

证券研究报告

2019年11月01日

行业报告 | 行业投资策略

保险

转型之年，下一个向上周期的起点

作者：

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号：S1110518110003

分析师 罗钻辉 SAC执业证书编号：S1110518060005

联系人 舒思勤 shusiqin@tfzq.com



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

2019年经营回顾

寿险行业在经历2018年的调整后，保费收入开始恢复增长，健康险增速继续保持在30%以上，保费占比从2013年的10%提升至21%。不同市场主体的保费增长出现差异化表现，大型保险公司保费增速放缓至10%以下，而中资中小型寿险公司同比增长19%，外资公司同比增长39%。今年以来大型寿险公司增长乏力主要源于一二线城市的大众市场受到较为激烈的竞争冲击。

2020年开门红展望

2020年开门红整体有望实现良好增长。主要原因在于：1）由于外部环境利好年金险销售，如银行理财产品收益率大幅下降；2）各公司开门红节奏好于去年。我们预计2020年Q1平安、国寿、太保、新华NBV增速分别为7%、16%、7%、3%。

2020年全年展望

2018-2019年，大型公司保费端进入调整周期，销售队伍转型是保费增长的长期驱动力，转型重点是打造“全职化、专业化、精英化的营销员队伍”，产品+服务+科技是抓手。2019年各上市公司在新的管理层领导下，在发展战略、管理机制、组织架构、销售队伍、产品结构等方面进行转型，转型将在中长期发挥作用，2020年转型成果初显或能使部分公司走出“底部”。我们预计2020年平安、国寿、太保、新华NBV增速分别为10%、20%、11%、9%。

摘要

投资建议

截至10月31日，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的2019PEV分别为1.32、1.01、0.79、0.74倍，处于历史低位，4季度“估值切换行情”概率高。

长期逻辑：寿险业发展空间仍然很大，转型领先的公司将在寿险新一轮向上周期中脱颖而出，实现长期稳定发展，我们预计2020年可能是改善的起点。

短期逻辑：2020年开门红保费改善 + 政策利好 + 2019年利润高增长 + 利率短期向上。

A股推荐标的：中国人寿（2020年开门红及全年NBV增速有望最高，我们预计2019年利润与NBV增速亦最高，制度改革进行时）、中国太保（估值极具吸引力，寿险队伍转型成果可期）、中国平安。

财险方面，人保财险车险费用率下降显著，政府合作资源和经验丰富，非车险未来亦有望实现高速增长。截至10月25日，目前人保集团H、中国财险H的PB（MRQ）分别为0.74倍、1.22倍，估值处于低位。除财险业务外，人保寿险和健康险NBV和EV均迎来向上拐点，价值严重低估。推荐人保集团H、中国财险。

风险提示：股市下跌导致投资大幅下滑、相关上市公司业绩低于预期；长期利率下行超预期

摘要

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2019-10-31	评级	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601628.SH	中国人寿	33.45	买入	0.40	2.23	2.50	2.90	83.63	15.00	13.38	11.53
601318.SH	中国平安	88.12	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	14.99	9.75	8.10	6.80
601601.SH	中国太保	34.51	买入	1.99	3.20	3.86	4.56	17.34	10.78	8.94	7.57
01339.HK	中国人民 保险集团	3.31 (港元)	买入	0.29	0.55	0.65	0.79	10.20	5.46	4.56	3.78
02328.HK	中国财险	9.95 (港元)	买入	0.70	1.02	1.24	1.53	12.87	7.85	6.46	5.22

1.2019年行业经营情况

2.2020年开门红展望

3.2020年发展展望

4.投资建议



1

2019年行业经营情况

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

2019年人身险行业经营情况

人身险行业在经历了2018年的保费调整后，2019年的保费增速已有明显回升。

其中，健康险保费增速保持在20%以上，保费占比已逐渐从2013年的10%提升至2019年的21%。

我们判断人身险行业仍有至少10年的“黄金发展期”，驱动力量：1) 保障需求的稳步增长，即保障覆盖面的持续扩大与保障额度的持续提升；2) 储蓄型保险产品在“大资管”体系中份额的稳步提升；3) 保险行业的产业链延伸——保险产品 + 养老服务，保险产品 + 医疗服务。

图1：寿险公司保费收入及同比增长

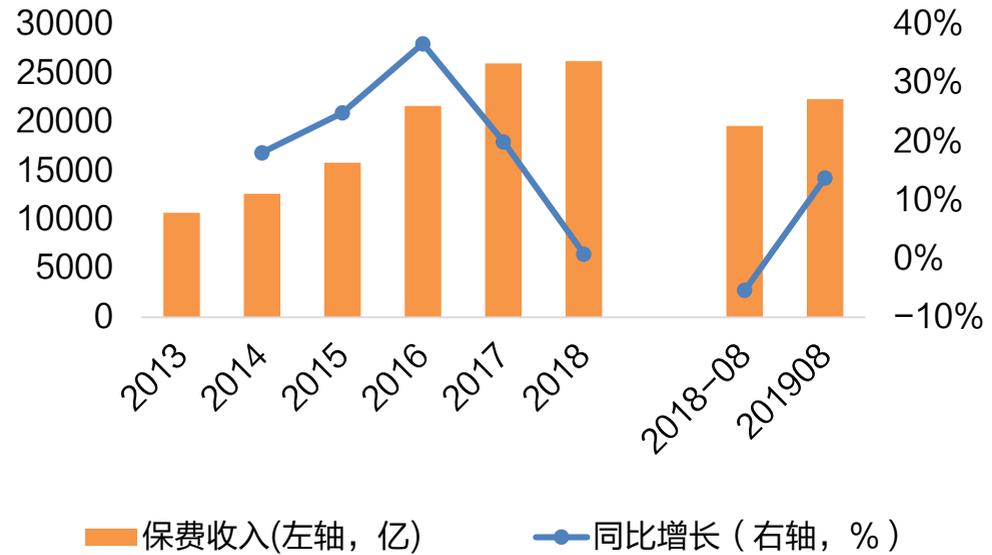
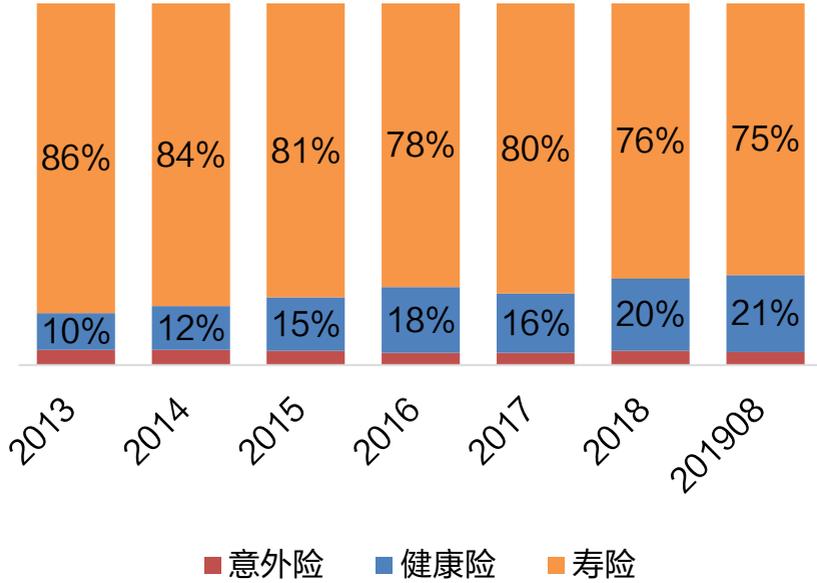


图2：人身险行业险种结构



2019年人身险公司经营分化

2019年，人身险行业保费的市场集中度下降。

2019年1-8月，人身险行业保费同比增长15%。其中，中小保险公司经过17-18年调整，保费同比增长19%，外资公司保费同比增长39%，而前6家公司（国寿、平安、太保、新华、泰康、太平）保费同比增长低于10%，市占率为57%，较2018年下降2pct。

原因：1) 严监管下，经营战略趋同，均以保障险为经营重点；2) 中小保险公司产品的性价比一般更高（保额/保费）；3) 中小保险公司可通过互联网渠道、经代渠道销售保单，这两大渠道是新兴赛道。

图3：不同保险主体的年度保费同比增速

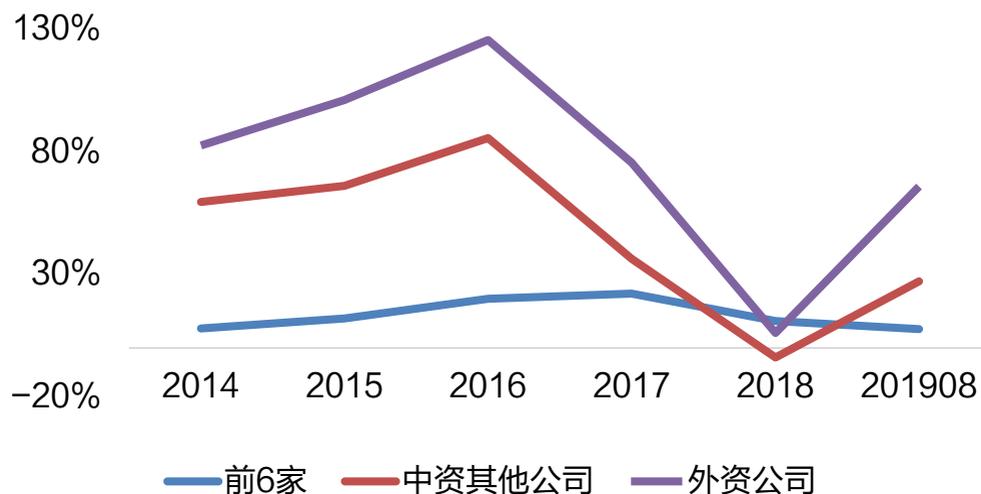
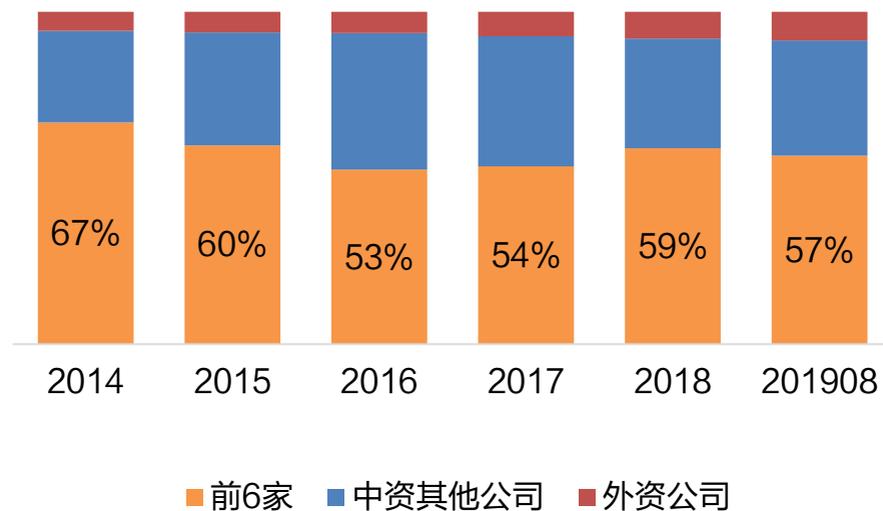


图4：不同保险主体的保费市占率



2019年人身险公司经营分化——保险市场分层理论

1、**高端市场**：一片蓝海，占据此市场者为王。

2、**中端市场**：受到中小保险公司、互联网保险公司（平台）、保险经代公司的冲击最大。

3、**县域市场**：竞争程度更小，市场格局稳定，居民保险意识与购买能力的提升程度更大。

因此：县域市场是业绩压舱石，国寿、太保有优势；高端市场是未来的竞争重点，友邦有优势，各家均在加力建设。我们的观点：**增员驱动保费的时代已经结束，能够打造全职化、专业化、精英化的代理人队伍的保险公司将在未来胜出。**

图5：保险市场分层理论

保险市场分层	市场特征
高端市场 一线城市高净值人群	需求：对于财富传承、高端医疗的需求很大 供给：市场进入者少，友邦、中美大都会等公司
中端市场 一线其他人群、二线城市	需求：对于重疾保障、医疗需求很大，看中性价比 供给：竞争最为激烈的市场，大、中、小公司均有进入，是中小公司的主战场
县域市场 其他城市	需求：对于重疾保障、医疗需求很大，看重品牌及价格 供给：由于大公司分支机构广泛，市场主要是大型保险公司经营，竞争格局稳定

2019年行业销售队伍情况

大型公司负债端增长乏力情况与代理人销售队伍紧密相关，今年平安、太保、太平的代理人规模持续下滑，新华、国寿规模增长。

15-17年大量增员带来大量新客户，推高保费基数；且当时代理人晋升、组织发展容易，导致主管沉淀不足，管理能力欠缺。从2018年开始，增员率下滑（增员空间变小、业务压力大导致增员积极性、吸引力减弱），新客户储备不够导致新单增长乏力。同时，产品竞争加剧，也导致销售难度加大，存量代理人获取客户更难，活动率下降，代理人脱落加剧。

图6：平安和国寿代理人规模（万）

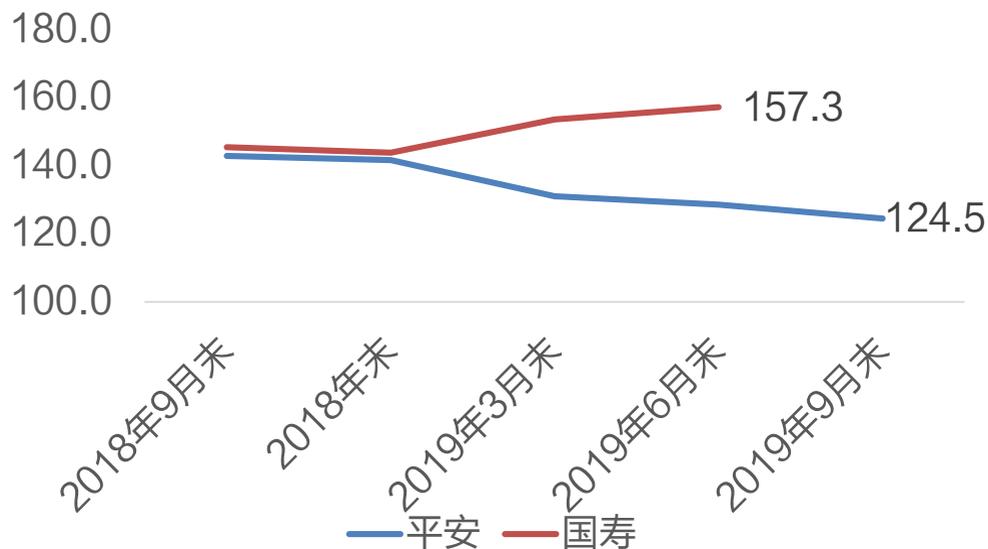
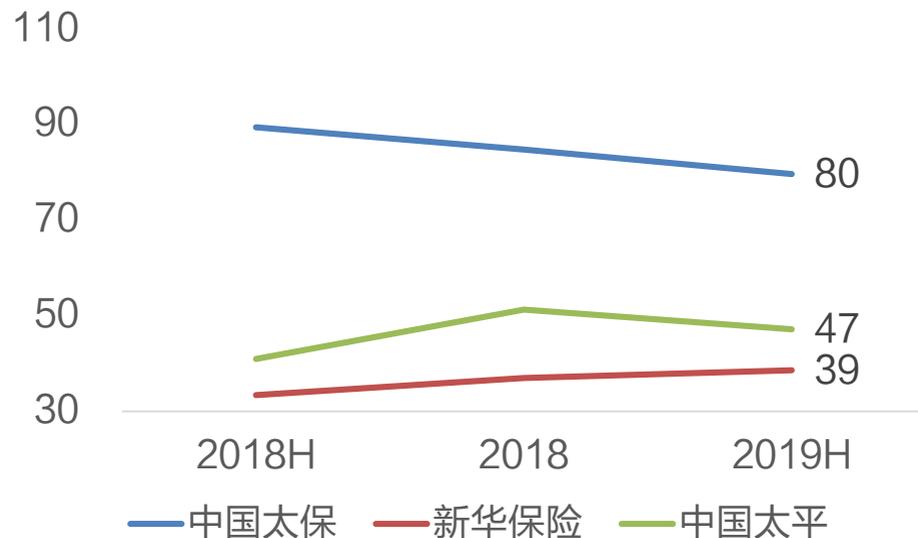


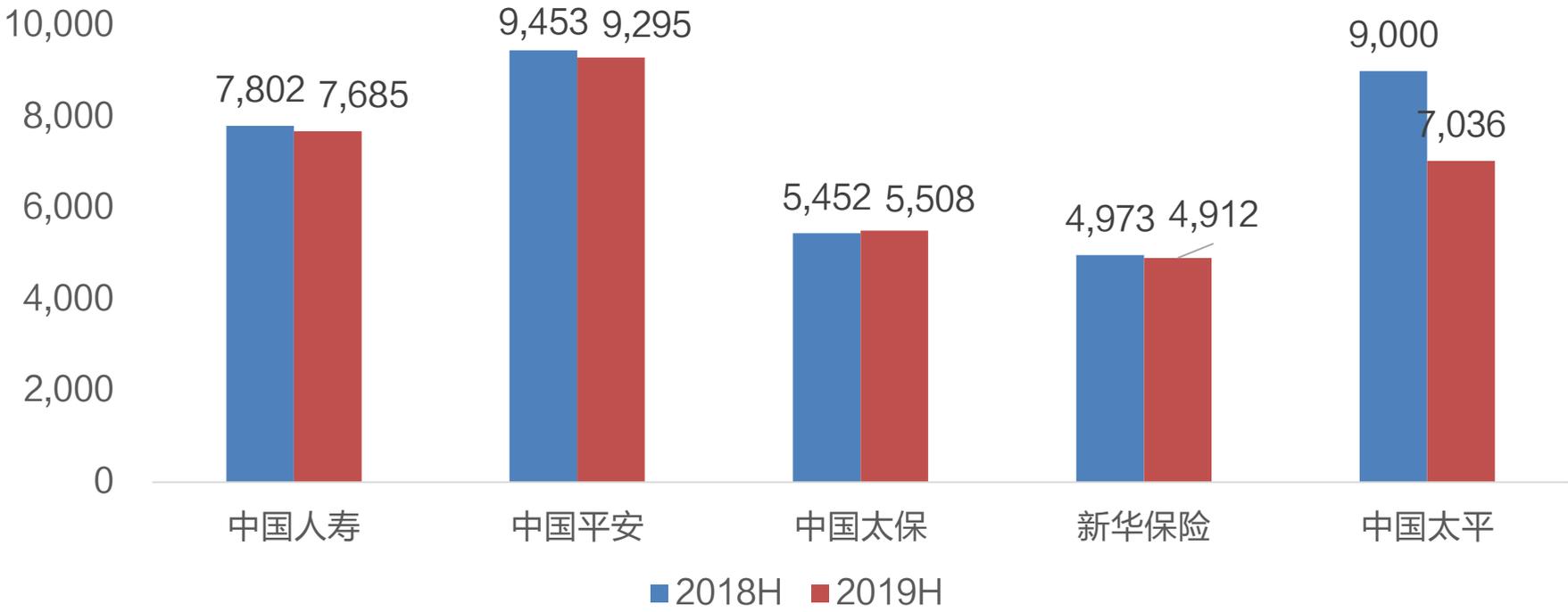
图7：太保、新华、太平代理人规模（万）



2019年行业销售队伍情况

产能方面，人均首年保费除太保外均出现下滑。

图8：上市公司人均首年新单保费（元/月）





2

2020年开门红展望

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

2020年开门红展望

■ 2020年开门红有望超预期。

■ 外部环境

保单销售的外部环境改善。1) 银行理财产品的预期收益率持续下降，目前仅约4%，我们判断仍将下行。2) 信托等资管产品的风险显著上升。3) 股市企稳。

■ 年金险特征

年金险的吸引力提升。1) 部分年金险产品的期限缩短；2) 万能险账户的结算利率（月度可调）普遍高于5%。

■ 各公司节奏规划好于去年

国寿、新华的开门红启动时间提前；太保18Q4销售储蓄险冲刺业绩，消耗了大量客户，导致2019年开门红保费基数很低；平安降低了2019年全年NBV增长目标，可更好平衡2019Q4和2020开门红业绩。

年金险（储蓄险）与保障险有很强的共振效应，开门红将为全年NBV增速改善打下坚实基础。

2020年开门红展望

银行理财产品收益率与保费负相关（银行理财产品与储蓄险有替代关系），银行理财收益率下降有利于保费表现。信托、私募基金、P2P等资管产品暴雷环境下，储蓄险“保本保收益”的优势凸显。

图9：1年期银行理财收益率（%）

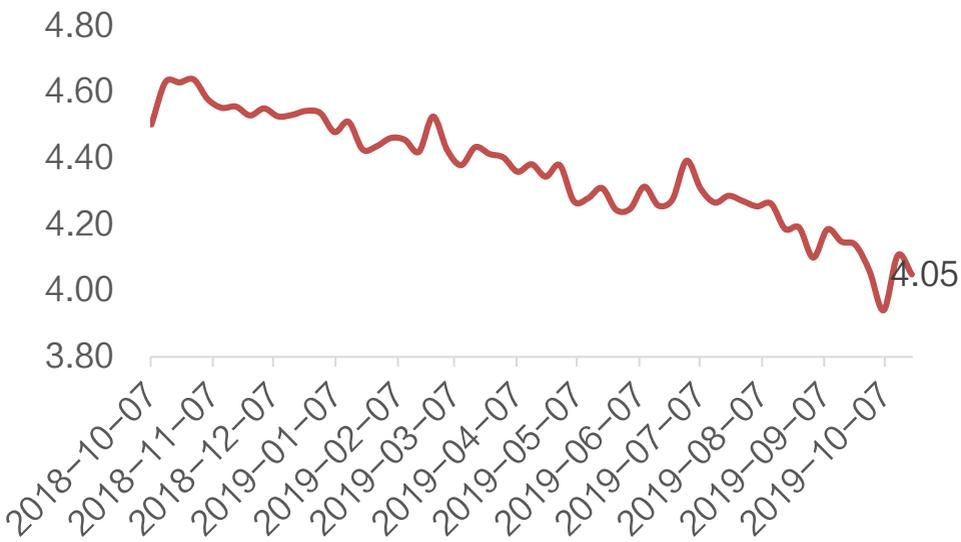


表1：银行定期存款利率

	其他商业银行						
	五大行		广发银行	光大银行	广州农商行	恒丰银行	华润银行
3年期定存	2.75%	3.10%	2.75%	2.90%	3.10%	3.025%	3.85%
5年期定存	2.75%	3.20%	3.0%	3.05%	3.10%	3.125%	3.85%

资料来源：wind，金投网，天风证券研究所

2020年开门红展望

从历史经验来看，股市显著正向影响第二年保费（股市影响保险投资收益，进而影响第二年储蓄型理财产品的利益），2018年股市下行导致2019年保费较弱，2019年股市好转有望提升2020年的保费表现。

图10：保险行业投资收益率与保费增速的关系

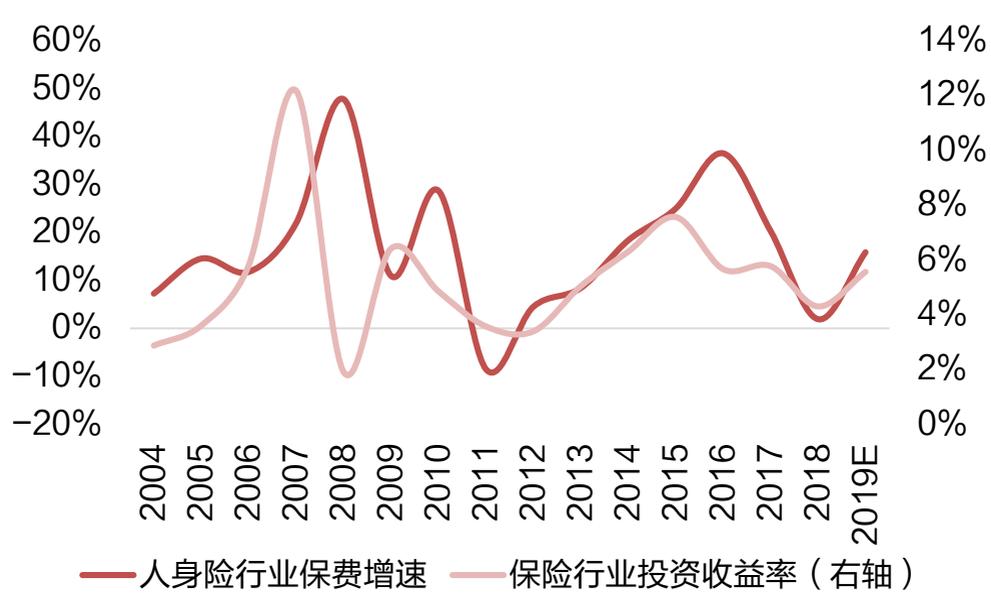
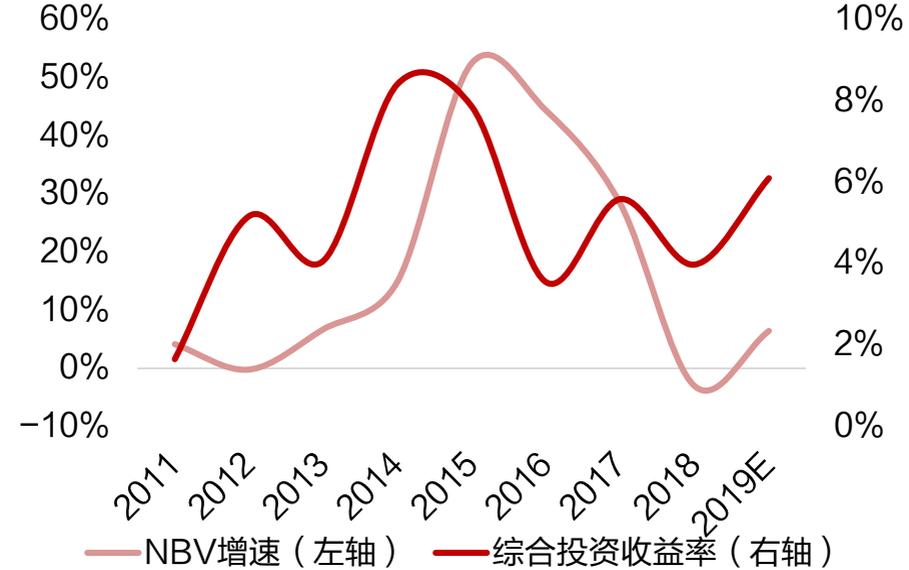


图11：上市公司综合收益率与NBV增速的关系



资料来源：公司财报，银保监会网站，天风证券研究所

2020年开门红展望

表2：保险公司开门红产品对比

	国寿		太保		平安	新华
	鑫享至尊	鑫福临门	鑫享福	鑫满意	金瑞人生2020	惠添富年金
产品类型	3.5%定价传统年金	3.5%定价传统年金	3.5%定价传统年金	分红年金	3.5%定价传统险	4.025%定价传统年金
投保年龄	出生28天-68周岁	出生28天-60周岁	0-64岁	0-58岁	0-65	0-60岁
保险期间	10年	15年	15年	至 60/65/70/75/80/85/90/95/100岁	15年	15/20年
缴费期	3/5年，主推3年期	10年	主推3/5年	3/5/10年	3/5/10年	主推3/5年
保险责任	特别生存金： 第5、6年末分别给付年交保费的60%（3年交）或100%（5年交）	特别生存金： 第5、6年末分别给付100%的年交保费	特别生存金： 第5、6年末分别给付年交保费的55%（3年交）或100%（5年交）	特别生存金： 第5、6年末分别给付年交保费的50%（3年交）或年交保费的100%（5年交）或第5、6、10、11年末分别给付年交保费的100%（10年交）	特别生存金： 第5、6年末分别给付年交保费60%（3/5年交）、100%（10年交）	特别生存金： 第5年末给付年交保费的45%（3年交）或50%（5年交）
	生存金： 第7年末-满期前给付同上	生存金： 第7年末-10年末分别给付100%的年交保费，第11年末至期满前每年给付50%的年交保费	生存金： 第7年末-满期前给付年交保费的27%（3年交）或36%（5年交）	生存金： 第7年开始，给付基本保险金额直至被保险人身故或保险期间届满前一个合同生效日对应日	生存金： 第7年末至满期前一年，每年给付保险金额的30%	生存金： 第6年末至期满前，给付年交保费的9%（3年交）或13%（5年交）
	满期金： 基本保额	满期金： 基本保额	满期金： 基本保额	祝寿金： 所交保费	满期金： 基本保额（3/5年交）或基本保额的2倍（10年交）	满期金： 基本保额

2020年开门红展望

经测算，“年金险+万能账户追加”的产品组合的IRR在3.2%-4.2%之间。

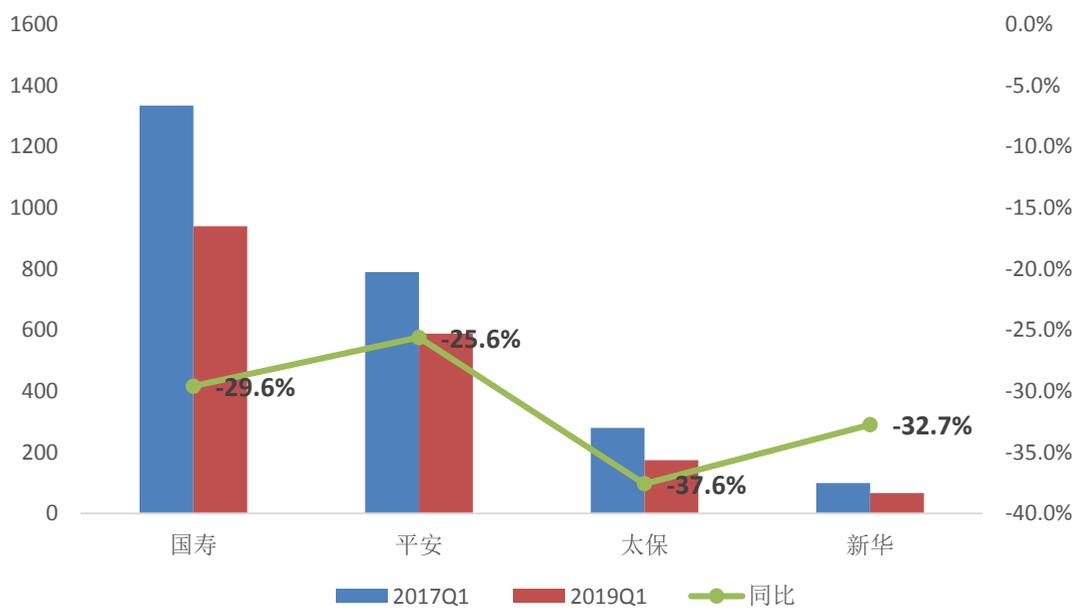
表3：国寿鑫享至尊IRR

不同情形		万能账户结算利率	存续期间	
			10年	15年
情形1	每年生存金都当时取回，不进入万能账户累计生息	/	1.7%	/
情形2	生存金未取回，在万能账户中累计生息	5.3%	2.8%	3.7%
		5.0%	2.7%	3.5%
		4.0%	2.4%	3.0%
情形3	生存金未取回，在万能账户中累计生息；并在期初等额追加保费进入万能账户	2.5%	1.9%	2.1%
		5.3%	3.5%	4.2%
		5.0%	3.3%	4.0%
		4.0%	2.8%	3.2%

2020年开门红展望

各公司2019年开门红新单保费较2017年的高点大幅下滑25%以上，2020年基数压力小。

图12：上市公司1季度新单保费（亿元）



资料来源：上市公司财报，天风证券研究所；太保、新华数据为个险新单，国寿、平安为全渠道新单

2020年开门红展望

开门红SWOT分析：整体上市场环境有利于理财型产品销售。分公司来看，国寿最早开启开门红，提前抢占客户。平安、太保将更好平衡4季度业绩冲刺和开门红。新华将提前开启开门红预收，大力推动高定价年金险销售，但代理人年金险的销售能力及客户储备情况待观察。基于此，我们预计国寿开门红新单保费有望实现较快增长，领先于其他公司。

- ✓ **国寿**：开门红预收启动时间最早；产品吸引力强。
- ✓ **平安**：调低2019年NBV达成预期，减小分公司19年业绩压力，更好平衡4季度和开门红业绩。
- ✓ **太保**：2019年转型夯实了队伍基础，核心代理人（绩优/健康人力）规模保持稳定；会更好平衡4季度和开门红业绩（去年4季度销售了储蓄型产品消耗了客户）；基数低；产品吸引力提升。
- ✓ **新华**：开门红预收启动时间早于去年；年金险基数低；人力规模增长；预计产品推动费用投入增加；唯一销售高定价的大型公司。

S

W

O

T

- ✓ **平安**：代理人规模下滑幅度较大；开门红准备时间相对较晚。
- ✓ **太保**：开门红准备时间相对较晚。
- ✓ **新华**：销售队伍适应销售健康险，年金险的销售能力及客户储备待观察；1季度NBV基数较高。
- ✓ **国寿**：鑫享至尊新单保费占比可能提高，导致开门红整体价值率下滑。

- ✓ 银行理财收益率下降，保险公司IRR具有优势。
- ✓ 信托、私募基金、P2P等资管产品暴雷环境下，储蓄险“保本保收益”的优势凸显。

- ✓ 经济下行情况下，居民家庭的现金流变紧，影响储蓄产品的购买力。



3 2020年发展展望

2020年发展展望

■ 2020年负债端展望：

- 1、我们判断监管将限制产品定价竞争。监管将“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”，实质上已降低定价利率，从而限制了年金险的负债成本。其他险种的产品监管政策亦有望出台，利好定价审慎的大型公司。
- 2、我们判断“甲状腺癌移出重疾”政策有望在2019Q4- 2020Q1落地，长期与短期的利好程度均大。

■ 2020年资产端展望：

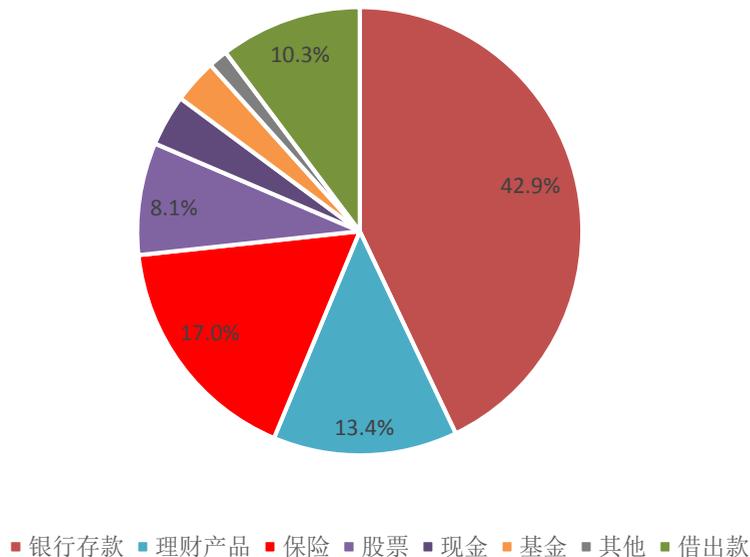
- 1、保险资金的运用趋势：1) 加配高股息率股票（股息率高于4%），计为FVOCI，赚取稳定股息；2) “举牌”优质上市公司，计为长期股权投资（权益法核算），并打造业务协同；3) 发挥险资的“长期”与“稳定”的优势，加配优质长债或其他长期固收资产，缩减资产负债久期缺口。
- 2、在非标资产收益率下降且信用风险提升的背景下，保险公司的股权（股票 + 未上市股权）投资能力非常重要，可有效对冲利率下行。

2020年发展展望

家庭配置结构和金融产业的结构趋向均衡，长周期来看保险业占比提升是趋势。

- 2018年我国家庭总资产中金融资产占比仅为11.8%。家庭金融资产配置中高达42.9%为银行存款，理财产品占比13.4%，保险产品占比17%。
- 国内保险业的资产规模占金融行业的比例较小，2018年末，国内银行业资产规模261万亿，保险业仅18万亿。

图13：居民家庭金融资产配置情况



2020年发展展望

- 2013-2017年的高增长主要靠人力规模拉动，随着人口红利逐步减弱情况及年金险产品形态的变化，2018-2019年，大型公司保费端进入调整周期。销售队伍转型是保费增长的长期驱动力。未来行业的转型重点是打造“全职化、专业化、精英化的营销员队伍”，产品+服务+科技是抓手，转型领先的寿险公司有望脱颖而出。
- 2019年各上市公司均在新的管理层领导下，在发展战略、管理机制、组织架构、销售队伍、产品结构等方面进行转型，转型将在中长期发挥作用，2020年转型成果初显或能使部分公司走出“底部”。
- 各公司处于转型的不同阶段，国寿处于“产品结构优化”的转型1.0阶段，而平安、太保处于“向产能驱动转型”的2.0阶段。

保险重点推荐标的：中国人寿（短期亮点+长期转型）

中国人寿：从管理机制入手进行改革，启动“鼎新工程”，长期转型深入将进一步激活国企管理能效，释放制度改革红利。

“鼎新工程”目标是构建经营型战斗型组织体系，重点为构建“一体多元”发展布局，建立市场化专业化投资管理体系。“一体”指聚焦个人客户，做强大个险；“多元”指围绕团体客户，做好银保、团险和健康险业务。改革的驱动力量是市场化激励约束、人才发展机制、科技驱动。

鼎新工程重点工作

- 1、第一步，组织架构的调整。定位是“强总部、精县域、优地市、活基层”。总部组织架构调整已完成，加强了总部的决策指挥职能，强化前台（将更多资源向个险渠道倾斜）、优化中台、精简后台；强化投资管理团队。
- 2、第二步，机制的引入。市场化的人才的管理、考评机制、薪酬分配。对分公司一把手严格考核，季度排名考核，管理干部“能上能下”，加强业务压力及积极性。
- 3、未来举措：进行分公司分级管理（根据业务和人力情况给分公司评级，分为9个级别，对应不同的资源和计划）；精简分支机构的5大层级。

2020年发展展望

平安寿险：2019年进行组织架构、产品、销售队伍的全面转型。2019年为转型适应期，预计2020年转型效果才会开始显现。

■ 平安寿险2019年的4大调整

1、调整业务节奏，淡化开门红，平衡季度间业务规模。

2、调整产品策略。一是，限制短储产品规模；二是，丰富产品体系，保障型产品组成铁三角，主力保障型产品安心百分百、大小福星、平安福对应不同客群及不同销售能力的代理人。

3、销售队伍增员有压力，公司通过AI严格控制增员入口，将“优才计划”推广到所有二级机构的大中城市。

4、平安寿险2019年下半年进行“2355”改革工程计划,强化总部大脑建设，将重要职能（销售策划、资源分配等）收归总部。

2020年发展展望

平安总部架构“2355”改革

- 2即“两步走” 实现全面数据化经营。
- 3指个险、银保及“线上+区拓”三大渠道。
- 第一个“5”是五大职能中心，包括渠道管理、运营、产品、共同资源、投资管理，打造总部成为“先知、先觉、先行”的超强大脑。
- 第二个“5”是五大作战中心，将原来的一元、二元事业部拆分为东区、西区、南区、北区、中区五大销售中心，负责前端业务推动和督导。
- 此次架构改革最重要的是将原分散至事业群的人权、财权以及对分公司的计划考核、奖励问责的权力收归至总部，加强总部的管理权力，将进一步提高执行敏捷性及执行效率。同时，总部还将优化部门建制，重新设计业务流程及岗位，实现部门对业务端到端的运行，降低沟通成本，提高管理效率，对于科技这种非考核项目的推动是很大的助力。

2020年发展展望

中国太保：全面推进转型2.0，打造“队伍升级、服务增值、科技赋能”三大新动能。

■ 队伍升级

实施队伍分层分类画像与精细化管理，通过科技赋能（O2O培训模式、智能化销售支持、智慧云职场），打造三支关键队伍，推动队伍结构优化。

- 1) 做大核心人力（健康、绩优人力），目标是3年后核心人力占比从25%提升至40%。
- 2) 做强顶尖绩优，主要面向高净值客户群体，目标是3年后顶尖绩优的规模从600人增长至2000+人。
- 3) 培育适应数字化销售服务模式的新生代队伍，目标是3年后新生代占比从15%提升至30%。

■ 服务增值

丰富服务供给，打造“保险+健康+养老”生态圈。

- 1) 以建设“太保家园”为载体，深耕健康养老领域，规划建立6个高端养老社区项目。
- 2) 构建“保险+健康”生态，即“太保蓝本”医疗服务+“太保妙健康”个人专属的健康互动计划+CWI体验中心（智能健康管家）。

■ 科技赋能

升级核保、理赔、客服等运营服务全流程，提升客户服务体验和运营效能，实现以服务促销售。太保寿险已经形成了自己在AI和数据方面的“大产品线”和“场景应用”。

2020年发展展望

新华保险：转变发展方向，重塑发展格局，实施“资产负债双轮驱动、规模价值全面发展”的业务模式及“1+2+1”发展战略（一体两翼+科技赋能）。

- 第一个“1”是指以保险保障业务为主体。
 - “2”是指以财富管理和康养管理为两翼。
 - 第二个“1”是指以科技赋能为驱动力，三者形成协同发展模式。
 - 新华新任管理层的目标是争取用三到五年时间，使新华整体实力上一个台阶，业务结构进一步优化，市场份额、资产规模、资本实力和盈利能力稳居寿险行业第一梯队。
- 新华新任领导在高质量发展的前提下，加强对于保费规模的诉求，同时提出加强集团协同、科技赋能的新战略。适度销售年金险有利于打开新华发展的新空间（NBV增长由价值率提升驱动转向规模提升驱动），目前其销售队伍适应销售健康险，短期内队伍销售年金险的能力能否有效提升待观察。

2020年发展展望

我们预计2020年Q1平安、国寿、太保、新华NBV增速分别为7%、16%、7%、3%；全年增速分别为10%、20%、11%、9%。

表4：上市公司NBV增速预估

单位：百万	2019Q1	2020Q1	同比	2019	2020	同比
中国平安	21644	23167	7.0%	76701	83984	9.5%
中国人寿	16378	19039	16.2%	58009	69429	19.7%
中国太保	8986	9601	6.8%	26332	29177	10.8%
新华保险	3418	3518	2.9%	10739	11670	8.7%

2020年发展展望

如仅考虑NBV贡献和EV预期回报，中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险的2020EV增长分别为15.6%、23.0%、20.2%、15.0%。

表5：上市公司内含价值增速预估

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
EV预期回报/期初EV	8.2%	9.0%	9.7%	10.0%
NBV（分散效应）/期初EV	7.3%	14.0%	10.5%	5.8%
寿险EV增速	15.6%	23.0%	20.2%	15.0%
集团EV增速	15.6%	20.1%	17.3%	15.0%

2020年发展展望

期限利差扩大，长期限债券收益率仍然具有吸引力。尤其是超长期国债，叠加免税政策，对于保险资金仍有较高的配置价值，有利于缩短资产负债久期缺口。

图14：国债期限利差（%）



2020年发展展望

为了满足经济发展需要，长债发行量高速增长，为险资带来大量配置机会。另外，地方债、永续债等持续产生新的配置机会。

表5：债券发行量

亿元/%	2019年1-9月		2019年1-9月	
	面额	同比	面额	同比
合计	123,113	15.86%	106,258	1.73%
政府债券	70,487	11.08%	63,455	-1.95%
政策性银行债	29,199	8.09%	26,716	5.92%
政府支持机构债券	1,050	-58.50%	2,530	36.02%
商业银行债券	12,451	159.46%	5,129	-13.73%
非银行金融机构债券	1,500	10.34%	1,329	107.66%
企业债券	2,556	87.77%	1,361	-52.16%
资产支持证券	5,871	2.30%	5,738	78.19%

亿元/%	2019年1-9月		2019年1-9月	
	面额	同比	面额	同比
合计	123,113	15.86%	106,258	1.73%
1年以下	12,084	-10.94%	13,568	7.88%
1-3年	20,733	-9.00%	22,785	8.47%
3-5年	27,039	-6.92%	29,049	23.57%
5-7年	15,638	-4.83%	16,431	-23.45%
7-10年	30,231	52.46%	19,829	-12.34%
10年以上	17,389	278.35%	4,596	40.26%

2020年发展展望

车险：“严监管”态势下，车险费用率下降显著。对于车险费用竞争的管控加强，因此规模优势及服务优势对于车险业务发展更重要，龙头公司优势更强。

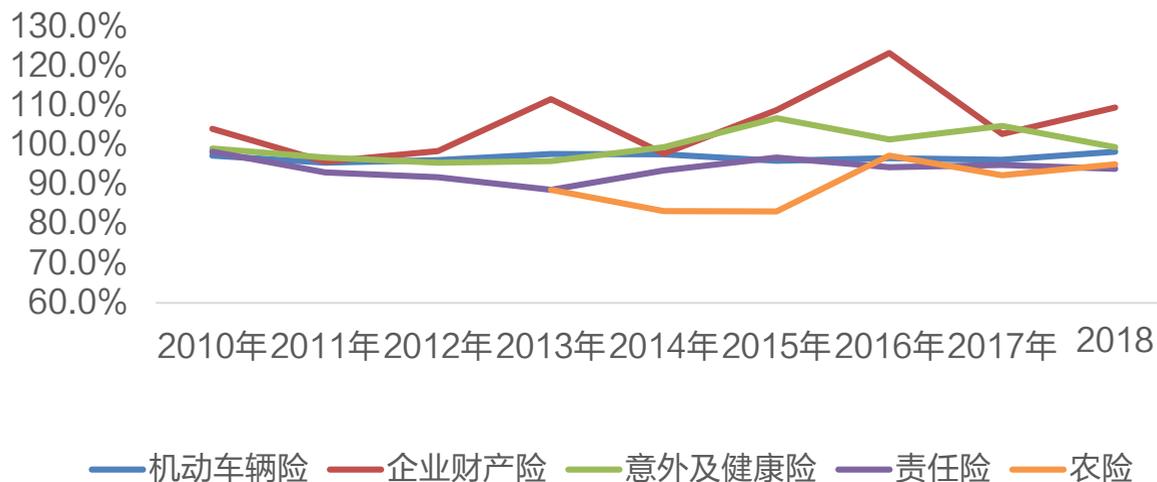
- 车险高压监管预计将继续，前三季度111家机构车险业务被叫停,其中省级机构2个、计划单列市机构4个、地级市机构98个、县级机构7个，也说明监管力量已下沉，业务及管理费快速增长势头得到遏制。
- “严监管”下监管同时推进“放管服”。银保监会发布《关于进一步加强和改进财产保险公司产品监管有关问题的通知（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”），核心在于“车险、1年期以上信用保证保险拟由审批制改备案制”。虽未对条款开发和费率厘定提出新的要求，但《征求意见稿》迈出了放开前端产品监管的一步，为后续的真正彻底的市场化费率改革，铺下一块“垫脚石”。

2020年发展展望

非车险：农险、责任险等得到政策支持，将保持较快发展，农险、责任险等非车险的综合成本率均低于车险，长远来看有助于提升承保利润率水平。人保财险政府合作资源和经验丰富，非车险发展优势较大。

- 农业险指导意见出台，提出到2022年农业保险深度（保费/第一产业增加值）达到1%，农业保险密度（保费/农业从业人口）达到500元/人。2018年我国农业保险保费573亿，深度为0.85%。在新指导意见下，各地有望陆续出台农业险支持政策，预计未来几年行业农险保费增长有望保持在20%左右。
- 责任险发展政策环境利好，安全生产责任险等险种纳入强制保险，长期发展空间很大。

图15：人保财险不同险种综合成本率





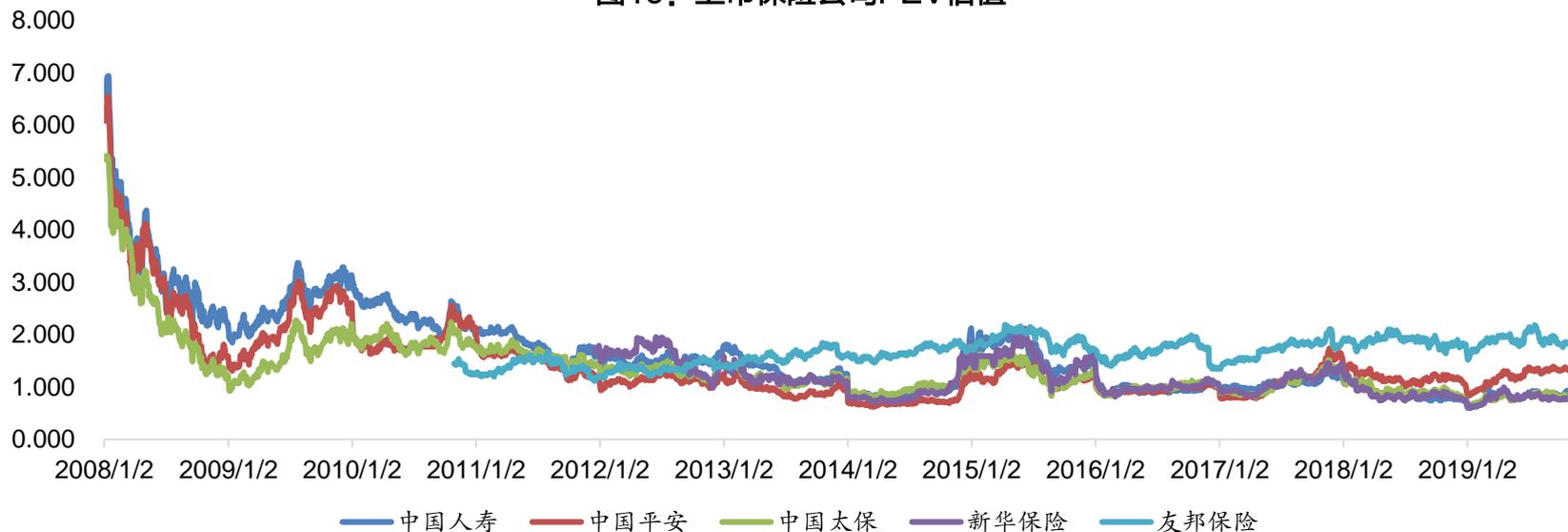
4 投资建议

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

投资建议

- 截至10月31日，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的2019PEV分别为1.32、1.01、0.79、0.74倍，处于历史低位，4季度“估值切换行情”概率高。
- 长期逻辑：寿险业发展空间仍然很大，转型领先的公司将在寿险新一轮向上周期中脱颖而出，实现长期稳定发展，我们预计2020年可能是改善的起点。
- 短期逻辑：2020年开门红保费改善 + 政策利好 + 2019年利润高增长 + 利率短期向上。
- A股推荐标的：中国人寿（2020年开门红及全年NBV增速有望最高，我们预计2019年利润与NBV增速亦最高，制度改革进行时）、中国太保（估值极具吸引力，寿险队伍转型成果可期）、中国平安。

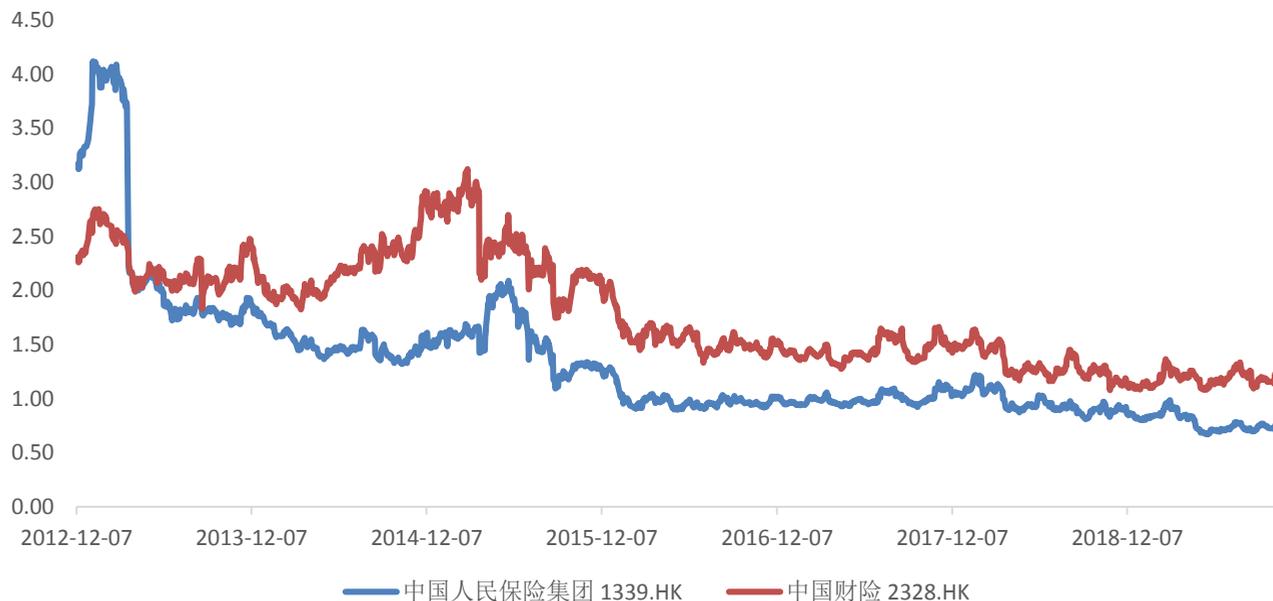
图16：上市保险公司PEV估值



投资建议

人保财险车险费用率下降显著，政府合作资源和经验丰富，非车险未来亦有望实现高速增长。截至10月25日，目前人保集团H、中国财险H的PB（MRQ）分别为0.74倍、1.22倍，估值处于低位。除财险业务外，人保寿险和健康险NBV和EV均迎来向上拐点，价值严重低估。重点推荐人保集团H、中国财险！

图17：中国财险和人保集团H的PB（MRQ）估值



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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS