

分析师：费瑶瑶  
执业证书：S0380518040001  
联系电话：0755-82830333 (107)  
邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：黎云云  
联系电话：0755-82830333 (125)  
邮箱：liy@wanhesec.com

## 寿险业负债端短暂承压但长期空间犹在

主要观点：

**国内寿险行业目前处于监管趋严及回归保障阶段。**寿险行业经历了90年代复苏发展行业经营经验不足、迈入2000年银保渠道与偏投资理财类保险产品得到发展、2008年金融危机后行业面临增速放缓、2014年开始代理人考试取消后代理人规模进入快速增长阶段、2017年开始行业监管趋严及回归保障等五个阶段。2018年行业受监管趋严以及多数公司主动调整产品销售结构的影响，原保险保费收入同比增速降至仅1.87%。2019年上半年行业增速回暖，升至16.05%。健康险业务保持高速增长，行业销售产品结构向偏长期保障型产品转型。

**寿险行业负债端在过去经历了快速增长，行业集中度较高。**保险代理人规模高速增长是过去负债端增长的重要推动因素之一。2018年按原保险保费收入计，前六大寿险公司和中国前九大寿险公司的市场份额分别为60.49%与72.26%，行业集中度较高。保险行业经营周期长，竞争更多是存在大型保险公司之间，更容易形成马太效应。

**上市险企业经营品质有提升。**新售出保单不仅要考虑保费收入的规模，还需要考虑新业务品质。新业务价值率受新销售保单的缴费结构、产品结构、销售渠道等多重因素结合影响。在负债端，四大上市险企国寿、平安、太保和新华呈现出了代理人规模不断增长、大力发展保障型产品、新业务聚焦期缴、重个险渠道经营等共同特点，经营品质较先前有明显的提升；投资端以固定收益资产为主。2019年上市险企内含价值持续增长，代理人数量增速放慢，新业务价值增速放缓，新业务价值率增速下滑或放缓，受权益市场回暖影响总投资收益率上升明显。

**寿险业负债端短暂承压但长期空间犹存。**自2018年以来，在行业监管趋严、代理人增速放缓的大背景下，上市险企的新单销售增速放缓甚至负增长，负债端短期及明年开门红均面临了较大压力。但长期来看，我国保险深度、保险密度与发达国家相比仍较低，随着人均收入增长、保障意识提高及人口老龄化等影响，寿险产品的空间仍面临较大的增长空间。投资端来看，权益市场风险偏好提升仍继续有可能贡献较大的短期投资波动。随着行业在严监管及经营经验逐步丰富推动下，以健康险为代表的长期保障型产品的发展大有可为，寿险公司的经营质量或将继续稳步提升是大趋势，这对行业是长期利好因素。截止到9月9日，四大上市险企公司估值P/EV在0.79至1.37倍之间，估值仍处于较低位置，建议积极关注。

风险提示：利率大幅下行、新单销售不及预期、权益市场大幅波动等。

一、	我国寿险行业发展历史简单回顾	4
二、	我国寿险行业发展概况	6
	(一) 寿险业负债端快速增长，资产管理规模迅速扩张	6
	(二) 寿险行业发展空间仍具潜力	8
	(三) 积累长期经营的龙头寿险公司具有天然优势	10
三、	上市寿险公司业务经营分析	12
	(一) 负债端	12
	1. 代理人的规模快速壮大推动上市寿险公司保费收入的快速增长	12
	2. 风险保障类产品保费收入占比提升是趋势	15
	3. 新业务聚焦期缴	18
	4. 专注个险渠道经营	19
	5. 行业面临新业务价值率增速放缓或下滑	21
	6. 保单继续率维持稳定状态，退保率分化减少	21
	(二) 投资端	22
	1. 资产管理规模随负债端增长而增长	22
	2. 资产管理组合以固收类资产为主	24
	3. 总投资收益率受权益市场影响较大	25
四、	寿险公司价值指标与利源分析	25
	(一) 内含价值是价值评估的主要指标	25
	(二) 险企净利润受市场环境 with 短期因素影响较大	27
五、	风险提示	29

图表 1	中国寿险行业发展阶段	5
图表 2	中国寿险行业大事记	5
图表 3	近年来关于寿险行业的重要监管政策	5
图表 4	寿险原保险保费收入及同比增速	7
图表 5	寿险险种原保险保费收入（左轴，亿元）及同比增速（右轴，%）	7
图表 6	保险代理人数量及同比增速	8
图表 7	我国保险行业资产、投资总额及同比	8
图表 8	寿险公司资产总额与同比	8
图表 9	我国寿险保险深度与保险密度	9
图表 10	2017 年各国寿险（不包括意外伤害与健康险）保险密度及保险深度	9
图表 11	2018 年我国寿险保费收入排名靠前地区人口与 GDP 情况	9
图表 12	我国居民人均可支配收入与人均 GDP（元/人）	10
图表 13	我国总抚养比：老年人口抚养比	10
图表 14	2018 年我国寿险公司的市场份额	11
图表 15	寿险公司负债端经营品质影响一览	12
图表 16	四大上市保险公司寿险业务原保险保费收入（上图，亿）与同比增速（下图）	13
图表 17	四大上市保险公司寿险原保险保费收入市占率	14
图表 18	保费驱动因素	14
图表 19	平安近年来代理人首年规模保费和个险新保单件数	14
图表 20	中国太保保险营销员产能相关指标	15
图表 21	新华保险近年来月均产能与举绩率	15
图表 22	四大上市保险公司个险代理人数量（万人）	15
图表 23	中国人寿保费收入结构（亿）及同比增速	16
图表 24	中国平安寿险保费收入结构（亿）及同比增速	16
图表 25	中国太保保费收入结构（亿）及同比增速	17
图表 26	新华保险保费收入结构（亿）及同比增速	17
图表 27	平安近年来不同产品新业务价值率（按首年保费）	17
图表 28	中国人寿新单保费缴费结构（亿）	18
图表 29	中国平安寿险及健康险新业务缴费结构（亿）	18
图表 30	中国太保新业务缴费结构（亿）	19
图表 31	新华保险新单缴费结构（亿）	19
图表 32	中国人寿规模保费按渠道收入及新单期交占比	20
图表 33	中国平安规模保费按渠道收入及各渠道新单期交占比	20
图表 34	中国太保规模保费按渠道收入及新单期交占比	20
图表 35	新华保险原保险保费收入按渠道占比及新单期交占比	20
图表 36	中国平安和中国人寿不同渠道新业务价值率（按首年保费）	20
图表 37	平安、太保、新华的新业务价值率	21
图表 38	四大上市保险公司 13/14 保单继续率（%）	22
图表 39	四大上市保险公司 25/26 保单继续率（%）	22
图表 40	四大上市保险公司退保率	22
图表 41	寿险公司保险合同准备金构成	23
图表 42	四大上市保险公司资产管理规模及同比增速	23
图表 43	中国人寿资产管理组合	24
图表 44	中国平安资产管理组合	24
图表 45	中国太保资产管理组合	24
图表 46	新华保险资产管理组合	24
图表 47	四大上市保险公司净投资收益率（%）	25

---

图表 48	四大上市保险公司总投资收益率 (%)	25
图表 49	内含价值结构解析	26
图表 50	近年来寿险业务内含价值 (亿) 及同比增速	26
图表 51	近年来新业务价值 (亿) 及增速	26
图表 52	平安寿险近年利润分解 (百万元)	27
图表 53	上市险企寿险业务净利润同比	27
图表 54	平安近三年利差及其他差占比	28
图表 55	上市险企历史动态 P/EV (截止至 2019 年 9 月 9 日)	29

## 一、我国寿险行业发展历史简单回顾

国内寿险行业发展历史大致五个阶段。

第一阶段：中国寿险行业自 1982 年恢复业务以来，90 年代经过不断的复苏发展，中国人保独家垄断格局被打破，不断有新的保险公司成立，保险公司通过个人代理销售队伍迅速扩张而抢占市场，此时寿险产品比较注重保障，以普通型寿险为主打产品，但当时技术并不突出，行业经营经验不佳，其中上世纪 90 年代初国内通货膨胀严重利率高企，保险产品定价利率较高，在 90 年代末利率大幅走低后行业出现较大的利差损，同时保监会于 1998 年正式成立。

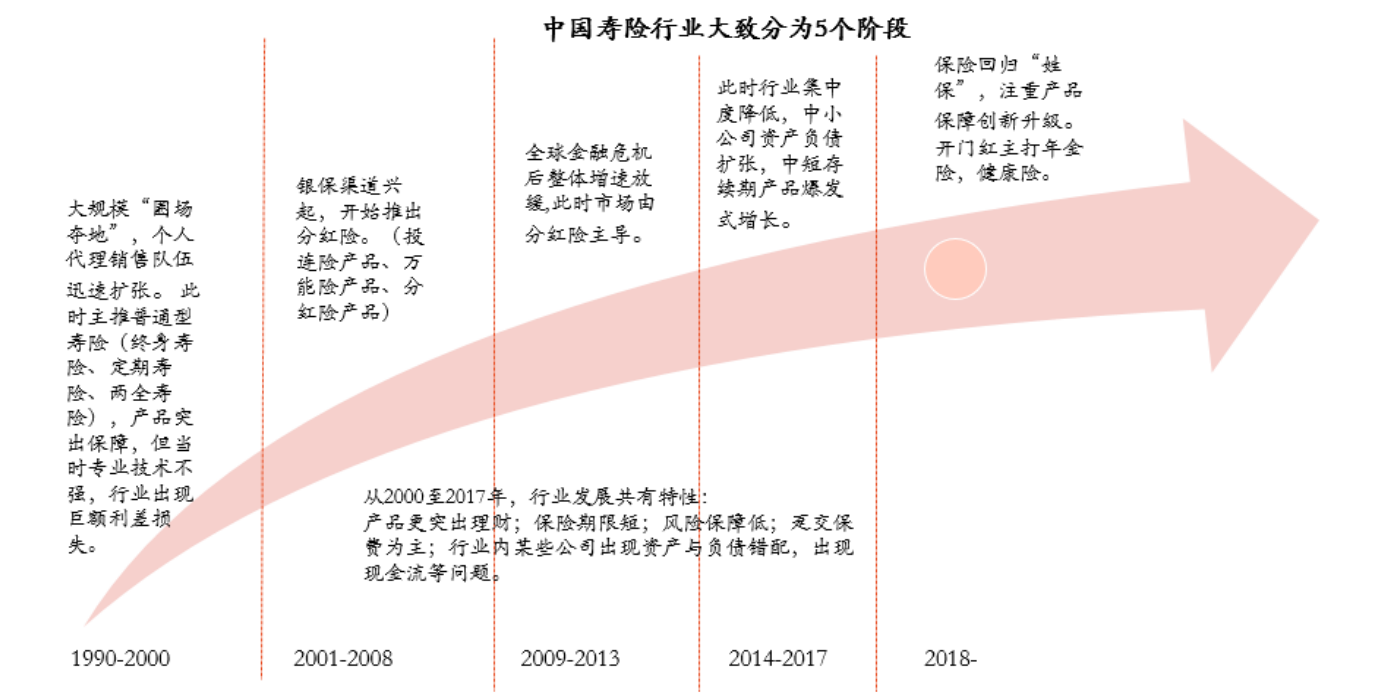
第二阶段：迈入 2000 年后，银保渠道开始启动，经过快速扩张、监管调整，行业规模快速增长，投连险、万能险等偏理财类产品销售占比迅速提高；2008 年金融危机之后，行业进入低迷期，银保渠道与代理人渠道增长困难。

第三阶段：2010 年底银保渠道新规整顿产品销售趋严，2011 年寿险行业保费收入为-8.95%，为少有的保费收入负增长年，此时市场由分红险主导。

第四阶段：进入 2014 年，受益于资本市场转暖，保险公司投资受益加强，部分中小寿险公司大力通过中短存续期产品（万能险）扩张资产负债表，代理人考试在 2015 年放开，监管呈现边际宽松，代理人规模有提升，直至 2017 年，该阶段行业集中度降低。

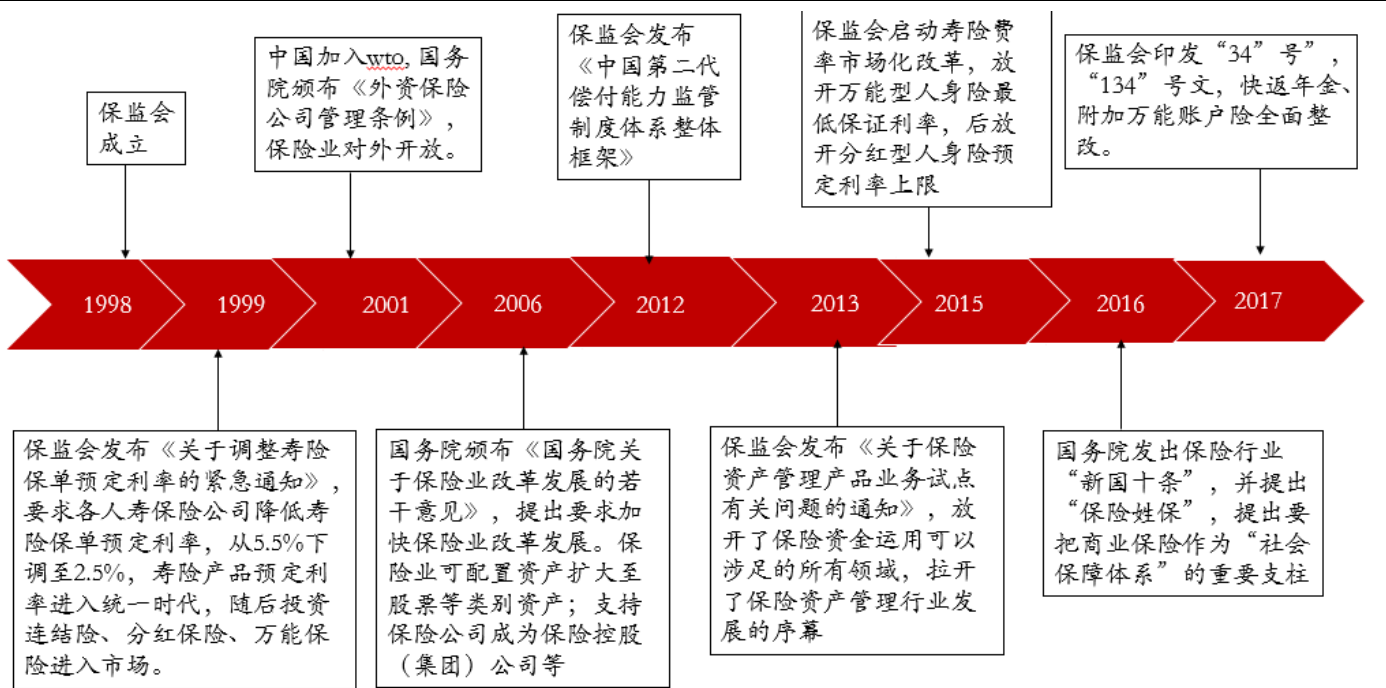
第五阶段：2017 年开始行业监管趋严，监管强调保险回归保障，保险 76 号与 134 号文件出台规范快返型万能险，行业告别了通过中短存续期保险快速扩张的时代，2018 年行业寿险保费增速仅小幅正增长（同比增速为 0.85%），保险公司开始注重回归保障产品，此时主打健康险与年金险，

图表 1 中国寿险行业发展阶段



资料来源：万和证券研究所

图表 2 中国寿险行业大事记



资料来源：万和证券研究所

图表 3 近年来关于寿险行业的重要监管政策

颁布时间	政策名称	政策重点条款或意义
2019年8月	《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》	对2013年8月5日及以后签发的普通型养老金或10年以上的普通型长期年金，将责任准备金评估利率上限由年复利4.025%和预定利率的小者调整为年复利3.5%和预定利率的小者，其他险种的评估利率要求维持不变
2019年5月	《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》	将保险企业的手续费及佣金支出在企业所得税前扣除比例，提高至当年全部保费收入扣除退保金等后余额的18%，并允许超过部分结转以后年度扣除

2018年5月	《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》	促进个人税收递延型商业养老保险试点健康发展,规范保险公司个人税收递延型商业养老保险产品开发设计行为,
2017年5月	134号《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》	明确自10月1日起,快速返还型的两全保险及年金保险被明确限制销售,万能险与投连险也不能再以附加险的形式存在
2016年9月	76号《关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》	为强化人身保险产品监管,规范产品开发设计,防范产品风险,进一步推进人身保险供给侧结构性改革
2016年8月	《中国保险业发展“十三五”规划纲要》	深化改革,增强行业可持续发展动力,开拓创新,提高服务经济社会发展能力;服务民生 构筑保险民生保障网;提升保险业国际竞争力;加强监管,筑牢风险防范底线
2016年3月	22号《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》	要求防范风险,促进中短存续期人身保险产品健康发展,重新定义中短存续期保险,严格控制中短存续期存续保险规模,切实防范利差损风险、现金流风险和偿付能力风险
2014年7月	《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》(新国十条)	加快发展现代保险服务业,推进保险业改革开放,全面提升行业发展水平等;纲要规定到2020年,全国保险保费收入争取达到4.5万亿元左右,保险深度达到5%,保险密度达到3500元/人,保险业总资产争取达到25万亿元左右。

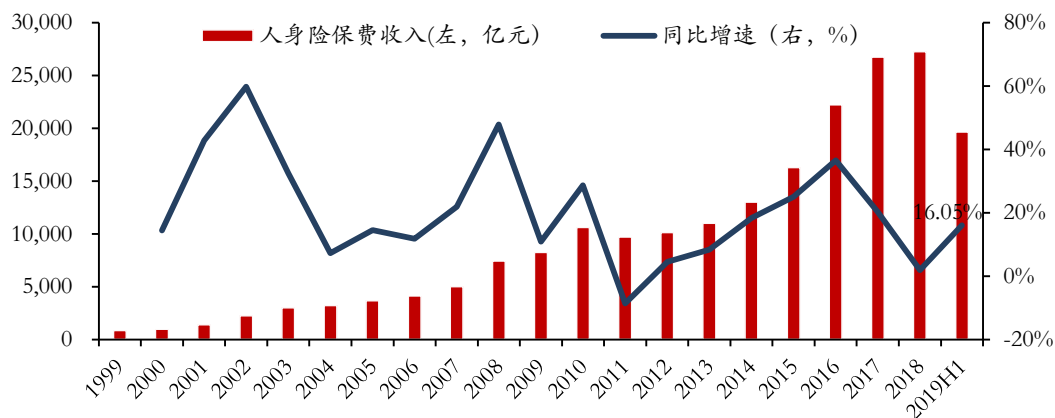
资料来源:银保监会官网,万和证券研究所

## 二、我国寿险行业发展概况

### (一) 寿险业负债端快速增长,资产管理规模迅速扩张

寿险业过去得到了快速发展。中国保险业于1979年开始恢复业务,在经历近40年发展后,中国保险业过去15年随着中国经济的腾飞、人均收入持续增长、城镇化进程不断加快以及消费结构持续升级而蓬勃发展,保险资源总量迅速增加。人身保险的保费收入分别从2003年的3011亿元增长至2018年的26260亿元,年复合增长率为14.50%,其中2013年至2017年为寿险行业的连续快速发展阶段,此时保费收入年复合增长率为19.37%(同期GDP同比增速为8.57%),这段时期增速表现十分亮眼。2018年行业受监管趋严以及多数公司主动调整产品销售结构的影响,原保险保费收入同比增速降至仅1.87%;受2018年行业转型的逐步推动,2019年上半年行业增速回暖,升至16.05%(2018年上半年同比增速为-7.43%)。

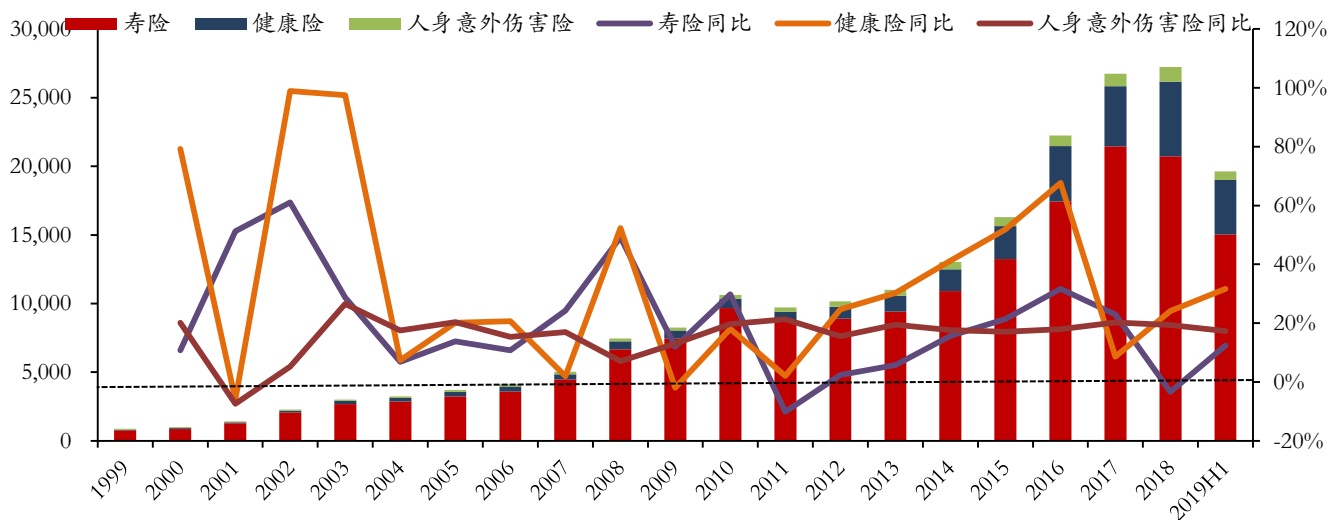
图表 4 寿险原保险保费收入及同比增速



资料来源：银保监会，万和证券研究所

寿险中业务结构逐渐向好，健康险业务近年保持高速发展。2019年上半年，寿险的三大业务寿险、健康险和人身意外伤害险的原保险保费收入分别为15026、3976、641亿元，占比分别为77%、20%、3%，同比增速分别为12.46%、31.68%、17.25%。从寿险历年保费收入结构上来看，寿险业务一直是主力产品，但是健康险业务近年来保持高速增长，人寿意外伤害险增速保持在10%~20%之间较平稳的水平，健康险与意外伤害险合计占比呈逐年上升趋势，行业销售产品结构向偏保障型产品转型。

图表 5 寿险险种原保险保费收入 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴, %)



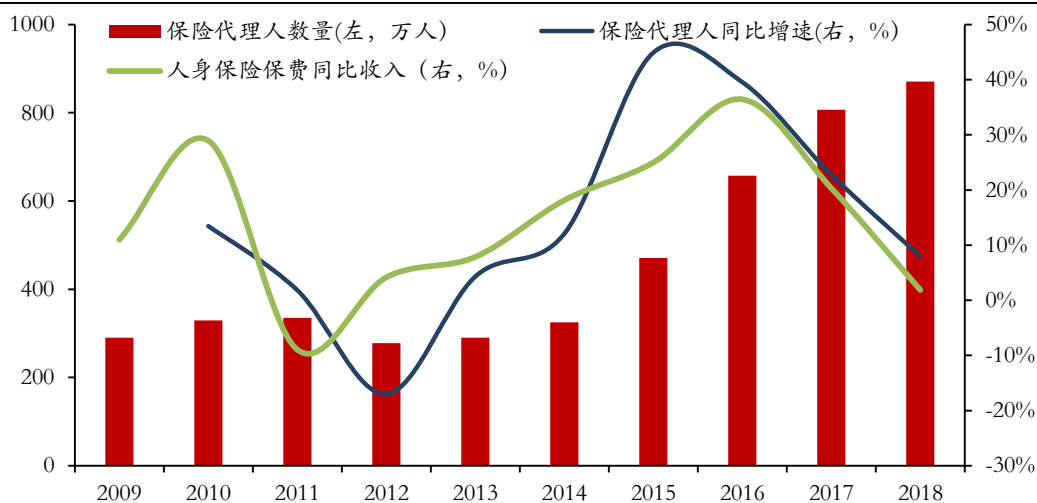
资料来源：银保监会官网，万和证券研究所

保险代理人规模高速增长是负债端增长的重要推动因素之一。从2013起，受监管政策放松代理人考试取消、保险公司大力发展人海战术以及行业景气度提升因素影响，行业中的保险代理人规模快速增长。保险行业代理人从2013年底的290万增长至2018年底的871万，5年间的年复合增长率为24.60%，其中2015、2016年同比增速高达44.92%、39.55%。近两年保险代



理人增速呈下滑趋势，2018 年同比增速为 7.94%。保险代理人的高速增长是推动寿险行业保费收入的快速增长重要因素，行业代理人规模复合增长率与行业寿险保费收入同比增速呈现较大的正相关性。

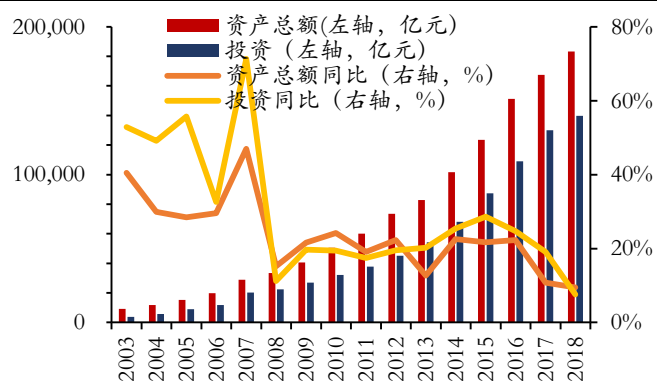
图表 6 保险代理人数量及同比增速



资料来源：银保监会，网络公开数据，万和证券研究所

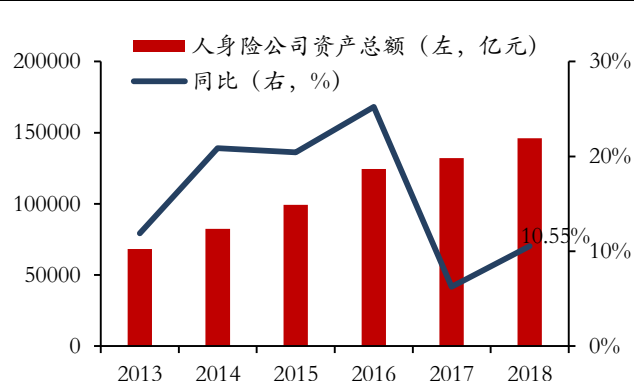
保险行业资产与投资总额不断壮大，保险行业资产总额从 2003 年的 9122.84 亿元增长至 2018 年的 18.33 万亿元，年复合增长率为 22.14%；行业投资总额从 2003 年 3828.87 亿元增长至 2018 年的 13.97 万亿元，年复合增长率为 27.10%。单看寿险公司，2018 年末资产总额合计为 14.61 万亿元，同比增长 10.55%。

图表 7 我国保险行业资产、投资总额及同比



资料来源：银保监会官网，万和证券研究所

图表 8 寿险公司资产总额与同比



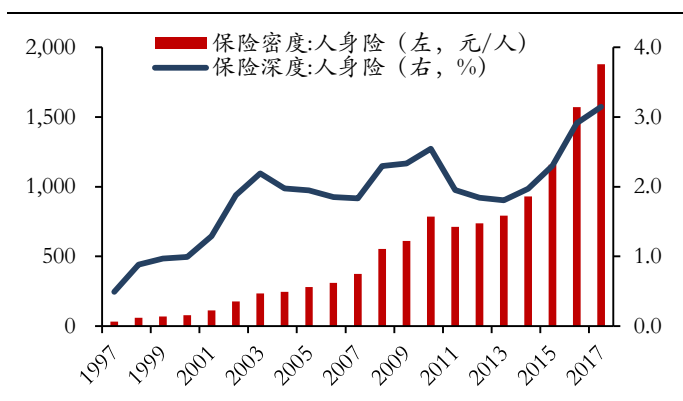
资料来源：银保监会官网，万和证券研究所

## (二) 寿险行业发展空间仍具潜力

与发达国家相比，我国寿险业发展并不充分。近年来，随着我国保险收入规模的迅速增长，国内的保险市场得到不断发展，保险深度与保险密度不断提升。2017 年，我国寿险保险密度为 1877.99 元/人，寿险保险深度为 3.15%

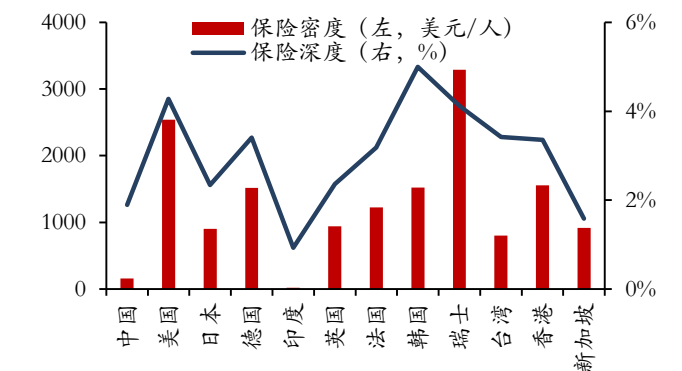
(保险密度是指按当地人口计算的人均保险费额, 保险深度是指某地保费收入占该地国内生产总值 GDP 之比)。但是跟发达国家相比, 受我国目前经济所处发展阶段以及民众对保险保障的认识不足等因素影响, 我们的寿险市场发展仍不成熟, 中国的寿险保险深度、保险密度与世界多数发达经济体相比仍处于较低水平。根据 sigma 的报告, 按照美元计, 2017 年美国、中国、日本的寿险 (不包括意外伤害和健康保险) 的保险深度分别为 2.82%、2.68%、6.26%, 保险密度分别为 1674、225、2411 美元。

图表 9 我国寿险保险深度与保险密度



资料来源: wind, 万和证券研究所

图表 10 2017 年各国寿险 (不包括意外伤害与健康险) 保险密度及保险深度



资料来源: sigma 报告, 万和证券研究所

我国保险市场区域发展与人口分布、经济发展水平密切相关。以我国各省市 2018 年寿险原保险保费收入排名, 排名前十的省份或直辖市分别为广东、江苏、山东、河南、四川、浙江、北京、河北、湖北和上海, 这十个省市多为东部沿海经济发达省份与中西部人口大省, 2018 年原保险保费收入排名前十的省市占全国总比重为 59.04%。同时, 这十个省市全国常住人口合计占比为 51.01%、全国 GDP 合计占比为 61.05%, 我国保险市场区域发展与人口分布、经济发展水平密切相关, 现阶段保险产品展现出了一定的消费属性, 我国保险市场区域发展较不均衡。

图表 11 2018 年我国寿险保费收入排名靠前地区人口与 GDP 情况

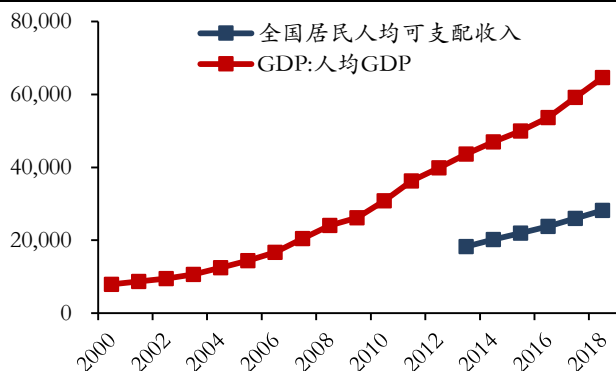
	寿险		人口		GDP	
	保费 (亿)	占全国市场份额	常住人口 (万)	占全国总人口比例	GDP 总量 (亿)	占全国 GDP 比例
广东	2545.40	9.34%	11346.00	8.13%	97277.77	10.80%
江苏	2458.46	9.02%	8050.70	5.77%	92595.4	10.28%
山东	1899.80	6.97%	10047.20	7.20%	76469.7	8.49%
河南	1765.56	6.48%	9605.00	6.88%	48055.86	5.34%
四川	1466.00	5.38%	8341.00	5.98%	40678.13	4.52%
北京	1370.67	5.03%	2154.20	1.54%	30320	3.37%
浙江	1279.23	4.70%	5737.00	4.11%	56197.2	6.24%

河北	1260.85	4.63%	7556.30	5.42%	36010.3	4.00%
湖北	1118.95	4.11%	5917.00	4.24%	39366.55	4.37%
上海	920.70	3.38%	2423.78	1.74%	32679.87	3.63%
合计	16085.62	59.04%	71178.18	51.01%	549650.78	61.05%

资料来源：银保监会官网，wind，万和证券研究所

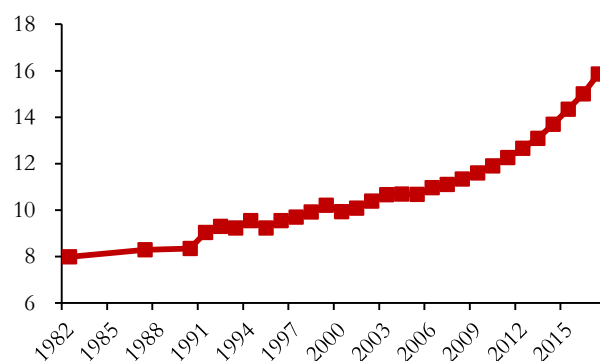
**寿险需求将持续释放。**国内寿险行业经过了快速发展后，但仍面临着巨大的市场空间，未来寿险需求将持续释放。主要原因如下，一.经济水平发展提升将带来居民人均可支配收入提升，居民购买力提升，寿险产品作为居民日常生活中分散风险的实用工具，加之目前我国居民商业寿险保障水平不高，势必将受益于经济发展的成果；二.长寿势必带来保障需求的提升。随着生活水平的不断提高、医疗技术进步等因素影响，人们的预期寿命将不断提高，我国人口老龄化势必不断加深，叠加少子化趋势，我国老年人口总抚养比仍在不断提升，国内目前的社会保障体系将难以应对未来老龄化趋势。长寿将带来养老、疾病等保障需求提升，随着中产阶级崛起，未来以年金、健康险为代表的强制储蓄型与保障型产品或迎来快速发展，此外，创新类的面向“银发人群”养老需求的产品市场空间较大。

图表 12 我国居民人均可支配收入与人均 GDP(元/人)



资料来源：wind，万和证券研究所

图表 13 我国总抚养比：老年人口抚养比



资料来源：wind，万和证券研究所

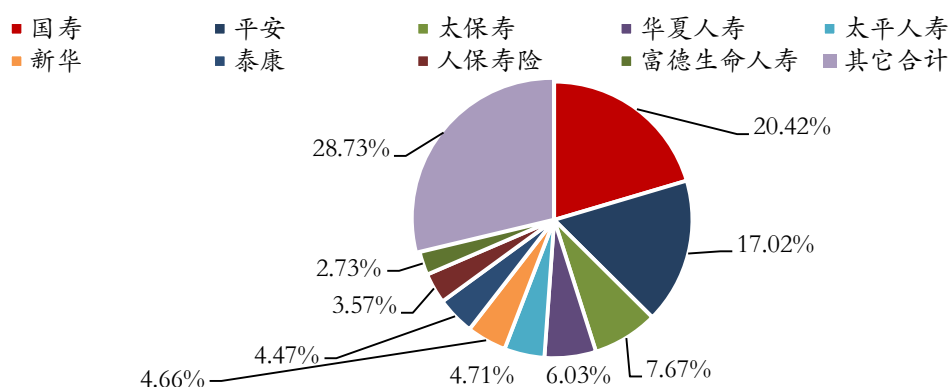
注：老年人口抚养比指某一人口中老年人口数与劳动年龄人口数之比。通常用百分比表示，用以表明每 100 名劳动年龄人口要负担多少名老年人。

### (三) 积累长期经营的龙头寿险公司具有天然优势

**寿险公司的经营模式简介。**寿险公司通过收取保费销售各类保险产品，收取保费即成为公司的负债端的来源，所以寿险公司本质是负债经营的公司；接下来将收取的保费进行投资管理，以满足并承诺未来产品期限对风险承担赔付责任，该部分保险资金即形成资产端。寿险公司需要将产品开发和投资管理协调，资产端+负债端双轮相结合将资产负债端的规模、期限、现金流、投资收益、久期、流动性相匹配。

行业集中度较高，更易形成马太效应。2018 年中国前六大寿险公司和中国前九大寿险公司的市场份额分别为 60.49%与 72.26%，其中前六大寿险公司中国人寿、中国平安（包括平安人寿、平安养老）、太保人寿、华夏人寿、太平人寿、新华保险市场份额分别为 20.42%、17.02%、7.67%、6.03%、4.71%、4.66%。保险行业经营周期长，集中度高，短期内排名靠前的公司地位难以撼动，竞争更多是存在大型保险公司之间，更容易形成马太效应。大的保险公司具有天然优势，首先，大保险公司早已建立品牌知名度，品牌溢价明显，经营经验通常也更丰富；其次，大型保险公司经验谨慎，特别是对寿险公司来说，正常情况下，大型保险公司比中小型抗风险能力更强，资产端投资压力也会相应减小；大保险公司在保单数量足够多的时候，大数法则作为保险公司经营的基石将得到更好的应用；最后，大保险公司资产规模大，资产配置灵活性更大，资产收益率更容易保持稳定。

图表 14 2018 年我国寿险公司的市场份额

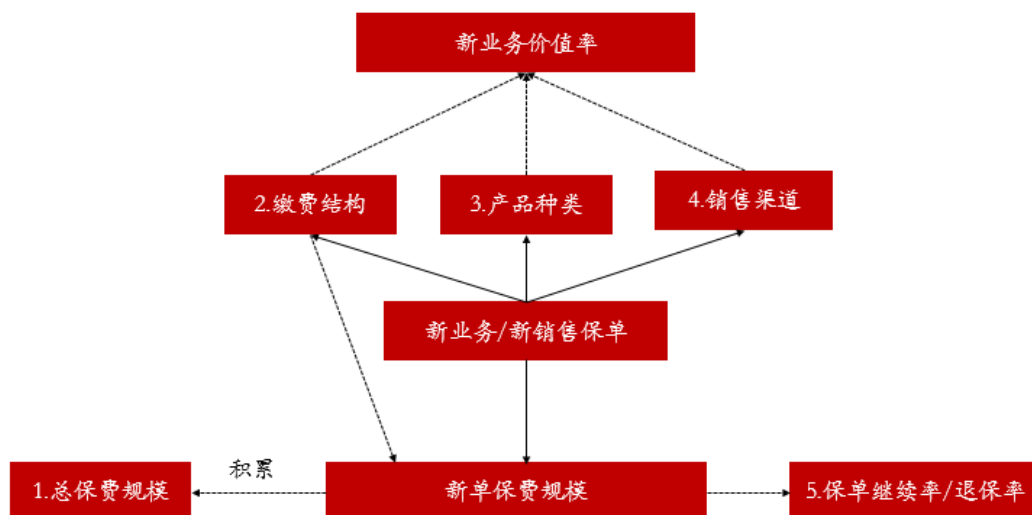


资料来源：银保监会，万和证券研究所

### 三、上市寿险公司业务经营分析

#### (一) 负债端

图表 15 寿险公司负债端经营品质影响一览



资料来源：银保监会，万和证券研究所

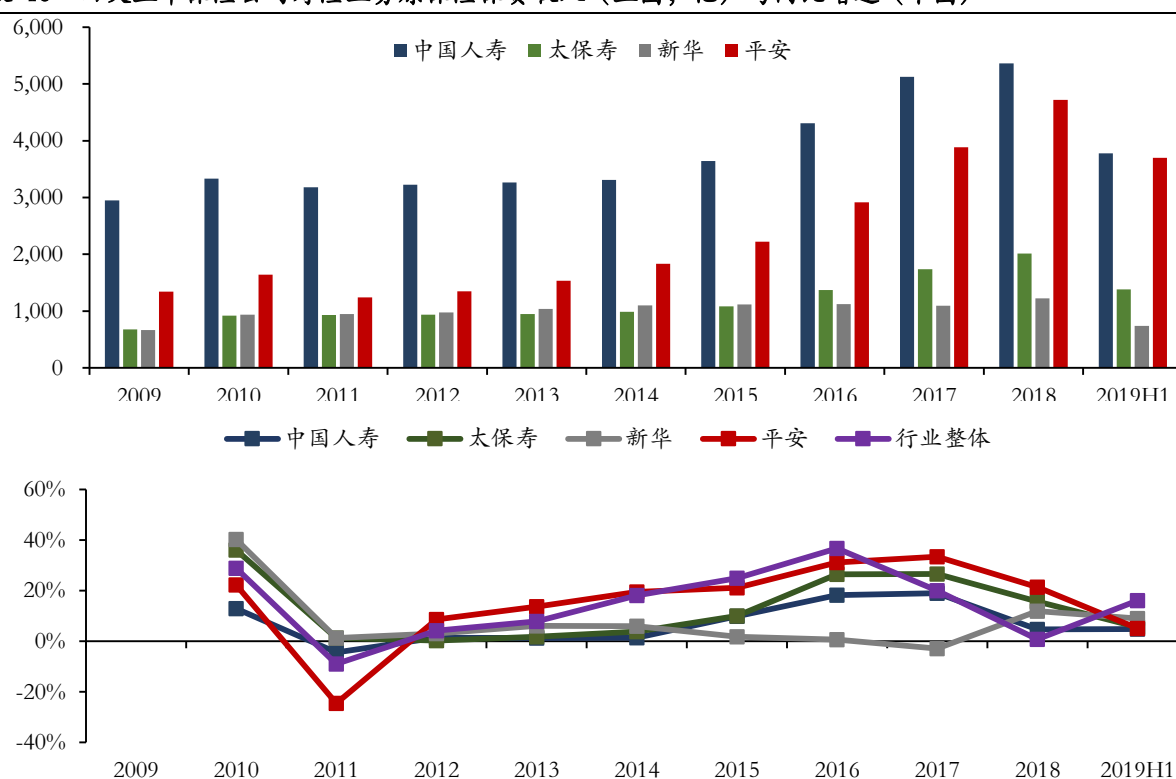
从寿险负债端来看，即新售出保单不仅要考虑保费收入的规模（新单保费规模），还需要考虑新业务质量（一般用“新业务价值率”衡量）。新业务价值率受新销售保单的缴费结构、产品结构、销售渠道等多重因素结合影响。新业务价值（NBV）是指新销售保单的未来利润的现值。新业务价值率（NBV Margin）一般为新业务价值/首年保费（不同公司计算方法存在差距），对于寿险公司来说，当年新业务的新业务价值率越高越好。

#### 1. 代理人的规模快速壮大推动上市寿险公司保费收入的快速增长

**四大上市寿险公司保费收入保持增长。**四大上市保险公司中国人寿、中国平安（含平安人寿、平安健康、平安养老）、太保与新华的寿险负债端业绩自2011年后均经历了相对较快增长后，目前保费收入进入放缓期。2019年上半年寿险保费收入分别为3779.76、3699.51、1384.28、739.94亿元，同比增速分别为4.9%、5.6%、9%、5.1%。2019年上半年上市保险公司保费收入增速较行业水平低，主要由于转型推动加大长期保障型产品的销售、代理人增长放缓或减少等多因素影响。按原保险保费收入算，上述四家公司2018年市占率分别为20.42%、17.96%、7.67%、4.66%，环比2017年分别提升0.75、3.04、0.99、0.46个百分点。中国人寿保费增速受高基数影响保费增速相对

一般，市占率在 2011-2016 年期间呈现下滑趋势，2017-2018 年市场份额保持相对稳定，2019 年是中国人寿提出价值转型的元年，公司未来定位大力发展特定保障型业务与长期险业务；中国平安在 2011 年之后便开始业务价值转型，大力发展个险渠道和期缴保障型产品，原保险保费收入增速保持平稳较快增长，市占率在 2011-2016 年间保持相对平稳，2017 年之后市占率有相对明显的提升；中国太保自 2014 年提出“大个险战略”转型，进一步专注于个人业务，保费增速表现良好，2011-2016 年市占率逐步下滑而 2017 年后市占率处于上升趋势；新华保险 2011-2017 年市占率下滑明显，因 2016 年开始业务转型大力发展健康险，2017 年保费增速经历负增长，市占率下滑趋势较大，2018 年重回正增长，2019H1 市占率下降至 3.9%。

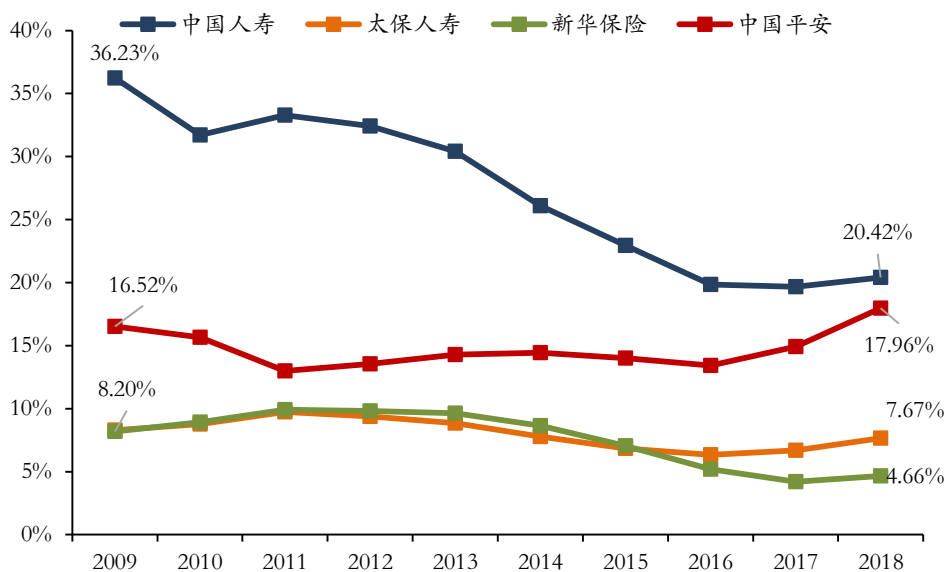
图表 16 四大上市保险公司寿险业务原保险保费收入（上图，亿）与同比增速（下图）



资料来源：银保监会，万和证券研究所

注：2019 年上半年保费收入数据来源于上市公司半年报披露数据

图表 17 四大上市保险公司寿险原保险保费收入市占率

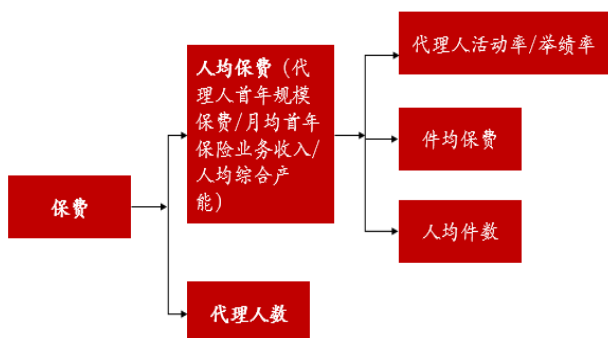


资料来源：银保监会官网，万和证券研究所

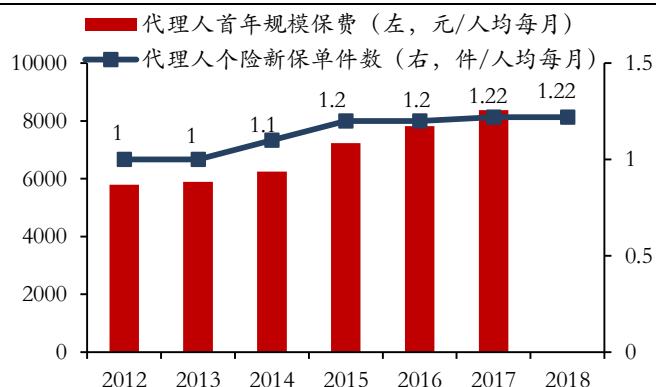
注：中国平安的数据包含了平安人寿、平安养老、平安健康的总保险保费收入

代理人人数增长是负债端业绩的主要驱动因素。一段时间内，保险公司保费=人均保费\*代理人人数，其中人均保费反映销售团队的平均生产力，人均保费在各家披露的名称不一致，同时人均保费又受代理人活动率、件均保费和人均件数等指标综合影响。从近年来的人均保费来看，平安、太保、新华呈现了一定增长趋势但相对代理人数量的增长速率较慢。个人保险代理人规模不断壮大，从2013年的65.3、55.7、28.6、20.1万人提升至2018年的144.1、141.74、89.4、37万人，分别增长78.8、86.04、60.8、16.9万人，在这期间，平安、国寿与太保个险代理人规模提升显著，新华人力提升规模绝对值相对较小。2019H1国寿、平安、太保、新华个险代理人人数分别为157.3、128.3、79.6、38.3万人，环比2018年末分别+13.4、-13.14、-9.8、+1.6万人，整体来看，行业目前代理人增员速度明显放缓，平安与太保更注重对现有队伍的培训管理及产能的提升因此代理人队伍规模有所下滑，国寿与新华上半年代理人队伍规模呈增长态势。

图表 18 保费驱动因素

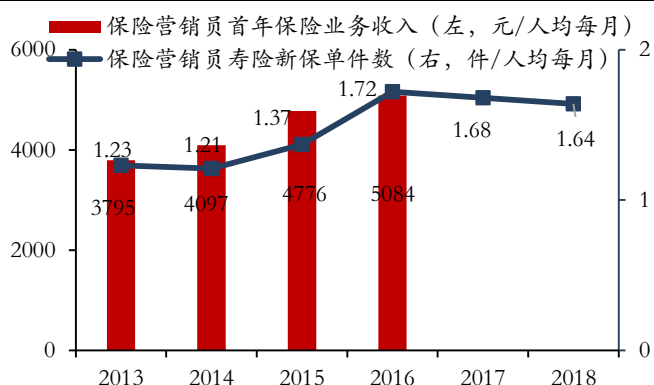


图表 19 平安近年来代理人首年规模保费和个险新保单件数



资料来源：万和证券研究所

图表 20 中国太保保险营销员产能相关指标

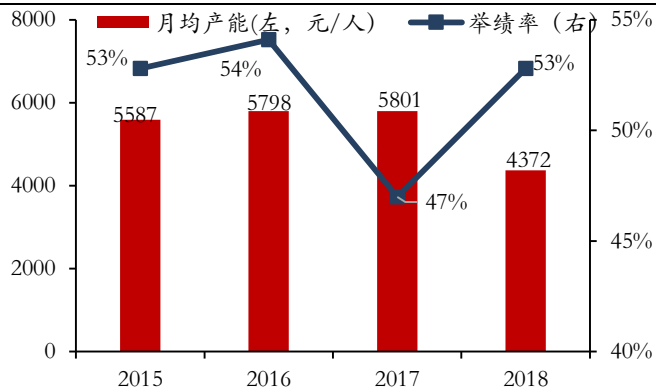


资料来源：公司年报，万和证券研究所

注：以年报披露为准，2016年起寿险新保单件数为每月人均寿险新保长险件数

资料来源：公司年报，万和证券研究所

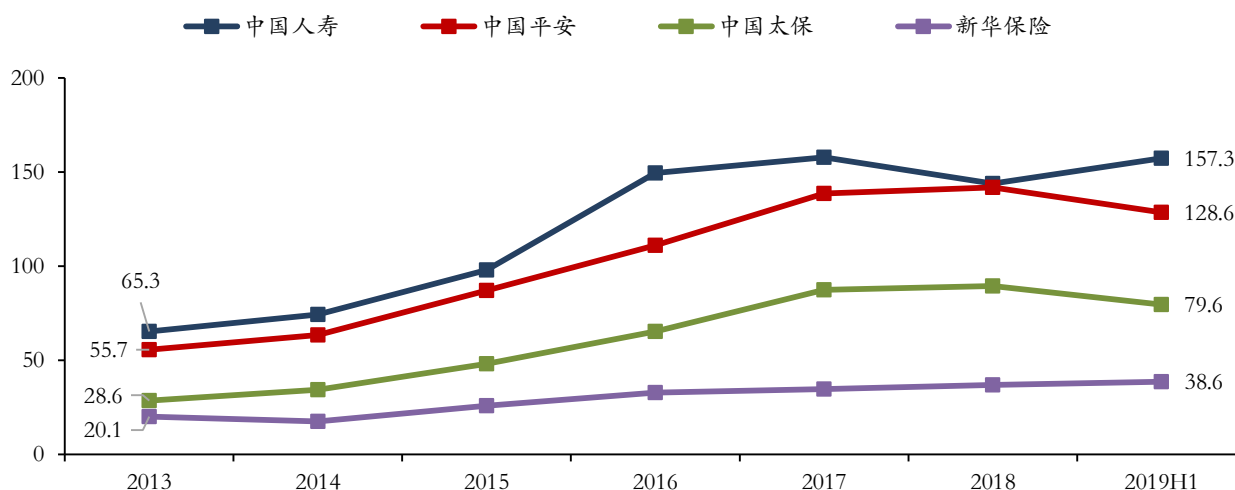
图表 21 新华保险近年来月均产能与举绩率



资料来源：公司年报，万和证券研究所

注：月度举绩率指月度内承保且未撤保及以上新契约、当月首年佣金大于0元的营销员人数

图表 22 四大上市保险公司个险代理人数量 (万人)



资料来源：公司年报，万和证券研究所

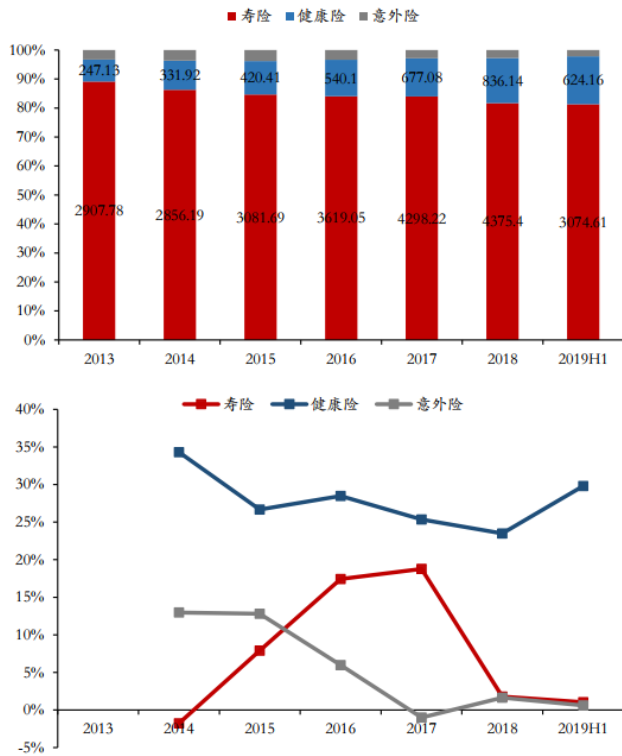
## 2. 风险保障类产品保费收入占比提升是趋势

按上市公司不同产品保费收入的披露来看，尽管不同公司披露的口径不太相同，以健康险和意外险等纯风险保障型产品保费收入占比逐步提升，产品结构进一步优化。2013-2019H1期间，中国人寿寿险保费收入占比从89.11%降至81.34%，健康险保费收入占比从7.57%升至16.51%，2019H1寿险、健康险和意外险同比分别+1.03%、+29.79%、+0.59%；平安分红险、万能险保费收入合计占比下降较多，从81.88%下降至52.64%，长期健康险、年金与传统寿险占比提升快，2019H1重要险种分红险、万能险、传统寿险、长期健康险、年金同比增速分别为-14.33%、-12.63%、+19.46%、+22.37%、+482.12%；太保分红险保费收入占比从76.37%下降至57.10%，万能险保费收入及占比



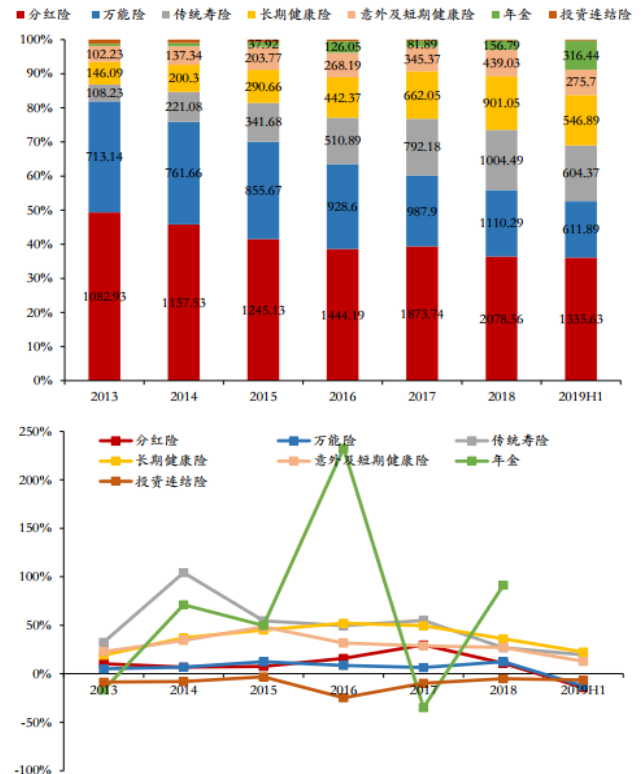
一直较小，传统型与短期意外与健康险占比提升，2019H1 公司三大重要险种分红险、传统险及短期意外与健康险分别同比-2.8%、17.8%及 27%；新华分红险保费收入占比已从 77.55%下降到 34.71%，传统型与健康险分别从 7.36%、13.85%的占比上升至 37.81%、25.80%，保费收入结构改善明显，2019H1 三大主要险种分红型、健康险与传统型保险分别同比-10%、+25.9%、+18.7%，健康险首次成为最高的保费收入产品，分红险保费收入同比下滑明显。

图表 23 中国人寿保费收入结构 (亿) 及同比增速



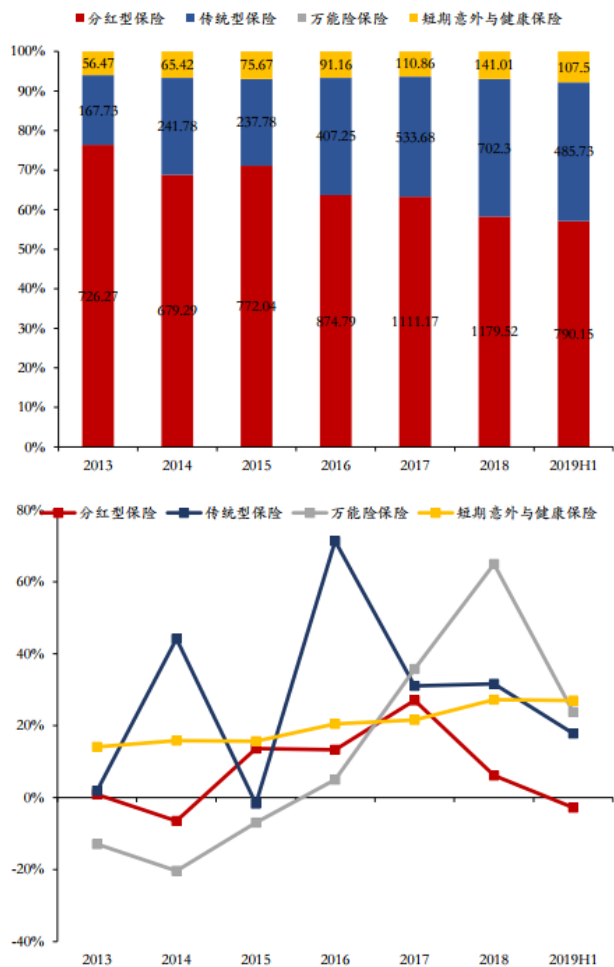
资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 24 中国平安寿险保费收入结构 (亿) 及同比增速



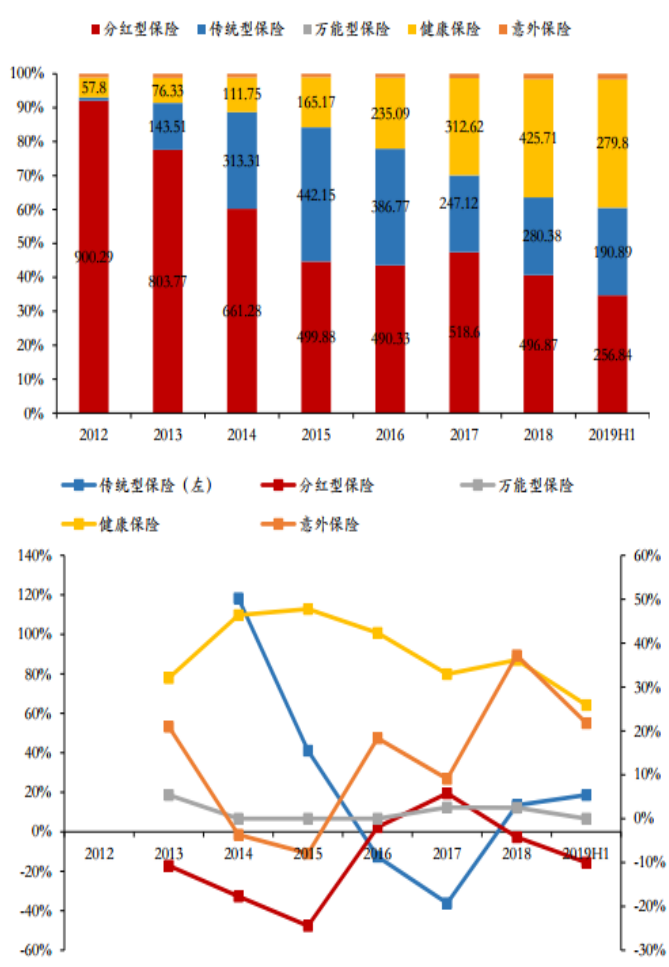
资料来源：公司年报，万和证券研究所  
2019H1 年金同比增速为+482.12%

图表 25 中国太保保费收入结构（亿）及同比增速



资料来源：公司年报，万和证券研究所

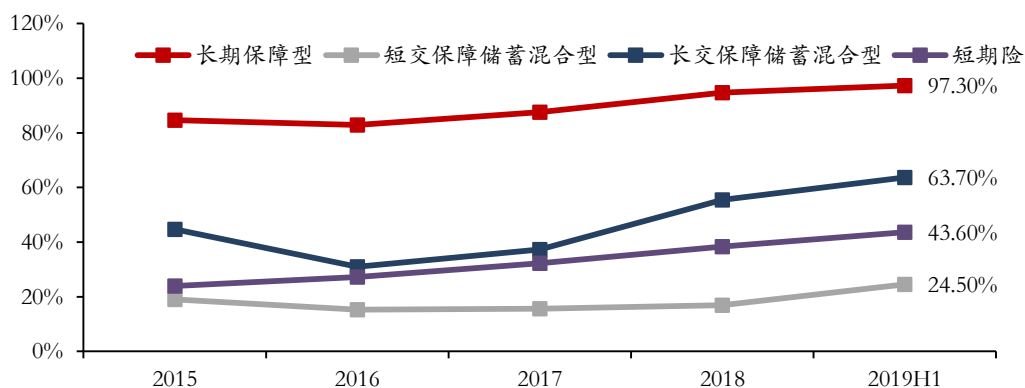
图表 26 新华保险保费收入结构（亿）及同比增速



资料来源：公司年报，万和证券研究所

从平安连续披露的代理人渠道销售产品的新业务价值率来看，长期保障型产品（以长期健康险、终身寿险、定期寿险或长期意外险为代表）远高于长交保障储蓄混合型产品（以年金、两全等产品为代表）、短交保障储蓄混合型（通常以万能型为代表），短期险业务最低，各类产品新业务价值率呈现了上升趋势。2019H1 上述四类产品的的新业务价值率分别为 97.3%、63.7%、43.6%、24.5%，分别同比提升 2.3、19.5、8.4、5.3 个百分点，长交保障储蓄混合型产品新业务价值率提升显著。

图表 27 平安近年来不同产品新业务价值率（按首年保费）



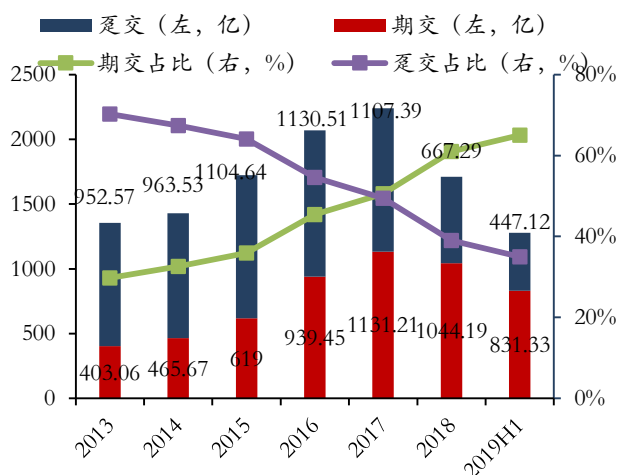
资料来源：公司年报，万和证券研究所

### 3. 新业务聚焦期缴

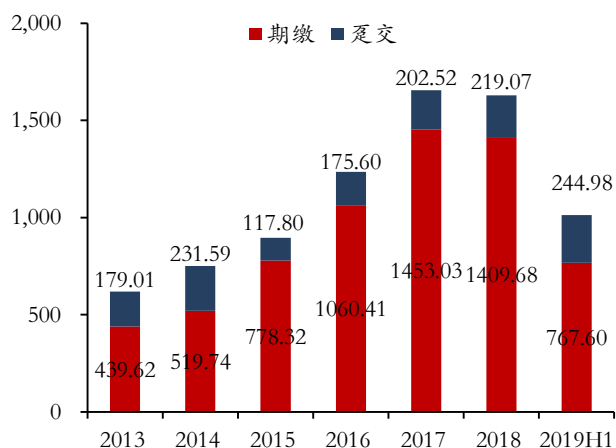
寿险公司新单缴费模式分为趸交与期交。寿险作为长期经营，推行期交模式的寿险公司，首年保费占比较低、续期保费占比较大，公司的业务缴费结构更优化，业绩增长更易持续增长，公司的新业务价值也将更高，但是缺点是前期业务投入较大，在规模效应未显现之前，增长较为缓慢，需要时间积累，成熟的寿险公司多选择期交模式发展路径。根据上市寿险公司的近年来整体转型方向来看，均着力发展期交业务、压缩减少趸交业务。

**四大上市保险公司主要聚焦期缴。**四大上市寿险公司新业务缴费结构随着各自公司发展战略以及转型时间差异而有较大的区别。为了统一口径可比，以下的新业务包括短期险业务。2019H1 年中国人寿新业务缴费中，期交与趸交分别为 831.33、447.12 亿元，占比分别为 65.03%、34.97%。近年来国寿趸交占比不断减少、期交占比不断提升，改变了过去新业务趸交大于期交的局面，但跟其余三家相比，国寿新业务趸交比例仍属于较高水平。2019H1，平安寿险及健康险新业务期缴保费与趸交保费分别为 1409.68、156.31 亿元；中国平安于 2011 年之后开始专注期缴转型，取得了良好效果，保费结构近几年均以期缴为主，趸交保费在个人新业务中占比非常小。2019H1 中国太保个人新业务中期缴与趸交分别为 263.05、35.05 亿元；中国太保同样于 2011 年开始转型，大幅压缩趸交保费，取得了明显的成效，趸交保费在新业务占比中较低。2019H1 年新华新业务中，期交与趸交保费分别为 116.98、38.96 亿元；2017 年以前，新华保险很大程度依赖趸交保费，趸交保费在新业务保费中占比远超过期交保费，从 2016 年开始转型甩掉趸交包袱，2017 年开始趸交占总保费比例大幅减少，转型成果良好。

图表 28 中国人寿新单保费缴费结构 (亿)

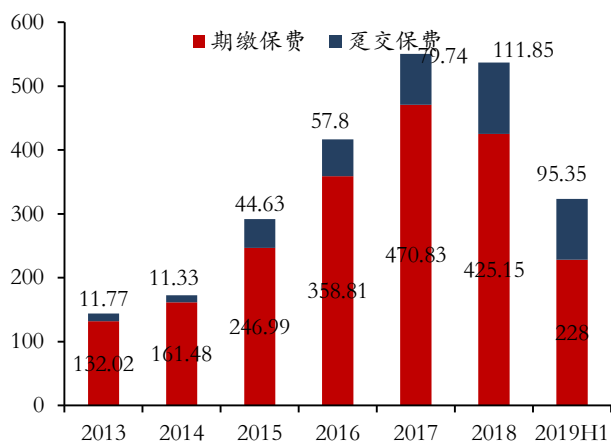


图表 29 中国平安寿险及健康险新业务缴费结构 (亿)



资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 30 中国太保新业务缴费结构 (亿)

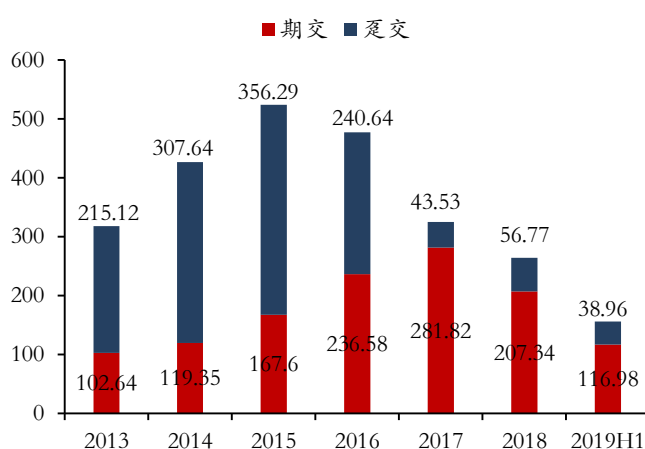


资料来源：公司年报，万和证券研究所

注：因未披露个人客户其他渠道（包括银保、电网销等）的新单期限缴费结构，故未统计进以上数据中

资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 31 新华保险新单缴费结构 (亿)

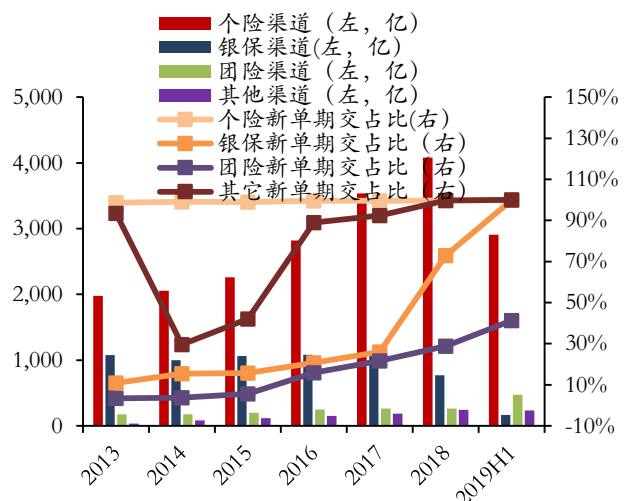


资料来源：公司年报，万和证券研究所

#### 4. 专注个险渠道经营

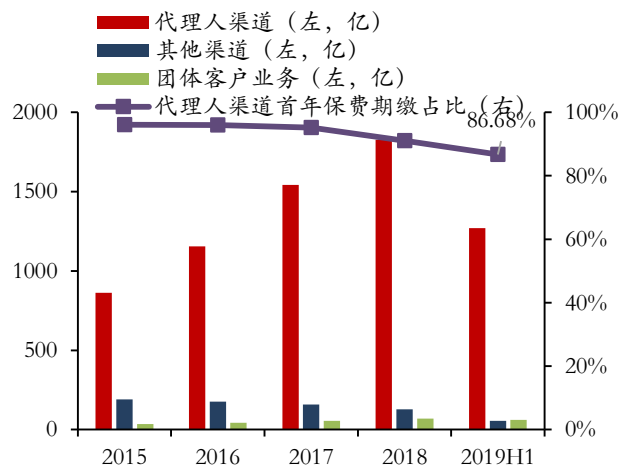
寿险的销售渠道一般分为个人保险渠道（个险）、银行保险渠道和包括团体保险、电销、互联网在内的其它渠道。个险渠道是四大上市保险公司销售的主渠道，近两年来，各家银保渠道已逐渐转型期交成功。按保费收入来看，个险渠道、银保渠道及其他渠道保费收入占比在各家不尽相同。2013-2019H1期间，国寿银保渠道保费收入占比已大幅降低，个险渠道保费收入占比已从60.59%上升至76.87%，银保渠道保费收入占比已从32.99%下降至12.53%，其中银保渠道新单期交占比自2017年以来大幅提升，2019H1银保渠道新单期交占比已达99.93%。平安转型发力较早，以代理人渠道为主战略持续发力，2019H1代理人渠道保费收入占比为85.59%，自2016年以来银保渠道首年期缴占比提升明显，2019H1银保渠道首年期缴占比已达86.04%。太保代理人渠道保费收入占比同样较高，2019H1为91.73%，代理人渠道首年保费期缴占比为86.68%，同比下降6.3个百分点。新华压缩银保渠道效应明显，银保渠道保费收入占比已由2015年的44.23%下降至2019H1的16.85%，同时银保渠道首年期交在2017年转型成功，自此银保渠道首年期交比例均维持在99%的水平。

图表 32 中国人寿规模保费按渠道收入及新单期交占比



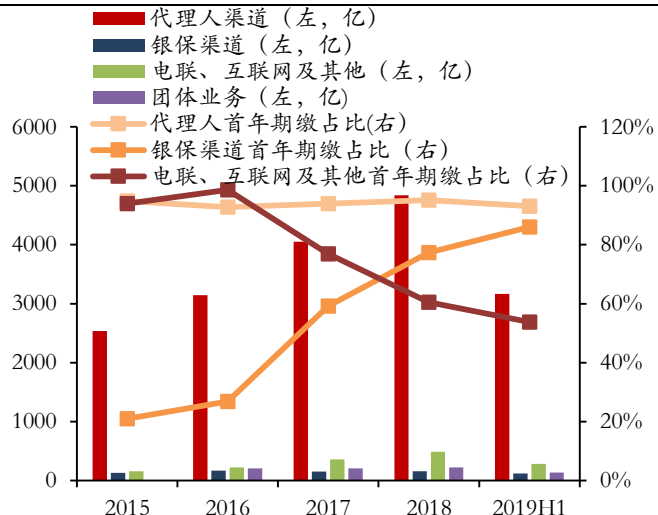
资料来源：公司年报，万和证券研究所  
注：其他渠道是指个人业务中电销、互联网及其它等

图表 34 中国太保规模保费按渠道收入及新单期交占比



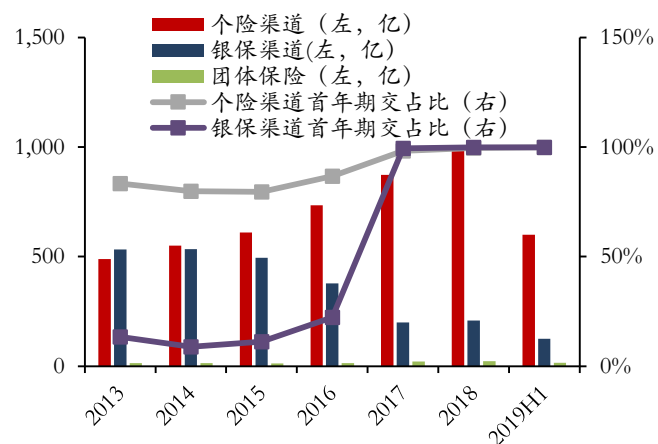
资料来源：公司年报，万和证券研究所  
注：其他渠道指个人客户其他渠道包括银保、电销等

图表 33 中国平安规模保费按渠道收入及各渠道新单期交占比



资料来源：公司年报，万和证券研究所  
注：其他是指团体保险渠道、电销与大病保险业务等

图表 35 新华保险原保险保费收入按渠道占比及新单期交占比



资料来源：公司年报，万和证券研究所

代理人渠道是期交业务扩展和新业务价值贡献的主渠道的，新业务价值率是最高的；从过去保单销售情况来看，银保渠道新业务价值率普遍较低，过去银保渠道中趸交保费占比较高且偏投资理财类产品居多，这类产品价值率普遍较低，但随着期缴在银保渠道占比提升，银保渠道的新业务价值率也相应有所提高。

图表 36 中国平安和中国人寿不同渠道新业务价值率 (按首年保费)

		2015	2016	2017	2018	2019H1	2019H1 同比
中国平安	个险渠道	-	51.50%	47.20%	42.20%	36.60%	+4.3 个百分点
	银保渠道	-	3.00%	8.00%	18.70%	21.50%	+7.9 个百分点
	团险渠道	-	1.00%	1.10%	0.80%	1.40%	-0.3 个百分点
中国人寿	代理人渠道	55.00%	51.40%	49.90%	57.10%	58.90%	+9.9 个百分点

电销、互联网及其他渠道	43.00%	43.00%	42.30%	41.10%	46.50%	+5.1 个百分点
银保渠道	2.80%	2.80%	9.60%	18.70%	18.70%	+3.9 个百分点
团险渠道	1.10%	1.10%	1.10%	1.30%	1.40%	+0.5 个百分点

资料来源：公司年报，万和证券研究所

## 5. 行业面临新业务价值率增速放缓或下滑

在聚焦个险渠道、调整产品结构等策略下，各家公司新业务价值率相比前些年已有不同幅度的提升，平安新业务价值率在 2013 年时优于行业其它对手，从 2013 年 30.8% 提升至 2019H1 的 44.7%，2019H1 同比提升 5.7 个百分点；太保新业务价值率由 2013 的 20.7% 提升至 2018 的 43.7%，2019H1 为 39%，同比下降 4.7 个百分点，主要由于公司上半年销售产品结构中销售了较多价值率相对较低的产品所致；新华的新业务价值率 2013 年较低，在经过业务大幅转型后，新业务质量明显提升，由 2013 的 10.6% 提升至 2018 年的 47.9%，2019H1 公司新业务价值率同比下降 12.6 个百分点至 39%，主要或由于上半年公司长期保障型产品保费收入同比下降拉低了新业务价值率所致。

图表 37 平安、太保、新华的新业务价值率

新业务价值率(%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019H1 同比
中国平安	30.8	30.4	31.1	37.4	39.3	39.3	44.7	提升 5.7 个百分点
中国太保	20.7	24.5	29.5	32.9	39.4	43.7	39.0	下降 4.7 个百分点
新华保险	10.6	11.5	15	22.4	39.7	47.9	38.0	下降 12.6 个百分点

资料来源：公司年报，业绩推介材料，万和证券研究所

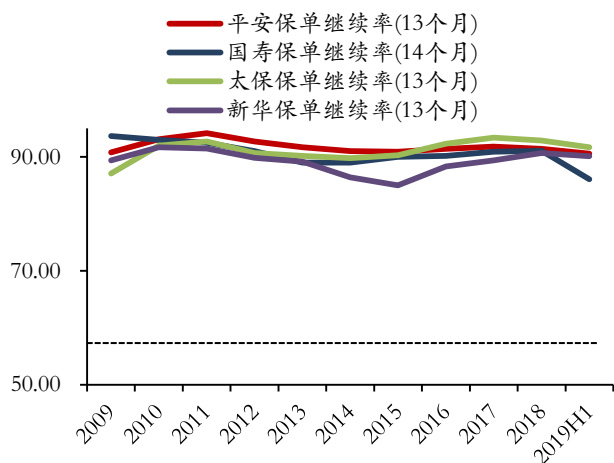
## 6. 保单继续率维持稳定状态，退保率分化减少

**保单继续率和退保率**是反映寿险公司经营品质的重要指标，保单继续率衡量了一个保单群体经过特定时间仍维持有效的比例，退保率是当期退保金、/（期初寿险、长险健康险累计准备金+长期险保费收入）的比值。高的保单继续率反映了产品的优质程度和客户服务，此外具有高现金价值保单和银保渠道销售的的保单继续率较低，退保率会相对较高。

四大上市保险公司 13/14 个月、25/26 个月的保单继续率分别保持在 90% 左右水平、80%-90% 区间波动，平安与太保保持相对稳定且较高，新华自 2015 年以来保单继续率逐步提升。2019H1 四家上市保险公司 13/14 个月保单继续率同比均下滑，平安、国寿、太保和新华分别为 90.6%、86.10%、91.70%、90.10%，同比下降 3.7、6.2、2.1、0.5 个百分点；25/26 个月保单继续率维持在稳定水平，上述四家公司分别为 91.3%、87%、90.5%、86.5%，同比分

别+0.4、+0.2、-1、+1.8个百分点。从退保率来看，2019H1 平安、国寿、太保和新华的退保率分别为 0.77%、1.43%、0.5%、1%，分别同比下滑 0.03、2.87、0.4 和 3 个百分点，平安与太保的退保率均较低，国寿与新华的退保率拐点出现，相对前期的退保率有不错的降幅，在退保率上业务品质有提升。

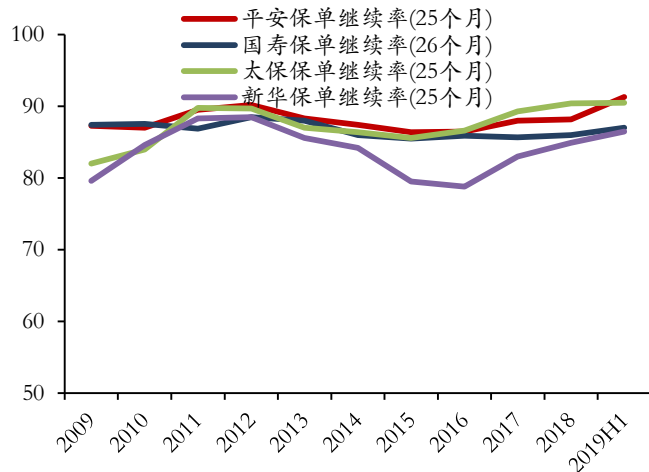
图表 38 四大上市保险公司 13/14 保单继续率 (%)



资料来源：wind，万和证券研究所

注：中国人寿按件数计，其余三家按保费收入

图表 39 四大上市保险公司 25/26 保单继续率 (%)



资料来源：wind，万和证券研究所

注：中国人寿按件数计，其余三家按保费收入

图表 40 四大上市保险公司退保率

退保率 (%)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019H1 同比
中国人寿	2.54	2.31	2.79	2.72	3.86	5.46	5.55	3.54	4.13	4.69	1.43	下降 2.87 个百分点
中国平安	1.4	0.9	0.9	0.9	1.1	1.3	1.8	1.4	1.5	1.3	0.77	下降 0.03 个百分点
中国太保	2.3	1.9	2.7	3	4.2	5.4	4.2	2	1.3	1.4	0.5	下降 0.4 个百分点
新华保险	3.8	3.9	5.71	5.5	6.2	9.2	9.3	6.9	5.2	4.8	1	下降 3 个百分点

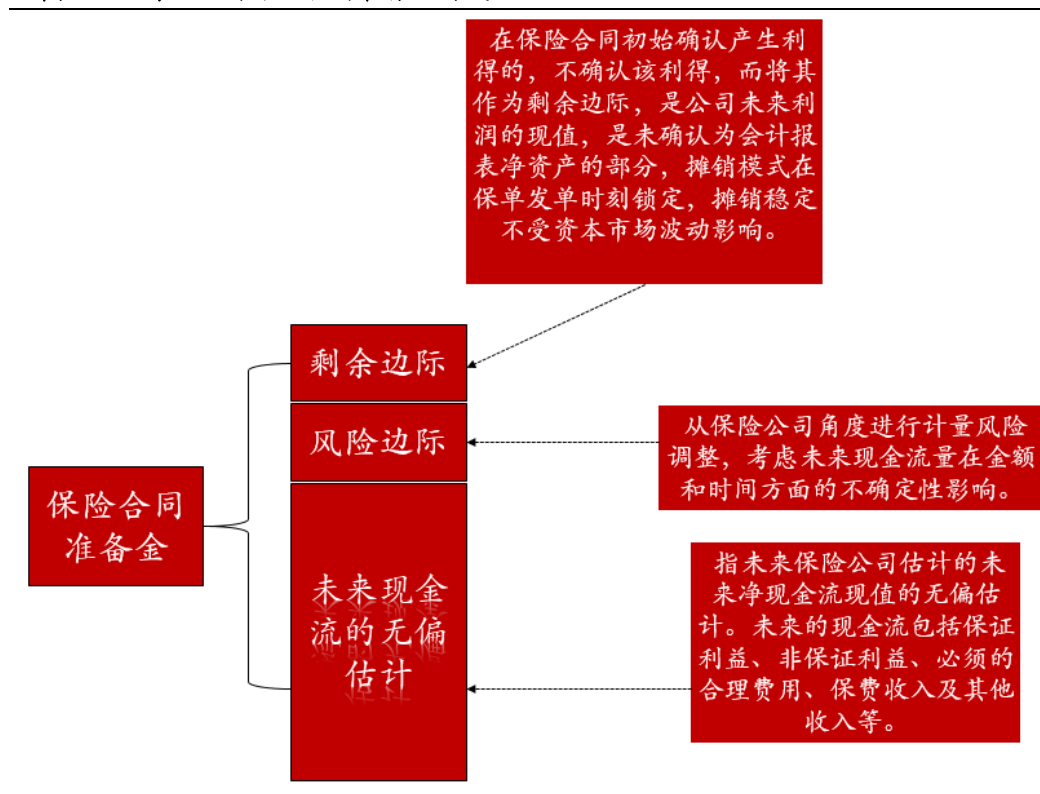
资料来源：wind，万和证券研究所

## (二) 投资端

### 1. 资产管理规模随负债端增长而增长

**保险投资端的构成。**保险投资端的资金来源主要来自于资本金与寿险合同准备金。寿险的合同准备金受折现率影响最大，按照保监会要求，目前寿险的合同准备金折现率以中央国债登记结算公司编制的 750 日国债收益率曲线的移动平均为基准，考虑税收及流动性溢价确定折现率假设。

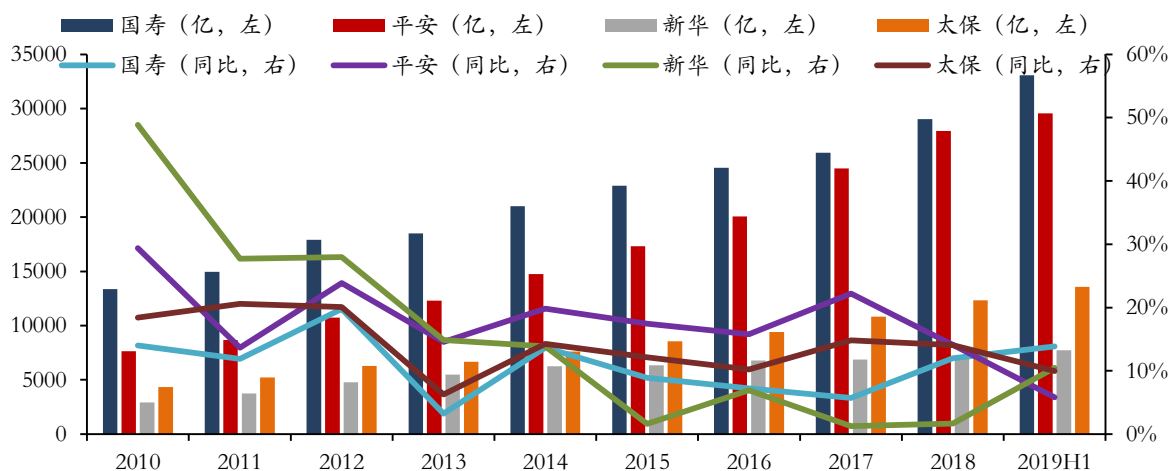
图表 41 寿险公司保险合同准备金构成



资料来源：万和证券研究所

四大上市保险公司资产端投资规模不断增长，保险投资组合以固定收益为主。随着保险公司负债端保费收入的增长，保险公司投资端总投资资产规模也在不断壮大。2010-2018 年末，中国人寿、中国平安、新华保险和中国太保总投资资产过去 8 年来年复合增长率分别为 10.19%、17.62%、11.50%和 13.96%，2019H1 上述四家保险公司保险资金投资规模环比 2018 年末环比分别增长 13.83%、5.8%、9.97%、10.49%。

图表 42 四大上市保险公司资产管理规模及同比增速



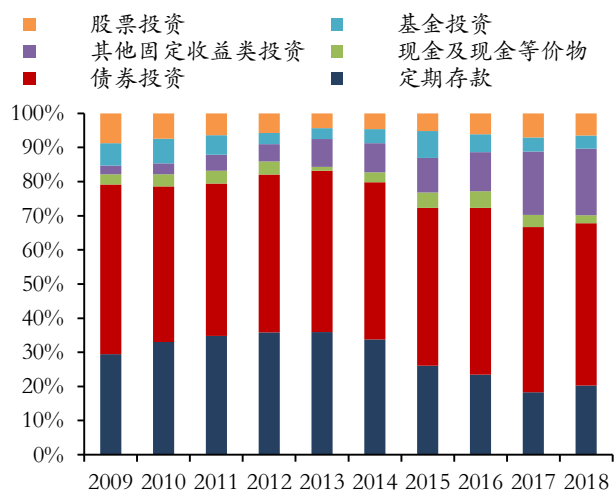
资料来源：上市公司年报整理，万和证券研究所  
注：2019H1 为环比



## 2. 资产管理组合以固收类资产为主

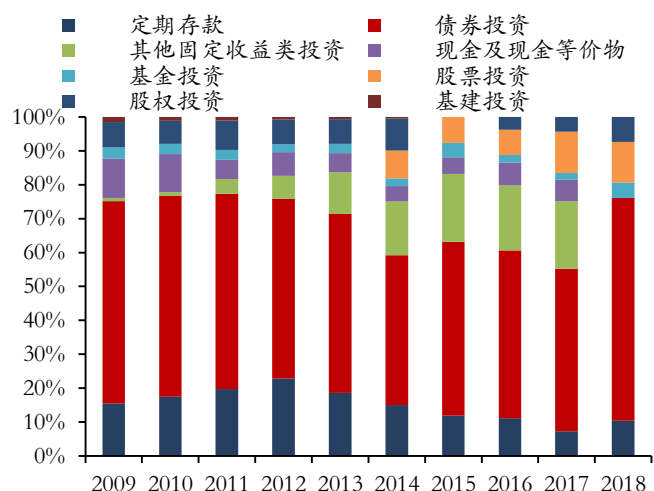
保险公司的资金运用范围和投资渠道不断放宽，保险资金可投资于固定收益类投资、基金及股权类投资、金融产品投资及其他投资。在上市保险公司投资组合中，每家公司投资组合中各资产比例有差距，一般固收收益类资产占比超过70%，股票基金类占比在8%-14%之间。追求稳定收益、长久期的保险资金偏好于固定收益资产，在未来利率中枢大概率趋势性下行下，不动产类和债权类等投资收益率较高的资产对险资具有较大的吸引力。

图表 43 中国人寿资产管理组合



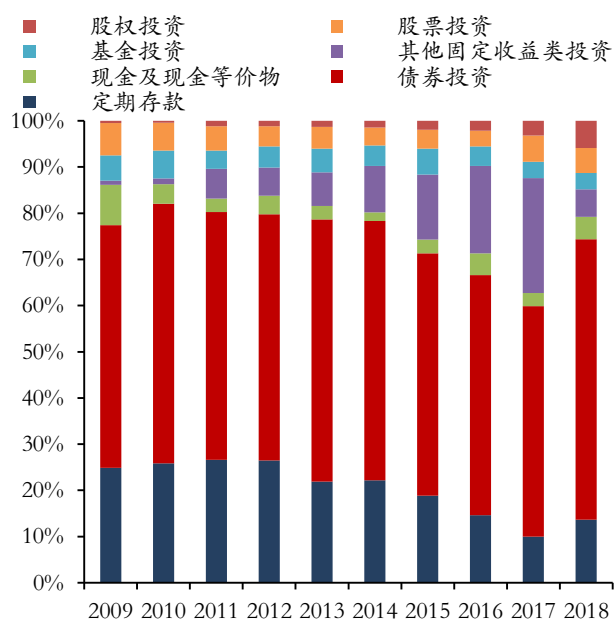
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 44 中国平安资产管理组合



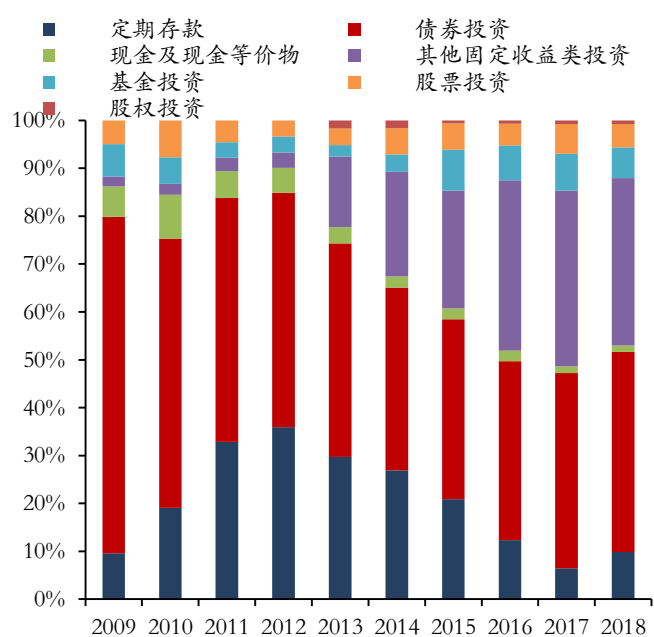
资料来源：wind，万和证券研究所

图表 45 中国太保资产管理组合



资料来源：wind，万和证券研究所

图表 46 新华保险资产管理组合

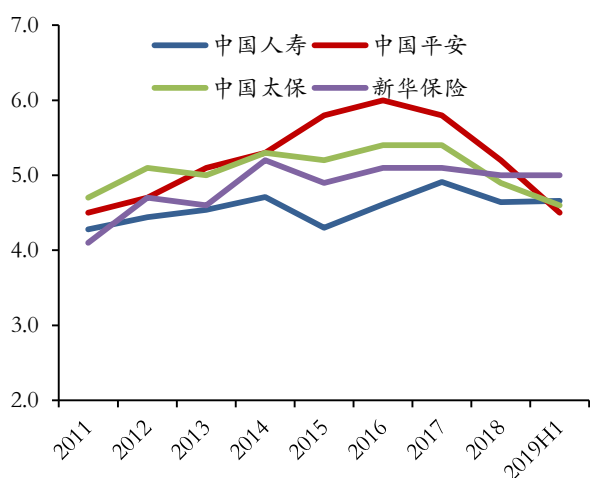


资料来源：wind，万和证券研究所

### 3. 总投资收益率受权益市场影响较大

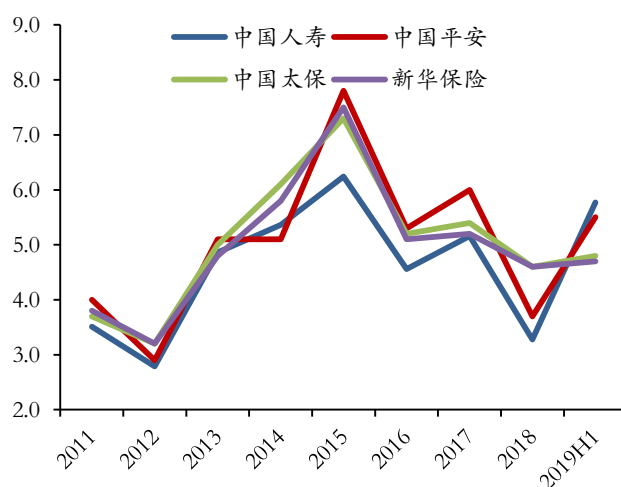
2019H1 上市险企总投资收益率上升明显。净投资收益是指来自定期存款、债券利息、股票股息等息类收益，总投资收益包括了净投资收益、股票债券买卖价差、资产减值、公允价值变动等投资收益，在权益市场表现较好的时候，险企总投资收益率将大幅提升。国寿、平安、太保和新华总投资收益率分别为 5.77%、5.5%、4.8%和 4.7%，同比分别+2.07、+1.5、+0.3、-0.1 个百分点，主要得益于上半年权益市场的大幅回暖；上述四家净投资收益率分别为 4.66%、4.2%、4.5%和 5%，同比分别+0.02、+0.3、+0.1、+0 个百分点。

图表 47 四大上市保险公司净投资收益率 (%)



资料来源：wind，万和证券研究所

图表 48 四大上市保险公司总投资收益率 (%)



资料来源：wind，万和证券研究所

## 四、 寿险公司价值指标与利源分析

### (一) 内含价值是价值评估的主要指标

上市险企内含价值持续增长。内含价值是针对寿险产品盈利周期长和展业费用高的特性构造的一种价值评估方法。通常，一家寿险公司的价值等于它的内含价值加上它未来 N 年的新业务价值 (N 为正整数)。内含价值等于有效业务价值与调整后净资产之和，其中有效业务价值来源于新业务价值，新业务价值与内含价值预期回报是内含价值增长的主要来源。近年来，上市险企内含价值均保持相对高速及稳定的增长，2011-2018 年期间同比增速平均水平在 15%-20%之间，2019H1 国寿、平安、太保和新华内含价值分别环比年初+11.54%、+16.30%、+7.8%、+10.54%。



中国太保	70.6	74.99	87.25	120.22	190.41	267.23	271.2	149.27
同比	5.15%	6.22%	16.35%	37.79%	58.38%	40.34%	1.49%	-8.36%
新华保险	41.72	42.36	49.12	66.21	104.49	120.63	122.1	58.9
同比	-4.31%	1.53%	15.96%	34.79%	57.82%	15.45%	1.22%	-8.70%

资料来源：wind，万和证券研究所

## (二) 险企净利润受市场环境及短期因素影响较大

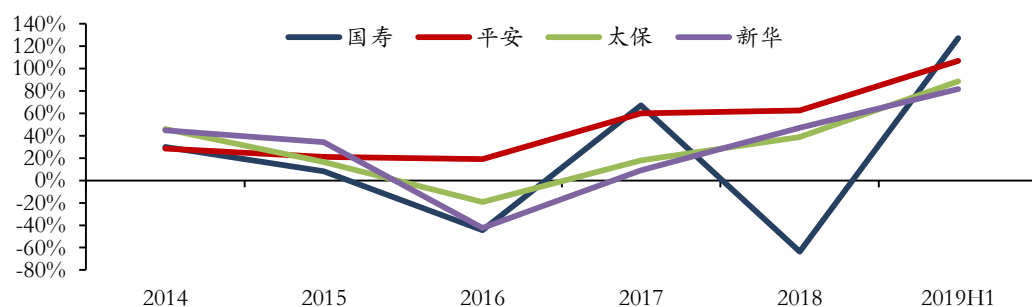
险企会计利润主要来源于剩余边际摊销、经营偏差、会计估计变更、短期投资波动。剩余边际摊销是寿险公司的主要利润来源，短期投资波动受权益市场波动的影响较大，不同公司在不同年份的会计估计变更动作不一致，短期投资波动是寿险利润变动的较大不确定因素。平安寿过去净利润增速呈现上升趋势且持续增长，新华与太保净利润增速近年来盈利能力逐步稳定，国寿波动较大。2019年上半年，受保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策调整以及权益市场回暖，国寿、平安、太保和新华寿险业务部分净利润同比增速分别为127.08%、106.91%、88.54%、81.83%。

图表 52 平安寿险近年利润分解 (百万元)

	2017	2018	2019H1	2019H1 同比变动 (%)
剩余边际摊销(A)	49,811	62,287	35,840	21.2
净资产投资收益(B)	7,357	8,959	5,216	21
息差收入(C)	5,637	5,048	1,628	-41.9
营运偏差及其他(D)	10,108	21,749	12,219	9.4
<b>税前营运利润合计 (E=A+B+C+D)</b>	72,912	98,043	54,903	14.8
所得税(F)	-20,088	-26,698	-6,470	-47.2
<b>税后营运利润合计(G=E+F)</b>	52,824	71,345	48,433	36.1
短期投资波动(H)	4,532	-12,853	13,000	-
折现率变动影响(I)	-21,213	265	999	-
管理层认为不属于日常营运收支而剔除的一次性重大项目(J)	-	-	8,597	-
<b>净利润(K=G+H+I+J)</b>	36,143	58,757	71,029	106.9

资料来源：公司年报，万和证券研究所

图表 53 上市险企寿险业务净利润同比



资料来源：公司年报，万和证券研究所

注：新华与国寿的净利润为合并报告，平安与太保为寿险业务部分的净利润

**从差损益角度来分析险企利润来源。**险企的利润一般来源于死差、费差、利差、退保差和其他差损益，最主要差损益为死差、费差与利差，利差为实际投资收益率和定价利率之差，费差为实际费用率和定价时假设的附加费用率之差，死差为实际死亡率与定价死亡率的差异。死差益、费差在优于假设时将反映至营运经验差异及其他。保障型产品对利差的依赖度较低，相较于优质的外资寿险公司，受前期销售产品种类及结构影响，国内上市险企对利差的依赖相对较大，从平安披露的近三年寿险业务差损益占比来看，利差益占比在 35% 左右水平。在利率中枢下行下，准备金计提增加，险企的投资收益率低于寿险产品的预定利率的可能性加大，同时保险产品的价格上涨或增加销售难度，利差益来源难度加大。

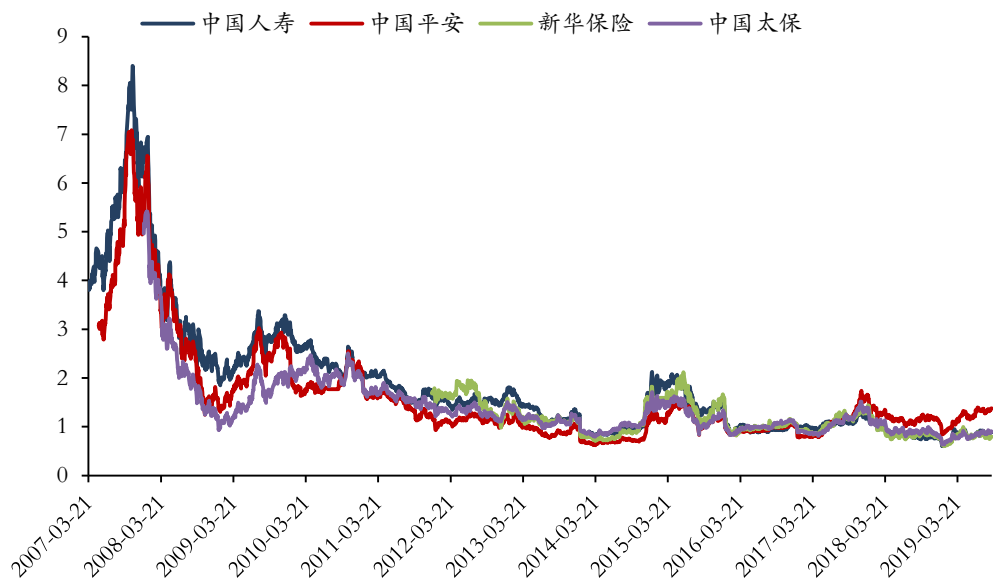
图表 54 平安近三年利差及其他差占比

	2016		2017		2018	
	利差	其他差	利差	差占比	利差	其他差
寿险业务	33.90%	66.10%	36.20%	63.80%	34%	66%
其中长期保障型	22%	78%	25.10%	74.90%	23.50%	76.50%

资料来源：公司年报，万和证券研究所

**寿险业负债端短暂承压但长期空间犹在。**自 2018 年以来，在行业监管趋严、代理人增速放缓的大背景下，上市险企的新单销售增速放缓甚至负增长，负债端短期及明年开门红均面临了较大压力。但长期来看，我国保险深度、保险密度与发达国家相比仍较低，随着人均收入增长、保障意识提高及人口老龄化等影响，寿险产品的空间仍面临较大的增长空间。投资端来看，权益市场风险偏好提升仍继续有可能贡献较大的短期投资波动。随着行业在严监管及经营经验逐步丰富推动下，以健康险为代表的长期保障型产品的发展大有可为，寿险公司的经营质量或将稳步提升是大趋势，这对行业是长期利好因素。截止到 9 月 9 日，四大上市险企公司估值 P/EV 在 0.79 至 1.37 倍之间，估值仍处于较低位置，建议积极关注。

图表 55 上市险企历史动态 P/EV (截止至 2019 年 9 月 9 日)



资料来源：公司年报，wind，万和证券研究所

注：图中假设国寿、平安、太保、新华 2019EV 同比增速分别为 18%、20%、16%、17%

## 五、风险提示

利率大幅下行、新单销售不及预期、权益市场大幅波动等。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

### 万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>