

## 减税和投收助力险企业绩释放 负债端承压

## 非银行金融行业

### 核心观点:

- 历史复盘来看,保险板块表现显著依赖利差驱动。依据申万保险指数2007年至2018年的表现和相关指标测算,保险板块表现与长债收益率、权益市场表现高度相关。2019年以来,受益于权益市场回暖和减税政策出台,险企总投资收益率实现显著改善,利润释放,驱动保险板块上涨。
- 产品端结构持续优化,新业务价值增长分化。分红险占比下降,健康险等长期保障型产品销售增加。部分上市险企主动调整产品销售策略,短期对新单保费造成一定冲击,但新业务价值率实现持续提升,推动新业务价值增长。2019年前三季度,中国平安新单保费下滑7.05%,但新业务价值率提升5.3个百分点,推动NBV同比增长4.5%。随着上市险企代理人队伍由规模增长转为质态提升,利好NBV增速改善。
- 利率下行压力仍存,需持续关注利率下行对险企投资收益和板块估值的影响。央行2019Q3货币政策执行报告指出,加强逆周期调节,妥善应对经济短期下行压力,坚决不搞“大水漫灌”,实施稳健的货币政策,根据经济增长和价格形势及时预调微调。当前中美贸易争端缓和,外部不确定性有所缓解,但是内部压力依然较大,10月PMI、工业增加值、投资与消费增速等主要经济数据均有回落,显示经济下行压力仍存。货币政策短期或受制CPI快速上涨,长期随着猪肉价格回落,货币政策宽松空间或将打开,利率下行压力仍存。
- 参照海外市场经验,我国险企盈利模式有望向三差均衡发展。中国保险业三差改善预计受益三方面的因素:一是保障型产品占比提升。在监管政策的引导下,这一趋势有望延续,有利于优化三差结构,促进死差和费差占比提升。二是精算假设的差异。依据2013年发布的生命周期表统计显示,同等年龄下,中国居民人均死亡率高于美国、日本,导致同等条款的保险产品中国的费率要高于美国、日本。由于精算假设的调整相对滞后于实际死亡率的变化,未来一定时期内中国险企保障型产品有望实现死差益增长,享受较高的盈利水平。三是金融科技应用力度加大,赋能保险业务,中长期有助于死差和费差提升。
- 保险板块整体机构配置比例降低,聚焦龙头,中国平安机构偏好相对较强。三季末保险板块机构持仓市值、占比和重仓基金数量均有下降。截至2019年9月末,机构持保险板块总市值为469.09亿元,占机构重仓股总市值的5.62%,重仓基金数量1166家,较2019Q2减少50家。
- 险企手续费及佣金税前扣除限额提至18%,减税红利释放增厚利润。人身险责任准备金评估利率形成机制优化,年金险评估利率下调,形成资产负债联动,避免利差损风险,助力险企保障转型。健康险管理办法修订,将医疗意外险纳入健康险范畴、允许调整长期健康险费率、提高健康管理费用占比,引导行业回归本源,推动健康险持续稳健发展。2020年开门红启动,受银行理财产品收益率持续下行影响,产品竞争力提升,有助保费收入回暖。当前板块P/EV在0.69-1.30倍之间,估值不贵,性价比较高,建议关注板块配置价值。推荐顺序为:中国平安(601318.SH)、中国人寿(601628.SH)、中国太保(601601.SH)、新华保险(601336.SH)。
- 风险提示:长端利率曲线下移,保险产品销售不及预期。

### 推荐 维持评级

#### 分析师

武平平

☎: 010-66568224

✉: wupingping@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516020001

张一纬

☎: 010-66568668

✉: zhangyiwei\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519010001

特此鸣谢

杨策

☎: 010-66568643

✉: yangce\_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

王畅

✉: wangchang\_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

## 目 录

<b>一、保险板块利差驱动明显，投收和减税助力板块上涨</b> .....	<b>2</b>
（一）保险股估值驱动：利差依赖明显，保险板块 PB 与长债收益率、市场指数高度相关 .....	2
（二）2019 年以来表现：投资收益改善和减税政策助力板块上涨 .....	3
<b>二、产品结构优化，投资收益改善</b> .....	<b>4</b>
（一）盈利能力和内含价值持续增长，剩余边际稳步提升 .....	4
（二）产品结构优化推动新业务价值率提升，新单增速承压 .....	6
（三）投资收益改善，利率下行压力仍存 .....	16
（四）监管延续回归价值导向，减税政策出台释放险企利润 .....	19
<b>三、负债端管理是中长期业绩驱动因素，险企盈利模式需向三差均衡发展</b> .....	<b>21</b>
（一）参照美日发达市场，中国险企有望通过产品结构优化，发展保障类产品助力价值增长 .....	21
（二）随着业务结构转型调整，中国险企盈利模式有望由利差依赖逐步向三差均衡转变 .....	22
<b>四、保险板块整体配置降低，聚焦龙头</b> .....	<b>24</b>
<b>五、板块估值处于历史偏低水平，具备中长期配置价值</b> .....	<b>25</b>
<b>六、投资建议与风险提示</b> .....	<b>26</b>

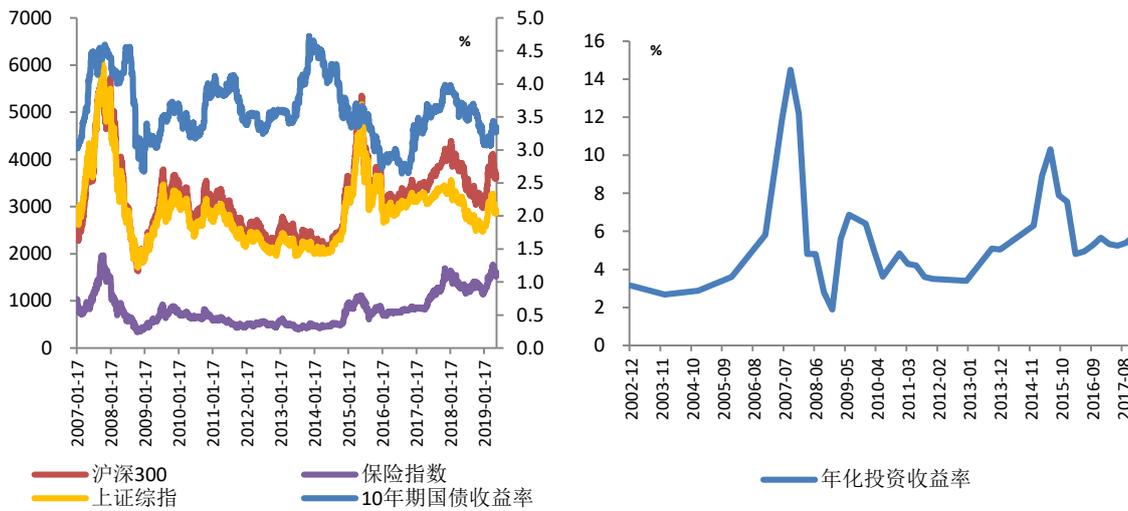
## 一、保险板块利差驱动明显，投收和减税助力板块上涨

### (一) 保险股估值驱动：利差依赖明显，保险板块 PB 与长债收益率、市场指数高度相关

从中万保险指数 2007 年至 2018 年的表现来看，保险股价变动显著依赖利差驱动。依据相关性分析，保险板块表现主要受长债收益率、权益市场表现的影响，且上涨行情主要集中在四个阶段：(1) 2007 年全年：险企集中上市，股市高点和央行 6 次加息助力险企利差扩大，带动保险板块估值上行。(2) 2009 年 1-7 月：受四万亿政策刺激、宏观经济转暖、市场流动性充裕，叠加 IPO 重启的影响，权益市场超跌反弹，有利于增厚险企投资收益，促进板块估值修复。

(3) 2014 年四季度到 2015 年上半年：牛市行情下市场指数快速上涨，险企权益类投资收益增加推动保险板块上行，尽管央行降准降息导致长债收益率有所下行，但影响相对有限。(4) 2017 年 4 月末-11 月末：央行上调逆回购和 MLF 利率，长债利率上行，险企投资收益再度改善，叠加下半年蓝筹股行情开启、消费升级概念受到热捧、险企保费增速改善，多重因素利好保险板块上涨。

图 1：十年期国债收益率与市场指数走势比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 1：保险板块相关性分析

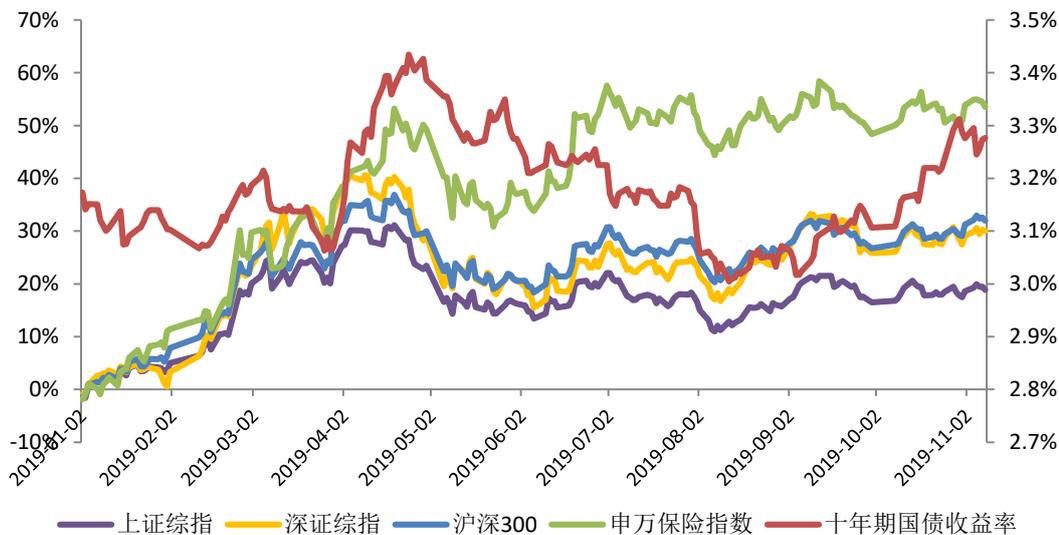
	长债收益率	上证综指	沪深 300
2007	0.76	0.94	0.91
2009M1-M7	0.72	0.97	0.98
2014Q4-2015H1	-0.58	0.91	0.93
2017Q3-2017Q4	0.96	0.41	0.94

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## (二) 2019 年以来表现：投资收益改善和减税政策助力板块上涨

2019 年以来，受益于流动性宽松、贸易战预期改善以及政策利好持续释放，权益市场整体回暖，险企总投资收益率改善，驱动保险板块估值提升。受益于利差改善预期，保险板块年初至今累计上涨 53.35%。2019 年半年报显示中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险的年化总投资收益率分别为 5.50%、5.77%、4.80%和 4.70%，较 2018 年提升 1.80、2.49、0.2 和 0.1 个百分点，均实现改善。

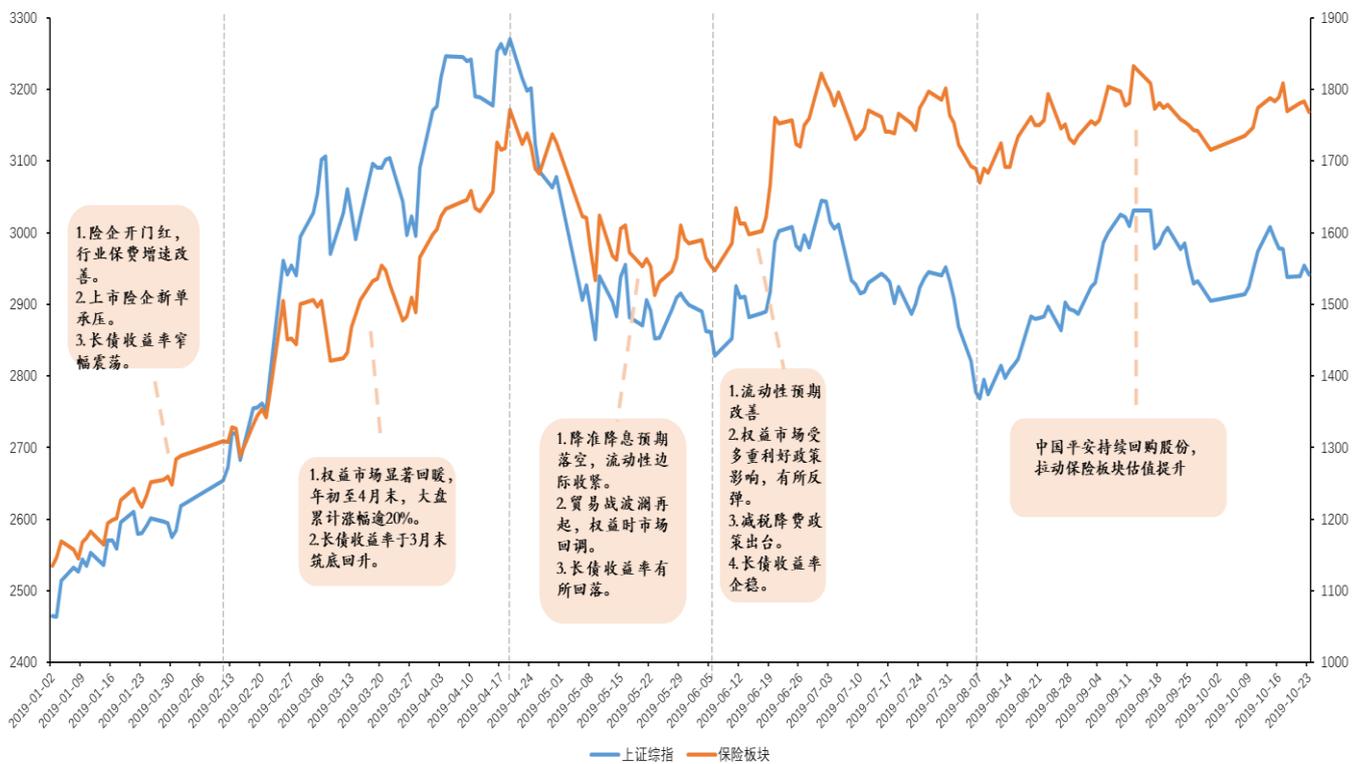
图 2：2019 年初至今市场指数和长债收益率变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分阶段复盘结果显示，保险板块涨幅较大的时点主要集中在 2 月中-4 月中、6 月初至 7 月初、8-9 月三个时间段：2019 年 2 月中旬至 4 月中旬，受益于权益市场回暖和 3 月末长债收益率筑底回升的影响，保险板块实现持续上涨。2019 年 6 月初至 7 月初，保险板块再度上行主要受到市场流动性预期改善和减税降费政策出台的催化。2019 年 8 月至 9 月，中国平安持续回购股份，拉动保险板块估值提升。

图 3：2019 年分阶段保险板块复盘



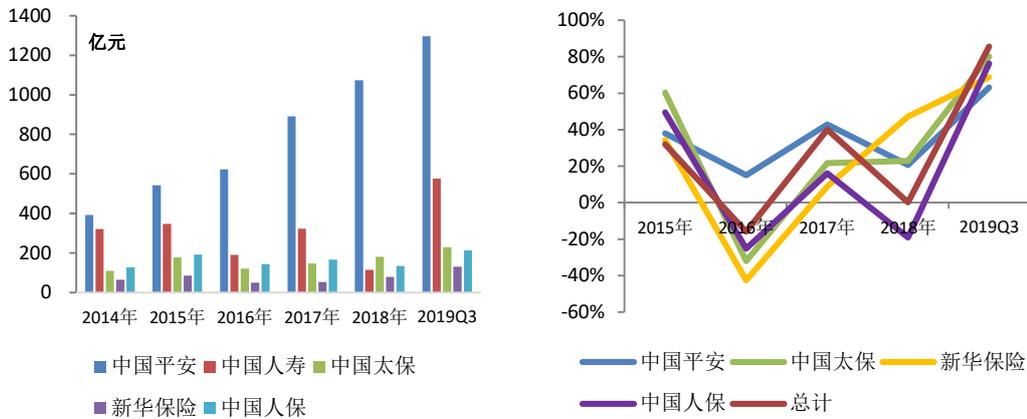
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、产品结构优化，投资收益改善

### (一) 盈利能力和内含价值持续增长，剩余边际稳步提升

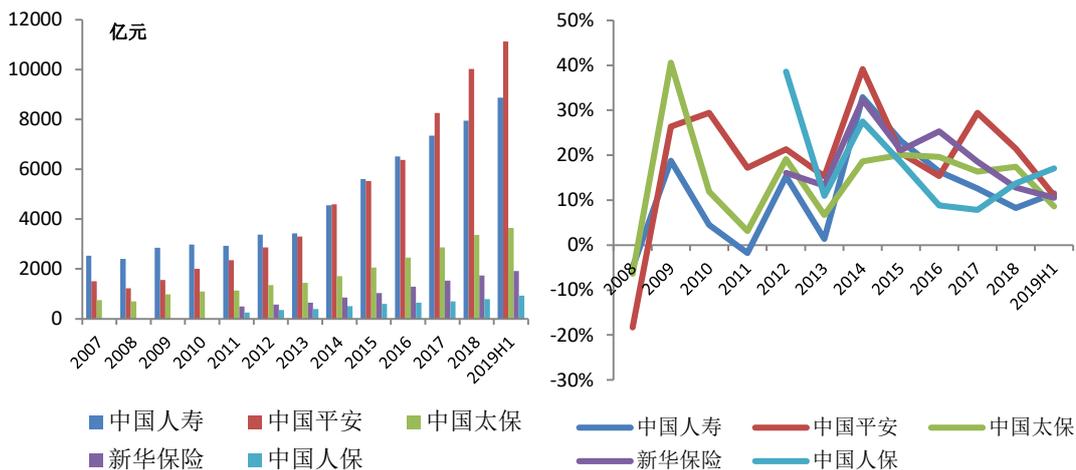
上市险企业绩和内含价值实现持续增长。2019 年前三季度，五家上市险企共计实现归母净利润 2445.54 亿元，同比增长 85.55%；中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保分别实现净利润 577.02 亿元/1295.67 亿元/229.14 亿元/130.03 亿元/213.68 亿元，同比分别增长 190.41%/63.19%/80.21%/68.83%/76.33%。2019H1，五家上市险企累计实现内含价值 26390.77 亿元，较年初增长 10.60%；中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保内含价值分别为 8868.04 亿元/11131.81 亿元/3651.16 亿元/1914.03 亿元/928.87 亿元，较年初分别增长 11.54%/11.05%/8.62%/10.54%/17.10%。

图 4：上市险企净利润及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

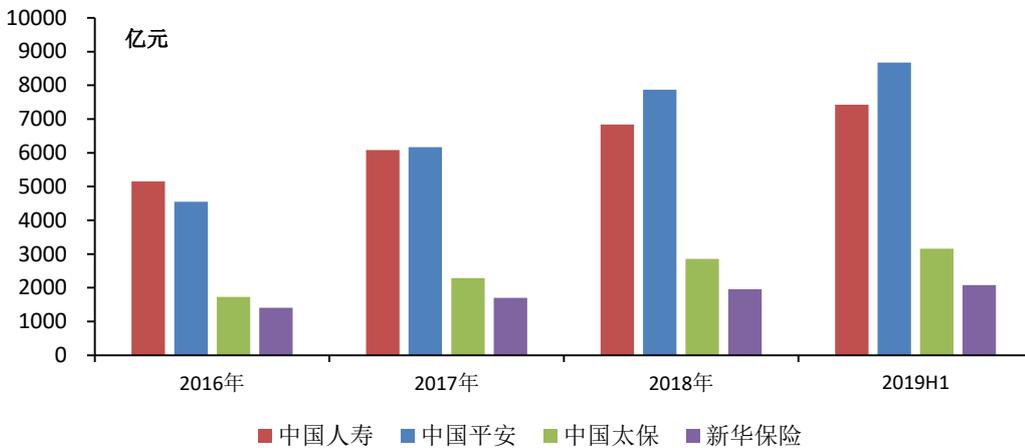
图 5：上市险企内含价值及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

剩余边际余额稳健增长，未来利润释放空间较大。截至 2019 年 6 月末，四家上市险企的剩余边际余额累计 2.13 万亿元，较年初增长 9.30%；中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险剩余边际余额分别为 8673.90 亿元/7421.77 亿元/3154.60 亿元/2083.13 亿元，较年初分别增长 10.27%/8.49%/10.53%/6.48%。

图 6：四大上市险企剩余边际余额



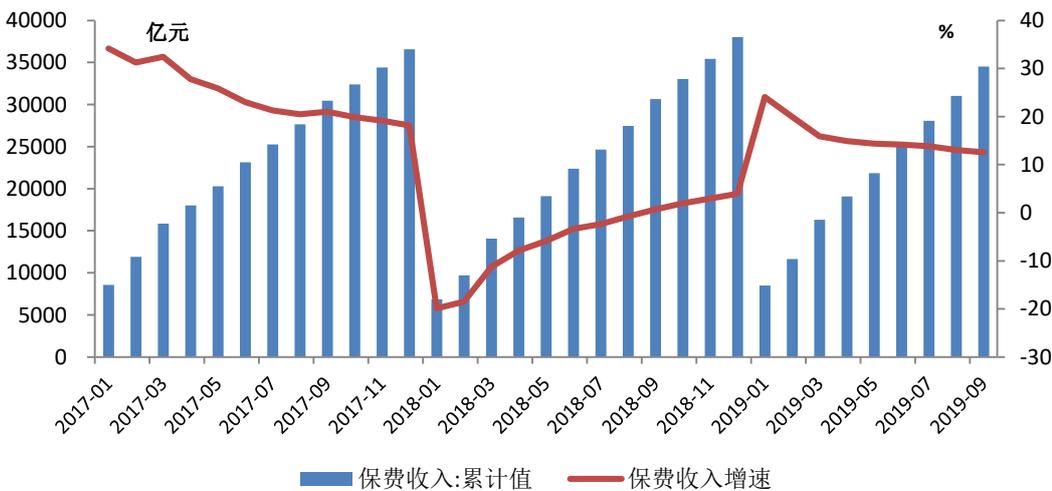
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## (二) 产品结构优化推动新业务价值率提升，新单增速承压

### 1. 行业保费增速较去年同期有所改善，规模与价值并重

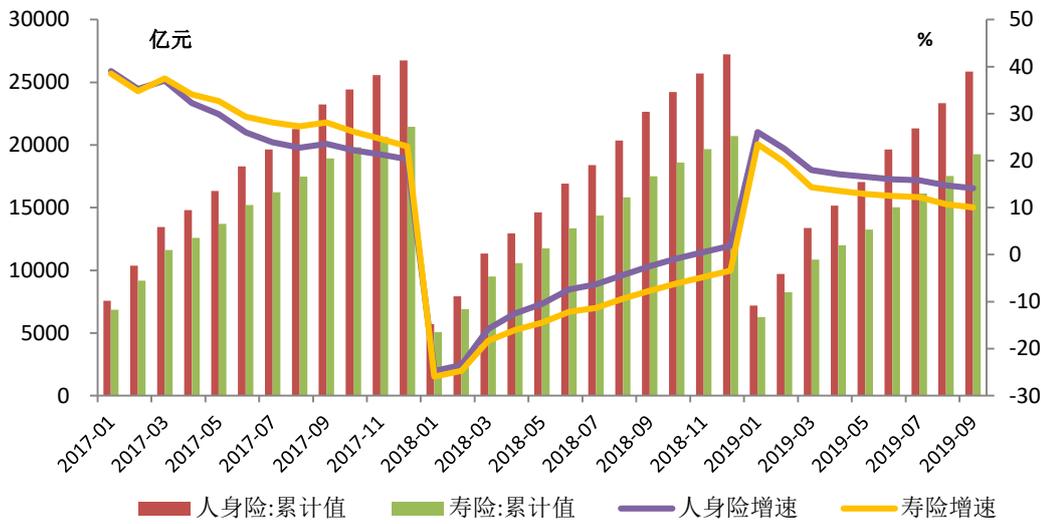
受益于开门红保费增速回暖，行业原保费收入同比实现显著改善。2019年1-9月，保险行业原保费收入达34520亿元，同比增加13.58%。其中，人身险原保费收入25862亿元，同比增长14.14%；寿险原保费收入19254亿元，同比增长10.08%；健康险原保费收入5667亿元，同比增长30.90%；财产险原保费收入8658亿元，同比增长8.18%。2019年1月开门红期间保费增速高达24.05%，较2018年同期大幅改善，拉动整体保费增长。

图 7：行业月度保费收入及增速



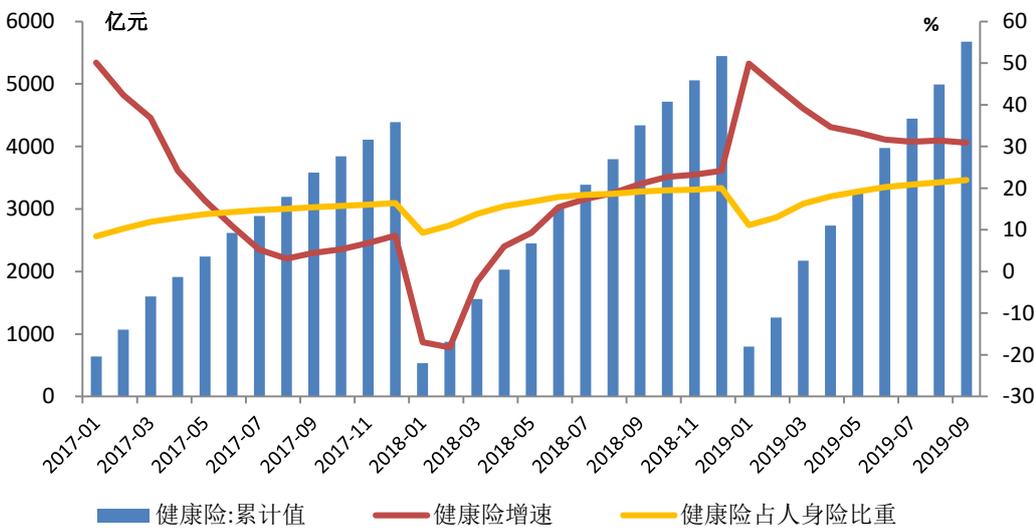
资料来源：中国银保监会，中国银河证券研究院整理

图 8：人身险业务保费收入



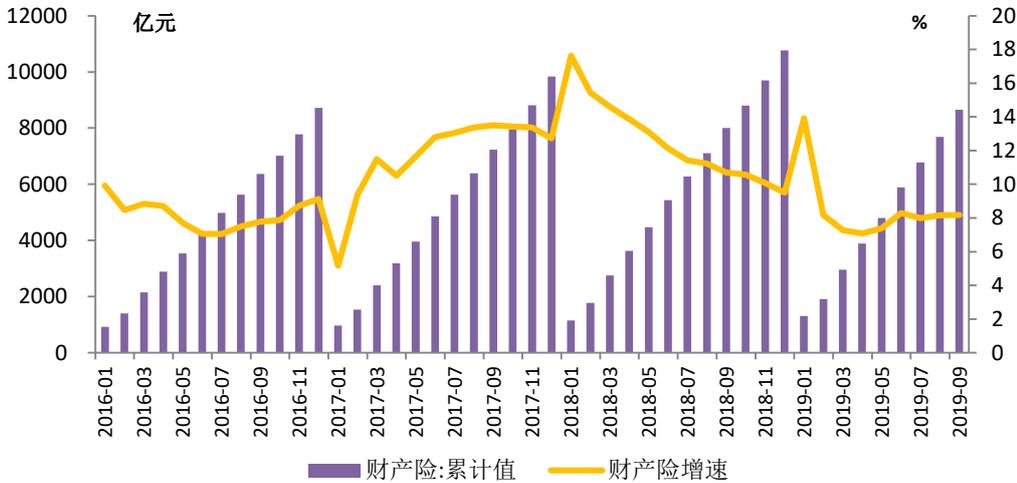
资料来源：中国银保监会，中国银河证券研究院整理

图 9：行业健康险月度累计保费、增速及占比



资料来源：中国银保监会，中国银河证券研究院整理

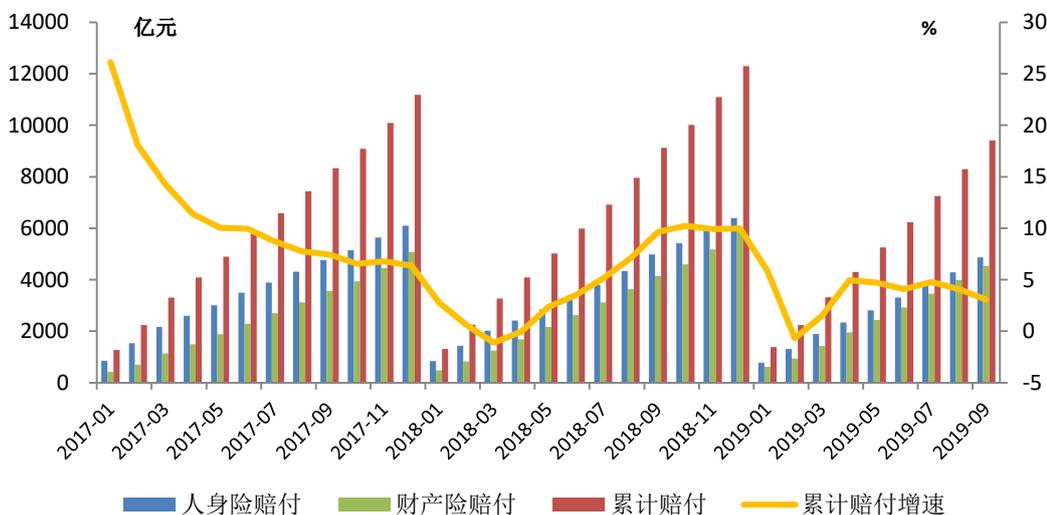
图 10: 行业财产险保费收入及增速



资料来源: 中国银保监, 中国银河证券研究院整理

2019 年 1-9 月, 行业赔付支出为 9411 亿元, 同比增长 3.08%。其中, 人身险赔付支出 4871 亿元, 财产险赔付支出 4540 亿元。

图 11: 行业原保费赔付支出

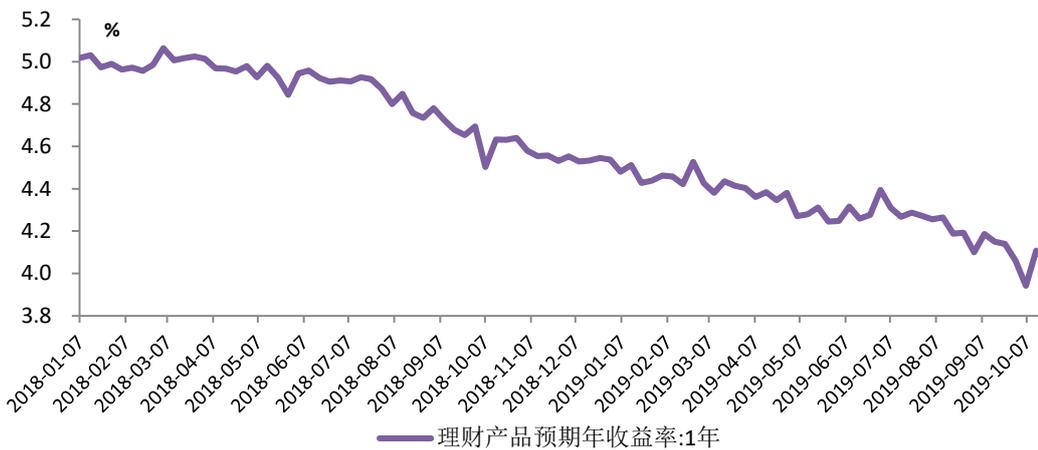


资料来源: 中国银保监, 中国银河证券研究院整理

2019 年开门红保费增速改善主要与低基数和保险产品竞争力上升有关。2018 年险企开门红产品销售受到 134 号文的冲击, 导致整体保费增长乏力, 基数偏低。同时, 银行理财产品收益率持续降低, 险企产品竞争力提升, 有助保费收入回暖。截至 2019 年 10 月 20 日, 1 年期理财产品的收益率为 4.05%, 较年初下降 0.49 个百分点。2020 年开门红启动, 年金险预计仍是主

打产品,销售节奏逐渐均衡化。10月20日,中国人寿鑫享至尊(庆典版)年金险正式开售,十年满期、5年给付,同时可灵活搭配多款万能险账户并采取保单借款的形式提取资金,有效满足承保人的资金规划需求,进一步助力产品竞争力提升。

图 12: 银行理财产品收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 中国人寿 2020 年开门红: 国寿鑫享至尊年金保险(庆典版)

特点	简要介绍
十年满期	被保险人生存至合同保险期间届满的年生效对应日, 10 年满期即可获得满期保险金。
五年给付	自合同生效年满五个保单年度后的首个年生效对应日起, 交费期间为三年的每年可按年交保险费的 60% 领取年金, 交费期间为五年的每年可按年交保险费的 100% 领取年金, 连续给付 5 年。
灵活组合	该保险产品可选择搭配国寿鑫尊宝终身寿险(万能型)(庆典版)或国寿鑫尊宝终身寿险(万能型)(A 款)或国寿鑫尊宝养老年金保险(万能型)(C 款)。
可借可领	客户可根据自身需求进行年金领取或者将年金和满期保险金转入前述三款万能保险产品, 实现按需规划、灵活支配。应急时, 客户可启用保单借款和前述三款万能保险产品的部分领取功能。
传承无忧	投保人在投保时可以指定身故保险金受益人。若被保险人不幸在保险期间内身故, 公司按合同约定给付身故保险金。

资料来源: 中国人寿官网, 中国银河证券研究院整理

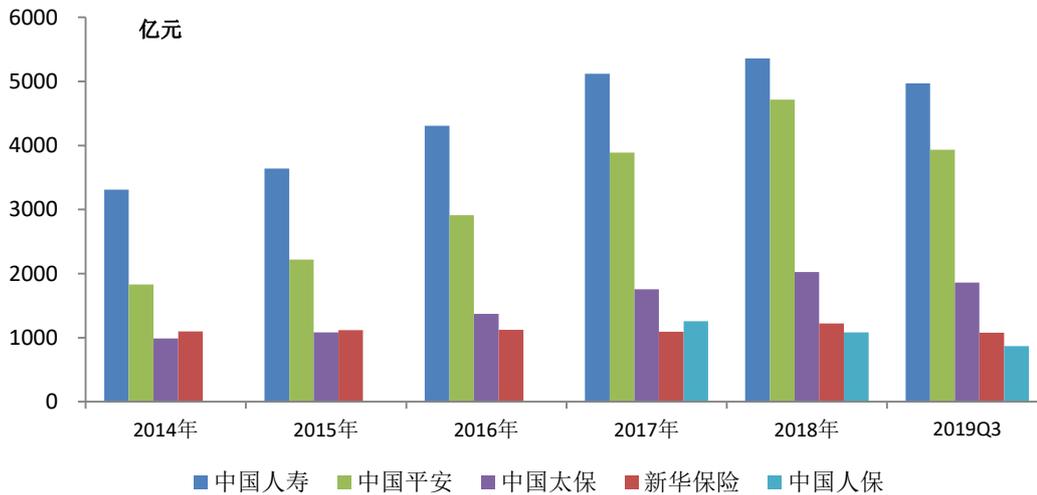
## 2. 上市险企保费增速分化, 结构优化助力新业务价值率持续提升

2019 年以来, 上市险企寿险保费增速出现分化。2019 年前三季度, 中国人寿/中国平安<sup>1</sup>/中国太保/新华保险/中国人保寿险业务保费收入分别为 4970.47 亿元/3933.49 亿元/1858.80 亿

<sup>1</sup> 中国平安为寿险和健康险月度累计数据

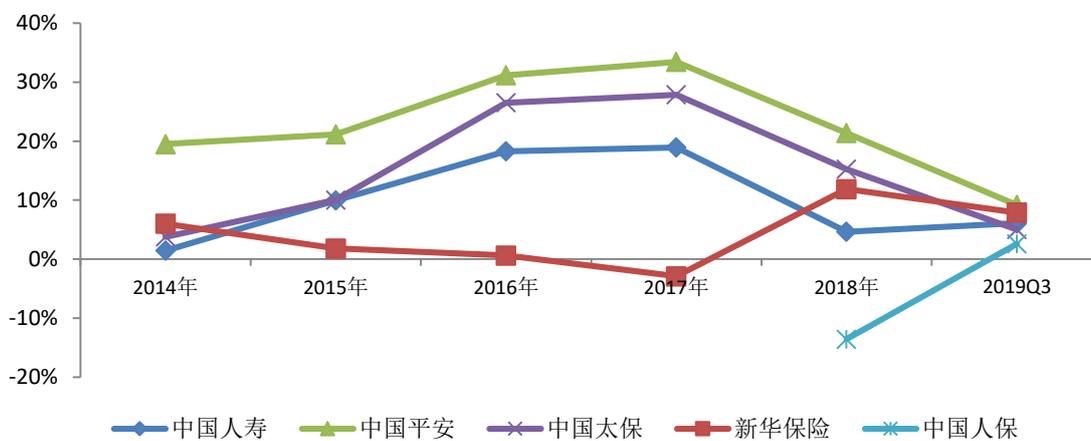
元/1079.12 亿元/867.30 亿元，同比增长 6.09%/9.21%/5.02%/7.90%/2.60%。其中，中国人寿、中国人保保费增速较改善，中国平安、中国太保和新华保险保费增速放缓。月度保费数据同样显示保费增速分化局面。

图 13：上市险企寿险保费收入



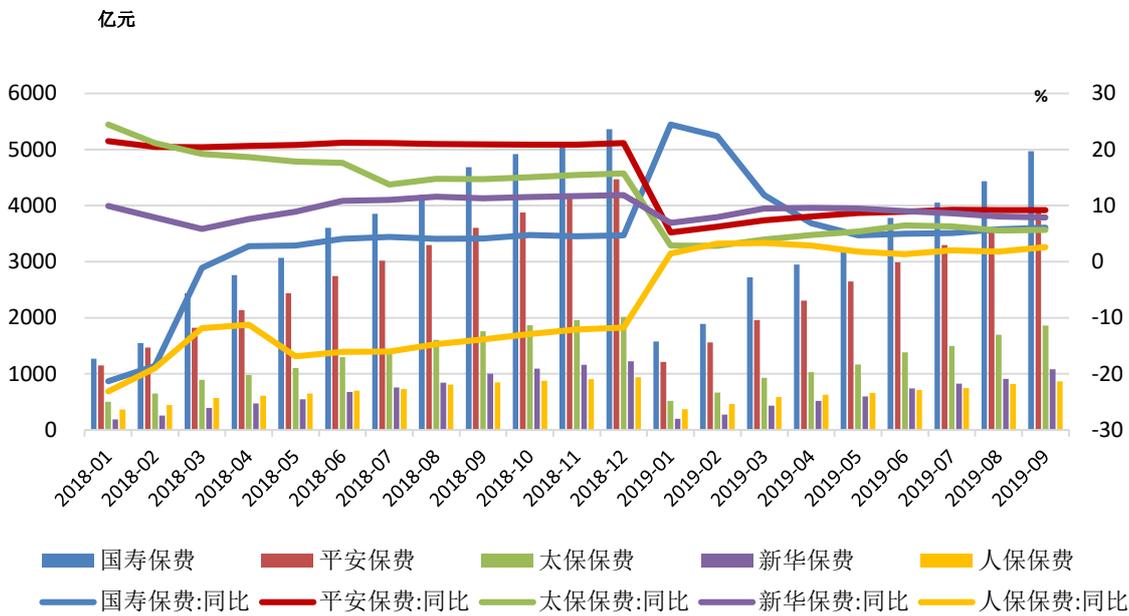
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 14：上市险企寿险保费收入同比变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

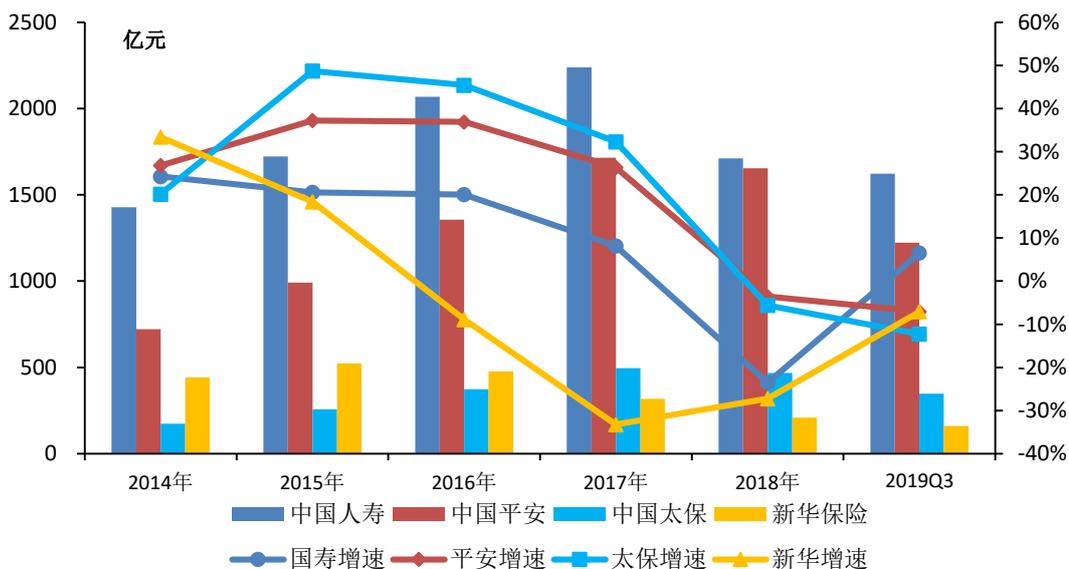
图 15: 上市险企月度寿险保费收入变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

新单保费来看，除中国人寿外，其余上市险企新单保费均有下降。2019 年前三季度，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险新单保费分别变化 6.52%、-7.05%、-12.27%和-7.08%。上市险企新单保费增长仍面临一定压力。

图 16: 上市险企新单保费



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

备注：国寿季度新单采用长期新单+短期保费计算；平安年度新单采用规模保费新单数据，季度新单口径为用于计算新业务价值的首年保费；太保新单使用代理人渠道新保数据；新华新单采用长期首年保费数据

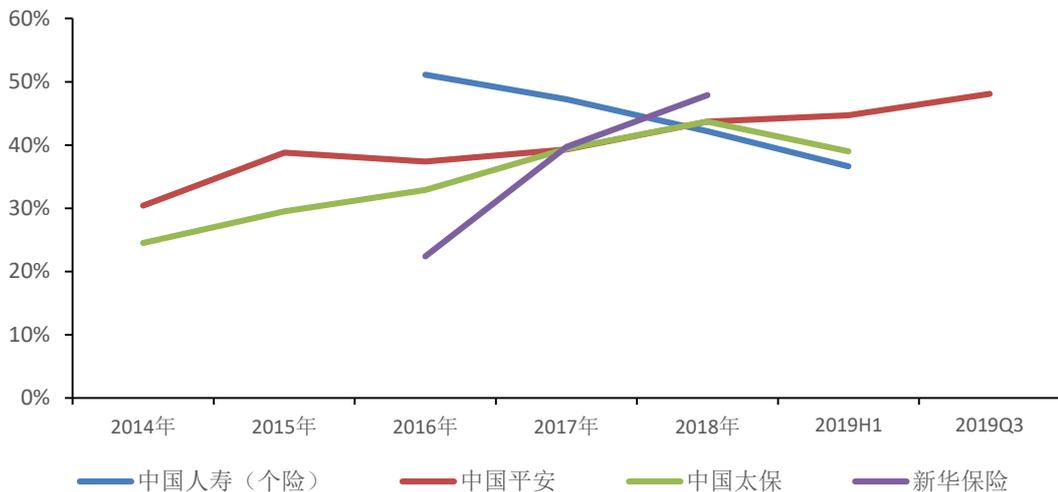
部分险企调整产品策略，优化保费结构，新单保费承压，新业务价值率提升。以中国平安为例，尽管前三季度新单保费持续下滑，新业务价值却维持在 4.5% 的增速。2019 年以来，中国平安依托“产品+”策略，不断升级创新保障型产品和长期储蓄型产品，支持高价值业务增长。受益于产品结构优化，中国平安的新业务价值率实现持续提升。2019 年前三季度，中国平安的新业务价值率为 48.1%，同比提升 5.3 个百分点。

表 3：2019 年以来上市险企产品策略

上市险企	产品策略一览
中国平安	依托“产品+”策略，不断升级创新保障型产品和长期储蓄型产品，支持高价值业务增长。在保障型产品方面，平安寿险将主力重疾产品打造成为保障范围更全的保障系列产品；在意外保险市场上推出符合大众客户需求的普通意外返本产品，广受客户认同；设计老客户专属产品，提升老客户保障额度。在长期储蓄型产品方面，平安寿险持续加大长缴业务推动力度，满足客户多元化的保险需求。未来平安寿险将持续深化保障型产品经营，通过深耕重疾险和意外保险市场，积极开拓护理、教育金、养老等新兴潜力保险市场，专注细分客群保障需求，利用“产品+”将保险产品与关联密切的服务深度融合，满足客户风险保障及相关服务的需求。
中国太保	优化人才增募、强化技能训练、夯实基础管理、创新产品和服务。
新华保险	发展以长期健康险为主的风险保障型业务，适度发展理财型年金险业务。
中国人寿	个险渠道：注重价值导向，推进销售管理转型升级，强化业务、队伍和基础管理统筹发展。 银保渠道：聚焦长期期交业务。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

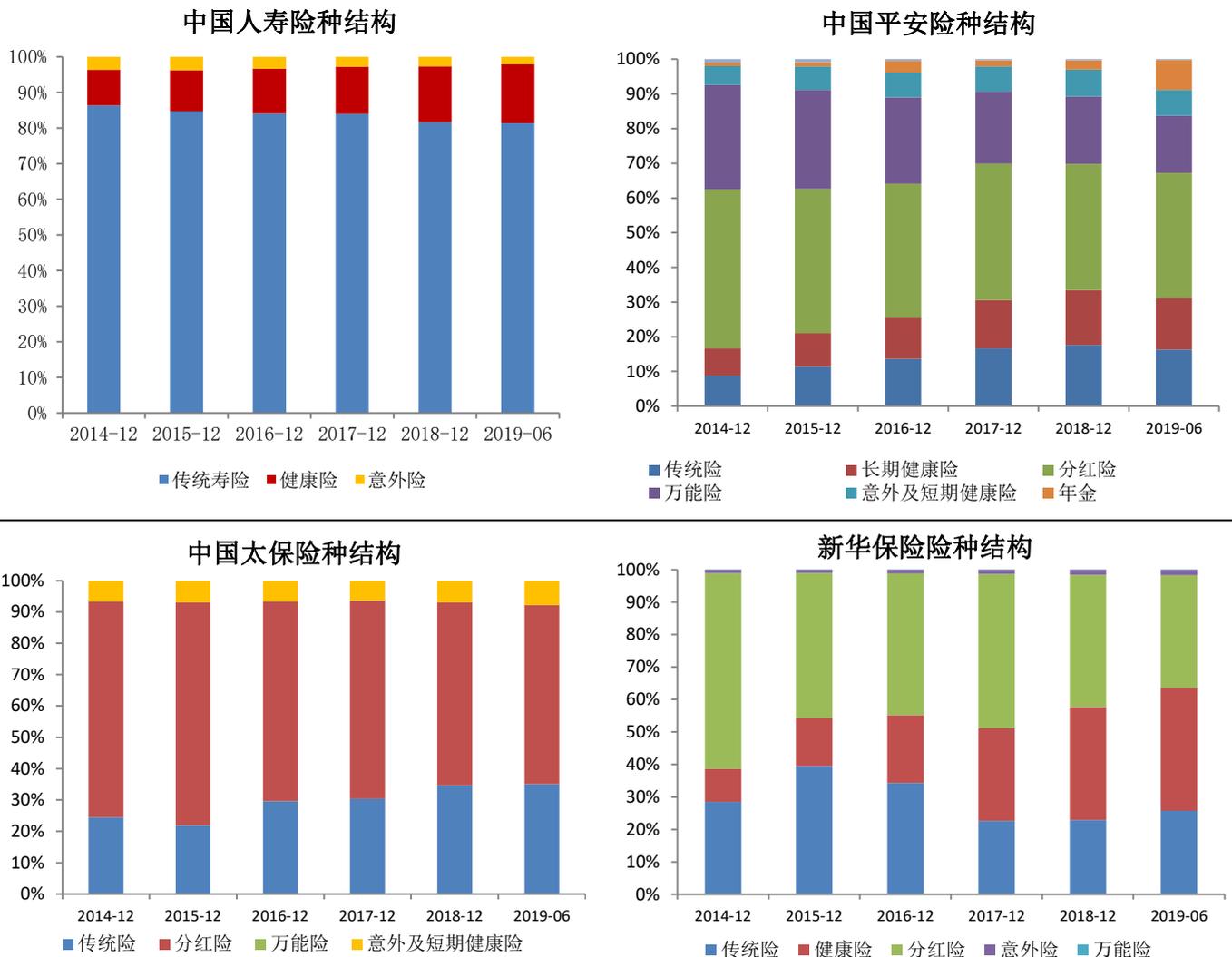
图 17：上市险企新单及新业务价值率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

随着上市险企产品策略的持续调整，上市险企分红险占比逐步降低，保障型产品占比提升，健康险业务快速发展，有望进一步助力上市险企价值持续增长。

图 18：四大上市险企险种结构

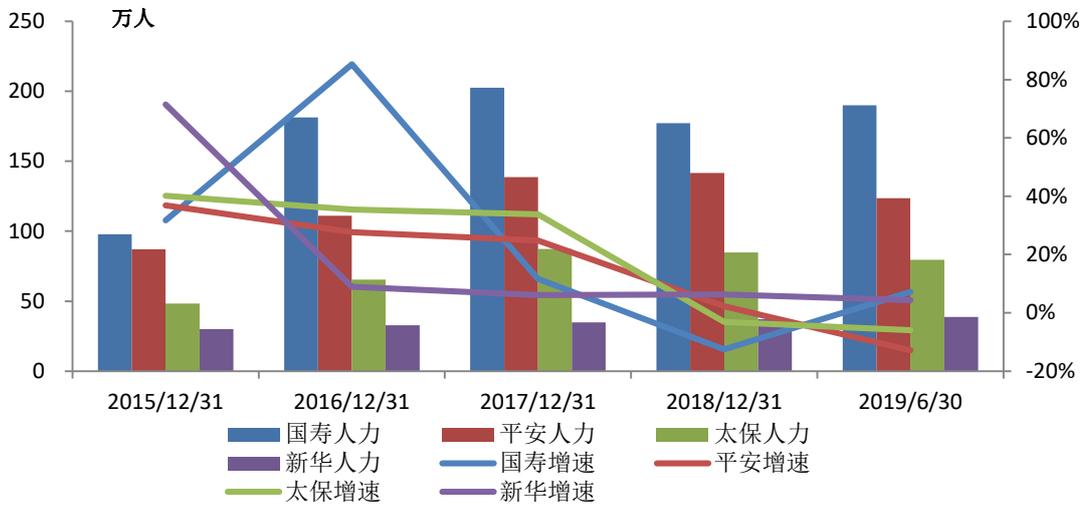


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 3.代理人质态提升，助力 NBV 增长

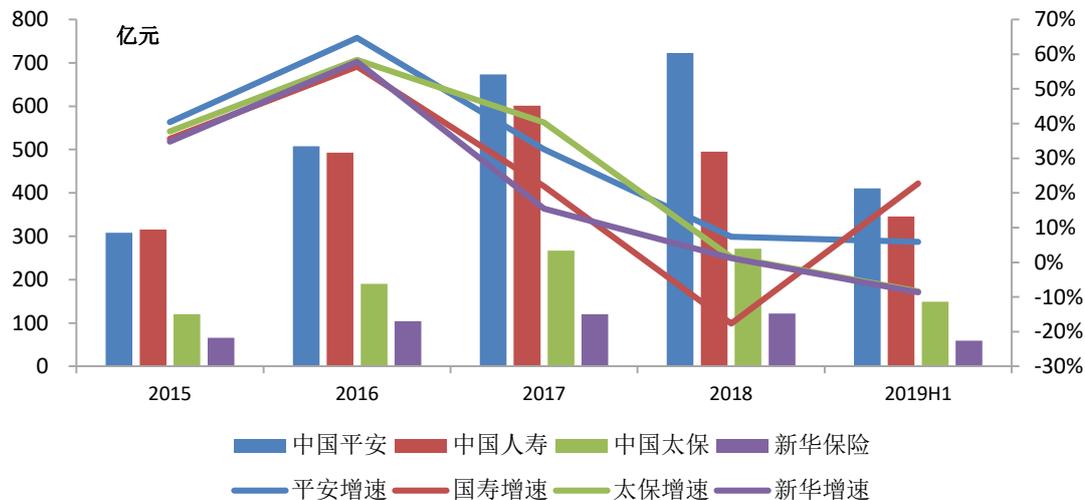
伴随着业务结构的转型调整，上市险企代理人由规模增长向质态提升转变，助力 NBV 增长。人力规模来看，2019H1，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险代理人数量分别为 190/123.5/79.6/38.6 万人，较年初分别变化 7.22%/-12.87%/-6.02%/4.32%。代理人队伍产能和质态来看，中国平安 2019H1 代理人渠道人均新业务价值 29314 元/每半年，同比增长 8.5%，平安寿险通过 AI 技术等措施加强增员入口的管控、严格执行考核清退机制，继续夯实代理人渠道基础管理；同时加快推进增员、培训、客户开拓等环节的科技应用，提升管理水平，进一步吸引高素质人才的加盟，进而实现有质量的人力发展。中国人寿 2019H1 个险渠道月均有效销售人力同比增长 38.2%，其中月均销售特定保障型产品人力规模大幅增长，同比提升 52.1%。得益于代理人队伍质态的改善，部分险企的新业务价值实现正增长。2019H1，中国平安和中国人寿的新业务价值分别为 410.52 亿元和 345.69 亿元，同比分别增长 5.92%和 22.73%。

图 19: 上市险企人力规模及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 上市险企新业务价值及增速

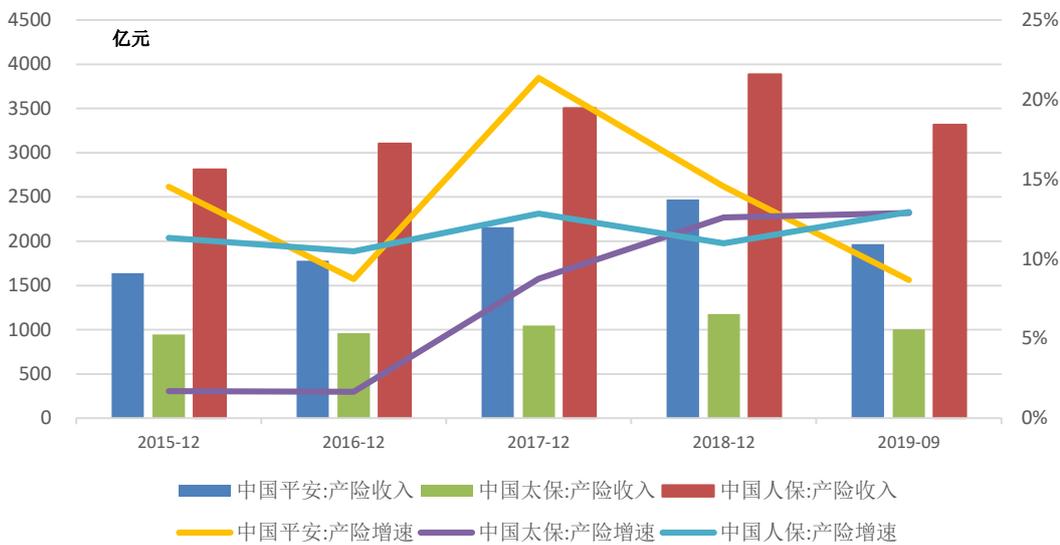


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 4.上市险企产险保费增速优于行业，业务结构优化，承保端维持盈利

2019 年前三季度，中国平安/中国太保/中国人保实现产险保费收入 1968.75 亿元/1004.56 亿元/3317.55 亿元，同比增长 8.68%/12.89%/12.65%，增速均优于行业。

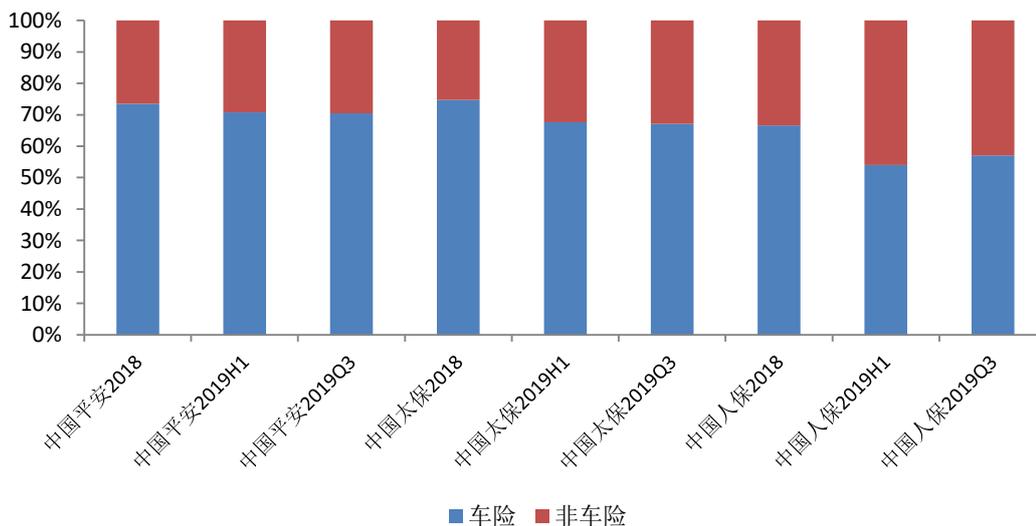
图 21：上市险企产险收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

上市险企产险结构持续优化，非车险比重均有上升。2019 年前三季度，中国平安/中国太保/中国人保车险收入占产险收入比重分别为 70.44%、67.14%和 57.02%，较 2018 年分别降低 3.08、7.54 和 9.57 个百分点；非车险收入占产险收入比重分别为 29.56%、32.86%和 42.98%，较 2018 年分别上升 3.08、7.54 和 9.57 个百分点。

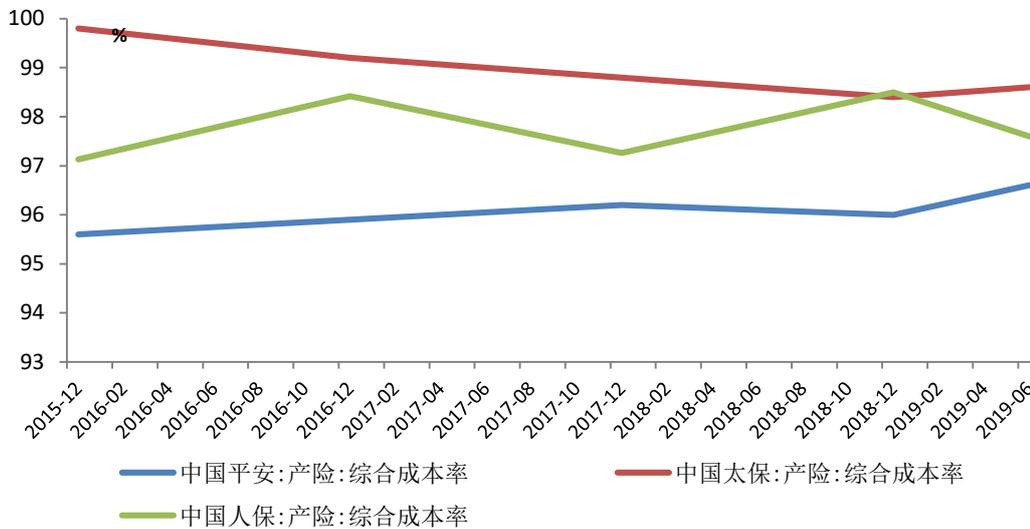
图 22：上市险企产险结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

上市险企承保端维持盈利。2019H1，中国平安/中国太保/中国人保产险综合成本率分别为 96.60%/98.60%/97.60%，较 2018 年分别变化 0.6/ 0.2/-0.9 个百分点，继续维持盈利。

图 23: 上市险企产险综合成本率变化

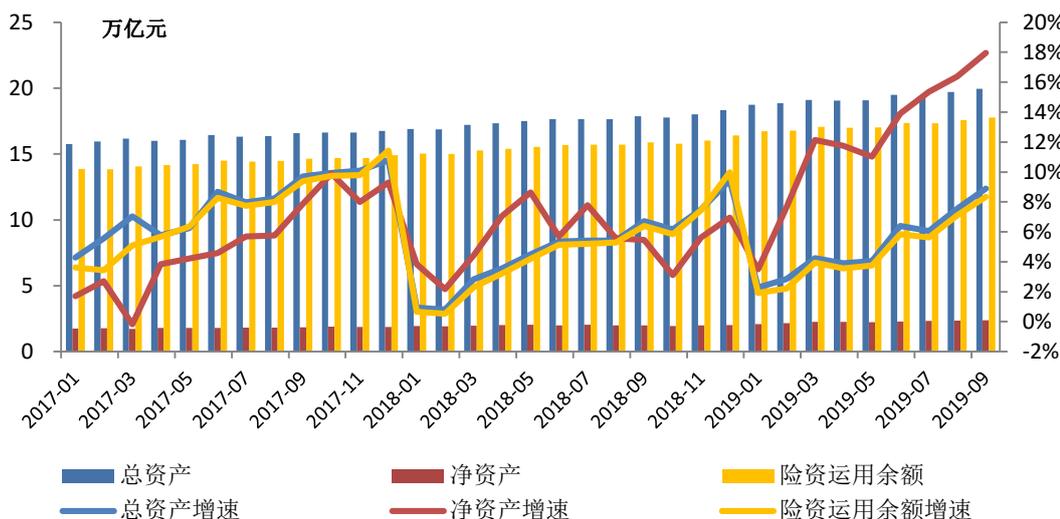


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

### (三) 投资收益改善, 利率下行压力仍存

2019 年以来, 保险行业资产规模稳健增长。截至 2019 年 9 月末, 保险业总资产已达 19.96 万亿元, 较年初增长 8.89%; 净资产达 2.38 万亿元, 较年初增长 17.95%; 保险资金运用余额 17.78 万亿元, 较年初增长 8.34%。

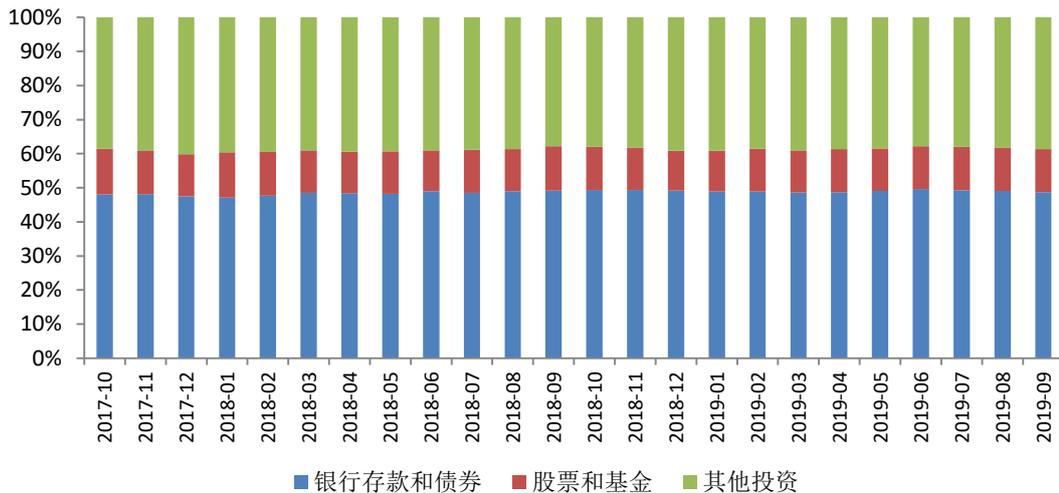
图 24: 保险资产规模及增速



资料来源: 中国银保监, 中国银河证券研究院整理

随着市场行情与政策环境变化,保险行业资产配置结构不断调整。险企权益类投资占比回升,固收类投资和其他投资占比回落。截至2019年9月30日,保险行业权益类资产配置比例12.59%,较2018年末增加0.88个百分点;固定收益类资产(银行存款和债券)配置比例为48.74%,较2018年末减少0.47个百分点;其他类投资比例38.68%,较2018年末减少0.40个百分点。

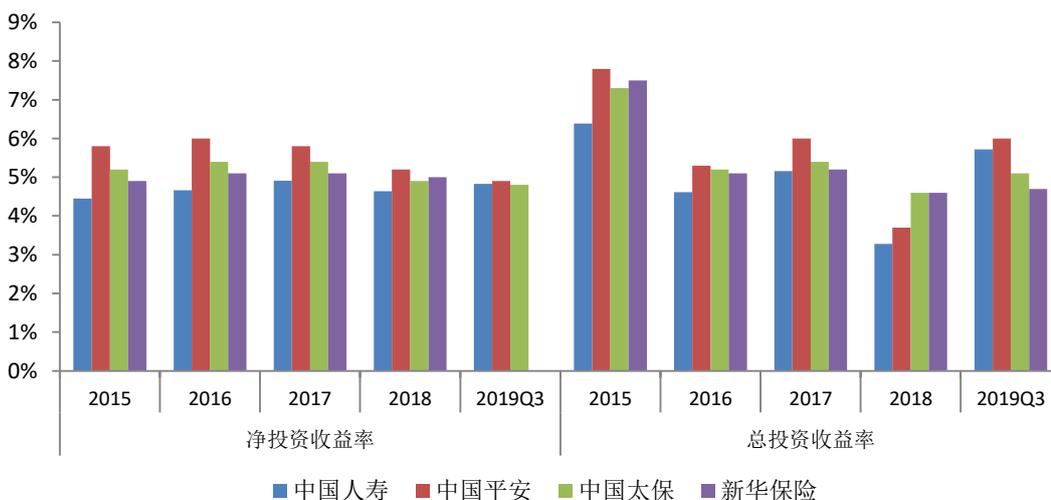
图 25: 保险资金运用结构



资料来源: 中国保险监督管理委员会, 中国银河证券研究院整理

2019年初权益市场回暖,险企总投资收益率实现改善。2019年前三季度,中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险总投资收益率分别5.72%/6.00%/5.10%/4.70%,较2018年分别提升2.44/2.30/0.50/0.10个百分点。

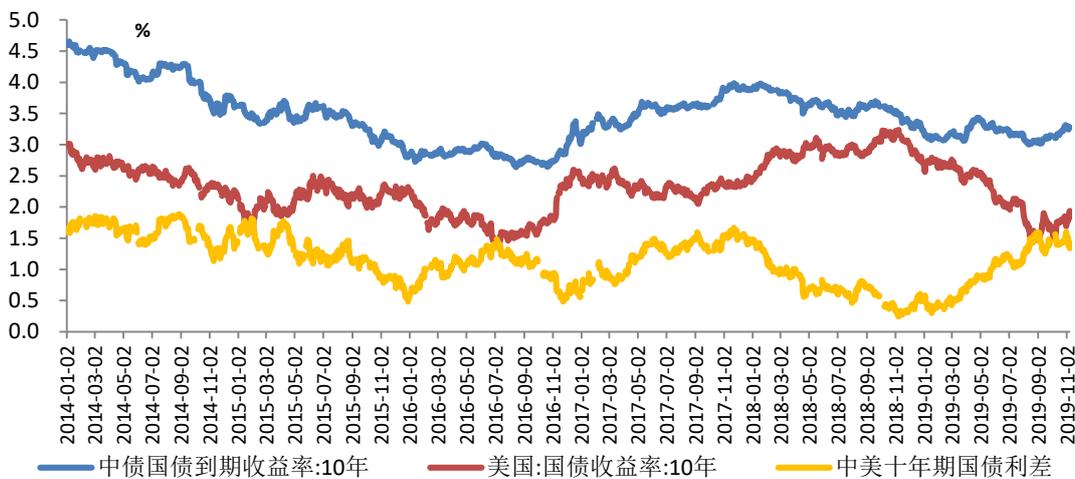
图 26: 上市险企总投资收益率和净投资收益率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

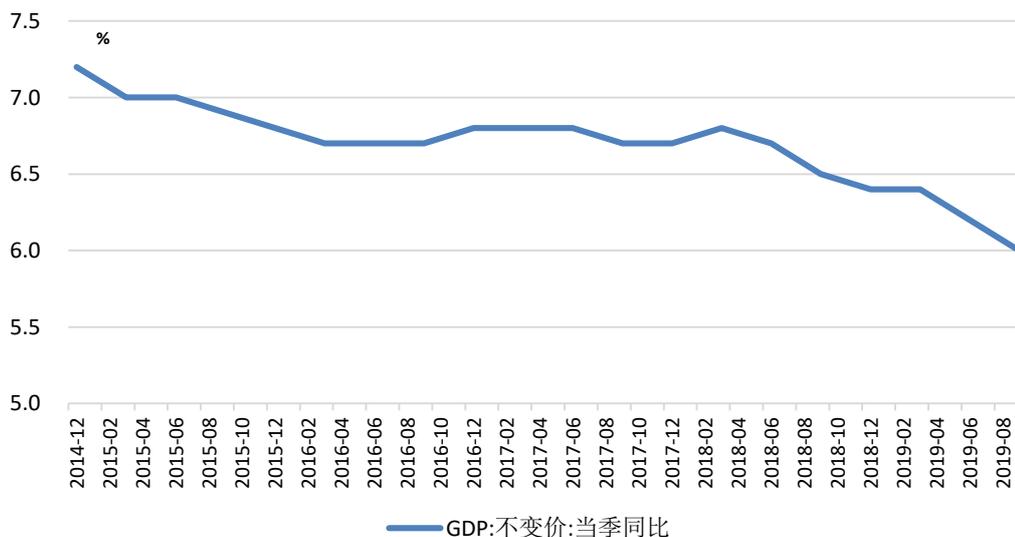
央行 2019Q3 货币政策执行报告指出，加强逆周期调节，妥善应对经济短期下行压力，坚决不搞“大水漫灌”，实施稳健的货币政策，根据经济增长和价格形势及时预调微调。当前中美贸易争端缓和，外部不确定性有所缓解，但是内部压力依然较大，10 月 PMI、工业增加值、投资与消费增速等主要经济数据均有回落，显示经济下行压力仍存。货币政策短期或受制 CPI 快速上涨，长期随着猪肉价格回落，货币政策宽松空间或将打开，利率下行压力仍存，需持续关注利率下行风险对险企投资收益和板块估值的影响。经济数据显示，2019 年第三季度的 GDP 增速为 6.0%，较二季度进一步下滑。2019 年 11 月 11 日，央行开展 MLF 操作 4000 亿元，中标利率为 3.25%，较上期下降 5 个基点。

图 27：中美十年期国债收益率及利差情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 28：宏观经济变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## （四）监管延续回归价值导向，减税政策出台释放险企利润

### 1. 监管政策持续完善，延续前期回归价值和本源导向

2019年保险行业监管在延续“回归价值”和“回归本源”政策导向的基础上进一步规范产品端业务开展和 risk 管控，优化险企资金运用、加大保险业对外开放的力度，旨在促进保险业健康发展。产品端来看，保监会强化对车险业务和保险中介渠道的监管，车险方面强调保险公司不得擅自修改产品条款和费率，为下一步的商业车险改革营造良好市场环境；保险中介渠道方面加强对中介渠道相关主体的全流程监管，涵盖保险中介机构和从业人员，进一步筑牢防范中介市场系统性风险的底线。人身保险业责任准备金评估利率完善，切实防范人身保险业风险。资金运用来看，银保监会放开险资投资银行二级资本债、永续债、信用风险缓释工具和信用保护工具、集合资金信托等多类产品，鼓励险资增持上市公司股票，拓宽专项产品投资范围，并简化股权投资计划和保险私募基金注册程序，有利于提升险资运用效率，同时加大对实体经济的支持力度。对外开放来看，银保监会于5月拟推出12条对外开放新措施，7月新发布7条对外开放政策，涉及持股比例、准入条件、理财公司、养老金管理公司等多个领域，持续推进保险业对外开放，优化外资营商环境，丰富市场供给，增强市场活力，提升竞争能力，促进我国保险业健康发展。

此外，2019年8月，《保险资产负债管理监管暂行办法》正式出台，旨在完善保险资产负债管理监管制度体系，加强资产负债管理监管硬约束，有利于推动保险公司提高资产负债管理能力，防范资产负债错配风险，引导保险行业转型和稳健审慎资产配置，促进行业高质量发展。差异化监管导向下，上市险企竞争优势凸显，有望抢先受益保险产品和资金运用等多方面政策支持。

表 4：2019 年以来保险业监管政策梳理

日期	监管机构	政策	内容
2019/1/21	银保监会	《关于进一步加强车险监管有关事项的通知》	进一步声明财产保险公司使用车险条款、费率应严格按照法律法规执行，旨在营造公平、规范、有序竞争的市场环境。
2019/1/24	银保监会	允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券	支持商业银行进一步充实资本，优化资本结构，扩大信贷投放空间，增强服务实体经济和风险抵御能力，丰富保险资金配置。
2019/1/28	银保监会	鼓励保险资金增持上市公司股票，拓宽专项产品投资范围，维护资本市场稳定	鼓励保险公司使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券，拓宽专项产品投资范围，加大专项产品落地力度。
2019/1/29	银保监会	简化股权投资计划和保险私募基金注册程序，支持保险机构加大股权投资力度	保险资产管理机构及其下属机构发起设立股权投资计划和保险私募基金，由中国保险资产管理业协会办理注册工作。
2019/2/26	银保监会	《关于加强保险公司中介渠道业务管理的通知》	保险公司要建立中介渠道业务管理制度体系，明确管理责任人；落实对中介渠道业务主体管控责任；不得利用中介渠道主体开展违法违规活动；完善合规监督，重视保险公司中介渠道合规内审。

2019/5/15	银保监会	《保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》	明确参与目的，保险资金参与信用衍生产品业务仅限于对冲风险，不得作为信用风险承担方。明确参与方资质条件，保险机构需具备衍生品运用能力、信用风险管理能力方可参与信用衍生产品业务。 明确业务开展遵循“监管+业务”双规范原则。
2019/5/28	财政部和国家税务总局	《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》	规定保险企业发生与其敬业活动有关的手续费及佣金支出，不超过当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 18%（含本数）的部分，在计算应纳税所得额时准予扣除；超过部分，允许结转以后年度扣除。
2019/6/26	银保监会	优化资产支持计划发行程序，提升保险资金服务实体经济质效	对保险资产管理机构首单资产支持计划之后发行的支持计划，实行注册制管理，交由中保保险资产登记交易系统有限公司办理。
2019/7/1	银保监会	《中国银保监会办公厅关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》	调整了信托公司条件、信托信用等级、关联交易、责任追究等内容；新增了禁止将信托作为通道、强化信托公司主动管理责任、对底层资产进行穿透、加强投资者适当性管理、设置投资比例限制以及信用增级安排和免增信条件等要求。
2019/7/22	银保监会	发布了 7 项对外开放新政策措施	涉及保险业的政策包含：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；缩短外资人身险公司外资股比限制从 51% 提高至 100% 的过渡期至 2020 年；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%；放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求
2019/8/7	银保监会	《保险资产负债管理监管暂行办法》	划分“普通账户”和“独立账户”。建立健全资产负债管理组织体系，在董事会下设立资产负债管理委员会。实施差别化监管。
2019/8/30	银保监会	《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》	支持设立人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会。优化人身保险业责任准备金评估利率形成机制。调整部分险种的评估利率水平。
2019/9/9	银保监会	《保险公司关联交易管理办法》	完善关联方认定标准。进一步完善资金运用类关联交易监管比例，制定比例上限。加强穿透监管。完善内控和问责机制。提高信息披露标准，要求披露当年关联交易总体情况。加大对责任主体的监管力度。
2019/10/15	国务院	《国务院关于修改〈中华人民共和国外资保险公司管理条例〉和〈中华人民共和国外资银行管理条例〉的决定》	取消申请设立外资保险公司的外国保险公司应当经营保险业务 30 年以上，且在中国境内已经设立代表机构 2 年以上的条件；允许外国保险集团公司在我国境内投资设立外资保险公司，允许境外金融机构入股外资保险公司。

资料来源：中国银保监会，财政部，国家税务总局，中国银河证券研究院整理

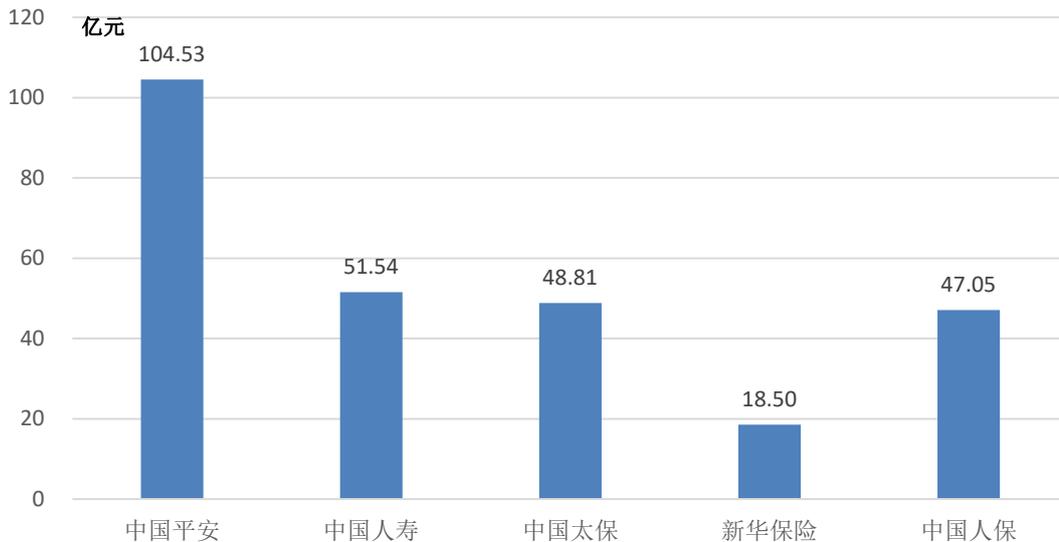
## 2. 减税政策出台释放险企利润，上市险企三季报突显减税成效

减税政策出台，有助于险企利润改善，减负前行。5 月 29 日，财政部发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》规定，保险企业发生与其经营活动有关的手续费及

佣金支出，不超过当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 18%（含本数）的部分，在计算应纳税所得额时准予扣除；超过部分，允许结转以后年度扣除。

从 2019 年三季报披露的信息可以看出，上市险企已显著受益减税政策的影响。2019 前三季度，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险和中国人保税收一次性调整分别实现收益 104.35 亿元、51.54 亿元、48.81 亿元、18.50 亿元和 47.05 亿元，累计实现收益 270.43 亿元。

图 29：上市险企减税效应



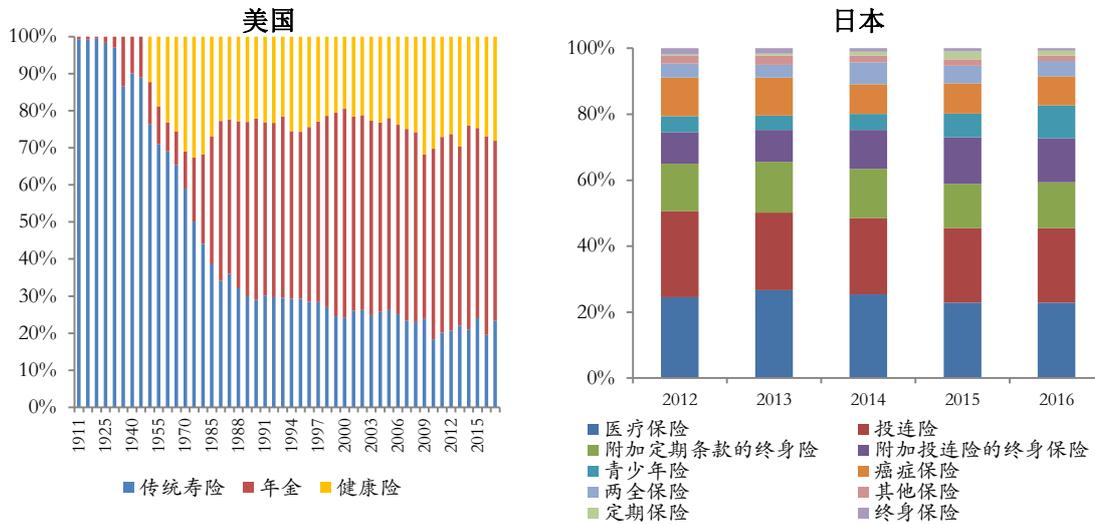
资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

### 三、负债端管理是中长期业绩驱动因素，险企盈利模式需向三差均衡发展

#### （一）参照美日发达市场，中国险企有望通过产品结构优化，发展保障类产品助力价值增长

从险种结构来看，中国寿险公司产品中理财类产品占比较高，保障类产品占比有待进一步提升；美国险企以年金和健康险为主，美国寿险业传统险比重 23.36%，年金和健康险比重达 48.56%和 28.08%。健康险保费中政府补贴的成分较高；而日本险企的健康险地位举足轻重。日本商业癌症险和医疗支出险比重 31.75%，其余为传统险、分红险。政府主导的健康险覆盖面达到医疗支出的 7 成。2018 年，中国平安、中国太保和新华保险 3 家上市险企分红险比重分别为 36.43%、58.27%和 40.63%，健康险比重为 15.79%、16.31%和 34.81%。随着消费升级环境下医疗健康支出比例加大和加速进入老龄化社会，未来中国健康险和年金占比有望继续提升。

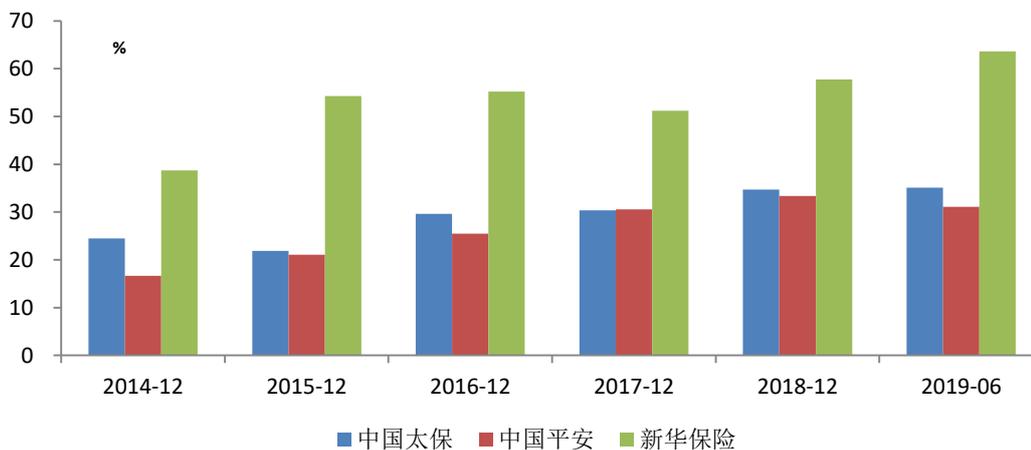
图 30：美国、日本寿险市场险种结构



资料来源：LIAJ, ACLI, 中国银河证券研究院整理

若以传统寿险加长期健康险来粗略估算中国上市险企长期保障类产品占比，截至 2019 年 6 月末，中国平安/中国太保/新华保险长期保障类产品收入占比分别为 31.12%、35.09% 和 63.61%，较 2018 年末变化-2.28、0.39 和 5.87 个百分点。其中，新华保险长期保障型业务占比居前，保障型业务转型成效显著。

图 31：2014-2018 年上市险企保障类产品占比



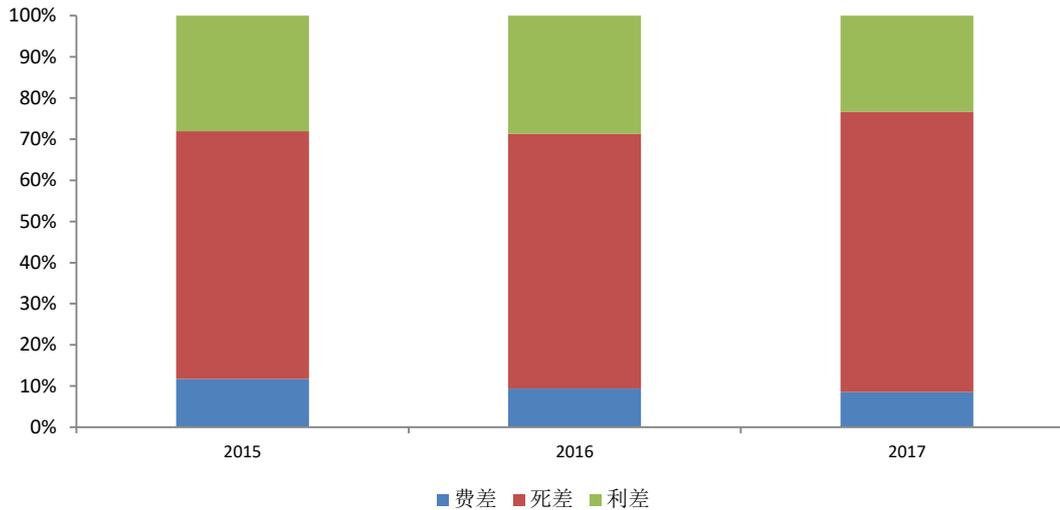
资料来源：保监会，Wind，中国银河证券研究院整理

## （二）随着业务结构转型调整，中国险企盈利模式有望由利差依赖逐步向三差均衡转变

从盈利模式来看，我国寿险公司盈利长期以利差为主，而海外险企死差和费差的贡献相对较大。以日本生命人寿为例，2017 年，日本生命人寿利源以死差为主，核心营业利润中利差占

比仅为 23.34%，死差占比为 68.12%，费差占比 8.52%，三差结构相对更加均衡。经过强监管向纵深推进，行业回归本源、回归价值转型持续，中国险企长期保障型业务占比持续提升，盈利模式或将逐步向美日发达寿险业靠拢，由依赖利差逐步转向三差均衡驱动，进一步促进价值增长。

图 32：日本生命人寿三差结构



资料来源：中国平安 2017 年全年业绩公布投资者推介材料、日本生命人寿年报、中国银河证券研究院整理

中国保险业三差改善有望受益三方面的因素：一是保障型产品占比提升。2019 年半年报数据显示上市险企长期保障性产品占比有所提升。在监管政策的引导下，这一趋势有望延续。长期保障型产品销售力度加大有利于优化三差结构，促进死差和费差占比提升。二是精算假设的差异。依据 2013 年发布的生命周期表统计显示，同等年龄下，中国居民人均死亡率高于美国、日本，导致同等条款的保险产品中国的费率要高于美国、日本。由于精算假设的调整相对滞后于实际死亡率的变化，未来一定时期内中国险企保障型产品有望实现死差益增长，享受较高的盈利水平。三是金融科技应用力度加大，赋能保险业务流程和风险管理，中长期有助于死差和费差提升。

表 5：中、美、日生命表对比

	最新完整生命表 统计区间	参照年龄	死亡率	
			男	女
中国	2010-2013	30 岁	0.180%	0.076%
美国	2015	30 岁	0.162%	0.074%
日本	2015	30 岁	0.058%	0.031%

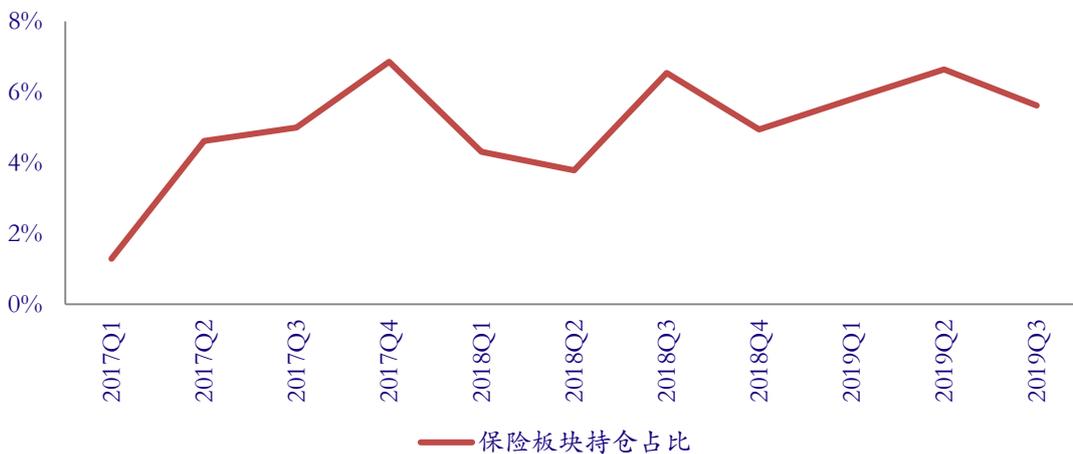
资料来源：ACLI、中国银保监会、日本厚生劳动省、中国银河证券研究院整理

#### 四、保险板块整体配置降低，聚焦龙头

机构对保险板块的整体配置有所降低。截至2019年9月末，机构持保险板块总市值占机构重仓股总市值的5.62%，较上季度末减少了1.02个百分点。重仓股市值方面，保险板块重仓股总市值为469.09亿元，较2019Q2减少了9.42%。持股基金数方面，保险板块重仓持股基金数为1166家，较上季度末减少了50家。

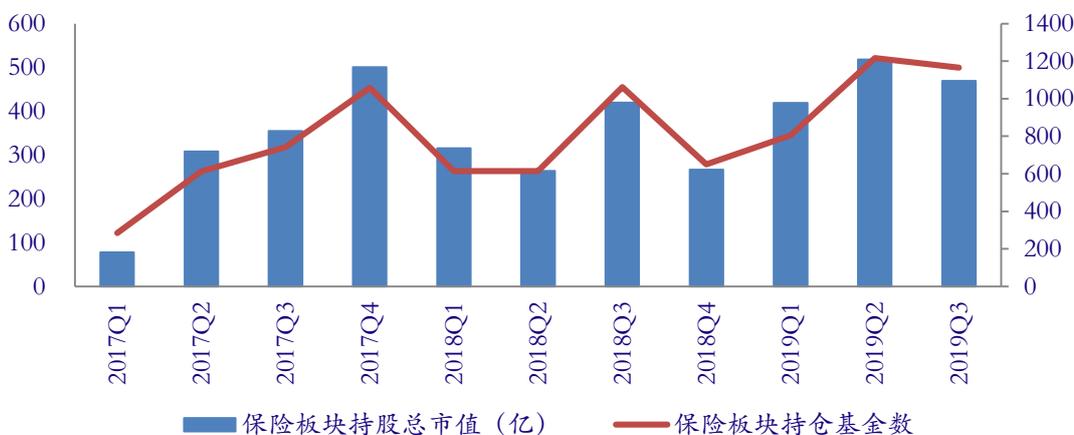
个股方面，保险板块个股普遍被减持，中国平安依旧是板块第一大重仓股，机构偏好相对较强。保险板块来看，中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿和中国人保持仓市值分别为383.89、22.32、31.92、4.35和26.60亿元，较上季度末减少了6.61%、44.74%、7.42%、8.82%和2.22%；重仓基金数分别为929家、69家、115家、46家和7家，较上季度分别增加14家、减少625家、减少10家、增加6家和减少2家。

图 33：保险板块持股比例变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 34：保险板块重仓持股持有基金数和持股总市值变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 6: 2019 年二季度末保险板块基金重仓股排序

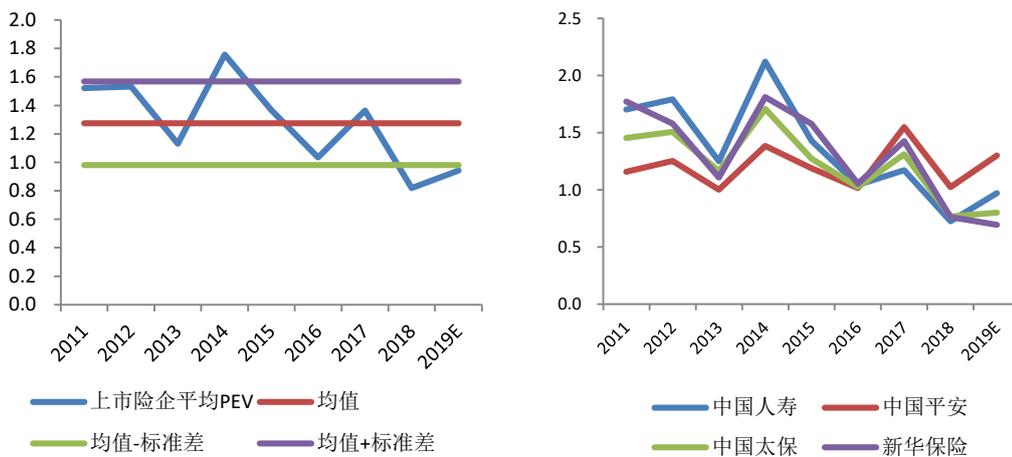
名称	重仓基金数			持股总市值(亿元)		
	本期	上期	变化	本期	上期	变化
中国平安	929	915	14	383.89	411.05	-6.61%
新华保险	69	131	-62	22.32	40.39	-44.74%
中国太保	115	125	-10	31.92	34.48	-7.42%
中国人寿	46	40	6	4.35	4.77	-8.82%
中国人保	7	5	2	26.60	27.21	-2.22%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 五、板块估值处于历史偏低水平，具备中长期配置价值

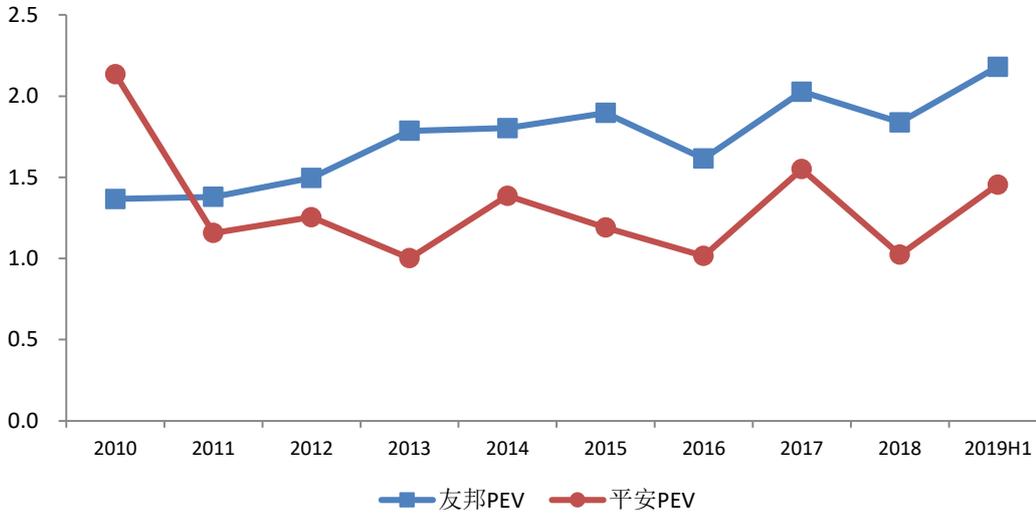
截至 2019 年 11 月 22 日,四大上市险企平均 PEV 为 0.94,2011 年以来的历史均值为 1.27。单个险企来看,中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险 PEV 分别为 0.97/1.30/0.80/0.69。保险板块当前估值处于历史偏低水平,防御与反弹攻守兼备,具备中长期配置价值。

图 35: 四大上市险企 PEV



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 国内外上市险企估值比较



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

## 六、投资建议与风险提示

险企手续费及佣金税前扣除限额提至 18%，减税红利释放增厚利润。人身险责任准备金评估利率形成机制优化，年金险评估利率下调，形成资产负债联动，避免利差损风险，助力险企保障转型。健康险管理办法修订，将医疗意外险纳入健康险范畴、允许调整长期健康险费率、提高健康管理费用占比，引导行业回归本源，推动健康险持续稳健发展。2020 年开门红启动，受银行理财产品收益率持续下行影响，产品竞争力提升，有助保费收入回暖。当前板块 P/EV 在 0.69-1.30 倍之间，估值不贵，性价比较高，建议关注板块配置价值。推荐顺序为：中国平安（601318.SH）、中国人寿（601628.SH）、中国太保（601601.SH）、新华保险（601336.SH）。

风险提示：长端利率曲线下移的风险，保险产品销售不及预期的风险。

## 图表目录

图 1: 十年期国债收益率与市场指数走势比较.....	2
图 2: 2019 年初至今市场指数和长债收益率变动情况.....	3
图 3: 2019 年分阶段保险板块复盘.....	4
图 4: 上市险企净利润及增速.....	5
图 5: 上市险企内含价值及增速.....	5
图 6: 四大上市险企剩余边际余额.....	6
图 7: 行业月度保费收入及增速.....	6
图 8: 人身险业务保费收入.....	7
图 9: 行业健康险月度累计保费、增速及占比.....	7
图 10: 行业财产险保费收入及增速.....	8
图 11: 行业原保费赔付支出.....	8
图 12: 银行理财产品收益率.....	9
图 13: 上市险企寿险保费收入.....	10
图 14: 上市险企寿险保费收入同比变化.....	10
图 15: 上市险企月度寿险保费收入变化.....	11
图 16: 上市险企新单保费.....	11
图 17: 上市险企新单及新业务价值率.....	12
图 18: 四大上市险企险种结构.....	13
图 19: 上市险企人力规模及增速.....	14
图 20: 上市险企新业务价值及增速.....	14
图 21: 上市险企产险收入及增速.....	15
图 22: 上市险企产险结构.....	15
图 23: 上市险企产险综合成本率变化.....	16
图 24: 保险资产规模及增速.....	16
图 25: 保险资金运用结构.....	17
图 26: 上市险企总投资收益率和净投资收益率.....	17
图 27: 中美十年期国债收益率及利差情况.....	18
图 28: 宏观经济变动情况.....	18
图 29: 上市险企减税效应.....	21
图 30: 美国、日本寿险市场险种结构.....	22
图 31: 2014-2018 年上市险企保障类产品占比.....	22
图 32: 日本生命人寿三差结构.....	23
图 33: 保险板块持股比例变化.....	24
图 34: 保险板块重仓持股持有基金数和持股总市值变化.....	24
图 34: 四大上市险企 PEV.....	25
图 35: 国内外上市险企估值比较.....	26

## 表格目录

表 1: 保险板块相关性分析.....	2
表 2: 中国人寿 2020 年开门红: 国寿鑫享至尊年金保险 (庆典版) .....	9
表 3: 2019 年以来上市险企产品策略.....	12
表 4: 2019 年以来保险业监管政策梳理.....	19
表 5: 中、美、日生命表对比.....	23
表 6: 2019 年二季度末保险板块基金重仓股排序.....	25

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**武平平，张一纬，金融行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn