

非银行金融

行业中期策略

保险：伏击正当时，业绩为矛、估值为盾

投资评级

领先大市-A 维持

投资要点

◆ 目前市场已具备了保险股戴维斯双击的基础。基于人口老龄化加速到来和社会保障体系仍待完善，我们坚定看好我国寿险、健康险市场。我们认为保险股目前较低的 P/EV 估值和 A 股市场较大的波动性奠定了戴维斯双击的估值基础；而 2019 年靓丽的业绩则可形成戴维斯双击的盈利基础。

首选股票	评级
601318 中国平安	买入-A
601336 新华保险	买入-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.07	2.89	21.89
绝对收益	-6.66	2.65	34.18

分析师

崔晓雁

SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

报告联系人

范清林

fanqinglin1@huajinsc.cn

相关报告

证券：并购，最快的扩张之路 2019-07-23

非银行金融：快评金融委 11 项对外开放新政策 2019-07-21

保险：6 月寿险保费同比+8.10%，产险保费同比+11.29% 2019-07-18

证券：竞争中崛起的中小券商 2019-07-10

证券：6 月可比净利润同比+59.33%，环比+59.38% 2019-07-09

利率对保险公司的影响非常复杂。诚然，长端利率再度下行对寿险公司盈利形成压制效应，但保险公司也可调整运营，以抵御利率下行的影响。如主动收缩高预定利率产品，将利率下行的风险转嫁出去；再如险资大量持有的债券会在利率下行中升值，增值收益即便不反映在财务报表上，也会推升内含价值增速。最后，保费增速目前正处于回升态势，太保寿、平安寿、新华 2019 年月度保费均保持平稳的双位数增长。保险公司有望通过规模的扩张抵御收益率下行的影响。

我们十分看好健康险前景。目前健康险原保费已超过车险，成为我国第二大险种。2017、18 年健康险月度保费增速曾下滑，但 Q218 以来回升，2019 年增速保持 32%。我们预期下半年随着重疾险定义修订完成，健康险保障范围将有效优化，价值贡献率更高、保费增长也将再提速。展望未来，短期健康险产品或陷入红海搏杀，打造健康管理闭环，管控能力前置或许才能打开健康险业务的新蓝海。平安和新华在这方面布局领先。

◆ 我们目前不看好财产险业务。一方面由于监管严格、赔付责任界定基本一致，财产险产品条款设置灵活度较小，产品同质化导致价格战持续。另一方面 2018 年 7 月以来汽车销量持续同比负增长，我们担忧 2019-20 年车险保费增速承压，进而拖累财产险整体保费增速。我们会密切关注几个破局点：1) 保险产品管制能否放松，赋予保险公司更大风险定价的空间，通过差异化摆脱价格战桎梏。2) 加强中小险企股东和管理层教育管理，明确承保亏损不可持续，投资收益不确定性极大。3) 中小保险公司增资谨慎审批，让烧钱游戏无以为继。

◆ 投资建议：保险股估值分化明显，8 月 7 日收盘平安 A 2019E P/EV 1.24x，人保 A 1.65x，国寿 A 0.85x、太保 A 0.79x 和新华 0.79x。从历史比较看，平安与过去 5 年平均大致相当；国寿、太保、新华显著低于过去 5 年或过去 3 年平均。从与友邦横向比较看，国内险企（不含人保）估值相对友邦平均折价 54%。虽然，友邦商业模式和利源结构优秀，但国内险企业绩较好、前景广阔，大幅折价显然不合理。

我们继续推荐转型个险的新华保险和行业标杆、综合实力强劲、科技布局领先的中国平安，建议重点关注中国太保和中国人寿。

◆ 风险提示：长端利率下行，股市债市大幅波动，保障型产品售卖不及预期，监管趋严，行业竞争加剧，宏观经济增速快速放缓等。

内容目录

一、戴维斯的伏击.....	3
二、人身险：谋定而后动.....	4
（一）与时间作伴，向持续的业绩增长要溢价.....	4
1、长端利率再度进入下行周期，但利率对保险公司的影响非常复杂.....	5
（1）保险责任准备金计提压力预期将于明年显现.....	5
（2）受监管政策影响，行业保费增速仍处于回升状态.....	6
（3）主动收缩高预定利率产品，保险公司有能力将利率下行的风险转嫁给保户.....	6
2、投资端：权益类投资改善、债券投资好于预期.....	7
3、手续费及佣金税前扣除比例提升.....	8
4、向友邦靠近的核心逻辑在于利源结构.....	9
（二）健康险：人身险的下一个利润增长点？.....	10
1、H119 健康险保费收入增速 32%，预期重疾定义修改后更快.....	10
2、龙头险企提前布局，先发优势明显.....	13
3、打通健康管理闭环或是行业下一城.....	14
三、财产险：激烈竞争格局尚未出现改善迹象.....	15
（一）至暗时刻静待黎明.....	15
（二）破而后立的可能性.....	17
四、投资建议：继续看好寿险，业绩为矛、估值为盾.....	18
关于合理估值水平的讨论.....	18
风险提示.....	20

一、戴维斯的伏击

盈利与估值双提升带来股价倍乘是为戴维斯双击。戴维斯的逻辑很简单，简言之就是在公司利润持续提升的同时，也就是每股收益持续提升，市场对公司经营持乐观态度因此给予的估值也逐步提升，那么股价将得到倍乘的上涨，这就是戴维斯双击。反之，在每股收益持续下滑时，市场持悲观态度，估值不断下探，那么股价也就相应加速下跌，是为戴维斯双杀。

戴维斯双击的理念形成于保险股投资。戴维斯的逻辑形成于戴维斯家族祖孙三代的投资理念，第一代戴维斯（老戴维斯）投身于股票市场前曾就职纽约州保险行业部门主管，为之后投资保险行业打下了坚实的行业理论基础。其时美国经济大萧条刚刚结束，市场弥漫避险情绪，股票非常便宜。经济复苏带来可预见的保险行业较高成长性，戴维斯大举购入保险股。随着行业成长性的兑现，经济复苏也带来情绪好转，股票市盈率稳步提升，在公司盈利增长的同时股价产生倍乘效应，戴维斯的财富得迅速积累。之后的第二代戴维斯与第三代戴维斯大体延续着老戴维斯的投资理念，寻求估值与盈利双重提升带来的财富增长效应。

表 1：戴维斯家族投资史概要

人物	事迹
第一代戴维斯：斯尔必·库洛姆·戴维斯	主要投资保险股，辅以银行和其他金融股；47 年投资生涯共经历两次慢牛、两次惨烈熊市、七次轻微熊市、一次市场崩溃以及九次市场萧条，年均复合回报率达 23.18%，资产自 5 万美元增长至 9.4 亿美元
第二代戴维斯：斯尔必·戴维斯	执掌纽约风险基金，20 年中 16 年跑赢标准普尔指数，累计收益高达 37.9 倍，年均复合回报率 19.9%（vs 同期标普指数 4.7%）
第三代戴维斯：安德鲁·戴维斯、克里斯·戴维斯	截至 2013 年底戴维斯家族管理总资产高达 470 亿美元，其中克里斯掌管的纽约风险基金 1995-2013 年年均复合回报率 11.95%（vs 同期标普指数为 7.61%），安德鲁掌管的增值收益基金 1992-2013 年的年均复合回报率 8.99%（vs 同期标普指数为 6.8%）

资料来源：《戴维斯王朝》，华金证券研究所

我们认为目前市场已具备了保险股戴维斯双击的基础。准确的说，我国资本市场可以看做实践戴维斯双击效应的试验田。推演到非银行金融版块，也是老戴维斯得以双击乃至三击成功的行业。具体可以体现在：

(1) 我国 A 股较大的波动奠定了戴维斯双击的估值基础。首先，我国资本市场尚在发展完善阶段，受内外部影响较大、敏感度较高。特别是去年以来，在内部去杠杆和外部中美摩擦加剧的影响下，股市整体低迷、估值中枢不断下移。一些基本面坚实的公司也被错杀，其中包括部分上市保险公司。

我们认为保险股（中国太保、新华保险、中国人寿）的估值走低一方面源自市场对于保险公司盈利能力的担忧，尤其是新业务价值增速放缓对保险股价值增速的压制。另一方面，更多是悲观情绪的释放或对宏观经济和不确定因素的过度担忧。我们认为市场过度担忧造成的低估值，反而给戴维斯双击夯实了估值基础，是为“起跳前的下蹲蓄力”。

当然不可否认的是，宏观经济对金融类企业影响很大，需密切关注。但我们更需要做的是拨云见日、浪里淘沙，识别出“优质”公司以及市场情绪催生的“低”估值。

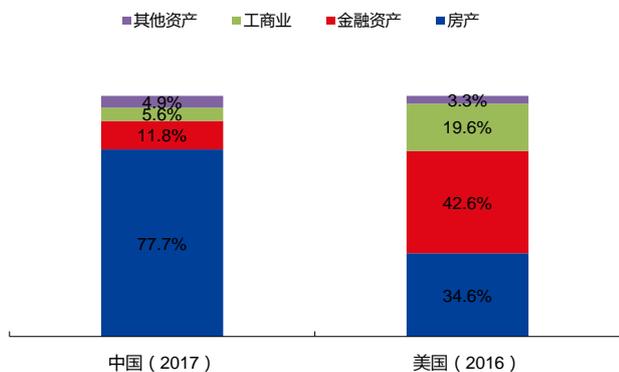
图 1：保险指数在 2018 年随大盘一起下跌于 2019 年初筑底后迅速反弹，但主要是平安拉动



资料来源：WIND, 华金证券研究所

(2) 靓丽业绩奠定了戴维斯双击的盈利基础。其次，我国经济发展步入新阶段前提不改，社会财富不断积累的同时，居民家庭金融资产配置较低（2017 年为 11.8%vs 美国 2016 年为 42.6%），加之老龄化加速到来和社会保障体系尚待完善。我国较低的保险密度和保险深度给予保险业务，尤其商业寿险仍然极具想象空间。政策扶持和居民持续提升的保险意识和保险需求为寿险业务奠定了确定性较高的盈利提升空间。我们认为目前 A 股市场已具备保险股形成戴维斯双击的沃土。

图 2：中美家庭资产配置对比



资料来源：广发银行、西南财经大学《2018 中国城市家庭财富健康报告》，华金证券研究所

图 3：寿险密度和深度表明我国寿险市场前景广阔



资料来源：瑞再，华金证券研究所

二、人身险：谋定而后动

(一) 与时间作伴，向持续的业绩增长要溢价

戴维斯双击的逻辑基础是在业绩不佳且估值较低阶段买入，待业绩回升同时逐步被市场认可、估值倍数快速提升，股价倍增时卖出。这样一来投资逻辑就可以归结为 1、未来业绩能否持续提升？2、目前估值是否足够低？估值问题我们在投资建议部分详细讨论。

1、长端利率再度进入下行周期，但利率对保险公司的影响非常复杂

无论何时，长端利率走向都是保险公司经营绕不开的话题。长期来看，在货币超发严重的现代社会，长端利率下行的时间远长于长端利率上行的时间。长端利率问题就像时刻悬于寿险公司头上的达摩克里斯之剑。这一情况下，我们认为把握趋势性下行过程中的结构性上升机会尤为珍贵。

长端利率下行，对寿险公司盈利形成压制效应。负面影响主要体现在：1) 保险责任准备金计提对险企盈利影响很大，长端利率下行将导致准备金计提压力增大，收缩保险公司利润空间。2) 从宏观层面来看，长端利率下行若再伴随经济增速下行，居民财富增速放缓，商业保险市场需求减弱，客观上也会导致保费增速放缓，保险公司负债端承压。3) 长端利率下行往往伴随着短期利率下行和新发债券票面利率降低，导致保险资金的增量（即 new money）和存量再投资部分投资收益率降低，保险资金投资收益边际上降低。

但保险公司也会调整运营策略，以抵御长端利率下行的负面影响。1) 保险公司通常会优化产品结构、改善盈利结构，提升高价值率产品占比；2) 保险公司可通过调低保险产品分红比例、结算收益率等，将利率下行的风险转嫁给保户；3) 保险公司也可谋求资产端或负债端扩张，通过规模扩张抵御收益率下行影响；4) 国际通行的做法是分散资产配置，通过业务全球化和资产全球配置抵御区域性利率变化的影响。

此外，保险公司持有大量债券等固定收益类资产，利率下行阶段，债券市值往往持续提升。虽然这类资产¹的市值波动大多不反映在保险公司当期利润报表上，但内含价值核算中确实会体现这部分资产的升值。分项来看：

（1）保险责任准备金计提压力预期将于明年显现

长期来看，我国长端利率或将持续震荡下行。但受益于 2017-18 年的较高利率水平，今年上半年十年期国债收益率 750 天移动平均上行 5.3bp。对于未来变化，我们采用悲观下行 50bp、中性保持目前水平、乐观上升 50bp，三种情景进行测算。我们预期 2019 年 750 天移动平均收益率仍处于上升态势中，拐点预期将出现在今年四季度或明年一季度，下行压力主要在明年体现。由此可以预见，2019 年保险公司仍处于责任准备金利润释放阶段。

需要说明的是，保险责任准备金计提只影响保险公司利润表，不影响现金流，对保险公司新业务价值、内含价值核算并无影响。从保险专业角度，我们认为保险公司的当期利润只能算扰动因素，投资保险公司还应紧盯价值。

¹ 指计入原会计准则计入持有至到期或 IFRS17 下计入 FVTOCI 的债券资产，新准则下 FVTOCI 项下资产按公允价值计量但变动计入其他综合收益，即仅影响资产负债表，不影响利润表

图 4：10 年期国债收益率与其 750 天移动平均线趋势



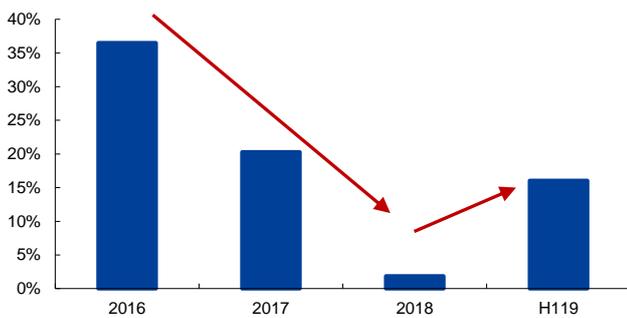
资料来源：WIND，华金证券研究所

(2) 受监管政策影响，行业保费增速仍处于回升状态

受回归保障本源、规范中短存续期人身保险产品等监管政策影响，2017、18 年保险业人身险保费收入增速持续下滑，由 2016 年的同比+37% 降至 2017 年的+20%，再降至 2018 年的+2%。H119 保险业人身险保费增速为同比+16%，显示保费业保费增速已进入回升状态。

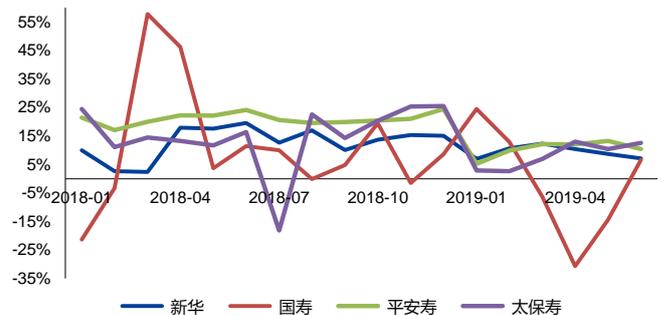
宏观经济压力对保险产品需求的抑制相对长期，中短期来看，主要上市寿险公司——太保寿险、平安寿险、新华保险 2019 年月度保费均保持平稳的双位数增速。

图 5：保险业人身险保费收入增速



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 6：主要上市保险公司月度保费（非累计值）同比增速

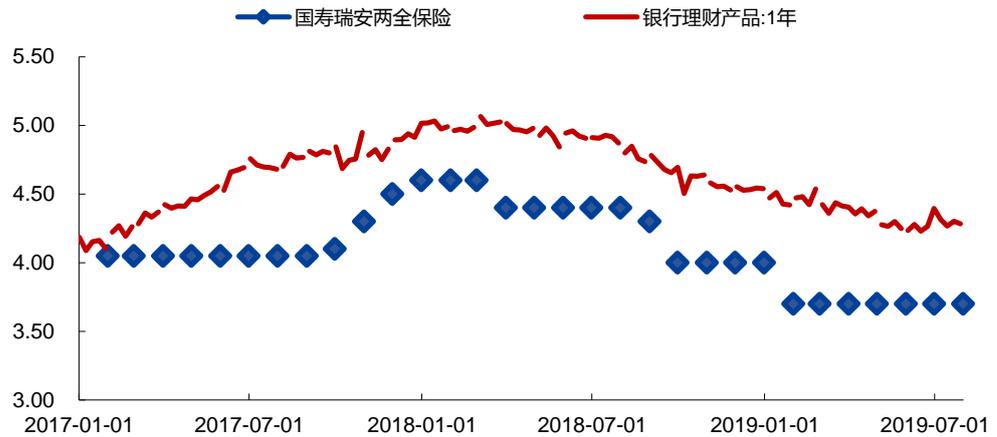


资料来源：WIND，华金证券研究所

(3) 主动收缩高预定利率产品，保险公司有能力将利率下行的风险转嫁给保户

利差是保险公司重要的利润来源。在利率下行周期，保险公司可以通过调整保险产品结算利率将利率下行的风险转嫁给保户。以中国人寿瑞安两全产品为例，2019 年预期收益率已由 2018 年四季度的 4.00% 再度降至 3.70%。

图 7: 国寿瑞安两全保险



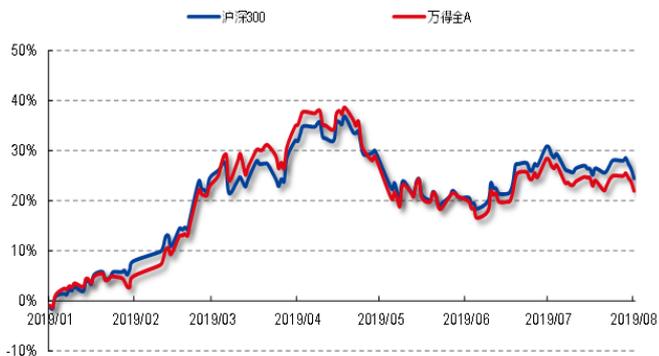
资料来源: WIND, 华金证券研究所

此外, 利率下行趋势下, 为应对利差益缩小风险, 保险公司或主动以低利率定价产品来维持利差。虽然, 这样的保险产品吸引力降低或引发保费增速放缓, 但保险产品结构调整至多带来短期阵痛, 长期利于保险产品结构优化。我们预计目前市面上主流的 2.5%、3.5%、4.025% 预定利率保险产品, 未来利率结构将越来越显著的呈现纺锤形。4.025% 预定利率的产品或面临保险期限限定等条款约束, 不排除退出市场的可能; 主流的 3.5% 保险产品进一步扩大, 未来定价利率中枢或小幅下移。

2、投资端：权益类投资改善、债券投资好于预期

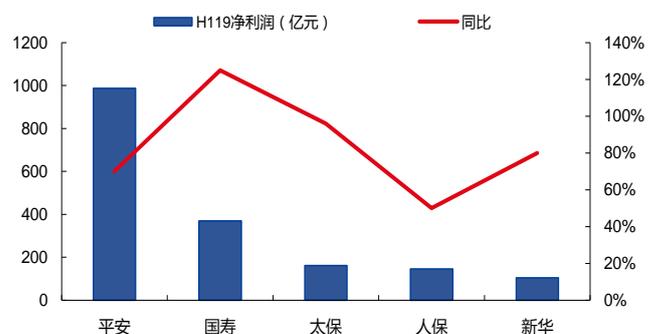
今年以来, 股市回暖成业绩大幅增长主要推手。利差目前仍是保险公司最主要的利润来源, 所以投资端对保险公司当期利润的影响十分重要。保险资金总有持续的增量净流入, 是我国股市重要的机构参与者。受益于增量资金配置需求, 市场底部时保险公司势必增加部分仓位 (比例或下降, 但绝对规模不断提升)。今年上半年万得全 A 录得 27.07% 的涨幅, 沪深 300 录得 24.68% 的涨幅。受益于一季度股市景气的大幅回升, 权益类资产投资收益大幅提振下, 上市保险公司中报靓丽, 净利润增幅普遍在 50% 以上, 中国人寿高达 115-135%。

图 8: 今年以来股市沪深 300 与万得全 A 走势



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 9: 主要上市保险公司中报净利润同比大幅增长

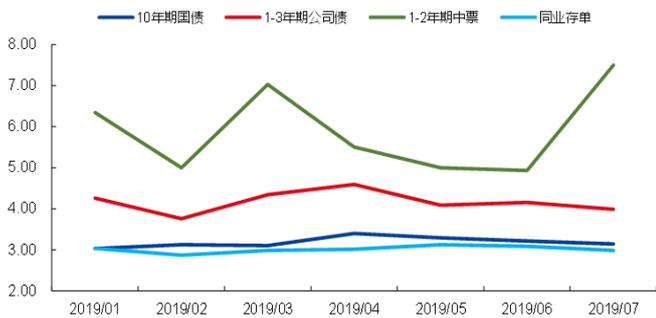


资料来源: WIND, 华金证券研究所

保险由于业务特殊，资金运用有严格的监管和限制，约 75% 的投资资产配置在债券等固收类产品。考虑到利率走向对于保险公司投资端的重要性，利率下行无疑会增加市场对险资投资收益边际下行的预期。

然而，从利率端的实际表现来看，2019 年无论国债、公司债、中票、短融、同业存单票面利率均未出现显著下行迹象。中债总全价指数走势也呈先降后升、整体走平态势。因此我们认为在央行坚定不搞大水漫灌的情况下，市场只会出现结构性的利率变化，市场对保险公司投资端受无需过度担忧。

图 10：2019 年以来国债、公司债、中票、同业存单利率均较平稳



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 11：中债总全价指数走势也呈先降后升、整体走平态势



资料来源：WIND，华金证券研究所

3、手续费及佣金税前扣除比例提升

今年各大险企中期业绩预增纷纷大幅超市场预期，另一重要原因是**保险公司手续费及佣金扣除比例上限提升释放出的费差益**。

今年 5 月 28 日财政部、国税总局刊发公告称，保险企业经营活动发生的手续费及佣金支出，不超过当年保费收入（扣除退保）18% 的部分予以税前扣除，超过部分结转以后年度扣除。此处有两个变化，一是手续费及佣金税前扣除比例提升至 18%（之前人身险 10%，财产险 15%），二是超过部分允许往后结转扣除。这一税优政策对保险公司的利润有明显的释放作用。

此次税前扣除比例的提升是在 2009 年调整基础上改进的，彼时人身险扣除比例 10%，财产险扣除比例 15%，再往前则分别是 5% 和 8%。可以看到，提升手续费和佣金扣除比例实际上给保险公司一步减负，正体现了获客成本不断提升下，监管机构对于保险行业增强保障属性的支持。

我们通过测算 2018 年上市险企此次税优政策的受益大小大致推算对整个行业的影响。基于 2018 年数据，寿险企方面平安寿、新华寿、太保寿、国寿、人保寿分别增厚 11%、23%、17%、46%、97% 利润，产险方面人保产、平安产、太保产分别增厚 12%、10%、13% 利润幅度。

从新华保险和中国太保 2019 年中期业绩预增公告来看，其手续费及佣金扣除比例带来的税优增厚利润幅度分别在 30-40% 左右，基本符合我们的测算²。

表 2：2018 年国内保险企业利润改善（单位：百万元）

中国人寿	太保寿险	平安寿险	新华保险	人保寿险	平安产险	太保产险	人保产险
------	------	------	------	------	------	------	------

² 两家公司均将手续费税收政策变化计入非经常性损益，对应中报业绩估计增厚 30-40%，对应全年预期将变为 15-20%。

	中国人寿	太保寿险	平安寿险	新华保险	人保寿险	平安产险	太保产险	人保产险
保费收入	535,826	202,414	472,359	122,286	93,717	247,526	117,808	388,769
退保金支出	116,229	12,641	21,539	33,039	60,165			
保费收入减退保金	419,597	189,773	450,820	89,247	33,552			
手续费支出	62,705	32,863	83,949	16,708	7,953	49,337	23,408	74,036
旧比例人身 10%/财产 15%	20,745	13,886	38,867	7,783	4,598	12,208	5,737	15,721
新扣除比例 18%	-	-	2,801	644	1,914	4,782	2,203	4,058
利润增厚	5,186	3,471	9,016	1,785	671	1,856	884	2,916
节税前利润	11,395	20,317	81,259	7,922	690	19,515	6,679	24,262
增厚幅度	46%	17%	11%	23%	97%	10%	13%	12%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

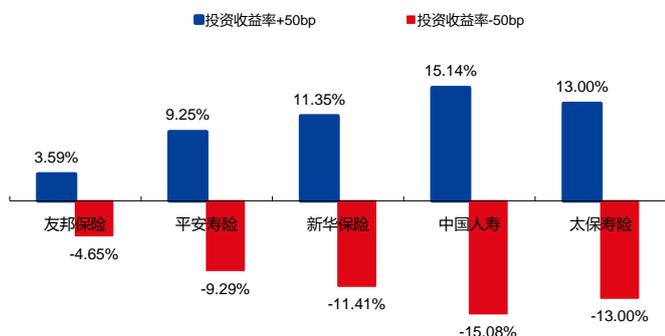
4、向友邦靠近的核心逻辑在于利源结构

保险的本源在于保障，由此锚定保险公司的利源结构³。保险归根到底还是以保障风险引发的损失最小为初衷，投资、利差只是保险业务的补充功能之一。厘清保险行业的这条主线，也就能帮助我们看清保险股的估值之路。

拨开繁复的保险产品迷雾，以友邦为锚或许是国内寿险公司摆脱利差依赖最坚定的方向。从上海走出的友邦至今正好百年历史，作为深耕香港辐射亚太面向全球的一家优秀保险公司，友邦深谙保险经营之道。尽管行业天花板的说法一直萦绕在投资者之间，但这并不影响市场给予友邦 1.8x-2.0x P/EV 的高估值。究其原因，友邦持续稳定的利润创造为市场提供了确切的“信号”，与市场形成良性互动，从而高估值得以维持。

稳定的死差益是友邦较强内在造血能力的源泉。友邦稳定的业绩在于其稳定的利润结构，不同于内地险企主要依靠利差驱动的模式，友邦利润的来源主要是死差和费差。死差可以反映出寿险公司优秀的精算定价能力，费差则可以体现其精细的企业运营。友邦稳定的死差益赋予其强大的造血能力，正是这种内在生长能力得到了市场的一致认可。从盈利模式来看，基于承保盈利的负债驱动模式更加稳健，而追求短期投资收益的资产驱动模式正面临风险暴露的可能。

图 12：国内险企与友邦的投资收益率敏感性分析



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：友邦走出独立行情(对比前文 17 年前保险与沪深 300 走势)



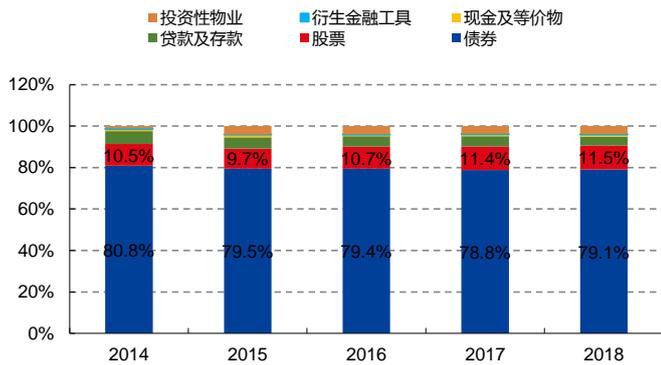
资料来源：WIND，华金证券研究所

³ 利源结构即死差、费差、利差贡献占比

我们通过测算保险公司新业务价值受投资收益率波动性，可以看出保险公司对于利差的依赖性到底有多大。由于国内上市保险公司仅平安一家披露利源结构，因此我们采用投资收益率敏感性分析，从另一角度反映保险公司的业务结构。通过测算，友邦新业务价值敏感度在[-5%，4%]之内，平安寿险则直接扩大一倍至[-10%，10%]，其他险企的波动程度更大。由此可见国内保险公司利源结构较友邦仍有较大差距。

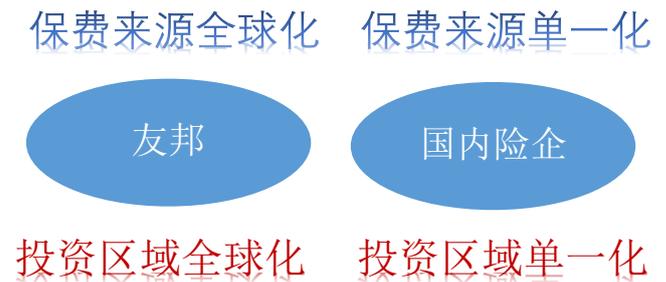
此外，友邦在业务全球化和资产全球配置方面也值得国内保险公司学习。资产和负债的全球化可有效规避多数区域性的系统性风险。

图 14：友邦投资结构图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：友邦投资全球化极大地分散了风险



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）健康险：人身险的下一个利润增长点？

1、H119 健康险保费收入增速 32%，预期重疾定义修改后更快

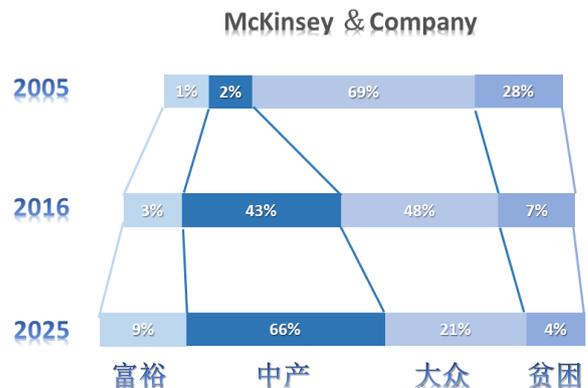
健康险自 2012 年以来发展迅猛。健康险近年来发展迅猛，2012 年开启加速上行通道，原保费收入从 2011 年的 691.72 亿元大幅增长至 2018 年的 5448.13 亿元，2011-2018 年 CAGR 高达 34%，增幅显著高于同期人身险总原保费收入的 15%。从健康险占人身险比重来看，2018 年占比增至 20%。

图 16：健康险原保费 2012 年启动加速增长（单位：亿元）



资料来源：银保监会，华金证券研究所

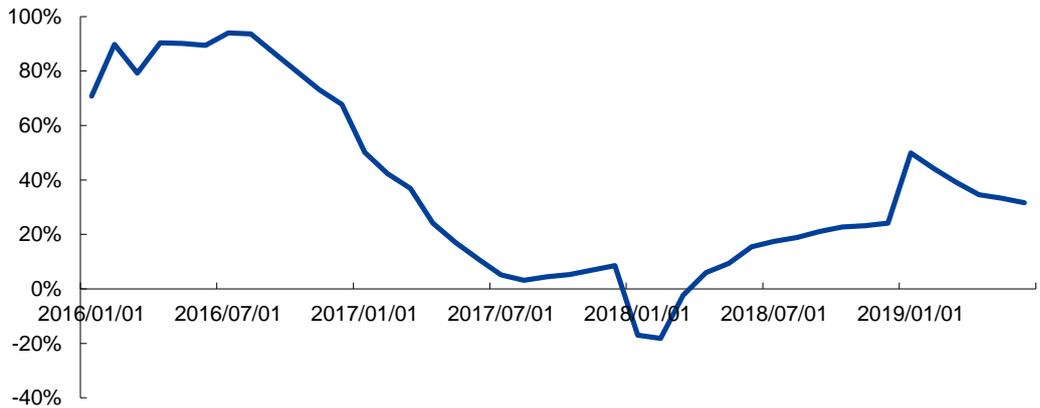
图 17：我国新中产阶级进一步壮大



资料来源：麦肯锡，华金证券研究所

2017 年至 2018 年初，健康险同样经历了月度保费增速下滑，Q218 开始回升，目前维持在 30%左右。2019 年上半年健康险原保费收入已超过车险，成为我国第二大险种。随着我国居民财富的积累，特别是城市化进程中中产阶级的壮大，以重疾险为排头兵的健康险市场需求稳步提升，有望推动整体健康险保费规模平稳增长。我们继续看好健康险保费的快速提升，主要基于需求端与供给端的双重推动。

图 18: 健康险月度保费年度累计值同比增速

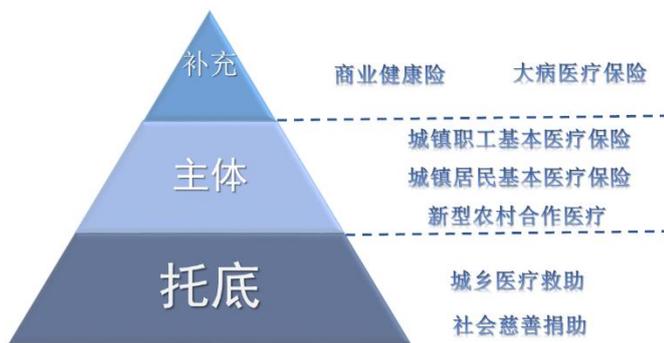


资料来源: WIND, 华金证券研究所

需求端：医疗健康支出有政策推动商业健康险覆盖

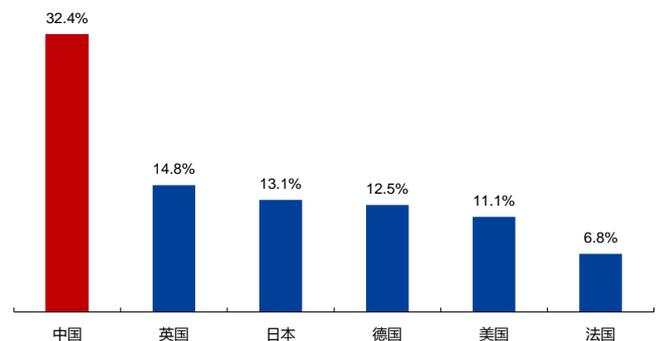
医疗健康费用支出随着我国人口老龄化加剧而出现快速增长的趋势已得到市场普遍认同。2016 年 10 月底国务院印发的《“健康中国 2030”规划纲要》明确提出，至 2030 年个人卫生支出占卫生总费用的比重降至 25%左右，而据世卫组织 2015 年统计数据显示，我国个人医疗自费支出占总支出的 32.4%，显著高于主要发达国家，除去建立更为完善、覆盖面更广的基本医疗保险外，亟需商业健康保险的补充。

图 19: 我国社会医疗保障体系



资料来源: 安永《中国商业健康险白皮书》，华金证券研究所

图 20: 我国个人医疗支出占比远高于发达国家



资料来源: 世界卫生组织 (2015)，华金证券研究所

商业健康险的发展离不开顶层制度的设计与落地，2014 年我国首次为商业健康保险做出顶层设计，国务院印发《关于加快发展商业健康保险的若干意见》。《意见》指出，商业健康保险赔付占卫生总费用比例显著提升，但至 2018 年仍在 2%左右，远低于发达国家 10%的水平。

供给端：低渗透率下长险占据行业主导

尽管自 2012 年开始，我国健康险业务步入加速增长阶段，但我国健康险的密度和深度较发达国家仍有较大差距，截至 2018 年底我国健康险密度为 390 元/人、深度为 0.61%。而从健康险市场份额来看，目前中资人身险企占据 82.8% 的市场份额、中资财产险为 8.9%、外资人身险为 8.2%、外资财产险为 0.1%。

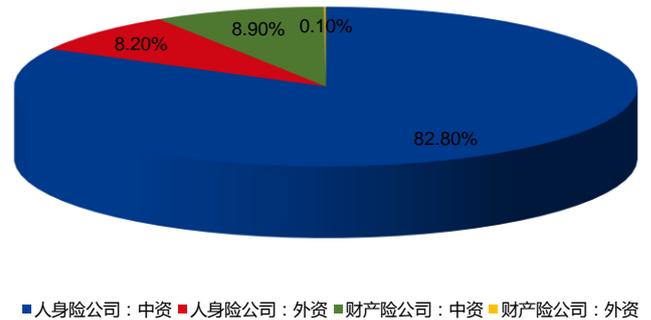
根据监管要求，财产险公司主要售卖的是一年期内的健康险，长险多为人身险公司产品。从上市保险公司披露的保费收入来源来看，健康险中长险占据主导地位。

图 21：我国健康险密度和深度仍处于较低水平



资料来源：保险业协会《中国商业健康保险报告》，华金证券研究所

图 22：我国健康险原保费公司份额



资料来源：保险业协会《中国商业健康保险报告》，华金证券研究所

重疾险定义修改打开健康险行业发展新篇章，将有效优化保障范围。健康险主要囊括四大险种——医疗保险、疾病保险、收入保障保险和护理保险，其中重疾险占据主导地位。2019 年 3 月 18 日银保监会下发《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》，重疾险定义修改先行，正式拉开了健康险法律界定修改的序幕。有关重疾险的修订行业内早有讨论，导火索在于甲状腺癌的高发与高治愈率加大了保险公司赔付负担。

实质上目前我国使用的仍是 2013 年编制的首套重疾表《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2006-2010）》，随着我国经济社会的迅速发展，医疗科技水平不断提升，人们面临的疾病环境已发生较大变化。甲状腺癌只是其中一个典型的例子，目前来说甲状腺癌检出率高、治疗费用较低，已不太像传统意义上的重大疾病。

重疾险修订利好综合实力强大的头部寿险企与深耕细分领域的健康险公司。随着医疗水平的提升，我国重疾定义及经验发生率的修改也将动态跟进，建立长效机制。我们认为重大疾病经验发生率的修订将为重疾险的开发提供更为科学的支撑，未来在定价层面保险公司将更精细，健康险产品设计整体也将精细化。拥有完备精算人才和数据库支撑的龙头险企及深耕某细分险种领域的健康险公司将受益。此外，龙头险企在对消费者的增值服务中更占优势，绿色通道、在线问诊、海外就医等增值服务逐渐成为抢夺健康险中高端用户的核心竞争要素，我们认为这些核心要素下沉至大众用户或将打开更为广阔的市场空间。

重疾定义的修改或许给龙头公司提供了窗口发展期。根据工作安排重疾表的工作预计于明年 5-6 月，重疾核心病种或于今年公布。窗口期行业保费仍保持较高增速，对比来看龙头公司（平安）增速高于行业。我们认为除去龙头公司优于行业的因素外，还包括窗口期诸多中小险企放慢重疾险销售节奏，龙头公司基于更强的风险承受能力可以有效抓住窗口发展期。

图 23: 健康险月度累计保费收入



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 24: 平安健康险公司月度保费收入



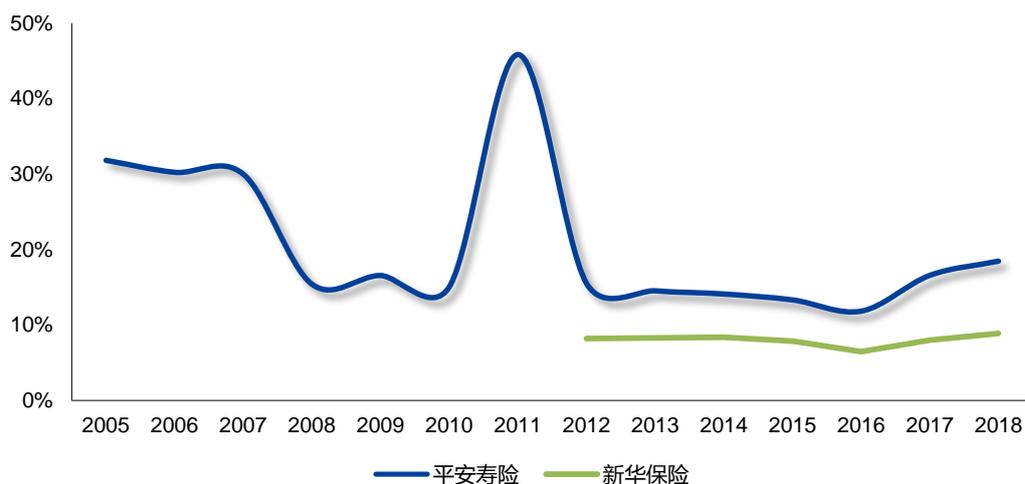
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

2、龙头险企提前布局，先发优势明显

险企龙头早已布局健康险。健康险市场如此之大、发展势头迅猛，国内险企龙头也早有布局。从健康险的销售渠道来看，财产险公司贡献约 10%的保费收入，寿险公司贡献约 90%的保费收入。考虑到上市险企均为行业龙头，在保险行业中占比较高，我们通过上市险企的健康险保费历史数据来观测其是否做到提前布局。

以平安为例，我们取平安长期健康险保费，看其占人身险公司健康险保费比重。可以看到的是，平安在 2011 年开始大力发展健康险业务，2012-2013 年行业迎来爆发，竞争加剧阶段平安有效抵御住了冲击，仍保持 15%-20%的市场份额。新华保险也一直将健康险作为重点业务，自 2012 年以来一直维持 8%左右的市场份额。考虑到新华原保费收入仅为平安寿险的 1/4，而健康险约占平安的 1/2，我们认为若健康险业务快速发展，新华更为受益。

图 25: 平安寿险长期健康险保费占人身险公司健康险保费收入比重

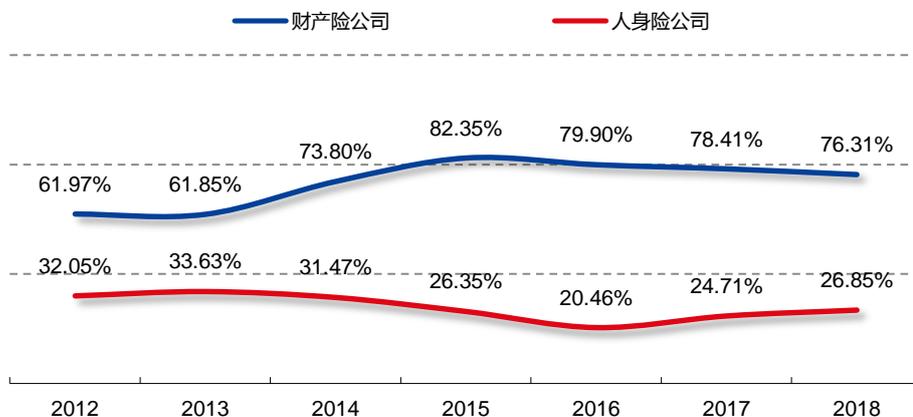


资料来源: 公司公告, 国家统计局, 华金证券研究所

短期健康险产品或迎红海搏杀。2016 年“百万医疗保险”横空出世，财产险企业纷纷跟风推出一年期费用补偿型医疗保险，健康险产品遍地开花。我们认为，财产险公司主推的百万医疗保险产品，由于其高可复制性，借助互联网流量能有效实现产品的扩散。但是相对于寿险公司完

备的人身健康大数据支持，财产险公司的数据匮乏使得其定价处于劣势。此外，产品的高度同质化以及落后于寿险企对于人身险赔付流程的管控，导致赔付金额居高不下。人身险公司的赔付占比稳定在 25% 左右，而财产险公司的赔付占比已经超过 75%。

图 26：人身险公司与财产险公司健康险产品的赔付占保费收入比



资料来源：公司公告，国家统计局，华金证券研究所

3、打通健康管理闭环或是行业下一城

行业发展空间大并不代表竞争缓和。短期健康险产品竞争十分激烈，头部险企要想在竞争中寻求突破，唯有跳出保险的思维去考虑。具体来说，投保的低频以及风险的后置是限制保险公司进一步发展的桎梏，将保险需求充分挖掘、主动管控风险可以成为保险企业的新思路。这一思路下，健康管理闭环正是平安等头部险企所做的新布局。

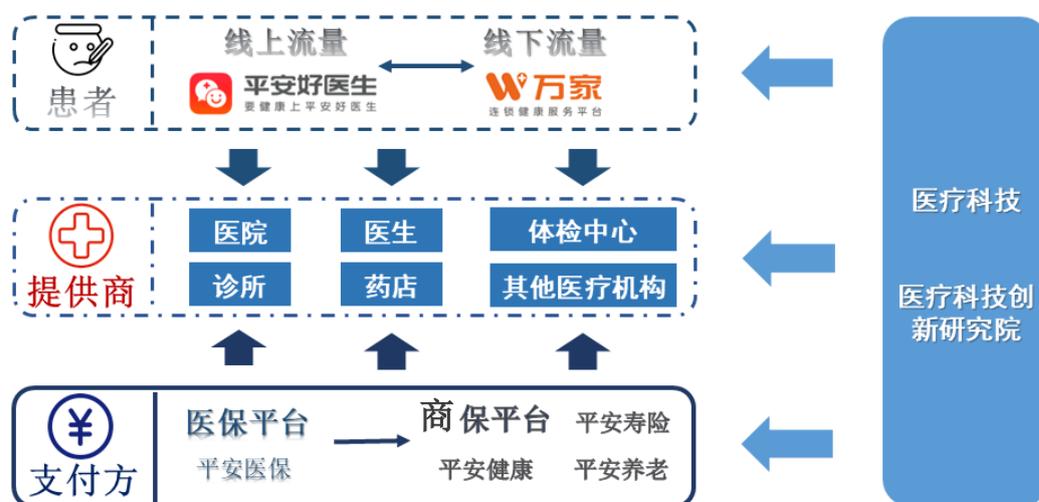
健康闭环利好有实力打造大健康产业的龙头险企。龙头险企有着充足的资本实力和利益诉求，打造健康闭环的同时可以有效降低成本，完善保险赔付流程，通过健康体检、定期护理将风险前置，做到风险规避或者风险及时处理。

以平安为例，平安五大生态圈之一的医疗健康生态圈，通过流量端和支付端切入，构建出“患者-提供商-支付方”的综合模式。流量端来看，平安好医生通过提供医疗健康服务成为流量入口，以高频次健康管理带动低频次医疗服务。支付端来看，平安医保科技通过连接参与医疗健康的各方，为医疗健康产业上下游的服务商乃至 C 端用户提供一系列智能化解决方案，提供账户管理等服务。

中小型保险公司则可以寻求第三方专业健康管理平台合作，由第三方健康平台与医院对接，打造“保险公司+专业健康管理平台+医院”的闭环，健康管理平台可以提供健康护理、体检等服务，打通疾病预防、中期治疗、后期护理全流程。

我们认为闭环的健康险发展模式可以做到全流程跟踪，极大地解决了以往保险产品靠价格竞争的弊病。以客户为中心、降低健康风险，提升客户归属感和粘性，才能使得公司的发展更为持久。

图 27：平安医疗健康生态图



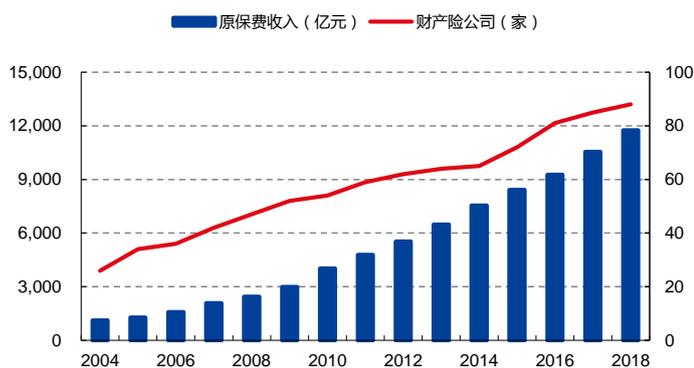
资料来源：安永《中国商业健康险白皮书》，华金证券研究所

三、财产险：激烈竞争格局尚未出现改善迹象

(一) 至暗时刻静待黎明

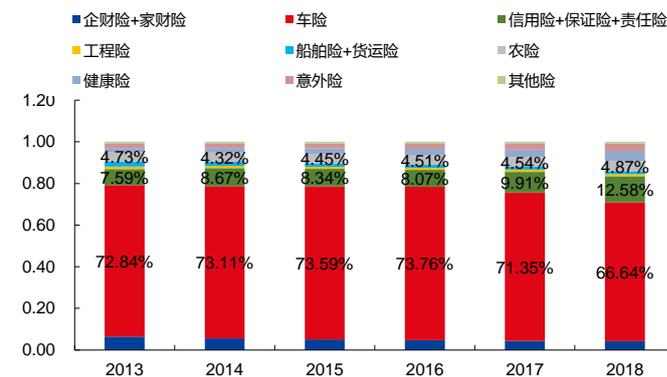
财产险行业竞争激烈，车险占据约 73%⁴左右的保费市场份额。财产险行业由于各险种赔付责任的界定在保险公司之间基本一致，保险条款设置的灵活性较小，价格战似乎是财产险业务抢占市场最有效的手段。尤其在我国的商车费改的过程中，车险业务深陷价格战，完全违背了商车费改的初衷。

图 28：财产险原保费收入走势



资料来源：银保监会，华金证券研究所

图 29：财产险公司原保费收入结构图



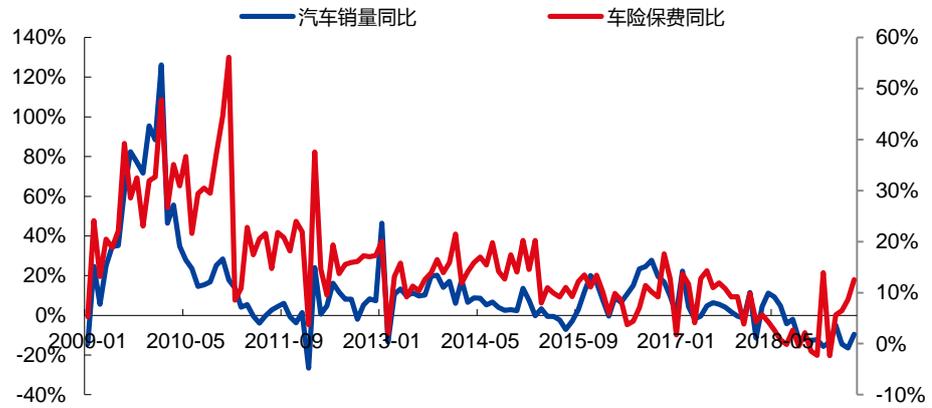
资料来源：国家统计局，华金证券研究所

汽车销量持续下滑，我们担忧车险保费收入也将负增长。从汽车销量和车险保费收入历史数据比较来看，两者呈高度正相关关系。车险保费增速通常比汽车销量同比变动滞后 3-12 个月。

财产险公司保费收入中剔除健康险和意外险

考虑到 2018 年 7 月以来，汽车销量同比持续负增长，我们担忧 2019-20 年车险保费收入也将出现负增长，进而导致财产险保费收入增速下滑。

图 30: 汽车销量与车险保费高度正相关

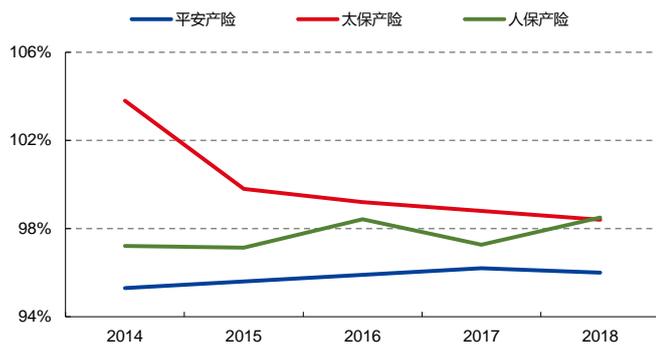


资料来源: WIND, 华金证券研究所

行业综合成本率长期居高不下，目前尚未显示出缓和迹象。财产险行业竞争激烈的另一体现是综合成本率长期居高不下。虽然三大上市险企产险业务的赔付率最近 5 年呈下滑态势，但综合费用率提升压力不减。

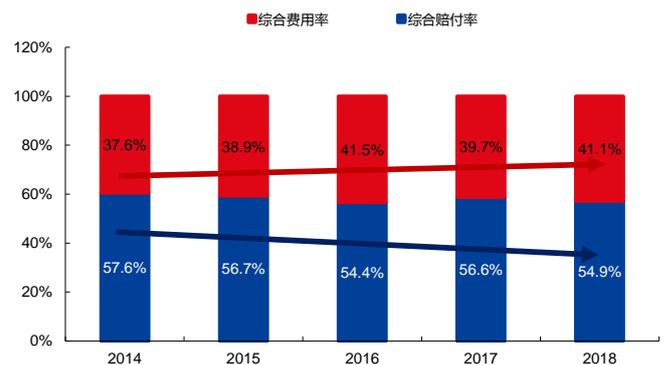
以平安产险为例，最近 5 年综合赔付率下滑了 2.8pct，但同期综合费用率上升了 3.5pct。这一现象在人保财险也可看到，赔付率下降但费用率提升，导致综合成本率缓慢增加。太保产险综合成本率处于持续改善中，主要是 2014 年综合赔付率高达 68%，导致当期承保亏损。2014 年以来太保一直在严控费用和赔付，但激烈竞争下费用率仍提升了 6.4pct。

图 31: 上市险企综合成本率 (产险)



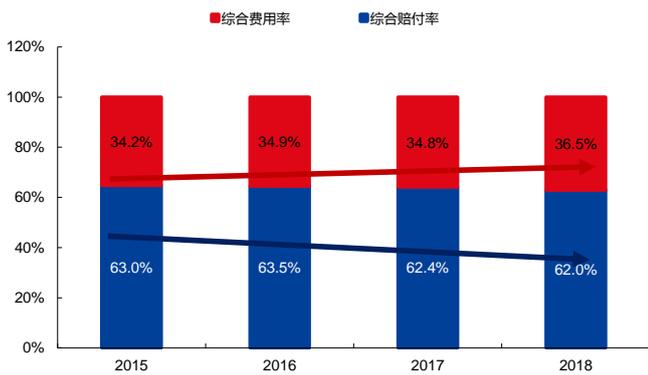
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 32: 平安产险综合成本率构成



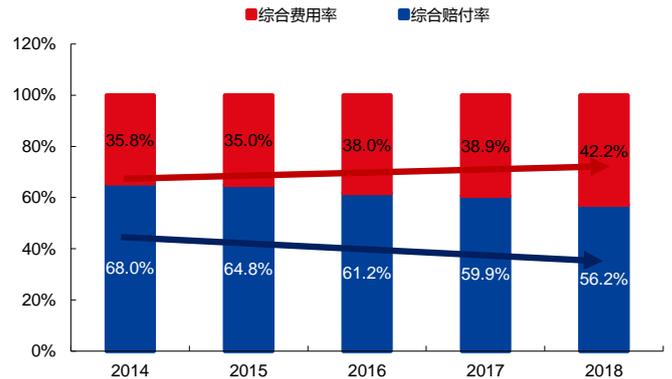
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 33：人保财险综合成本率构成



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 34：太保产险综合成本率构成

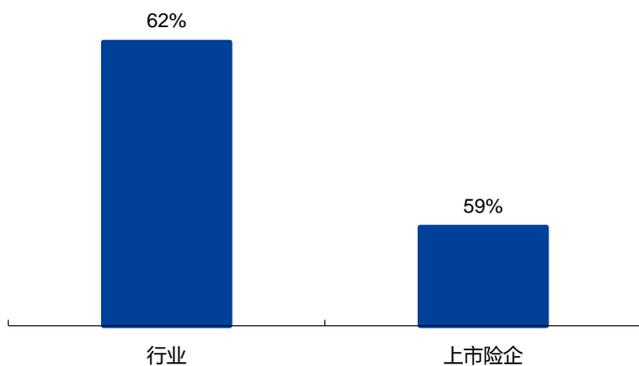


资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们认为财产险公司综合赔付率和综合费用率的相反走势，验证了商车费改下行业价格竞争由产品定价转移至费用端的现象。2018 年 7 月银保监会发布《中国银保监会办公厅关于商业车险费率监管有关要求的通知》，要求财产险公司报送银保监会的手续费用必须和实际执行一致，“报多少、给多少”即“报行合一”。旨在遏制保险公司暗中返点给保险经纪公司继续进行价格战的行为。我们期待“报行合一”将车险业务拉回正轨。但我们认为价格指导不如放开市场定价，让市场充分竞争、出清或许更有效。

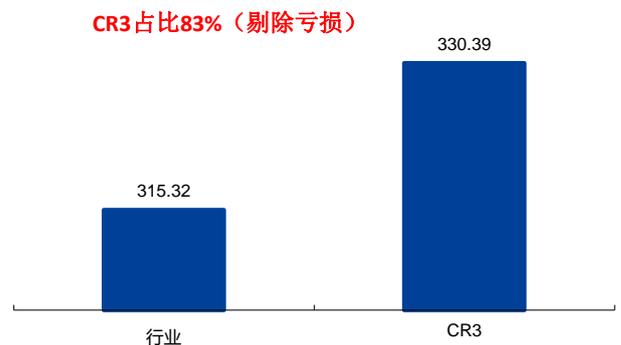
综合成本率高企使得财产险公司承保盈利不佳甚至亏损，投资端压力可想而知。我们选取 2018 年的经营数据，看国内 86 家财产险公司（剔除出口信用和安邦产险）的盈利状况。数据显示，2018 年财产险行业整体赔付率高于上市险企，上市险企处于行业龙头地位，具有规模优势和更强的资本实力、品牌效应。此外，上市财产险企的净利润处于整体财产险企前三，占据行业利润的 83%（剔除亏损），其中人保 41%、平安产 33%、太保产 9%，三者利润和大于行业整体，2018 年我国 86 家财产险企中仅 50 家实现盈利，36 家亏损。

图 35：我国财产险公司整体赔付率与上市险企对比



资料来源：中国保险业协会，华金证券研究所

图 36：我国财产险公司盈利状况（CR3 人保产、平安产、太保产）



资料来源：中国保险业协会，华金证券研究所

（二）破而后立的可能性

我们认为目前财产险行业的困境核心在于产品同质化导致价格战，引发的格局恶化，大部分中小财产险企处于承保亏损状态。利润集中度高不完全是马太效应下龙头公司的优势显现，也是行业内中小公司亏损而扭曲了数据表现。目前财产险行业还看不到困境改善的迹象，但我们将密切关注以下几个破局点：

破局点一，放松保险产品管制，差异化发展，赋予行业活力。我们期待监管层可以放开保险条款、赔付责任、核心精算假设的限制，赋予财产险公司更多产品设计的灵活性。保险本身就是管理风险、核算风险的业务，风险定价能力才是保险公司的核心竞争力。监管过细反而限制了保险专业能力发挥的空间，阻碍了保险产品的多样化和差异化。我们认为应鼓励保险公司跳出同质化桎梏，寻找各自擅长、可控的领域，在差异化中依靠专业实力充分竞争。

破局点二，明确承保亏损不可持续，投资收益不确定性强。近年来财产险公司不断新设，新财产险公司为了生存只能不遗余力、不惜代价地扩大业务规模。支撑他们运转的动力主要源于财产险公司可通过承保获得保费，然后通过投资收益覆盖承保亏损，依靠整体盈利持续经营下去。考虑到我国股票市场剧烈波动、债券市场违约增加、非标市场流动性不足的大环境，我们认为上述商业模式很难持续。所以破局的第二点应在于加强中小保险公司股东和管理团队教育，明确承保亏损不可持续，依靠投资收益面临极大的不确定性。我们建议建立良性退出机制，让持续承保亏损的小财产险公司有序退出市场。

破局点三，审慎增资，让承保亏损无以为继。中小财产险公司能够持续进行价格战的另一动力来源于股东增资或引入新战略投资，持续输血。2018年共有36家险企进行了增资，总额近650亿，其中人身险公司17家、财产险16家和再保险3家，增资主体集中分布在中小型公司。2019年上半年又有7家增资获批，7家都是中小保险公司。增资原因多实为了满足偿付能力充足率的最低监管要求，也有的是为了业务扩张储备资本。但归根到底，输血之后中小财险公司又有了再战之力，产品同质化问题不解决，价格战预计将难以停歇。

四、投资建议：继续看好寿险，业绩为矛、估值为盾

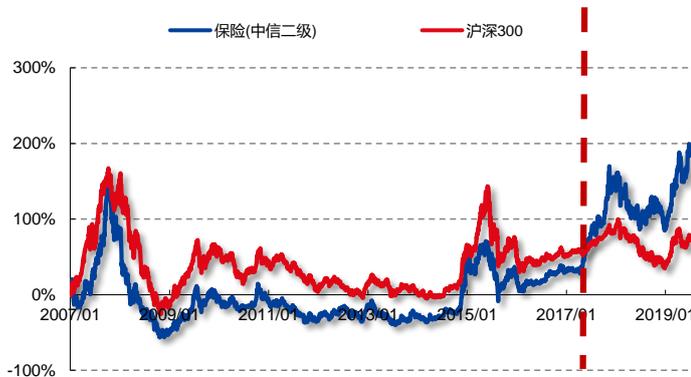
我们认为目前时点正是布局戴维斯双击的阶段。无论从历史对比还是横向同业对比，A股上市保险公司估值偏低（平安估值水平高于其他几家，但仍在合理区域），具备较好的防御属性。其次中报业绩靓丽，下半年受益于责任准备金利润释放、债市投资好于预期、税费优惠，预期业绩将保持高增长；再次预期下半年完成重疾险定义修订，保障范围有效优化下健康险保费收入增速或再提升。最后，随着保险公司深度回归“保障本源”，保障类产品占比提升下，新业务价值率进一步升高，配合减税降费，我们预计2019年上市险企新业务价值将由去年的个位数增长甚至负增长回升至双位数增长。继续看好新华保险和中国平安。

关于合理估值水平的讨论

保险股走出独立行情，但也出现分化。2017年可以看做保险板块的拐点，行业倡导回归保障本源，行业竞争格局趋缓、大型保险公司产品结构改善，保险股开始走出独立行情。2017年以来保险板块（中信二级）累计涨幅115.04%，大幅跑赢沪深300的12.12%。但上市保险公

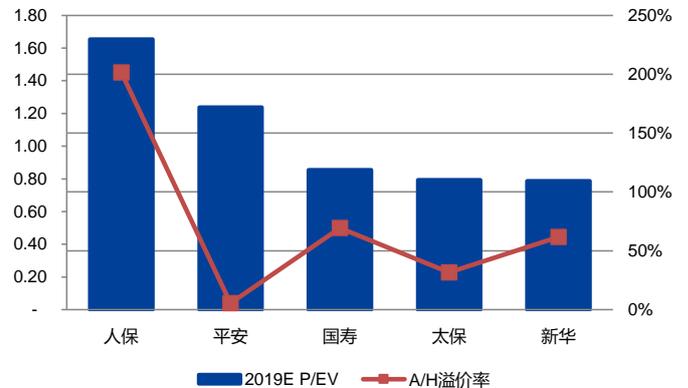
司的估值也出现了分化，中国平安 2019E P/EV 1.24x，中国人保 2019E P/EV 1.65x，两家公司的 P/EV 估值水平显著高于中国人寿 (0.85x)、中国太保 (0.79x) 和新华保险 (0.79x)。

图 37: 2017 年来保险走出独立行情大幅跑赢沪深 300



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 38: A 股上市保险公司 P/EV 与 A/H 溢价率比较



资料来源: WIND, 华金证券研究所, 注: 股价使用 2019/8/7 收盘价

参考历史数据纵向比较, 目前多数保险股估值处于偏低区间。我们将进一步讨论 A 股上市保险公司的估值水平是否合理的问题。拉长时间窗口看, 从上市以来数据看, 四家⁵A 股上市保险公司均处低位。从最近十年的数据来看, 中国平安刚跨过 1/2 分位, 处于历史中位水平、新华保险处于后 20%分位、中国人寿处于后 15%分位、中国太保处于后 5%分位。拉近时间窗口从 2017 年开始来看, 目前中国平安位于前 25%分位、新华保险和中国人寿处于后 40%分位、中国太保处于后 20%分位。

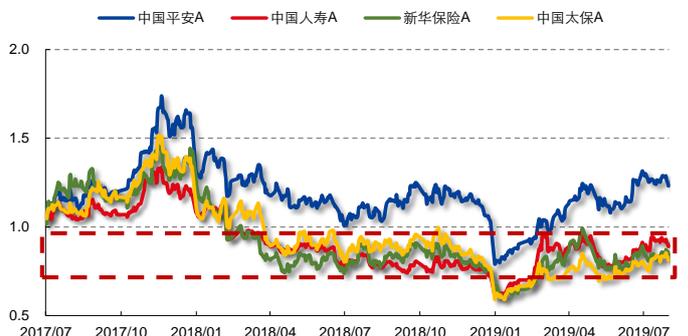
当然, 市场是灵敏有效的, 今年以来一系列利好助推保险股走出一波上涨行情。但我们认为, 目前估值水平并没有完全反映所有利好因素, 或者说保险股的失地尚未完全收复。整体而言, 我们认为目前保险股仍处于“便宜”区间, 尤其中国人寿、中国太保、新华保险仍低于 1.05x 左右的过去 5 年平均水平, 三家公司过去 3 年的历史平均也在 0.95x 左右。值得注意的是, 2017、18 年保险业处于新业务价值增速持续下滑态势, 2019 年已回升, 理论上估值中枢应上移。

图 39: 上市险企最近 10 年 P/EV 趋势图



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 40: 上市险企最近 3 年 P/EV 趋势图



资料来源: WIND, 华金证券研究所

参考友邦横向比较, A 股寿险公司估值仍有提升空间。友邦的确是一家优秀的保险公司, 但友邦的发展离不开其独有的区域和历史环境。友邦也经历了上市后逐步被市场认可, 估值倍数逐

⁵ 不含中国人保 A, 次新股, 估值水平难以讨论

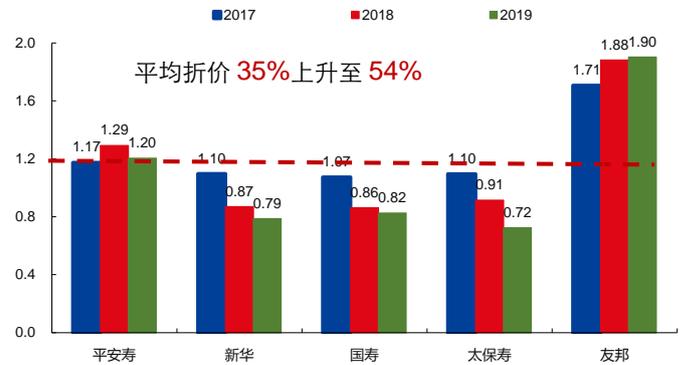
步提升的过程。可以说友邦作为估值标杆是与其坚实的业绩为基础的。友邦 2019 年 1-7 月加权平均 P/EV 1.9x，估值远高于平安、新华、国寿、太保。目前，国内险企（平安、新华、太保、国寿）的估值相对友邦平均折价已由 2017 年的 35% 上升至 54%。虽然我们认可友邦优秀的商业模式和利源结构，但国内险企业绩较好、前景更广阔，大幅折价显然是不合理的。

图 41：友邦保险上市以来 P/EV 估值变化



资料来源：WIND，公司年报，华金证券研究所

图 42：上市险企加权平均 P/EV 与友邦对比



资料来源：公司公告，华金证券研究所，注：2017、18 使用当年度加权平均 P/EV，2019 年使用 1-7 月加权平均。平安、太保非寿险业务已按 1xPB 扣除

风险提示

我们认为投资保险业主要面临以下风险：1) 长端利率下行速度超预期；2) 监管趋严，或导致行业竞争加剧的政策推出；3) 股市债市大幅波动导致投资收益不达预期；4) 保障型产品售卖不及预期；5) 宏观经济放缓超预期，居民收入减少导致保险产品市场需求不足等。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn