

保险

金融开放系列一：对保险行业有何影响？

本报告旨在通过梳理分析保险行业对外开放的历程、以及当前产寿险业务外资险企的经营现状，探究制约外资险企在我国发展的主要因素，并在政策预期之上分析外资产寿险未来发展情况及对我国保险业务的影响。

“国 11 条”加速保险行业对外开放。20 日国务院金融稳定发展委员会办公室对外宣布推出 11 条金融业对外开放措施，其中保险行业方面的相关政策主要有三点：1) 人身险外资股比限制从 51% 提高至 100% 的过渡期，由原定 2021 年提前到 2020 年。2) 取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75% 的规定，允许境外投资者持有股份超过 25%。3) 放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求。整体看行业对外开放的政策力度和时点均有所超预期，**寿险方面**：产品市场供给将增加，行业竞争可能会有所加强，国内寿险公司也需加强提升中高端客户粘性；**资管业务方面**：内地险企更多会吸取国外优质险企资产配置及管理经验，优化资产配置策略并提升资产管理水平。**产险方面**：受制于盈利性等因素，预计外资发展意愿较弱，影响有限。

保险行业对外开放历史进程及文件梳理：17 年以后明显提速。1) 保险行业对外开放最初可以追溯到中国加入 WTO 时期，后期国务院及原保监会的相关文件，对我国保险业对外开放的具体举措、外资的限制要求等进行了较为明确的规定。2) 17 年底以来，保险行业对外开放进程不断提速，行业对外开放在不同的重要场合被多次提及。17 年 11 月国新办吹风会上财政部副部长朱光耀表示三年后外资人身险持股比例放宽至 51%，五年后不受限制；18 年 4 月习近平主席在博鳌亚洲论坛上表示加快保险行业开放进程，同月首家合资保险资管公司工银安盛资管获批；18 年 11 月首家外资保险控股公司安联（中国）保险控股获批，政策快速推进与落实。

产险业务外资发展相对稳健但占比持续低迷，寿险业务在回归保障本源之下市占率有所提升。

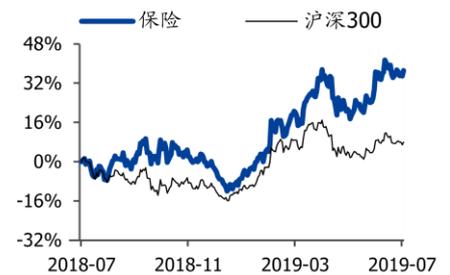
产险方面，当前我国产险业务虽已实现完全放开，且当前市场上 22 家外资产险公司大部分为独资险企，但整体发展速度缓慢，保费收入市占率近年来持续维持在 2% 左右。1) 业务层面：规模效应更强，且监管政策及分支机构设立的要求也影响外资产险业务推进；2) 股权层面：当前产险经营情况与外资经营理念有所冲突。**结论：未来预计外资在产险领域市场份额获取明显提升也存在较大困难。**

寿险方面，外资在 92 年开始逐步进入，近年来尤其是在行业回归保障本源的监管引导之下保费收入占比稳步提升，同时经营效益明显改善。1) 当前渠道、股权结构及资本金仍是制约外资产险公司发展的主要原因；2) 开放政策之下股权问题将被有效解决，未来外资产险公司发展将主要取决于外资股东意愿及产品和渠道的推进；**结论：寿险行业整体竞争将有所加强，尤其是高端客群。**

风险提示：1、政策放开不及预期风险；2、长端利率持续下降风险；3、股市系统性下跌风险；

增持（首次）

行业走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com



内容目录

1. “国 11 条”加速保险行业对外开放	3
2. 保险行业对外开放历史进程及文件梳理	3
2.1 加入 WTO 时期开始我国保险行业对外开放进程	3
2.2 17 年底以来保险行业对外开放进程不断提速	5
3. 产险：外资发展相对稳健但占比持续低迷	6
3.1 外资产险公司保费市占率持续维持在 2% 左右	6
3.2 外资产险公司发展主要受到业务特征以及市场环境的影响	7
4. 寿险：回归保障本源之下寿险市占率有所提升	8
4.1 92 年开始外资寿险公司逐步进入内地市场	8
4.2 近年来寿险业务保费收入占比稳步提升、效益明显改善	9
4.3 渠道、股权结构及资本金仍是制约外资寿险公司发展的三座大山	11
5. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 加入 WTO 时保险领域开放的主要承诺	4
图表 2: 保险领域对外开放的主要监管文件	5
图表 3: 保险领域对外开放的主要监管文件	6
图表 4: 外资产险公司数量及占比 (家)	7
图表 5: 外资产险公司原保费收入及占比	7
图表 6: 2018 年外资收入前 10 产险公司情况梳理 (亿元)	8
图表 7: 外资寿险公司数量及占比 (家)	9
图表 8: 外资寿险公司原保费收入及占比	9
图表 9: 我国外资寿险公司情况梳理 (亿元)	9
图表 10: 部分规模较大的外资险企渠道结构情况 (2017 年)	12

1. “国 11 条” 加速保险行业对外开放

20 日国务院金融稳定发展委员会办公室对外宣布，在深入研究评估的基础上推出 11 条金融业对外开放措施，其中保险行业方面的相关政策主要有三点：

- 人身险外资股比限制从 51%提高至 100%的过渡期，由原定 2021 年提前到 2020 年。
- 取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75%的规定，允许境外投资者持有股份超过 25%。
- 放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求。

我们认为对外开放的快速推进将有助于行业整体高质量发展，但寿险行业的竞争将有所增强。

寿险方面，时点的提前以及经营要求的适度放宽将会使得更多境外优质保险公司进入中国市场，引入更加多元化的产品及较为先进的管理理念，增加寿险市场活力，增强服务实体经济能力，丰富保险市场产品供给，在保障本源之下推动产品创新发展。

资管业务方面，境外险企在资产管理领域经验更为丰富，投资更为稳健且具备更强的全球资产配置能力，合资保险资管公司有助国内险企吸收国外优质险企资产配置经验，对险资进行长久期的稳健资产配置，强化风险控制，整体推动行业高质量发展。

对于国内保险公司而言，外资险企公司在寿险业务的中高端客群方面将会形成一定的竞争力。我国寿险公司在外资进入的背景下，应通过代理人团队以及网点建设的优势完善客户服务、提升客户满意度，并且通过提供具备性价比的以健康险和长期储蓄险为核心的产品以提升客户粘性。

2. 保险行业对外开放历史进程及文件梳理

2.1 加入 WTO 时期开始我国保险行业对外开放进程

保险行业对外开放最初可以追溯到中国加入 WTO 时期，世界贸易组织于 2001 年 11 月 10 日通过中国加入 WTO 的决定，中国于 12 月 11 日正式成为世界贸易组织的正式成员。在保险领域，中方在 2001 年 11 月 22 日的中国保险市场与 WTO 国际高峰年会上，对我国保险业对外开放的承诺内容以及入世以后外资保险企业在中国的设立形式、地域限制及业务范围等进行详细阐述，主要包括：

图表 1: 加入 WTO 时保险领域开放的主要承诺

业务方面	具体举措
企业设立形式	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 中国在加入 WTO 时, 将允许外国非寿险公司在中国设立分公司或合资公司, 合资公司外资股比可以达到 51%; 中国加入后两年内, 允许外国非寿险公司设立独资子公司, 即没有企业设立形式限制。 ➢ 加入时, 允许外国寿险公司在中国设立合资公司, 外资股比不超过 50%, 外方可以自由选择合资伙伴。 ➢ 合资企业投资方可以自由订立合资条款, 只要它们在减让表所作承诺范围内。 ➢ 加入时, 合资保险经纪公司外资股比可以达到 50%; 中国加入后三年内, 外资股比不超过 51%; 加入后五年内, 允许设立全资外资子公司。 ➢ 随着地域限制的逐步取消, 经批准, 允许外资保险公司设立分支机构。内设分支机构不再适用首次设立的资格条件。
地域限制	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加入时, 允许外国寿险公司、非寿险公司在上海、广州、大连、深圳、佛山提供服务; 中国加入后两年内, 允许外国寿险公司、非寿险公司在北京、成都、重庆、福州、苏州、厦门、宁波、沈阳、武汉和天津提供服务; 中国加入后三年内, 取消地域限制。
业务范围	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加入时, 允许外国非寿险公司从事没有地域限制的“统括保单”和大型商业险保险。加入时, 允许外国非寿险公司提供境外企业的非寿险服务、在中国外商投资企业的财产险、与之相关的责任险和信用险服务; 中国加入后两年内, 允许外国非寿险公司向中国和外国客户提供全面的非寿险服务。 ➢ 允许外国寿险公司向外国公民和中国公民提供个人(非团体)寿险服务; 中国加入后三年内, 允许外国寿险公司向中国公民和外国公民提供健康险、团体险和养老金年金险服务。 ➢ 加入时, 允许外国(再)保险公司以分公司、合资公司或独资子公司的形式提供寿险和非寿险的再保险业务, 且没有地域限制或发放营业许可的数量限制。
营业许可	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加入时, 营业许可的发放不设数量限制。申请设立外资保险机构的资格条件为: 第一, 投资者应为在 WTO 成员国超过 30 年经营历史的外国保险公司; 第二, 必须在中国设立代表处连续两年; 第三, 在提出申请前一年年末总资产不低于 50 亿美元。

资料来源: 银保监会、国盛证券研究所

此后国务院出台了《中华人民共和国外资保险公司管理条例》, 原保监会后期也出台了《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》, 对承诺的相关内容予以落实。

图表 2: 保险领域对外开放的主要监管文件

发布时间	部门	执行时间	文件名	主要内容
2001年 12月12日	国务院	2002年 2月1日	中华人民共和国 外资保险公 司管理条例	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 设立经营人身保险业务的外资保险公司和经营财产保险业务的外资保险公司，其设立形式、外资比例由中国保监会按照有关规定确定。 ➢ 合资保险公司、独资保险公司的注册资本最低限额为 2 亿元人民币或者等值的自由兑换货币；其注册资本最低限额必须为实缴货币资本。 ➢ 外国保险公司分公司应当由其总公司无偿拨给不少于 2 亿元人民币或者等值的自由兑换货币的营运资金。 ➢ 申请设立外资保险公司的外国保险公司，应当具备下列条件： <ul style="list-style-type: none"> (一)经营保险业务 30 年以上； (二)在中国境内已经设立代表机构 2 年以上； (三)提出设立申请前 1 年年末总资产不少于 50 亿美元； (四)所在国家或者地区有完善的保险监管制度，并且该外国保险公司已经受到所在国家或者地区有关主管当局的有效监管； (五)符合所在国家或者地区偿付能力标准； (六)所在国家或者地区有关主管当局同意其申请； (七)中国保监会规定的其他审慎性条件。
2004年 5月13日	保监会	2004年 6月15日	中华人民共和国 外资保险公 司管理条例实 施细则	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 外国保险公司与中国的公司、企业合资在中国境内设立经营人身保险业务的合资保险公司（以下简称合资寿险公司），其中外资比例不得超过公司总股本的 50%。 ➢ 合资保险公司、独资保险公司以最低注册资本人民币 2 亿元设立的，在其住所地以外的每一省、自治区、直辖市首次申请设立分公司，应当增加不少于人民币 2 千万元的注册资本。
2013年 5月30日	国务院	2013年 8月1日	国务院关于修 改《中华人民 共和国外资 保险公司管理 条例》的决定	将条款修改为： <ul style="list-style-type: none"> ➢ 合资保险公司、独资保险公司的注册资本最低限额为 2 亿元人民币或者等值的自由兑换货币；其注册资本最低限额必须为实缴货币资本 ➢ 外国保险公司分公司应当由其总公司无偿拨给不少于 2 亿元人民币或者等值的自由兑换货币的营运资金

资料来源：银保监会、国盛证券研究所

2.2 17 年底以来保险行业对外开放进程不断提速

17 年底以来，保险行业对外开放进程不断提速，行业对外开放在不同的重要场合被多次提及，相关政策也在持续推进与落实。

图表 3: 保险领域对外开放的主要监管文件

时间	主要内容
2017年11月	国新办吹风会上, 财政部副部长朱光耀表示, 中方决定三年后将单个或多个外国投资者投资设立经营人身保险业务的保险公司的投资比例放宽至 51%, 五年后投资比例不受限制; 取消对金融资产公司管理公司的外资单一持股不超过 20%、合计持股不超过 25% 的持股比例限制。
2018年4月	习近平主席在博鳌亚洲论坛 2018 年年会开幕式上发表主旨演讲时表示, 17 年年底宣布的放宽银行、证券、保险行业外资股比限制的重大措施要确保落地, 同时要加大开放力度, 加快保险行业开放进程, 放宽外资金融机构设立限制, 扩大外资金融机构在华业务范围, 拓宽中外金融市场合作领域
2018年4月	银保监会发布实施 15 条对外开放措施, 主要包括: <ul style="list-style-type: none"> ➢ 将外资人身险公司外方股比放宽至 51%, 3 年后不再设限; ➢ 在全国范围内取消外资保险机构设立前需开设 2 年代表处的要求; ➢ 允许符合条件的境外投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务; ➢ 发布《关于放开外资保险经纪公司经营范围的通知》, 放开保险经纪公司经营范围, 与中资一致。
2018年5月	银保监会正式批准工银安盛人寿发起筹建工银安盛资产管理有限公司 (工银安盛人寿全资子公司, 其中安盛中国持有工银安盛人寿 27.5% 股权), 这也是 17 年保险业加快对外开放进程以来获批的首家合资保险资管公司。
2018年11月	银保监会批准德国安联保险集团筹建安联 (中国) 保险控股有限公司 (安联集团全资子公司), 后者将成为我国首家外资保险控股公司。
2019年3月	恒安标准人寿保险有限公司获批筹建我国首家外资养老保险公司恒安标准养老保险有限责任公司 (恒安标准全资子公司, 其中标准人寿安本集团持有恒安标准 50% 股权)。
2019年5月	银保监会近期拟推出 12 条对外开放新措施: <ul style="list-style-type: none"> ➢ 允许境外金融机构入股在华外资保险公司; ➢ 取消外国保险经纪公司在华经营保险经纪业务需满足 30 年经营年限、总资产不少于 2 亿美元的要求; ➢ 允许外国保险集团公司投资设立保险类机构; ➢ 允许境内外资保险集团公司参照中资保险集团公司资质要求发起设立保险类机构;

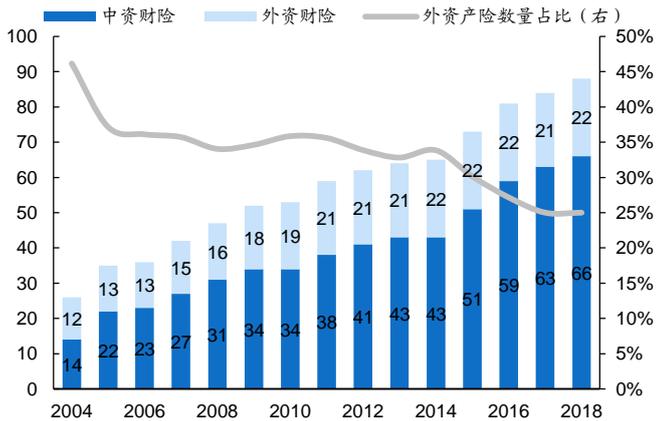
资料来源: 银保监会、国盛证券研究所

3. 产险: 外资发展相对稳健但占比持续低迷

3.1 外资产险公司保费市占率持续维持在 2% 左右

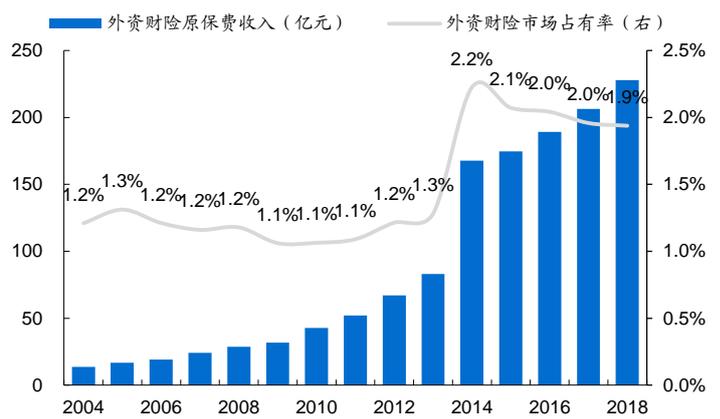
产险业务方面虽然市场早已实行完全对外开放, 且当前市场上 22 家外资产险公司大部分为独资险企, 但整体发展速度缓慢, 保费收入市占率近年来持续维持在 2% 左右。2012 年随着交强险对外资产险公司放开, 不少公司也进行了积极的探索, 使得 2014 年外资市占率达到了历史高点 2.2%, 但是经营效果并不理想, 随后其市占率也呈现逐年下降的趋势。

图表 4: 外资产险公司数量及占比 (家)



资料来源: 银保监会、国盛证券研究所

图表 5: 外资产险公司原保费收入及占比



资料来源: 银保监会、国盛证券研究所

3.2 外资产险公司发展主要受到业务特征以及市场经营环境影响

➤ 产险业务特征使其具备明显规模效应

我国当前产险业务中以车险业务为主;

1) 虽然近几年车险增速显著下滑而非车业务占比明显提升, 但是整体车险仍然占了总保费收入的 60% 左右。银保监会规定车险不得异地开展业务, 以免在后续查勘、核保、理赔等方面无法跟进;

2) 而农险、大病保险等占比较高的非车险业务, 一方面是政策性险种, 另一方面也对地域开展有比较高的要求。因此整体看产险业务的集中度明显高于寿险, 而外资险企在地域布局方面明显不具备优势, 使得整体产险业务开展受限制。

➤ 市场经营情况与外资经营理念有所冲突

外资险企在经营过程中往往对规模及市占率的要求并不高, 而更注重公司的实际经营管控和盈利情况。我国财产险业务高度竞争同时盈利情况并不理想, 2018 年行业财险公司平均综合成本率为 100.13%, 其中老八家的综合成本率为 98.23%, 中小财险公司综合成本率为 109.01%, 行业整体处于承保亏损的状态; 车险业务的综合成本率情况与行业情况整体相当。在整体行业盈利状况欠佳的情况下, 部分中资险企依然通过较低的保费或渠道返还等方式来抢占市场份额, 恶性竞争进一步提升了费用率。因此在整体行业恶性竞争、盈利不佳的情况下部分外资险企也逐步退出车险业务, 转向规模较小的非车业务。

➤ 监管政策及分支机构设立的要求影响外资财险业务推进

在 2012 年以前, 外资车险只能开展商车险业务而无法开展交强险业务。由于如果车主分开购买商业车险与交强险理赔流程会更为复杂, 因此将商业车险与交强险捆绑销售成为行业的主流, 外资险企如果想要销售商业车险不得不采取与中资险企合作、分别承保的方式, 使得成本高昂、方式受限且手续繁琐。2012 年交强险政策放开以后, 外资险企可以同时经营交强险与商车险, 但依然受制于服务网点和分支机构难以跟上等原因, 整体业务发展缓慢。

未来看产险业务方面, 外资保险公司预计在市场份额的提升上仍然存在一定的困难, 更多险企将更愿意在保证承保盈利的前提下经营细分非车险业务领域, 做到“小而精”的发展模式。

图表6: 2018年外资收入前10产险公司情况梳理(亿元)

公司	2018 原保费 收入	市占率	成立 时间	注册 资本	中方股东	外方股东	国家	外资持 股比例	2018 净利润
安盛 天平	63.3	0.54%	2004/12	8.5	上海益科创业投资有 限公司(14.9%)、海 南华阁实业投资有限 公司(10.1%)、天茂 实业集团股份有限公 司(9.3%)等	AXA Versicherungen AG	法国	50.0%	-2.75
国泰 财产	38.5	0.33%	2008/8	26.3	浙江蚂蚁小微金融服 务集团股份有限公司	国泰世纪产物保险股份 有限公司(24.5%)、国 泰人寿保险股份有限公 司(24.5%)	中国 台湾	49.0%	-0.50
中航 安盟	23.1	0.20%	2011/2	11.0	中国航空工业集团公 司(国有)	法国安盟保险公司	法国	50.0%	0.35
利宝 互助	19.5	0.17%	2003/12	18.5	-	美国利宝互助保险公司	美国	100.0%	-0.66
美亚	15.9	0.14%	1992	9.1	-	American Home Assurance Company	美国	100.0%	1.39
京东 安联	10.5	0.09%	2010/1	60.1	北京京东叁佰陆拾度 电子商务有限公司 (30%)等	安联保险集团	德国	50.0%	0.33
三星	8.5	0.07%	2005/4	3.2	-	韩国三星火灾海上保险 公司	韩国	100.0%	0.52
富邦 财险	7.8	0.07%	2010/10	10.0	厦门港务控股集团有 限公司	富邦产物保险股份有限 公司、富邦人寿保险股份 有限公司	中国 台湾	80.0%	-0.33
中意 财产	6.7	0.06%	2007/4	13.0	中国石油集团资本有 限责任公司	意大利忠利保险有限公 司	意大利	49.0%	-0.22
东京 海上	6.1	0.05%	2008/11	4.0	-	东京海上日动火灾保险 株式会社	日本	100.0%	0.23

资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

4.寿险: 回归保障本源之下寿险市占率有所提升

4.1 92年开始外资寿险公司逐步进入内地市场

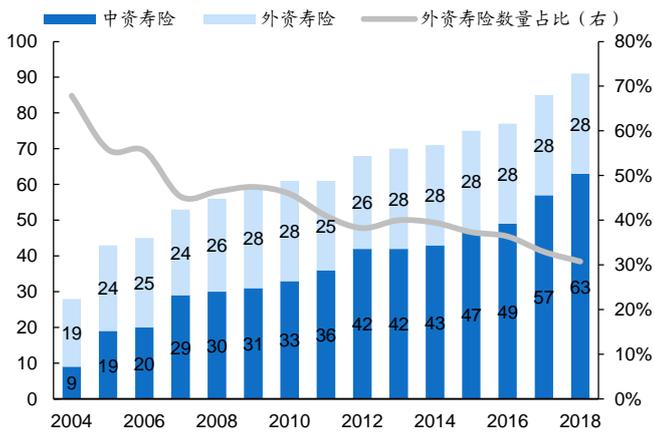
外资寿险公司最早进入中国为1992年友邦在上海设立分公司,在此以前外国保险公司可以在华设立代表处,而其他的一些外国险企的分支机构和合资企业业务也受到了严格的限制,主要为在国内的外资险企和个人提供保险业务。友邦是第一家也是国内目前为止唯一一家全外资的寿险公司,同时也引进了丰富的保险产品和现行的代理人制度以及

专业的寿险管理方式与技术。

1996年以后中宏人寿与中德安联作为第二家和第三家进入中国保险市场的外资公司，其股东加拿大宏利人寿和德国安联保险均持股至51%，在WTO承诺以后的2002-2005年期间迎来外资进入内地市场的小高潮，4年时间里共有15家外资保险公司进入中国。后期陆续成立的合资险企发展至今共计还有25家，其中有15家中外资持股比例为50:50。

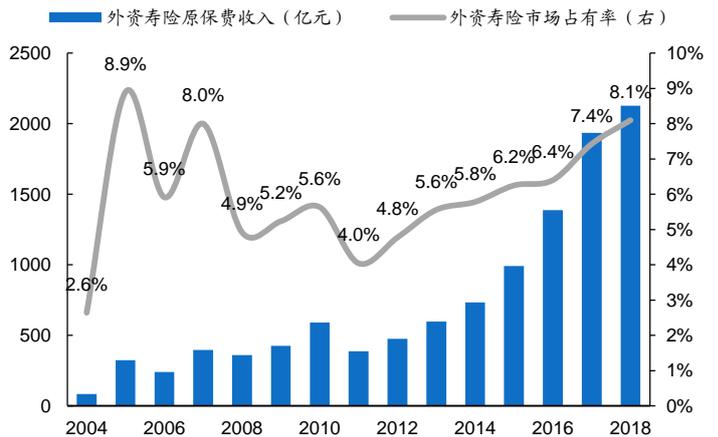
从目前合资的情况来看，基本是以外资险企+中资国企为主，这既是考虑到资本实力、避免同业竞争，也因为国企有更多的资源优势，同时能够防止资金外流。国企也利用合资成立保险公司的方式拓展了公司的业务范围，并可以对自身的保险业务进行承保。

图表7: 外资寿险公司数量及占比(家)



资料来源: 银保监会、国盛证券研究所

图表8: 外资寿险公司原保费收入及占比



资料来源: 银保监会、国盛证券研究所

4.2 近年来寿险业务保费收入占比稳步提升、效益明显改善

11年以来外资寿险公司保费收入占比稳步提升。05年以后由于国内银保渠道迅速兴起，通过主推分红险不断扩张，而外资寿险公司在渠道及产品方面均不具备优势，保费占比震荡下行。从2011年开始，电销渠道及互联网渠道逐步发力，外资险企也积极抓住渠道机会，保费收入占比开始逐年提升。到2017年以后受到行业监管的限制，中短存续产品规模大幅收缩，而外资险资由于经营此类业务较少而以传统险、健康险等为主，因此所受冲击相对有限，保费收入占比明显提升。

伴随着保费收入占比提升的还有经营效益的改善。外资寿险公司较好的经营管控、负债端保费的逐步改善、准备金的影响以及部分公司增资使得实力明显提升，不少公司也开始逐步实现盈利，16-18年28家外资寿险公司中亏损家数逐年下降(分别为12家、10家、8家)，同时合计净利润显著增长(分别为24.26亿元、78.34亿元、128.98亿元)。

图表9: 我国外资寿险公司情况梳理(亿元)

公司	18年保费收入	成立时间	注册资本	中方股东	外方股东	国家	外资持股比例	2018年净利润	2017年净利润	2016年净利润
工银安盛	336.8	1999/5	125	中国工商银行股份有限公司(60%) 中国五矿集团公司(12.5%)	安盛中国公司	法国	27.5%	6.98	6.24	5.03
恒大人寿	323.7	2006/5	10.0	恒大集团(南昌)有限公司(50%)	大东方人寿保险有限	新加坡	25.0%	17.54	12.44	-4.22

人寿	重庆财信企业集团有限公司			公司						
	(25%)									
友邦	261.3	1992/9	37.8	-	友邦保险有限公司	美国	100.0%	43.44	19.90	5.18
中信保诚	153.8	2000/10	23.6	中国中信有限公司	英国保诚集团股份有 限公司	英国	50.0%	11.04	10.51	7.00
招商信诺	150.6	2003/8	28.0	招商银行股份有限公司	信诺北美人寿保险公 司	美国	50.0%	10.44	6.67	2.21
中意人寿	140.1	2002/1	37.0	中国石油集团资本有限责 任公司	意大利忠利保险有限 公司	意大利	50.0%	6.41	4.59	4.07
中美联泰	116.0	2005/8	27.2	上海联和投资有限公司	METROPOLITAN LIFE INSURANCE COMPANY ("MLIC")	美国	50.0%	15.96	7.92	2.12
中宏人寿	81.0	1996/11	16.0	中化集团财务有限责任公 司	宏利人寿保险(国际)有 限公司	加拿大	51.0%	6.93	5.31	4.35
交银康联	80.2	2000/7	51.0	交通银行股份有限公司	澳大利亚康联集团	澳大利 亚	37.5%	3.24	2.56	2.05
中英人寿	79.6	2002/12	29.5	中粮资本投资有限公司	英杰华集团	英国	29.2%	4.54	4.24	4.54
华泰人寿	53.2	2005/3	32.3	华泰保险集团股份有限公 司(79.64%)等	安达北美洲保险控股 公司	美国	20.0%	1.30	0.16	0.71
中德安联	49.5	1998/11	20.0	中信信托	安联保险	德国	51.0%	6.58	2.11	0.62
中荷人寿	46.9	2002/11	26.7	北京银行股份有限公司	法国巴黎保险集团	法国	50.0%	0.73	-0.66	1.35
平安健康	37.0	2005/6	18.2	中国平安保险股份有限公司等	Discovery Limited	中国香 港	25.0%	1.44	1.56	-0.64
同方全球人寿	36.8	2003/4	24.0	同方股份有限公司	全球人寿保险国际有 限公司(荷兰)	荷兰	50.0%	1.33	0.05	-2.89
恒安标准	32.8	2003/12	40.5	天津市泰达国际控股(集团)有 限公司	标准人寿安本集团 (Standard Life Aberdeen plc.)	英国	50.0%	1.56	1.72	1.06
中银三星	28.7	2005/5	16.7	中银保险有限公司、中国航空集 团有限公司	韩国三星生命保险株 式会社	韩国	25.0%	0.35	0.19	1.78
陆家嘴国泰	23.2	2004/12	30.0	上海陆家嘴金融发展有限公司	国泰人寿保险股份有 限公司	中国台 湾	50.0%	0.12	-0.48	0.07
长生人寿	23.2	2003/9	21.6 7	中国长城资产管理股份有限公 司(51%)长城国富置业有限公司 (19%)	日本生命保险相互会 社	日本	30.0%	-2.60	-1.34	0.02
北方方正人寿	20.9	2002/11	19.3	北方方正集团有限公司(51%)青 岛海尔投资发展有限公司 (19.76%)	明治安田生命保险相 互会社	日本	29.2%	0.38	0.35	-1.14
汇丰人寿	14.3	2009/6	10.3	国民信托有限公司	汇丰保险(亚洲)有限公 司	中国香 港	50.0%	-2.06	1.12	-1.61
复星	12.6	2012/9	26.6	复星工业技术发展有限公司	美国保德信保险公司	美国	50.0%	-1.11	-1.22	-1.69

保德
 信

君龙人寿	6.1	2008/11	7.0	厦门建发集团有限公司	台湾人寿保险股份有限公司	中国台湾	50.0%	-0.11	-0.26	-0.48
德华安顾	6.0	2013/7	12.0	山东省国有资产投资控股有限公司	德国安顾集团股份有限公司(20%)德国安顾人寿保险股份有限公司(30%)	德国	50.0%	-2.82	-1.93	-2.06
中韩人寿	5.6	2012/11	15.0	浙江东方集团股份有限公司	韩华生命保险株式会社	韩国	50.0%	-1.19	-1.42	-1.34
瑞泰人寿	5.6	2004/1	18.7	国电资本控股有限公司	耆卫人寿保险(南非)有限公司	南非(总部英国)	50.0%	0.02	-0.37	-0.73
鼎诚人寿	0.9	2009/3	12.5	深圳市柏霖资产管理有限公司(20%)、深圳市前海香江金融控股集团有限公司(20%)等	新光人寿保险股份有限公司	中国台湾	25.0%	-0.79	-0.88	-0.99
中法人寿	0.0	2005/12	2.0	鸿商产业控股集团有限公司(50%)北京人济九鼎资产管理有限公司(25%)	法国国家人寿保险公司	法国	25.0%	-0.67	-0.74	-0.08

资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

4.3 渠道、股权结构及资本金仍是制约外资寿险公司发展的三座大山

➤ 股权结构的问题有望在政策推动下解决

股权的问题会在管理结构以及增资转让方面产生明显弊端。

- 1) 管理结构方面，管理层和战略的频繁变动是公司经营的最大成本。当前合资寿险公司基本上是中外股东各持有 50% 的股权，在实际操作中一般以外资股东方安排 CEO 或总经理、中资股东方安排董事长为主，或者两方股东轮流派驻管理层。这会使得双方股东在经营管理方面因理念和目标的差异而产生分歧，且轮换制也会使得双方股东在资源支持方面有所保留。
- 2) 增资转让方面由于股权占比结构限制的监管要求，增资时需要双方达成一致同时同比例增资，股份转让时也需要中资转中资、外资转外资，一定程度上限制公司业务发展。

但是股权结构的问题有望在“国 11 条”的推动下于 2020 年正式解决，届时或有部分外资股东方有意愿获取所有股权成为独资寿险公司，稳定的管理层及公司战略会成为公司长期发展的基石。

➤ 资本金问题更多取决于外资股东的定位及意愿

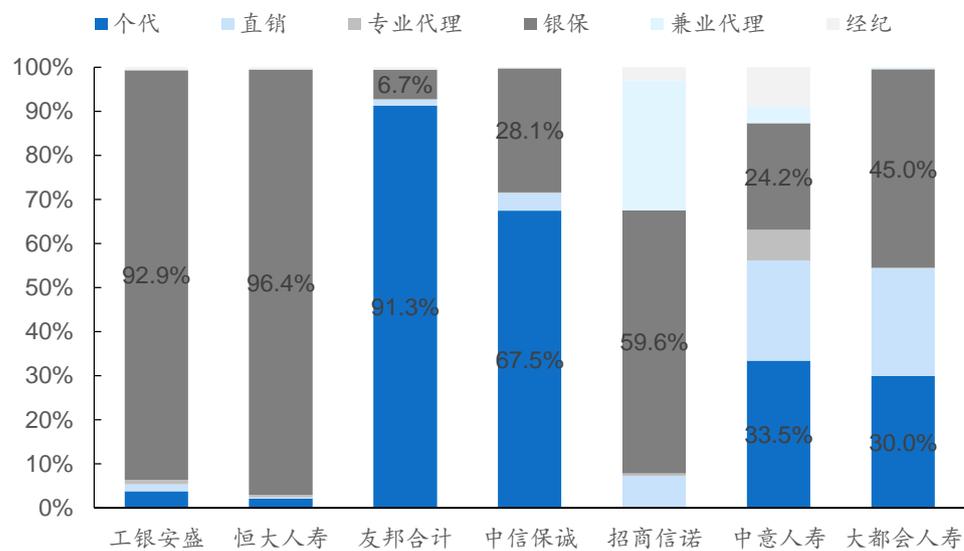
资本金问题在股权问题尚未解决的情况下会明显制约公司发展，而如果已经成为独资寿险公司，未来资本金的问题更多在于外资股东对内地市场的定位及意愿。目前我国外资寿险公司的股东方以美国、欧洲、日本等发达国家为主，而这些国家都已经进入了保费增速长期接近停滞的状态。而我国目前的寿险市场及空间仍然非常广阔，总保费增速在未来十年仍然有望每年维持 15% 以上的复合增速，对外资股东方而言是巨大的市场。因此如何对中国市场定位会成为外资寿险公司未来发展的基础与前提。

➤ 渠道问题是外资寿险公司业务发展的瓶颈

从我国当前寿险市场的渠道结构趋势看：

- 1) 代理人渠道必然在未来一段时间内持续作为主渠道,但代理人团队的建设需要较长的建设周期、较大的前期资源投入,并且仍然面临着被同业挖角的风险;
- 2) 银保渠道手续费持续提升,且外资险资尤其是如果成为独资的外资险企没有任何资源优势,进入银保渠道销售难度更大,而当前规模较大的外资险企整体对银保渠道依赖度高,以保费规模居前的外资寿险公司为例,工银安盛和恒大人寿银保渠道占比均超过90%。
- 3) 电网销渠道方面,前期部分外资以电销渠道为主,但同样面临着客户名单饱和、个人信息立法等问题。互联网渠道销售虽然可行,但是受制于总规模有限、件均相对较低等问题影响。销售渠道不畅仍然会在未来一段时间内制约外资寿险公司发展。

图表 10: 部分规模较大的外资险企渠道结构情况 (2017年)



资料来源: 保险年鉴, 国盛证券研究所

预计未来在“国 11 条”之下人身险公司股权完全放开,部分外资险企有意愿获取全部股份或设立新的人身险公司,充分发掘国内市场空间与机会,在风险定价、经营管控和稳健配置等方面逐步塑造公司优势,寿险行业竞争将有所加强。

5. 风险提示

- 1、 政策放开不及预期风险;
- 2、 长端利率如持续下降,会对保险公司经营和估值产生一定压力;
- 3、 金融股是大盘股的重要组成部分,如股市系统性下跌会股价产生影响;

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com