

行业研究/年度策略

2019年11月26日

行业评级:

非银行金融 增持 (维持)  
保险 II 增持 (维持)

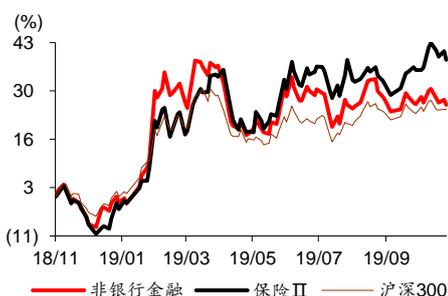
**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

**陶圣禹** 执业证书编号: S0570518050002  
研究员 021-28972217  
taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1 《非银行金融/银行: 行业周报 (第四十六周)》2019.11
- 2 《非银行金融: 健康保险扩容, 医保合作打开市场》2019.11
- 3 《非银行金融: 再融资超预期, 市场化再迈进》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 变革促转型, 质态再优化

## 保险行业 2020 年投资策略

### 寿险市场具潜力, 内部变革促转型

中国已是全球第二大寿险市场, 随着健康中国战略的推出, 医疗、养老等需求快速增长, 市场发展仍具潜力。在行业快速增长中, 内部变革也在同步进行, 行业在历史上走过了投连险推动规模保费增长, 预定利率上限放开推动传统险规模提升, 之后 134 号文叫停快返年金险推动行业回归本源, 产品结构改善提速, 利源结构持续优化。我们认为险企已从追求规模增长转型价值提升, 保险板块具有中长期配置价值, 维持增持评级。个股推荐行业优秀龙头, 中国人寿、新华保险。

### 外资放开丰富市场结构, 需求激活仍具增长空间

11 条开放措施预示着明年是金融市场充满机遇与挑战的一年。我国保险市场区域发展不均衡, 一线与新一线城市近两成人口贡献了约四成保费, 且已踏上了人均一万美元的保险发展快车道。外资进入不必过度担忧, 一方面丰富市场产品结构, 利于提升消费者的投保体验; 另一方面也将以较强的品牌影响力和完善成熟的队伍建设体系促进行业升级, 推动代理人的良性竞争。此外对于二三线城市的监管引导正逐步加强, 保险扶贫力度加大, 我们认为健康保险在二三线城市渗透率较低, 大型险企竞争优势突出, 有望持续推动二三线业务下沉。

### 战略布局引领发展方向, 聚焦结构优化价值提升

站在 2020 年的新起点展望负债端发展, 我们认为各龙头险企依然坚持以价值为核心, 以各具特色的战略布局来引导业务推进, 例如中国平安始终坚持“金融+科技”双轮驱动, 中国人寿推出“鼎新工程”来实现重振国寿的目标, 中国太保从三个聚焦升级“转型 2.0”, 新华保险以规模价值全面发展的理念促进公司的“二次腾飞”。通过聚焦产品价值提升来打造多维产品体系, 人力发展注重质态提升, 通过提供交叉销售+一体化服务, 来锤炼客户经营深度。

### 调整配置策略, 低利率环境实现突围

以固收类为主的资产配置策略使得我国险企投资端表现更多依赖于国债利率的走势, 长远来看世界经济处下行周期, 长端利率有一定下行压力。从日本经验可以得出, 增加权益市场配置与海外投资, 可以相对国债利率获得一定超额收益; 同时下调负债端预定利率, 以缓解利差损风险。未来我国有望通过增加权益配置、高收益固收资产配置、海外投资和养老医疗等的布局来实现低利率环境的突围。

### 行业增长空间广阔, 维持增持评级

我们预判以价值增长作为战略目标的大型险企具有广阔的发展空间, 此外在对外开放的大环境下, 深入县域发展的大型险企有望减缓外资进入带来的直接冲击, 行业有望在良性竞争的催化下实现转型升级。个股推荐行业优秀龙头标的, 中国人寿、新华保险。

风险提示: 市场波动风险、利率风险、政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
601628	中国人寿	32.79	买入	0.40	2.10	2.46	3.07	81.33	15.61	13.33	10.68
601336	新华保险	45.46	买入	2.54	4.21	4.91	5.51	17.90	10.80	9.26	8.25

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

寿险市场具潜力，内部变革促转型.....	4
外资放开丰富市场结构，需求激活仍具增长空间.....	5
一线城市恰处快速增长期，外资有望带来良性竞争 .....	5
监管引导保险扶贫，推动二三线业务下沉 .....	6
战略布局引领发展方向，聚焦结构优化价值提升.....	7
聚焦产品价值提升，打造多维产品体系.....	7
人力规模渐分化，质态提升为核心.....	9
交叉销售+一体化服务，锤炼客户经营深度.....	10
灵活调整配置策略，低利率环境实现突围.....	12
日本经验：低利率环境下险企的应对策略.....	12
资产端加大海外投资，实现相对超额收益 .....	12
调低负债端预定利率，防范利差损风险.....	15
突破革新：我国险企资产端未来的配置策略 .....	16
策略一：把握估值优势机遇，适度提高权益配置占比.....	16
策略二：增加长久期、高收益固收资产配置.....	18
策略三：优化投资结构，加强海外投资 .....	18
策略四：布局医疗领域，推动养老合作.....	18
甄选个股 .....	19
风险提示.....	19

## 图表目录

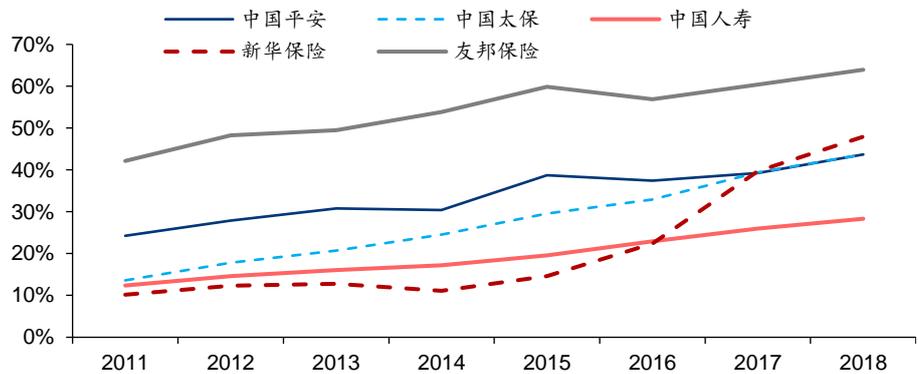
图表 1: 上市险企新业务价值率变动情况.....	4
图表 2: 2010 年至今健康险保费增速及在人身险中占比.....	4
图表 3: 2017 年至今保险业对外开放政策.....	5
图表 4: 2018 年一线及新一线城市人均 GDP 水平.....	6
图表 5: 上市险企战略布局.....	7
图表 6: 平安分产品类型首年保费.....	8
图表 7: 平安分产品类型新业务价值率.....	8
图表 8: 国寿长险首年保费构成.....	8
图表 9: 国寿首年期交保费构成.....	8
图表 10: 新华新单保费实现增长.....	9
图表 11: 新华首年保费中短期险增长迅速.....	9
图表 12: 上市险企代理人规模.....	9
图表 13: 上市险企客均合同数.....	10
图表 14: 平安互联网用户规模.....	11
图表 15: 平安持有多家子公司的客户数占比.....	11
图表 16: 太保寿险营销员销售车险保费收入.....	11
图表 17: 太保短期医疗险在寿险长险客户中的渗透率.....	11
图表 18: 中国 10 年期国债收益率走势.....	12
图表 19: 日本 10 年期国债收益率走势.....	12
图表 20: 日本保险行业资产配置主要科目比例变动趋势.....	13
图表 21: 日本保险行业投资规模与收益率变动趋势.....	13
图表 22: 日本保险行业不同资产投资收益率变动趋势.....	13
图表 23: 日本第一生命保险资产配置主要科目比例变动趋势.....	14
图表 24: 日本第一生命保险投资收益率表现.....	14
图表 25: 日本第一生命保险医疗领域产学投资策略.....	14
图表 26: 日本 GPIF 和养老金特别账户历史资产配置情况.....	15
图表 27: 2002-2018 年日本 GPIF 投资收益情况.....	15
图表 28: 1997-2001 年 7 家日本寿险公司破产.....	15
图表 29: 1985 年以来日本寿险行业预定利率变化情况.....	16
图表 30: 1990-2001 年日本寿险业投资收益率、预定利率.....	16
图表 31: 日本第一生命保险平均预定利率与实际投资回报率变化情况.....	16
图表 32: 大类资金入市架构图.....	17
图表 33: 2018 年中国平安主要战略投资类股票分红情况.....	17

## 寿险市场具潜力，内部变革促转型

尽管国内经济有下行压力，但我们认为未来十年中国仍是最有潜力的寿险市场之一。中国 2018 年寿险（不含健康险）保费规模达 2 万亿元，已成为全球第二大寿险市场，2008-2018CAGR 达 15.5%，然相较于北美、西欧等地区而言，寿险保险密度仍有较大提升空间。在需求端，医疗、养老等需求随着健康中国战略的推出快速增长，政府购买服务力度持续加大，商业保险税收政策全面落地，都有助于激发寿险行业需求潜力。

**快速增长中内部变革同步进行，回归保障推动产品结构改善。**回溯历史来看，2007 年银保渠道保费在总保费中占比快速提升，各大险企以大力发展投连险为主要目标，规模保费快速提升而产品价值率处于绝对低位。2011 年银保业务监管加强，导致部分险企选择性放弃银保业务，叠加 2013 年预定利率上限的放开，传统险规模快速提升。2015 年监管加强对举牌资金的监管，万能险业务严重放缓，健康险业务增速提升，此外随着“保险姓保，回归保障”的推进，2017 年 134 号文叫停快返型年金险产品，各大险企主动转型，向高质量业务方向发展，推动新业务价值率持续攀升。我们认为未来险企将逐步从追求规模增长转型价值提升，以发展期交业务、提高产品价值率为导向开展业务已逐渐成为行业共识，保障险与长期储蓄险的占比有望逐步提高。

图表1：上市险企新业务价值率变动情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**健康险占比逐步加大，利源结构持续优化。**据 Sigma 研究显示，虽然我国寿险业的规模保费来源仍主要依靠分红险和万能险，且我国寿险业市场健康险的占比仍与成熟市场有较大差距，但根据目前国内寿险业的业务占比结构变化和健康险的增速态势来看，寿险公司的利润来源也在逐步从利差独大的模式向三差鼎立的结构转变。据银保监会披露数据，健康险业务在总人身险保费中占比呈逐年增长态势，2019 年开门红首月，健康险增速达到了 50%，为寿险业务重要的驱动力。

图表2：2010 年至今健康险保费增速及在人身险中占比



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

## 外资放开丰富市场结构，需求激活仍具增长空间

保险业的开放历程始于 1992 年，友邦的进入引入了寿险代理人制度，推动营销体系的建立与之后的逐步成熟完善。自 2017 年底监管宣布将加速推进金融对外开放以来，一系列政策修订为明年的正式放开框定了发展道路，其中尤以今年 7 月推出的 11 条开放措施最为重要，预判明年是金融市场充满机遇与挑战的一年。此外，我们在 2019 年中期策略报告《产品转型提价值，需求挖掘拓空间》(2019.5.12) 中提出，保险行业正处于从产品供给端转型向需求端挖掘的过程，增量市场仍然广阔。

图表3：2017 年至今保险业对外开放政策

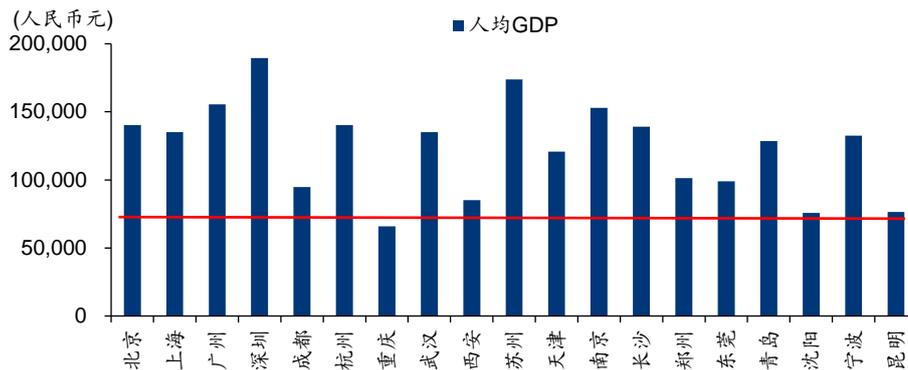
时间	发布机构	政策或会议	主要内容
2017.01	国务院	《关于扩大对外开放积极利用外资若干措施的通知》	重点放宽银行类金融机构、证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司、保险机构、保险中介机构外资准入限制。
2017.08	国务院	《关于促进外资增长若干措施的通知》	实施准入前国民待遇加负面清单管理制度；减少外资准入限制，推进银行业、证券业、保险业等金融机构的对外开放，明确对外开放的时间表与路线图。
2017.11	国新办吹风会	-	三年后将单个或多个外国投资者投资设立经营人身保险业务的保险公司的投资比例放宽至 51%，五年后投资比例不受限制。
2018.02	银保监会	《外资保险公司管理条例实施细则》等四部规章	对于外国保险机构进入中国设立外资保险公司的准入政策进行了优化，取消申请材料公证认证。
2018.04	-	博鳌论坛开幕式重要讲话	放宽市场准入，宣布当年放宽银行、证券、保险行业外资股比限制的重大措施落地，放宽外资准入和业务范围。
2018.04	银保监会	《加快落实银行业和保险业对外开放举措》	在全国范围内取消外资保险机构设立前需开设 2 年代表处的要求；将外资人身险公司外方股比放宽至 51%，3 年后不再设限；允许符合条件的境外投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务。
2018.06	发改委、商务部	《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）》	寿险公司的外资股比不超过 51%（2021 年取消外资股比限制）
2019.05	银保监会	郭树清就银行保险业扩大对外开放接受采访	允许境外金融机构入股在华外资保险公司；允许外国保险集团公司投资设立保险类机构
2019.07	国务院金融委	《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》	允许境外资产管理机构与保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司；允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司；原定于 2021 年取消人身险外资股比限制的时点提前到 2020 年；放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求；取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75% 的规定，允许境外投资者持有股份超过 25%。

资料来源：国务院，银保监会，发改委，商务部，华泰证券研究所

## 一线城市恰处快速增长期，外资有望带来良性竞争

**区域发展不均衡，一线城市恰处快速增长期。**据银保监会数据，我国保费收入存在区域分布不均的现象，一线与新一线城市（根据第一财经披露的 19 个城市口径）2018 年寿险和健康险保费占比分别达 35.8% 和 36.7%，而相应的人口占比同期仅为 17.6%，意即近两成人口贡献了约四成保费。从国际经验来看，人均 GDP 达到 1 万美元的地区，居民对保险需求的意识逐步苏醒，保险渗透率步入上升快车道，而上述发达地区 2018 年人均 GDP 基本已达到 1 万美元，其中一线城市已达到 2 万美元水平。我们认为中等收入群体对保险的需求有望持续释放，增量空间值得期待。

图表4： 2018 年一线及新一线城市人均 GDP 水平



注：红线为近似 1 万美元（约 7 万人民币）水平

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**外资进入不必过度担忧，有望促进良性竞争。**金融对外开放进程正在逐步深入，而外资进入大陆市场首选应在一线城市，因此市场担忧外资进入后对行业格局带来潜在冲击，但我们认为不必过度悲观，未来行业有望在产品布局和代理人结构两方面实现改善升级。**从产品布局来看，有望丰富市场结构。**由于大陆消费者的重疾发生率、治愈率与海外投保者有一定不同，外资险企在产品的设计方面理论上应遵循大陆相关精算假设，产品定价与传统险企差异性较小，对传统险企的市场吸引力不会产生较大冲击。但另一方面，外资进入一定程度上丰富了市场产品结构，为消费者带来多元化的产品体系，有利于提升消费者的投保体验，对于行业的价值转型起到一定的推动作用。**从代理人结构来看，中小险企有队伍流失压力。**代理人队伍是寿险公司的护城河，外资进入市场也必将在代理人队伍搭建上投入较多资源，我国传统险企大多已搭建成熟的营销队伍，其中中国人寿、中国平安个险队伍规模已逾 100 万人，持续稳定的续期收入来源利于队伍留存率的提升，大型险企具有较强的竞争优势。而中小险企的品牌影响力与收入持续性相对欠缺，业务骨干的流失压力增大。叠加外资持续打造的管培生模式日益成熟，对高学历高素质人才的吸引力度逐步增强，有望促进代理人行业的良性竞争。

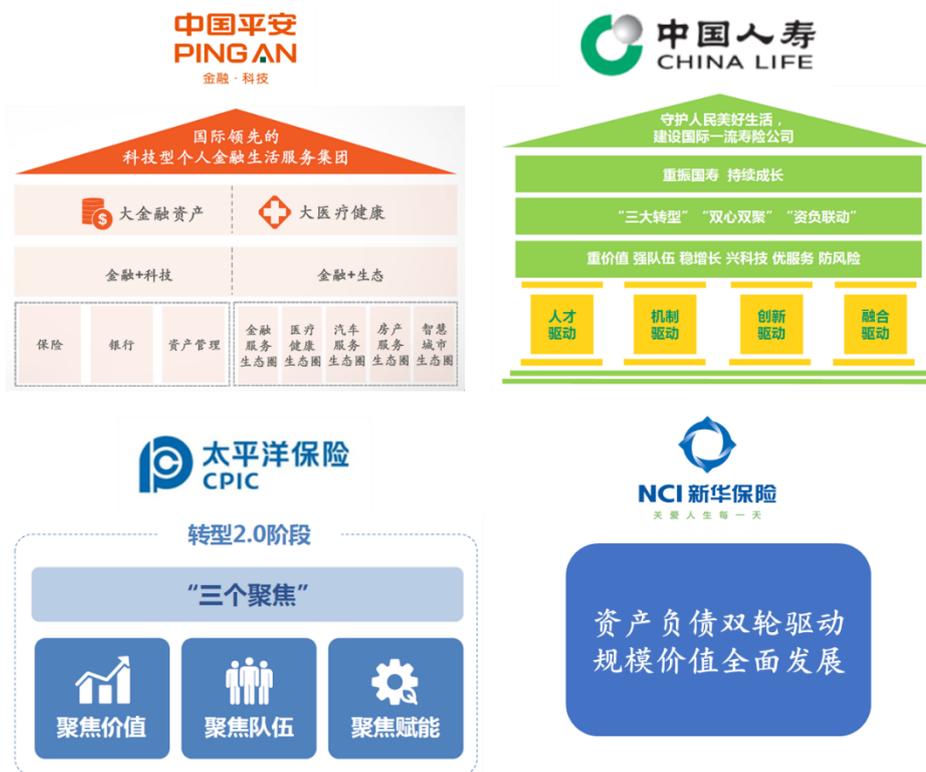
### 监管引导保险扶贫，推动二三线业务下沉

**监管推动保险扶贫，业务下沉打开空间。**银保监会于 11 月 12 日发布《健康保险管理办法》，在扩容健康保险范围之外，还鼓励医疗保险产品在定价、赔付条件、保障范围等方面对贫困人口适当倾斜，从监管层面引导保险业发挥社会责任，助力健康扶贫工作。我们认为健康保险在二三线城市渗透率较低，中小险企与外资险企在二三线城市的布局尚不完善，大型险企竞争优势突出。例如，中国人寿“鼎新工程”中提出要不断巩固增强县域市场优势，中国平安将一、二元事业群拆分成五大作战区，提高执行敏捷性及执行效率。我们预判在监管引导与完善的基层营销体系的共同推进下，二三线业务下沉进程加快，市场空间值得期待。

## 战略布局引领发展方向，聚焦结构优化价值提升

站在 2020 年的新起点展望负债端，我们发现各龙头险企依然坚持以价值为核心，以各具特色的战略布局来引导业务推进，例如中国平安始终坚持“金融+科技”双轮驱动，中国人寿推出“鼎新工程”来实现重振国寿的目标，中国太保从三个聚焦升级“转型 2.0”，新华保险以规模价值全面发展的理念促进公司的“二次腾飞”。

图表5：上市险企战略布局



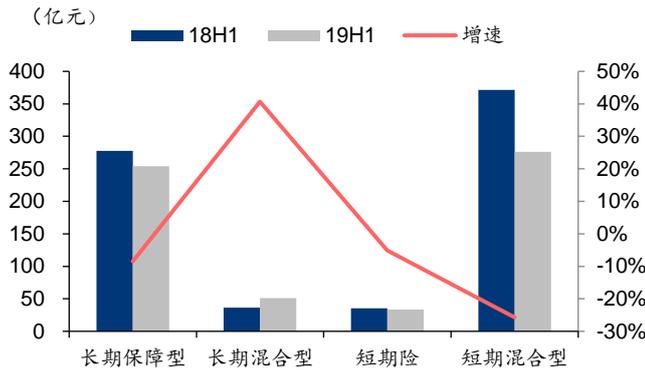
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 聚焦产品价值提升，打造多维产品体系

战略布局引领业务发展，聚焦价值提升依然是产品策略的核心。从历史经验来看，上市险企战略规划将在一定时期内引导业务发展方向，虽然具体策略各有不同，但整体依然围绕价值提升的主旋律不变。具体来看，中国平安长期以来坚持价值增长，渠道和期交结构持续优化，Margin 稳中有增；中国太保在“转型 2.0”战略下继续坚持“大个险”战略，在 NBV 承压下仍保持 EV 稳健增长；中国人寿在“重振国寿”战略的引领下稳步推进“三大转型”，主打长缴费期年金险的同时发展特定保障型保险，NBV 增速远高于上市同业；新华保险在新的管理层到位后宣布推出“规模与价值并重”的发展战略，强调规模和价值的再平衡，短期险销售增长缓解新单增长压力。

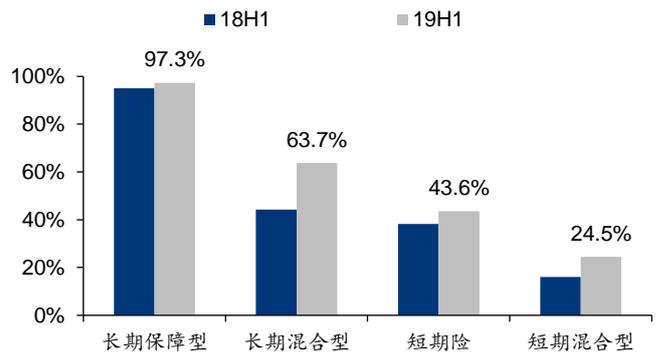
**中国平安：渠道缴费结构优化，新业务价值率稳中有升。**中国平安在价值转型上具有先发优势，2019 年开门红继续优化业务结构，压缩短期险规模，使得 19H1 短交保障储蓄混合型产品和短期险产品新单同比减少 25.72%和 5.13%，与此同时长交保障储蓄混合型产品新单大幅增长 40.67%。此外，平安积极拓展电销、互联网等多元销售渠道，19H1 电网渠道新单同比增长 3.76%。基于长期以来坚持的价值增长理念，平安 19H1 价值率同比提升 5.7pct 至 44.7%。2020 年平安将继续聚焦价值，淡化开门红产品销售，实现 NBV 全年的均匀分布，我们认为 Margin 仍有一定上升空间，推动价值持续抬升。

图表6：平安分产品类型首年保费



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：平安分产品类型新业务价值率

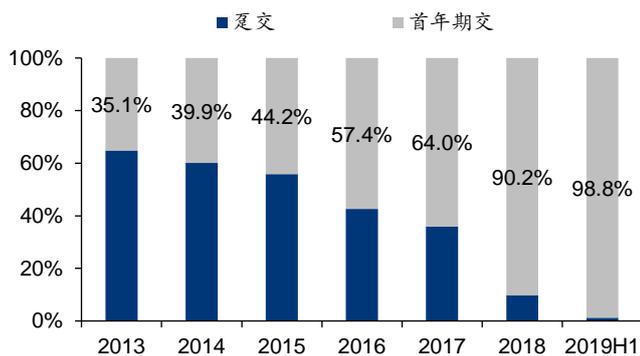


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**中国太保：内含价值稳健增长，开门红产品逐步淡化。**虽然中国太保 2019 上半年 NBV 仍为负增长(-8.4%)，但由于存量业务结构优异，集团 EV 增速仍实现 18.1%的较快增长。回溯历史，太保自 2010 年启动“转型 1.0”以来，主动压缩银保渠道保费收入，渠道结构和保费结构改善明显；2017“转型 2.0”拉开帷幕，公司继续坚持“大个险”战略，在监管引导下发展长期保障型产品。2020 年太保开门红首爆日定为 12 月 1 日，较去年节奏有所提前，且随着产品价值率的稳步提升，NBV 有望逆转下滑之势并回归平稳增长。

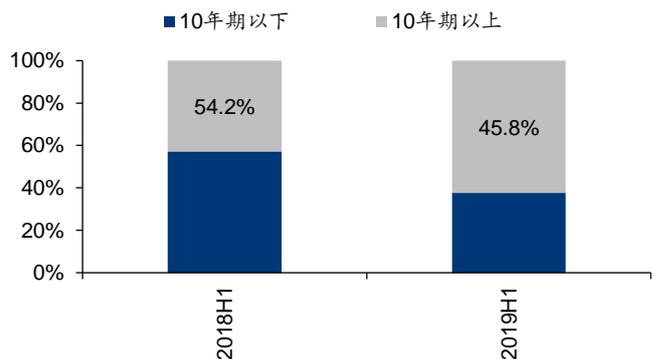
**中国人寿：主打长险销售，NBV 增速优于同业。**中国人寿在“重振国寿”战略下坚持客户需求导向，持续推进产品多元化。中国人寿今年一季度 NBV 同比增长 26%，至三季度增速仍达 22%，远高于上市同业水平。国寿业绩表现突出主要得益于二季度主打长缴费期的年金险，同时推动特定保障型产品发展，截至 19H1 首年期交占长险新单占比达 98.8%，首年期交中 10 年期及以上产品达 45.8%，特定保障型保费占首年期交同比+5pct。2020 年国寿依旧主打年金险开门红产品，且在去年低基数效应下今年增长动能强劲，目前已完成鑫享至尊限时限量销售目标（较去年主力产品增幅达 40%），此外已启动长缴费期产品鑫福临门的销售，我们认为国寿将继续坚持量质并举的业务策略，NBV 增速值得期待。

图表8：国寿长险首年保费构成



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

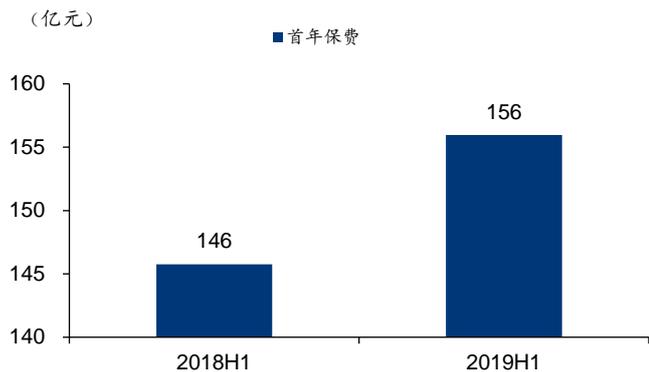
图表9：国寿首年期交保费构成



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

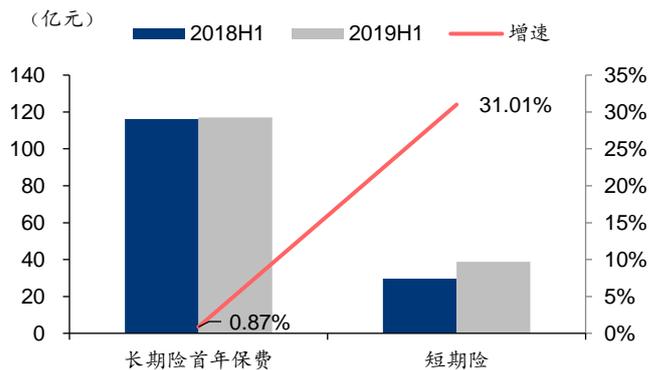
**新华保险：新单压力缓解，平衡规模与价值。**上一届管理层在价值转型的追求下，推出“五年规划”，三年完成后已基本实现 Margin 的绝对高位，但对价值增长的追求也一定程度上使其错失行业发展的大机遇，近年来保费规模有所承压。今年新的管理层到位后宣布推出“规模与价值并重”的发展战略，强调规模和价值的再平衡，适当发展趸交业务，从而在规模方面提高公司市场地位和经营效率。公司 19H1 新单保费同比+7%，其中仅九成新单由短期险增量贡献(YoY+31.01%)。新华 2020 年“开门红”产品将区别于以往以健康险为主的策略，将实现年金险和健康险并驱，并计划投放一定额度趸交年金产品。考虑到新华保险优异的业务结构和规模价值再平衡策略，我们对 2020 年新单保费和 NBV 增长持乐观态度。

图表10: 新华新单保费实现增长



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11: 新华首年保费中短期险增长迅速

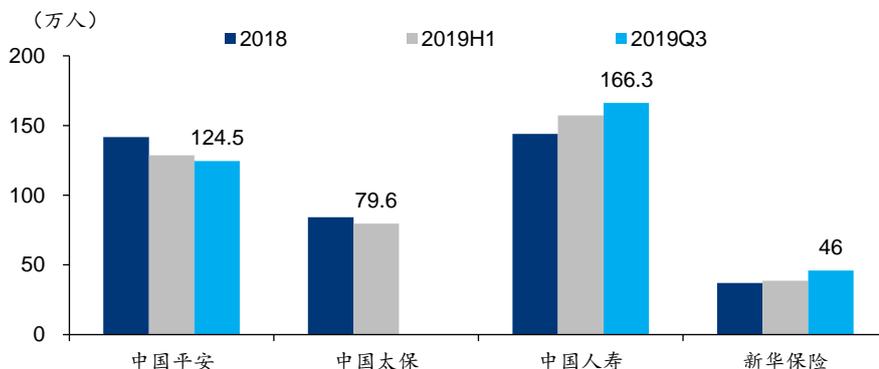


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 人力规模渐分化, 质态提升为核心

人力策略各异, 规模增长分化。代理人规模增长与新单表现息息相关, 整体上较为可观的新单增速利于增员的开展, 促进队伍的留存, 中国人寿在今年是最为典型的代表, 19Q3 人力规模较年初增长 15.6%; 若新单销售乏力, 会直接导致佣金收入的下滑, 队伍脱落率提升, 同时由于销售环境不景气, 增员节奏亦会有所影响, 中国平安与中国太保今年的表现得以印证; 而新华保险今年将重心侧重于组织发展上, 从主管和新人代理人两个维度投入资源, 以实现增员的快速推进, 19Q2、19Q3 环比增长 4.3%、19.2%, 为 2020 开门红推进奠定坚实基础。展望未来, 各大险企还是以推动质态提升为主要目标。

图表12: 上市险企代理人规模



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**中国平安: 科技赋能提升代理人绩优养成效率。**2018 年平安绩优人员养成时间约 36 个月, 2019 年目标缩短至 15 个月, 且 2019 年预计将绩优人员规模扩大至 45.9 万人(YoY+20%)。为达到此目标, 平安将科技优势应用到培训(千人千面)和销售(SAT)过程中: 在培训方面, 平安通过千人千面识别能力短板, 智能配送课程, 跟踪训练效果提升代理人技能, 同时通过大数据探索构建绩优画像, 从而提升代理人业务水平和月均产能; 在销售管理方面, 平安则通过 SAT 系统全流程监测追踪销售过程, 降低代理人行为风险。

**中国太保: 打通线上线下完成顶尖绩优队伍目标。**据太保 2019 开放日资料显示, 公司目前全球顶尖绩优队伍 600 人, 三年后目标达到 2000 人。为达到此目标, 太保采取和平安较为相似的队伍管理策略, 即通过打造 O2O 培训模式实现线上智学员平台和线下培训集约化管理的结合, 通过加强智能化销售支持(AI 保单管家、掌上大师等)提升队伍销售能力, 通过建设智慧云职场(云端营销职场+机构营销职场)提升队伍经营能力和月均产能。此外还在积极培育新生代队伍, 计划将占比从目前的 15% 提升至三年后的 30%, 通过学习能力更强、更具创造性思维模式的队伍实现多元渠道拓宽和价值提升。

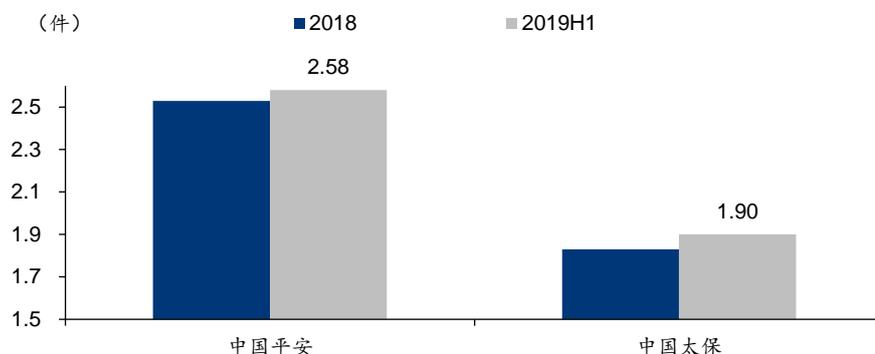
**中国人寿：“资源投入+考核引导”推动人力结构改善。**国寿人力队伍质态的改善体现在销售人力结构的调整上，截至 19Q3，月均有效销售人力的大幅增长（YoY+37.4%），个险渠道月均销售特定保障型产品人力规模亦同比大幅提升（YoY+49.2%）。从发展策略上说，国寿从资源投入和考核引导两个维度推动质态提升，资源上限制银保渠道投入；考核标准由业务规模转向价值导向，取消趸交业务保费计量，引导长期交产品销售，在价值增长的同时也有利于提高续期收入的稳定性，利于队伍长期发展。

**新华保险：“激励机制+员工归属感”完善队伍储备。**为配合公司发展长期保障业务，新华加快风险管理师队伍建设，推动代理人队伍结构优化。为提升队伍表现，新华保险通过启动“赢在新华”大型组织活动，营造“双轮驱动，人力为先”的氛围提高员工归属感，同时新华还设置“有责底薪”（三个级别：800/3000/6000）的差异政策引导新人上岗达成业绩。今年储备的丰富人力资源有望逐步释放产能，开门红表现值得期待。

### 交叉销售+一体化服务，锤炼客户经营深度

**险企负债端改善还体现在客户经营的深度上，通过全场景服务充分挖掘现有客户。**综合保险公司通过提供交叉金融服务提升客户粘性，既有利于充分挖掘客户需求，也有利于品牌影响力的打造，中国平安和中国太保在此方面不断发力。平安利用集团优势向客户交叉销售产品，通过客户在各子板块迁移提高客均合同数，随着平安“金融+生态”战略推进，我们认为其客户经营深度将进一步深化。太保则通过打造“保险+健康+养老”生态圈，向全场景延伸客户服务，通过协同发展提高价值。2019H1 中国平安和中国太保客均合同数分别为 2.58 件和 1.90 件，较 2018 年底分别增长 1.98%和 3.83%。随着上下游产业链的整合，客户经营效率有望进一步提高。

图表13：上市险企客均合同数



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

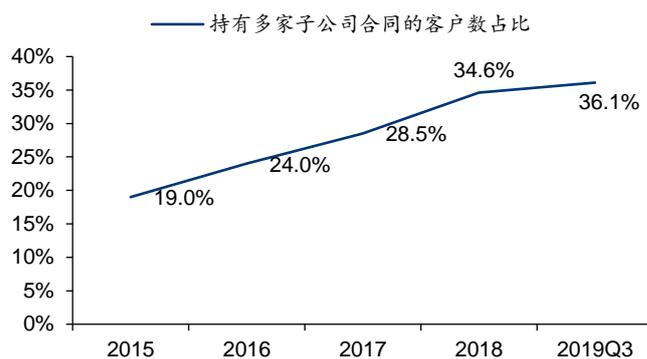
**中国平安：互联网用户稳定转化，交叉经营优势明显。**平安持续推动互联网用户向客户迁徙，近三年互联网用户转化率维持在 30%左右，截至 19Q3 平安集团互联网用户达 5.94 亿，客户增长潜力较大。客户稳定增加的同时，平安通过打造综合金融平台实现用户交叉经营，以“一个客户，多种产品，一站式服务”战略为指导进行客户深度挖掘，19Q3 持有多家子公司合同的客户数占比高达 36.1%，较 2018 年底增长 1.5pct。未来随着平安金融壹账通、任意门等产品的普及，客户黏性有望进一步加强。

图表14: 平安互联网用户规模



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表15: 平安持有多家子公司的客户数占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

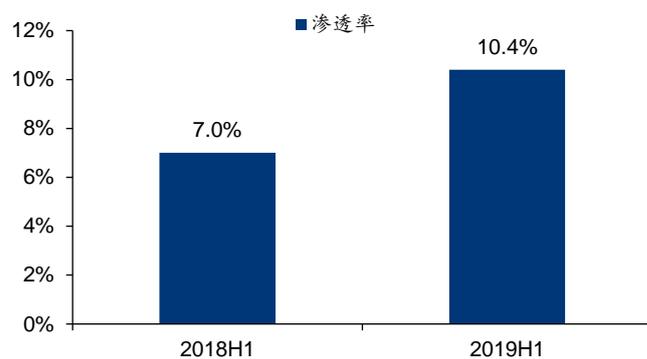
**中国太保: 打造“太保服务”, 实现服销一体化。**为提高用户黏性, 太保致力于打造“太保服务”品牌, 具体来看, 通过打造“核动力”并升级“太慧赔”提升用户体验, 实现服销一体化; 通过构建“保险+健康+养老”生态圈, 向全场景延伸客户服务, 通过协同发展提高价值。19H1 太保拥有两张保单及以上的客户数增长 15.7%, 寿险营销员销售车险保费收入达 46.2 亿元 (YoY+10.9%), 短期医疗险在寿险长险客户中的渗透率较年初增长 3.4pct 达 10.4%, 在客户数保持增长的态势上, 集团交叉销售效应明显。

图表16: 太保寿险营销员销售车险保费收入



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表17: 太保短期医疗险在寿险长险客户中的渗透率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 灵活调整配置策略，低利率环境实现突围

以固收类为主的资产配置策略使得我国险企投资端表现更多依赖于国债利率的走势，其中尤以十年期国债收益率为主要参考指标。近年来长端利率走势呈现周期波动，自 2016 年 11 月启动上行趋势，逐步到 2017 年四季度达到峰值约 4%。2018 年以来缓慢回落但一直保持在 3.0% 以上，2019 年 4 月经济预期短期向好导致长端利率小幅抬升至 3.4%，目前稳定在 3.2% 水平。但长远来看世界经济处下行周期，欧洲也已发行负利率产品，虽然短期受通胀上升、CPI 高位影响抑制利率下行，但随着金融供给侧改革、去杠杆的推进，长端利率长期有较大的下行压力。如何在低利率环境实现资产收益的突破显得尤为重要，我们将结合日本经验，探究其保险资金的资产配置变化，在老龄化和低利率环境实现超额收益。

图表18：中国 10 年期国债收益率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 日本经验：低利率环境下险企的应对策略

### 资产端加大海外投资，实现相对超额收益

新世纪以来日本进入低利率时代，GDP 增速显著放缓。上世纪 70 年代泡沫经济逐步发酵，10 年期国债收益率达到峰值约 10%，但 20 世纪 90 年代以来随着泡沫经济破裂，日本经济发展水平显著放缓，GDP 同比增速在近 20 年间基本维持在 1% 以下，并在一些年份出现负增长，经济的持续低迷也导致利率水平持续下滑，其 10 年期国债基准收益率自新世纪以来持续低于 2%，并于 2016 年进入负利率周期。

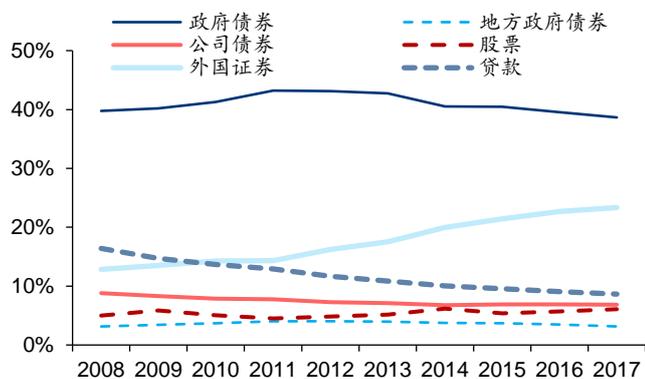
图表19：日本 10 年期国债收益率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**长端利率拖累收益表现，增配海外资产获得超额收益。**受长端利率拖累，投资收益率持续下行，为应对利差损危机，日本保险行业整体上减少固收类资产配置占比，其中本国的政府、地方以及公司债券配置下滑明显。相应的，股票与外国证券投资比重有所增长，其中外国证券比重增幅较大，从 2008 年的 12.84% 增长到 2017 年的 23.34%。分散投资标的、加强海外投资比重、增加权益类投资成为日本保险行业资产端新的配置方向，使得保险行业总体投资收益率基本维持在 2.0%-3.5%，高于本国长端利率水平。

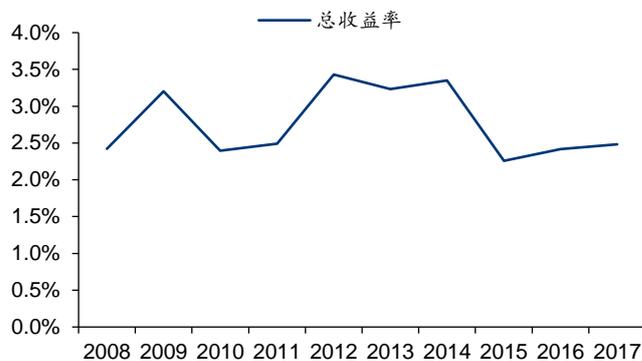
**图表20：日本保险行业资产配置主要科目比例变动趋势**



注：2008 年数据未包含日本邮政保险公司数据

资料来源：日本生命保险协会 LIAJ，华泰证券研究所

**图表21：日本保险行业投资规模与收益率变动趋势**

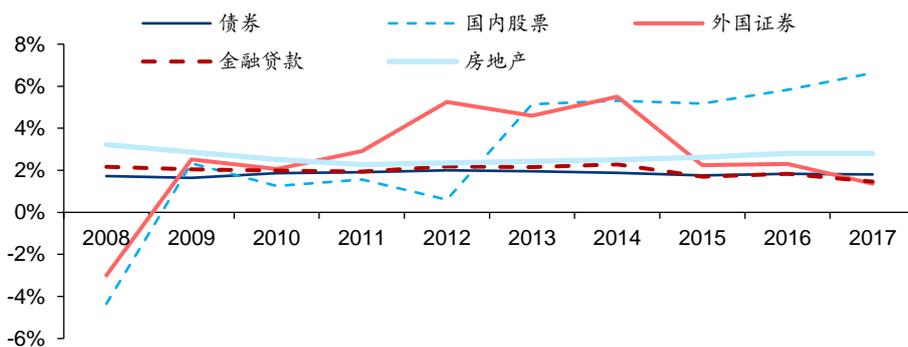


注：2008 年数据未包含日本邮政保险公司数据

资料来源：日本生命保险协会 LIAJ，华泰证券研究所

**权益类与海外投资带动收益率提升。**权益类资产收益虽然波动性较大，但是其带来的超额利润有助于日本保险企业突破低利率，经济增长缓慢，人口老龄化严重的经济、社会环境。同时加大海外投资力度也是提高收益率的有力突破口。2008 年到 2017 年，日本保险行业对国内股票投资的平均收益率为 2.90%，对外国证券投资的平均收益率为 2.55%，均高于对债券的投资平均收益率 1.83%。

**图表22：日本保险行业不同资产投资收益率变动趋势**

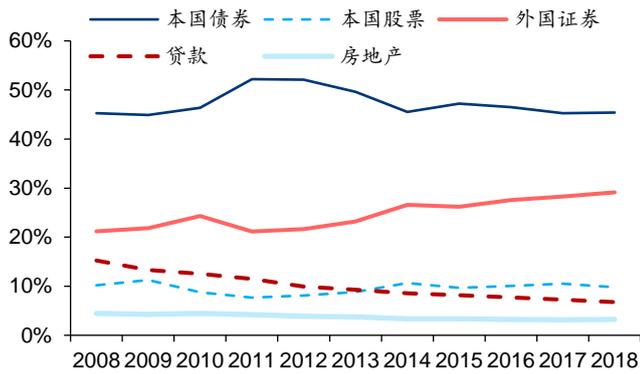


注：2008 年数据未包含日本邮政保险公司数据

资料来源：日本生命保险协会 LIAJ，华泰证券研究所

**日本第一生命保险：海外投资助力收益稳定。**日本第一生命保险作为当地著名的人寿保险公司，其资产配置策略与行业较为一致，债券占比高达 50% 左右。从可追溯数据来看，公司 2012 年以来逐步加大海外投资力度，外国证券的配置比例从 2012 年的 21.61% 增长到 2018 年的 29.13%，保证其较长端利率有 1%-1.5% 的超额收益，实际投资收益率维持在 2.5%-3.0% 水平。

图表23: 日本第一生命保险资产配置主要科目比例变动趋势



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

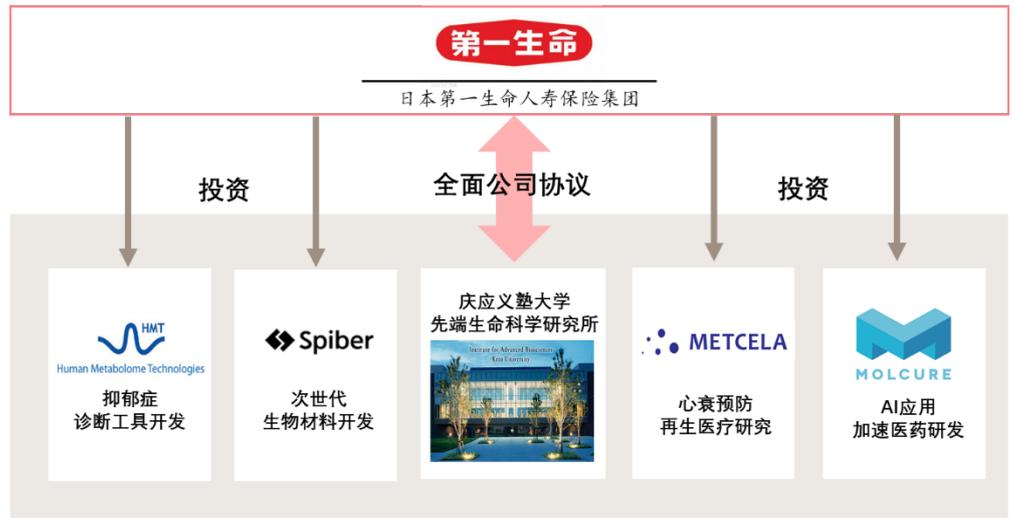
图表24: 日本第一生命保险投资收益率表现



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**化老龄化为投资机遇, 实现收益与社会责任双丰收。**在加强海外投资力度的同时, 日本第一生命保险进一步加强了 ESG 投资力度, 其中重点加强了在医疗领域的投资。日本社会高度老龄化, 据世界银行数据显示, 日本 2018 年老龄化率高达 27%, 位列世界第一。随着老龄人口的不断增多, 社会对医疗领域的需求也在不断提升, 医疗领域有着广阔的投资发展空间。公司通过与世界一流大学庆应义塾大学的高级生命科学研究所合作, 投资了包括为心力衰竭患者开发再生医疗设备以及利用 AI 加速药物开发等项目, 通过对医疗风险投资公司的投资来获得投资回报率并解决社会问题, 实现投资收益与社会责任双丰收。

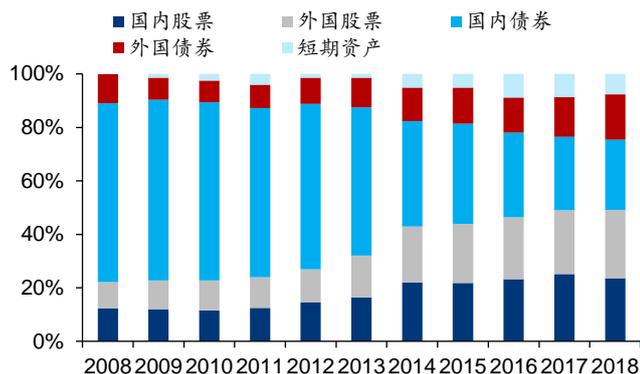
图表25: 日本第一生命保险医疗领域产学投资策略



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

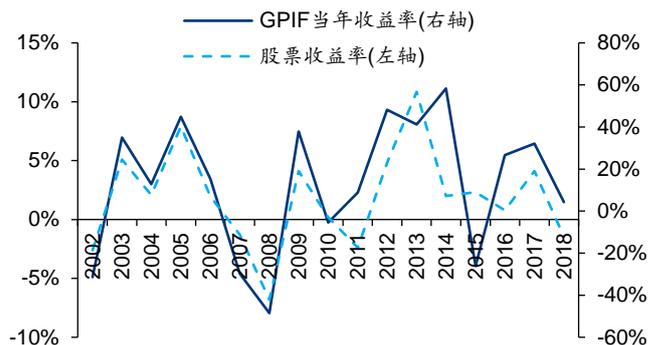
**政府养老基金 (GPIF): 权益投资占比超过债券。**GPIF 是由日本政府成立的独立行政机构, 专门负责公共年金的投资运营, 历史上资产配置仍以债券为主, 其中对国内债券的配置占比一直保持在 60%左右的配置比例, 较低的股票占比使得其无法捕捉市场弹性, 虽表现出较强的稳健性, 但累计收益并不乐观。自 2013 年起, GPIF 逐渐增加权益类资产的配置比例, 到 2016 年权益类资产配置(46.40%)比例正式超过债券类资产配置比例(44.71%), 2018 年末的权益类资产配置比例已占总投资资产配置的 49.08%, 高于债券类配置 5.83pct。随着资产配置策略的改变, 累计投资收益自 2012 年起整体呈上升趋势。GPIF2002 年以来的 17 年间年化投资收益率为 2.92%, 其中前段(2002-2012 年)的年化收益率仅为 1.27%, 2012-2018 年的年化收益率达到 5.32%, 收益率有显著提升。

图表26: 日本 GPIF 和养老金特别账户历史资产配置情况



资料来源: GPIF, 华泰证券研究所

图表27: 2002-2018 年日本 GPIF 投资收益情况



资料来源: GPIF, 华泰证券研究所

**调低负债端预定利率, 防范利差损风险**

上世纪 80 年代, 由于日本长端利率一直维持高位, 寿险产品的预定利率不断上调。截至 1985 年, 10 年期以下、10-20 年期以及 20 年期以上的产品预定利率均达到高点。伴随着广场协议签订, 日元快速升值, 保险公司销售了大量高预定利率产品以满足消费者对高收益率的需求。同时在日本全国经济环境较为景气的大环境下, 行业准备金评估利率也处于较高水平。

利率下行导致利差损不断扩大, 保险公司相继破产。至上世纪 90 年代, 伴随着日本泡沫经济的破灭, 日本央行多次降低存贷款利率以刺激经济, 因此日本 10 年期国债收益率在 1990-2000 年的十年间下滑约 6pct, 这导致资产配置以国内债券为主的寿险公司的投资收益率持续下降。同时由于销售了大量久期较长的寿险产品, 寿险公司出现了利差损, 并且利差损的额度随着利率水平的持续下降而逐渐扩大。其结果最终导致 7 家寿险公司破产, 其中包括日产生命、东邦生命等 7 家历史悠久的相互制保险公司。

图表28: 1997-2001 年 7 家日本寿险公司破产

公司名称	日产生命	东邦生命	第百生命	大正生命	千代田生命	协荣生命	东京生命
成立时间	1909 年	1898 年	1915 年	1914 年	1904 年	1935 年	1895 年
倒闭时间	1997 年	1996 年	2000 年				
倒闭时总资产 (亿日元)	20609	28046	21885	2044	35019	46099	10150
倒闭前资产排名	16	16	15	28	12	11	14
倒闭后确定的资不抵债额	3000	6500	3200	365	5950	6895	325

资料来源: 《避免寿险业危机在中国重现》, 华泰证券研究所

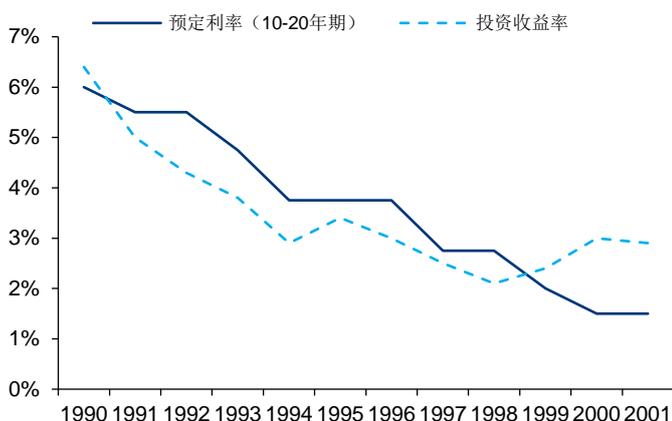
下调预定利率, 缓解利差损。日本寿险行业为了应对利差损的持续扩大, 自 1900 年起 8 次下调预定利率, 预定利率水平由 1985 年最高点时的 5.50%-6.25% 持续下调至 2017 年以来的 0.25%, 行业利差损情况得到有效改善。从微观上看, 日本第一生命保险存量保单的平均预定利率水平整体也处于不断下降趋势, 平均预定利率从 2008 年的 3.14% 下降到 2018 年的 2.67%, 共下降了 0.47pct。实际投资收益率在 2012 年达到低点后开始上升, 公司从 2013 年开始实现利差益。

**图表29： 1985 年以来日本寿险行业预定利率变化情况**

年份/预定利率	10 年期以下	10-20 年期	20 年期以上
1985-1989	6.25%	6.00%	5.50%
1990-1992	5.75%	5.50%	5.50%
1993 年度			4.75%
1994-1995			3.75%
1996-1998			2.75%
1999-2000			2.00%
2001-2012			1.50%
2013-2016			1.00%
2017-2018			0.25%

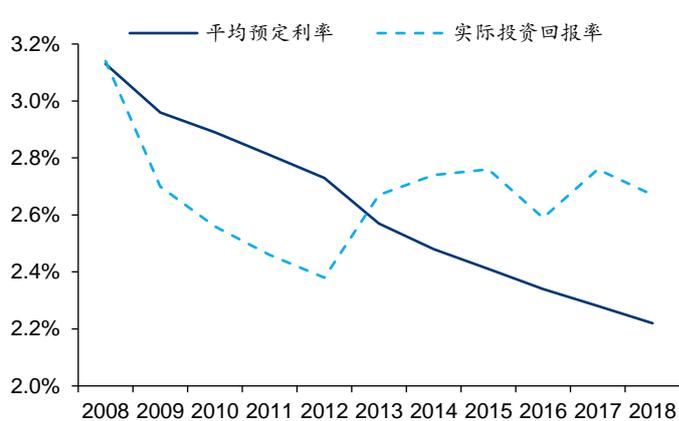
资料来源：日本生命保险协会 LIAJ, JFSA, 华泰证券研究所

**图表30： 1990-2001 年日本寿险业投资收益率、预定利率**



资料来源：《日本人身保险业利润分析及启示》，华泰证券研究所

**图表31： 日本第一生命保险平均预定利率与实际投资回报率变化情况**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

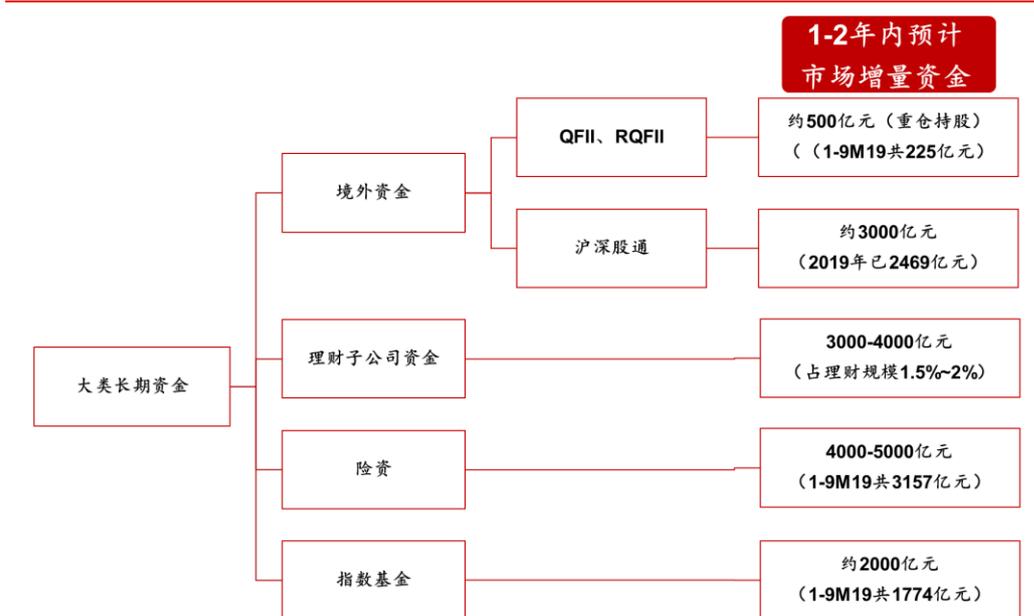
### 突破革新：我国险企资产端未来的配置策略

#### 策略一：把握估值优势机遇，适度提高权益配置占比

随着经济增长速度逐渐放缓，经济下行压力逐步加大，我国利率水平可能会阶段性保持低位。但与此同时，权益市场机遇正逐步显现。随着科创板的正式落地，市场化改革加速推进，MSCI 扩容与 QFII 额度提升，引导增量资金入市，有望激发我国权益市场活力。证监会也于 10 月 21 日座谈会上提出将从三方面推动，提升中长期资金入市比例。截至 2019 年 9 月，我国险企对权益市场的配置比例约 13%，距 30% 的监管上限还有较大空间，监管也在商讨将上限提升至 40%。我们认为当前时点应把握资本市场估值优势机遇，适度加大对于权益类资产的配置，以减缓利率水平降低所带来的利差损风险。

**多维度入市渠道拓宽，大资金入场激发市场活力。** 1) 对外开放带动 A 股投资风格国际化，与海外趋同。2) 保险、养老金、银行理财等资金加速进入资本市场，机构投资者的地位不断提升，逐渐占据主导定位并掌握定价权。3) 被动管理的指数型基金继续加速崛起。我们预计 1-2 年内，境外资金、机构资金、被动资金的入市规模有望达到 1.2 万亿元~1.5 万亿元。外资入市渠道的拓宽与更加积极的参与度，有望提振国内投资者信心，激发市场活力。此外理财子公司设立后的资金配置，以及保险及养老金入市节奏的加快，利好估值对于低位的保险板块，有望成为更多投资者的底仓选择。

**图表32： 大类资金入市架构图**



资料来源：银保监会，MSCI，人社部，外管局，Wind，华泰证券研究所

**IFRS9 准则下险资应集中投资高分红、低估值蓝筹股。**对于保险公司而言，价值投资、长期投资、稳健投资为其投资理念，在 IFRS9 新准则下，高分红、低估值蓝筹股符合险资“收益确定、久期匹配、业绩波动小”的投资目标，同时也具备长期持有、大额持有的特征。中国平安已经开始践行投资优质蓝筹股，迈向价值投资的征程，其主要战略投资股票中，汇丰控股、工商银行、碧桂园、长江电力 2018 年每股分红分别为 4.00 元、0.25 元、0.56 元、0.68 元，股息率分别为 6.17%、4.74%、5.85%、4.28%。

**图表33： 2018 年中国平安主要战略投资类股票分红情况**

主要战投	每股分红 (2018)	股息率 (2018)
汇丰控股	4.00 元	6.17%
工商银行	0.25 元	4.74%
碧桂园	0.56 元	5.85%
长江电力	0.68 元	4.28%

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

**策略二：增加长久期、高收益固收资产配置**

**非标供给减少，保险资金仍有较大话语权。**作为国内保险市场的资产配置的本土化特色，非标类资产的投资占据国内寿险业资产配置重要地位，用来弥补标准化债券占比和稳定整体资产配置收益率。虽然随着资管新规的逐步推进，非标项目供给量萎缩，相应的利率水平也呈下滑趋势，但保险资金由于具有较大体量，在市场上拥有一定的话语权，在获得优质非标资产上具有竞争力。我们认为大型险企未来在非标的配置上会更加注重风险排查，在风险可控的前提下，更加偏向长周期的非标资产。

**银行永续债发行节奏加快，短期内锁定较高的稳定收益。**银保监会允许保险机构投资银行发行的永续债和二级资本债券，自今年 1 月首单银行永续债（中国银行永续债规模 400 亿元，票面利率 4.5%）发行以来，发行节奏逐步加快，近期台州银行更是发出票面利率 5.4% 的永续债产品。未来保险资金投资固定收益类资产有更多选择，在非标资产供给量缩水的背景下有效缓释配置压力。

**策略三：优化投资结构，加强海外投资**

**海外资产配置占比较少，未来或成发力点。**从前述分析可以看到日本保险企业以及日本政府养老基金为了应对国内的低利率水平，均增加了海外证券的投资力度。海外投资可以有效规避本国经济波动对投资收益率的影响，而我国现在对海外配置的相关布局尚处起步阶段，近期中国太保发行 GDR 可以说是对海外投资的一大尝试。我们预判随着对外开放的不断推进，在监管允许的范围内，可以适当增加海外配置，其中海外市场处于保险产业链上的公司有望成为保险资金境外投资的主要方向，业务协同与融合将助推保险产业转型升级，利好行业长远发展。

**策略四：布局医疗领域，推动养老合作**

随着我国人口红利的逐步消失，我国逐渐迈入老龄化社会，促使老年居住以及医疗护理为主的老年生活需求不断增长。我国险企可以推动与地产、医院等的合作，投资布局养老社区、医疗护理服务、健康管理服务等为核心的老年生态产业链，在实现投资回报的同时承担一定的社会责任。

## 甄选个股

通过前述分析，我们判断以价值增长作为战略目标的大型险企具有广阔的发展空间，此外在对外开放的大环境下，深入县域发展的大型险企有望减缓外资进入带来的直接冲击，行业有望在良性竞争的催化下实现转型升级。虽然长端利率有下行压力，但我国险企权益资产和海外投资仍处于较低配置占比，资产配置仍有一定的灵活性，有望在低利率环境下实现突破创新。我们认为当前时点保险板块估值优势突出，板块具有中长期配置价值，对板块维持增持评级。

**逻辑一：城区县域协同发展，价值增长行业领先的中国人寿。**公司今年一季度业务大力推进实现NBV大幅增长，至三季度仍保持20%以上的增速，远超行业平均水平。我们认为在明年外资开放大环境下，深耕县域发展的优势将逐步显现，今年高质量增员的产能有望逐步释放。预计2019-21年EVPS分别为32.61元、37.85元和43.94元，对应P/EV为1.02x、0.88x和0.76x。考虑到公司“重振国寿”战略清晰，我们给予2019年1.1-1.2xP/EV，目标价格区间35.87~39.13元，维持“买入”评级。

**逻辑二：规模与价值并重，静待产能释放的新华保险。**公司今年将发展重心放在组织发展上，从主管和新人代理人两方面加大资源投入，我们认为完善的培训制度有望夯实队伍发展基础，营销技能的提升有利于未来展业。明年在规模与价值并重的理念引导下，有望促进产能的逐步释放。预计2019-21年EVPS分别为64.48元、74.88元和87.08元，对应P/EV为0.72x、0.62x和0.53x。公司管理层已到位，期待“二次腾飞”战略的逐步落地，我们维持公司2019年1.1-1.2xP/EV，维持目标价格区间70.93~77.38元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差利源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com