

2019年08月05日

证券研究报告 | 行业专题

把握长期逻辑，跟踪边际变量

——保险行业研究框架暨2019H2展望

证券分析师：马婷婷
执业证书编号：S0680519040001
研究助理 赵耀
二零一九年八月

本报告在当前市场关注点与行业研究框架基础上，对保险行业、上市险企以及海外国家及地区负债端、资产端均有较为完善的历史追溯、现状分析及趋势预判。

由于保险行业境外经验的可借鉴性，对境外分析的全面性是本报告最大特色。



目录 Contents

1. 近期市场关注点

- 上市险企中报预期已相对充分
- 重疾修订的潜在影响几何？
- “国11条”对保险行业长期影响
- 大型险企产品推进速度明显提升

2. 长期保费增长空间

3. 保险行业研究框架

- 负债端
 - ✓ 渠道结构：大个险格局与海外差异化格局
 - ✓ 代理人发展：精耕细作的海外经验
 - ✓ 产品结构：回归保障本源与海外变迁梳理
- 投资端
 - ✓ 行业资产配置格局趋势与上市险企投资偏好
 - ✓ 投资端政策仍在持续放松
 - ✓ 资产配置：低利率环境下资产配置经验

4. 综合指标解析

- 内含价值
- 剩余边际

5. 保险股的估值与股价

- 海外保险股估值情况
- 长短周期保险股股价的影响因素分析

6. 风险提示

第一章：

当前市场对保险行业的几个关注点

- 主要包括上市险企的中报情况、重疾修订的影响、“国11条”长期影响以及行业竞争加强之下的应对之策。

1.1 负债端中报预期已经相对充分

■ 19年负债端维持逐期改善的趋势，全年偏差预计不大

1)、结合Q1、月度数据以及公司18年基数、产品及人力推进等情况，新单全年仍然整体延续改善，下半年整体优于上半年，但公司及季度间可能有所差异。

图：对上市险企中报负债端的判断

	国寿	平安	太保	新华
代理人	18H至18年底维持在145万左右19Q1时点数153.7万 (YoY+7%)， <u>预计Q2继续小幅增长。</u>	Q1代理人下降约7%至131.1w， <u>Q2预计正增长仍有压力</u>	18H月均89.4w，18全年月均84.7，3、4月总结淘汰+监管下清理，4月末时点数低于84.7w， <u>上半年预计月均同比下降5%-10%，人力承压</u>	18年末37w，3、4月脱落+清虚，4月底人力35w，5月增长到37w， <u>上半年月均人力预计小增长6%左右。</u>
新单	Q1新单+8.9%，三四月新单有所承压，但月度数据看6月单月保费收入+6.6%恢复正增长， <u>下半年新单基数低，改善趋势更为明确。</u>	上半年个险新单-8.5%，下半年月度基数相对较低， <u>累计仍然延续改善，但全年新单难以转正。</u>	Q1个险新单-13.1%，M4、M5新单实现转正但是M6仍有明显负缺口，H1个险新单累计收窄至-10.1%，下半年基数不低， <u>全年新单同样难以转正。</u>	Q1个险新单增速24%，18Q2及Q3基数明显较高
产品	Q1重开门红，Q2转向保障和长储产品	多层次完善客群覆盖	18同期以金佑为主，19同期销售部分类利盈年年产品	增加对年金及附加险销售
Margin	18M3、M4同期产品策略影响，及趸交继续压缩， <u>19H Margin预计明显提升</u>	由于产品结构的改善，Q1 margin明显提升，而Q2开始产品结构差别不大，预计Q2-Q4margin维持在55%左右水平	19H1保障成分下降， <u>Margin预计同比下滑</u> ，H2预计同比趋稳	<u>上半年预计margin有所下降</u>
2019HE NBV	24.8%	4.8%	-13.1%	-2.6%
2019HE EV	10.4%	12.0%	8.0%	8.4%
2019HE P/EV	0.94倍	1.40倍	0.93倍	0.90倍
2019E P/EV	0.86倍	1.29倍	0.87倍	0.83倍

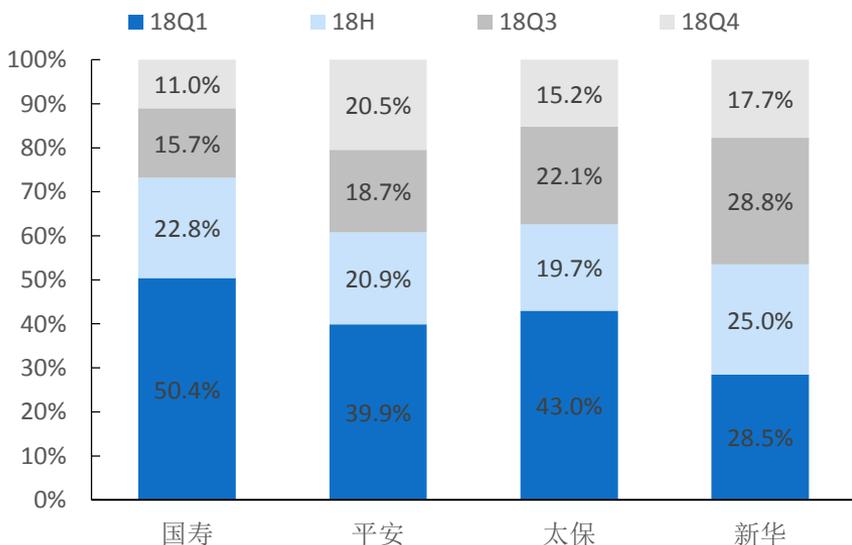
1.1 负债端中报预期已经相对充分

■ 19年负债端维持逐期改善的趋势，全年偏差预计不大

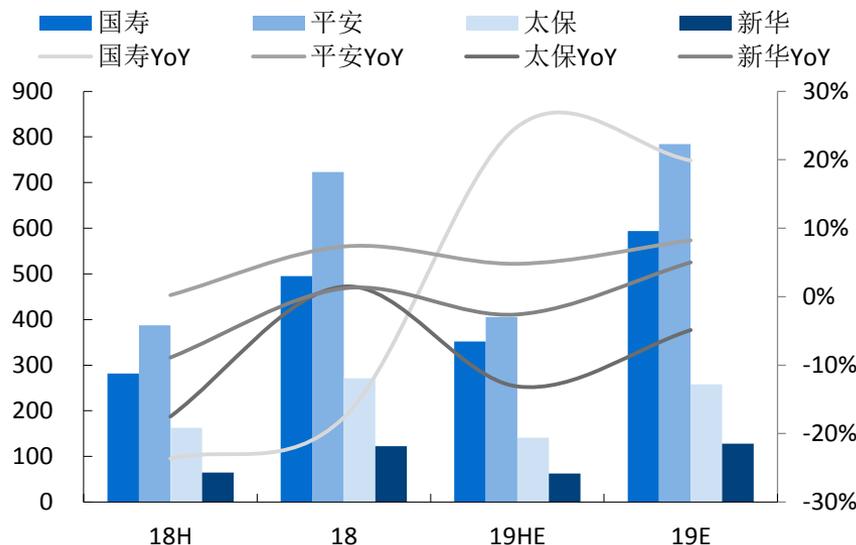
1)、结合Q1、月度数据以及公司18年基数、产品及人力推进等情况，新单全年仍然整体延续改善，下半年整体优于上半年，但公司及季度间可能有所差异。

- ✓ Q1国寿、平安、太保、新华新单分别同比+8.9%、-10.8%、-13.1%、+24.0%；Q2看平安、太保累计新单同比增速分别为-8.5%、-10.1%。
- ✓ 新华下半年尤其是Q3基数压力相对较大，国寿下半年基数压力最小，太保下半年NBV压力相对较小。
- ✓ 全年看国寿、平安及太保新单有望较Q2同比基数持续改善，新华虽然受Q1及18年基数影响但增速仍维持高位。我们预计19H国寿、平安、太保、新华新单分别同比+9.5%、-7.0%、-10.1%、+17.5%；2019年全年预计新单增速分别为+13.0%、-0.8%、-3.9%、+14.3%，后期也会依据公司实际经营情况进行持续跟踪。
- ✓ 预计2019H国寿、平安、太保、新华NBV分别同比增长24.8%、4.8%、-13.1%、-2.6%；2019全年NBV增速分别为19.9%、8.2%、-4.9%、5.0%。

图：2018年上市险企新单季度结构分布



图：2019年上市险企NBV及同比预计情况

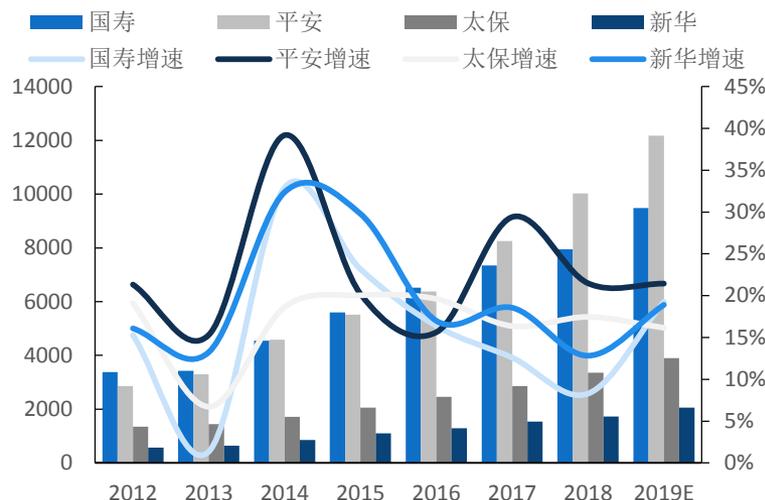


1.2 内含价值中期及全年的判断

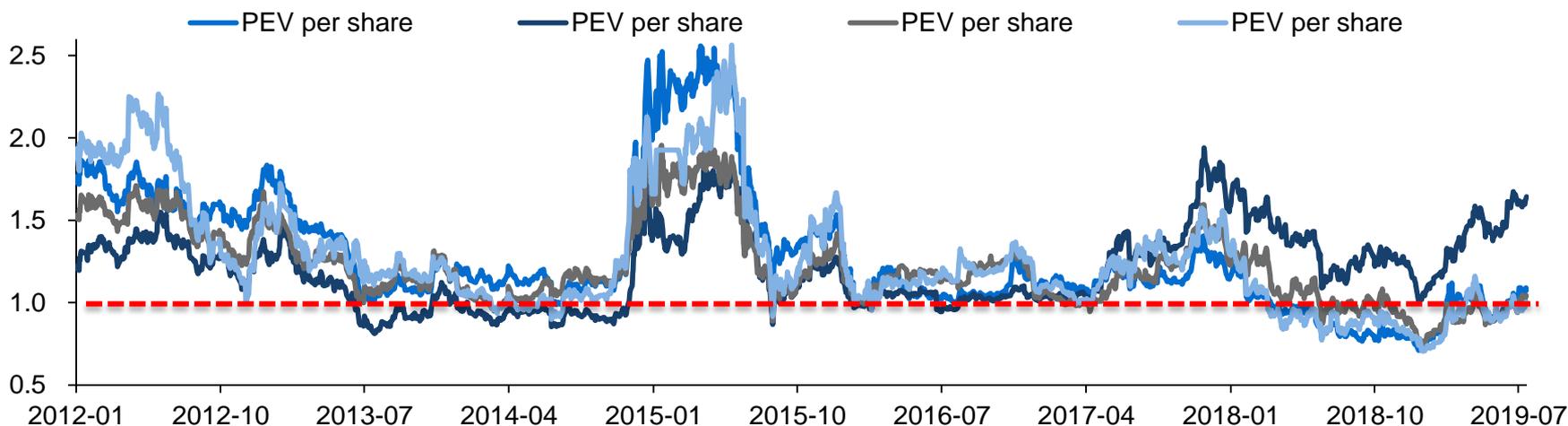
■ 上市险企整体EV增速预计在16.2%-21.4%

- ✓ 投资端方面虽然利率环境仍然有一定承压，但是上半年沪深300上涨27.07%、上证综指上涨19.45%、深证成指上涨26.78%，权益投资将提升上市险企的总投资收益率，预计19年上市险企整体总投资收益率整体有望超过5.5%。
- ✓ 我们在NBV的基础上，基于对投资收益的判断，并充分考虑投资回报差异带来的由负转正的贡献，以及今年以来利率小幅上行对市场价值调整的负面影响，预计2019H上市险企国寿、平安、太保、新华EV增速分别为10.4%、12.0%、8.0%、8.4%，全年EV增速分别为19.3%、21.4%、15.9%、18.2%，并后期仍然会基于市场环境及公司情况进行动态跟踪。
- ✓ 截至8月4日，上市险企对应19HE的PEV分别为0.94倍、1.40倍、0.94倍、0.91倍；对应19E的PEV分别仅为0.87倍、1.29倍、0.87倍、0.83倍。
- ✓ 向年底看，长端利率仍然是影响保险股价变动的重要关注因素。

图：上市险企EV增速情况（亿元）



图：上市险企PEV估值情况



1.3 重疾修订的潜在影响几何？

■ 结论：改善公司赔付，优化定价空间，有助负债改善及产品销售

- ✓ 修订背景及主要目的：当前各家使用的是2013年发布的《重大疾病经验发生率表（2006-2010）》。随着医疗水平进步、重疾发生的变化，原重疾病种、经验发生率和死亡率已与当前实际情况有所脱节。本次修订旨在摸清重疾市场，全面评估重疾系统性风险，把握行业趋势。
 - ✓ 修订方向及具体内容：扩大保障范围、精准细化重疾定义，减少理赔纠纷。预计包括：新增疾病定义恶性肿瘤（轻度）、慢性淋巴细胞白血病、何杰金氏病、皮肤癌，同时增加2种重疾定义及5种轻症定义，由原6+19变为8+24。
 - ✓ 具体时间节点：预计2020年上半年颁布，当前处在调研过程中。
 - ✓ 重点关注：如甲状腺癌被从重症中剔除，对公司理赔支出的潜在影响可能有多大？
 - 按病理分类可以分为乳头状癌（85-90%）、滤泡状癌（6-10%）、髓样癌、未分化癌，分化型癌发病率高、治疗费用低，当前看已并不符合重疾的定义，但是大量占用保险公司的赔付费用。
 - TNM分期为T1N0M0期以下级别的乳头状或滤泡状甲状腺癌原属于恶性肿瘤，现预计转入恶性肿瘤（轻度）。
 - 预计分化型甲状腺癌大概率将会由重症转入轻症，海外经验看也基本列为轻症或除外责任（如韩国将其列入免责，中国香港基本列入轻症，欧美也基本将甲状腺癌列入除外免责）。
 - 对泰康的测算：2018年理赔中重疾理赔金额占比48%，理赔件数占比6%，其中恶性肿瘤赔付件数占比约72%，甲状腺癌赔付件数占比24%，即甲状腺癌占总赔付件数的1%（6%×72%×24%）左右。公司披露的累计赔付金额190亿元，赔付超300万件次，单次赔付约6300元，如甲状腺癌件均赔付公司重疾平均水平7w元，则其赔付占比11.4%，对保费的影响大约在3-5%左右。
- 1)、由于存量保单不受影响，在政策发布到正式执行期间可能存在炒停现象，使得短期负债改善，而转为轻症也同样可以覆盖风险，同时增加其他重疾的获赔机会。
 - 2)、保险公司风险成本可能降低，定价空间将会更大，可能存在行业降价或保障范围更加全面或程度提升等情况。
 - 3)、保险公司重疾定价更加准确，优化理赔结构。

图：重疾修订预计时间进程

时点	预计进程
2019年3月	银保监会下发《关于开展中国人身保险业重大疾病经验发生率表修订工作有关事项的通知》。
预计2019年6-9月	制定工作详细规划书，进行前期准备和调研，完成数据收集等，并进行跨行业、跨市场调研，并进行阶段性汇报。
预计2019年10-12月	进行编表和撰写相关报告，阶段性完成。
预计2020年上半年	经过征求意见、行业测试、修订、专家评审、二次修订和定稿等程序后，发布并实施新的《重疾表》。

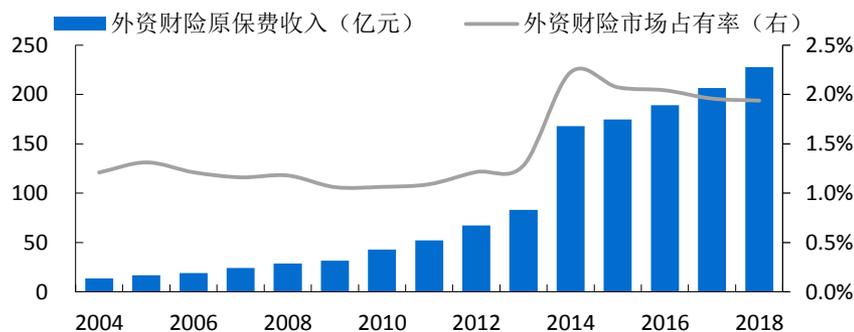
资料来源：甲状腺癌诊疗规范（2018年版），国盛证券研究所

1.4 “国11条”对保险行业长期影响？

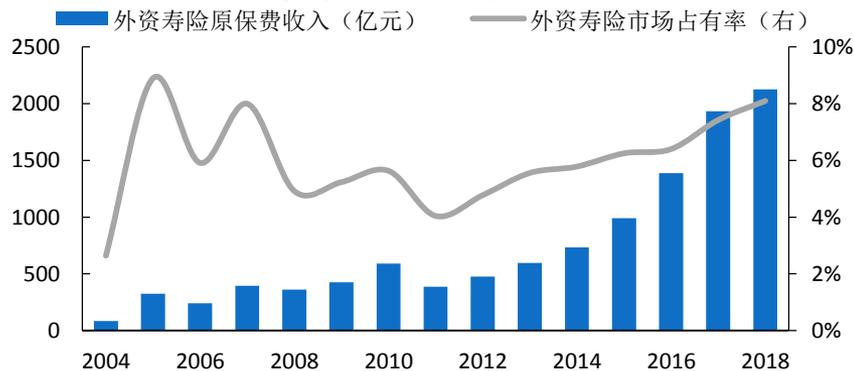
■ 寿险业务中高端客群竞争可能有所加强

- ✓ “国11条”加速保险行业对外开放，行业对外开放的政策力度和时点均有所超预期，主要内容包括：
 - 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
- ✓ 寿险业务在回归保障本源之下外资市占率有所提升，行业整体竞争将有所加强，尤其是中高端客群。
 - 寿险发展概况：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，18年外资寿险保费收入市占率达到8.1%，且绝大多数实现盈利。
 - 1) 当前渠道、股权结构及资本金仍是制约外资寿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，未来外资寿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。
- ✓ 产险业务外资发展相对稳健但占比持续低迷，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。
 - 外资产险发展概况：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，绝大多数仍然亏损。
 - 1) 业务层面：产险业务规模效应更强，且监管政策及分支机构设立的要求也影响外资财险业务推进；
 - 2) 股权层面：当前产险经营情况与外资经营理念有所冲突。

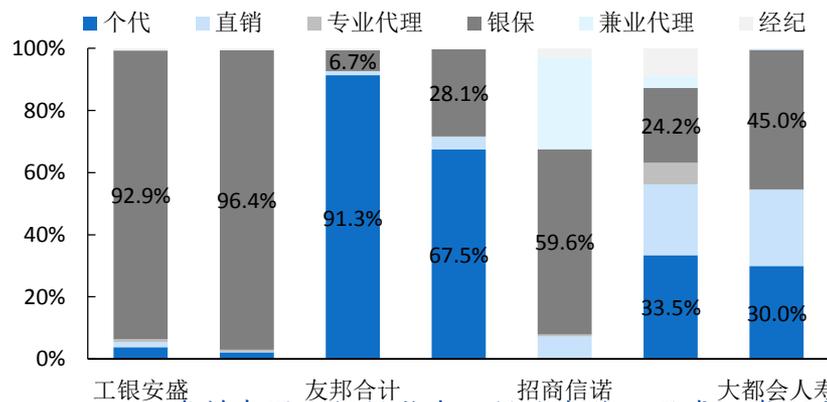
图：外资产险公司原保费收入及占比



图：外资寿险公司原保费收入及占比



图：部分规模较大的外资险企渠道结构情况（2017）

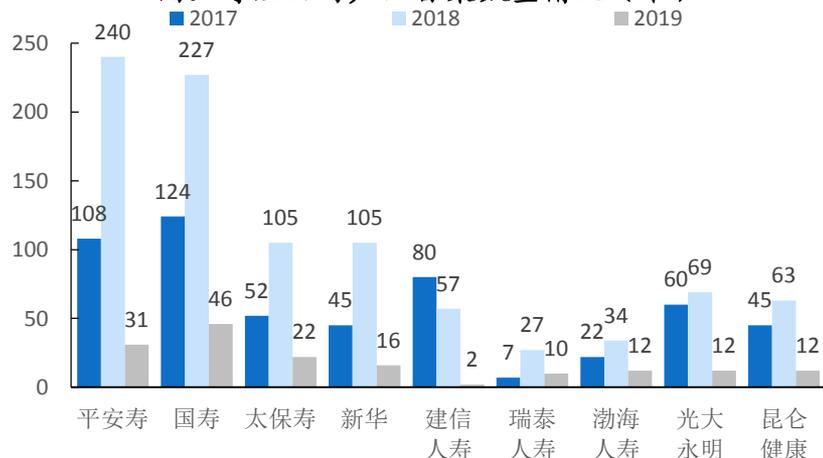


1.5 大型险企产品推进速度明显提升

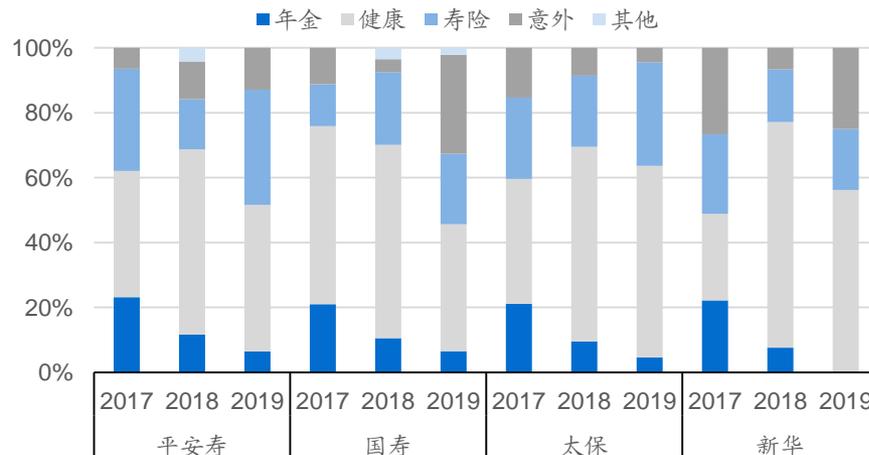
■ 产品迭代上大型险企优势更为明显

- ✓ 中国平安：产品迭代加速将逐步塑造继代理人之后的又一大护城河
 - 4月上线福保保附加险，费率相较平安福下降约20%，与市场上一般重疾价格差别明显缩小。
 - 5月27日配合司庆推出低件均高保障两全意外险安心百分百，margin70%+，整体销售效果良好并有助代理人留存。
 - 7月初平安福再度升级为2019 II，对部分高发轻症和强制附加长期意外的槽点已被逐步解决。
 - 7月18号将上线大小福星，主险终身寿+固定搭配重疾+可选附加，相比平安福件均明显更低。
- ✓ Q2开始主推的四类产品，产品策略非常明确：全方位覆盖了高端客群到中低端客群。
- ✓ 结合平安目前精算+产品分析部门扩张情况，产品迭代加速，竞争对手模仿难度加大，产品复杂度增加+营销活动结合+品牌、服务、科技及综合金融优势，产品迭代优势将更为明显。
- ✓ 中国太保：7月推出重磅产品金福人生，分少儿/成人版，主险终身寿+固定搭配重疾+多款可选附加险，不同年龄阶段特定重疾200%赔付。关注公司下半年的新产品推进情况。
- ✓ 从险企备案情况看，尤其在2018年市场产品结构转变的过程中，大型上市险企在以健康险为主的产品推进方面明显具备优势，而中小险企受制于人员有限、信息滞后等因素，产品推进明显更为缓慢。但19年备案产品数量明显下降，未来在保险产品复杂化、精细化的情况下优势将更加凸显。

图：寿险公司产品备案数量情况（个）



图：上市险企新备案产品结构情况



诚信|担当|包容|共赢

第二章：

长期保费空间到底有多少？

- 我国当前已经进入保险需求价格弹性较高的阶段，预计未来数年健康险仍是寿险保费增速的最主要动力，整体寿险复合保费增速有望达到15%。

2.1 长期保费空间：尚未停滞

■ 保费增速停滞时一般已经处在经济足够发达的阶段

1)、无论从保险深度、保险密度或者人均保单数、人均保障额情况看，我国与海外较为成熟国家及地区较大的差距是客观存在的。

2)、海外主要国家都经历了寿险保费收入持续的长周期增长之后增速逐步趋缓或停滞

✓ 寿险保费增长空间的主要影响因素包括：

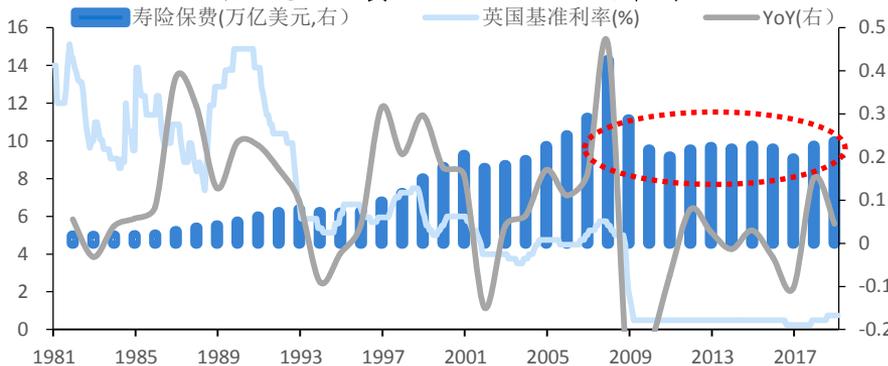
- 经济发展水平
- 利率情况
- 人口年龄结构等

✓ 发达国家在到达寿险保费增速停滞时的主要指标：

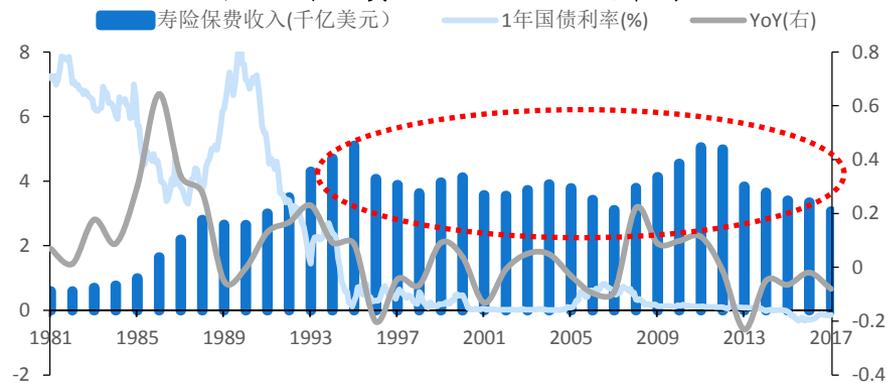
- 英国：2008年以后寿险保费增速基本停滞，寿险/总保险深度达到13.7%/16.4%，基准利率转为负值，65岁以上人口占比达到16.3%；
- 日本：1995年以后保费收入基本停滞，寿险/总保险深度达到9.5%/11.9%，1年期国债利率接近0%，65岁以上人口占比达到14.3%；
- 美国：2008年以后寿险保费收入基本停滞，寿险/总保险深度达到4%/8.5%，10年期国债收益率持续下行，65岁以上人口占比达到12.6%；
- 我国2018年寿险/总保险深度为2.3%/4.2%，10年期国债收益率仍然维持在3%以上，65岁以上人口占比11.9%。

3)、依据以上指标看，我国仍然与发达国家保费增速放缓或停滞时的主要经济和社会环境指标存在较大差距。我国当前人口红利虽已处于后期，但人口基数足够庞大，同时经济的增长、相对优势的利率环境以及客观指标上与海外国家的差距能够支撑未来较长时间里保费增长空间。

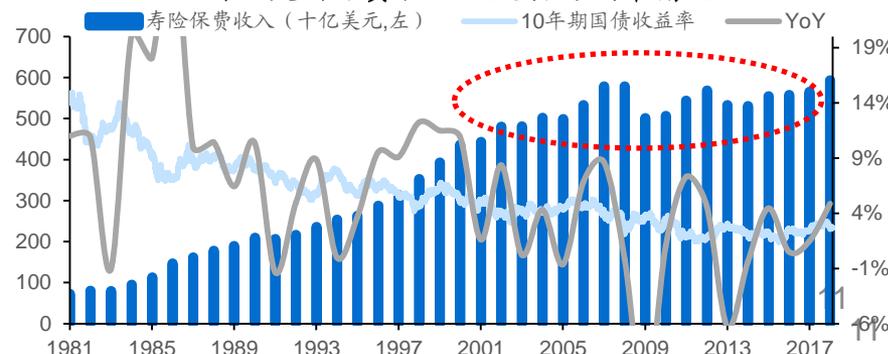
图：英国保费收入及变动与利率情况



图：日本保费收入及变动与利率情况



图：美国保费收入及变动与利率情况



■ 收入与保险深度呈S型曲线，当前我国保险需求的收入弹性处于较高的水平

1)、不同的人均GDP通常对应不同的保险深度，人均GDP与保险深度整体呈现S型曲线。

- ✓ 在人均GDP较高的国家，保险深度上升趋势趋缓；在人均GDP水平中等的新兴市场，保险深度增速高于收入和财富增速。
- 发展初期企财险、车险等强制型非寿险保险深度将会明显高于寿险；
- 随着新兴市场人口逐步成长为中产阶级，在财富逐步积累的情况下将会优先选择住宅、汽车等可保资产；
- 后期当消费者可支配收入逐步增长，能够承担寿险成本，对健康与保障、财务规划的需求将明显提升，对寿险的需求出现较为明显的增长，而个人可保性资产规模逐步稳定，因此寿险与非寿险的S型曲线的水平及斜率有所差异。
- ✓ 各国不同的供需情况、经济状况、监管要求等可能会使得一定程度偏离曲线。

2)、当前我国已经步入保险需求价格弹性较高阶段

- ✓ 从全球主要国家的情况看，当人均GDP处于7700美元至2.6万美元区间，保险需求的收入弹性最高。18年我国人均GDP为9770美元，已经步入保险需求价格弹性较高的阶段。

图：部分新兴市场在S型曲线分部情况（2016年数据）



图：依据全球主要市场统计保险价格需求弹性情况

人均GDP	寿险			非寿险		
	低于7700美元	二者之间	高于2.6万美元	低于7700美元	二者之间	高于1.5万美元
保险需求的收入弹性	小于1.75	1.75-2.1	小于1.75	小于1.4	1.4-1.63	小于1.4
发达市场数量	0	9	27	0	0	36
新兴市场数量	86	31	7	53	56	15
市场总数	86	40	34	53	56	51

2.3 长期保费空间：健康险25%的复合增速

■ 我国当前的现状使得健康险存在较大增长空间

1)、医保制度之下个人医疗支付费用占比过高是商业健康险发展的源动力。

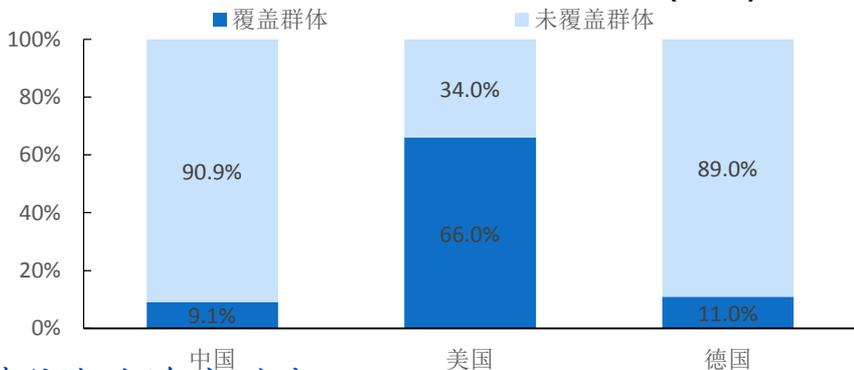
✓ 各国都已形成了多层次的医疗保障体系。主要包括三种类型：以美国为代表的市场为主体的多支柱体系；以英国、瑞典为代表的国家主导全民医保模式；以德国、韩国、日本为代表的政府主导下社会保险为主体的多层次医疗保障体系。

✓ 当前我国体系看，个人医疗支出费用过高，商业健康险发展具备足够空间：我国目前形成的是以医疗救助保底、社会保险为主体，其他补充医疗保险和商业健康险为补充的体系。但是当前我国商业健康险赔付支出占卫生总费用比重仅略高于2%，而医疗费用中个人支出超过30%，商业保险支出占比低，成为商业健康险发展的源动力。

2)、我国商业健康险覆盖明显不足，未来几年仍有望实现25%以上复合增速。

✓ 我国商业健康险覆盖明显不足，2017年覆盖群体不到10%，虽然我国是以社保为主体，但是社保保障程度并不足以满足中高收入群体需求。预计未来几年健康险有望实现25%以上的复合增速。

图：中国商业健康险覆盖群体远远不足(2017)

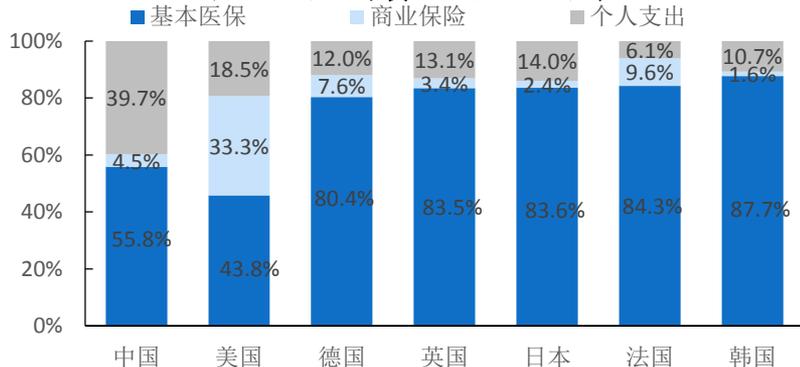


诚信|担当|包容|共赢

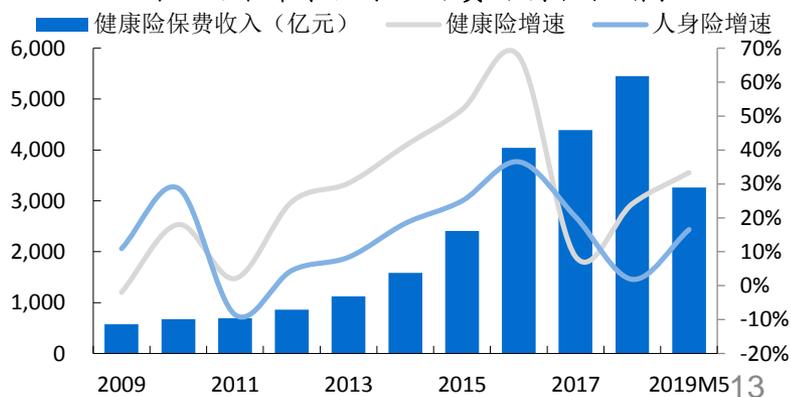
图：我国商业健康险赔付支出占总卫生费用比重



图：各国医疗费用支出比例情况



图：近十年来健康险保费保持较快增长



资料来源：保险行业协会，麦肯锡，国盛证券研究所

■ 我国当前的现状使得健康险存在长期增长空间

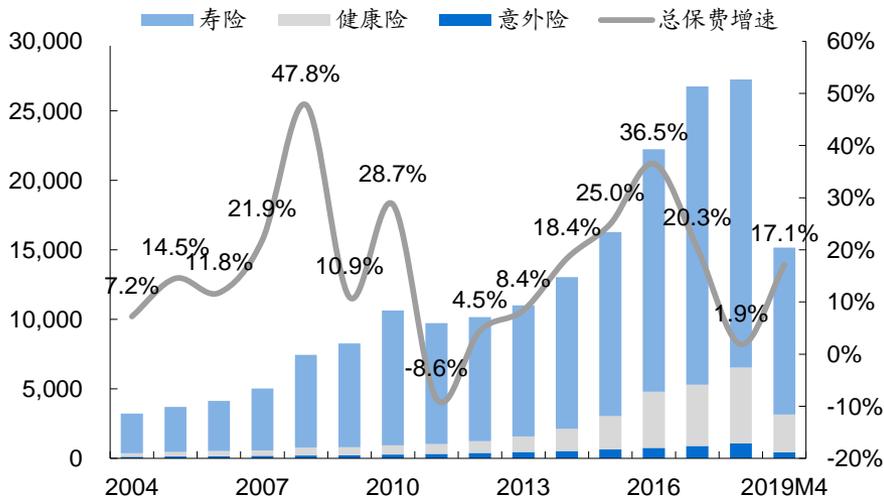
3)、社会及经济环境和政策将使得保险行业继续快速发展

- ✓ 大众富裕阶层崛起：中产阶级快速崛起，承保意愿更强且对产品的保障性和多样性要求也更高，成为保险主力消费群体。
- ✓ 老龄化为保险带来新需求：伴随着赡养比的提升，老年人的护理需求不断提升；并对健康、医疗、养老储蓄的意识不断提升。
- ✓ 技术创新带来新发展：随着互联网、人工智能、数据分析技术的提升，将带来精准营销、差异化定价及客户体验和效率提升。
- ✓ 监管支持行业本源发展：当前监管明确了保险保障的职能，强调保险行业回归本源、支持实体经济发展。

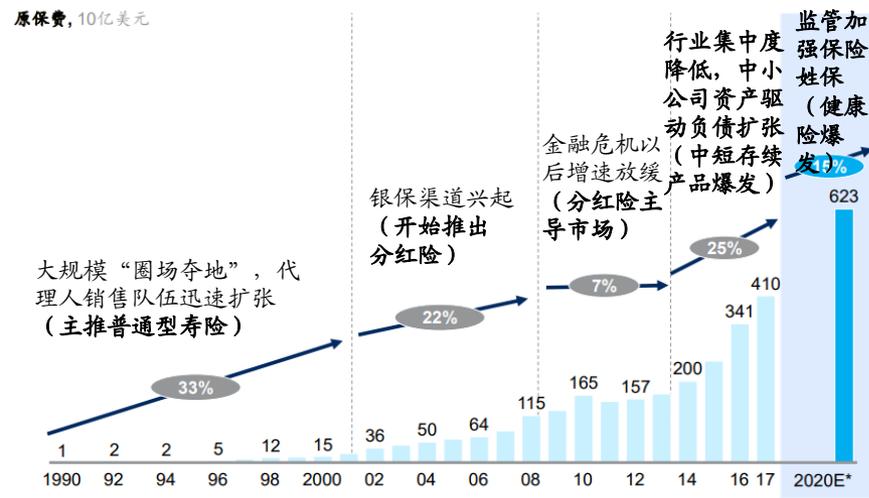
4)、未来十年寿险行业保费有望实现15%以上的复合增速

- ✓ 健康险将会是寿险行业保费增速的主动动力，同时长期对养老储蓄的资产配置（长期储蓄险）仍会持续支撑保费增长。
- ✓ 意外险在总人身险保费收入中占比稳定3%左右，近十年增速接近20%水平，这一趋势仍将延续。
- ✓ 健康险目前在人身险中保费收入占比接近20%，未来几年有望实现25%的增速水平。
- ✓ 传统寿险预计未来将延续10%左右的增速。

图：我国寿险保费增速情况（亿元）



图：我国寿险市场发展阶段情况

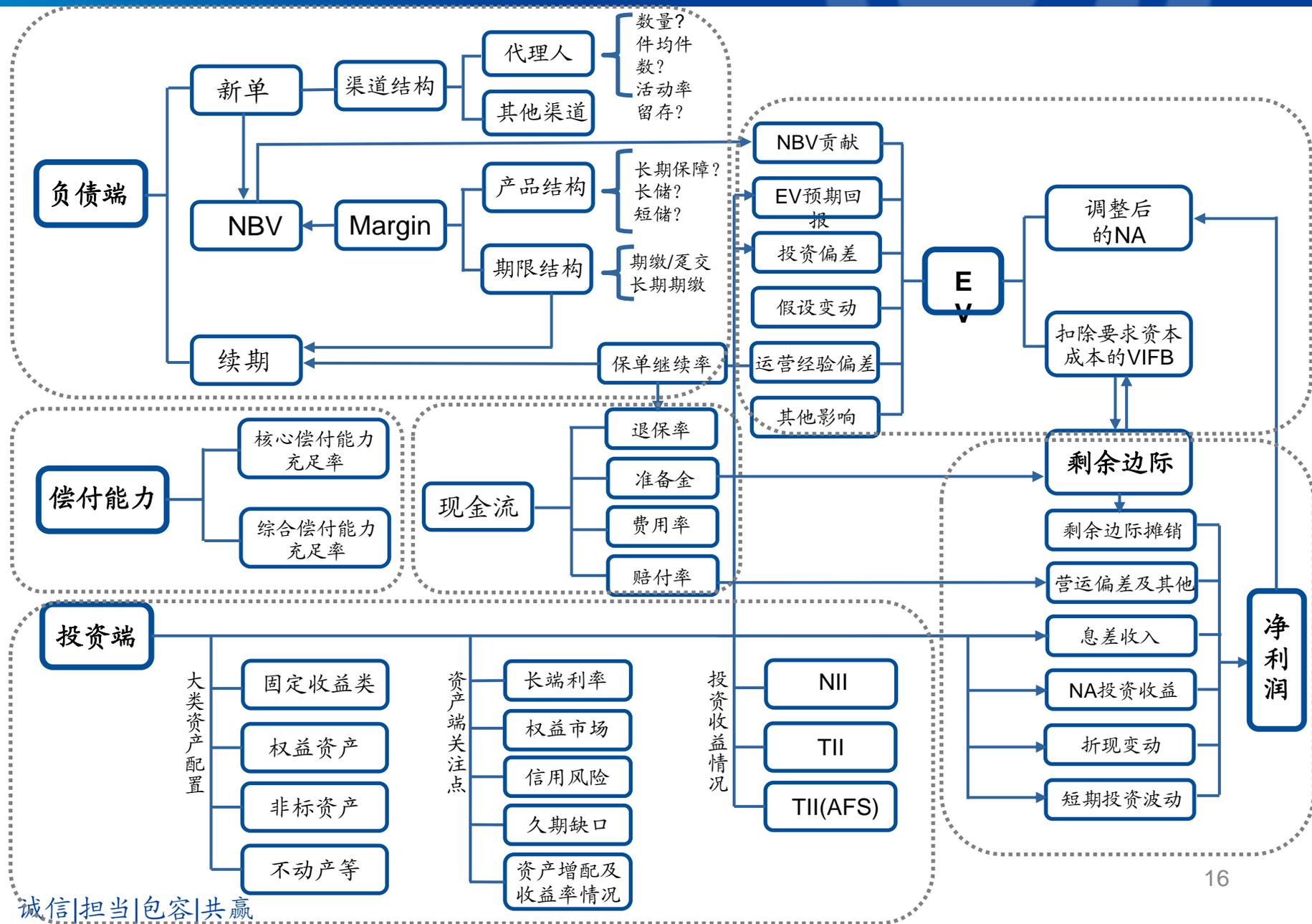


第三章：

保险行业研究框架

- 负债端：关注人力与产品策略
- 资产端：关注权益市场及利率走势

3.1 行业主要关注指标



3.1 负债端：个险格局

1、大个险格局是现在大型险企的主流，境外不同国家及地区渠道结构差异显著。

1)、上市险企已经在17年基本完成了个险渠道转型，从全渠道来看个险仍然相较其他渠道具备显著优势。

✓ **上市险企方面先后逐步完成个险渠道转型**：平安一直以来深耕个险渠道；太保及新华分别在15年、17年基本完成个险渠道转型，国寿也在积极加强代理人团队建设，对银保趸交进行控制。

✓ **银保渠道**仍然是中小公司的重要渠道，但是出于网点限制、持续提升的费用以及产品变化的原因，占比下降趋势明显。**网销**受制于产品类型，**电销**受制于名单饱和、个人信息立法推进及产品重叠影响，并且规模都非常受限。**经纪及代理**发展规模同样有限。

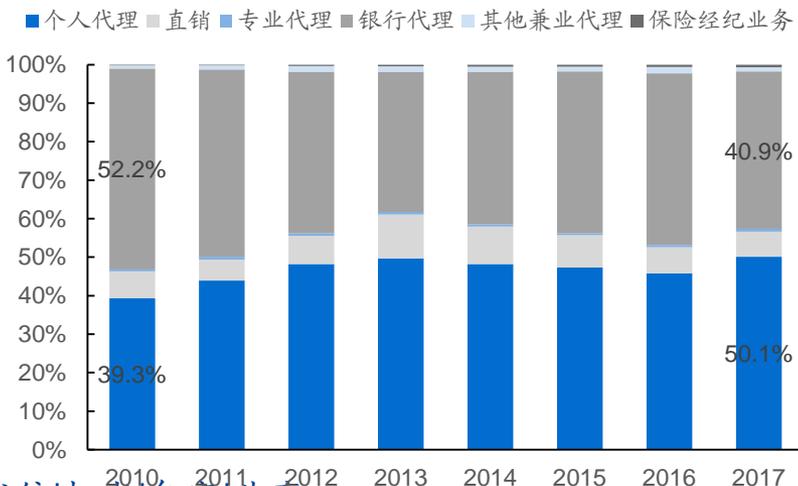
✓ 寿险总保费渠道结构看，代理人渠道占比由2010年的39.3%提升至50.1%，预计18年上升趋势更为明显（主流银行系保险公司包括原安邦、华夏、富德生命、国华、中邮等18年保费总收入行业占比显著下降）。考虑到银保以趸交为主，看新单的渠道结构，代理人占比预计将仍将小于50%。

✓ 19年部分银保系公司现金流紧张，在监管允许下销售部分定价较为激进的产品。

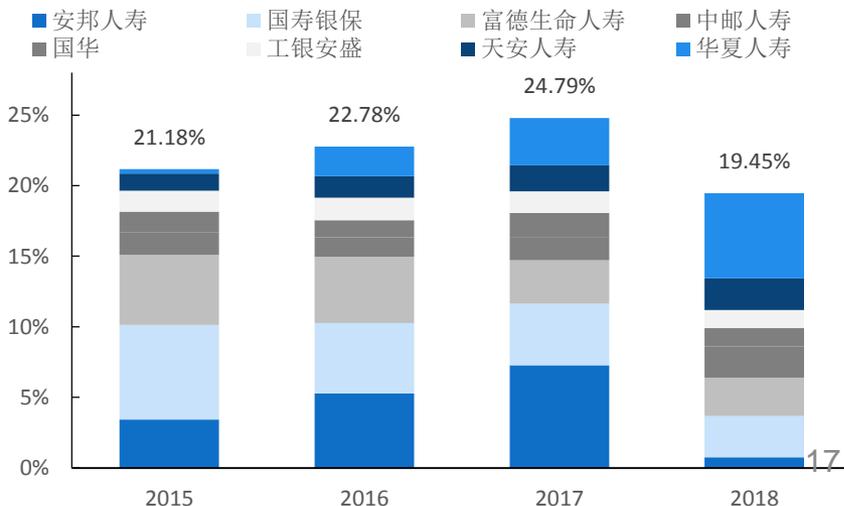
2)、大个险格局逐步形成壁垒，同时将会是我国在未来较长时间内最主要的销售渠道。

✓ 建立代理人队伍需要较高的前期投入以及较长的盈利周期，中小保险公司难以持续投入，且流动性较高，对中小公司形成一定壁垒。

图：2010年以来行业总保费收入渠道分布情况



图：18年主流银保系公司保费收入行业占比明显下降



诚信担当 | 包容共赢

注：以17年各公司渠道数据为基础，依据银保渠道保费收入行业前十、银保渠道占比超过70%为条件筛选出安邦、华夏、富德生命、国华、中邮、天安以及工银安盛等7家规模较大的银保系保险公司，同时考虑规模较大的国寿银保渠道。

资料来源：保险年鉴，国盛证券研究所

1、大个险格局是现在大型险企的主流，境外不同国家及地区渠道结构差异显著。

3)、海外市场渠道结构一览

➤ ①欧洲：银保渠道仍是寿险最主要的销售渠道，但国家之间有所差异。

✓ 各国渠道结构差异较为显著，但整体上银保渠道为最主，同时中介渠道同样是部分国家的主渠道。以2016年统计数据，欧洲较大的保险市场上，除了英国以中介渠道为主外（包括68%的代理渠道以及8%的经纪渠道），意大利（77%）、法国（65%）及西班牙（49%）主流渠道是银保渠道。唯一例外的为瑞士，80%左右的保费收入来自直销渠道。

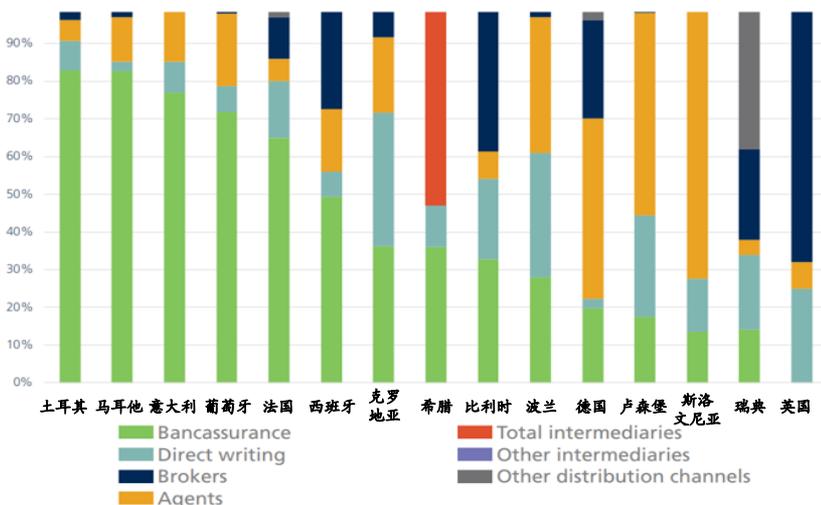
✓ 英国：经纪人为核心，发展历史悠久，1906年英国第一家保险经纪公司就出现。在公司实力与产品结构上与其他欧洲国家有所差异。

✓ 从主要国家情况看，90年代后期渠道趋稳，近20年渠道结构整体变动不大。

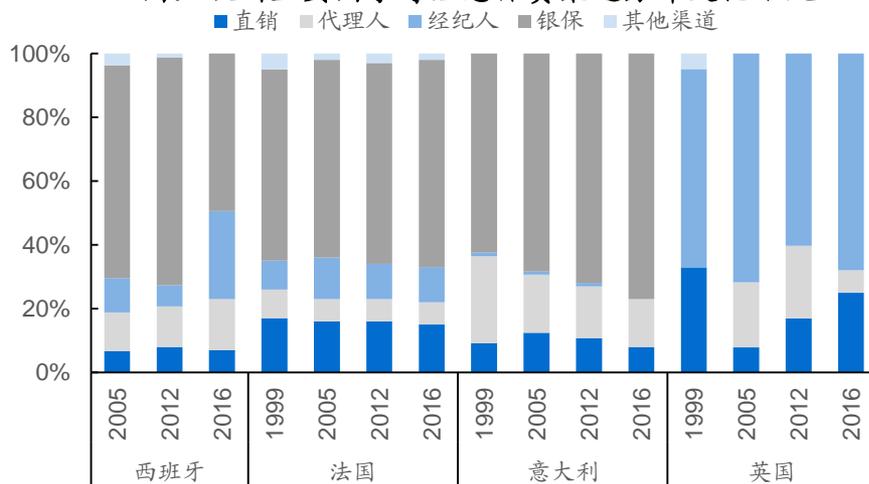
✓ 原因：金融体系、产品及政策、银行与保险机构的合作、保险市场发展程度等。

- 部分国家形成了银行为主导的金融体系，大型金融集团具备主体地位同时提供全面的金融产品服务（如法国《1984年银行法》赋予法国银行全能经营的授权，不少银行设立寿险子公司，同时充分利用分销渠道优势，市场份额大幅提升）；
- 投资型寿险、养老类保险产品在税收方面较银行理财具备优惠政策；
- 银行面临的利率环境，通过储蓄型保险产品实现多元化收入；保险机构也有更强的意愿和其他金融机构合作。

图：欧洲国家寿险总保费渠道分布



图：欧洲主要国家寿险总保费渠道分布变化不大



1、大个险格局是现在大型险企的主流，境外不同国家及地区渠道结构差异显著。

3)、海外市场渠道结构一览。

➢ ②美国：多种类的个人销售渠道，独立中介渠道往往更具优势，分险种渠道结构有差异。

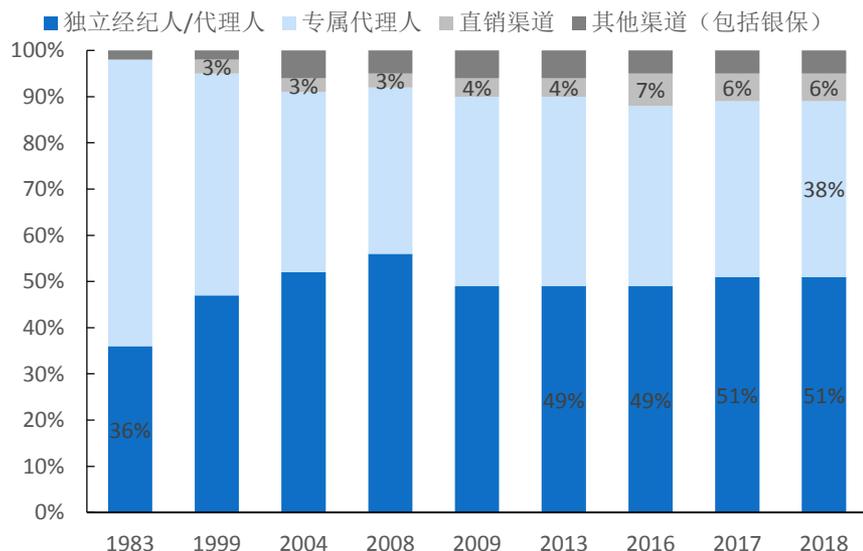
✓ 背景差异：美国寿险个人销售渠道相对较为复杂，包括了独立代理人/经纪人（多家销售，一般与代理公司签约）、专属代理人（单一公司签约，部分保险公司可能会提供底薪）、全服务经纪人以及银保渠道、直销渠道（电销）等。发展初期受到英国的影响较大，但后期逐步形成自身模式。

✓ 渠道趋势：寿险与年金渠道差异较大，但独立中介均占据超过50%的份额。年金险中独立经纪人渠道发展具备更大优势，同时银保渠道占比也接近20%；个人寿险中专属代理人新单占比更高，而银保渠道占比极低。

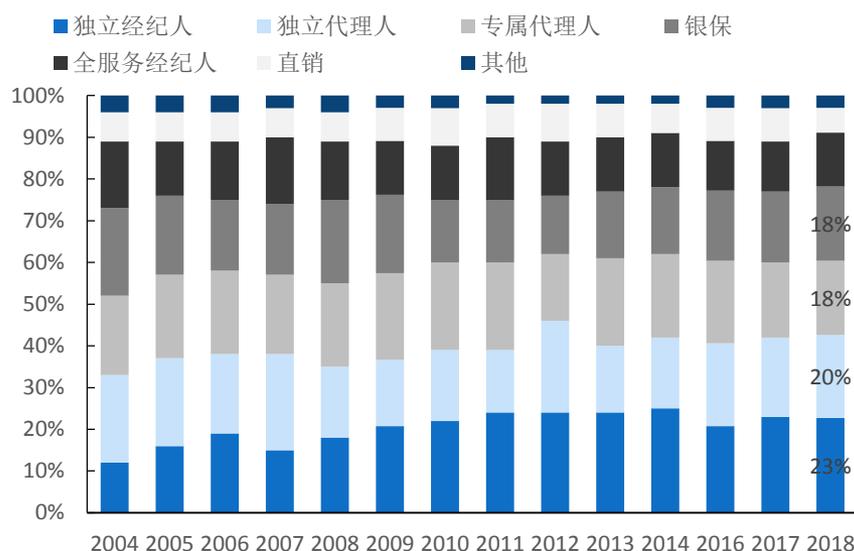
✓ 主要原因：

- 资本市场发展程度（1999年《金融服务现代化法》放开美国银保业务，但更为成熟及普遍的衍生品业务对银保形成替代）；
- 产品结构差异：与银行理财相似度较高的年金险在银保渠道销售占比明显更高；
- 保险公司成本考虑（专属代理人 > 独立代理人 > 独立经纪人）。

图：美国个人寿险新单渠道结构分布



图：美国个人年金渠道分布结构情况



诚信|担当|包容|共赢

注：个人寿险新单结构中，独立经纪人/代理人包括了全服务经纪人。

资料来源：ACLI, LIMRA, 国盛证券研究所

1、大个险格局是现在大型险企的主流，境外不同国家及地区渠道结构差异显著。

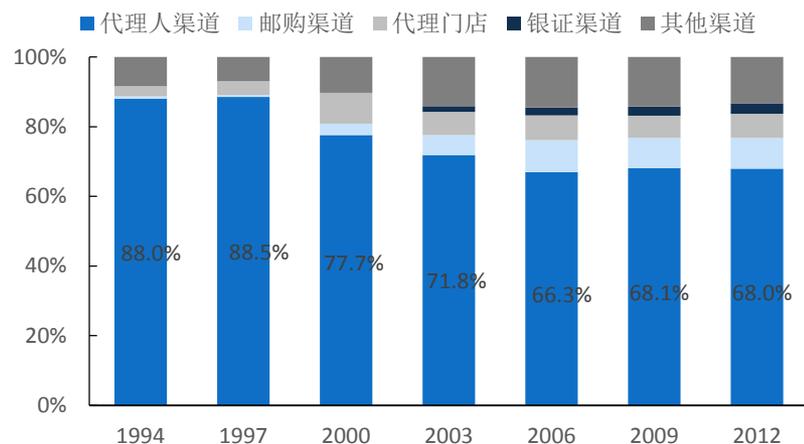
3)、海外市场渠道结构一览。

➢ ③日本：代理人渠道仍是主体，但逐步多元。

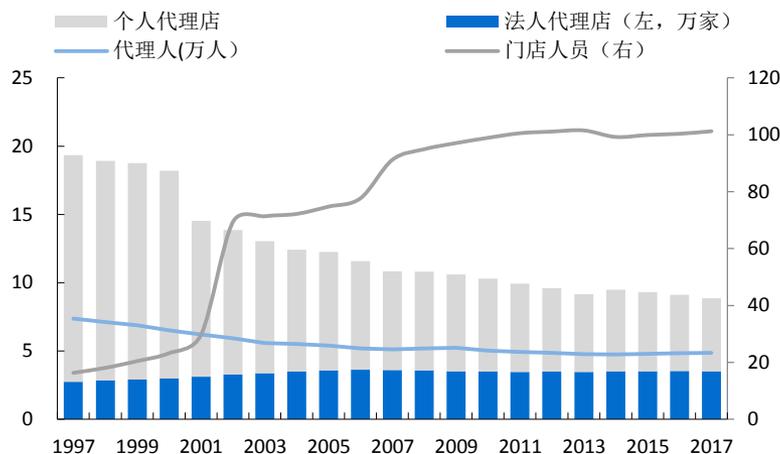
✓ 背景：寿险主要销售渠道包括专属代理人（tied sales agents）、代理门店（包括特色的保险超市即来店型门店）、银保渠道以及邮购等。

✓ 渠道结构趋势：20世纪20年代开始代理人渠道为主体，90年代以后发展逐步多元，主要体现在：代理人渠道占比逐步下降但仍为主体，邮购、代理门店、银保等渠道占比不断提升。

图：日本保险渠道结构分布（按保单件数）



图：日本门店代理及代理人、门店人员情况



图：日本银保渠道在21世纪初逐步放开

1996年4月	《保险业法》全面修订，放开产寿险以子公司形式跨业经营。
1998年12月	《金融再生法》实施，放开证券公司销售寿险产品
2000年6月	修订《保险业法》，涉及银保销售
2001年4月	一次解禁，意外险类：住房贷款信用寿险（类意外险）、海外旅行意外险
2002年10月	二次解禁，部分年金类：包括定额、变额年金，财产形成保险（类年金险）
2005年12月	三次解禁，部分年金类及部分趸交类：趸交终身、趸交两全、储蓄型生存保险、短期均衡缴费两全险
2007年12月	全面解禁，包括定期寿险、均衡缴费终身险、长期均衡缴费两全保险、医疗护理保险

■ 1、大个险格局是现在大型险企的主流，境外不同国家及地区渠道结构差异显著。

✓ 原因分析:

- 1) 经济及社会和市场环境变化: 主要包括经济增速放缓，老龄化趋势不断加剧，代理人陌拜难度逐步增加，外资保险公司进入，同时整个保险市场后期趋于饱和。
- 2) 客户需求的转变: 对产品和保障的需求发生变化，尤其体现在产品结构的变化上，体现为两全险—终身险—年金+健康险的趋势，对健康和养老的需求持续提升；而随着保险意识的普及，部分保险消费者也逐步转向主动消费，使得保险来店型店铺数量迅速增长。
- 3) 金融自由化改革及监管影响: 金融自由化改革之下金融行业逐步走向混业经营，而监管的影响比如1996年《美日保险协议》中日本引入保险经纪人制度，2001-2007年分阶段逐步放开银行销售所有类别寿险产品等。
- 4) 科技发展: 科技发展使得部分新兴渠道出现同时占比逐步提升。

表：日本寿险渠道及产品差异总结

营销渠道	产品复杂性	产品期限	保费	客群	人员要求	主要产品	发展情况
代理人	高	长	高	中老年	高	长期期缴产品，定期、终身等传统寿险	仍然是主渠道，但代理人数量及渠道占比持续下滑
银证渠道	低	短	均有	全部	低	年金险、趸交终身	占比不高但仍是大型公司及外企的重要渠道，模式与我国类似，以协议代理为主大类上可并入代理门店。
代理门店	低	短	低	全部	低	均有	成本及政策影响之下向大型化、专业化发展，
其中：来店型	高	长	高	30-40岁	高	医疗、疾病险，储蓄型产品	创新模式，重点由开发客户转到客户服务，11年有超过3000家
邮购	低	短	低	中老年	低	定期、医疗及小额死亡险	产品结构转变之下新形成的低成本直销渠道
网销	低	短	低	年轻	低	医疗、死亡及年金	
经纪人	高	长	高	中老年	高		96年引入但发展缓慢，人员要求高、门槛高、限制多

3.1 负债端：中国台湾渠道结构

1、大个险格局是现在大型险企的主流，境外不同国家及地区渠道结构差异显著。

3)、海外市场渠道结构一览。

④中国台湾：与内地模式有所相似

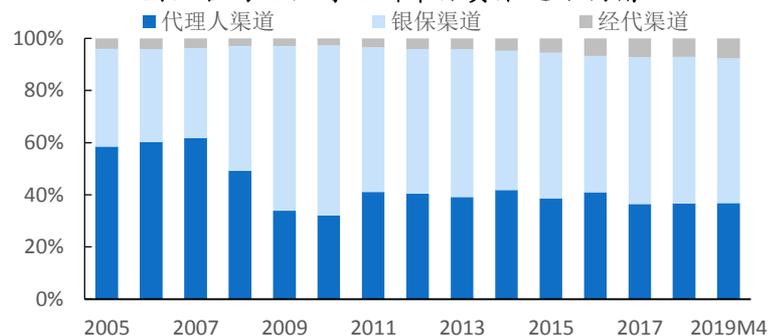
- 60年代开始代理人逐步发展，90年代后对粗放发展模式进行改革，包括劳务关系、资格认证、教育培训等。
- 2000年以前，绝大多数保险公司建立自身销售团队，基本以代理人渠道为主体，90年代部分公司引入欧美的直接营销如电销等方式，利用银行客户信息设立电销中心，但发展并不理想。
- 2000年《金融机构合并法》以后保险与银行加强合作，从推广“贷款偿还保险”（类似日本的住房贷款信用寿险）开始，随后利率的快速下行，保险产品对利率的敏感性显著滞后于银行存款，银行开始加强主动销售，并设立经纪或代理公司协助销售。

✓ **渠道结构趋势：**经代渠道新单保费基本上长期维持在5%以内，15年开始占比逐年小幅提升但仍在8%以内。**银保渠道自01年起步后迅速发展，在08年一度超过寿险新单65%，当前基本稳定在55%左右。代理人渠道在2000年以前是主流，2000年以后受到银保冲击，当前占比超过35%。**

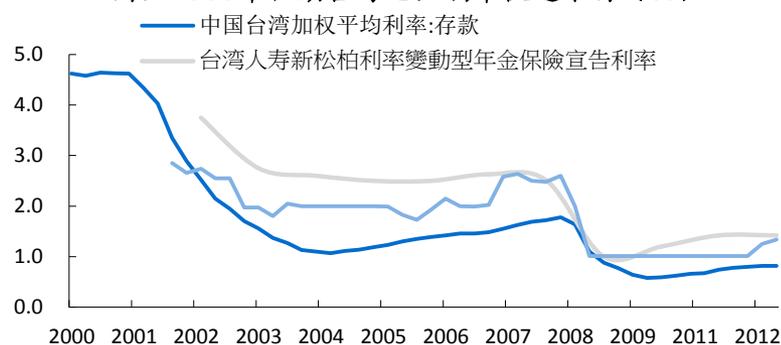
原因分析：

- 利率环境及银行业务情况；
- 监管环境（2001年《金融控股公司法》、2003年《银行、保险、证券等机构合作推广商品或提供相关服务规范》）；
- 产品结构（2001年4月引入利率变动年金、7月对投资型保险业务做出规定，银保渠道整体销售较多；个人伤害及健康险在个险渠道销售较高；个人寿险、投资型保险在银保渠道放开以后占比不断增长；而个险年金险在10年以后个险销售占比逐步增长）。

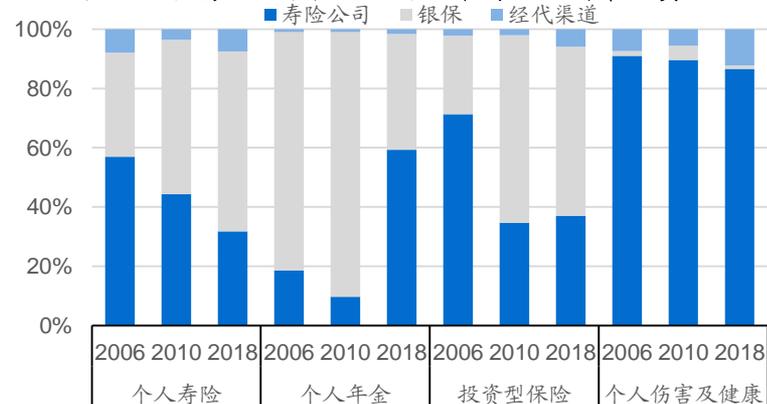
图：台湾地区寿险新单保费渠道结构情况



图：2000年初期台湾地区利率快速下行 (%)



图：不同类产品的渠道结构分布情况（新单保费口径）

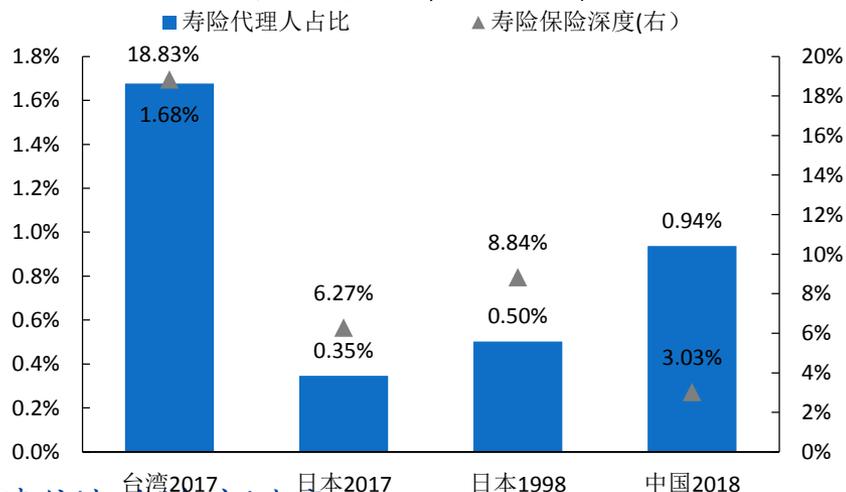


2、精耕细作代理人渠道将会是上市险企未来的重点方向

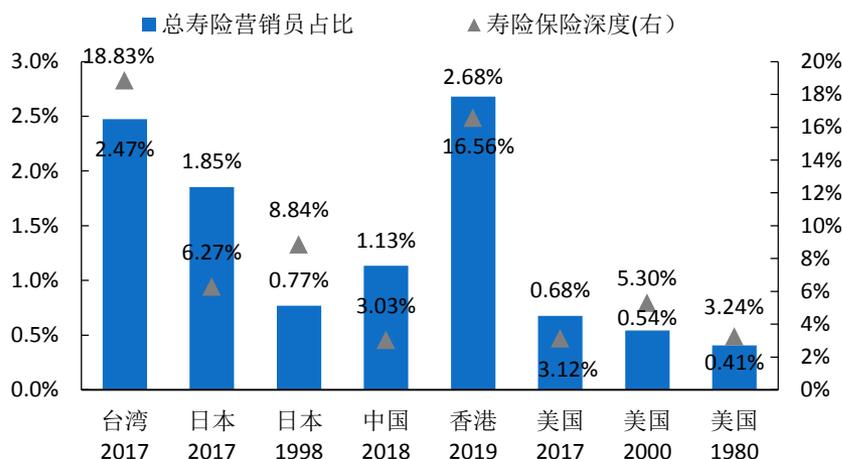
1)、绝对数量看，寿险营销人员数量仍然有一定空间，但寿险公司代理人占比横向比较确实不低。

- ✓ 比较寿险营销人员在劳动力人口中的占比应综合考虑营销人员种类（保险公司代理人、独立代理人及经纪人）、渠道结构情况、实际有效人力以及地区保险发展情况（保费增速空间及保险深度）。
- 17年我国保险代理公司总职工101.5万人，保险经纪公司职工数3.7万人，保险公司代理人数量807万人；18年底保险公司代理人数量871万人（YoY+7.9%）。
- 预计18年行业总营销人员数量（假设代理+经纪同比例增长，且剔除平安展创）大约为937万人，其中寿险代理人预计为774万人（剔除预计的非寿险营销员），占18年我国劳动人口的0.94%。
- ✓ 我国17年寿险销售人员占劳动力人口数量占比为1.13%，相对于中国香港的2.68%和中国台湾的2.47%仍然具备向上空间。日本寿险销售人员占比1.85%，其中较大部分为兼职人员，且保费增速空间已十分有限，参考性不强。美国寿险销售人员占比0.68%，但其寿险保险深度其实并不高。
- ✓ 从寿险公司代理人角度看，0.94%的劳动人口占比确实不低，但我国独立的保险中介发展并不充分。
- ✓ 未来展望：保险公司对个险渠道依赖较大，寿险代理人清虚以后仍然会有一定的增长空间与需求，但预计平均维持个位数小幅增长；低保险覆盖度的情况下专属代理人对保险普及的意义至关重要，长远看独立中介仍然有一定的发展前景（6月《保险中介行政许可及备案实施办法》征求意见；美国、中国台湾地区的发展趋势）

图：不同地区寿险代理人情况



图：不同地区寿险营销人员情况

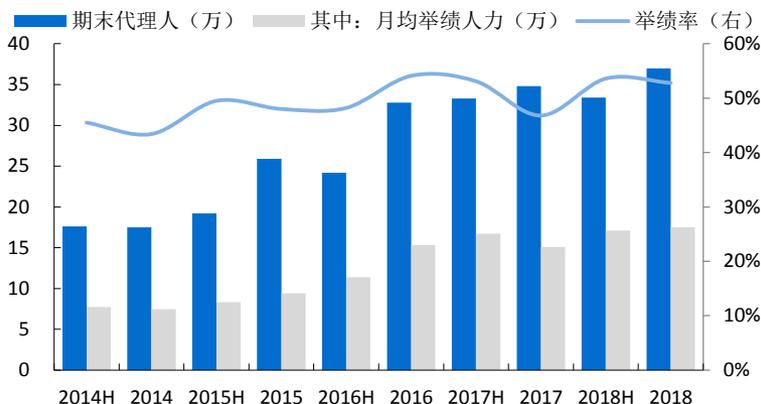


2、精耕细作代理人渠道将会是上市险企未来的重点方向

2)、上市险企代理人提质之路与产能差异情况几何？

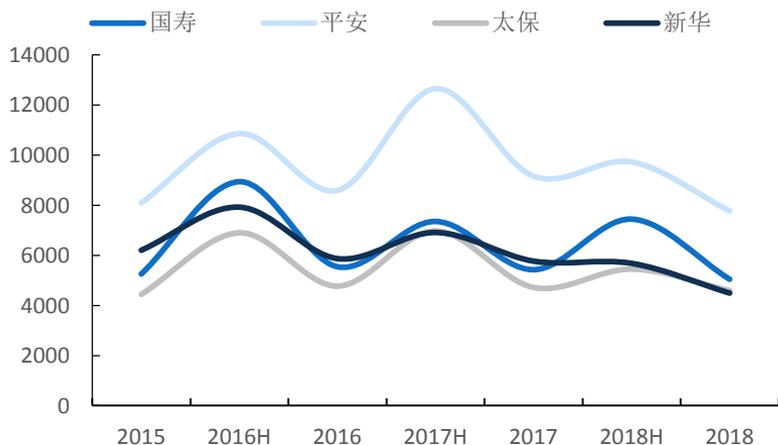
- ✓ 上市险企对健康、绩优代理人的披露并不充分，同时标准的差异使得无法进行直接横向比较。（以新华为例，15年及以前为有效人力及活动率，16H及以后为举绩人力及举绩率，标准实质上有所降低）
- ✓ 上市险企代理人人均新单并不能体现真实产能差异，同时存在披露不全等情况，人均NBV更具参考意义。
- 人均新单情况，18年平安7772元 > 国寿5046元 > 太保4595元 > 新华4494元。
- 人均NBV情况，18年平安3829元 > 新华2722元 > 太保2626元 > 国寿2342元。

图：新华保险月均举绩人力及举绩率情况

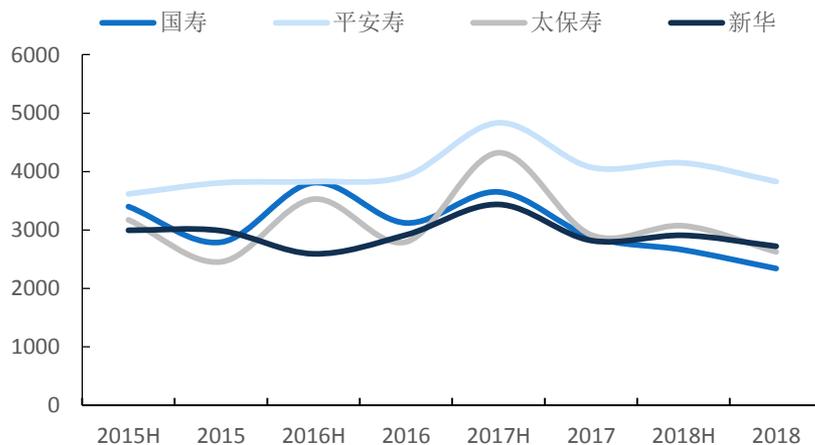


✓ 18年受行业政策等多重因素影响人均新单及NBV均有不同程度下降。平安代理人产能及人均NBV远超同业50%左右水平，同时持续保持优势；国寿人均新单产能相对仍然具备优势，同时上半年优势更为明显，凸显“开门红”策略的差异，但人均NBV处于上市险企末位，而19年价值与规模并重的转型之下有望明显提升；新华健康险转型已有所成效，人均产能及NBV相对表现优于同业，后续继续关注管理层变化以后战略情况；太保持续坚持较为稳健的经营策略。

图：上市险企代理人人均新单测算值（元）



图：上市险企代理人人均NBV测算值（元）

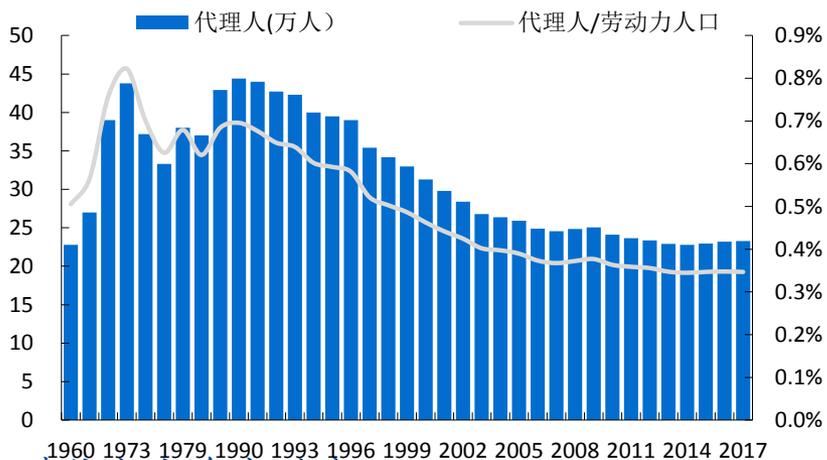


2、精耕细作代理人渠道将会是上市险企未来的重点方向

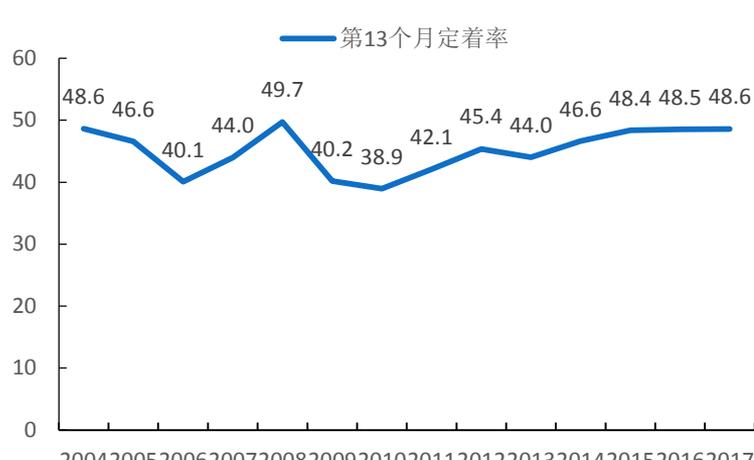
3)、日台地区代理人发展综述：快速发展期代理人数量往往会爆发式增长，但逐步将进入优化、提质的阶段。

- ✓ **日本**：代理人渠道件数占比70%左右，而代理人/劳动人口仅为0.35%（对比我国代理人渠道保费收入占比50%，但代理人/劳动人口约为0.94%）
 - 战后至65年：代理人数量迅速增长。此时产品设计限制之下竞争小且比例佣金激励，大量家庭主妇转入代理人行业，但整体素质较低，保单维护及理赔难以跟进，行业每年留存率预计在20%左右。
 - 70-90年代：规范及优化。63年开始考试制度；76-87年四次“展业体制三年规划”；优化薪酬福利体系（包括最低保障收入+新单佣金+其他考核收入）；部分公司形成区域服务制度。
 - 90年代以后：代理人数量持续下滑。泡沫经济破灭，寿险业发展受到明显影响同时渠道多元化，代理人数量及占劳动力人口比重持续下滑。
- ✓ **中国台湾**：60年代初代理人制度逐步兴起，且无从业登记；到90年代保险公司大多采用人海战术，整体团队素质低、稳定性差、保单继续率低；90年代后开始进行改革。
- ✓ 对于代理人质量我们通常关注的指标包括：留存率、举绩率、人均产能（人均件数、件均保费）
 - 上市险企整体13留在30%+，部分公司在某些时期可以到40%+，与台湾地区行业持续40%以上接近50%的留存率仍然有不小差距，且留存率的提升较为困难。

图：日本寿险业代理人数量及占比



图：台湾地区寿险13个月留存率情况（%）



■ 2、精耕细作代理人渠道将会是上市险企未来的重点方向

4)、日台地区代理人发展经验

✓ 日台地区代理人发展经验之一：完善登记制度、教育培训体系及代理关系

• 亚洲寿险业务相对较为发达地区对代理人都执行了较为完善的登记制度。中国台湾1992年颁布《保险业务员管理规则》，确立了资格考试、注册登记等资格管理制度。代理人通过资格考试并登记后方可展业，且规定了此后五年由所属公司进行的在职培训，并规定了相应课程、培训时长以及测试。

✓ 日台地区代理人发展经验之二：代理人要求及门槛不断提升，提升入口标准

• 我国现有的行业调研数据显示，代理人为本科及以上学历占比21.9%，考虑到抽样群体我们仍为此数可能高估，高中及以下占比超过65%（保险行业协会截至18M5数据）；而以中国台湾地区寿险营销人员的教育程度看，专属代理人中本科及以上学历人数占比43.5%，保险中介人本科及以上学历占比57.5%，且从新进人员情况看，已不再有高中以下学历人员。

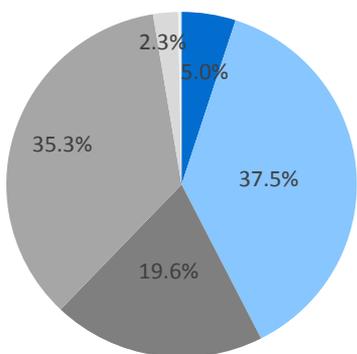
✓ 日台地区代理人发展经验之三：完善多层次的代理人团队建设

• 日本部分公司主要措施：建立理财规划师团队（大学毕业男性为主，拓展核心城区富裕阶层、中小法人，在人际关系、保险和理财水平、人际关系等方面具备明显优势）、特种营销团队（大学毕业生为主，核心城区法人职场理财顾问）、传统营销团队并举的结构。

✓ 我国部分上市险企目前已经开始逐步建立多层次的代理人团队（如中国人寿银保渠道的保险规划师、新华的风险管理师），但定位仍然不够准确，当前成效并不明显。基本法和培训体系也在持续优化，未来需要重点关注准入门槛和标准的变化。

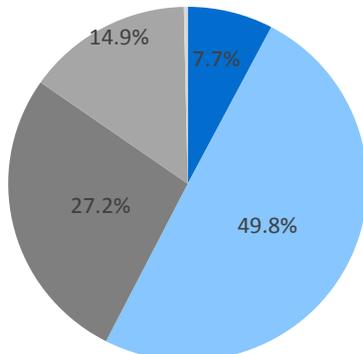
图：17年台湾地区寿险专属代理人教育程度情况

■ 研究生 ■ 大学 ■ 专科 ■ 高中
■ 初中 ■ 小学 ■ 其他



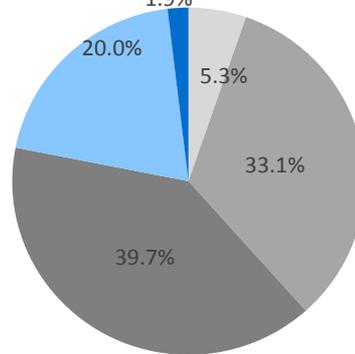
图：17年台湾地区寿险代理经纪教育程度情况

■ 研究生 ■ 大学 ■ 专科 ■ 高中 ■ 初中 ■ 小学 ■ 其他



图：18年我国代理人教育水平情况

■ 高中以下 ■ 高中 ■ 大专
■ 本科 ■ 本科以上



诚信|担当|包容|共赢

注：我国数据来源为超万份有效问卷，但考虑面对群体的代表性，我们认为此教育程度可能有所高估。

资料来源：2018中国保险中介市场生态白皮书，台湾寿险网站，国盛证券研究所

3.1 负债端：上市险企产品结构变迁

3、产品转变与创新是经济环境、社会需求以及监管政策的综合结果

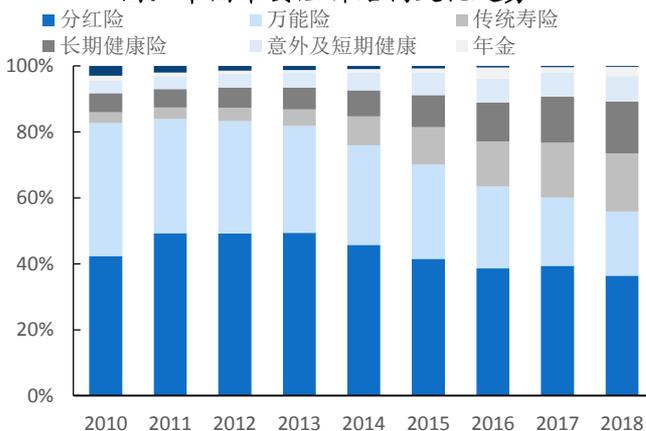
1)、我国在监管导向之下产品快速向保障转型

✓ **健康险+年金险是目前上市险企最主要的险种搭配结构，而各公司在产品端转型及发展情况有所差异：**国寿18年主力险种仍然以年金险为主，但在转型发展之下同样持续完善风险保障+健康保障+长期储蓄计划的产品体系；平安在以“平安福”为核心的基础上持续升级，18年陆续推出爱满分、福满分等还本重疾，以及赢越人生、玺越人生等年金险产品，并在今年Q2、Q3上线安心百分百、大小福星等多款新产品；太保以金诺为核心，构建了少儿超能保、爱无忧、专项防癌险等长期健康险+其他类长期保障险+年金险的结构，并在19M7推出金福人生；新华以健康险（健康无忧系列、多倍保等）+附加险（如18年底新推出的心脑血管附加）为核心，同时在2019年也增加了年金险的搭配。

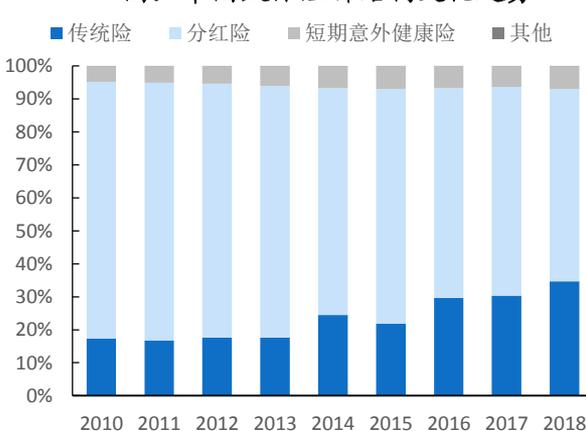
✓ **险种结构的转变是经济社会环境转变、社会需求驱动以及监管政策综合影响的结果。**

- **长期利率下行环境以及投资渠道的多元且便捷化使得保险的投资属性趋弱：**随着长期利率下行，保险在收益率上的吸引力不断下降，同时随着移动互联网等的发展，人们的投资渠道及途径变得更加多元而便捷。
- **疾病发生率提升、保障意识的增强使得健康险迎来发展黄金期：**随着生活及收入水平提升、生活习惯等诸多因素驱使下疾病发生率上升以及人们对健康保障意识的提升，对健康险的需求不断被激发。
- **监管之下快返型产品受到严格限制，当前各家上市险企均在加快推进保障型产品发展：**2017年5月的134号文《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》出台，明确提出两全及年金险首次生存给付需满5年，且万能险不能作为附加险，并在10月1日前完成整改。此后对行业产品结构产生重要影响，向传统寿险、健康险等快速转型。

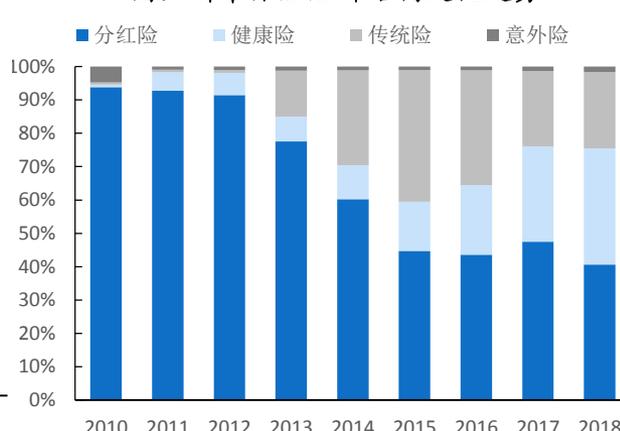
图：中国平安险种结构变化趋势



图：中国太保险种结构变化趋势



图：新华保险险种结构变化趋势



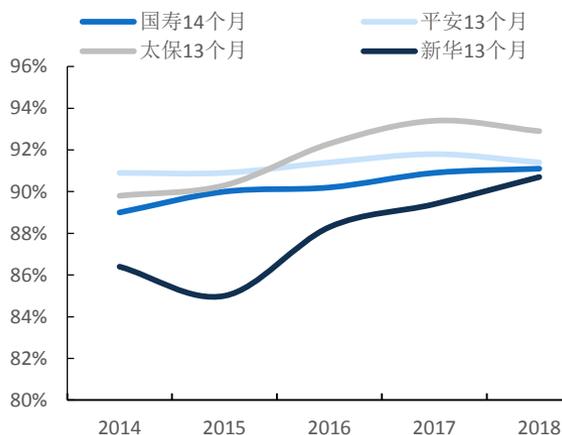
3、产品转变与创新是经济环境、社会需求以及监管政策的综合结果

2)、伴随着产品结构转变，上市险企期限结构优化、保单继续率持续提升，价值率显著增长

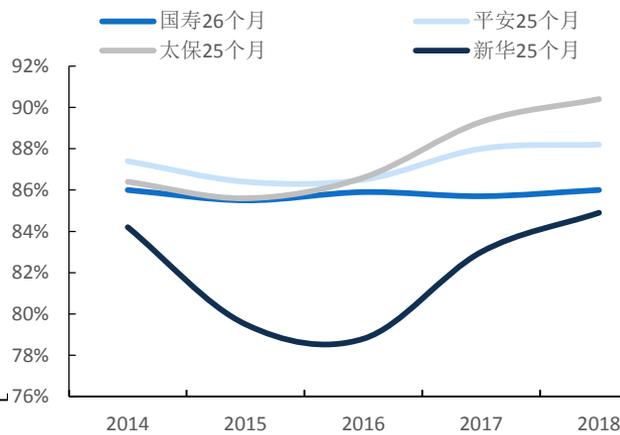
- ✓ **产品期限结构完成期交转型，明显提升价值率，优化公司经营现金流：**伴随着产品结构的转型，产品缴费方式也基本以期缴为主，一方面使得整体价值率有明显提升，另一方面有助于公司现金流改善，持续长周期获得现金流入。
- ✓ **保单继续率提升有助于EV增长：**15、16年以来上市险企保单继续率显著提升，而保单继续率是EV变动中营运经验差异的重要影响因素。16年以来上市险企在营运经验差异项上持续获得了对EV的正向贡献。
- ✓ **上市险企NBV Margin逐年提升：**随着产品及期限结构的转型，上市险企NBV Margin近年来呈现逐年提升的态势，2018平安、太保及新华NBV Margin分别为43.8%、43.7%和47.9%，而国寿由于银保渠道占比较高，NBV Margin略低于其他上市同业，为35.1%，但个险渠道价值率同样达到42.2%。后期预计随着行业竞争的逐步加强以及部分公司对年金险销售的增加，可能存在一定时期价值率下降的情况，但应该客观看待价值率的下降，更多关注NBV的增长情况，并且NBV的增长也同样是公司管理层关注的重要指标。



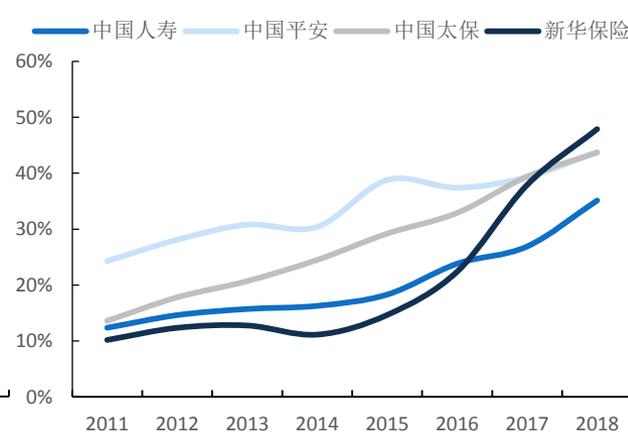
图：上市险企13留持续提升



图：上市险企25个月留存持续提升



图：上市险企新业务价值率持续提升

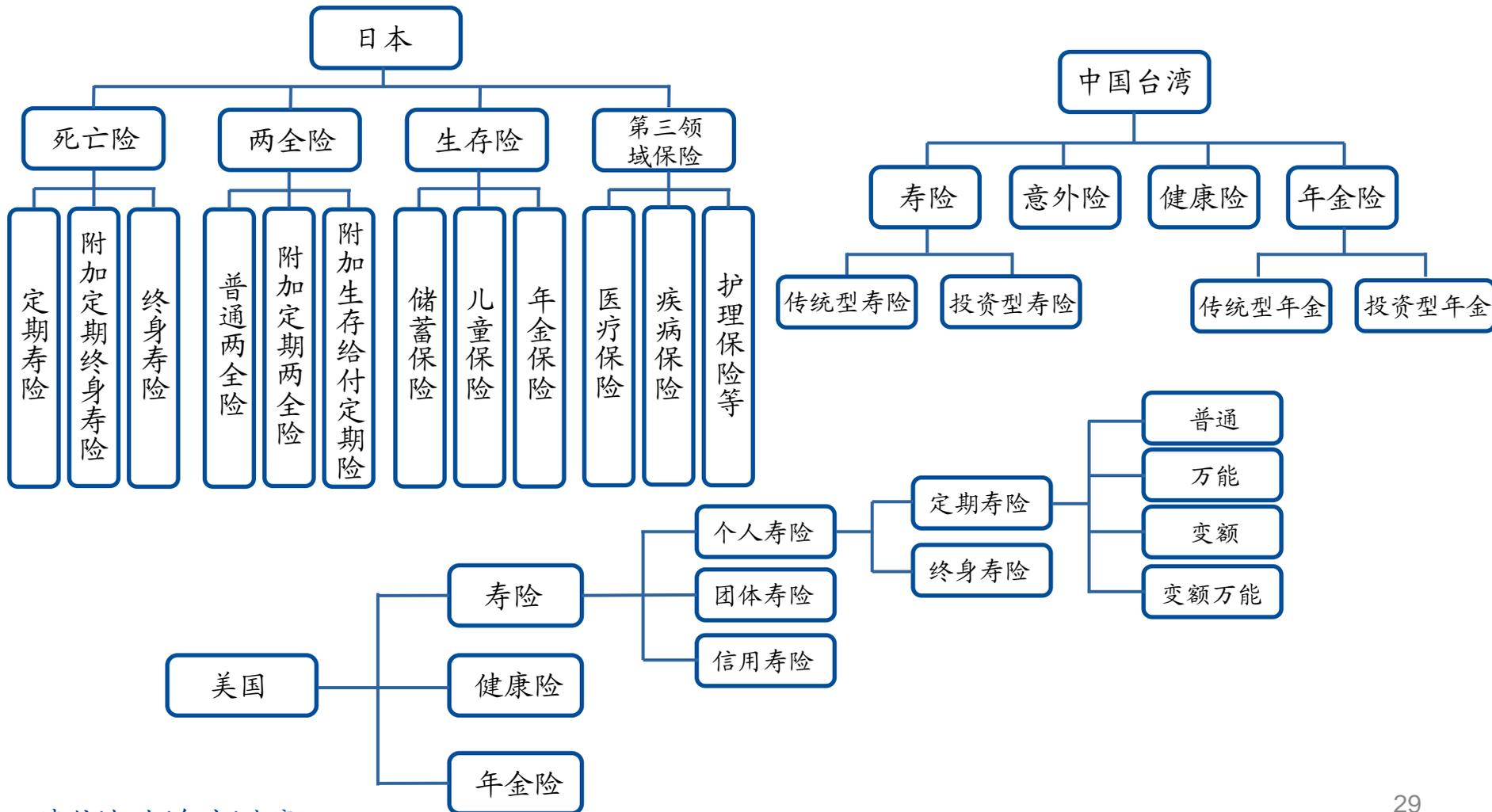


■ 3、产品转变与创新是经济环境、社会需求以及监管政策的综合结果

3)、海外产品结构的转变趋势

✓ 本节我们主要选取美国以及亚洲地区的日本及台湾，分析其在长周期寿险业产品结构的演变趋势。

图：不同国家及地区险种结构分类存在一定差异



■ 3、产品转变与创新是经济环境、社会需求以及监管政策的综合结果

3)、海外产品结构的转变趋势

✓ 日本：由20世纪60年代的两全险为主体逐步转变到90年代的高杠杆险种再到2000年以后的健康险及年金险

• 日本寿险产品趋势变动的主要原因：经济发展情况、社会环境、行业监管因素、同业竞争等。

✓ 大类险种方面：

• 分红险仍然是主流：1898年日本生命首次实施对投保人分红并广受欢迎，此后分红十分普及。

• 投连险发展整体缓慢：日本投连险引入较晚、发展缓慢，1986年才被引入，后来由于权益市场、销售误导等问题带来一定危机，后期保险公司及投保人均谨慎对待。

图：日本寿险产品结构发展趋势及背景

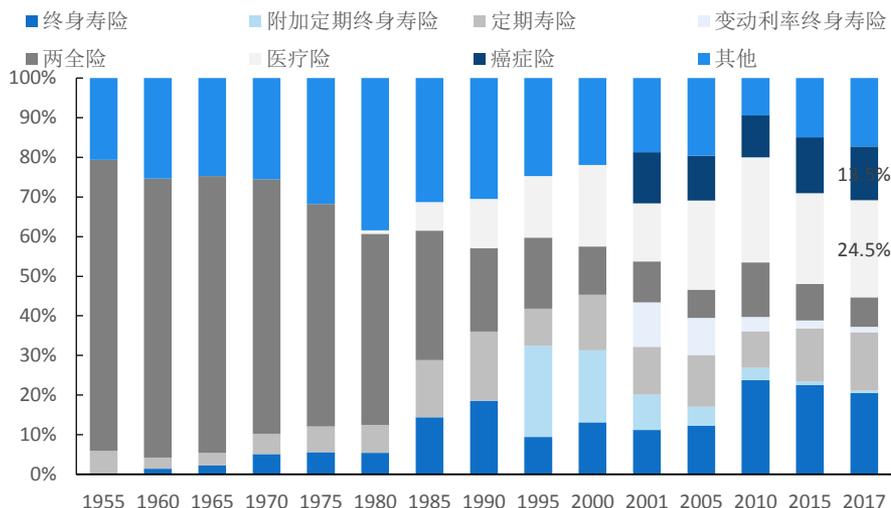
时期	主要增长点	经济及社会背景	行业及产品背景	需求背景
60年代	两全险	经济快速发展，收入水平迅速提升。	1880年以来两全险就占据主导，直至60年代中后期。	储蓄意识较强，同时对风险管理需求逐步增加，在生存储蓄的同时希望获得一定的死亡保障。
70-80年代	附加定期的两全险	经济增速下滑，对保费敏感度提升且关注通胀水平。	1959年日本生命设计出附加定期的两全，并在60年代后期推广；死亡保险金/生存给付倍数不断提升（由2-3倍提升至20倍以上）。	在生存保障的同时，对死亡给付的需求增长，尤其对家庭经济来源的保障增加。
80-90年代	附加定期终身险、定期寿险	泡沫经济时期通货紧缩，股市持续低迷，老年人口增加。	健康险产品逐步被开发，美国寿险公司1974年引入癌症保险，日本保险公司1976年开始推出医疗保险；重疾险、护理险在80年代初推出，但销售端并没有爆发增长。	对保费极度敏感，变额保险需求明显下降，利率下行使得寿险公司降低预定利率；更低保费、更高死亡保障需求增加，希望获得高杠杆的保障产品。
2000年以后	健康险	医疗技术提升费用增长；老龄少子之下个人观念逐步转变为满足当期需求。	1996年允许寿险与非寿险以子公司形式进入对方领域；2001年解禁大型产险及寿险公司参与“第三领域”保险；行业竞争加剧，同时产品基服务差异化、多样化。	对利率关注、健康保障以及养老需求持续增长，对低件均产品认可度显著提升。

■ 3、产品转变与创新是经济环境、社会需求以及监管政策的综合结果

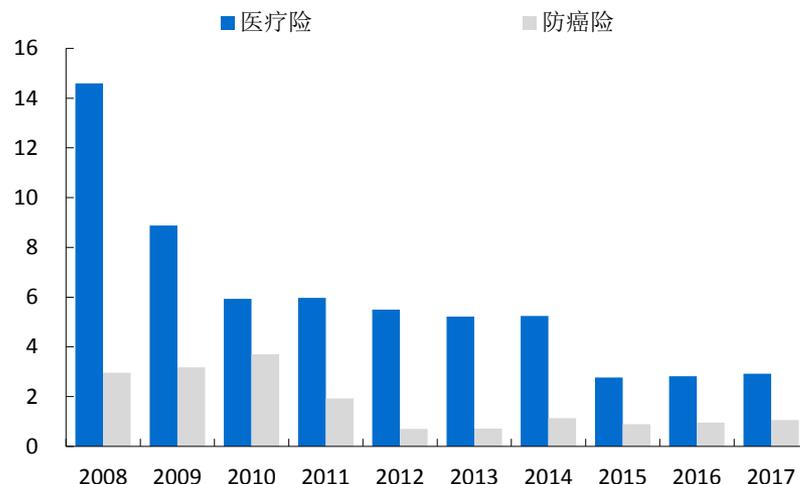
3)、海外产品结构的转变趋势

- ✓ 创新型产品出现在日本寿险业的各个阶段，在符合社会及经济环境的背景下满足客户需求，同时积极依据实际情况引入成熟保险产品。典型产品如：
 - 附加定期的终身寿险（90年代出现，一度占据20%以上的保单数，主要提升定期保险期间的死亡保障，可以有效应对通胀带来的死亡保障风险不足）
 - 变动利率终身寿险（1999年引入，2000年以后快速发展，可外币计价和给付的储蓄性质产品，规避利率风险）
- ✓ 当前低利率环境下低件均的医疗险及癌症险销售获得显著认可：17年两者新单保单数占比达到38%，件均只有2.9w日元和1.1w日元（合约1800+元和700+元）
- ✓ 细分客户群体及险种：不同群体、不同状况推行不同类型产品；同时如专门针对糖尿病、高血压患者开发保费较高、提供最低保障的健康险、小额意外险和终身险等；为保单数量多、保额高、体质优良的被保险人提供更优惠价格等。
- ✓ 竞争激烈之下产品更新加速，同时信息逐步公开化，部分保险公司完全公开条款及费率表。

图：日本寿险产品发展趋势（按保单件数）



图：医疗险、防癌险件均持续下降（万日元）

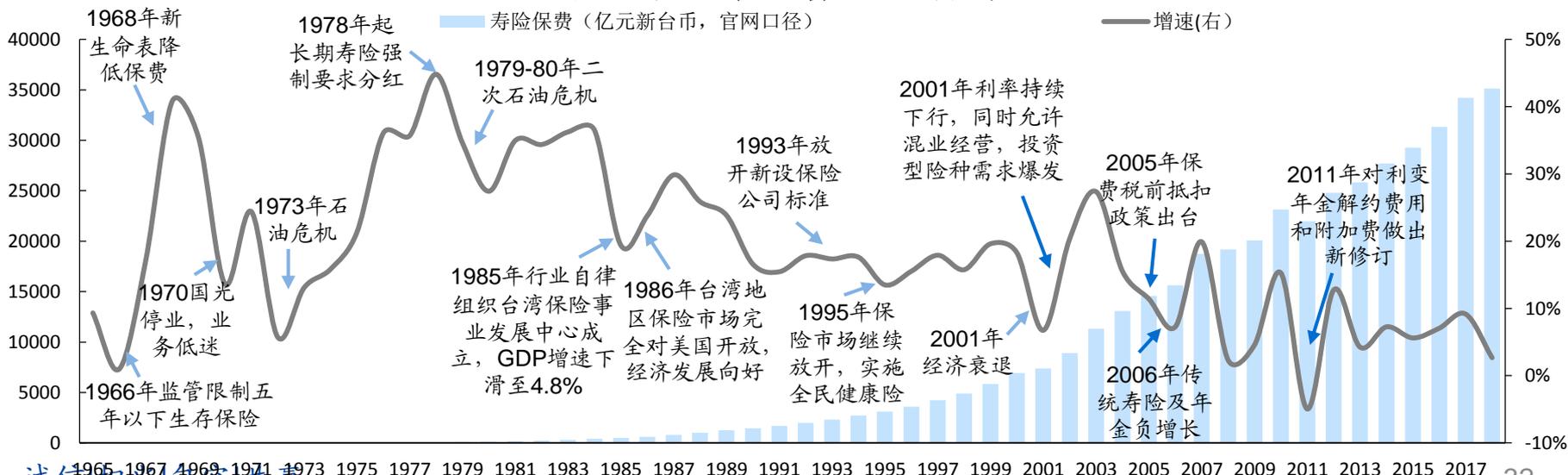


3.1 负债端：台湾地区产品结构变迁

3、产品转变与创新是经济环境、社会需求以及监管政策的综合结果

时间	社会/行业背景	产品结构变迁	产品趋势
1962	台湾地区放开新设民营寿险公司，台湾寿险业开始发展。此时农业人口居多，可支配收入较低，居民储蓄金额少且偏向短期储蓄。	主推3-6年期短期生存保险，快速积累保费	短期生存
1966	监管要求保险公司不得销售五年以下生存保险		短期转为长期，保障功能提升
1968	采取新生命表制定和设计险种，降低保费。	逐步转向长期业务，主推10年期两全险	
1970	寿险业务低迷，国光人寿停业		分红险快速扩张
1973	石油危机使得通胀增长，长期保单保障水平显著下降，寿险业务受到明显影响。	引入日本多倍保障两全险，增加死亡给付倍数以提升保障	
1978	监管机构规定长期寿险均需要给予保单分红	推出增值分红养老保险，以3-5%的利率累计保额	分红终身保险和年金险成为主流
1987	经济快速发展，利率下行，重视健康与老年保障，对美资寿险公司放开	分红终身寿险获得推动，因增值还本获得欢迎	
1995	保险市场继续放开，实施全民健康险	年金保险出现	
1999	台湾大地震，投保意识显著提升	引入投资型寿险产品	
2000	金融混业经营，对老年生活保障和长期护理需求增长	养老年金等实施税优政策，利变型年金快速发展	
2001	投资理财及养老需求持续增长		
2005			

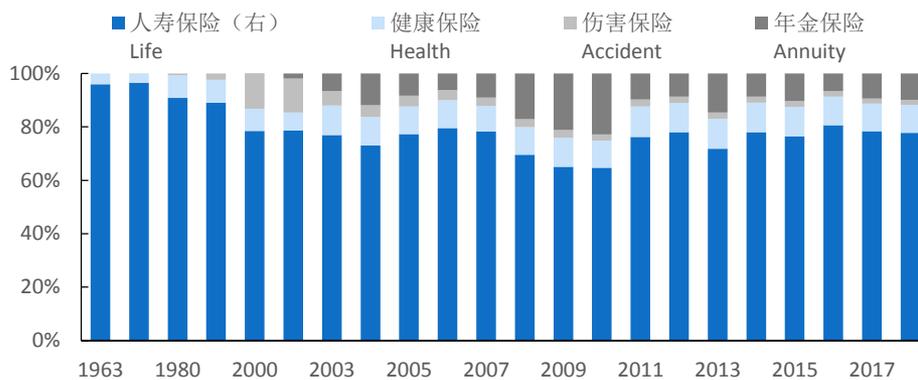
图：台湾地区寿险保费收入与增长情况



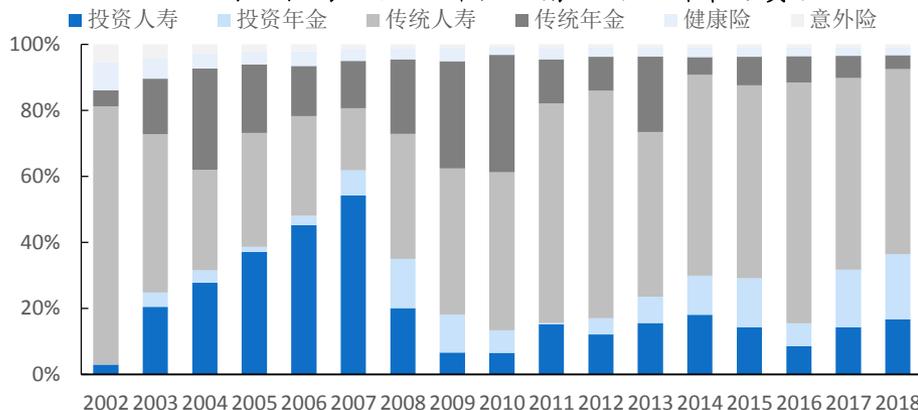
3、产品转变与创新是经济环境、社会需求以及监管政策的综合结果

- ✓ **台湾地区险种结构背景：**口径大类上为人寿险、年金、健康险、意外伤害险，其中00年以后寿险和年金险内推出投资型险种。由于强制分红要求，寿险中分红型终身寿险、分红型两全寿险均为传统寿险；投资型产品通常分为寿险和年金两大类，主要包括变额寿险、变额年金、万能寿险等。
- ✓ **台湾地区产品趋势：**从整体趋势上看，台湾地区基本是按照短期生存—长期保障—分红—理财及养老的大趋势发展，其中人寿保险一直以来是最主要的产品。
- ✓ **健康险及意外险需求保持持续增长：**台湾地区健康险一直保持着长期的增长趋势，尤其是90年代开始随着对自身健康保障意识提升，健康险增速更为明显，且台湾地区在1995年实现了全面健康保险计划，对保险保障普及具备重大意义。
- ✓ **投资型产品一度爆发，但传统型仍是主流：**2000年以后随着投资型产品推出，新单占比持续提升，并在2007年达到新单保费收入的61.8%
- ✓ **通过监管要求从短期转向长期：**1966年限制5年期以下生存险；2011年利变年金要求解约费用必须收取至少三年且每年至少1%；政策引导产品转向长期，与134号文有所相似。

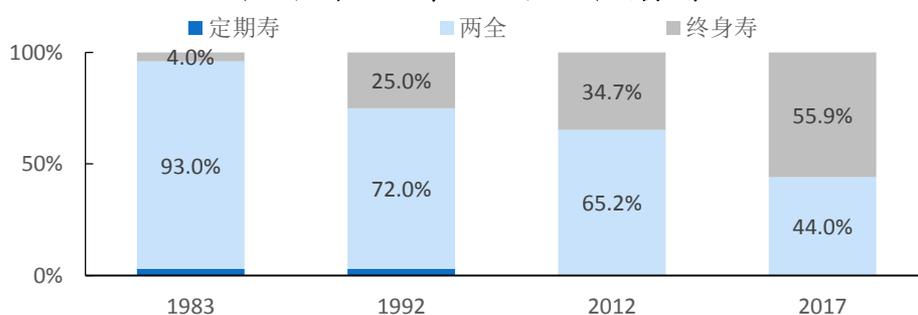
图：台湾地区长周期险种占比情况（按总保费）



图：台湾地区险种占比情况（按新单保费）



图：台湾地区寿险细分险种趋势情况

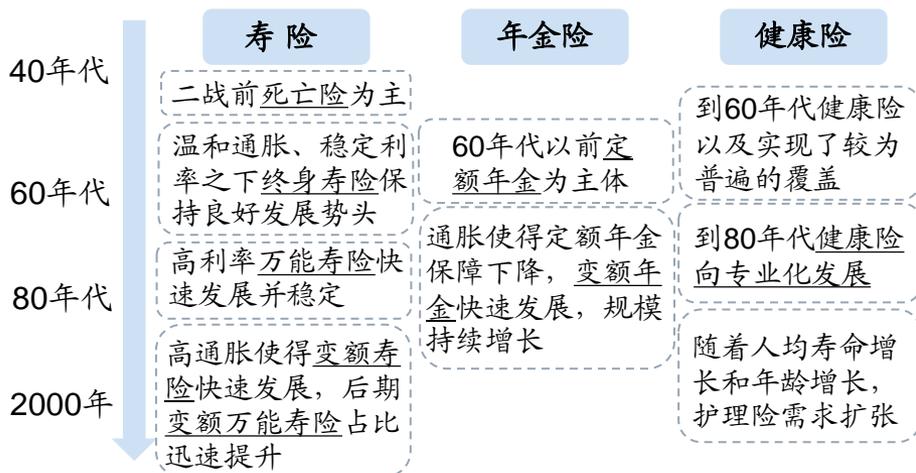


3.1 负债端：美国产品结构变迁

3、产品转变与创新是经济环境、社会需求以及监管政策的综合结果

3)、海外产品结构的转变趋势

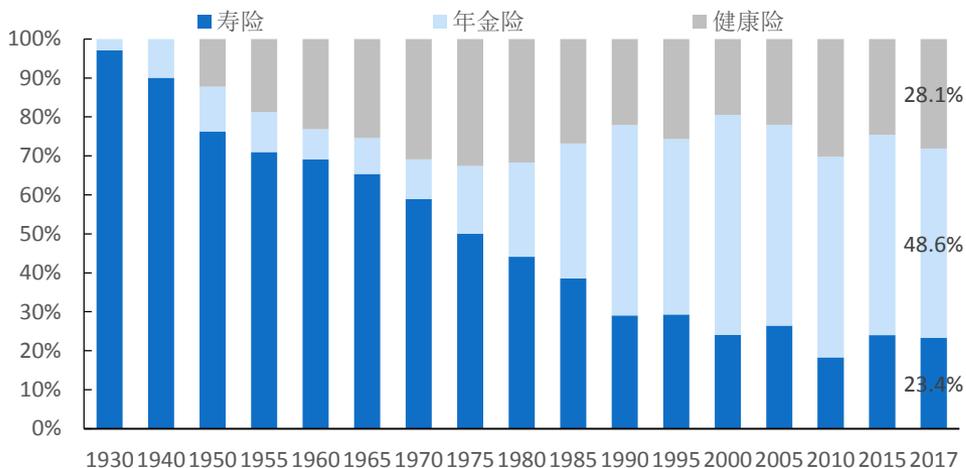
✓ 美国：传统寿险到健康险到年金险的发展趋势



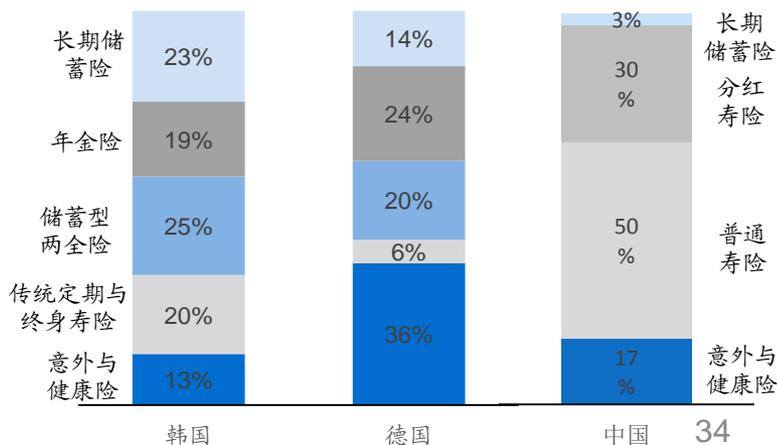
✓ 未来产品结构展望：健康险当前快速增长，对长期储蓄型产品的需求同样持续增长。

- 在保险姓保、回归本源的引导之下，叠加居民对风险保障意识的提升，健康险占比及规模将显著增长，同时健康险未来可能也会向专业化方向发展。
- 长趋势看保险是非常重要的投资理财渠道之一，未来保费能否持续增长更多要关注理财渠道及途径的丰富程度及收益率的长期吸引力。
- 税收政策是保险发展的重要推动（美、日、台均有较好的税收优惠政策。如台湾地区每人每年2.4万新台币的寿险保费税前抵扣额度、日本当前10万日元额度以上）
- 当前是供给引导需求，未来在风险意识、专业知识逐步普及的状态下，需求的主导因素将逐步提升。

图：美国寿险净保费收入构成



图：部分国家保费收入结构情况（2017）



1、行业资产配置格局趋势与上市险企投资偏好

1)、2012年以来保险资产配置趋势：权益类整体配置持续提升，固收类仍是主体。

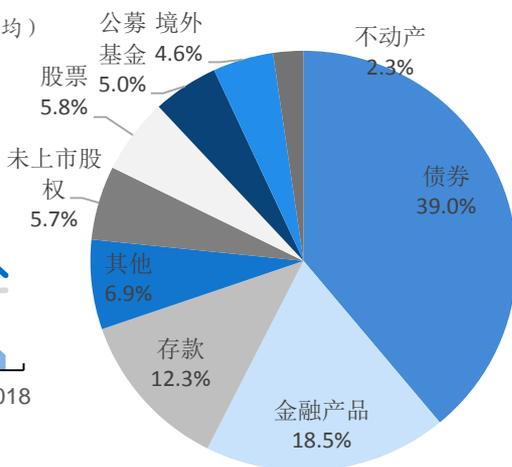
✓ 2012年以来随着《保险资产配置管理暂行办法》的发布以及2013年以后利率的持续走低，行业的资产配置也体现出较为明显的趋势：

- 固收类资产配置虽然一直仍是主体，但银行存款及债券占比持续压缩；
 - 股票类资产在长周期上的配置略有提升但是幅度非常有限，而整体权益类资产配置提升显著，且当前监管对险资投资股票持积极态度：股票从2012年的6.40%提升至18年底的7%左右，整体维持在5.5%-7.5%，比例虽然不高但是已经占A股总市值的3.1%，成为市场上第二大机构投资者；而长期股权投资从2012年的3.1%持续提升至18年底已超过10%，优先股的配置也持续增加。整体权益类资产配置比例在2019M5已经达到22.64%。
 - 非标资产同样是近年来保险资金重点增配的方向，但是资管新规影响之下优质非标增量有限，同时潜在的信用和流动性风险增加，对非标资产的关注度仍然较高。
- ✓ 今年以来对险资资产配置放开的政策持续推动。

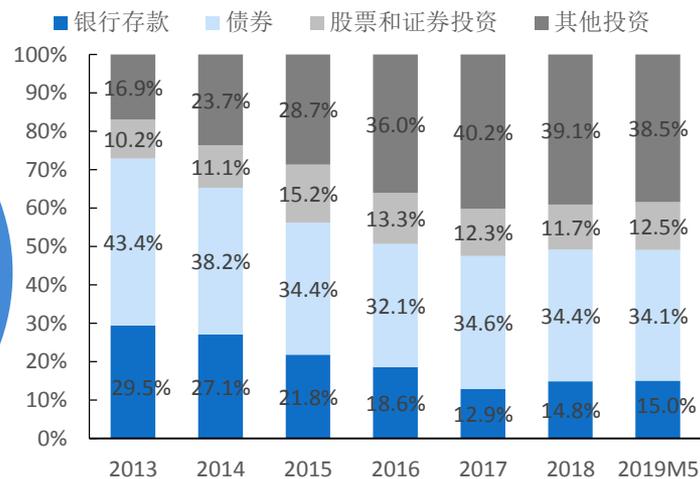
图：保险行业资金运用收益情况



图：2018年末保险资金大类资产配置情况



图：2012年以来保险行业资产配置趋势

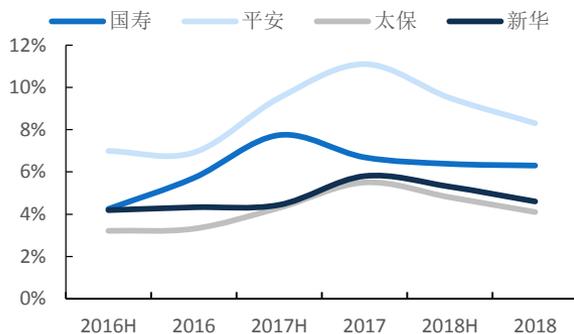


1、行业资产配置格局趋势与上市险企投资偏好

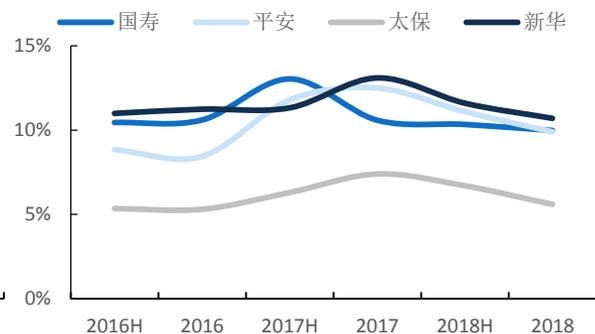
2)、上市险企投资风格和偏好如何？

- ✓ 上市险企披露的资产配置口径在各公司间有所差异，同时在不同时期可能也有所差异，我们尽量以更为统一的口径进行呈现。
- ✓ 中国人寿：由于配置相对较高的协议存款，同时非标持续低配，整体净投资收益率低于上市同业，对股票及权益基金配置相对较高，总投资收益波动相对较大，如考虑综合投资收益率波动更为明显。
- ✓ 中国平安：对股票的配置显著高于其他上市公司，但在IFRS9之下大部分计入FVOCI项下，持续提升长期股权投资、优先股等的占比，集中投资同时利用好外部管理人。固收类拉长资产久期，持续关注优质房地产的投资机会。
- ✓ 中国太保：股票及权益基金配置占比相对较低，固收及非标配置相对较高且占比稳定，投资端整体更为稳健，在权益市场走势较差的年份能够获取相对超越同业的收益率。
- ✓ 新华保险：债券资产配置低于上市同业而非标资产配置显著高于其他上市同业，整体净投资收益率相对稳定且较高；股票+权益基金配置占比较高，无论固定收益及总体资产投资风格均相对较为激进。

图：上市险企股票配置情况



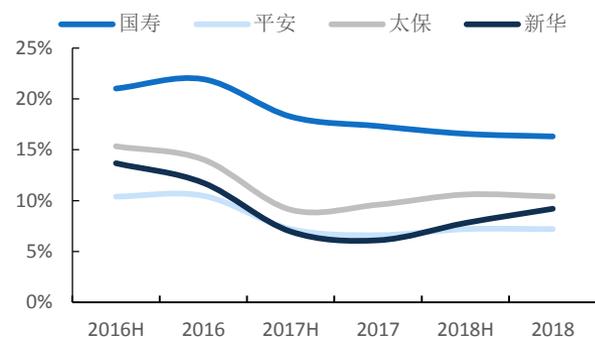
图：上市险企股票+权益基金配置情况



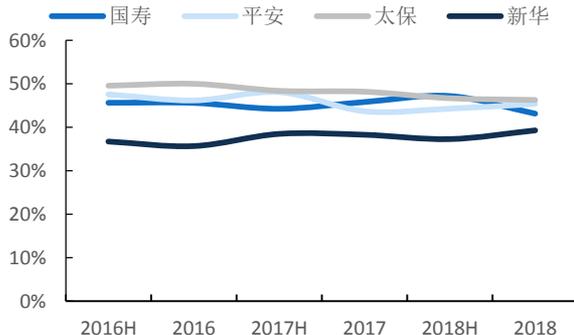
图：上市险企现金配置情况



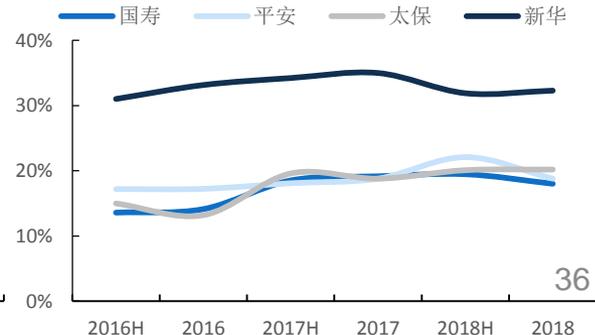
图：上市险企定存配置情况



图：上市险企债券配置情况



图：上市险企非标配置情况

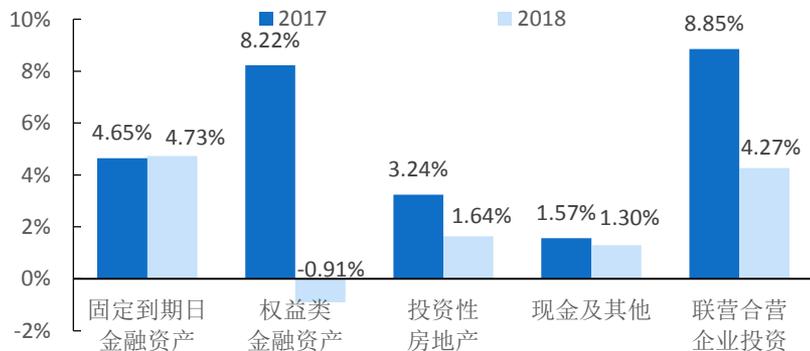


2、保险公司资产端缺乏高频直接数据，更多以长端利率和权益走势进行间接判断

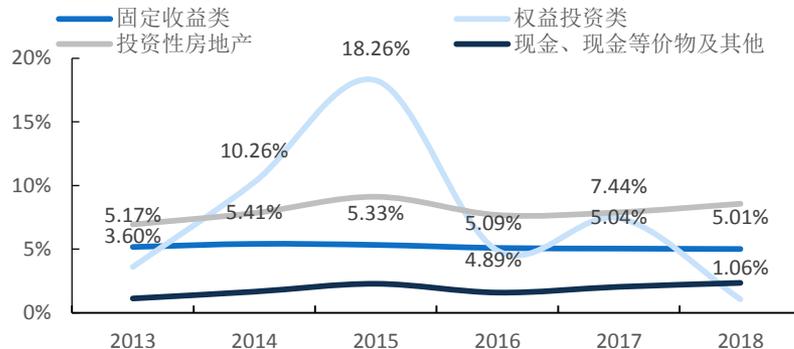
2)、从对总投资收益率和EV的影响看，IAS39之下权益类资产对保险公司的投资收益影响并没有想象中的大，不必扩大权益市场对保险公司的影响。

- ✓ 从总投资收益率看，18年在上证下跌25.3%的情况下，太保、新华还能获得4.6%的总投资收益率，超出预期。其中国寿、太保、新华股权类资产收益率分别为-0.91%、1.06%、2.72%。
- ✓ 将股权类资产投资收益率拆分为分红收益率+交易收益率，其中交易收益率包括资产买卖价差损益、公允价值变动损益、投资资产减值损失及联营合营企业收益。交易收益率虽然波动明显较高但幅度仍然有限，即便在2018年，国寿、太保、新华股权资产交易收益率也仅为-5.17%、-2.51%、-2.13%，明显小于想象中的影响。
- ✓ 对平安由于内含价值报告中披露了EV对权益资产涨跌的敏感性，17、18年权益资产公允价值下跌10%，对平安EV的影响分别为-2.3%、-1.7%，客观来说影响有限，保险股具备显著的避险属性。

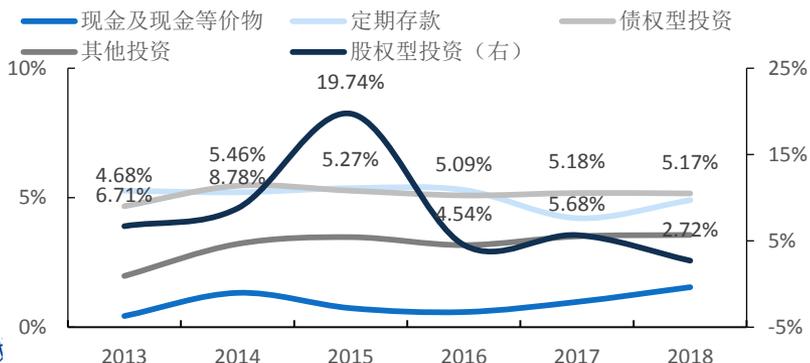
图：国寿分类资产投资收益率情况



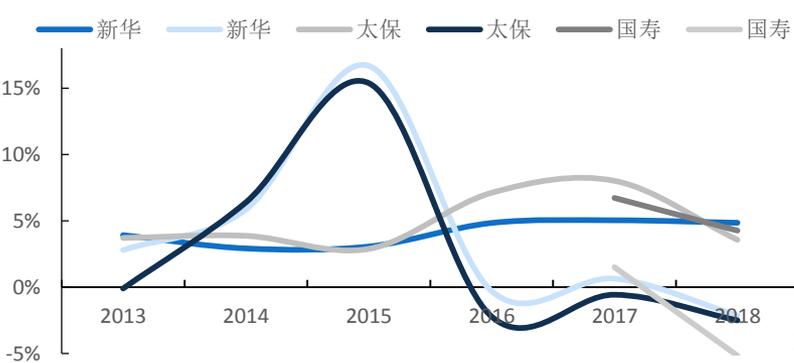
图：太保分类资产投资收益率情况



图：新华分类资产投资收益率情况



图：上市险企股权类资产收益率情况



注

出于信息披露原因，分类资产收益率计算过程中将证券买卖、公允价值变动以及资产减值准备均计入权益类投资收益中。

资料来源：上市公司公告，国盛证券研究所

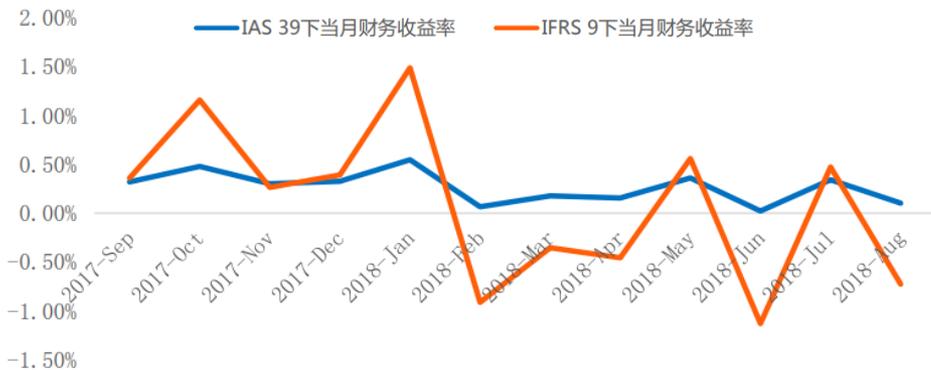
3.2 资产端：19准则对保险公司影响

2、保险公司资产端缺乏高频直接数据，更多以长端利率和权益走势进行间接判断

3)、但IFRS9之下保险公司投资波动性显著增加，权益资产对投资收益率及EV的影响明显提升

- ✓ IFRS9之下四分类改为三分类，以平安2018年底披露数据情况看，较为关注的股票类资产34%放入FVTPL，66%放入FVOCI。权益基金全部计入FVTPL。18年底平安总投资资产中股票+权益基金合计占比9.9%，计入FVTPL中的占比4.4%。
- ✓ 18年公司公允价值变动损益-370.99亿元，其中，股票公允价值变动损益-286.88亿元，合计入FVTPL的股票资产全年下跌约11.4%，显著拉低公司总投资收益率。
- ✓ 19之下对EV的波动影响也有所增大。投资收益率波动显著上升同样会对EV产生一定影响，主要是对投资偏差影响以及内含价值预期回报中调整后的净资产基于的收益率影响。
- ✓ 未来在险企逐步采取19以后将会更加偏向选择高分红股票，且将其归入FVOCI项下。

图：中国平安在IFRS9下波动性显著上升



图：中国平安IAS39转为19之下资产项变动情况（亿元）

IFRS9	19下规模	类型	IAS39	IAS39下规模	变动	IAS39合计	IAS39下规模
FVOCI	4347.84 14.1%	权益	可供出售	2063.32	←	可供出售	7750.98 25.2%
			FVTPL	88.97			
摊余成本	19500.33 63.3%	债务	可供出售	1887.93	←	持有至到期	12437.68 40.4%
			贷款及应收款	307.4			
			贷款及应收款	7143.61			
FVTPL	6937.99 22.5%	原有	FVTPL	1412.5	←	FVTPL	1412.5 4.6%
			重分类分出	-88.97			
		重分类进入	可供出售	3784.34	←	贷款及应收款	9184.88 29.8%
			持有至到期	96.25			
			贷款及应收款	1733.87			

诚信|担当|包容|共赢

注：重分类不考虑计量引起的变动，数据为2018年初数据。

资料来源：上市公司公告，国盛证券研究所

■ 3、目前对保险投资仍然处在持续放松的阶段

- ✓ 2018年下半年保险资金投资端监管政策持续放松，尤其是在非标、权益等配置方面，发布了多项措施扩展保险资金运用渠道、放宽投资比例、鼓励投资、简化程序。
- ✓ **主要原因：**一方面当前保险公司已经成为资本市场重要的机构投资者，目前险资股票投资规模占A股的3.1%，继公募基金之后的第二大机构投资者，保险机构资金运用的合规性在近两年有明显提升；一方面在长端利率压力以及资管新规之下，保险资金在资产配置方面存在一定压力。
- ✓ 下半年对权益资产配置比例提升至40%的市场预期渐强。

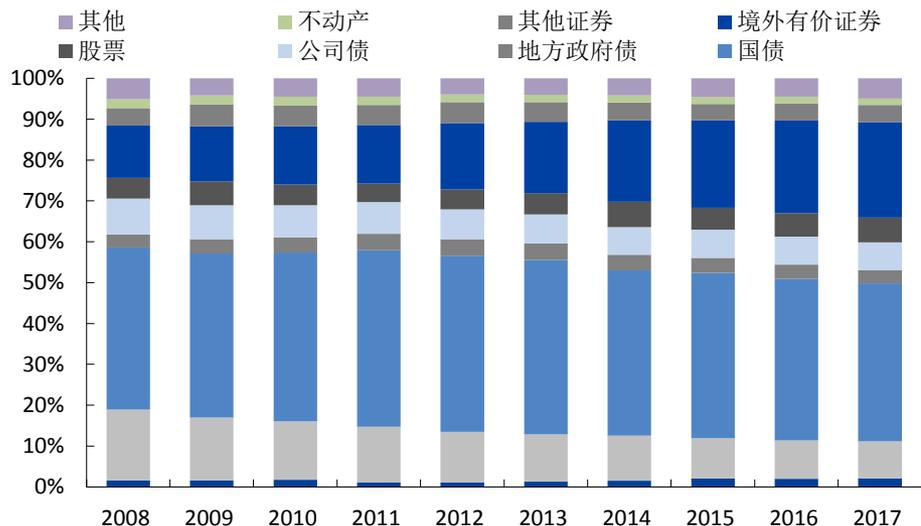
图：18年下半年以来保险资金运用监管整体呈放松趋势

时间	资产	意图	文件/事件	主要内容
2018.5.28	不动产	扩展渠道	《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	允许保险公司通过直接投资、保险资产管理机构通过发起设立债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划、保险私募基金等方式间接参与长租市场。
2018.10.24	非标	扩展渠道	《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》	允许保险资产管理公司设立专项产品，参与化解上市公司股票质押流动性风险，并明确该专项产品不纳入保险公司权益类资产计算投资比例。
2019.1.28	权益类	鼓励投资	发言/采访	银保监会新闻发言人肖远企接受采访时表示，银保监会鼓励保险公司使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券，拓宽专项产品投资范围，加大专项产品落地力度。
	非标	扩展渠道	发言/采访	适当拓宽保险资金专项产品投资范围，允许专项产品通过券商资产管理计划和信托计划，化解股票质押流动性风险，加快专项产品落地进程，吸引更多保险资金以多种方式参与资本市场投资。
2019.1.29	非标	简化程序	简化股权投资计划和保险私募基金注册程序	支持保险机构加大股权投资力度，提高股权投资计划和保险私募基金注册效率。
2019.2.25	债券	鼓励投资	《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》	鼓励银行保险机构加大对民营企业债券的投资力度。
2019.5.15	衍生品	扩展渠道	《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》	允许和规范保险资金参与信用衍生产品业务。
2019.6.9	权益类	提升比例	发言/采访	中国银保监会新闻发言人透露，银保监会正在积极研究提高保险公司权益类资产的监管比例事宜。
2019.7.1	非标	有紧有松	《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》	新增禁止将信托作为通道、强化信托公司主动管理责任、对底层资产进行穿透、加强投资者适当性管理、设置投资比例限制以及信用增级安排和免增信条件等要求。
2019.7.4	权益类	提升比例	发言/采访	银保监会副主席梁涛在国务院新闻办发布会上表示，正具体研究提高保险资金投资权益类资产比例。

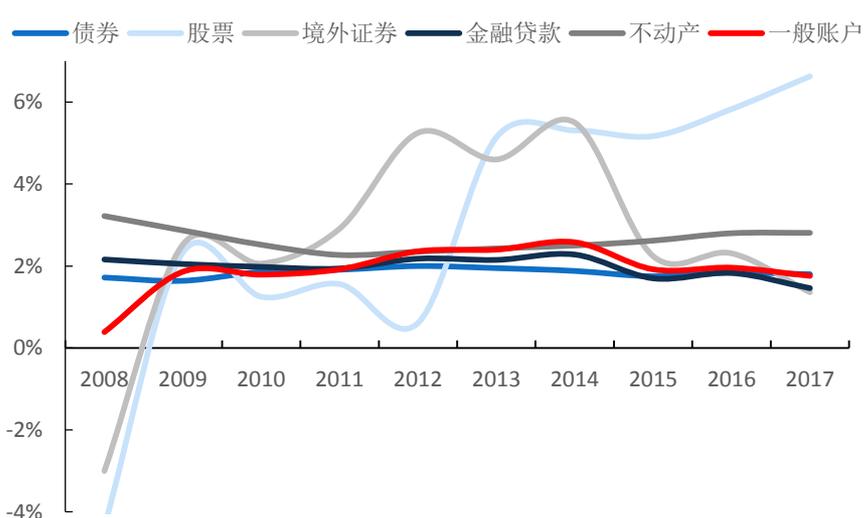
4、长期低利率的趋势之下海外地区的险资或险企如何进行资产配置？

- ✓ **日本：收益率较低投资端极度保守，持续加强海外固收类资产配置**
- ✓ 日本是最为典型的低利率国家，90年代以后利率水平持续走低，甚至10年期国债收益率在2012年以后也低于1%且一度出现过负利率的情况。
- ✓ **日本寿险公司近十年一般账户整体收益率水平维持在2%左右**，在2012-2014年期间主要受益于境内股票和境外有价证券较高的收益水平，使得一般账户收益率水平达到2.5%左右。
- ✓ 从资产配置结果看，**整体日本市场显现出长久期、稳健配置的特征，对投资端非常保守**。国债一直以来占比40%左右，境外资产配置持续增长，2017年已经提升至23.3%，其中仍然以利率水平具备优势地区的债券资产为主。对股票持续低配，基本维持在5-6%的水平，对现金及不动产的配置同样也都只有2%左右。
- ✓ 从更长周期的资产配置的趋势看，日本寿险业资产配置不断**向规避风险、减小收益波动、充分利用境内外利率差异的趋势发展**。最为明显的是政府债（国债+地方政府债）配置从1995年的16.7%提升至2017年的41.8%、受泡沫经济影响较大的贷款由1995年的35.9%下滑至9.1%、股票资产配置在1995年有将近20%的占比之后持续下降。

图：日本寿险行业资金配置情况



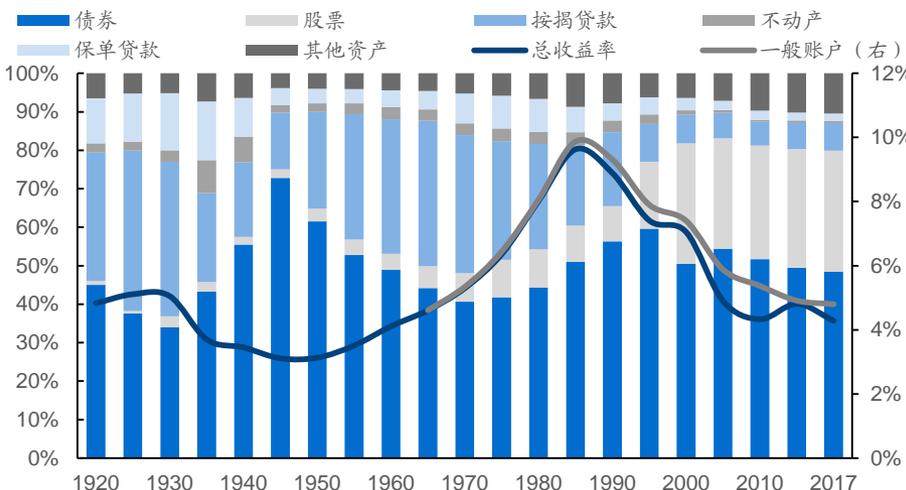
图：日本寿险行业资金收益率情况



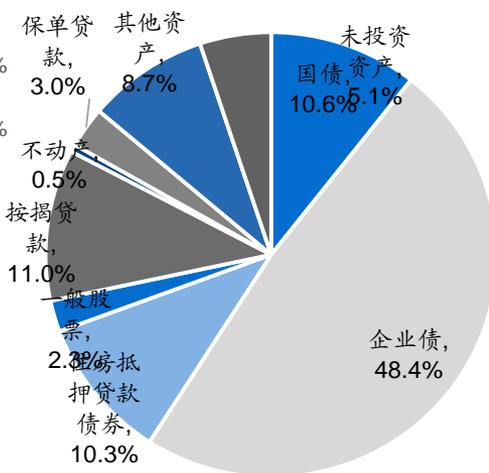
4、长期低利率的趋势之下海外地区的险资或险企如何进行资产配置？

- ✓ **美国：**分账户但整体高配长期股票、境外资产与长久期债券，投资收益率波动小
- ✓ **美国寿险业按照保单责任分为一般账户与独立账户：**一般账户（General Account）主要是承担保证收益的保单，如寿险保单；而独立账户（Separate Account）主要承担有一定投资风险的保单，如变额年金、变额寿险和养老金产品，对独立账户投资基本没有限制。2017年美国寿险业总投资资产7.2万亿美元，其中一般账户资产4.4万亿美元，占比61.8%；独立账户占比38.2%，但自90年代以来占比显著提升。
- ✓ **主要特征：**长趋势上对股票的配置持续增加，17年占比31.5%，按揭贷款占比下降最为明显，近20年来债券配置同样下降。
- ✓ **1）固收类资产通过超长久期和适度提升信用风险容忍度获取溢价：**17年一般账户国债配置中十年期以上债券占比过半，而对高等级债券中Class 2（均为高等级债券，但信用风险高于Class 1）小幅增配（07年20.1%提升至17年28.6%）获取溢价。
- ✓ **2）股票配置比例较高：**尤其是独立账户股票配置接近80%，但基本只为获取分红而进行的长期持股，交易波动并不明显。
- ✓ **3）境外发达国家资产同样高配：**近年来对境外资产配置基本占到总资产的20%左右，以加拿大及欧洲资产为主。
- ✓ **4）投资收益率较高且长周期保持相对稳定：**2009年以来净投资收益率维持4-5%，其中一般账户在5%左右。2013年以来固定收益类资产收益率基本保持在4.5-5%的水平，即便在2008年金融危机期间收益率仍能维持5%以上。

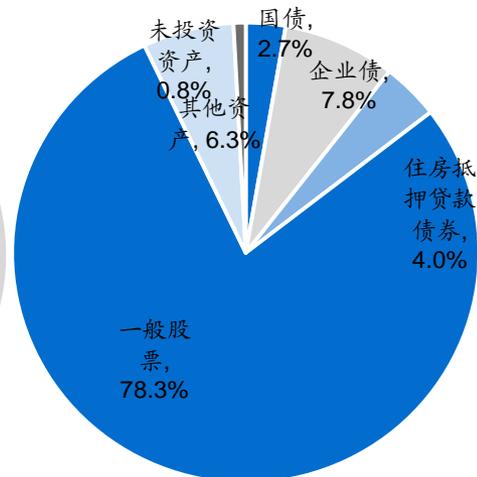
图：美国寿险行业资金配置及收益率情况



图：17年美国一般账户资产配置情况



图：17年美国独立账户资产配置情况



诚信|担当|包容|共赢

注：净投资收益率为净投资收入除以平均投资资产，净收益扣除投资费用。

资料来源：ACLI，国盛证券研究所

第四章：

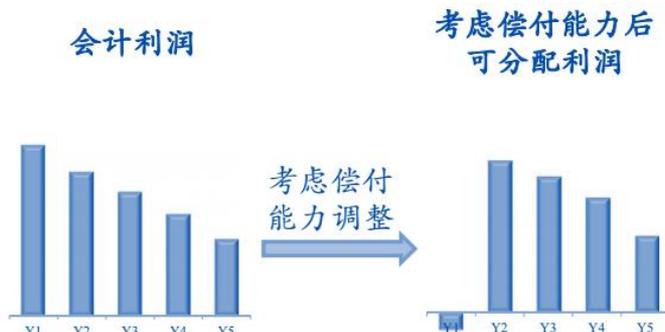
保险综合指标解析

- 本节重点关注对评价保险公司整体的综合指标，包括内含价值、剩余边际，其对应的原理、变动趋势的解析以及上市险企的情况。

■ 特殊经营模式下保险公司需要用内含价值来解释实际价值

- ✓ 保险公司的特殊经营模式使得传统的估值方法不能有效反映公司的实际价值：
 - 保单利润的释放周期往往是长期的，并且具有滞后性：通常一张保单在考虑了偿付能力后的可分配利润在首年往往是负值，而后期利润才逐渐释放，无法显示公司实际经营的情况。
 - 各类费用的支出往往不是均匀分布的：佣金和费用支出在前几年尤其是首年会较高，所以存在一般寿险公司需要7-8年才能实现盈利的说法。
 - 净资产估值显然会使得保险公司价值被低估。
- ✓ 内含价值的运用：20世纪70年代左右逐步在英国开始使用，此后逐步流传至欧洲、加拿大等国家和地区。

图：保单利润的释放周期往往是长期的



■ 内含价值的构成解析

- ✓ 定义：内含价值是指在充分考虑总体风险的情况下，适用业务及其对应资产产生的现金流中股东利益的现值。
- ✓ 内含价值=调整后的股东净资产+扣除持有要求资本成本以后的有效业务价值。其中调整后的净资产=自由盈余（free surplus）+评估日持有的适用业务对应的要求资本（required capital）
 - 其中：调整后的净资产从负债—资产的角度进行重新评估，资产端主要为市价的调整，包括：IAS39之下对按摊余成本计量的持有至到期类资产按市价重估、其他资产的市价重估、考虑所得税影响，对负债端的主要是准备金中归属股东价值的调整等。
 - 其中：扣除要求资本成本的有效业务价值可以看作为有效业务价值扣除对于偿付能力的要求所占用的资本。要求资本为时点额，要求资本成本为考虑贴现后的值。
- ✓ **有效业务价值**（Value of In-force Business, VIFB）即保险公司在评估时点所有有效保单未来产生的利润的贴现值。同时采取的是风险调整后的贴现率（目前国内上市险企采用11%左右的贴现率），主要考虑到保证投资收益、保单持有人的选择权成本以及各类风险等（如资产负债不匹配风险、营运经验波动风险、信用风险等）。

■ 内含价值的变动解析

- ✓ EV的变动主要影响因素为EV的预期回报和NBV贡献，其余还包括各类偏差等。
- ✓ 内含价值营运回报ROEV：反映剔除各类短期波动影响，公司可实际获得的相对稳定的EV增长情况。主要包括预期回报、NBV以及营运贡献（包括营运经验差异等），但是在测算时由于评估方法、模型及假设变化可能会出现较大的影响（如偿二代切换、重要假设调整、添加重疾因子等），因此我们测算剔除模型及假设变化的ROEV。
- ✓ 近7年来上市险企整体EV增速维持在15-20%的区间，7年加权平均增速18.8%。从剔除模型及假设变动的ROEV增速情况看，16年起偿二代之下平安寿优势明显，2018年平安寿（30.7%）>太保寿（24.5%）>新华（19.2%）>国寿（15.0%）。

图：EV变动的主要影响因素

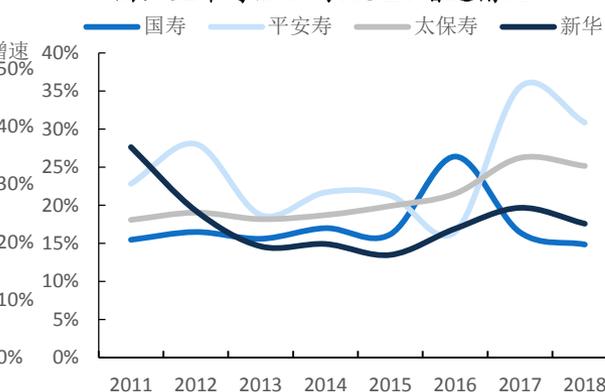
主要变动项目	变动原因
EV预期回报	寿险业务的调整净资产基于投资收益假设增长；同时扣除要求资本成本的有效业务价值以及当年新业务价值按照贴现率假设（11%，各公司有差异）增长，实际增长一般可近似测算为 $VIFB \times \text{贴现率} + NBV \times \text{贴现率}/2$
NBV	当年新业务价值贡献
分散效应	NBV的测算基于单张保单，考虑到各方面风险，而实际上当年新保单之间、新保单与存量保单之间存在分散效应，对于风险的反应程度并不相同甚至可能相反，因此整体的NBV大于单个保单NBV的加总。
营运经验差异	保险公司在经营过程中会提前对各类营运指标（最主要为保单数）进行假设，如实际结果优于假设，则产生正向贡献。
投资回报差异	保险公司在经营过程中会提前对投资收益率进行假设（如5%或4.5%逐步提升至5%），如实际投资收益优于假设，则产生正向贡献。
评估方法、模型和假设变化	各类评估方法、模型、假设变化会对内含价值产生影响，此类是无法进行提前预测的。
市场价值和其他调整	认可资产及认可负债的市价调整等。
股东红利分配	对股东的分红将直接从EV中扣减相应数额。
其他业务当年利润	其他板块的当年利润，如财险、其他金融板块以及科技板块等利润直接加入当年EV

图：上市险企EV及增速情况（亿元）

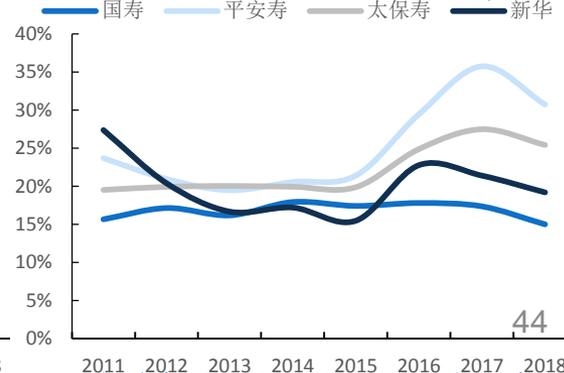


注：2014年及以前EV数据为偿一代口径。

图：上市寿险公司ROEV增速情况



图：上市寿险公司ROEV增速情况（剔除评估方法、模型及假设变动影响）



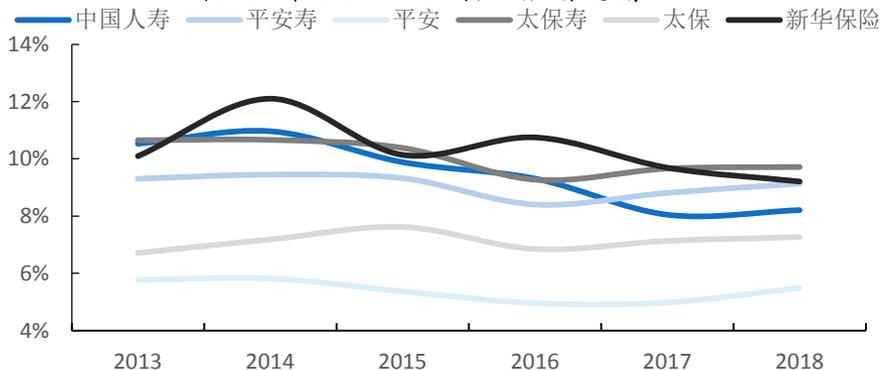
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.1 指标解析之内含价值

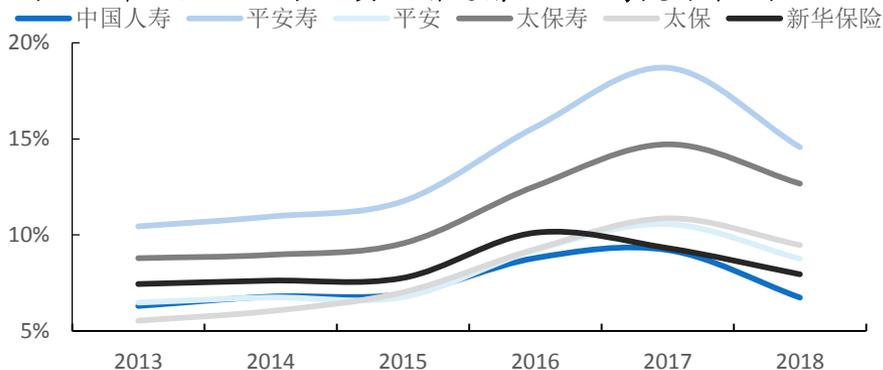
■ 上市险企内含价值驱动因素差异情况

- ✓ 我们主要关注上市险企驱动ROEV增长的主要因素之间差异及趋势情况。
- ✓ **EV预期回报**：寿险公司贡献增速明显高于集团贡献增速。寿险公司方面新华、太保维持相对较高增速（5年平均10.3%、10.1%），国寿近年来增速水平有所下滑，平安寿相对略低（5年平均9.1%），主要和公司贴现率假设（新华11.5%、国寿16年起下调为10%）、净资产和有效业务价值规模占比及投资收益假设有关。
- ✓ **NBV贡献**：平安寿及太保寿由于负债端价值一直以来领先上市同业，增速持续保持领先。
- ✓ **营运经验贡献**：16、17年以来上市险企整体向保障产品转型，整体保单继续率、费用及初期赔付趋势向好，尤其是新华、平安近年来营运经验贡献对EV形成了较为明显的正向贡献。
- ✓ **投资偏差+市价调整贡献**：投资端波动幅度较大且整体具备趋同性，其中国寿波动更为明显，太保波动相对较小，也一定程度反映公司投资风格。

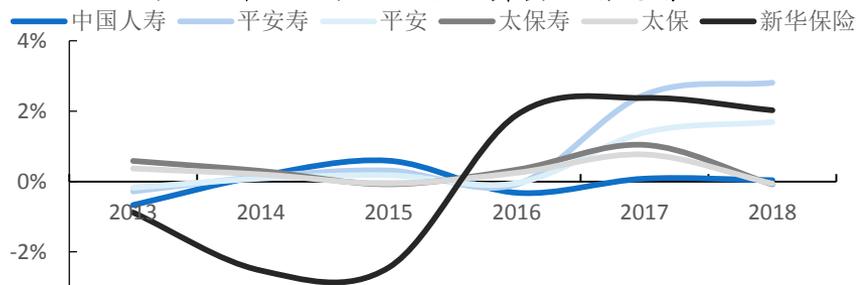
图：上市险企EV预期回报增速情况



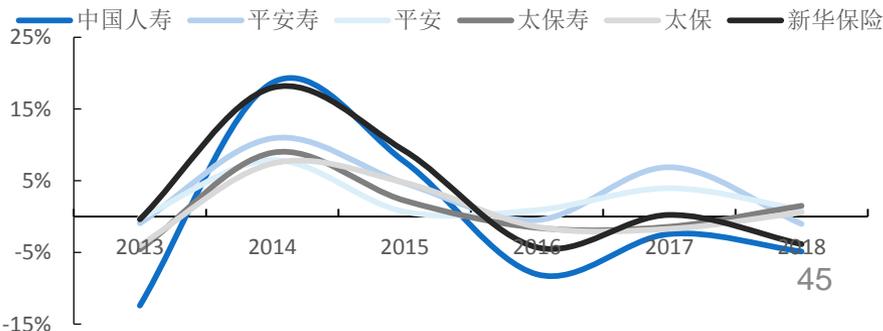
图：上市险企NBV对EV贡献增速情况（不考虑分散效应）



图：上市险企营运经验差异贡献增速情况



图：上市险企投资偏差+市价调整贡献增速情况



4.1 指标解析之内含价值

■ 上市险企内含价值驱动因素差异情况

图：上市险企近两年EV增长因素拆分情况（百万元）

	国寿	平安寿	平安	太保寿	太保	新华
2017年初EV	652,057	360,312	637,703	181,603	245,939	129,450
EV预期回报	52,472 8.0%	31,745 8.8%	31,745 5.0%	17,540 9.7%	17,540 7.1%	12,545 9.7%
NBV	60,117 9.2%	67,357 18.7%	67,357 10.6%	26,723 14.7%	26,723 10.9%	12,063 9.3%
分散效应	-	20,761 5.8%	20,761 3.3%	3,736 2.1%	3,736 1.5%	-
评估方法、模型和假设变化	-5,926 -0.9%	-758 -0.2%	-758 -0.1%	-2,296 -1.3%	-2,296 -0.9%	-2,239 -1.7%
运营经验差异	529 0.1%	8,886 2.5%	8,886 1.4%	1,890 1.0%	1,890 0.8%	3,075 2.4%
投资回报差异	-4,280 -0.7%	30,212 8.4%	30,212 4.7%	883 0.5%	883 0.4%	307 0.2%
市场价值和其他调整	-11,549 -1.8%	-5,415 -1.5%	-4,968 -0.8%	-3,447 -1.9%	-5,075 -2.1%	-1,497 -1.2%
股东红利分配	-7,164 -1.1%	-17,356 -4.8%	-19,194 -3.0%	-12,630 -7.0%	-6,656 -2.7%	-
其他业务当年利润	-	-	42,580 6.7%	-	3,743 1.5%	-
其他	-2,084 -0.3%	638 0.2%	10,849 1.7%	34 0.0%	-259 -0.1%	-230 -0.2%
2017年末EV	734,172 12.6%	496,381 37.8%	825,173 29.4%	214,037 17.9%	286,169 16.4%	153,474 18.6%
2018年初EV	734,172	496,381	825,173	214,037	286,169	153,474
EV预期回报	60,250 8.2%	45,326 9.1%	45,326 5.5%	20,792 9.7%	20,792 7.3%	14,129 9.2%
NBV	49,511 6.7%	72,294 14.6%	72,294 8.8%	27,120 12.7%	27,120 9.5%	12,210 8.0%
分散效应	-	20,943 4.2%	20,943 2.5%	2,827 1.3%	2,827 1.0%	-
评估方法、模型和假设变化	-1,131 -0.2%	608 0.1%	608 0.1%	-1,085 -0.5%	-1,085 -0.4%	-2,488 -1.6%
运营经验差异	277 0.0%	13,938 2.8%	13,938 1.7%	-172 -0.1%	-172 -0.1%	3,108 2.0%
投资回报差异	-44,462 -6.1%	-12,233 -2.5%	-12,233 -1.5%	231 0.1%	231 0.1%	-5,891 -3.8%
市场价值和其他调整	8,785 1.2%	7,191 1.4%	20,189 2.4%	3,001 1.4%	3,986 0.5%	-1,622 -1.1%
股东红利分配	-11,690 -1.6%	-31,449 -6.3%	-33,270 -4.0%	-8,420 -3.9%	-7,474 -3.3%	-
其他业务当年利润	-	-	49,489 6.0%	-	3,748 0.8%	0 0.0%
其他	-661 -0.1%	225 0.0%	0 0.0%	97 0.0%	0 0.0%	233 0.2%
2018年末EV	795,052 8.3%	613,223 23.5%	1,002,456 21.5%	258,428 20.7%	336,141 15.3%	173,153 12.8%

■ 上市险企内含价值的敏感性测算分析

- ✓ 行业要求上市公司披露EV的敏感性测试，这可以成为我们预测和判断不同市场条件及风险状况下公司EV变动的重要参考。通常主要的敏感性测试项目包括贴现率假设、投资收益率假设、死亡率假设、发病率假设、退保假设、费用假设等。
- 前提1：针对上市险企假设变动基数并不相同的情况，虽不够严谨，但一定范围内假设变动可以进行近似的线性递延。
- 前提2：假设调整净资产不受各类假设变动影响且各公司以当年实际经营情况为基准。
- ✓ 各主要负面假设中，**投资回报率下降对险企EV的影响最为显著**，假设18年投资收益率比实际再低50bp，国寿、平安、太保、新华的V将分别降低9.0%、4.6%、7.8%、7.8%，整体看上市险企中国人寿对投资收益的敏感性最强，平安最弱。
- ✓ 退保率增加10%、费用率提升10%或死亡率提升10%对EV的影响均较小，但由于产品结构的转型，发病率提升对EV的影响在持续增长。

图：不同条件下对上市险企EV敏感性分析

2017年EV敏感性分析	国寿	平安寿	平安	太保寿	太保	新华
贴现率下降50bp	2.3%	2.6%	1.6%	2.5%	1.9%	2.1%
投资回报率上升50bp	8.4%	7.7%	4.7%	10.0%	7.4%	7.5%
投资回报率下降50bp	-8.4%	-7.8%	-4.7%	-10.2%	-7.6%	-7.5%
死亡率提升10%	-0.3%			-0.5%	-0.3%	-0.4%
发病率提升10%	-0.6%			-1.3%	-0.9%	-1.5%
死亡、疾病及意外发生率提升10%		-3.1%	-1.9%			
退保率提升10%	-0.1%	-1.6%	-1.0%	0.4%	0.3%	-0.9%
费用率提升10%	-0.7%	-0.6%	-0.3%	-1.0%	-0.8%	-1.2%
权益资产公允价值下跌10%		-3.0%	-2.3%			
2018年EV敏感性分析	国寿	平安寿	平安	太保寿	太保	新华
贴现率下降50bp	2.5%	2.5%	1.6%	2.6%	2.0%	2.1%
投资回报率上升50bp	9.1%	7.5%	4.6%	10.0%	7.6%	7.8%
投资回报率下降50bp	-9.0%	-7.5%	-4.6%	-10.2%	-7.8%	-7.8%
死亡率提升10%	-0.3%			-0.5%	-0.3%	-0.4%
发病率提升10%	-0.7%			-1.5%	-1.2%	-1.5%
死亡、疾病及意外发生率提升10%		-3.3%	-2.0%			
退保率提升10%	-0.1%	-1.5%	-0.9%	0.3%	0.3%	-0.7%
费用率提升10%	-0.7%	-0.5%	-0.3%	-1.0%	-0.8%	-0.7%
权益资产公允价值下跌10%		-2.1%	-1.7%			

■ 剩余边际是保险公司准备金的一部分

- ✓ 保险公司负债经营模式的特殊性不仅使得估值方法与一般的企业有所差异，利润的长期性及滞后性同样会使得利润表与一般企业有所差异。
- ✓ 原因：传统行业的业务模式具有普适性，即公司生产产品、出售产品并获得收入，收入减去成本即为经营利润，收入与对应的成本及费用是匹配的。而保险公司是收入在前、成本在后，具备负债经营的特殊性，收取的当期保费往往需要承担未来保险责任，保险公司将持有并积累保费，以便支付未来的费用和各类赔付支出等，因此公司需要计提基于一定精算假设和经营经验计提准备金并计入当期损益。

- ✓ **准备金在财务上的构成**：寿险责任准备金（包括未到期及未决赔款）、长期健康险责任准备金（包括未到期及未决赔款）、未到期责任准备金（短险）、未决赔款准备金（短险），公司财报中的准备金是基于最优估计假设。

- ✓ **准备金在精算上的构成**：合理估计负债、风险边际、剩余边际。

- 合理估计负债：即未来现金流的无偏估计，以公司评估日的最新假设和自身的经验数据，用未来各期的现金流出减去现金流入（保费收入+其他收入）的折现值来计算，不同公司、不同险种折现率有所差异。

- 风险边际：由于现金流在时间及金额上的不确定性，风险边际即保险人未来承保的不确定性做的补偿。我国通常采用情景对比法进行测算。

- **剩余边际**：定义为为了不确认首日利得而计提的准备金，本质上可以理解成为未来保单利润的贴现，作为准备金的一部分计入负债，通常随着保险公司承担风险和提供服务的逐步完成，剩余边际逐期释放为利润。

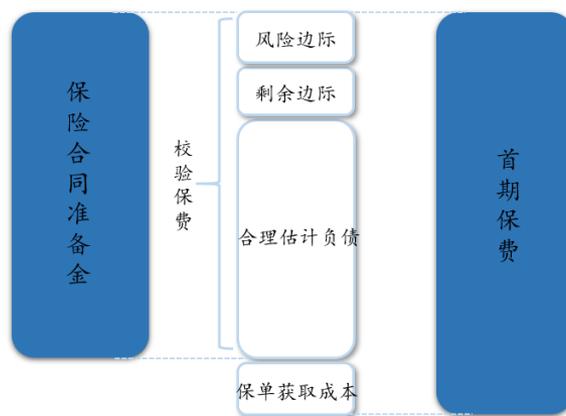
- ✓ 剩余边际的计提： $剩余边际 = \max(0, 校验保费 - 合理估计负债 - 风险边际)$

- t=0时，如存在首日利得，保险公司不确认该首日利得，而将首日利得确认为剩余边际并在整个保险期间内进行摊销；

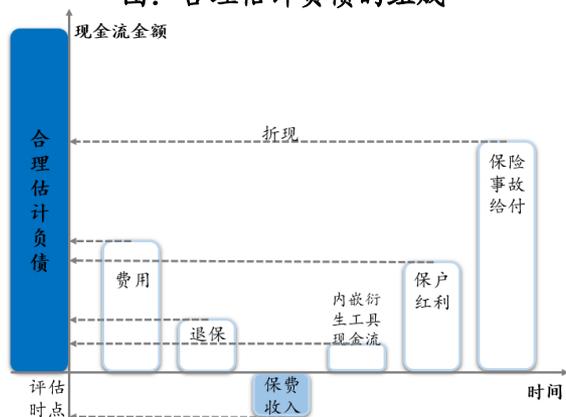
- t=0时，如果确认为首日亏损，则剩余边际为0且首日亏损计入当期损益，后期也不存在剩余边际的摊销。

- ✓ **保险公司经营的本质**：赚取实际经营和定价假设之间差额的收益。其中剩余边际反映的是最优估计假设与定价假设之间的差额收益，各类偏差反映的是实际经营与最优估计假设之间的差额。

图：剩余边际是准备金的一部分



图：合理估计负债的组成

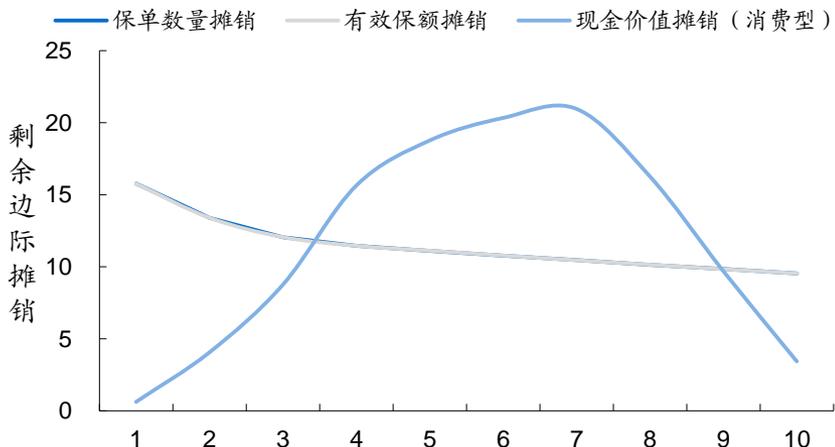


■ 剩余边际的摊销原理：通常呈现前高后低，在整个存续期摊销

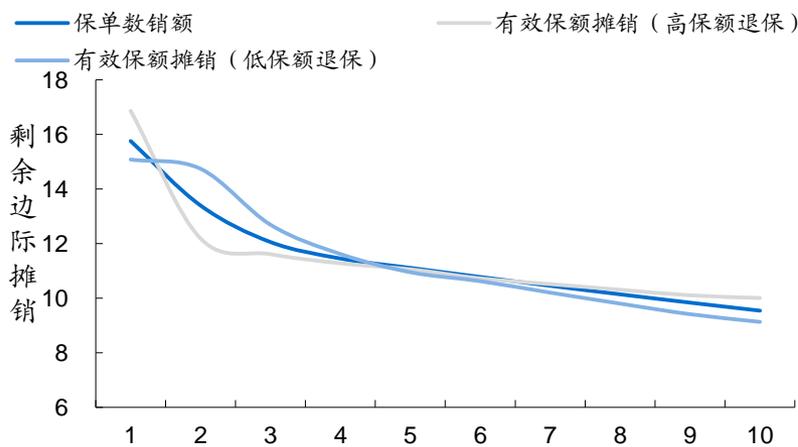
- ✓ **确定摊销载体：**不同的载体选取方式将会对剩余边际的摊销产生影响，通常行业里常见的摊销因子包括：预期未来有效保单数、预期未来有效保单的现金价值、预期未来有效保额、预期未来赔付、预期未来有效保单持有人红利支出（分红险）、直线法等。上市险企中目前仅国寿及平安披露了所采用的摊销因子，国寿传统险以有效保额为基础，平安以有效保额或保单数为基础。
- ✓ 对于具体剩余边际的摊销过程，我们以同一张保单选取不同的摊销因子进行摊销来验证。假定一张十年期保单，0时刻的剩余边际总量为100，评估利率为3.5%，则有以下内容：
- ✓ **保险公司的利润来源：**剩余边际摊销、投资回报偏差、经营偏差、息差收入、会计估计变更、净资产投资收益。

保单年度	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
退保率（假设）	15%	10%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
保单数量	1	0.85	0.77	0.73	0.7	0.68	0.66	0.64	0.62	0.61
总保单数贴现	6.34		期初剩余边际			100		摊销比例		15.76
当期摊销额	15.76	13.4	12.06	11.46	11.11	10.78	10.45	10.14	9.84	9.54

图：单一保单选择不同载体时剩余边际摊销分布差异明显



图：以有效保额为摊销因子时前期高保额退保将释放利润



第五章：

保险公司估值与股价

- 本节重点关注对评价保险公司整体的综合指标，包括内含价值、剩余边际，其对应的原理、变动趋势的解析以及上市险企的情况。

■ 随着利率水平的降低以及市场空间有限，海外保险公司整体估值水平逐步下降

✓ 全球范围看保险公司估值，美国以P/B估值为主，其他国家及地区以P/EV估值为主。

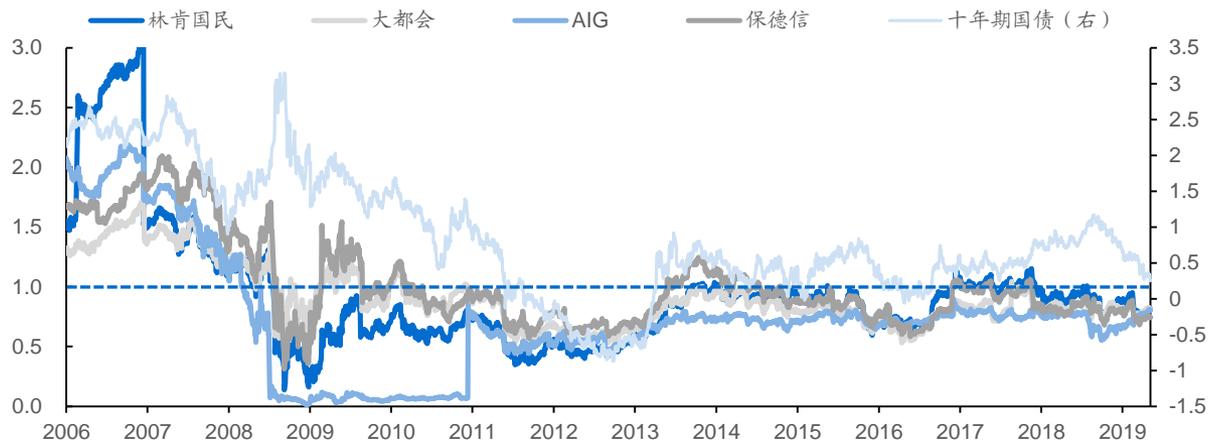
✓ 美国综合型寿险公司当前PB维持在略低于1倍水平，2008年以前综合型寿险公司估值基本在1.5倍以上：2008年以后主要受到保费增速停滞以及长端利率的压制，整体估值水平较低，而利率的短期上行对保险股估值有明显提振。

✓ 美国专业健康险公司享受一定的估值溢价：专业健康险公司整体保持2倍以上PB（西维斯由于18年收购安泰并表以及亏损对估值形成一定影响），而规模最大的联合健康估值一度维持在4倍以上，但这类公司一般还经营健康管理等业务。

✓ 欧洲大型保险公司P/EV估值整体维持在1-2倍区间内；日本寿险公司P/EV估值在08年以前在1倍左右，08年以后在0.5倍左右。

✓ 保费增长空间、利率环境与投资收益率水平、贴现率假设等因素限制海外保险公司估值。

图：美国综合型寿险公司PB估值情况



图：美国健康险公司PB估值情况



■ 短周期看保险股股价主要影响因素分析

- ✓ 分析18年以来股价走势情况及原因，新单、利率、权益市场是影响当前保险股股价走势的最主要因素。
- ✓ 负债端新单数据是较为高频且关注度较高的重点，同时长端利率也是近年来关注度显著提升的重要影响因素；在负债端预期差别不大的情况下对投资端的关注会显著提升。
- ✓ 整体看保险股走势与大盘走势趋于一致，走出独立行情的情况较少。
- ✓ 虽然上市险企整体对开门红有所淡化，但通常Q4开始会逐步提前反应对开门红的预期，仍然是市场比较关注的点。
- ✓ 部分事件性因素同样会对保险股价产生重大影响，体现出股价的弹性。
- ✓ 后期看市场Q3以后主要关注点预计集中在中报情况以及长端利率的走势情况。

图：2018年以来上市险企股价主要影响因素



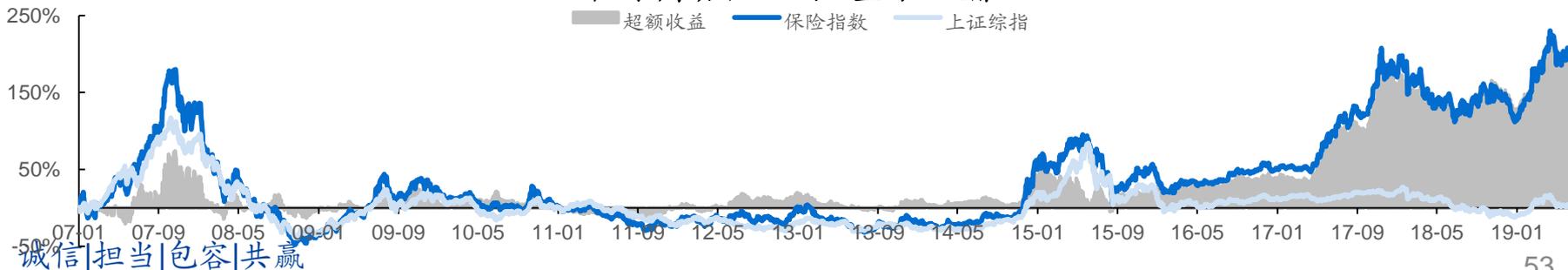
5.3 长周期保险股超额收益情景分析

■ 市场、利率以及负债因素是保险股长周期超额收益的重要影响因素

- ✓ 我们梳理09年以来保险股四次获取显著超额收益的情况：
- ✓ 保险股很难走出独立行情，基本是在市场持续上行的情况下体现贝塔属性。同时09年以来保险股获取超额收益的频率逐步增加，但市场理解同样逐步深入，往后看在正常的市场情况下保险股估值无法恢复至09年或14年的水平。
- ✓ 适宜的利率环境是保险股较长周期超额收益的重要因素，同时负债端表现也较为重要。
- ✓ 后期看正常市场下保险股超额收益更多会是1倍左右估值的博弈：当前保险股的折价更对是因为市场对长期投资收益率无法达到假设的担忧，在一定安全边际的估值之下如果对资产或负债端持续向好的预期会使得保险股具备超额收益机会。

时间	时间	超额收益	估值水平	利率环境	负债端情况	其他
09.5.26-09.7.27	09M5-09M7	保险股涨幅64.7%，上证综指涨幅32.7%，超额收益32.0%；	分别由2.67倍、2.30倍、1.87倍提升至4.00倍、3.82倍、3.13倍（新华未上市）	震荡上行，由3.05%上升至3.51%	银保业务结构调整，保费增速明显下滑（08年增速42%，09年仅14%），但缴费结构改善。	债券及非标投资放松
14.11.19-15.5.4	14M11-15M5	保险股涨幅109.3%，上证综指涨幅82.8%，超额收益26.5%；	分别由1.17倍、0.93倍、1.18倍、1.21倍提升至2.46倍、1.80倍、1.91倍、2.14倍	3.5%震荡	代理人增速显著提升，14、15年整体保费增速明显提升，15M1开门红寿险保费增速20%+	14年下半年新“国十条”发布；11月央行降息；
17.4.19-17.12.21	17M4-17M12	保险股涨幅98.6%，上证综指涨幅4.08%，超额收益94.6%；（沪深300上涨17.5%）	分别由1.03倍、1.02倍、0.95倍、0.99倍提升至1.30倍、1.85倍、1.47倍、1.51倍	震荡上行，由3.41%提升至3.90%	上半年NBV增速32%-75%，全年NBV增速15-40%，全年总代理人增速17%	保障需求激发，产品结构转型，margin明显提升
19.1.2-19.4.19	19M1-19M4	保险股涨幅56.0%，上证综指涨幅32.7%，超额收益23.4%；	分别由0.71倍、1.00倍、0.74倍、0.74倍提升至1.12倍、1.59倍、1.06倍、1.16倍	3.1%左右震荡，后上行至3.37%	负债数据较18年显著改善	前期估值明显较低

图：长周期保险股与大盘的涨跌情况



诚信|担当|包容|共赢

5.4 上市险企核心关注指标近三年增长情况

图：上市险企核心关注指标近三年增长情况（亿元）

经营层面		国寿	平安	太保	新华	投资端		国寿	平安	太保	新华
净利润	2016	191.27	623.94	120.57	49.42	总投资 收益率	2016	4.56%	5.3%	5.2%	5.1%
	YoY	-44.9%	15.1%	-32.0%	-42.5%		2017	5.16%	6.1%	5.4%	5.2%
	2017	322.53	890.88	146.62	53.83		2018	3.28%	3.6%	4.6%	4.6%
	YoY	68.6%	42.8%	21.6%	8.9%	净投资 收益率	2016	4.61%	6.0%	5.4%	5.1%
	2018	113.95	1074.04	180.19	79.22		2017	4.91%	5.8%	5.4%	5.1%
	YoY	-64.7%	20.6%	22.9%	47.2%		2018	4.64%	5.2%	4.9%	5.0%
负债端		国寿	平安	太保	新华	价值层面		国寿	平安	太保	新华
集团总 保费收入 及增速	2016	4305.0	4695.6	2340.2	1125.6	寿险业务 NBV	2016	493.11	508.05	190.41	104.49
	YoY	18.3%	21.6%	15.1%	0.6%		YoY	56.4%	32.2%	56.5%	36.4%
	2017	5119.7	6050.4	2816.4	1092.9		2017	601.17	673.57	267.23	120.63
	YoY	18.9%	28.9%	20.4%	-2.9%		YoY	21.9%	32.6%	40.3%	15.4%
	2018	5358.3	7195.6	3219.0	1222.9		2018	495.11	722.94	271.2	122.1
	YoY	4.7%	18.9%	14.3%	11.9%		YoY	-17.6%	7.3%	1.5%	1.2%
代理人 数量及增 速	2016	149.5	110.08	65.3	32.8	集团EV	2016	6520.57	6377.03	2459.39	1294.5
	YoY	15.9%	4.8%	12.2%	35.5%		YoY	16.4%	15.6%	19.6%	17.0%
	2017	157.8	138.6	87.4	34.8		2017	7341.72	8251.73	2861.69	1534.74
	YoY	0.0%	4.6%	0.5%	4.5%		YoY	12.6%	29.4%	16.4%	18.6%
	2018	143.9	141.74	84.7	37		2018	7950.52	10024.56	3361.41	1731.51
	YoY	-1.1%	-0.9%	0.0%	10.8%		YoY	8.3%	21.5%	17.5%	12.8%

- 上市险企中报不及预期风险：当前市场对中报预期相对充分，如中报不及预期可能会使得股价短期调整。
- 权益市场下跌风险：保险股是大盘的重要组成部分，权益市场下跌往往会使得保险股产生下行压力。
- 利率下行风险：下半年看长端利率仍有下行压力，可能会对估值产生影响。

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。

诚信|担当|包容|共赢