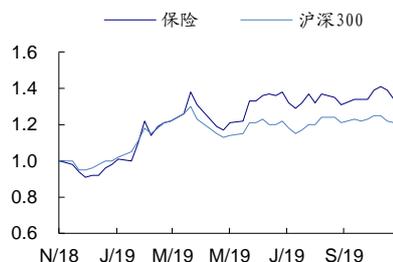


一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《财险行业深度: 财险: 寿险与巴菲特的距离》——2019-10-25
 《保险资产负债监管政策点评: 明赏罚, 则有胜负》——2019-08-08
 《寿险股价推演: 忽逢桃花林》——2019-08-04
 《保险行业下半年投资策略: 否极泰来, 积极布局》——2019-06-19
 《保险行业重大事件快评: 短期波动不掩长期价值》——2019-01-31

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002
 联系人: 王鼎
 电话: 0755-81981000
 E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn

行业投资策略

只待长债东风

● 主要结论: 我们推荐保险行业, 维持“买入”评级

核心观点: 我们认为寿险行业中短期内或存在巨大的投资机会, 关键在于随着我国资本市场的改革进一步深化, 我国长期限债券的供应将逐步增加, 这将促使寿险行业重回迅速扩张的正轨。对于我国寿险行业投资价值的提升, 资产负债管理是必要条件, 长期限债券是充分条件。

寿险: (1) 2020 年, 寿险的投资机会重点在宏观经济数据, 而非新单增速, 延续 2019 年的行情特征; (2) 在监管层推动资产负债管理的背景下, 如若宏观经济不出现大的风险, 寿险龙头企业的估值水平大概率见底。

财险: 我们看好中国财险的复利效应, 预计 2020 年的表现不俗。其中, 车险改革即将进入深水区, 产品设计自由化将提上日程, 而其它险种也将受到政策的友好推动, 整体而言财险企业面临的局面更加友好, 加强了复利效应。中国财险凭借其在车险的规模优势, 或能更加充分利用行业发展的红利, 获取更多的业务份额。

● 寿险行业: 估值或见底, 借东风

在监管层推动资产负债管理的背景下, 如若宏观经济不出现大的风险, 寿险龙头企业的估值水平大概率见底。当下, 我们认为寿险企业面临的主要重大问题可归根结底于一点, 即长期债券资产少, 而这或只是短期问题。

● 财险行业: 行业稳定向前, 龙头优质不可语

中国财险, 财险业绝对龙头, 凭借其车险的规模优势, 在财险行业稳步发展的动态阶段中, 竞争优势非凡, 可稳步实现多元化扩张。

● 投资建议

2020 年, 我们看好保险行业的表现, 寿险企业和财险企业皆值得长期配置, 维持“买入”评级。寿险企业的标的选择重点在于规模及利率风险, 我们依次推荐中国平安、中国人寿、新华保险、中国太保, 其中新华保险明年扩张在望, 估值提升的幅度有望更高。

● 风险提示

- (1) 宏观经济数据或长端利率超预期下滑;
- (2) 通货膨胀风险;
- (3) 储蓄型产品的吸引力或大幅下降;
- (4) 中美贸易摩擦后续演变。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EVPS/EPS		PEV/PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601318	中国平安	买入	88.9	15,782	64.2	75.0	1.4	1.2
601628	中国人寿	买入	35.1	8,702	32.4	37.2	1.1	0.9
601336	新华保险	买入	46.5	1,265	63.2	71.5	0.7	0.7
601601	中国太保	买入	35.6	2,970	42.7	49.0	0.8	0.7
2328.HK	中国财险	买入	9.7	2,069	1.04	1.16	9.3	8.4
1508.HK	中国再保险	买入	1.26	518	0.13	0.15	9.7	8.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (寿险估值为 EV, 其余为 PE, 股价日期: 2019 年 11 月 19 日)

投资摘要

关键结论与投资建议

寿险：我们看好寿险企业在 2020 年的股价表现，重点在宏观经济数据，例如长端利率，而新单增速则预计承压。龙头企业目前的估值水平仍然处于较低状态，体现投资者对利率风险敞口的担忧。中短期内，随着资本市场持续在长期债券资产方面发力，我国寿险企业的投资价值或将逐渐恢复。

财险：我们看好财险的复利效应，预计 2020 年的表现不俗。其中，车险改革即将进入深水区，产品设计自由化即将提上日程，而其它险种也将受到政策的友好推动，整体而言财险企业面临的局面更加友好，有显著的复利效应。

核心假设或逻辑

第一，控制利率风险敞口以及迅速扩张规模，是寿险企业发展的核心侧重点。

第二，我国资本市场如若拥有丰富的长期债券资产，寿险企业便可在控制利率风险的情况下实现迅速扩张。

第三，长期债券资产过少，导致我国寿险企业扩张受阻。（1）我国债券市场的长期债券余额占比极低，供需层面的反差或导致我国长端利率的绝对水平较低，无法显著关联实际 GDP 的增速；（2）如若长期债券的发行迅速提升，促进长期利率恢复正常，我国寿险产品的预定回报率或可提升，进而推动寿险行业重回正轨。

第四，车险的改革重点在于两点，一是价格可以自由浮动，二是产品可以自由设计。当下，车险关于产品设计方面的改革即将提上日程。中国财险凭借其规模优势，复利效应显著，具备长期的板块配置价值。

与市场预期不同之处

第一，投资者近年来对于我国寿险龙头企业的新单销售增速多有担忧，对此我们两点建议替君解忧：（1）考虑到我国寿险行业增量巨大，新单销售的增速最多只是调整，并不会长期持续；（2）近年来新单增速放缓却是事实，但我国寿险龙头企业近年来的新单规模巨大，能够承受一定期限内的增速放缓。

第二，我们认为我国资本市场长期债券资产过少，这是当下限制我国寿险企业规模扩张的根本原因。长期债券资产过少，将导致两个重大现象：一则是导致我国长端利率过低，使其不能体现出我国经济实际的长期投资回报率，导致行业的有关各方对于寿险企业的投资价值过于悲观；二则是限制我国寿险企业的规模扩张，因为寿险企业讲究资产与负债的久期匹配，无长期资产，则长期保单难以承接。而随着长期债券规模的迅速提升，我国寿险企业仍将迎来快速的发展期。

股价变化的催化因素

第一，资本市场对于长期债券资产的供应呈现爆发式增长。

第二，目前美国及国内金融市场受利率影响，在中短期内难以稳定，凸显了高质量寿险业务的避险价值。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，经济数据超预期下滑，特别是长端利率；

第二，通货膨胀风险；

第三，储蓄型产品的吸引力或大幅下降；

第四，中美贸易摩擦后续演变。

内容目录

表现回顾：无限风光看险峰	5
寿险策略：估值或见底，借东风	6
重点：双稳，稳扩张稳利率风险敞口	6
规模扩张：桎梏何处	7
利率风险：严监管导向	11
投资价值：东风何在	12
财险策略：财险龙头，优质不可语	14
财险政策环境优异：车险改革再进一步	14
中国财险：地位稳固，扩张顺利	15
中国再保险：借直保东风	18
投资建议	21
风险提示	22
国信证券投资评级	23
分析师承诺	23
风险提示	23
证券投资咨询业务的说明	23

图表目录

图 1: 我国银行间债券市场: 余额期限的占比	10
图 2: 我国地方债: 余额期限的占比	10
图 3: 美国市政债券的平均到期期限	11
图 4: 美国企业债的平均到期期限	11
图 5: 友邦保险股价及估值水平	12
图 6: 中国平安股价及估值水平	13
图 7: 中国人寿股价及估值水平	13
图 8: 中国太保股价及估值水平	13
图 9: 新华保险股价及估值水平	13
图 10: 中国财险保费收入及市占率	15
图 11: 中国财险分险种已赚保费结构	15
图 12: 中国财险分渠道承保保费占比	16
表 1: A 股寿险企业 2019 年的股价表现	5
表 2: A 股寿险企业 2018 年的股价表现	5
表 3: A 股寿险企业 2017 年的股价表现	5
表 4: H 股友邦保险历年的股价表现	5
表 5: 投资回报率下降 50 个基点对寿险业务价值的影响	6
表 6: 美国上市的部分银行的权益乘数 (资产/股东权益)	7
表 7: 美国上市的部分寿险企业的权益乘数 (资产/股东权益)	7
表 8: 美国上市的部分财险企业的权益乘数 (资产/股东权益)	7
表 9: 发达经济体的各金融机构资产占其 GDP 比重	8
表 10: 各发展经济体金融行业金融资产占其 GDP 比重	8
表 11: 友邦保险-各科目对内含价值增长的贡献	9
表 12: 中国平安-各科目对内含价值增长的贡献	9
表 13: 中国太保-各科目对内含价值增长的贡献	9
表 14: 中国人寿-各科目对内含价值增长的贡献	9
表 15: 新华保险-各科目对内含价值增长的贡献	9
表 16: 中国太平-各科目对内含价值增长的贡献	10
表 17: 各寿险集团新业务价值增速	10
表 18: 对利率风险敞口的部分严监管政策	11
表 19: 三季度部分财险相关推动政策	14
表 20: 商车费改与费用监管进程	14
表 21: 中国财险承保利润结构	16
表 22: 中国财险各业务条线综合成本率	16
表 23: 中国财险整体盈利预测 (百万元)	17
表 24: 各保险业务保费收入	18
表 25: 净资本盈利情况分拆	18
表 26: 负债中各业务线准备金结构	19

在 2020 年，我们看好保险行业的表现，皆值得长期配置。如果宏观经济不出现大的波动，寿险企业的估值水平大概率见底。

在本报告中，我们首先回顾保险行业 2019 年的股价表现，然后分别分析并展望寿险行业和财险行业的发展以及趋势。在寿险部分，我们首先总结相关研究框架，再以框架为基础，分析寿险行业以及龙头企业的投资趋势。

表现回顾：无限风光看险峰

在 2019 年，随着美联储由早期的加息政策转变为后期的降息政策，全球逐步进入降息阶段。在这一背景之下，中国资金面亦出现缓和，宏观经济在年初出现一定程度的修复，地方债等中长期债券亦实现了大规模的发行，这种种利好因素，导致我国寿险龙头企业的股价在年初的表现十分不俗。其中，中国人寿凭借其对于大势环境的敏感度，及时抓住了 2019 年的政策契机，大举扩张，利润增速亮眼，获取了资本市场的认可。

当下，监管层已经强力推动了寿险行业的资产负债管理，有效控制住了寿险企业的利率风险敞口。在这个背景之下，如若未来宏观经济不出现大的波动，我们认为寿险龙头企业的估值水平大概率见底。

表 1：A 股寿险企业 2019 年的股价表现

	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国财险	沪深 300
年初价	54.8	20.3	27.7	41.6	7.7	3017.1
当下价	88.6	35.4	35.8	46.0	9.8	3907.9
涨幅	62%	75%	29%	11%	27%	30%
相对涨幅	32%	45%	0%	-19%	-2%	0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（2019 年年初至 2019 年 11 月 18 日）

表 2：A 股寿险企业 2018 年的股价表现

2018 年	中国太保	中国平安	新华保险	中国人寿	沪深 300
绝对涨幅	-24.06%	-7.78%	-37.31%	-28.29%	-21.88%
相对沪深 300 涨幅	-2.18%	14.10%	-15.43%	-6.41%	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 3：A 股寿险企业 2017 年的股价表现

2017 年	中国太保	中国平安	新华保险	中国人寿	沪深 300
绝对涨幅	52.13%	101.46%	61.61%	27.53%	21.78%
相对沪深 300 涨幅	30.35%	79.68%	39.83%	5.75%	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 4：H 股友邦保险历年的股价表现

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
友邦保险	26%	30%	12%	9%	-5%	55%	-1%	22%
恒生指数	23%	3%	1%	-7%	0%	36%	-14%	3%
相对涨幅	3%	27%	11%	16%	-5%	19%	13%	19%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（2019 年年初至 2019 年 11 月 18 日）

寿险策略：估值或见底，借东风

在监管层推动资产负债管理的背景下，如若宏观经济不出现大的风险，寿险龙头企业的估值水平大概率见底。

对于明年上市寿险企业的投资机会，我们重点关注的是宏观数据，而非新单增速。（1）预计 2020 年各上市寿险企业的新单增速继续承压，因为当下储蓄型产品的预定利率普遍降到了 3.5%，这将重挫寿险储蓄型产品对于投保人的吸引力，而保障型产品将成为各寿险企业重点发力的赛道，竞争压力凸显；（2）我们重点关注宏观经济数据，以及长端利率，并持续更新投资者对于寿险行业利率风险敞口的预期。

重点：双稳，稳扩张稳利率风险敞口

在 2019 年，我们撰写发布了多份报告，以逐步构建我们对寿险行业的分析框架。典型的报告，如我们在 2019 年 4 月发布的《寿险估值体系探讨：黄金有价》中重点探讨了防范利率风险敞口的意义，又如我们在 2019 年 10 月发布的《财险：寿险与巴菲特的距离》中重点探讨了规模扩张的意义。

我们最终成型的寿险行业分析框架，聚焦于行业发展的两个重点：（1）降低利率风险；（2）迅速扩张规模。前者提估值，后者提业绩。

（1）我们在《黄金有价》中论述了利率风险敞口对于寿险企业的意义：降低利率风险敞口对于寿险企业而言，非常重要。只有在对利率风险进行有效管理的前提下，寿险企业的规模扩张才有意义。

下列数据显示了我国龙头寿险企业以及友邦保险的相关利率风险敞口，从侧面体现出我国龙头寿险企业的利率风险敞口。

表 5：投资回报率下降 50 个基点对寿险业务价值的影响

		有效业务价值	敏感性	新业务价值	敏感性
中国太保	基准	169,714		27,120	
	变动后	143,329	-15.5%	23,594	-13.0%
新华保险	基准	74,259		12210	
	变动后	60,770	-18.2%	10817	-11.4%
中国人寿	基准	408,998		49,511	
	变动后	337,320	-17.5%	42,045	-15.1%
中国太平	基准	81,590		13,237	
	变动后	70,588	-13.5%	10,475	-20.9%
		内含价值	敏感性	新业务价值	敏感性
中国平安	基准	628,853		76,119	
	变动后	580,397	-7.7%	68,993	-9.4%
友邦保险	基准	54,517		3,955	
	变动后	54,268	-0.5%	3,771	-4.7%

资料来源：各寿险集团 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（中国太平单位：百万港元；友邦保险单位：百万美元，其余单位：百万元；友邦保险披露的是利率变动数据，口径或有不同，但差别不大）

（2）寿险行业对于迅速的规模扩张有着不同一般的诉求：寿险企业的负债成本高，资产与负债之间的利差收益薄，所以寿险企业需要迅速提升规模，以保障较高的 ROE 水平。

$$\text{股东投入资本的回报率} = (\text{资产收益} - \text{资金成本}) * \frac{\text{资产}}{\text{股东投入资本}}$$

金融企业的权益乘数可以有效衡量其对于规模扩张的诉求。下列数据展示了银行、寿险企业以及财险企业的权益乘数，比较之下，可以凸显寿险企业对于规模扩张的诉求。

表 6: 美国上市的部分银行的权益乘数 (资产/股东权益)

证券代码	证券简称	2018 年
MFG.N	瑞穗金融	20.8
BNPQF.OO	BNP PARIBAS ORD	19.3
MUFG.N	三菱日联金融集团	19.1
BCS.N	巴克莱银行	17.8
CM.N	加拿大帝国商业银行	17.0
BMO.N	蒙特利尔银行	16.9
RY.N	加拿大皇家银行	16.7
TD.N	道明银行	16.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 7: 美国上市的部分寿险企业的权益乘数 (资产/股东权益)

证券代码	证券简称	2018 年
PUK.N	英国保诚	29.5
AEL.N	美国股票投资寿险	25.7
LNC.N	林肯国民	20.8
PFG.O	信安金融	20.5
AEG.N	荷兰全球保险	17.4
PRU.N	美国保德信金融(PRUDENTIAL)	16.6
MFC.N	宏利金融	15.9
BHF.O	BRIGHTHOUSE FINANCIAL	14.2
MET.N	大都会人寿(METLIFE)	13.0
SLF.N	永明金融	11.1
LFC.N	中国人寿	10.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 8: 美国上市的部分财险企业的权益乘数 (资产/股东权益)

证券代码	证券简称	2018 年
ALL.N	好事达保险(ALLSTATE)	5.3
CNA.N	CAN 金融	5.1
TRV.N	旅行者集团(TRAVELERS)	4.6
WRB.N	BERKLEY W R	4.5
PGR.N	前进保险	4.2
THG.N	汉诺威保险	4.2
CB.N	丘博保险(CHUBB)	3.3
BRK_A.N	伯克希尔哈撒韦	2.0
AGO.N	保证担保	2.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

规模扩张: 桎梏何处

我国寿险行业的成长空间广阔, 足够寿险企业长期驰骋, 可谓广阔天地大有作为。但之所以我国寿险企业当下的规模扩张, 举步维艰, 最主要的原因是我国长期限债券资产过少。这一方面导致我国长端利率过低, 未体现我国经济实际的长期投资回报率, 导致投资者对于寿险企业的投资价值过于悲观; 另一方面限制我国寿险企业的规模扩张, 而随着这个问题的逐步解决, 我国寿险企业又将迎来快速的发展。以下分三点, 进一步阐述以上观点。

(1) 市场增量空间: 广阔天地大有所为

我们对比部分发达经济体及部分发展中经济体的寿险行业金融资产规模。我国保险行业的金融资产占 GDP 比重远低于部分发达经济体, 甚至仍大幅低于部分发展中经济体。未来, 即使各养老金会蓬勃发展, 寿险行业的发展空间仍然充足。

表 9: 发达经济体的各金融机构资产占其 GDP 比重

	银行	中央银行	公共金融机构	保险公司	养老金	其它金融机构
开曼群岛	24,749.5	3.9	19.1	1,626.7	45.0	186,127.4
卢森堡	1,353.3	375.8		346.1	3.6	24,846.1
爱尔兰	186.5	30.7	29.2	95.8	41.3	1,353.2
荷兰	290.1	42.5		61.8	192.1	812.1
香港特别行政区	852.9	150.9	1.9	107.3	43.5	88.5
英国	548.7	26.5		99.5	108.9	353.3
瑞士	376.7	126.1		92.2	124.9	306.9
新加坡	583.6	86.2		56.9	84.8	105.7
日本	358.9	99.8	56.9	89.5	28.6	98.5
欧元区	259.7	65.8		69.5	22.6	279.3
加拿大	201.5	10.2	22.3	43.9	91.8	310.0
法国	349.1	47.8		116.7	0.0	107.2
比利时	225.8	39.5	0.0	71.0	7.7	182.8
美国	121.3	23.2	46.1	47.7	102.5	158.9
澳大利亚	218.1	10.4		25.9	142.2	93.0
德国	244.7	52.9		62.0	19.0	83.9
韩国	192.4	23.3	1.1	69.0	10.9	115.4
西班牙	222.1	59.7	4.0	26.9	12.0	70.4
意大利	195.7	54.5	21.6	49.4	6.0	58.5

资料来源: 金融稳定理事会 FSB, 国信证券经济研究所整理 (单位: %)

表 10: 各发展经济体金融行业金融资产占其 GDP 比重

	银行	中央银行	公共金融机构	保险公司	养老金	其它金融机构
中国	258.1	43.9	30.9	20.2	0.8	92.5
南非	110.2	15.1	51.3	66.7	52.2	79.0
智利	106.1	13.9	2.7	23.3	76.0	61.6
巴西	108.0	48.4	13.8	3.0	26.9	74.1
俄罗斯	101.2	33.5	4.7	2.6	4.1	40.1
沙特阿拉伯	89.9	74.2	11.5	2.3		5.6
印度	81.3	19.7	3.7	18.4	1.0	28.8
土耳其	99.3	20.5	4.2	2.2	2.6	10.9
墨西哥	41.4	17.1	17.0	6.8	17.5	26.5
印度尼西亚	55.3	16.2	4.4	4.9	1.4	8.9
阿根廷	32.9	30.5		3.6	11.4	8.7

资料来源: 金融稳定理事会 FSB, 国信证券经济研究所整理

(2) 投资者近年来对于我国寿险龙头企业的新单销售增速多有担忧, 对此我们有两点思考供参阅: 一是考虑到我国寿险行业增量巨大, 新单销售的增速最多只是调整, 并不会长期持续; 二是近年来新单增速放缓却是事实, 但我国寿险龙头企业近年来的新单规模巨大, 能够承受一定期限内的增速放缓。

我们对比行业内龙头企业的“新业务价值/期初内含价值”, 以凸显我国寿险行业的龙头企业在新单规模方面的接触优势。

我们将“新业务价值/期初内含价值”定义为新业务价值贡献。

友邦保险在 2011-2012 年的新业务价值贡献为 4%, 2013-2015 年的新业务价值贡献为 5%, 之后陆续提升至 2018 年的 8%。

对比而言, **中国平安**的新业务价值贡献自 2011 年以来一直维持在 10%以上, 在 2016 年到 2017 年达到 20%以上, 在 2018 年约为 18%, 总体而言, 新单的利润规模充足。

表 11: 友邦保险-各科目对内含价值增长的贡献

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
内含价值预期回报	8%	8%	8%	8%	7%	7%	8%	8%
新业务价值贡献	4%	4%	5%	5%	6%	7%	8%	8%
投资收益偏差	-1%	3%	1%	2%	-5%	0%	4%	-4%
其它	1%	0%	-1%	-2%	2%	0%	-1%	1%
总增长幅度	11%	15%	12%	14%	10%	15%	19%	12%

资料来源: 集团历年财务报表, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元人民币, 分母为期初内含价值; 总增长=当期增长/期初内含价值; 排除汇率影响)

表 12: 中国平安-各科目对内含价值增长的贡献

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
内含价值预期回报	10.1%	10.4%	9.3%	9.4%	9.3%	8.4%	8.8%	9.1%
新业务价值贡献	14.3%	11.3%	10.4%	11.0%	11.8%	21.0%	24.5%	18.8%
投资收益偏差	-1.4%	-4.9%	0.8%	10.5%	4.4%	-0.2%	8.4%	-2.5%
其它	-10.4%	10.2%	-2.8%	1.7%	0.6%	-13.7%	0.8%	1.6%
	12.6%	27.0%	17.7%	32.6%	26.1%	15.5%	42.5%	27.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元人民币)

中国太保的新业务价值贡献亦不俗, 与中国平安大致保持相当的新单规模, 其新单贡献在 2016-2017 年高达 15% 以上, 在 2018 年达到 14%, 新单价值规模充足。

表 13: 中国太保-各科目对内含价值增长的贡献

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
内含价值预期回报	10.3%	10.6%	10.6%	10.7%	10.4%	9.3%	9.7%	9.7%
新业务价值贡献	9.5%	9.7%	8.8%	9.0%	9.6%	15.3%	16.8%	14.0%
投资收益偏差	-14.9%	0.6%	-3.6%	6.3%	2.8%	-0.6%	0.5%	0.1%
其它	0.2%	-2.9%	0.6%	1.5%	2.1%	1.2%	-2.1%	0.9%
总增长幅度	5.0%	18.0%	16.4%	27.4%	24.8%	25.1%	24.8%	24.7%

资料来源: 集团历年财务报表, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元人民币, 分母为期初内含价值, 总增长幅度=当期增长/期初内含价值)

中国人寿及新华保险的新单贡献则稍显逊色, 稳定性不足, 但贡献规模仍然不俗, 特别是中国人寿在 2019 年进行全方面变革, 新单增速预期高, 值得期待。

表 14: 中国人寿-各科目对内含价值增长的贡献

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
内含价值预期回报	9.3%	10.3%	10.5%	11.0%	9.9%	9.3%	8.0%	8.2%
新业务价值贡献	6.8%	7.1%	6.3%	6.8%	6.9%	8.8%	9.2%	6.7%
投资收益偏差	-10.8%	3.3%	-6.8%	11.5%	4.5%	-5.5%	-0.7%	-6.1%
其他	-3.3%	-3.2%	-7.5%	6.2%	2.6%	6.0%	-2.9%	1.0%
总增长	2.0%	17.5%	2.5%	35.4%	24.0%	18.6%	13.7%	9.9%

资料来源: 集团历年财务报表, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元人民币, 分母为期初内含价值, 总增长幅度=当期增长/期初内含价值)

表 15: 新华保险-各科目对内含价值增长的贡献

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
内含价值预期回报	13.7%	9.9%	10.1%	12.1%	10.1%	10.7%	9.7%	9.2%
新业务价值贡献	16.7%	9.1%	7.4%	7.6%	7.8%	10.1%	9.3%	8.0%
投资收益偏差	-42.4%	-0.2%	-0.4%	18.0%	9.2%	-4.3%	0.2%	-3.8%
其它	-4.8%	-0.2%	-3.9%	-4.6%	-5.2%	9.6%	0.5%	0.6%
总增长幅度	-16.8%	18.6%	13.3%	33.1%	21.9%	26.2%	19.7%	13.9%

资料来源: 集团历年财务报表, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元人民币, 分母为期初内含价值, 总增长幅度=当期增长/期初内含价值)

中国太平的新单价值贡献长期稳定在9%以上，规模相对于友邦而言，亦十分充足。

表 16: 中国太平-各科目对内含价值增长的贡献

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
内含价值预期回报	10.5%	10.0%	9.3%	8.3%	7.6%	8.7%	7.9%
新业务价值贡献	10.7%	10.7%	9.5%	9.2%	10.4%	14.8%	11.3%
投资收益偏差	2.4%	2.4%	16.2%	2.3%	-8.0%	1.7%	-3.3%
其它	10.2%	4.4%	9.4%	5.1%	-2.2%	4.3%	2.3%
总增长幅度	33.8%	27.6%	44.4%	24.9%	7.8%	29.5%	18.2%

资料来源：集团历年财务报表，国信证券经济研究所整理（增长贡献=当期增长/期初内含价值）

综合以上，我国寿险行业龙头企业的新单贡献规模已然十分庞大，不惧短期的行业整顿。就短期的投资价值而言，中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险的短板不在于新单，特别是中国人寿在2019年的新单销售非常出色，而新华保险则在2019年大力扩张了销售渠道，其2020年的表现值得期待。

表 17: 各寿险集团新业务价值增速

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
中国平安	-5%	14%	21%	40%	65%	33%	7%
中国太保	5%	6%	16%	38%	58%	40%	1%
中国人寿	3%	2%	9%	36%	56%	22%	-18%
新华保险	-4%	2%	16%	35%	58%	15%	1%
友邦保险	27%	25%	24%	19%	25%	28%	16%
中国太平	3%	37%	37%	39%	51%	50%	-3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

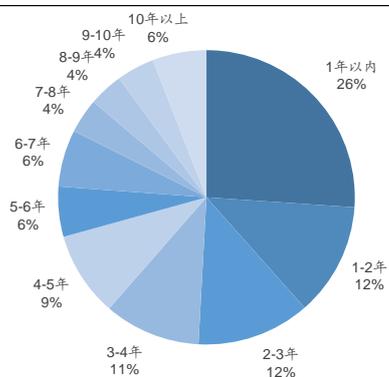
(3) 中短期而言，长期债券资产过少，掣肘寿险行业扩张。

长期资金对接长期资产，而长期储蓄对接的是低风险的长期资产。在低风险的长期资产中，以长期债券最为重要。这是居民长期储蓄流向的最核心资产。

但我国债券市场的期限结构尤其不正常，短期债券占比高，长期债券占比低。根据近期的官方数据，在银行间债券市场，10年期以上的债券占比在6%左右。这与美国形成了鲜明的对比。

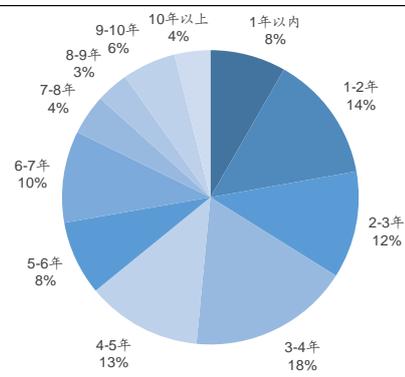
比较之下，美国的债券市场更加凸出长期期限占比的品种，其市政债及企业债等主要债券品种的平均到期期限都高达15年以上，而我国银行间债券中10年期以上债券的余额占比仅仅为6%。

图 1: 我国银行间债券市场：余额期限的占比



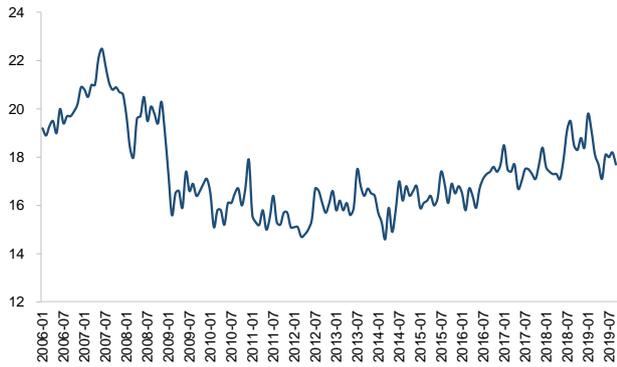
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（日期：2019年10月30日）

图 2: 我国地方债：余额期限的占比



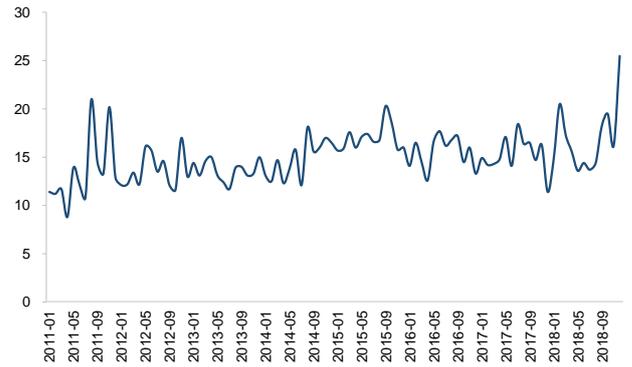
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（日期：2019年10月30日）

图 3: 美国市政债券的平均到期期限



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 年)

图 4: 美国企业债的平均到期期限



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 年)

这一方面限制了我国长期机构投资者的成长。典型的例子如寿险企业及养老金等金融机构, 负责管理居民的长期储蓄, 例如退休金。这些非银金融机构对长期险债券的需求是刚性的, 否则企业的利率风险敞口巨大。(我们在 2019 年 4 月 12 日发布的《国信非银-黄金有价》中阐述过这个问题)

如果债券市场的期限结构不改善, 长期债券的占比得不到提升, 寿险企业及养老金的扩张将大大被限制。即居民对于长期储蓄的管理需求将得不到专业机构的有效承接。

当下, 资产供给层面的问题是寿险行业成长的最大限制。长期限债券的资产荒问题十分凸显, 这尤其是对于寿险企业及养老金等金融机构而言。在监管层推进寿险企业资产负债久期匹配的大背景下, 如果该问题得不到有效地解决, 寿险企业的扩张将困难重重。(我们在 10 月 24 日发布的《国信非银-财险: 寿险与巴菲特的距离》中阐述过规模扩张对于寿险企业的重要性)

这另一方面或体现出我国债券利率曲线的长端利率意义与美国或有不同。相比而言, 我国的长期限债券过少, 而长期机构投资者却在迅速成长, 这种供需层面的反差容易导致我国的长端利率过低, 使其受到更多扰动因素的影响, 无法有效反映国家经济增长对长端利率的真实推动。

我们认为存在这种可能, 即随着我国债券市场逐渐提升对于长期险债券的供应, 长期债券的价格或逐渐下滑, 从而使得长端利率逐渐上升。

利率风险: 严监管导向

对于寿险企业降低利率风险, 监管层已经将其列为行业的头等大事。未来在严监管的环境下, 各寿险企业将持续降低其利率风险敞口, 而这对于寿险企业的估值水平将大有裨益。增量空间大, 再叠加利率风险敞口的持续降低, 寿险企业未来的估值大概率将持续提升。

表 18: 对利率风险敞口的部分严监管政策

相关政策	相关备注	日期
中国银保监会关于印发《保险资产负债管理监管暂行办法》的通知	加强寿险企业的资产负债久期匹配, 以降低利率风险敞口	2019 年三季度
中国银保监会办公厅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	“深化金融供给侧结构性改革, 守住不发生系统性风险底线, 银保监会进一步完善了人身保险业责任准备金评估利率形成机制”, 进一步降低人身保险业责任准备金评估利率	2020 年三季度
《普通型人身保险精算规定(征求意见稿)》	规定分红保险利益演示的利差红利上限为 70% 等	2021 年三季度

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

以上政策中最代表性的政策是《保险资产负债管理监管暂行办法》:

(1) 该暂行管理办法或将成为寿险行业标志性的行业管理政策: 监管层未来大概率将以资产负债管理为牛鼻子, 对行业制定相关的赏罚措施, 促进行业的良性发展, 使行业发展真正回归正途。

(2) 该监管方向将逐步提升寿险行业的投资价值: 目前, 限制我国寿险企业估值提升的主要因素是利率风险, 而监管层通过推广资产负债管理, 将驱使寿险企业有效降低利率风险, 甚至阶段性完全规避利率风险。如此, 我国寿险企业的投资价值将得到有效的提升。(详情请参见我们于 8 月 4 日发布的深度报告《寿险股价推演: 忽逢桃花林》)

我们认为, 随着我国监管层以及保险行业越来越重视资产负债管理, 寿险企业的利率风险将逐渐得到有效改善。当然, 巧妇难为无米之炊, 只有债券市场迅速发展才能为寿险企业提供丰富的资产, 所以当下吸引外资为我国债券市场的发展做出贡献, 或许正当其时。目前, 在监管层强监管的氛围下, 行业回归保障是大势所趋, 同时资产负债管理得到重视, 这都将驱使 A 股的寿险企业降低利率风险。如此, 中短期而言, A 股寿险龙头企业的估值水平有望筑底。例如, 中国平安近年来非常注重资产和负债的久期匹配, 两端的久期匹配程度持续提升, 利率风险得以逐步下降, 最终驱动其估值水平处在上升的趋势中。

投资价值: 东风何在

综合而言, 我国寿险行业面临的主要问题就在于长期债券资产供应过少, 企业无法承接居民长期储蓄。

我们认为以上问题或是中短期问题, 只待我国资本市场迅速提升对长期债券的供应, 我国寿险行业或将重回迅速扩张的正轨。届时, 投资对利率风险的担忧亦将逐渐下调, 寿险企业的估值将逐渐恢复正常。

我们以友邦保险为例, 在利率风险敞口较小的情况下寿险企业的股价表现十分稳定: 估值水平稳定, 体现的是利率风险敞口较小且稳定。

图 5: 友邦保险股价及估值水平



资料来源: 国信证券经济研究所整理

我国寿险龙头企业的估值水平普遍偏低, 在监管层推进资产负债管理的背景下, 中短期内逐渐见底的概率大。

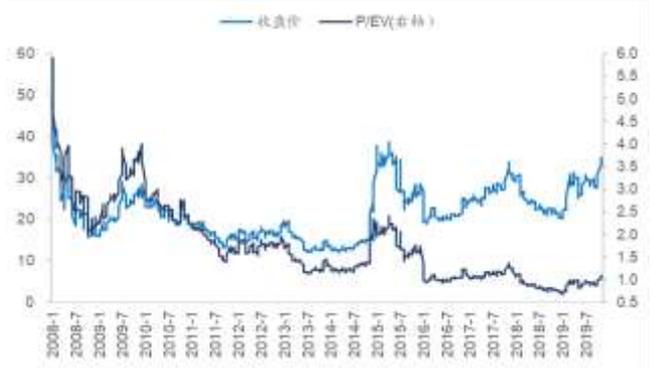
新华保险在 2020 年尤其值得期待, 估值水平最低, 往年新单基数低, 随着明年扩张再望, 以及利率风险敞口见底, 明年估值提升的幅度或较高。

图 6: 中国平安股价及估值水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 中国人寿股价及估值水平



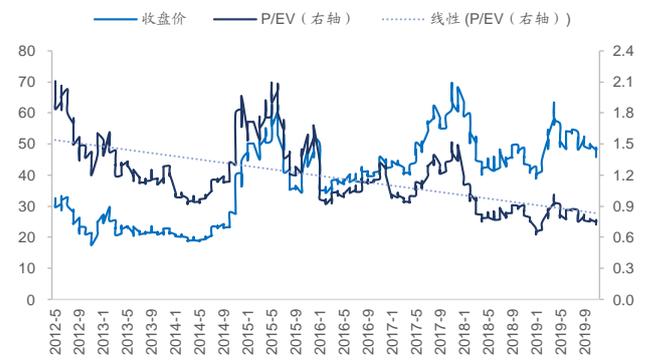
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 中国太保股价及估值水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 新华保险股价及估值水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财险策略：财险龙头，优质不可语

我们认为财险企业的发展路径一般可分为两类：（1）龙头企业凭借自身在车险业务的规模优势，大举扩张至非车险业务，获取更高的市场份额；（2）无规模优势的企业，将凭借自身的股东优势或者渠道优势，深耕于财险业务一隅，以逐步发展。中国财险的发展路径自然属于前者，其规模优势充足，非车险业务的扩张稳定，现在及未来的复利特征强，值得长期配置。

财险政策环境优异：车险改革再进一步

行业一直以来的政策环境优异，其关键在于财险行业的发展是经济转型的重要一环，是实体经济高质量发展的一部分。

近期以来，与财险行业的相关推动政策频出，行业的政策环境十分友好，其中三季度的相关政策所示如下，涉及到信用保证险业务、工程险业务、农险业务、车险业务等。

表 19：三季度部分财险相关推动政策

有关政策动向	备注	日期
国务院办公厅《关于加快推进社会信用体系建设构建以信用为基础的新型监管机制的指导意见》	促进信用保证险等发展	2019 年三季度
《关于完善质量保障体系提升建筑工程品质的指导意见》	促进工程险等发展	2019 年三季度
《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》	促进农险业务持续健康发展	2019 年三季度
《信用保险和保证保险业务监管办法(征求意见稿)》	促进信保业务等发展	2019 年三季度
《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)》	促进车险、信保业务发展，保险产品由审批改为备案	2019 年三季度

资料来源：国信证券经济研究所整理

其中，车险业务的相关改革更受瞩目。我们认为车险改革的最终目的应是实现车险在价格上的自由浮动，以及在产品上的自由设计。一直以来，我国政府对于车险在价格改革上的推动已经下力充分，所以当下再进一步推动车险产品的自由设计或是自然而然的事情。

表 20：商车费改与费用监管进程

时间	文件	主要内容
2015 年 2 月	《关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见》	建立科学合理并符合市场化方向的商业车险条款体系和费率形成机制，逐步扩大财产保险公司费率厘定自主权。
2015 年 3 月	《关于深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》	拟订商业车险保费示范条款和行业基准，分别在【0.85, 1.15】范围内自主制定“核保系数”和“渠道系数”费率调整方案；黑龙江、山东、青岛、广西、陕西、重庆等六个地区为首批商业车险改革试点地区。
2015 年 5 月	《关于商业车险改革试点地区条款费率适用有关问题的通知》	首批试点城市开始启用新商业车险条款和费率。
2015 年 10 月	《关于开展商业车险条款费率管理制度改革第二批试点工作的通知》	天津、内蒙古、吉林、安徽、河南、湖北、湖南、广东、四川、青海、宁夏、新疆作为第二批试点城市开始启用新商业车险条款和费率。
2016 年 7 月	《关于商业车险条款费率管理制度改革试点全国推广有关问题的通知》	全国范围开始启用新商业车险条款和费率。
2017 年 6 月	《关于商业车险费率调整及管理有关问题的通知》	放宽深圳、河南天津、河北、福建、广西、四川、青海、青岛、厦门等保监局辖区内自主核保系数、自主渠道系数调整范围。其中，深圳辖区放宽程度最高，自主核保系数和自主渠道系数放宽至【0.70, 1.25】。
2017 年 7 月	《关于整治机动车辆保险市场乱象的通知》	（1）不得偏离精算定价基础，以低于成本的价格销售车险产品，开展不正当竞争； （2）不得以直接业务虚挂中介业务等方式套取手续费； （3）不得通过返还或赠送现金、预付卡、有价证券、保险产品、购物券、实物或采取积分折抵保费、积分兑换商品等方式，给予或者承诺给予投保人、被保险人保险合同约定以外的利益。
2018 年 3 月	《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》	放宽四川、山西、福建、山东、河南、厦门、新疆等自主核保系数、自主渠道系数调整范围。其中，四川辖区放宽程度最高，自主核保系数和自主渠道系数放宽至【0.65, 1.15】。
2018 年 4 月	《关于开展商业车险自主定价改革试点的通知》	广西壮族自治区、陕西省、青海省开始试点商业车险自主定价改革，在该三省保监局辖区内可以自行确定自主系数调整范围，为期一年。
2018 年 7 月	《关于商业车险费率监管有关要求的通知》	（1）应报送手续费的取值范围和使用规则。明确手续费为向保险中介机构和个人代理人(营销员)支付的所有费用； （2）分管精算和业务的高管对方案负责，并签署责任声明书，承担法律责任。
2019 年 三季度	《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)》	促进车险、信保业务发展，保险产品由审批改为备案

资料来源：银保监会、国信证券经济研究所整理

在这个背景之下，预计车险的改革未来仍将有一段路程要走，行业或将逐渐在动态中实现平衡，而中国财险凭借自身的规模优势，或能平稳度过行业的调整阶段，独坐钓鱼台。

中国财险：地位稳固，扩张顺利

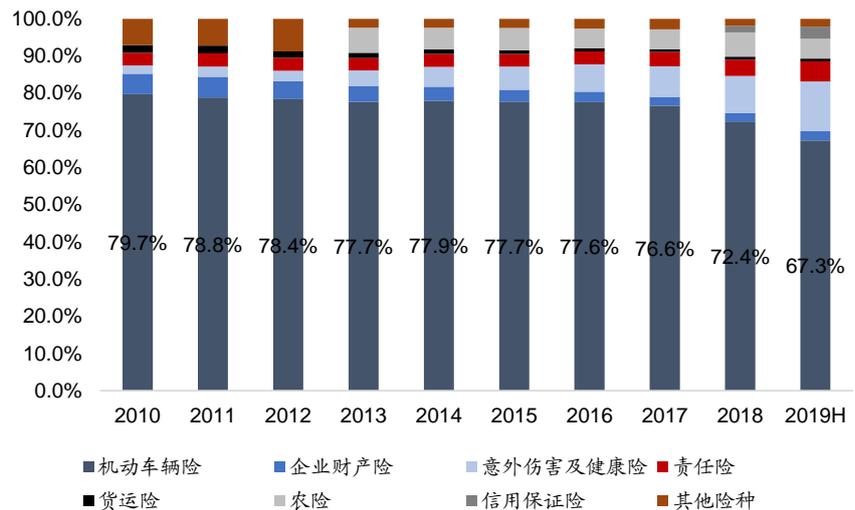
中国财险在 2019 年进一步实现了扩张，同时凭借自身在车险赛道积累的规模优势，产品线更加丰富，利于集团持续获取市场份额。中国财险长期或是极优质的标的，值得长期配置。

图 10：中国财险保费收入及市占率



资料来源：银保监会、国信证券经济研究所整理

图 11：中国财险分险种已赚保费结构



资料来源：中国财险历年年报、2019 年半年报、国信证券经济研究所整理

表 21: 中国财险承保利润结构

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
机动车辆险	91.1%	58.3%	59.6%	51.5%	52.0%	85.8%	139.8%	94.1%	73.4%	52.0%
企业财产险	-10.4%	3.9%	1.5%	-15.4%	2.4%	-8.1%	-35.0%	-2.2%	-14.4%	17.5%
意外伤害及健康险	0.8%	1.4%	2.5%	5.2%	0.7%	-12.3%	-5.9%	-13.6%	3.5%	-8.5%
责任险	2.4%	4.0%	5.7%	11.7%	6.4%	3.0%	10.5%	6.3%	17.2%	9.7%
货运险	12.4%	9.3%	8.2%	13.6%	3.2%	2.8%	4.5%	3.2%	4.9%	6.3%
农险	0.0%	0.0%	0.0%	23.4%	28.5%	28.4%	7.6%	13.5%	18.0%	11.4%
信用保证险									3.5%	2.6%
其他险种	3.7%	23.0%	22.4%	10.0%	6.9%	0.4%	-21.6%	-1.2%	-6.1%	8.9%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: 中国财险历年年报、2019 年半年报、国信证券经济研究所整理

表 22: 中国财险各业务条线综合成本率

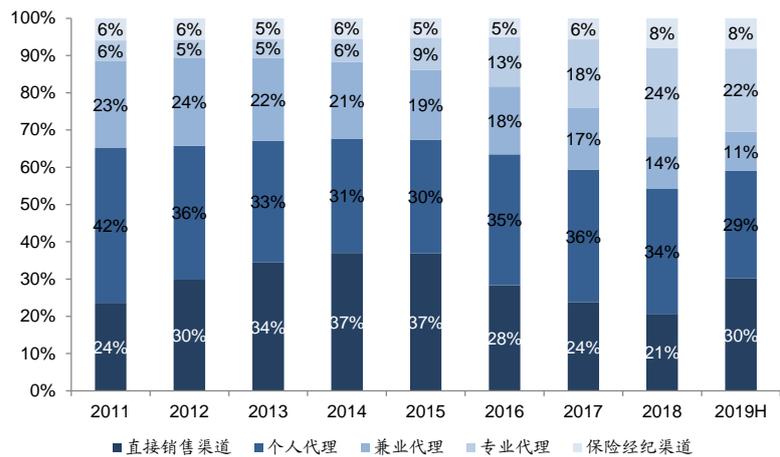
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
机动车辆险	97.4%	95.6%	96.2%	97.8%	97.7%	96.1%	96.7%	96.3%	98.4%	98.1%
企业财产险	104.2%	95.8%	98.5%	111.7%	97.9%	108.9%	123.4%	102.9%	109.6%	83.4%
意外及健康险	99.2%	96.9%	95.6%	96.0%	99.5%	106.9%	101.5%	104.9%	99.5%	101.5%
责任险	98.4%	93.1%	91.9%	88.7%	93.6%	96.9%	94.4%	95.0%	94.0%	95.6%
货运险	86.8%	73.3%	76.5%	67.2%	90.7%	89.5%	89.5%	87.8%	90.6%	80.6%
农险				88.7%	83.3%	83.2%	97.4%	92.4%	95.8%	94.9%
信用保证险									96.9%	98.0%
其他险种	98.8%	80.8%	87.6%	86.6%	90.1%	99.5%	115.3%	101.3%	105.0%	89.9%
合计	97.7%	94.0%	95.1%	96.7%	96.5%	96.5%	98.1%	97.0%	98.5%	97.6%

资料来源: 中国财险历年年报、2019 年半年报、国信证券经济研究所整理

在盈利方面, 中国财险的盈利来源进一步多元化, 其中信用保证险在近年来已实现了顺利的扩张, 而在综合成本率方面, 大部分的业务线继续保持盈利, 企业综合优势凸显。

渠道方面, 中国财险亦体现出规模优势, 渠道多元化明显, 结构均匀, 利于进一步巩固行业主导权地位。

图 12: 中国财险分渠道承保保费占比



资料来源: 中国财险历年年报、2019 年半年报、国信证券经济研究所整理

盈利预测
表 23: 中国财险整体盈利预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总保费收入	350,314	388,769	443,197	505,244	581,031
已赚净保费	309,076	344,124	367,853	443,942	510,533
已发生净赔款	(192,520)	(213,303)	(237,208)	(286,273)	(329,214)
保单获取成本	(74,348)	(90,508)	(86,813)	(102,107)	(114,870)
其他承保费用	(24,939)	(26,820)	(29,428)	(35,515)	(40,843)
行政及管理费用	(7,974)	(8,189)	(8,093)	(9,323)	(10,721)
承保利润	9,295	5,304	6,311	10,724	14,885
利息、股息和租金收入	15,382	16,635	17,909	19,463	21,604
已实现及未实现的投资净收益/损失	1,136	(1,226)	1,477	1,920	2,496
投资费用及支付保户利息	(677)	(320)	(655)	(573)	(556)
营业利润	24,584	20,606	25,168	31,748	38,642
占联营公司损益	4,575	4,482	5,827	6,992	8,390
财务费用	(1,998)	(2,074)	(2,696)	(3,505)	(4,557)
除税前盈利	27,161	23,428	28,298	35,234	42,476
所得税费用	(7,353)	(7,942)	(5,100)	(9,539)	(11,499)
归属母公司净利润	19,807	15,485	23,197	25,695	30,976

资料来源: 中国财险历年年报, 国信证券经济研究所预测

我们对中国财险做出大体的盈利预测: 2019-2021 年, 公司实现总保费收入分别为 4432 亿元、5052 亿元、5810 亿元; 已赚净保费分别为 3679 亿元、4439 亿元、5105 亿元; 承保利润分别为 63 亿元、107 亿元、149 亿元; 利息、股息和租金收入分别为 179 亿元、195 亿元、216 亿元; 净利润分别为 232 亿元、257 亿元、310 亿元, 对应 EPS 分别为 1.04 元、1.16 元和 1.39 元, 对应 PE 分别为 8.1、7.3、6.1, 对应 PB 分别为 1.1、0.9、0.8。

中国再保险：借直保东风

业务介绍：中国再保险目前主要的收入及利润来源依次是人身再保险业务、财产直保业务及财险再保险业务，三者在 2018 年共占中国再保险总收入的 99.58%，占净利润的 93.50%。其中，中国再保险通过中再寿险从事人身险再保险业务，持有后者 100% 的股票；通过中再产险从事财产险再保业务，持有后者 100% 的股票；通过中国大地保险从事财产险直保业务，持有后者 63.30%。除此之外，中国再保险通过直接及间接渠道持有中再资产 96.43% 的股票，持有华泰保险经纪有限公司 52.50% 的股票。在 2018 年，按再保险保费收入的规模来排名，中国再保险排名全球第八，其总资产达到 3409 亿元，股东权益达到 872 亿元。

表 24：各保险业务保费收入

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
中再产险	23,163	21,792	25,239	28,947
中再寿险	44,209	31,251	44,311	52,454
中国大地保险	37,268	32,071	37,268	42,622

资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所整理（单位：百万元）

净资本盈利分析：正如我们在上文中一直强调的，保险企业的盈利重点在于两个方面：（1）权益乘数；（2）资产净收益率。其中，对于财险企业而言，后者是其运营更为偏重的因素；对于寿险企业而言，权益乘数是其运营更为偏重的因素。

从中国再保险整体来看，公司受益于寿险业务的扩张，权益乘数持续上涨，但资产净收益在持续下降，压低 ROE。

表 25：净资本盈利情况分析

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
权益乘数（资产/净资本）	3.5	4.6	2.9	3.2	3.9
资产净收益率（资产收益率-资金成本）	3.1%	2.8%	2.5%	2.2%	1.3%
ROE（加权平均）	10.9%	13.0%	7.3%	7.2%	4.9%

资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所整理（2016 年实施的偿二代对数据口径有所影响，但不影响整体分析）

分业务来看，从中国再保险的准备金结构出发，公司寿险业务及财险业务的准备金规模基本各占负债 30% 左右。那么从负债成本的角度出发，目前寿险业务和财险业务对于中国再保险的影响是相当的。而正如我们在上文中所阐述的，财险业务的战略导向和寿险业务的战略导向是不同的，所以 **中国再保险的 ROE 结构在未来的变化趋势中有三种可能：**

（1）寿险业务继续快速扩张，中国再保险将越来越趋近于中国平安和中国太保等以寿险为主导的大型保险集团，如此中再未来发展的重点就在于迅速扩张，提升权益乘数，同时资产净收益率持续降低；

（2）坚持以财险业务为主导，在负债端深耕财险直保及再保险业务，持续提升浮存金，且保持财险综合成本率于低位，以保障资产端低成本资金的供给；同时，在资产端建立自己的资产管理风格，即与寿险的大类资产配置风格区别开来，适当地主动管理高收益资产，获得较高的投资收益。

（3）财险业务和寿险业务同时正常扩张，但受业务特征的影响，这种发展路径最终大概率会演变成第一种可能，即寿险业务逐渐成为主导。

表 26: 负债中各业务线准备金结构

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
长期人身再保险合同	50,858,100	35,727,403	45,187,377	74,345,564
短期人身再保险合同				
—未决赔款准备金	1,748,827	2,252,465	3,089,656	4,419,260
—未到期责任准备金	865,936	1,627,629	2,174,635	3,706,513
财产再保险合同				
—未决赔款准备金	23,375,114	24,440,279	23,591,122	29,619,237
—未到期责任准备金	9,307,255	7,604,672	7,477,248	9,250,581
财产原保险合同				
—未决赔款准备金	7,297,004	6,581,062	7,488,341	14,137,101
—未到期责任准备金	10,538,873	12,054,421	14,237,126	18,362,178
财产险合同负债	50,518,246	50,680,434	52,793,837	71,369,097
—总负债占比	20%	36%	32%	28%
人身险合同负债	53,472,863	39,607,497	50,451,668	82,471,337
—总负债占比	21%	28%	30%	33%

资料来源:公司历年年报,国信证券经济研究所整理(单位:千元),2016年实施的偿二代对数据口径有所影响,但不影响整体分析)

股价表现: 估值水平与 ROE

中国再保险自上市以来,估值水平持续降低,PB水平从最初的1.0倍降至0.57倍。这反映着投资者对公司股东净资产回报率的预期。

投资者投资股票,最本质的追求是股东净资产的回报率。中国再保险的股价表现即是对此最好的诠释。随着中国再保险ROE的持续降低,估值水平就相应持续回落。

中国再保险的ROE从2015年的13.0%降至2018年的4.9%,而PB水平从相应的1.0倍降低至0.57倍,如此使得公司的ROE/PB围绕在10%左右,恰好等于投资者对一般股票的投资回报要求。从这个角度出发,中国再保险当下的估值水平是合理的。

净资产估值水平位于低位

截至于2018年末,中国再保险的归属于母公司股东权益合计约为783亿元,其中中再财险的净资产为186亿元,中再寿险的净资产为142亿元,中国大地保险的净资产为253亿元。按照持股比例,中再占有中国大地保险的净资产160亿元。

鉴于人身险业务的估值已经有内含价值可以参考,我们先估算该业务的市场价值。根据数据,公司人身险业务的内涵价值达到218亿元,其中经调整的净资产价值为164亿元,占比达75%,而扣除偿付能力成本后的有效业务价值仅为54亿元,占比约25%。由于人身险业务的有效业务价值占比较低,我们给与其较保守的估值水平。假设该业务的P/EV水平在0.6倍到0.75倍之间,则人身险业务的市场估值为142亿到164亿元之间。

假设目前港币对人民币的汇率为0.9,则截至于2019年10月11日,中国再保险的股票市值为479亿元。同时,按照持股比例推算,中再旗下财险业务的净资产总共为344亿元。

综合以上数据,中再旗下财险业务的PB估值水平在0.98到0.91倍。故从净资产估值的角度出发,中再旗下的业务估值基本处于低位。

投资建议

综上所述,中国再保险未来的估值水平关键在于两个因素:(1)当期ROE;(2)ROE的长期趋势。短期而言,鉴于以下三个因素,我们看好中国再保险的利润修复:(1)股票市场表现好于2018年,利于公司的利润修复;(2)巨灾、偿二代等对财险不利的影 响正逐渐减少;(3)寿险保障业务的扩张、财险行业整顿、税收政策等有利的影 响正逐渐加大。

我们预计公司 2019 年-2021 年的 EPS 分别为 0.13/0.15/0.17 元，ROE 分别为 7.0%/7.2%/7.9%。考虑到公司目前的 PB 倍数为 0.57 倍，以及 2019 年的 ROE 预期，中国再保险 2019 年对应的 ROE/PB 为 12.28%。

我们假设投资者对中国再保险股权的要求回报率在 9%-10% 之间，且中国再保险的 ROE/PB 将会趋近于这个区间，则我们预估 2019 年对应的 PB 将会提升至 0.70-0.78 之间，且对应的目标价将会处于 1.55-1.72 港元之间。

综上所述，我们认为中国再保险的投资价值明显，给与“买入”评级。

投资建议

寿险行业: (1) 新单承压: 储蓄型产品吸引力下降, 保障型产品赛道拥挤; (2) 关注宏观经济数据, 关注长端利率: 跟踪投资者对于寿险企业利率风险敞口的预期, 以及长期债券资产的供应。

(1) 预计行业新单增速继续承压, 延续 2018 年的趋势。近年来在对利率风险敞口实行强监管的背景下, 寿险储蓄型产品的预定利率一降再降, 导致该类产品的吸引力迅速降低。如此, 寿险企业以往通过储蓄型产品实现快速扩张的战略在近年来难以奏效, 而保障型产品势必无法保证寿险企业规模扩张的速度, 所以展望 2020 年, 行业新单增速预计继续承压。

(2) 寿险行业明年的投资机会, 预计大概率仍在于宏观经济数据的改善, 以提振投资者对于寿险企业在利率风险方面的信心。同时, 投资者对于宏观经济预期的改善会提升债券市场的长端利率。但这里又有另一层深意, 如果长端利率能够企稳向上, 或因为宏观经济企稳向上, 或因为长期供应增加, 局面都会有利于寿险储蓄型产品之预定利率的恢复, 届时寿险必将重回快速发展的车道。

标的选择: 寿险企业的标的选择重点在于规模及利率风险, 我们依次推荐中国平安、中国人寿、新华保险、中国太保, 其中新华保险明年扩张在望, 估值提升的幅度有望更高。

财险行业: (1) 政策环境友好, 行业顺利扩张; (2) 中国财险凭借其在车险业务的规模优势可以顺利实现业务多元化的布局, 获取财险行业更多的市场份额, 复利效应潜力大, 长期来看或是极优质的投资标的。

标的选择: 我们看好中国财险的复利效应, 预计 2020 年的表现不俗。其中, 车险改革即将进入深水区, 产品设计自由化将提上日程, 而其它险种也将受到政策的友好推动, 整体而言财险企业面临的局面更加友好, 加强了中国财险的复利效应。中国财险凭借其在车险的规模优势, 或能更加充分利用行业发展的红利, 获取更多的业务份额。

风险提示

- 第一，经济数据超预期下滑，特别是长端利率；
- 第二，通货膨胀风险；
- 第三，储蓄型产品的吸引力或大幅下降；
- 第四，中美贸易摩擦后续演变。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032