

## 保险行业 2020 年度投资策略

## 保险行业区域发展启示录

推荐 (维持)

- 从国际、历史经验来看，保险繁荣的启动需要一定经济基础的支撑，整体来看我国正处于临界点上。从各国寿险/保险行业发展历程来看，行业的第一轮繁荣是由经济增长驱动的。纵观几个国家第一轮繁荣启动时的 GDP 水平，均在 10000 元-20000 元美元之间。在这个繁荣期内，寿险/保险深度通常会实现翻倍，持续时间在 5-10 年之间。日本、美国、韩国寿险行业第一轮繁荣期启动时人均 GDP 水平均在 10000 美元左右，英国在 15000 美元左右。我国过去 10 年大部分地区人均 GDP 和人均保费虽然实现了翻倍，但是寿险深度提升幅度并不大，且不太稳定，这表明我们尚未进入保险需求收入弹性大于 1 的稳态阶段。目前我国大部分地区人均 GDP 水平还在 80000 元人民币以下，正处于第一增长阶段的临界点上。
- 经济条件是寿险发展的基础，社会结构和环境变化催生保险需求的变迁。经济和社会发展增长初期将带动覆盖死亡、意外等保障保险需求提升；随着经济水平进一步提升，行业进入繁荣阶段，产业社会结构更加成熟，人口预期寿命水平的提高，生存/长寿风险将成为更加主要的保险需求；当社会化程度进一步提高，社会面临老龄化、少子化等问题时，医疗保障需求将越来越大，长寿保障需求继续坚挺扩大。以日本为例，经济发展及社会结构转变，寿险产品的重心从死亡保障到长寿保障再到医疗健康保障。
- 寿险行业繁荣程度与社会因素更加相关，我国幅员辽阔、社会结构复杂，地区发展各有特征。比较我国 31 个地区寿险行业发展，我们得出的结论是：1) 随着一个经济社会从原始到现代的发展演进，城镇化率、老龄化程度、受教育水平等衡量社会发展程度的指标都会逐渐提高，中等社会化程度的地区保险发展极具潜力。我国中西部地区四川、河北、河南等省份符合中等社会化程度特征，在同等经济水平下保险繁荣程度更高。社会化程度最低的西藏繁荣程度理所应当的最低，而经济水平、受教育程度等最高的上海行业发展程度并不能和其具有资源相匹配；2) 老龄化程度和社保覆盖程度对地区繁荣影响较大。最极端的例子是黑龙江，作为经济水平最低的地区之一，行业繁荣程度却为全国最高，因其社保覆盖严重不足和职工老龄人口抚养比极高；3) 民风民俗、宗教信仰对保险发展有一定影响，传统宗教观念与现代保险意识一定程度上互为替代品，如西藏、福建等地区。综上，中部地区未来或许是保险增长潜力最大的腹地。
- 投资建议及行业预测：经过 2018、2019 年行业急速转型和消化，各公司已积累了一定的经验和沉淀了内在基础，在宏观环境变化相对缓和的情况下，我们乐观预判 2020 新业务将回归正增长，逐渐进入 10-15% 的中速增长轨道。当前各家公司静态 PEV 分别为平安 (1.46x, 历史 51.57% 分位点)、国寿 (1.1x, 历史 19.6% 分位点)、太保 (0.91x, 历史 3.5% 分位点)、新华 (0.8x, 历史 1.97% 分位点)、太平 (港股) (0.35x)。短期内建议重点关注中国人寿 (受益于体制机制改革和业绩高增，跟踪可持续性)，中长期继续推荐中国平安、中国太保 (价值创造能力领先、管理层持续战略坚定、上海国资金融企业改革)。继续关注港股中国太平 (估值极低，基本面尚可) 和新华保险 (估值又至历史底位，极具弹性和预期差，静待转型成果)。
- 风险提示：2020 年开门红不及预期、长端利率持续下行、权益市场剧烈波动。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
中国平安	89.17	8.96	9.44	10.78	9.95	9.45	8.27	2.93	强推
中国太保	36.81	3.28	2.64	3.03	11.22	13.94	12.15	2.23	推荐
中国人寿	34.84	2.21	1.2	1.39	15.76	29.03	25.06	3.17	推荐
新华保险	48.88	4.62	4.05	5.16	10.58	12.07	9.47	2.32	强推

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 11 月 08 日收盘价

## 华创证券研究所

## 证券分析师: 洪锦屏

电话: 0755-82755952  
 邮箱: hongjinping@hcyjs.com  
 执业编号: S0360516110002

## 联系人: 张经纬

电话: 0755-82756802  
 邮箱: zhangjingwei@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	7	0.19
总市值(亿元)	35,214.93	5.63
流通市值(亿元)	20,716.76	4.52

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	1.98	15.84	33.81	
相对表现	-1.39	5.47	8.37	



## 相关研究报告

《保险行业深度研究报告: 从日本、韩国、台湾地区历史经验看对外开放内外资博弈》

2019-07-25

《“开门红”策略选择不同，增长出现分化——上市险企 2019 年中报综述》

2019-09-12

《保险行业重大事项点评: 完善人身险定价规定，推动行业高质量发展》

2019-09-30

# 目 录

一、经济总量决定行业总量，我国大部分地区经济水平还未达到行业繁荣临界点.....	5
二、寿险繁荣程度受社会因素影响更大，我国幅员辽阔、社会结构复杂，地区发展各有特征.....	7
（一）经济发达地区：为什么经济水平相当的北京、上海寿险业繁荣程度相差较大，福建寿险业发展程度远低于一般认知？ .....	10
（二）经济中等地区：为什么四川、河北、河南三地保险发展程度高度一致？ .....	12
（三）经济落后地区：为什么黑龙江地区寿险异常发达？西藏是保险发展程度最低的地区？ .....	13
三、2020 年保险行业展望及投资标的.....	17

# 图表目录

图表 1	人均 GDP 与寿险密度高度相关 (2008)	5
图表 2	人均 GDP 与寿险密度相关性提高 (2018)	5
图表 3	过去十年我国人身险密度随 GDP 增长翻倍	6
图表 4	日本: 保险深度 VS 人均 GDP (购买力平价)	6
图表 5	日本: 保险密度 VS 人均 GDP (购买力平价)	6
图表 6	英国: 保险深度 VS 人均 GDP (购买力平价)	7
图表 7	英国: 保险密度 VS 人均 GDP (购买力平价)	7
图表 8	韩国: 保险深度 VS 人均 GDP (购买力平价)	7
图表 9	美国: 保险深度 VS 人均 GDP (现价)	7
图表 10	经济发达地区寿险深度分布集中 1.75-2.5 之间 (2018)	8
图表 11	经济中等和欠发达的地区寿险深度分布发散 (2018)	8
图表 12	日本保险产品随时代演变	9
图表 13	日本产品结构变化 (新单数量占比)	9
图表 14	北京、上海寿险深密度排名: 上海寿险深度在近年来下降较快, 2018 年出现大滑坡	11
图表 15	北京、上海寿险深度差距在 10 年间有所扩大	11
图表 16	2018 年各地区寿险深度下降绝对数 (百分点): 上海、北京降幅最大	11
图表 17	各地区近 10 年人身险复合增速: 上海增速为全国最低	11
图表 18	上海健康险占比位列全国第六 (2018)	12
图表 19	上海意外伤害保险占比位列全国第二 (2018)	12
图表 20	经济水平中等和欠发达地区中: 四川、河北、河南寿险密度相近, 黑龙江、西藏跳出一般范围	13
图表 21	经济水平中等和欠发达地区中: 四川、河北、河南寿险深度相近, 黑龙江、西藏跳出一般范围	13
图表 22	四川、河北、河南三地受人口教育程度、老龄化程度都较接近	13
图表 23	四川、河北、河南城镇化水平较为接近, 处于全国较低水平	13
图表 24	各地区寿险占人身险比重 (2018): 西藏寿险占比较其他地区相比极低	14
图表 25	西藏地区健康险和意外伤害险占比较大	14
图表 26	东三省寿险密度与经济水平中等地区相比也并不是最低的	15
图表 27	各地区老年人口抚养比与养老保险基金盈余率: 黑龙江老年人口抚养比最高	16
图表 28	2016 年各地区养老保险基金盈余情况: 盈余率最高的省份是西藏, 黑龙江赤字率达 32.5% (2016)	16
图表 29	全国各地区养老抚养比情况: 东北地区社养老压力巨大	16
图表 30	随着寿险行业发展成熟, 日本营销渠道发展趋于多元化	17
图表 31	日本出现销售保险新渠道: 来店型店铺, 销售保险更加注重面对面交流与沟通	17
图表 32	保险营销员学历分布	18

图表 33	保险营销员年龄分布 .....	18
图表 34	中国居民资产占比：非金融资产占比较高，金融资产占比逐年提升 .....	18
图表 35	中国居民金融资产配置：保险准备金占比在 10% 左右（2014） .....	18
图表 36	行业 EV 与估值预测 .....	19

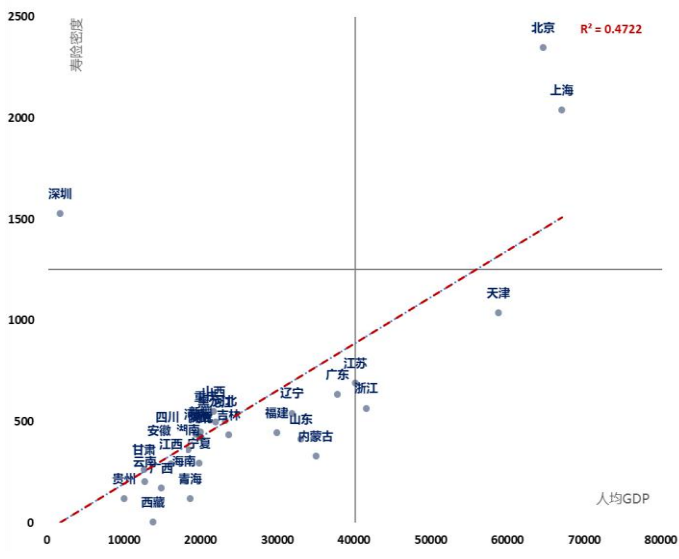
## 一、经济总量决定行业总量，我国大部分地区经济水平还未达到行业繁荣临界点

**要点：**从海外历史经验来看，寿险行业繁荣启动需要一定程度的经济基础支撑，美国、日本等国家第一轮繁荣都是由经济增长驱动，启动时人均 GDP 在 10000-15000 美元左右，繁荣时期保险深度通常会翻倍，持续时间在 5-10 年。我国过去 10 年大部分地区人均 GDP 和人均保费虽然实现了翻倍，但是寿险深度提升幅度并不大，且波动较大不稳定，表明我国尚未进入寿险需求的收入弹性大于 1 的稳态阶段。目前我国大部分地区人均 GDP 水平还在 80000 元人民币以下，我们认为目前启动寿险繁荣的经济基础处于临近和酝酿阶段，当大部分地区经济水平达到经济支撑点时，繁荣阶段将会开启。

**经济总量决定寿险行业总量，过去 10 年行业增长与经济增长同步。**在一个相对稳定的经济体中，一个行业规模的天花板取决于整体的经济体量，经济体量大的国家和地区某个行业的规模比经济体量小的国家和地区规模大。过去 10 年，我国寿险行业与经济增长同步，人均 GDP 与寿险密度高度相关。2008 年我国大部分地区人均 GDP 水平在 10000-40000 元/人的水平，人均保费集中在 500 元/人上下。10 年以后的 2018 年，大部分地区人均 GDP 在 40000-80000 元/人的范围内，人均保费集中在 1000 元/人上下。

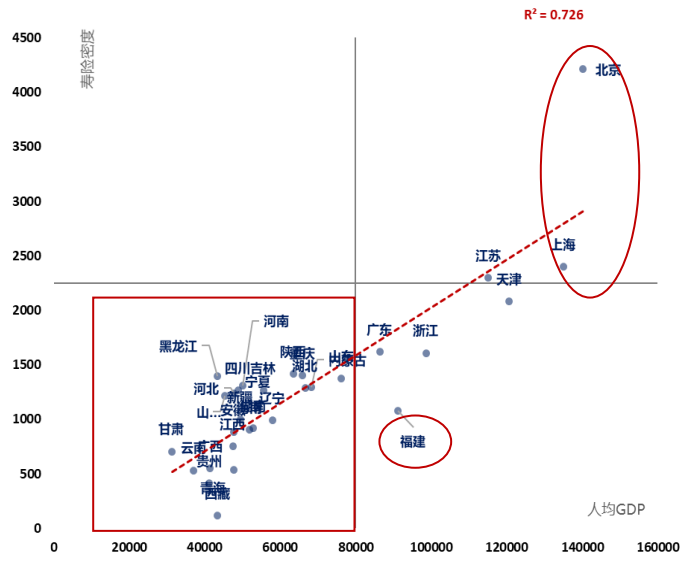
从目前来看，人均 GDP 80000 元/人将我国 31 个省及直辖市划分为两大部分：80000 元以上的 7 个经济发达地区，其中少部分地区寿险密度可达 2000 元以上。其余 24 个地区人均 GDP 在 80000 元/人以下，寿险密度分布较为集中，均在 2000 元以下。

图表 1 人均 GDP 与寿险密度高度相关（2008）



资料来源：wind、华创证券

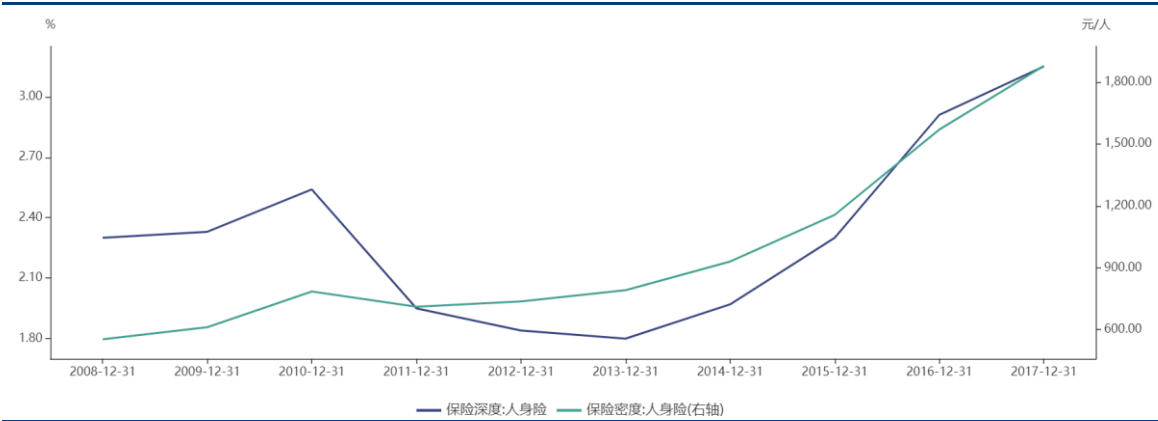
图表 2 人均 GDP 与寿险密度相关性提高（2018）



资料来源：wind、华创证券

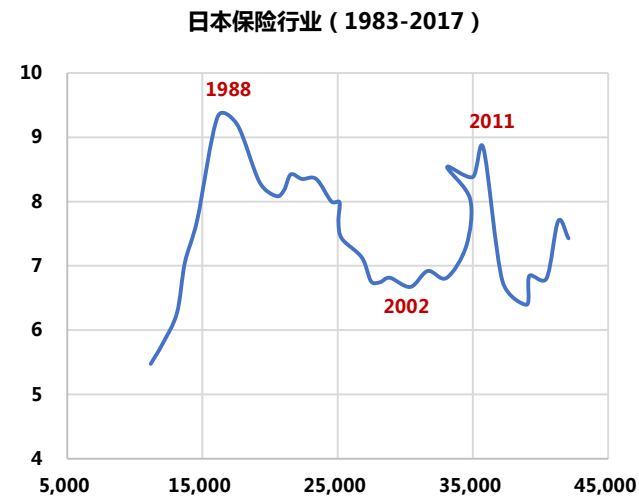
从国际、历史经验来看，保险繁荣的启动需要一定经济基础的支撑，我国正处于临界点上。从各国寿险/保险行业发展历程来看，行业的第一轮繁荣是由经济增长驱动的。纵观几个国家第一轮繁荣启动时的 GDP 水平，均在 10000 元-20000 元美元之间。在这个繁荣期内，寿险/保险深度通常会实现翻倍，持续时间在 5-10 年之间。日本、美国、韩国寿险行业第一轮繁荣期启动时人均 GDP 水平均在 10000 美元左右，英国在 15000 美元左右。我国过去 10 年大部分地区人均 GDP 和人均保费虽然实现了翻倍，但是寿险深度提升幅度并不大，且变化较大不稳定，并不能表明我国寿险行业经历了繁荣期进入一个相对稳定的阶段。目前我国大部分地区人均 GDP 水平还在 80000 元人民币以下，我们认为目前启动寿险繁荣的经济基础处于临近阶段，还在酝酿之中，当经济条件在某个时刻到达时，繁荣阶段将会启动。

图表 3 过去十年我国人身险密度随 GDP 增长翻倍



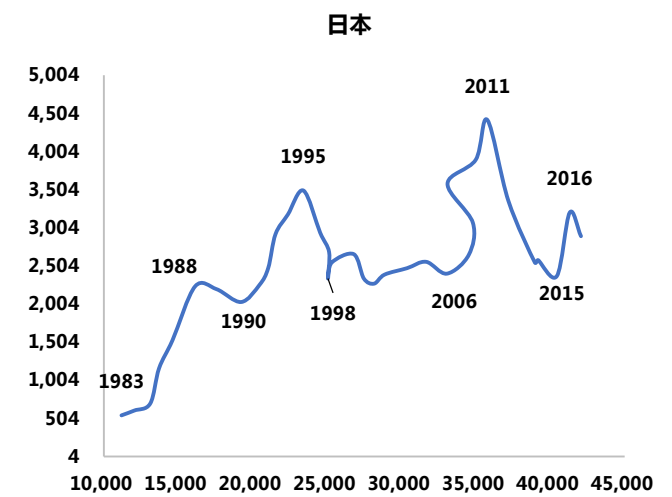
资料来源: wind、华创证券

图表 4 日本: 保险深度 VS 人均 GDP (购买力平价)



资料来源: OECD、wind、华创证券

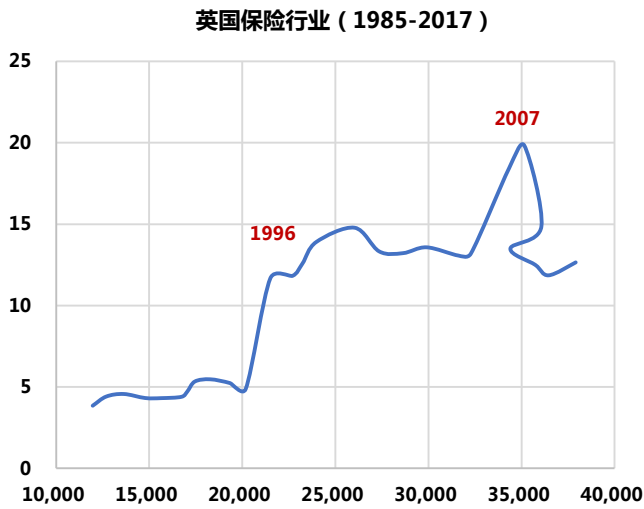
图表 5 日本: 保险密度 VS 人均 GDP (购买力平价)



资料来源: OECD、wind、华创证券

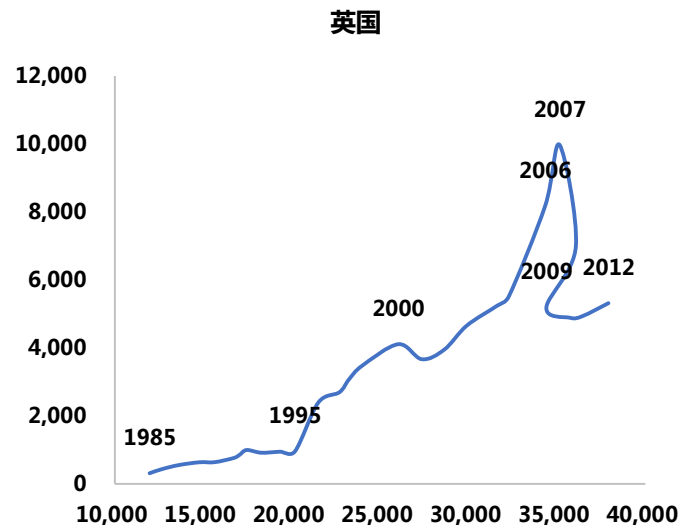


图表 6 英国：保险深度 VS 人均 GDP（购买力平价）



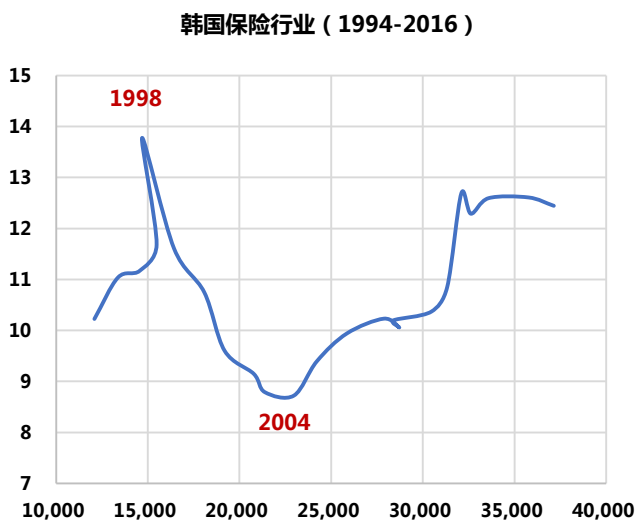
资料来源：OECD、wind、华创证券

图表 7 英国：保险密度 VS 人均 GDP（购买力平价）



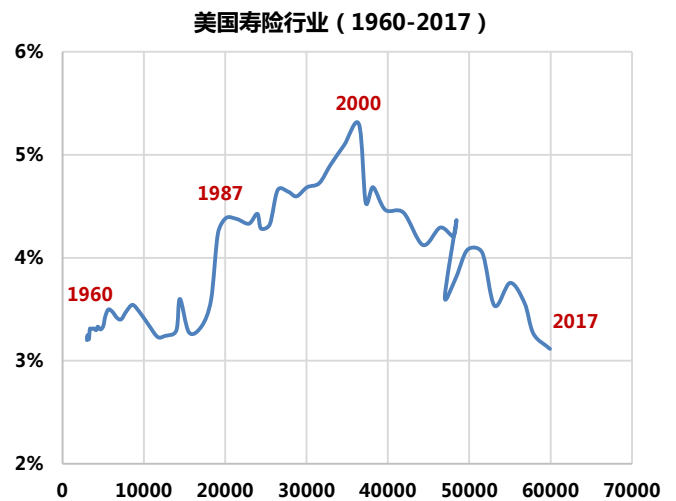
资料来源：OECD、wind、华创证券

图表 8 韩国：保险深度 VS 人均 GDP（购买力平价）



资料来源：OECD、wind、华创证券

图表 9 美国：保险深度 VS 人均 GDP（现价）



资料来源：wind、ACLI、华创证券

## 二、寿险繁荣程度受社会因素影响更大，我国幅员辽阔、社会结构复杂，地区发展各有特征

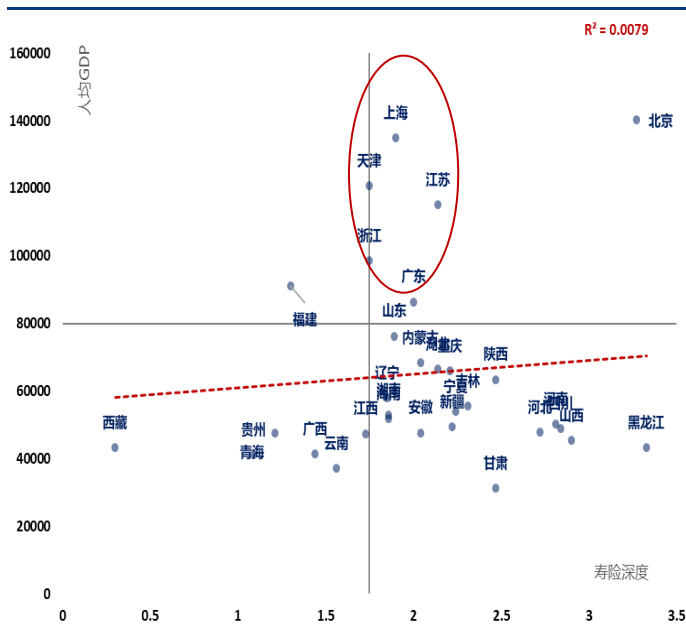
要点：经济基础是寿险发展的基础条件和原始驱动力，但是寿险行业繁荣程度与社会因素更加相关，保险需求将随着社会结构和环境变化发生变迁。我国幅员辽阔、社会结构复杂，同一经济水平下行业繁荣程度不一，我们得出的结论是：1) 随着一个经济社会从原始到现代的发展演进，城镇化率、老龄化程度、受教育水平等衡量社会发展程度的指标都会逐渐提高，中等社会化程度的地区保险发展极具潜力。我国中西部地区四川、河北、河南等省份符合中等社会化程度特征，未来保险业增长的潜力较大。社会化程度最低的西藏繁荣程度理所应当的最低，而经济水平、

受教育程度等最高的上海行业发展程度并不能和其拥有资源相匹配；2) 老龄化程度和社保覆盖程度对地区繁荣影响较大。最极端的例子是黑龙江，作为经济水平最低的地区之一，行业繁荣程度却为全国最高，因其社保覆盖严重不足和职工老龄人口抚养比极高；3) 民风民俗、文化特征对保险发展有一定影响，传统宗教观念与现代保险意识一定程度上互为替代品，如西藏、福建等地区。

经济增长是行业发展驱动力，寿险行业繁荣程度受经济以外的其他因素影响较大。很多研究已达成共识：除了经济增长外、人口增长、人口结构（老龄化程度）、教育程度、消费结构、储蓄余额、资产结构、利率水平、风险偏好、社会保障体制等等一系列社会和经济因素都会对保险需求产生影响从而影响保险周期，而且这些因素之间又互相影响，影响保险需求和周期的因素十分复杂。

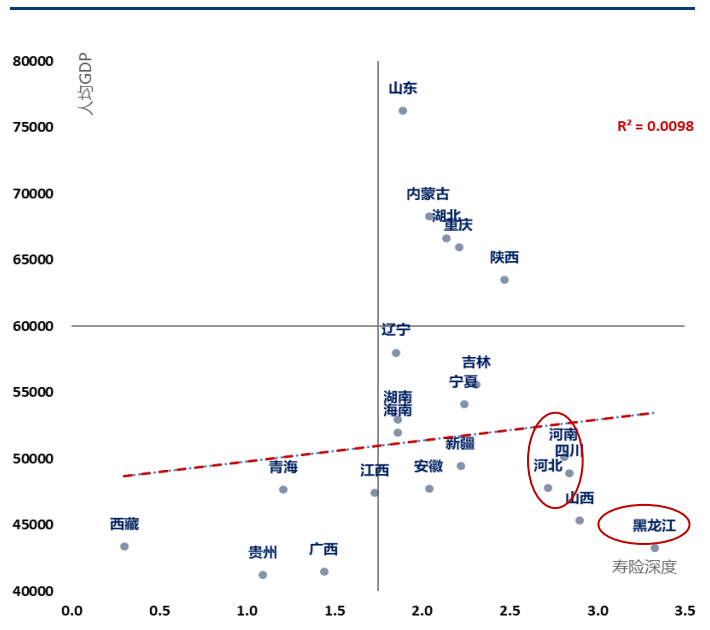
我国幅员辽阔，社会结构环境复杂，寿险繁荣程度差异较大。以我国 31 个省及直辖市为观察对象，发现各地区经济水平与寿险行业繁荣程度（以寿险深度为观察指标）相关性并不大。经济发达的几个地区如上海、天津、江苏、浙江、广东（不含深圳）的寿险深度都集中在 1.75-2.5 的区间内，而人均 GDP 小于 80000 元的中等水平和欠发达地区寿险深度分布则较为分散。我国幅员辽阔、社会结构、民俗文化非常多元，造成同样经济水平下，保险发展繁荣程度不一。

图表 10 经济发达地区寿险深度分布集中 1.75-2.5 之间 (2018)



资料来源: wind、华创证券

图表 11 经济中等和欠发达的地区寿险深度分布发散 (2018)

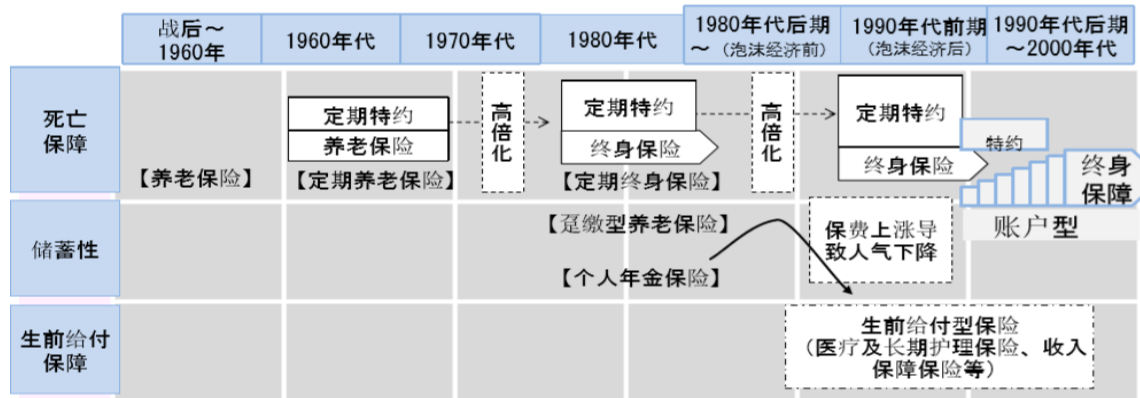


资料来源: wind、华创证券

经济条件是寿险发展的基础，社会结构和环境变化催生保险需求的变迁。经济和社会发展增长初期将带动覆盖死亡、意外等保障保险需求提升；随着经济水平进一步提升，行业进入繁荣阶段，产业社会结构更加成熟，人口预期寿命水平的提高，生存/长寿风险将成为更加主要的保险需求；当社会化程度进一步提高，社会面临老龄化、少子化等问题时，医疗保障需求将越来越大，长寿保障需求继续坚挺扩大。以日本为例，经济发展及社会结构转变，寿险产品的重心从死亡保障到长寿保障再到医疗健康保障。

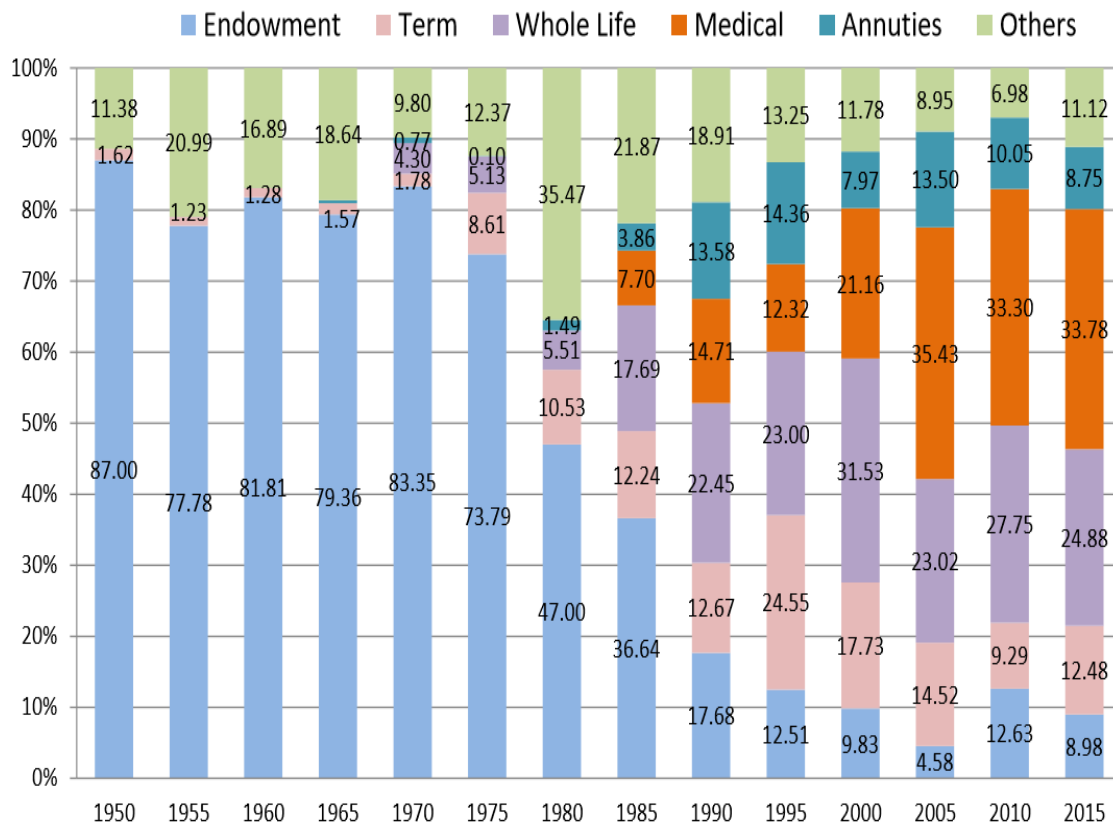


图表 12 日本保险产品随时代演变



资料来源: The Life Insurance Association of Japan、华创证券

图表 13 日本产品结构变化 (新单数量占比)



资料来源: The Life Insurance Association of Japan、华创证券

我们根据人均 GDP 水平，将全国各 31 个省及直辖市划分为三组，试图解释各地区寿险行业发展特征。

第一组 (人均 GDP > 80000 元)：北京、上海、浙江、江苏、天津、广东、福建。

1、北京和上海比较：北京是经济最发达地区之一，也是保险深度和密度最高的地区，而经济水平同样发达的上海保

险业发达程度却落后于北京较多，且发展水平历年来一直在下降。

2、福建是个特例：福建省经济水平也很发达，但保险业繁荣程度远不及同等经济水平的地区甚至落后于很多经济发达程度不如它的地区。

**第二组（45000 元 < 人均 GDP < 80000 元）：山西、江西、青海、安徽、河北、四川、新疆、河南、海南、湖南、宁夏、吉林、辽宁、陕西、重庆、湖北、内蒙古、山东。**

四川、河南、河北这三个省无论从寿险深度还是寿险密度来看都十分接近。

**第三组（人均 GDP < 45000 元）：甘肃、云南、贵州、广西、黑龙江、西藏。**

同样属于经济水平最低的地区，黑龙江和西藏寿险业发展呈现出两个极端。黑龙江是寿险深度最高的省份之一，在经济中等及欠发达地区寿险密度也处于第一梯队。而西藏则是全国寿险业最落后的地区，寿险深度和密度都位列末位。

**（一）经济发达地区：为什么经济水平相当的北京、上海寿险业繁荣程度相差较大，福建寿险业发展程度远低于一般认知？**

**1、上海具备“又富、又老、教育程度高”的特征，金融环境和社会化程度高度发达，一定程度抑制保险发展**

上海具有和北京同等水平的人均 GDP，但是从寿险深度这个指标来看，行业繁荣程度和北京相差甚远。从行业增长速度来看，上海 10 年保费规模符合增速全国最低。从险种结构来看，上海也与其他地区迥然不同，寿险占人身险比重远低于同等地区，健康险和意外险占比高于中等地区。我们认为主要的原因是：上海地区经济高度发达，人均 GDP 超过 20000 美元，从国际经验来看，已经走过或者处于第一阶段的后期，保险需求收入弹性回落至 1 以下，因而表现出密度高、深度低的特点。另外，由于我国过去到现在保险产品保费规模还是理财型占据大头，上海地区高度发达的金融环境和理财认知使得其他金融产品挤占了理财型保险的需求，这一定程度解释了上海健康险和意外险占比较大。

**上海近 10 年人身险符合增速全国最缓，受环境影响波动最大。**上海和北京是人均 GDP 和城镇居民人均可支配收入最高的地方。北京也是保险深度和密度最高的地区，而经济水平同样发达的上海保险深度和密度却落后于北京较多。

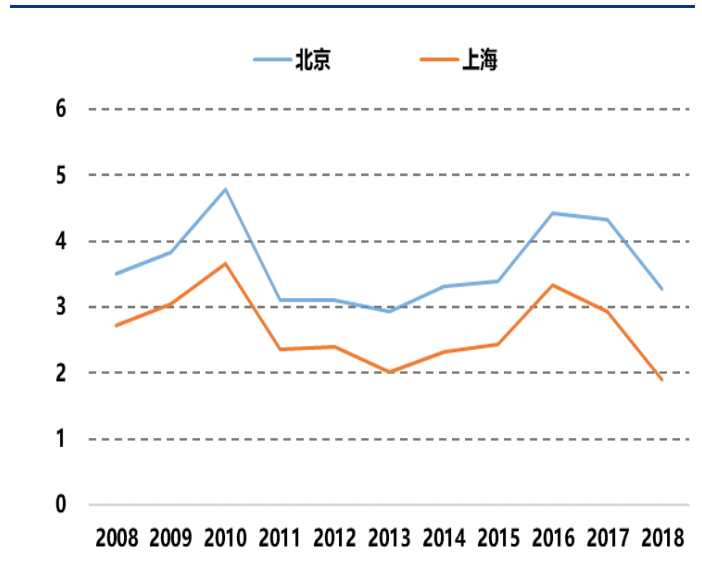
北京和上海在过去 10 年间保险业发展有所分化，北京一直保持寿险行业最发达地区的地位，寿险密度和深度处于全国前列。而上海近 10 年人身险符合增速 7%，其中寿险 5%，健康险 11.3%，均为全国最低。自 2015 年起，保险深度排名持续下降，经过 2018 年人身险规模同比大幅下降（同比-21%，全国降幅最高），寿险深度排名跌至全国 19。

图表 14 北京、上海寿险深密度排名：上海寿险深度在近年来下降较快，2018 年出现大滑坡

期间	深度		密度		
	北京	上海	北京	上海	
2008		1	3	1	2
2009		1	2	1	2
2010		1	2	1	2
2011		1	4	1	2
2012		1	2	1	2
2013		1	2	1	3
2014		1	2	1	3
2015		1	4	1	3
2016		1	3	1	2
2017		1	5	1	3
2018		2	19	1	2

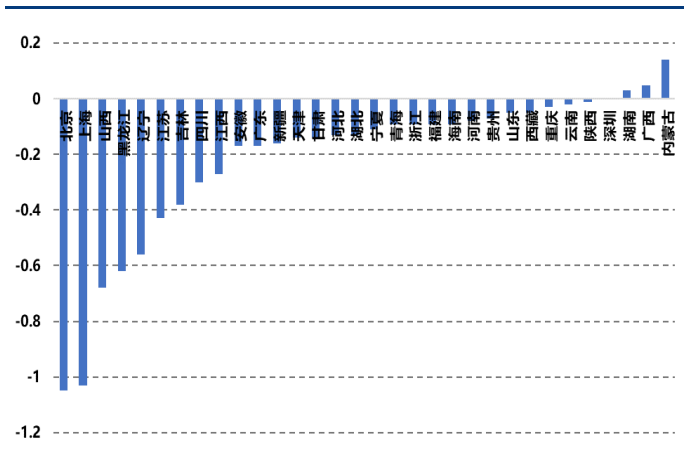
资料来源：wind、华创证券

图表 15 北京、上海寿险深度差距在 10 年间有所扩大



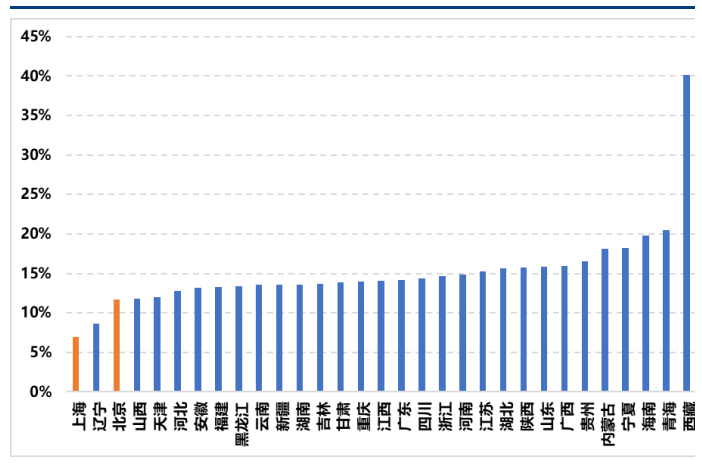
资料来源：wind、华创证券

图表 16 2018 年各地区寿险深度下降绝对数(百分点)：上海、北京降幅最大



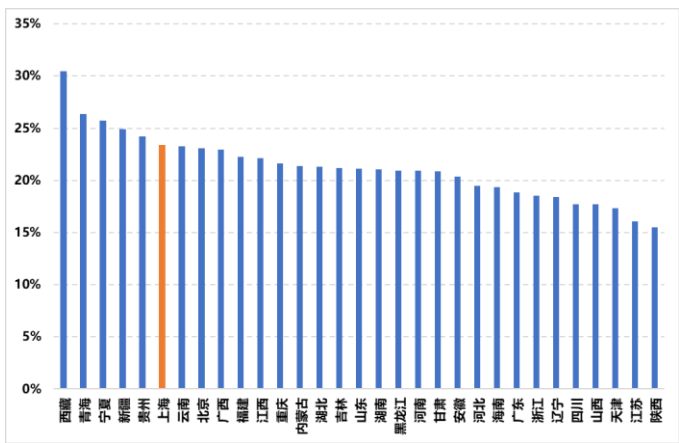
资料来源：wind、华创证券

图表 17 各地区近 10 年人身险复合增速：上海增速为全国最低

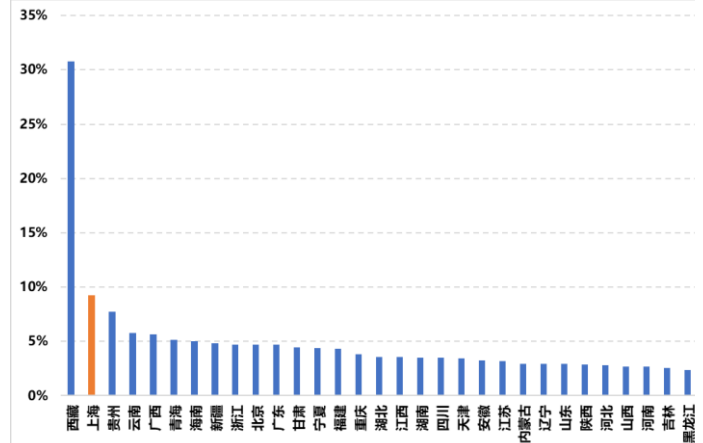


资料来源：wind、华创证券

上海人身险险种结构具备欠发达经济地区特征，健康险、意外伤害险合计占比全国第二。上海地区人身险险种结构特点较其他经济发达地区相比较为特殊。一般来说，经济欠发达地区健康险和寿险占比较大，而上海险种结构具备经济欠发达地区特征，健康险和意外伤害险占比发达地区第一，与全国各地区相比也处于高位。2018 年寿险占人身险规模的 67.3%，仅次于西藏，位列全国倒数第二。健康险和意外伤害险占比远大于其他发达地区，处于全国前列。2018 年，意外伤害保险占比 9.2%，位列全国第二，仅次于新疆。健康险占比 23.4%，位列全国第六。

**图表 18 上海健康险占比位列全国第六（2018）**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 19 上海意外伤害保险占比位列全国第二（2018）**


资料来源: wind, 华创证券

从其他方面来看，上海是全国老龄化较严重的地方之一，老龄化程度和老年人口抚养比位列全国第五，教育程度全国第二（大专以上占 6 岁以上人口比重）仅次于北京。上海具备“又富、又老、受教育程度高”的特征，保障型保险占比较大，寿险深度不及其他相对年轻化的发达地区，如广东、北京等。

## 2、闽南文化重信仰，传统家族观念极强，福建地区寿险深度相对较低。

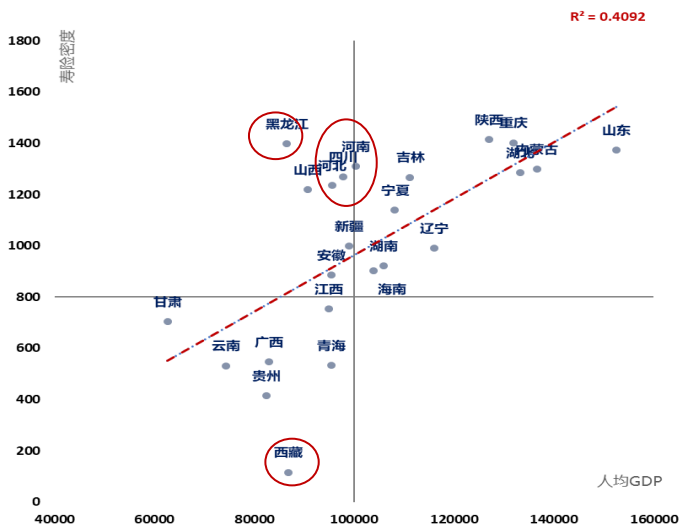
福建省经济水平也很发达，但保险业繁荣程度远不及同等经济水平的地区甚至落后于很多经济发达程度不如它的地区。

福建具备一个和上海较为相似的特征，寿险占比在全国各省份中较低，低于大部分经济中等发达地区。福建地区民间金融较为发达，人们对于金融产品的收益率要求较高，一般来讲保险产品收益率较低，或是抑制福建地区保险繁荣的因素之一。另一个可以解释的原因是传统观念以及宗教信仰对保险意识的影响。福建地区生育率排名靠前，传统大家族抵御风险观念较强。闽南地区信仰妈祖，妈祖是流传于中国沿海地区的传统民间信仰，中国民间在海上航行要先在船舶启航前要先祭妈祖，祈求保佑顺风和安全，在船舶上立妈祖神位供奉。宗教信仰与传统文化观念与现代保险意识一定程度上互为替代品，闽南地区传统民间信仰保留程度高或是其保险深度不及其他发达地区的原因之一。

### （二）经济中等地区：为什么四川、河北、河南三地保险发展程度高度一致？

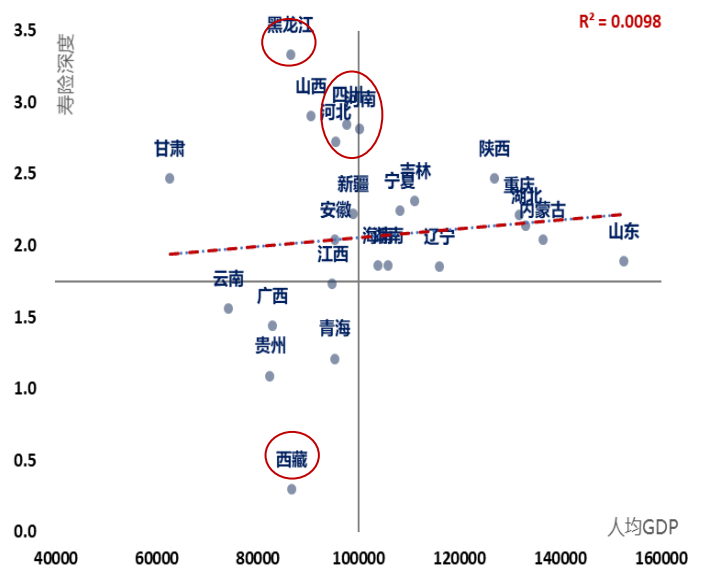
三地经济水平、社会特征等多方面条件十分接近。在人均 GDP 处于 45000 元到 80000 元之间，经济水平中等地区中，四川、河南、河北、山西这三个省无论从寿险深度还是寿险密度来看都十分接近，寿险行业发展程度呈现出高度一致的特征。

图表 20 经济水平中等和欠发达地区中：四川、河北、河南寿险密度相近，黑龙江、西藏跳出一般范围



资料来源：wind、华创证券

图表 21 经济水平中等和欠发达地区中：四川、河北、河南寿险深度相近，黑龙江、西藏跳出一般范围

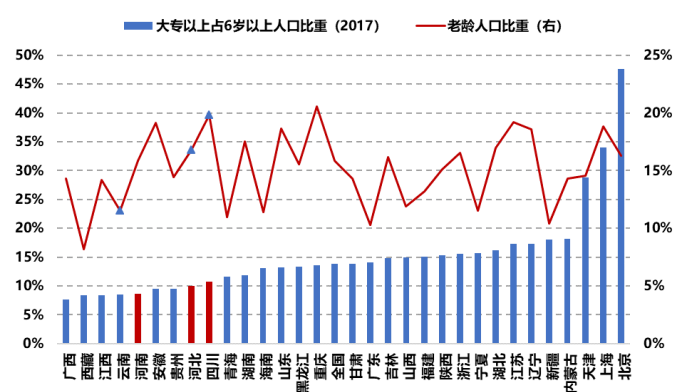


资料来源：wind、华创证券

首先这三个省经济水平很接近，人均 GDP 水平在 45000-50000 元之间，是寿险行业发展的基础条件；再次，从人口特征角度来看，三个省都是常住人口及劳动力人口输出大省，2018 年三地常住人口数量分别为 9605 万人（河南）、8341 万人（四川）、7556（河北）万人，全国排名三、四、六位，同时劳动力人口输出数也排名前列。还有，三地老龄化程度和受教育水平都很接近，四川是全国老龄化程度第二高的省份，三地受教育水平都均属于全国较低水平。另外，三地城镇人口比重十分接近，特别是四川（52.3%）和河南（51.7%），河北省城镇化率相对高些（56.4%），它们都属于城镇化率比较低的城市。

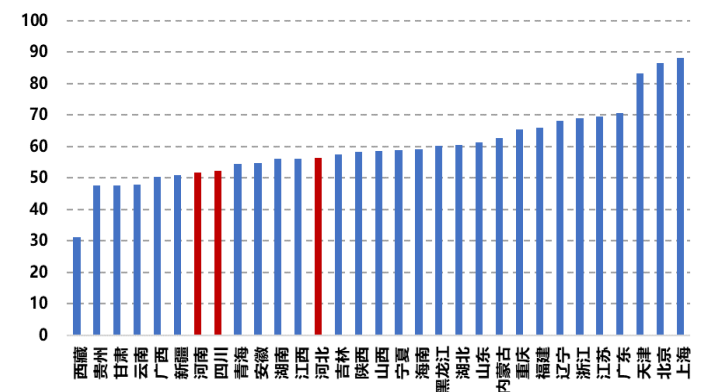
无论从哪个角度来看，四川、河北、河南三省在经济、社会特征等多方面具有较大的相似和相近性，所以寿险行业在这三个地区发展程度较为接近。

图表 22 四川、河北、河南三地受人口教育程度、老龄化程度都较接近



资料来源：wind、华创证券

图表 23 四川、河北、河南城镇化水平较为接近，处于全国较低水平



资料来源：wind、华创证券

**（三）经济落后地区：为什么黑龙江地区寿险异常发达？西藏是保险发展程度最低的地区？**

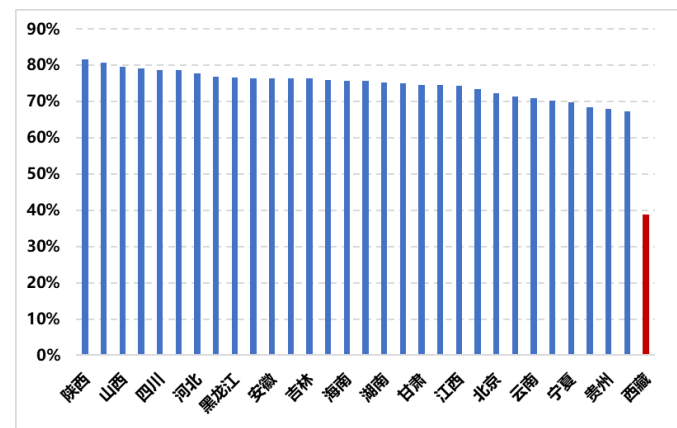
同样属于经济水平最低的地区范畴，黑龙江和西藏寿险业发展呈现出两个极端。黑龙江是寿险深度最高的省份之一，



接近北京。而西藏则是全国寿险业最落后的地区，寿险深度和密度都位列末位。

**西藏现代化程度最低，保险发展程度最低。**虽然黑龙江和西藏人均 GDP 水平是最接近的两个省，但社会特征截然不同。黑龙江省的现代化程度远高于西藏，西藏从各方面看都是社会化程度最低的地区：受教育程度、城镇化程度、老龄化程度等，所以西藏是保险发展程度最低的地区并不奇怪。西藏的人身险险种结构和其他省市结构也完全不同，寿险占人身险比重极低，保障需求为基础，储蓄需求还未达到成熟的条件。

**图表 24 各地区寿险占人身险比重（2018）：西藏寿险占比较其他地区相比极低**



资料来源：wind、华创证券

**图表 25 西藏地区健康险和意外伤害险占比较大**

人身险结构	健康险	意外伤害险	寿险
西藏	30.5%	30.8%	38.8%

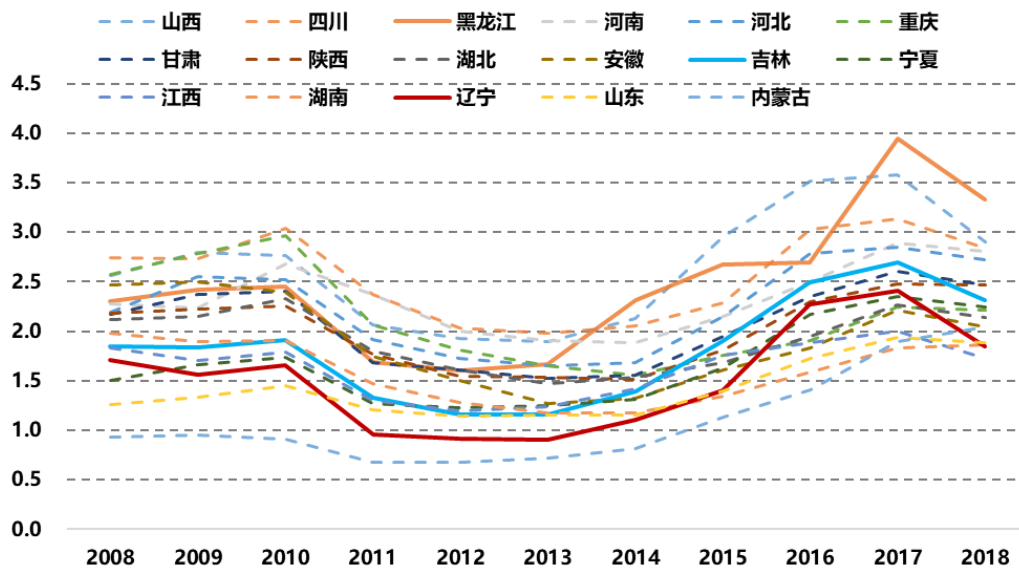
资料来源：wind、华创证券

**黑龙江养老压力巨大，社保盈余出现较大赤字，但寿险深度却高居前列。**黑龙江省在 6 个经济欠发达地区中的确具备保险业更加繁荣的条件：老龄化程度最高，教育程度靠前、城镇化率最高。但是黑龙江寿险繁荣程度明显跳出一一般规律：寿险深度仅次于北京达 3.95%，位列全国第二；寿险密度仅次于 7 个发达地区省份达 1684 元/人，位列全国第七。

我们认为有两方面原因：

**东北地区具有较早的现代保险认知基础和经济基础。**在“九一八”事件后，日本占领了我国东三省，1936-1945 年日本垄断了东北保险市场。当时满洲生命保险株式会社是垄断东北市场的主要保险机构。其由伪满洲国政府与日本内地 30 个生命保险会社团体共同出资，于 1936 年在长春成立，高桥康顺任理事长。到 1944 年底，共有遍及东北的 92 个分支机构。另外，在 1990 年代之前，东北地区是我国经济发展的中心，具备发展保险的经济基础。虽然此后东北地区经济没落于其他地区，但是早期打下的基础使其保险繁荣程度并不落后于其他地区。

图表 26 东三省寿险密度与经济中等地区相比也并不是最低的

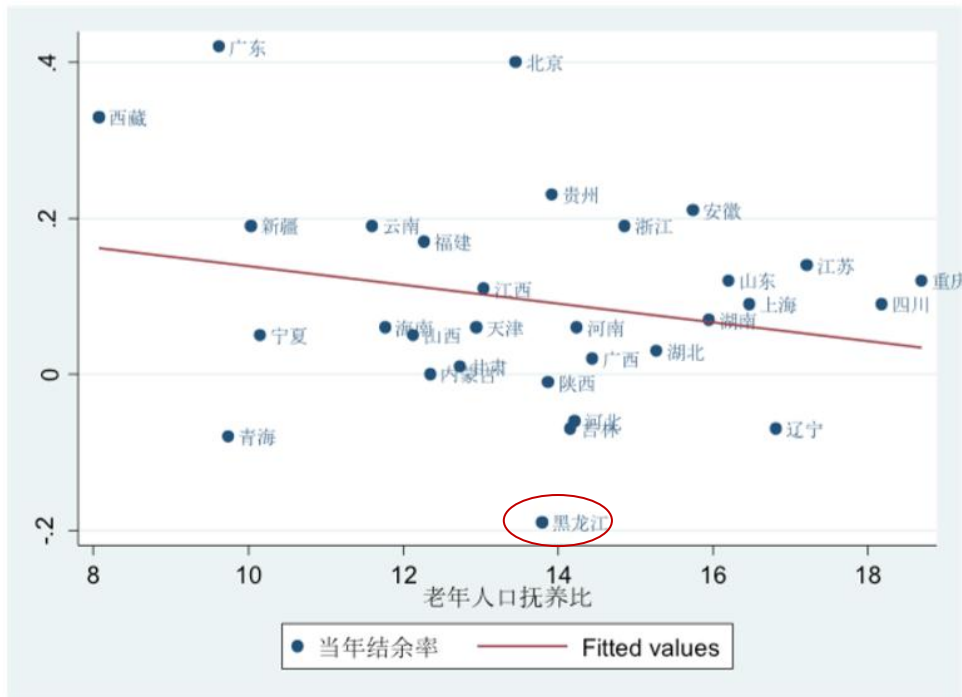


资料来源: wind、华创证券

近年来，黑龙江地区面临十分严重的养老问题和社保基金亏空问题。一方面黑龙江面临着猛增的退休人员。全省企业退休人员由 2010 年的 268.8 万人增加到 2016 年的 457 万人。另一方面面临人口大迁出，社保参保人员流失严重。据 2010 年第六次全国人口普查数据，黑龙江省净迁出人口达 322.5 万人，其中 30-39 岁的迁出最多，占比 32.6%。两方面的恶化使得黑龙江省职工养老抚养比攀升，养老基金面临亏空。2016 年黑龙江省养老保险抚养比达 74.5%，城镇企业职工养老保险基金的累计结余已为“-232 亿元”，赤字率达 32.5%。黑龙江省的养老金支付大量依靠财政支出，2016 年黑龙江财政支出中社会保障和就业方面的支出达到了 32.4 亿元，中央对黑龙江省转移支付总额 2674 亿元，其中 20% 用在了社保支出上。

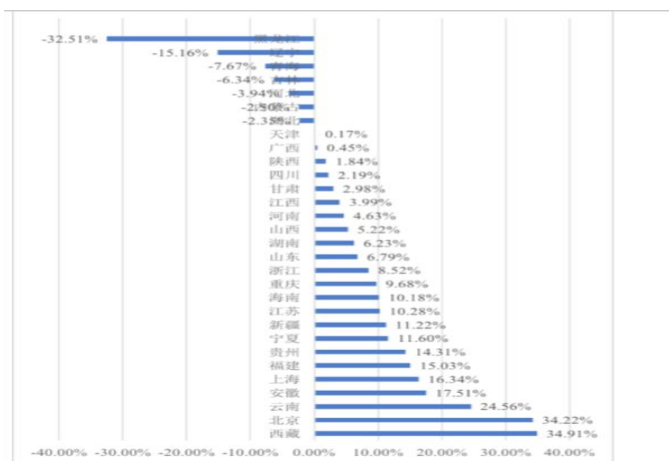
巨大的养老压力和社保覆盖程度不足促使了黑龙江成为寿险深度第二大的地区。

图表 27 各地区老年人口抚养比与养老保险基金盈余率：黑龙江老年人口抚养比最高



资料来源：中国人民大学财税研究所、中国人民大学重阳金融研究院、中国人民大学财政金融学院《中国各地区财政发展指数 2018 年报告》、华创证券

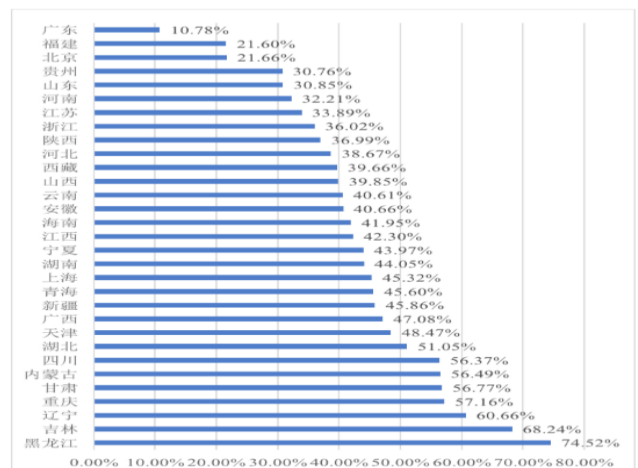
图表 28 2016 年各地区养老保险基金盈余情况：盈余率最高的省份是西藏，黑龙江赤字率高达 32.5% (2016)



资料来源：中国人民大学财税研究所、中国人民大学重阳金融研究院、中国人民大学财政金融学院《中国各地区财政发展指数 2018 年报告》、华创证券

基金盈余率 = (基金当年收入 - 当年支出) / 当年收入

图表 29 全国各地区养老抚养比情况：东北地区社保养老压力巨大



资料来源：中国人民大学财税研究所、中国人民大学重阳金融研究院、中国人民大学财政金融学院《中国各地区财政发展指数 2018 年报告》、华创证券

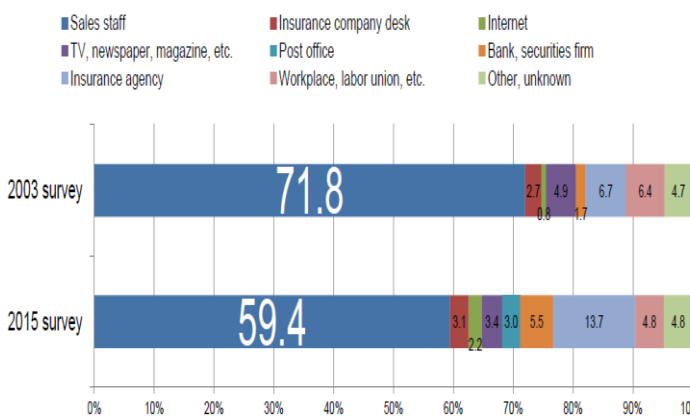
抚养比 = 城镇职工养老保险参保人当中的退休人数 / 在职职工人数

### 三、2020 年保险行业展望及投资标的

未来寿险销售在很长一段时间内仍得依靠人，无论以哪种模式组织人力。保险是弱需求复杂度很高的产品，无论以何种渠道销售，核心最终在于人（专业中介的销售最后还是落实于人，银行渠道也需要人协助，依赖度相对较小）。我国现代保险业开始发展不久就建立了以保险公司代理人为主要渠道的销售模式，此后一直按照此路径发展壮大，形成了路径依赖。欧美国家专业保险中介的出现早于保险公司，发展较早和成熟，此后以专业保险中介为依赖路径发展保险业。不论是欧美国家以专业中介为主要渠道还是国内以保险公司代理人为主要渠道，保险产品的销售最终还是需要落实于人。与别的商品不同，长期复杂保险产品的销售在未来很长一段时间内还是要依赖人力驱动，不论人力是以哪种组织模式存在，借助哪种手段（如互联网社交平台）销售。

从日本经验来看，随着寿险业发展成熟，寿险营销渠道也变得更加多元化。但是以人为核心的营销方式并没有改变，银行渠道、网销渠道，电视杂志渠道的确将占据一定空间，分走一部分份额，但是代理人、经纪人渠道始终保持核心地位，是保险销售的最主要渠道。日本近年来还出现了一个较为特别的新渠道：来店型店铺。类似于销售传统商品的便利店，消费者可以去实体店铺了解、购买保险。在互联网、线上化程度越来越发达的今天，保险销售却反而回归线下，体现出保险产品有别于其他商品的特殊性，销售保险更加注重人与人之间的连接、信任、交流和沟通。所以人是保险销售中必不可少、最关键的一环。

图表 30 随着寿险行业发展成熟，日本营销渠道发展趋于多元化



资料来源：Overview of Life Insurance Industry in Japan, 华创证券

图表 31 日本出现销售保险新渠道：来店型店铺，销售保险更加注重面对面交流与沟通



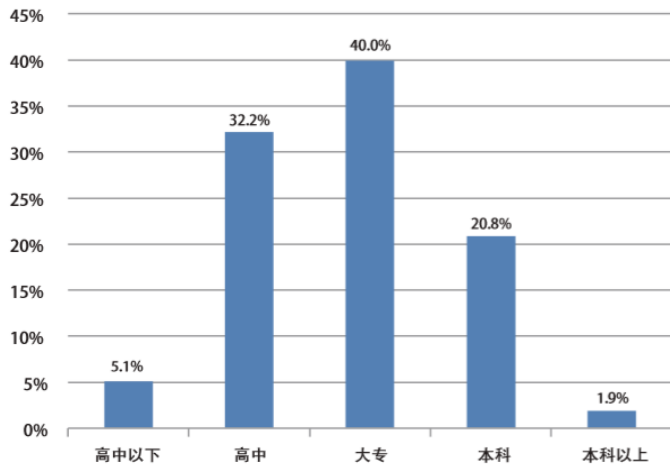
资料来源：中国人民大学财税研究所、中国人民大学重阳金融研究院、中国人民大学财政金融学院《中国各地区财政发展指数 2018 年报告》、华创证券

抚养比 = 城镇职工养老保险参保人当中的退休人数 / 在职职工人数

在我国行业代理人高歌猛进增长的几年后，逐渐面临瓶颈，很多保险公司增员承压，出现负增长。现阶段行业销售端面临的主要问题是供需不匹配，不平衡。保险需求端已然变化：年轻一代、受教育程度高、消费观念先进的新一代消费者逐渐崛起（目前保险主力需求人群为 70、80、90 后），而供给端大部分仍为较为落后的产能：受教育程度较低、营销方式、观念老旧的代理人。我们认为代理人未来将有一段新旧更替的过程，落后产能的代理人将逐渐被淘汰，新一代与需求端相匹配的代理人将逐渐成长起来。在这以过程初期，新成长代理人速度跟不上落后代理人的淘汰速度，代理人规模就会面临一定压力，甚至出现负增长，目前整个行业处于这一阶段过程中。当这一过程结束后，需求供给端逐渐匹配，寿险行业的潜力空间将进一步被激发。

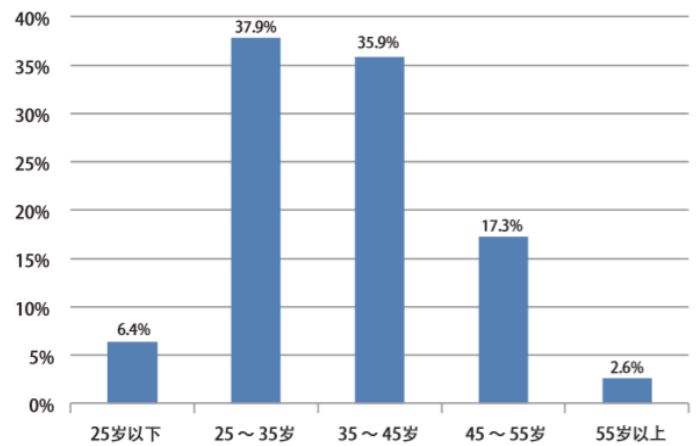


图表 32 保险营销员学历分布



资料来源：北京大学汇丰商学院风险管理与保险研究中心 (RMIRC)、保险行销集团保险资讯研究发展中心 (IRDC)《2019 中国保险中介市场生态白皮书》、华创证券

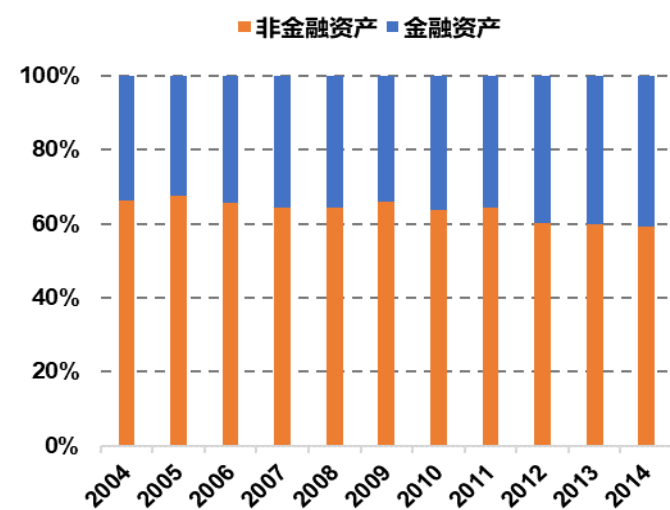
图表 33 保险营销员年龄分布



资料来源：北京大学汇丰商学院风险管理与保险研究中心 (RMIRC)、保险行销集团保险资讯研究发展中心 (IRDC)《2019 中国保险中介市场生态白皮书》、华创证券

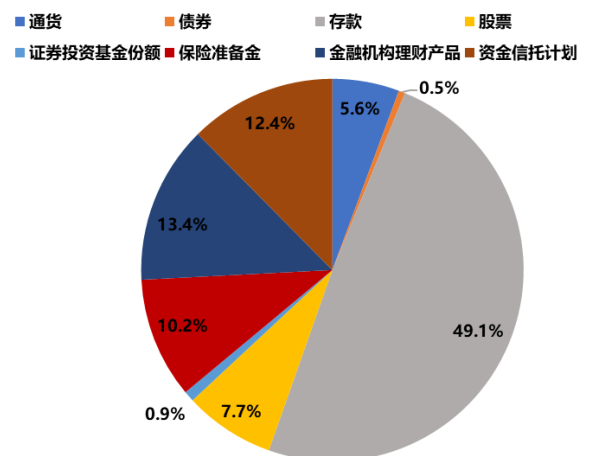
长期保险天然具有时间价值属性，保障储蓄不可分割，储蓄需求不可忽视。长期的保险产品天然具有时间价值属性，生存风险也是消费者面临的重要担忧。储蓄性质的保险与居民其他金融/投资资产具有一定可替代性，对宏观经济环境、收入水平、利率变化更加敏感。过去 10 年我国房地产是收益率最高的资产之一，居民资产中较大部分被房地产挤压，而金融资产中银行存款和理财产品占比最大，保险准备金占比较小在 10% 左右。随着人们对未来 10 年房地产收益率预期的下降，资产配置结构更加多样化，年金保险作为长期投资工具优势凸显，以及经济、社会结构进一步发展，长寿/生存保障需求将进一步增加。而中国经济在较长一段时间内还会维持中速增长，短时间内不会像日本一样面临 GDP 零增长、负利率，可以支撑年金保险的发展。

图表 34 中国居民资产占比：非金融资产占比较高，金融资产占比逐年提升



资料来源：wind、华创证券

图表 35 中国居民金融资产配置：保险准备金占比在 10% 左右 (2014)



资料来源：wind、华创证券

在经济下行阶段保险需求将更容易被激发。保险对于人们来说是应对未来各种风险和不确定性的工具，经济环境变化和恶化产生的社会事件（失业、破产等）将引发居民对未来生活不确定性的担忧，激发保险需求。保险产品具备



保障杠杆特性、收益率刚性以及长期性，是对冲经济下行锁定未来确定性最有效的金融工具之一。

**投资建议及行业预测：**2018 年和 2019 年是行业深度调整的两年，宏观环境、监管环境、销售队伍内生增长等内外部环境恶化，给行业和市场猝不及防一击，也给行业和公司带来了经验和教训，有的公司在逆境中坚持稳健发展，坚定既定战略；有的公司抓住波动机会，乘势取得规模增长；有的公司及时调整原有方向，顺应市场需求。经过 2018、2019 年行业急速转型和消化，各公司已积累了一定的经验和沉淀了内在基础，在宏观环境变化相对缓和的情况下，我们乐观预判 2020 新业务将回归正增长，逐渐进入 10-15% 的中速增长轨道。

当前各家公司静态 PEV 分别为平安（1.46x，历史 51.57%分位点）、国寿（1.1x，历史 19.6%分位点）、太保（0.91x，历史 3.5%分位点）、新华（0.8x，历史 1.97%分位点），太平（港股）（0.35x）。短期内建议重点关注中国人寿（受益于体制机制改革和业绩高增，跟踪可持续性），中长期继续推荐中国平安、中国太保（价值创造能力领先、管理层持续战略坚定、上海国金融企业改革）。继续关注港股中国太平（估值极低，基本面尚可）和新华保险（估值又至历史低位，极具弹性和预期差，静待转型成果）。

**图表 36 行业 EV 与估值预测**

EV 及估值预测（亿元）	中国人寿	中国太保	新华保险	中国平安
EV (2020E)	11062-11351	4406-4521	2390-2452	13719-14076
EV 增速	15%-18%	15%-18%	15%-18%	15%-18%
PEV (2020E)	0.88	0.75	0.63	1.17

资料来源：wind、华创证券预测

## 非银组团队介绍

### 组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015 年金牛奖非银金融第五名，2017 年金牛奖非银金融第四名。

### 分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

### 助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪莉琼	销售经理		wangliqiong@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500