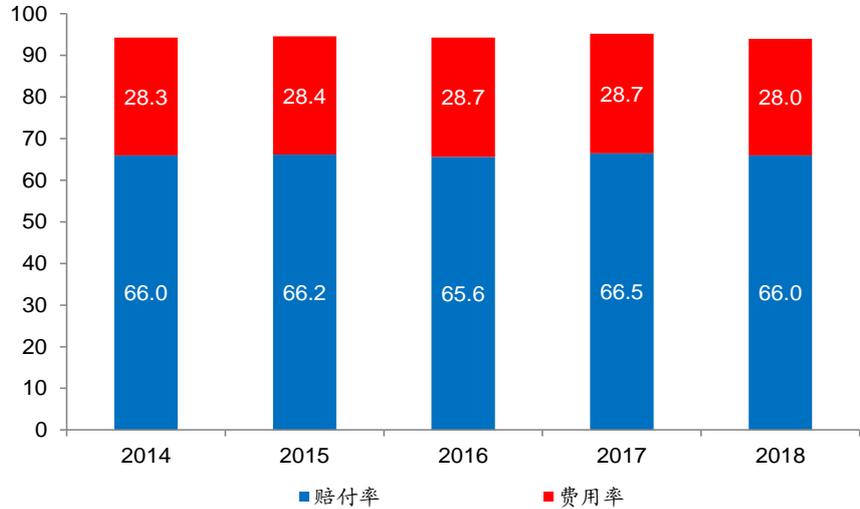
图 12: 安联产险业务营运利润情况 (百万欧元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

在综合成本率方面，安联保持了较为优秀的水平，费用率控制良好、维持在28%左右。

图 13: 安联产险业务综合成本率情况 (%)

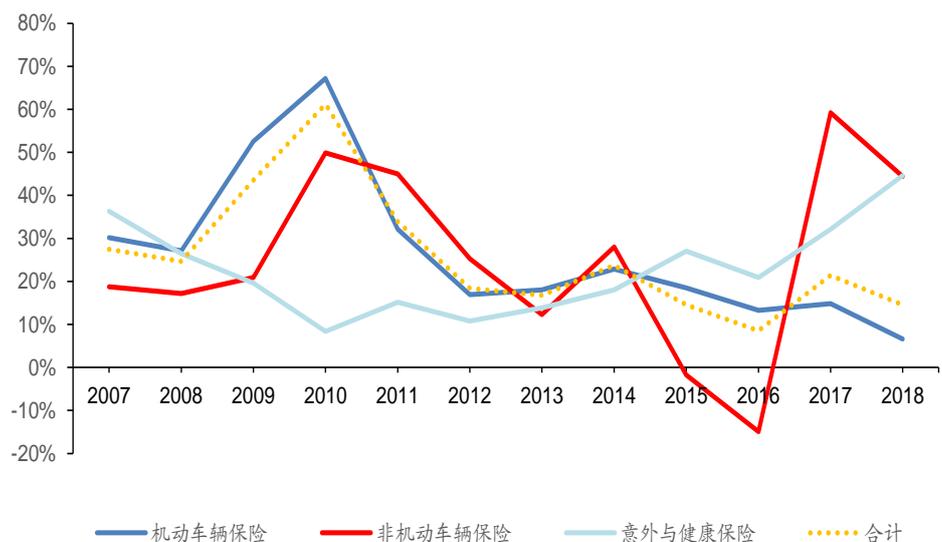


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

■ 平安

平安产险业务保持高速增长，除2016年业务口径调整之外，总体保持年同比增长两位数成长；近年来，随着国内汽车市场景气度下降、以及商车费改的持续，车险业务增速有所下滑，但非车险业务增速强劲。

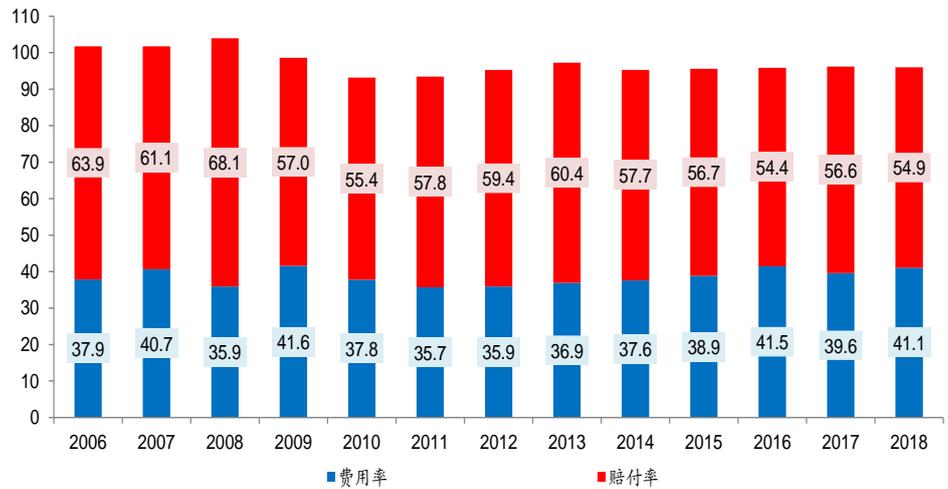
图 14: 平安产险业务年同比增长情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

综合成本率方面，平安保持在国内领先水平，但仍有优化空间。

图 15: 平安产险业务综合成本率情况 (%)



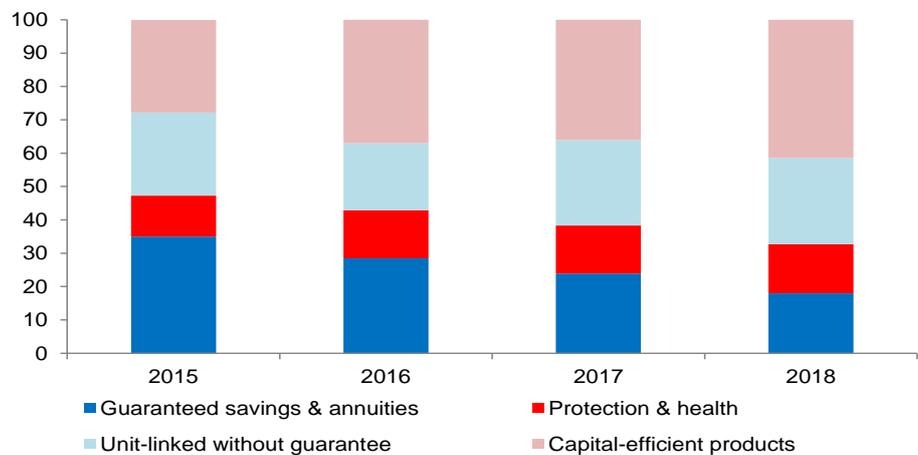
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 寿险业务

■ 安联

在2015年之前，安联的人身险业务以有保证的储蓄和年金险为主、占比在70%左右，其次是投资连结保险、占比约20%，保障和健康险占比较低、只占10%左右。但经历了2014年欧洲低利率的冲击以及相关市场环境的变化，安联及时调整了产品策略，加入了“资本高效型产品 (Capital-efficient products)”，扩大保障和健康险产品的占比，提升投资连结产品的比重，降低有保证的储蓄和年金产品的占比，从而回避长期利率风险、并同时满足客户的多样化需求。

图 16: 安联新单业务现值构成情况 (%)

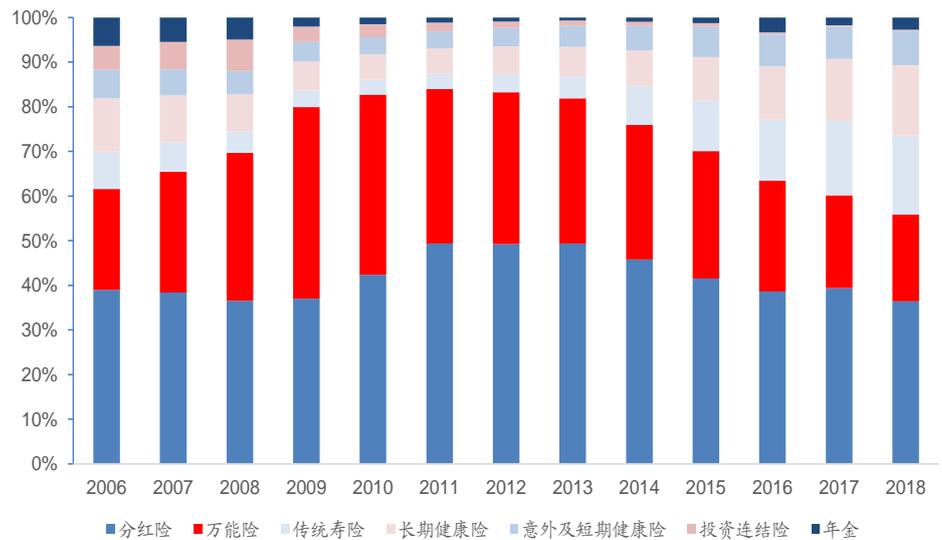


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

■ 平安

公司近年来侧重向长期价值型业务转变，传统和长期健康险产品的占比保持提升，分红和投连险的占比有所下降。中国在2016年也经历了低利率环境，但当时的监管政策已经开始严控中短期理财型保险产品，并陆续出台了针对中短存续期产品的规定；内部和外部原因结合，使得平安没有采用与安联相似的模式去应对低利率；但在低利率环境下，压缩长期保证利率储蓄型产品的规模，降低利差对产品盈利的影响，发展分红、投连等非保证收益率的产品是相对普遍的应对策略。

图 17：平安人身险保费险种结构情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

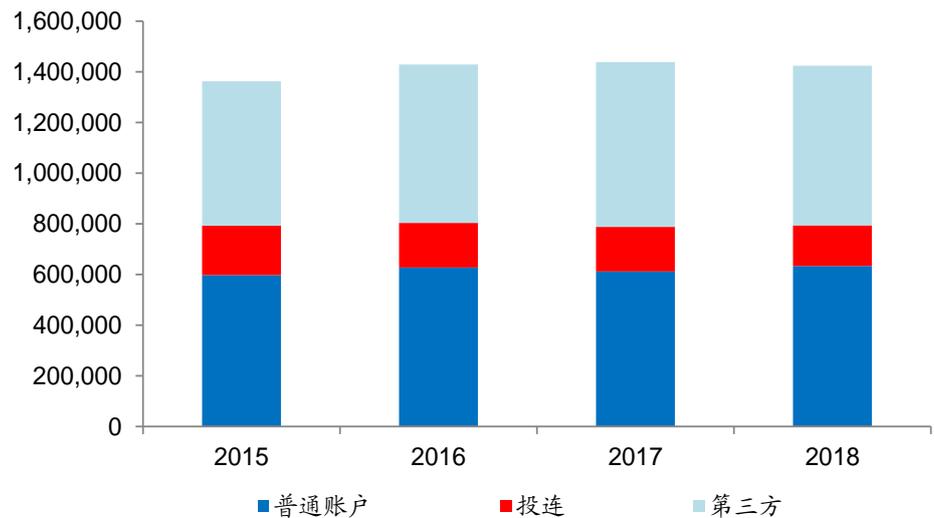
(三) 资产管理业务

■ 安盛

2016年，集团创建了AXA Global Asset Management (AXA GAM)，负责监督旗下所有资产管理活动，包括制定和实施资产管理业务的总体战略，设置和监控运营和财务绩效，以及协调资产管理活动与集团的其他全球业务条线。

安盛集团旗下管理的资产主要包括普通账户资产、投保人承担金融风险的合同资产（投连账户资产）、第三方资产；其中，第三方资产的管理规模占比在40%以上。

图 18: 安盛资产管理规模情况 (百万欧元)

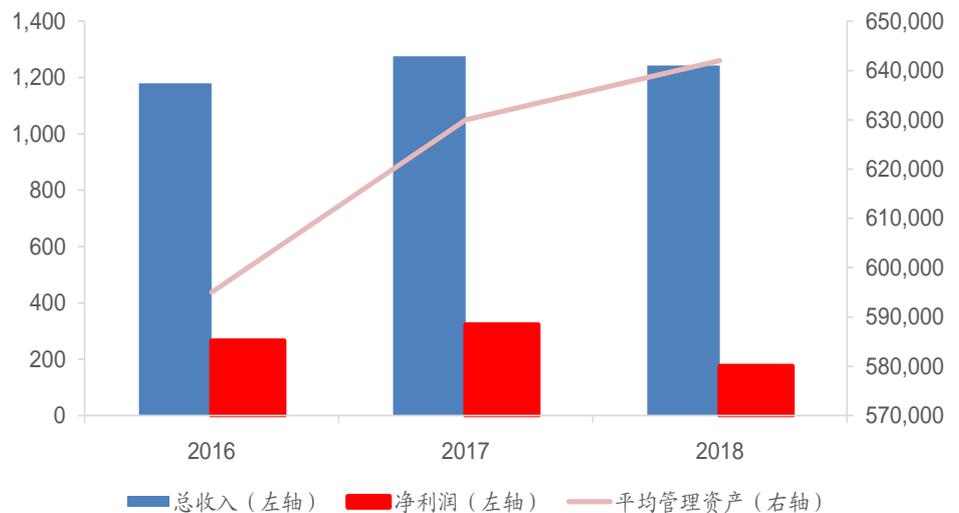


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2017年末, 集团决定精简运营模式从而赋予下属机构更多的权利, 加速其转型并更加贴近客户。目前安盛的资产管理机构主要有两家, 一家是AXA Investment Managers (AXA IM), 另一家是AllianceBernstein (AB)。

AXA Investment Managers总部位于巴黎, 是国际资产管理业务中的重要角色, 通过其在近20个国家的经营实体, 以相互基金和投资组合为主的形式, 向客户提供多样的全球产品、专家服务。AXA IM的客户包括机构投资者、个人投资者、以及安盛旗下保险机构的产品持有者。AXA IM提供的专业产品主要包括固定收益、Framlington和Rosenberg权益基金、多资产客户解决方案、结构化融资、不动产、以及绝对收益策略产品。近年来其平均管理资产规模超过六千亿欧元。

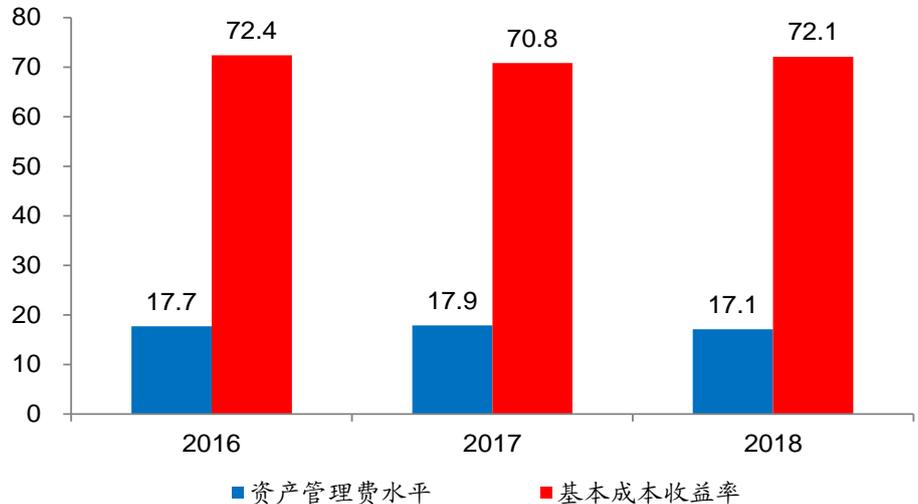
图 19: AXA IM基本营收及管理情况 (百万欧元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

AXA IM的资产管理费用大约在17个BP的水平，成本收入比率大概为70%，较高的管理费水平和合理的成本支出保证了其资产管理业务的稳定盈利。

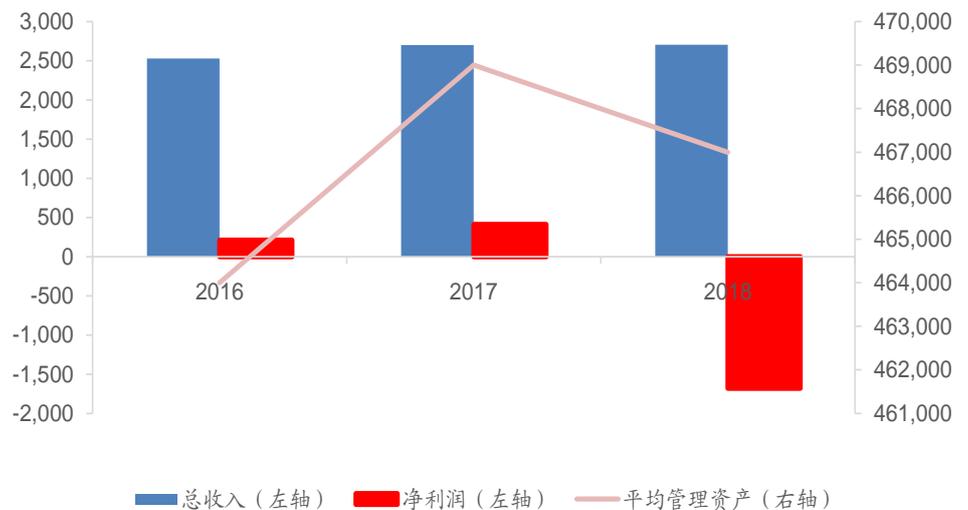
图 20: AXA IM费率水平及成本收益情况 (BP、%)



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

集团旗下另一家重要的资产管理机构是AllianceBernstein (AB)，总部位于美国，是全球领先的投资管理机构。AB向个人投资者、私人客户、机构投资者（集团和其下属的保险公司是最大的客户）提供多样化的投资管理和相关服务。AB近年来的资产管理规模约四千七百亿欧元。2018年业务亏损主要是由于AXA Equitable Holdings在纽交所上市，其二次发行带来约19.49亿欧元的商誉减值。

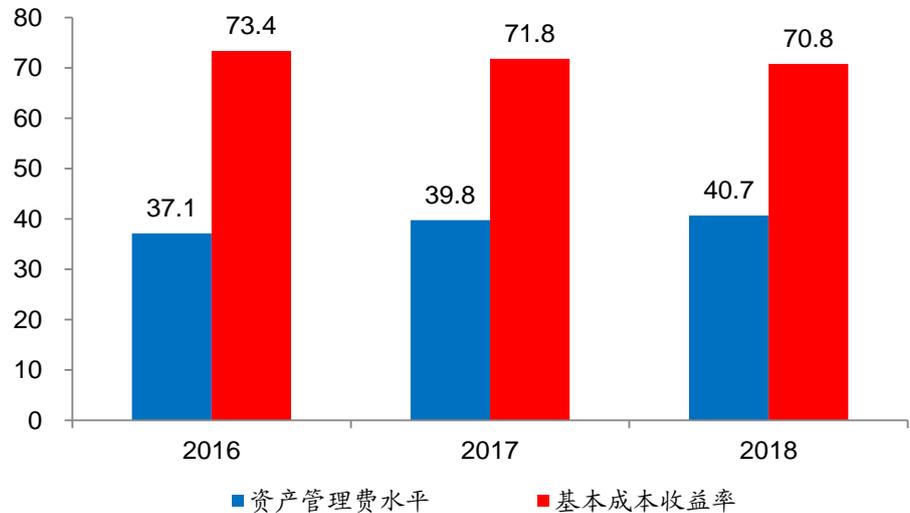
图 21: AB基本营收及管理情况 (百万欧元)



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

AB的资产管理费水平在40个BP左右，成本收入比率大概为70%。

图 22: AB费率水平及成本收益情况 (BP、%)



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

AXA IM和AB近年来的净利润贡献平均水平合计在9%左右。

■ 安联

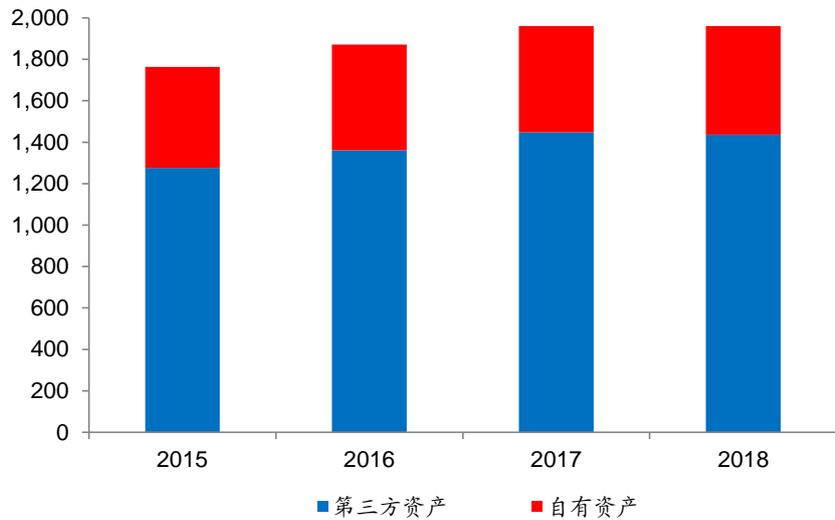
集团的资产管理业务主要由PIMCO和AllianzGI两个实体运作，自2012年起由安联资产管理（Allianz Asset Management）进行统筹管理；客户包括个人投资者、机构投资者、中介机构等，提供涵盖权益、固收、另类投资、解决方案等产品和服务。

PIMCO（太平洋投资管理公司）是全球领先的固定收益投资者，于1971年在美国成立，2000年被安联收购，目前在美洲、欧洲、亚洲等地区有17个办事处，客户覆盖50个国家。截至2019年6月30日，PIMCO管理资产达1.84万亿美元。

AllianzGI（Allianz Global Investors）是全球领先的主动型投资管理公司之一。1998年，安联在金融市场全球化的驱动下，确立资产管理为其核心业务，并开始建立环球资产管理业务；十余年稳健的收购与整合，奠定了安联投资向环球综合投资管理公司迈进的坚实基础；2012年起，安联投资专注于环球综合投资管理，投放更多资源于其环球主动型投资服务，增添了亚洲定息收益（2012）、基建债券（2012）、可再生能源基建股票（2012）、新兴市场债券（2013）、欧洲私人债券（2015）、环球定息收益（2016）及环球私人债券（2016）等解决方案；2018年，安联资本（Allianz Capital Partners）并入AllianzGI。截至2018年中期，AllianzGI管理资产规模超5,200亿欧元。

截至2018年末，划归于安联集团的总管理资产规模近2万亿欧元，其中超过70%为第三方资产。

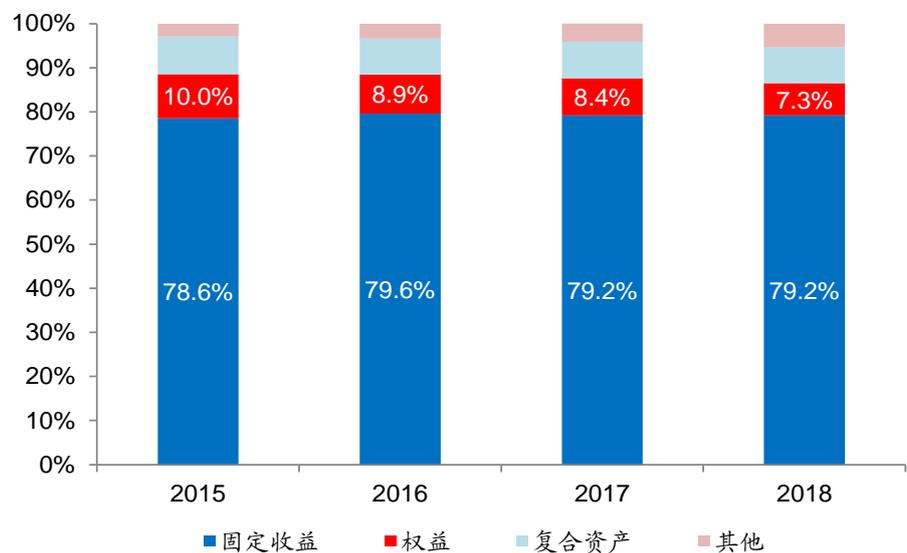
图 23: 安联资产管理规模 (十亿欧元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

在所管理的资产配置方面, 固定收益类资产占主体地位, 权益和其他金融产品等配置比例相对较低。

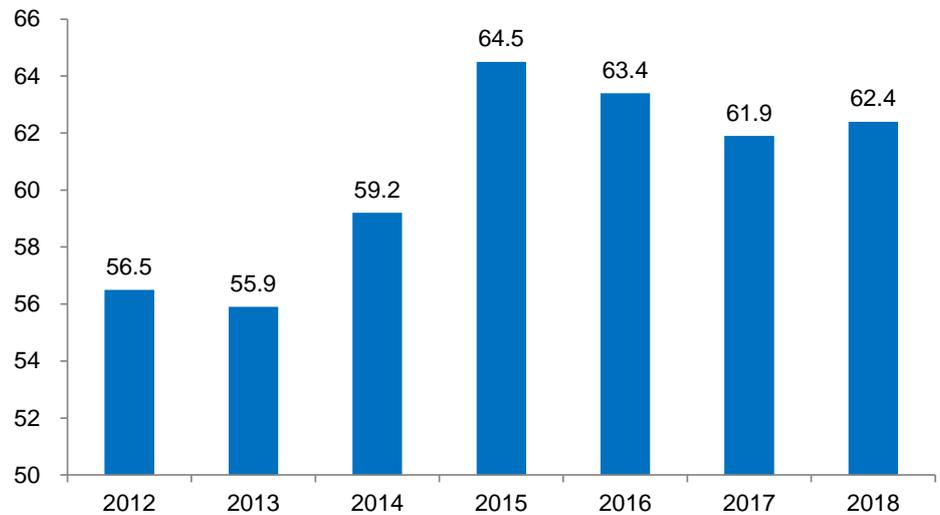
图 24: 安联资产管理配置结构



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

在成本收入比率方面, 安联资产管理保持了较为理想的水平; 但随着并购扩张、产品线丰富以及全球化程度的加深, 这一比率有所上升。

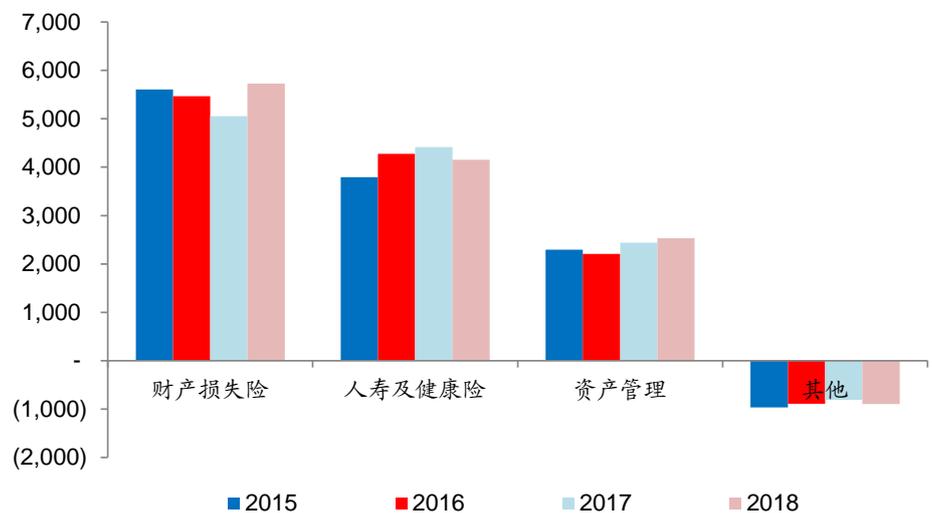
图 25: 安联资产管理成本收益率情况 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

凭借专业化、成本收入控制以及管理规模等优势, 资产管理业务在安联集团的整体营运利润贡献中占有重要地位。

图 26: 安联营运利润业务分布 (百万欧元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

■ 平安

平安的资产管理业务具备丰富的条线, 主要包括信托业务、证券业务、其他资产管理业务。

信托业务的主体是平安信托和平安创新资本, 向客户提供受托和信托融资服务。截至2018年末, 平安信托的信托资产管理规模为5,341.24亿元; 信托资产管理

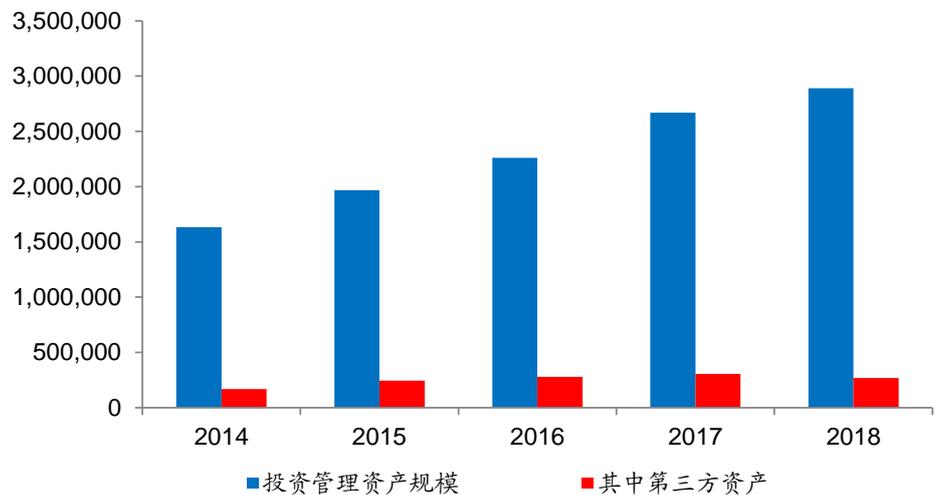
费率为0.65%，投资类费率为1.14%，融资类费率为1.10%，事务管理类费率为0.17%。

证券业务的主体是平安证券及其子公司平安期货、平安财智、平安证券（香港）、平安磐海资本，向客户提供证券经纪、期货经纪、投资银行、资产管理及财务顾问等服务。

其他资产管理业务的主体包括平安资产管理、平安融资租赁、平安海外控股等。

平安资产管理负责集团的境内投资管理业务，接受委托管理集团保险资金的投资资产，并通过多种渠道为其他投资者提供投资产品和第三方资产管理服务；目前平安资产主要以管理集团保险资金为主，第三方资产的占比在10%左右。

图 27：平安资产投资管理资产规模情况（百万元）



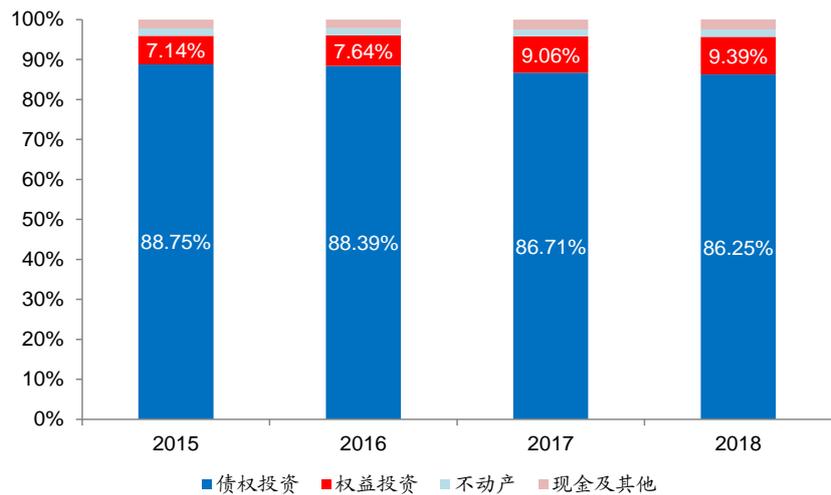
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

(四) 保险资产配置

■ 安联

安联的保险投资组合配置以债权型投资为主，其中政府债券和公司债券的占比最高，合计在投资组合的占比约60%；权益资产配置比例较低，低于10%的水平，整体风格比较保守。

图 28: 安联保险投资组合配置情况

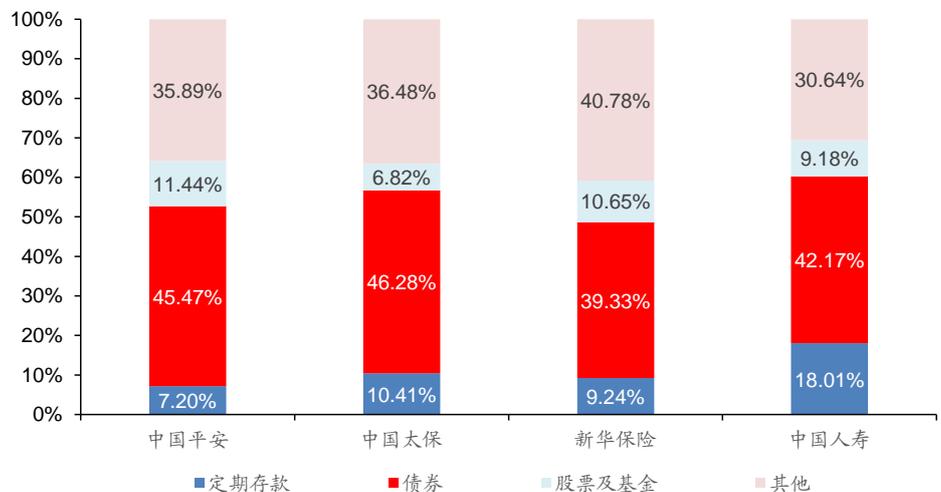


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

■ 国内大型险企

国内保险资金配置同样以固定收益类资产为主体，但相对发达金融市场和保险市场相比，我国保险行业仍处于成长期，对收益率的要求相对更高，投资组合的弹性更大，在权益和非标资产的配置比例方面，会高于德国及部分欧洲大陆险企。

图 29: 国内大型险企2018年保险投资组合配置情况



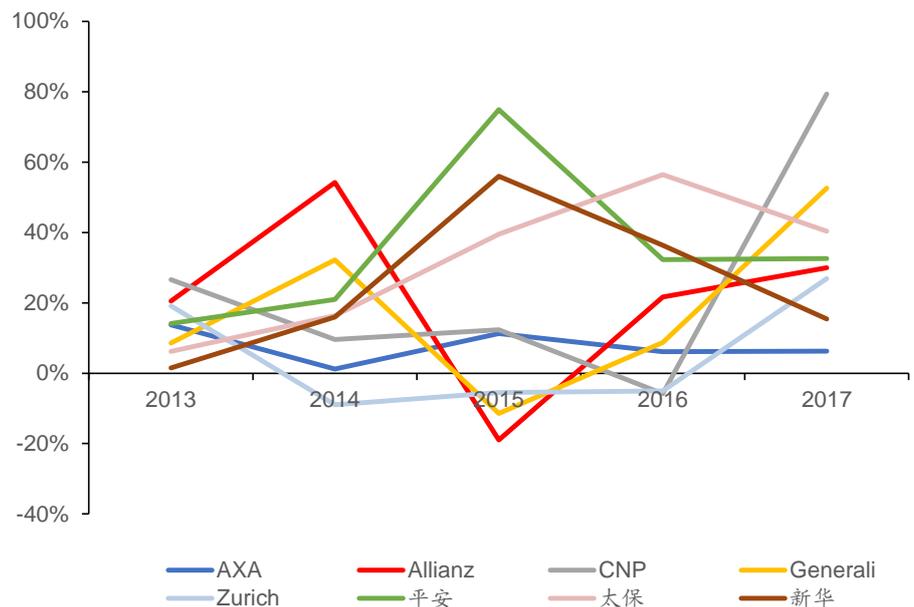
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

三、价值的成长与股东回报

(一) 新单业务利润情况

无论海外还是国内，人身险业务新业务价值对保险公司的发展都有较高的重要性。新业务价值的增速受多重因素影响，例如保费增长、产品结构、行业政策等；结合部分欧洲保险公司（安联、安盛、忠利等）以及国内大型险企情况来看，新业务价值的增长都经历过波动。2018年，受监管政策影响，国内人身险业务新单及新业务价值增速普遍出现下滑，平安、太保、新华、国寿的新业务价值同比增速分别为7.33%、1.49%、1.22%、-17.64%。

图 30：国内外大型保险公司新业务价值增长水平

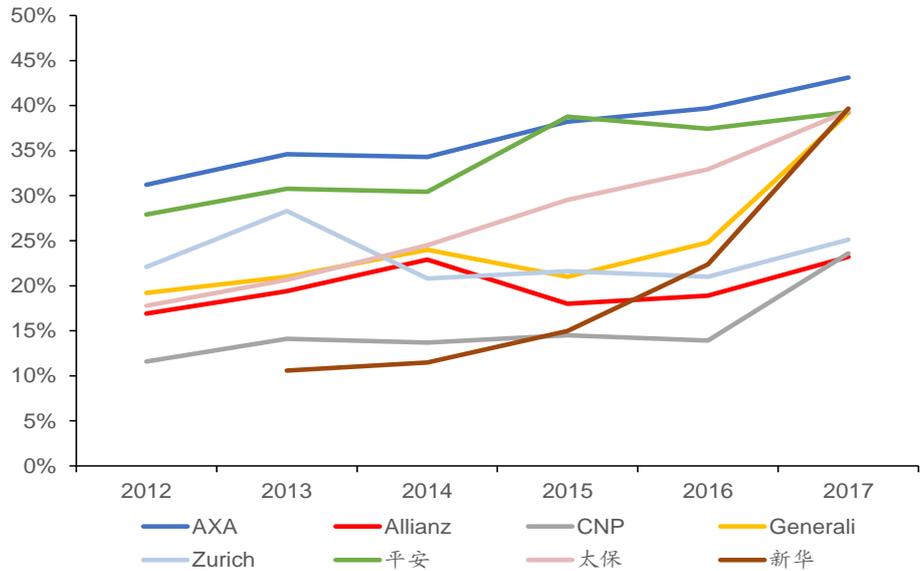


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

欧洲公司将新业务价值率称为“**APE Margin**”，即“**NBV/APE**”；在过去几年中，上述公司新业务价值率整体呈上升趋势。安盛的新业务价值率实现较高水平，并在过去的几年中持续提升；安联的新业务价值率较为稳定，但水平相对偏低；国内的大型险企在业务转向长期保障的“价值转型”过程中，新业务价值率提升明显，特别是新华保险在大力发展个险渠道和健康险产品的转型中新业务价值率提升最为显著。

2018年，虽然国内人身险业务增速面临较大调整，但大型险企的新业务价值率依然有进一步改善，平安、太保、新华的新业务价值率分别为43.70%、43.66%、47.94%。

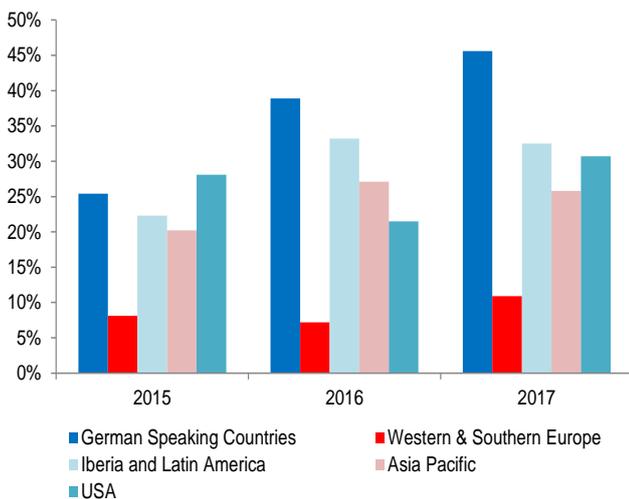
图 31：国内外大型保险公司新业务价值率水平



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

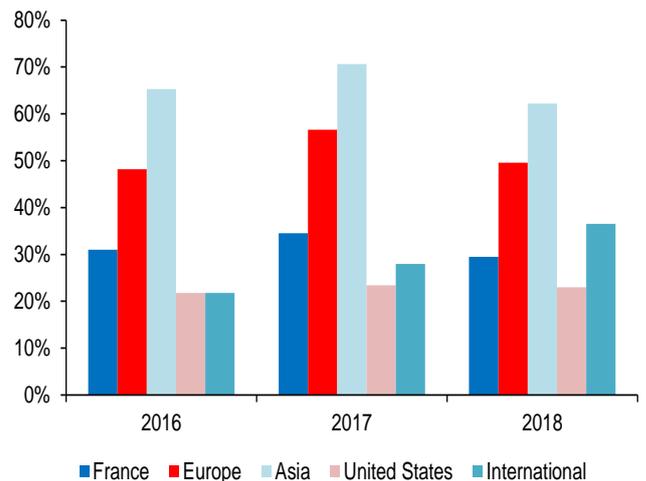
在国际化大型保险公司中，新业务价值率的地域性差异比较明显，不同业务模式、地方特点等因素，带来不同的承保结果；结合安联、安盛的情况，德语系的欧洲、亚洲、拉美国家的新业务价值率水平相对更高，安盛日本的新业务价值率近年来保持在100%左右。

图 32：安联新业务价值率区域情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 33：安盛新业务价值率区域情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

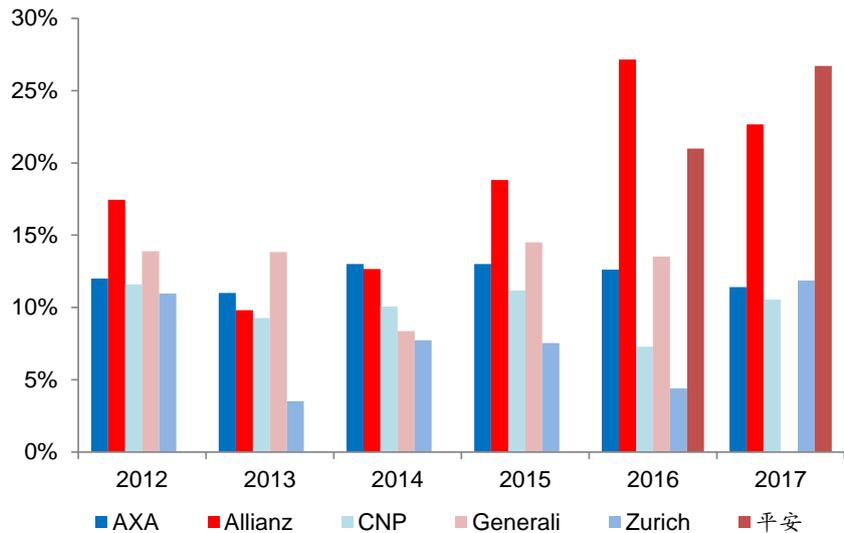
(二) 内含价值盈利回报

内含价值作为保险公司（集团）的估值基础，反映了公司存量净资产和长期业务未来的价值；同时，作为经营的基础，考量新业务价值创造、经验偏差、模型变

动等带来的运营回报水平；内含价值营运利润与内含价值利润的区别在于，前者的变化是受内部因素影响，后者的变化还受经济假设变动、市场价值调整、投资回报差异等外部因素影响。

总体来看，综合性保险集团的内含价值营运回报率相对较高，并且对抗外部影响的能力更强。安联的回报率在近几年有较大修复，并保持在较高水平；平安也在近年来采用了与营运回报率相关的指标，2018年的内含价值营运回报率达23.7%。

图 34：国内外大型保险公司内含价值营运回报率水平



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

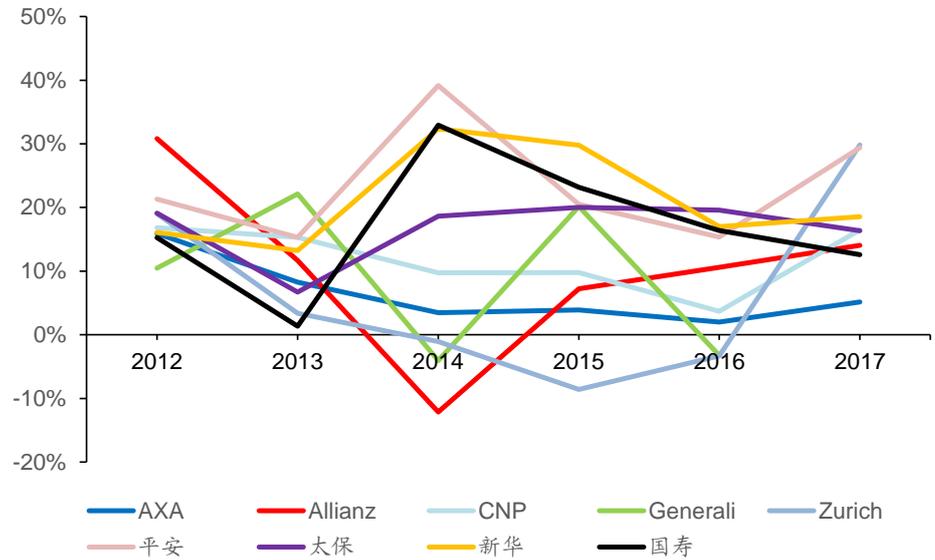
内含价值的增长情况受业务发展、投资环境等影响较为复杂。如2014年欧洲公司普遍出现了增速下滑、甚至负增长，主要是由于当时欧元区低利率环境，主权债券息差缩小且波动性升高导致了内含价值下降，德国、意大利和欧洲区域内的大多数国家都受到了影响；同时，市场环境的变化和寿险、健康险领域的资本流动也给内含价值带来负面影响，由于低利率和高风险波动性，期权和担保成本上升。

同时，保险公司也具备对内含价值增长主动调节的能力。以安联为例，在市场环境改善的情况下，公司全方位优化管理措施，并致力于将寿险新业务转变为资本高效、投资连结且具有保障功能的产品，从而在长期低收益环境下满足客户需求；此外，公司通过持续的重新定价、费用管理、资产负债管理和信贷策略，积极管理新业务和有效业务，进一步减轻了市场环境尤其是低利率带来的负面影响，并维持盈利目标，近年来内含价值增速有较为明显回升。中国平安坚持发展高价值寿险业务，在行业遇到调整期时及时调整为长期保障和长期储蓄型业务并重的策略；通过多元化的经营扩展了利润来源，并战略布局成长性科技生态、持续孵化并增厚公司价值。

总体来看，大型公司的价值成长受多重因素影响，但公司本身在战略发展、业务结构、运营管理、经验假设等方面有主动管理的能力，并且外部环境对于综合性保险集团的影响有一定的抵消效果，公司可以在正确的发展指引下维持价值的长期

稳定成长。

图 35: 国内外大型保险公司内含价值增长情况



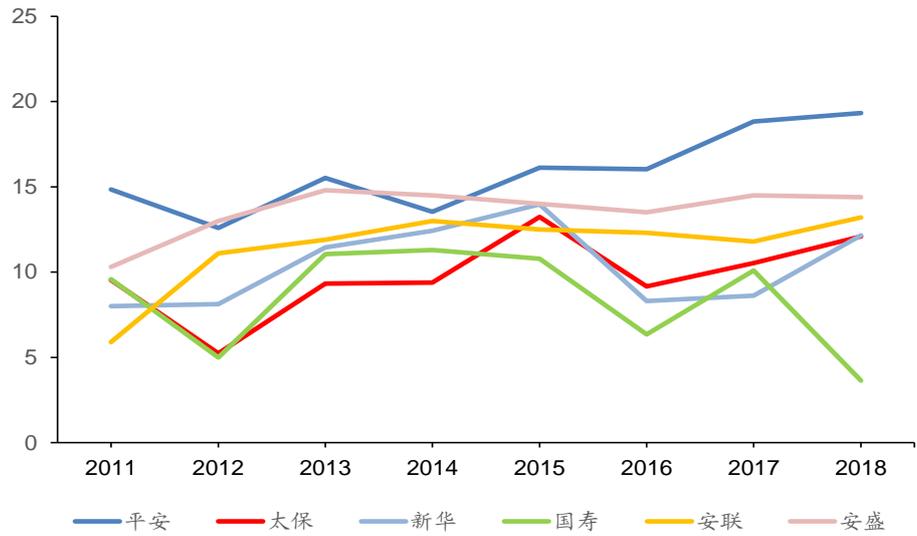
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 股东回报

海外大型保险集团已经进入发展成熟期, 虽然规模增长有所放缓, 但为股东提供长期稳定回报的能力较强。

从净资产收益率来看, 近年来平安凭借高速增长、寿险业务的稳定高回报、多元化的经营扩张, 取得了高于国内同业以及海外大型公司的ROE水平; 太保、新华、国寿的ROE水平, 主要受国内权益市场波动、以及行业政策带来的保费收入加速增长或收缩影响; 来自欧洲的全球保险巨头安联和安盛, 在逐步走出经济危机的低谷之后, 近年来ROE保持在一个相对较高的稳定水平。

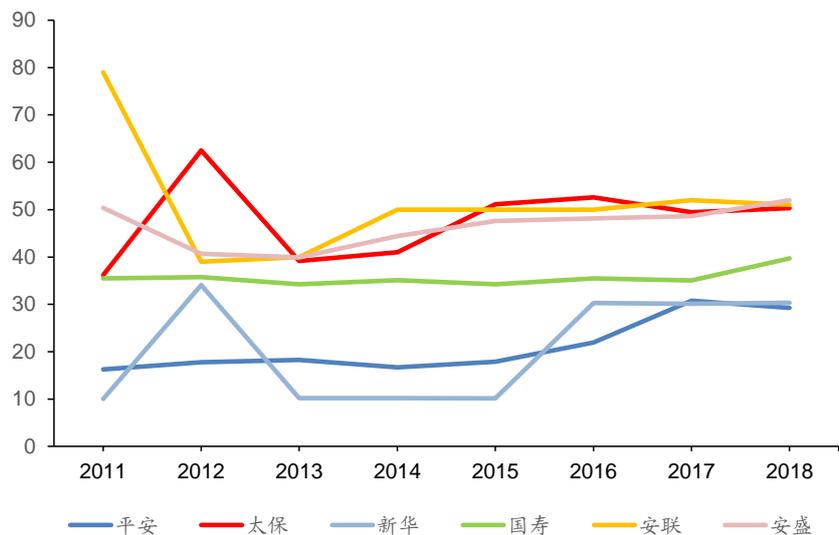
图 36: 国内外大型保险公司 (集团) ROE水平 (%)



数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

从现金分红比例来看, 海外成熟公司比例较高, 近年来保持在50%左右、并把这一水平作为未来一段时期的目标; 太保整体发展稳健, 在现金分红方面更接近海外公司, 给予股东较丰厚的现金回报; 国寿保持在一个稳定的相对中等水平; 新华和平安现金分红水平相对较低, 但近两年提升幅度较为明显。

图 37: 国内外大型保险公司 (集团) 现金分红水平 (%)



数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

投资建议与风险提示

中长期来看，政策支持保险服务实体经济，保险产品和服务、包括资金在内的供给将更加丰富和完善，保险市场增长点将更加丰富；潜在健康、养老市场有广阔空间等待开发，将成为促进保费持续增长的重要动力。

寿险行业面临外部环境及自身转型的压力，行业步入实质性分化期，粗放式成长难以维系。经过2018年的调整，公司对行业形势有了更清晰的认识，对行业变化有了更充分的准备；大型公司有深厚的销售渠道积淀，综合经营、管理水平更高，具备较强的竞争优势。

产险行业短期内依然是车险为主体的格局，商业车险费率市场化的深入推进带来车均保费的下降压力；大型公司规模优势明显、固定费用率低，在监管持续规范的环境下将进一步享有竞争优势。同时，非车险业务仍有较大发展空间。

目前板块P/EV估值仍处于相对较低水平，具有配置价值。

风险提示：外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。同时，还存在寿险行业存在人力增员及保费增长不达预期，以及保费结构调整缓慢、价值提升幅度低于预期的风险；产险行业受商业车险费率市场化改革影响，利润下行风险。

表 2：港股和美股可比公司估值情况

市场	公司	代码	股价 (港币/欧元)	EPS (港币/欧元)		PE 估值 (倍)		PB 估值 (倍)	
				2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E
港股 (HKD)	中国人民保险集团	01339.HK	3.23	0.07	0.35	46.81	9.18	0.82	0.75
	中国太平	00966.HK	21.70	1.85	2.57	11.75	8.43	1.28	1.03
欧股 (EUR)	安联保险	ALV.F	217.70	18.20	18.88	11.96	11.53	1.51	1.39
	安盛集团	CS.PA	23.88	2.39	2.69	9.98	8.89	1.02	0.94

数据来源：Bloomberg、Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照 7 月 16 日收盘价计算；相应 EPS、BPS 预测值为 Bloomberg 及 Wind 一致预期。

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：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 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：分析师，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。