

保险 II 行业

2020 年投资策略：产品均衡促保费回暖，多元配置应低利挑战

核心观点：

- 海外启示：保费增速与经济增长挂钩，产品结构动态变化。** 保险业的发展离不开经济的增长，美国、英国、德国、日本等发达保险市场的数据显示，保险密度与人均 GDP 之间高度相关。同时，寿险的产品形态随着经济的发展、居民寿命的延长而变化。发展初期，寿险产品以传统寿险（两全险、定期寿险、终身寿险等）为主；随着经济发展、收入水平提高，以重疾险和医疗险为主的健康险开始成为主力险种；随着医疗技术进步、寿命延长，年金险进入销售高峰。年金和健康险是当前海外寿险市场的主力产品。
- 负债端：最坏时点已过，产品结构再均衡促保费回暖。** 经历了连续两年新单保费低/负增长后，我们认为行业最坏时点已过，2020 年新单保费有望逐渐回升至正增长，原因在于：一是代理人行业性净脱落压力逐渐收敛，且通过提升代理人产能实现保费增长的探索已有效开展；二是保费结构再均衡，除了健康险仍处于较高增长外，低利率环境以及资管新规环境下，以年金为代表的储蓄型产品开始焕发活力。对于未来，我们有两个判断：一是随着人海战术的终结，保费增长主要来自产能提升，预计增速将维持中等水平；二是产品均衡发展，健康险和年金维持较高增长。
- 投资端：长端利率下行预期充分，多元配置积极应对。** 伴随名义经济增速放缓，长端利率下行压力增大，但市场对此已反应较为充分，多数公司静态内含价值倍数已在 1 倍以内。如果 CPI 高点或上升时间超预期，有望带来估值提振。不过，站在更长期角度看，利率中枢下移将增加保险资产配置压力，多元配置尤其是加大优质权益资产的配置，或将成为行业必然选择。我们判断 5% 的长期投资回报假设依然有效。
- 投资建议：优质赛道，价值成长。** 保险行业负债端最坏时点已过，2020 年健康险仍有望获得较高增长，同时在年金类储蓄型产品的带动下实现新单保费正增长。投资端方面，长端利率或下行带来投资压力，但多元化配置趋势持续加深将有助于维持平稳投资表现。当前板块估值整体仍处于历史较低位置，内含价值增速相对稳定，配置性价比依然较高，龙头险企得益于市场地位和渠道优势，更能充分享受优质赛道红利，建议关注：中国平安（601318.SH）/（02318.HK）、中国太保（601601.SH）/（02601.HK）、新华保险（601336.SH）/（01336.HK）、中国人寿（601628.SH）/（02628.HK）。
- 风险提示。** 保费增速低于预期，代理人规模持续脱落，外部环境不确定因素导致利率波动超预期等。

行业评级

买入

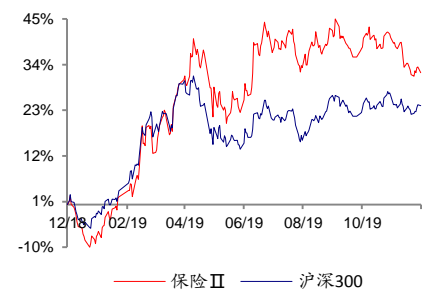
前次评级

买入

报告日期

2019-12-10

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

文京雄



SAC 执证号：S0260517060001



020-66335139



wenjingxiong@gf.com.cn

分析师：

鲍淼



SAC 执证号：S0260518020001



010-59136635



baomiao@gf.com.cn

请注意，文京雄、鲍淼并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 保险资管产品新规征求意见 2019-11-23
- 点评：统一保险资管产品监管标准，促进健康发展
- 2019 保险行业三季度报小结：负债端分化，低利率承压 2019-11-01
- 保险行业专题：我国商业健康险现状及创新发展方向 2019-10-29

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	股价	最近报告日期	评级	合理价值	EPS (元)		PE (x)		P/EV (x)		1YrVNBPS (元/股)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	人民币	83.59	2019/10/24	买入	92.65	8.60	10.06	9.75	8.28	1.28	0.92	4.18	4.51
中国平安	02318.HK	港币	89.50	2019/10/24	买入	103.21	8.60	10.06	9.39	7.97	1.23	0.89	4.18	4.51
中国太保	601601.SH	人民币	34.91	2019/10/31	买入	42.07	3.72	4.33	9.39	8.06	0.83	0.73	3.33	3.80
中国太保	02601.HK	港币	28.50	2019/10/31	买入	46.72	3.72	4.33	6.90	5.92	0.61	0.54	3.33	3.80
新华保险	601336.SH	人民币	45.87	2019/11/25	买入	63.11	3.80	4.99	12.07	9.18	0.73	0.63	4.18	4.60
新华保险	01336.HK	港币	31.55	2019/11/25	买入	40.48	3.80	4.99	7.45	5.67	0.45	0.39	4.18	4.60
中国人寿	601628.SH	人民币	33.41	2019/10/30	买入	33.63	2.08	1.66	34.44	29.57	1.01	0.91	2.17	2.54
中国人寿	02628.HK	港币	20.20	2019/10/30	买入	24.76	2.08	1.66	18.73	16.08	0.55	0.49	2.17	2.54

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 12 月 10 日收盘价计算, 盈利预测及相关估值以人民币单位为基础计算

目录索引

海外启示：储蓄型产品占比高，保障型产品充分	5
美国：年金险为主，健康险和传统险为辅	5
英国：年金类产品占据主导	7
德国：储蓄型产品占比较高	8
日本：年金、寿险为主体，健康险覆盖率高	10
负债端：最差时点已过，产品结构均衡促保费回暖	12
新单保费增速回暖，新业务价值增速分化	12
人海战术将终结，销售队伍优质增量，健康险仍将是主力险种	14
外部环境利好年金险，带动 2020 年新单保费增长	17
2020 年开门红有望改善	18
财险保费增速仍承压，农险政策利好	19
资产端：长端利率下行预期充分，多元配置应对挑战	21
权益类投资占比提升，投资收益率同比提高	21
利率下行预期充分，预计对估值影响有限	21
险资投资范围拓宽，利于提升投资收益率	22
2020 年展望：保费结构分化，低利率令配置更趋多元	23
负债端产品结构再平衡，银保渠道好转	23
资产端面临长端利率下行压力，资产配置将更趋多元	24
投资建议：中长期价值显著	26
风险提示	26

图表索引

图 1: 美国保险密度和人均 GDP 情况 (美元)	5
图 2: 美国人身险行业分险种保费规模情况 (十亿美元)	6
图 3: 美国人身险行业分险种保费同比增长情况	6
图 4: 美国人身险业务利润情况 (百万美元)	7
图 5: 英国保险密度和人均 GDP 的同比增长情况	7
图 6: 英国长期人身险业务规模情况 (百万英镑)	8
图 7: 英国长期人身险业务规模同比增长情况	8
图 8: 德国保险密度和人均 GDP 的同比增长情况	9
图 9: 德国寿险业务规模情况 (百万欧元)	9
图 10: 德国寿险业务构成情况	10
图 11: 日本保险密度和人均 GDP 的同比增长情况	10
图 12: 日本人身险业务规模情况 (十亿日元)	11
图 13: 日本人身险业务规模同比增长情况	11
图 14: 保险行业总保费收入 (万元)	12
图 15: 寿险行业原保费收入 (万元)	12
图 16: 财险行业原保费收入 (万元)	13
图 17: 个险新单保费 (百万元) 及增长率	13
图 18: 三家上市险企新业务价值率	14
图 19: 2013-2019H 代理人规模 (万人)	15
图 20: 中美日三国保险代理人占总人口比重	15
图 21: 2013-2019H1 代理人同比变动情况	16
图 22: 三家上市险企健康险保费收入 (百万元) 及占比	16
图 23: 人均 GDP (元/人) 和上市险企健康险保费占比 (%)	17
图 24: 10 年期国债到期收益率 (%) 和中国平安年金险规模保费占比 (%)	17
图 25: 招商银行 2019H1 实现保险代销收入增长 30%	18
图 26: 2014-2018 开门红保费收入占全年比重 (%)	19
图 27: 2014-2019 开门红保费收入增速 (%)	19
图 28: 三家上市财险综合成本率	20
图 29: 上市险企总投资收益率	21
图 30: 10 年期国债到期收益率 (%) 和 750 均线 (%)	22
图 31: 上市公司保险资产配置情况	23
图 32: 上市公司银保渠道保费收入占比	24
图 33: 利率是名义增长的映射 (%)	25
图 34: 利率中枢存在趋势性下行	25
表 1: 财险保费 (百万)	20
表 2: 2019 年上市险企产品策略	24

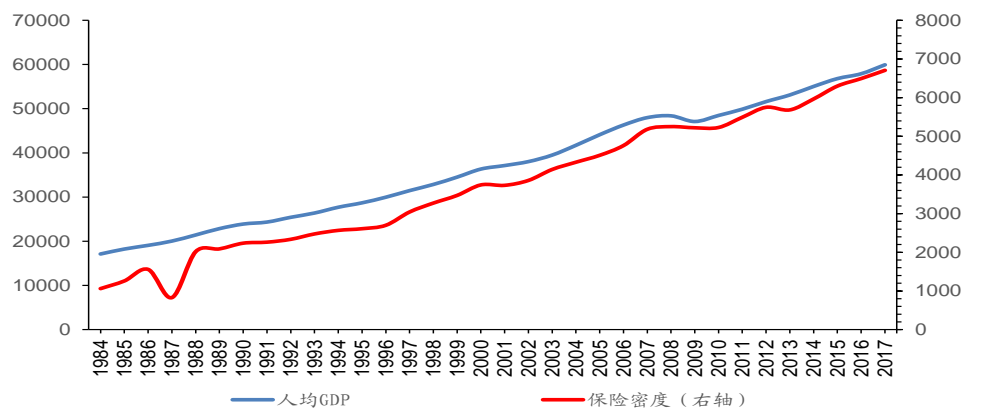
海外启示：储蓄型产品占比高，保障型产品充分

保险业的发展离不开经济的增长，美国、英国、德国、日本等发达保险市场的数据显示，保险密度与人均GDP之间高度相关。同时，寿险的产品形态随着经济的发展、居民寿命的延长而变化。基本的路径是：发展初期，寿险产品以传统寿险（两全险、定期寿险、终身寿险等）为主；随着经济发展、收入水平提高，身体健康状况引起新关注，以重疾险和医疗险为主的健康险开始成为主力险种；再进一步阶段，随着医疗技术进步、寿命延长，退休后养老问题成为关注焦点，年金险进入销售高峰。

美国：年金险为主，健康险和传统险为辅

美国是全球第一大人身险市场。1983年以来（除1987年），美国的保险密度和人均GDP的变化呈现出高度一致性。1987年美国保险密度并未随着人均GDP的增长而增长，并出现断崖式下跌、同比跌幅高达46.82%；主要原因在于1987年美国国会修改银行定义，禁止银行和保险混业经营，保费规模出现急剧下降；此后美国保险密度和人均GDP的增长回到一致的变化趋势并持续上升趋势。

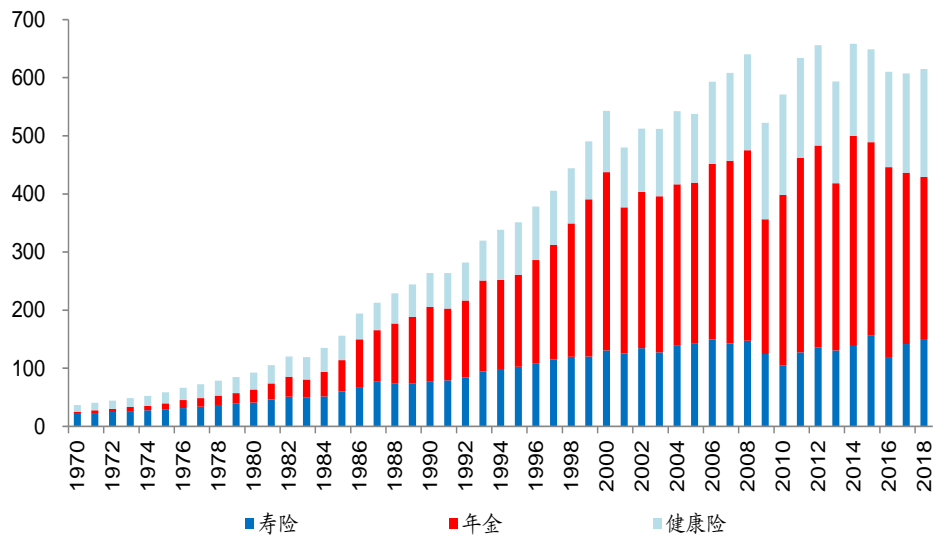
图 1：美国保险密度和人均GDP情况（美元）



数据来源：OECD、广发证券发展研究中心

在70年代，美国人身险行业以寿险保费收入为主体；进入20世纪80年代后，年金险规模大幅提升，健康险也得到了快速发展。2018年，在人身险保费收入中，寿险占比24.42%，年金险占比45.42%，健康险占比30.16%。

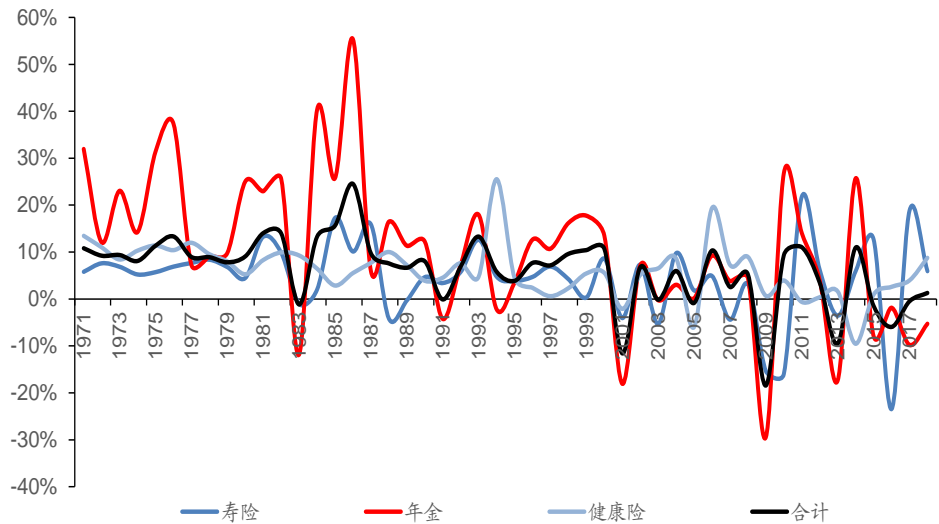
图 2: 美国人身险行业分险种保费规模情况 (十亿美元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

在保费增速方面, 各险种波动性较强; 年金险的波动幅度相对较大, 在规模扩张的早期增速较高, 进入稳定期后受经济发展因素影响更大。

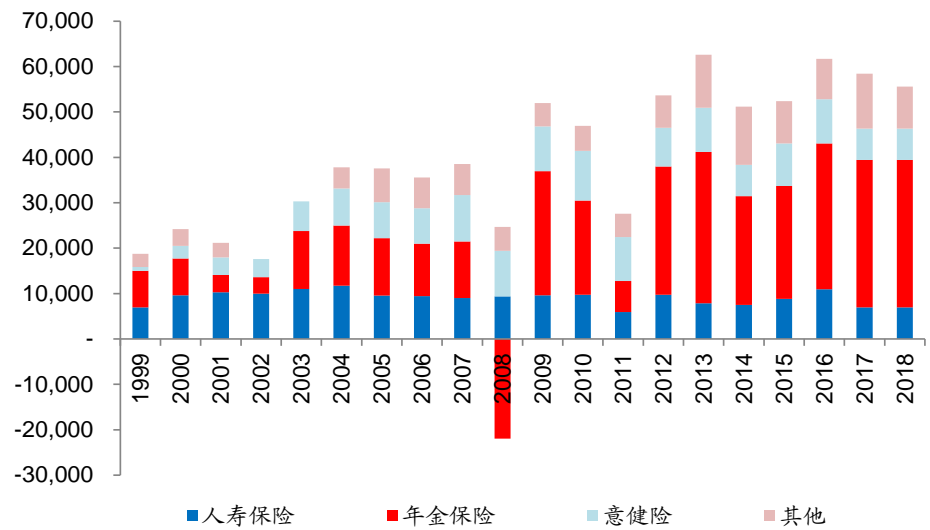
图 3: 美国人身险行业分险种保费同比增长情况



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

年金业务对美国人身险公司的利润贡献度同样较高。2018年, 年金业务的利润贡献占比约58%; 2008年, 全球金融危机造成保险投资巨额亏损, 当年年金业务也受到重创。

图 4: 美国人身险业务利润情况 (百万美元)

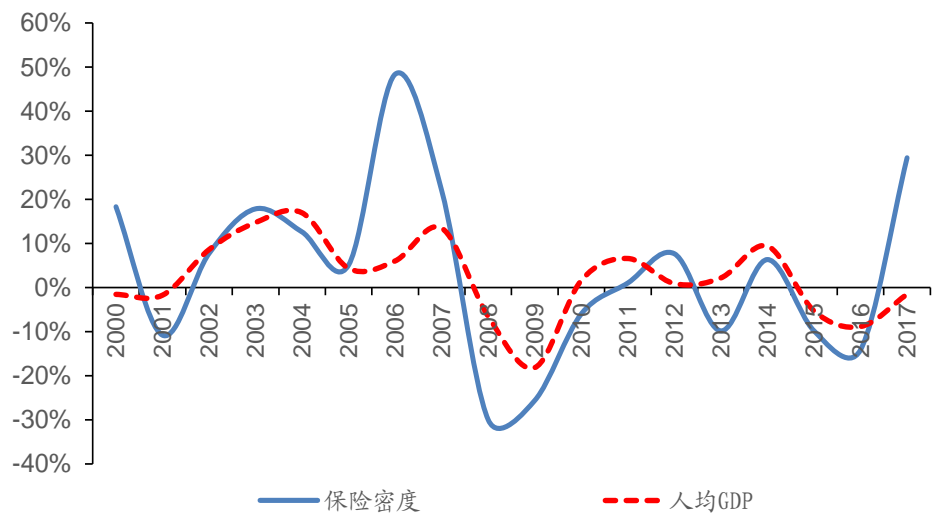


数据来源: ACLI、广发证券发展研究中心

英国: 年金类产品占据主导

21世纪英国的保险行业增长与国民经济的增速保持高度一致的趋势, 整体波动性相对更高。

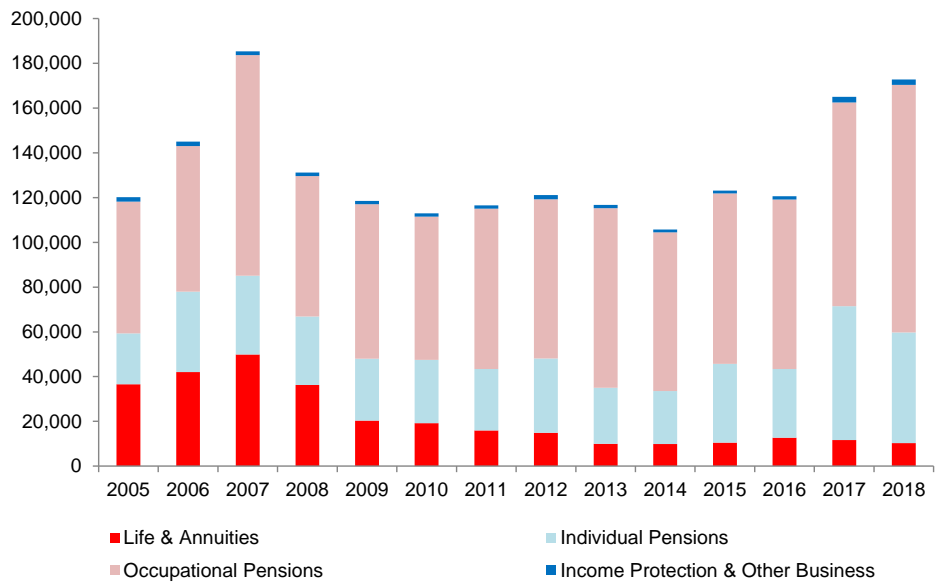
图 5: 英国保险密度和人均GDP的同比增长情况



数据来源: OECD、广发证券发展研究中心

英国的人身险行业保费收入主体是职业年金, 个人养老金也有较高的规模, 个人寿险和年金的规模近年来整体呈下降趋势, 保障性质的收入损失保险等规模相对较低。

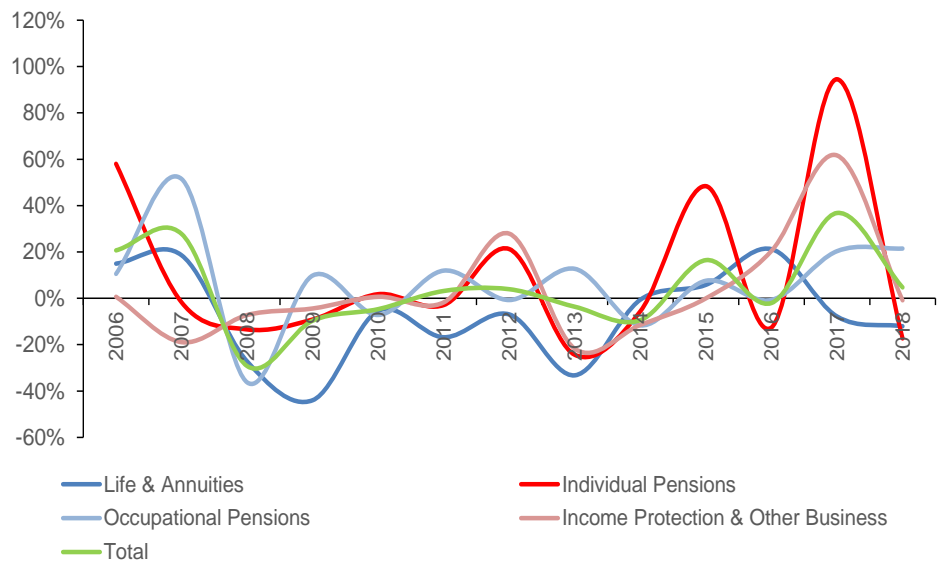
图 6: 英国长期人身险业务规模情况 (百万英镑)



数据来源: ABI、广发证券发展研究中心

从各项业务同比增速来看, 寿险及年金业务总体上呈负增长态势, 个人养老金业务和收入损失保障保险等业务近年来增速相对较高。

图 7: 英国长期人身险业务规模同比增长情况

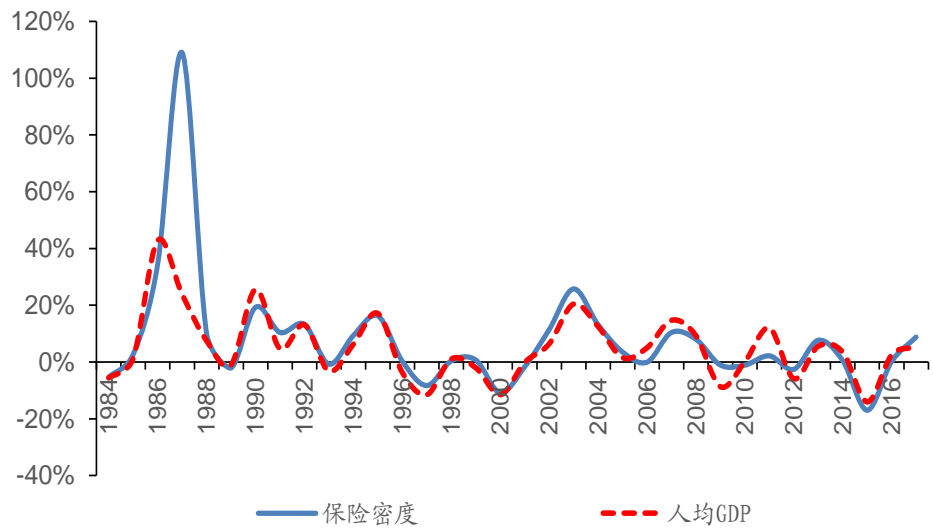


数据来源: ABI、广发证券发展研究中心

德国: 储蓄型产品占比较高

德国的保险行业发展水平与国民经济增速保持高度的一致性, 在20世纪90年代德国统一后, 其保险密度增速与人均GDP增速基本趋同。

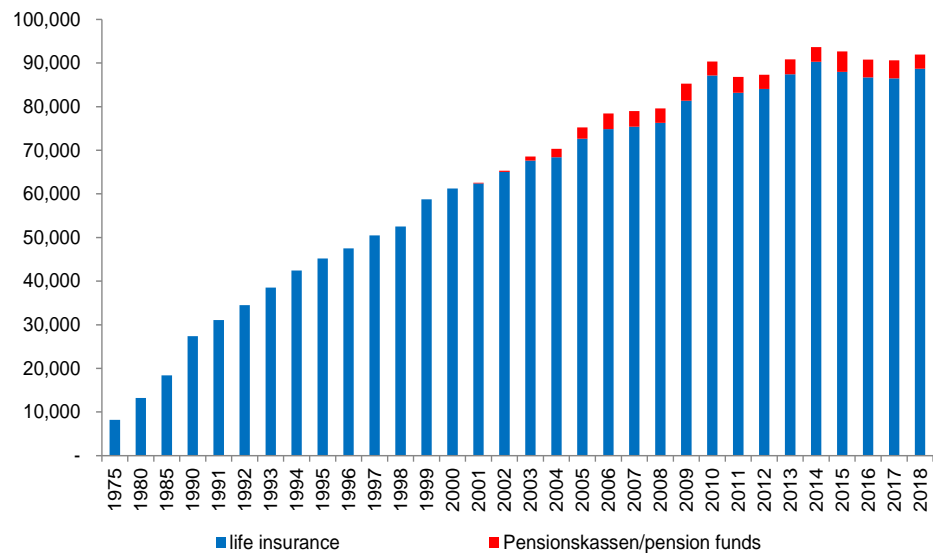
图 8: 德国保险密度和人均GDP的同比增长情况



数据来源: OECD、广发证券发展研究中心

德国的寿险保费收入包括寿险和养老金，这一金额是不包含健康险业务的（健康险业务单独统计），寿险业务占据主体地位。

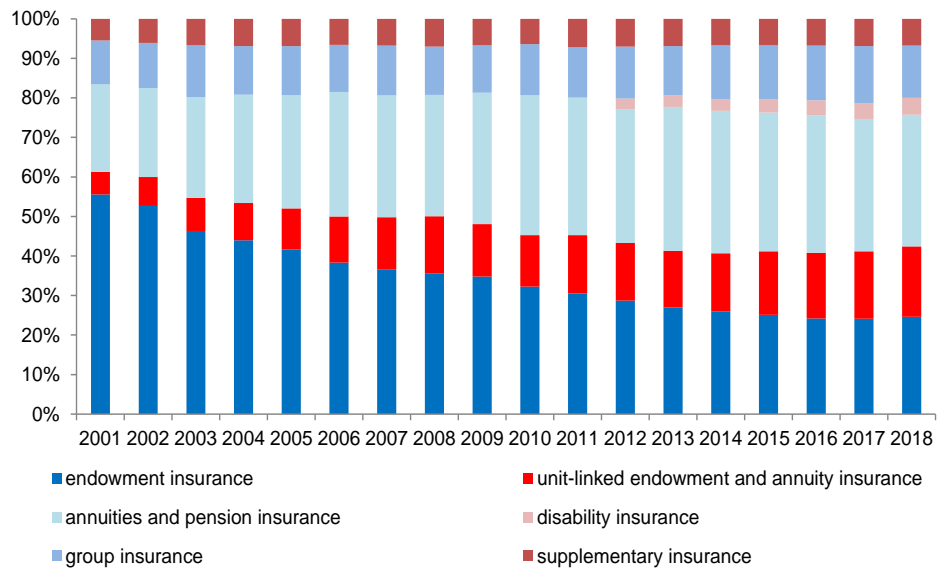
图 9: 德国寿险业务规模情况（百万欧元）



数据来源: 德国保险业协会、广发证券发展研究中心

德国的寿险业务主要包括两全保险、投连型的两全和年金保险、养老金、失能保险、团体保险和其他补充保险等，储蓄型的业务占比较高。

图 10: 德国寿险业务构成情况

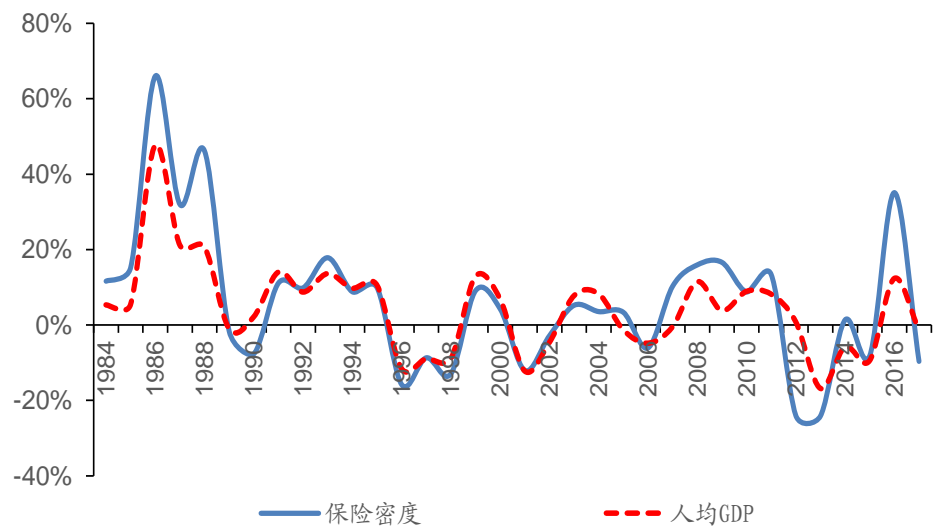


数据来源: 德国保险业协会、广发证券发展研究中心

日本: 年金、寿险为主体, 健康险覆盖率高

日本的保险行业发展水平同样与国民经济保持高度一致, 在20世纪80年代, 随着日本经济的腾飞, 保险密度也实现了高速增长; 随着日本经济增速的回落, 保险密度的增速也随之下降。

图 11: 日本保险密度和人均GDP的同比增长情况



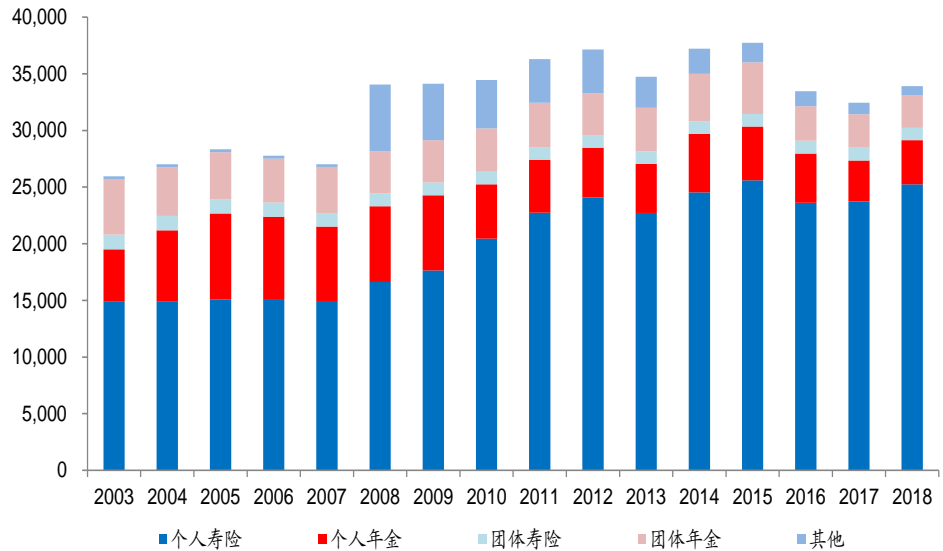
数据来源: OECD、广发证券发展研究中心

日本的人身险主要划分为寿险和年金业务, 同时区分个人和团体业务, 以及包括再保险在内的其他业务。其中, 个人寿险占据主体地位; 2018年, 个人年金在整体人身险业务中的占比约11.43%, 团体年金业务占比约8.44%; 个人寿险占比约

74.47%。

2018年，在存量个人寿险业务中，定期寿险占比为34.67%，终身寿险占比为22.17%，癌症及医疗险占比为2%（件数占比约21.24%）。

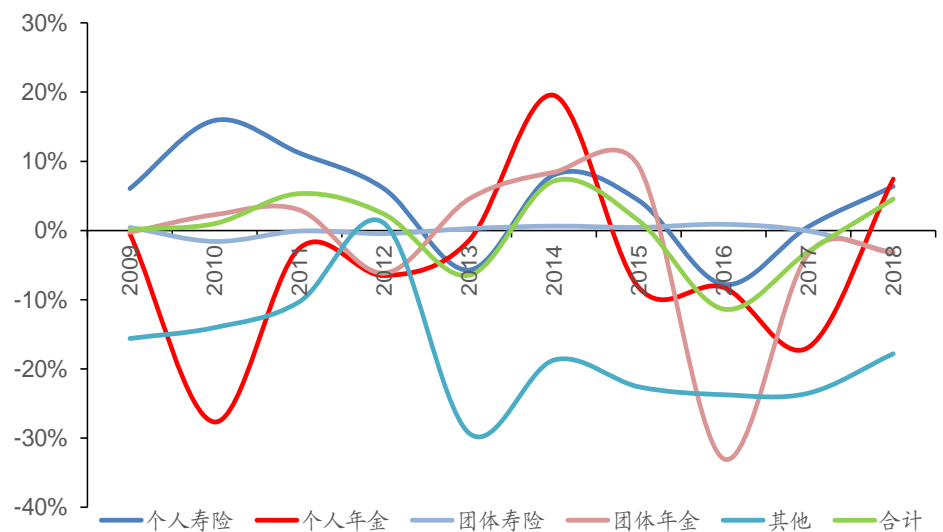
图 12: 日本人身险业务规模情况（十亿日元）



数据来源：日本人身险业协会、广发证券发展研究中心

在各业务保费同比增速方面，受行业及外部环境因素影响较大，增速波动较大，总体来看个人业务增长相对强劲。

图 13: 日本人身险业务规模同比增长情况



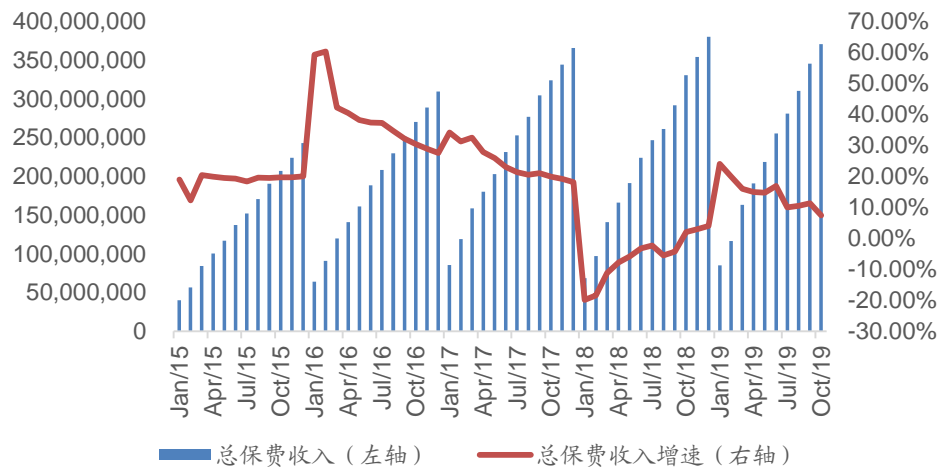
数据来源：日本人身险业协会、广发证券发展研究中心

负债端：最差时点已过，产品结构均衡促保费回暖

新单保费增速回暖，新业务价值增速分化

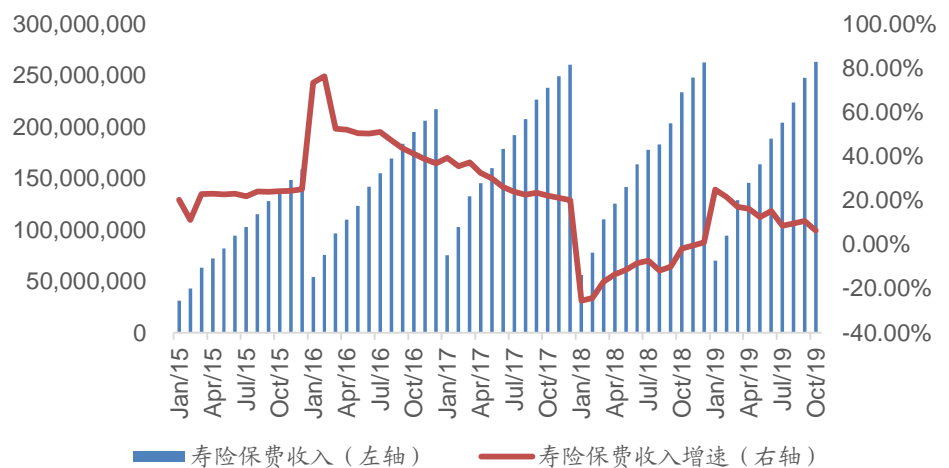
寿险行业总保费增速回升，但行业高速增长时期已过。根据银保监会数据，2019年前三季度保险行业实现累计原保费收入34520亿元，同比增长12.6%，总保费增速平稳。其中寿险行业原保费收入24751亿元，同比增长13.3%，增速回稳；财险行业原保费收入9768亿元，同比增长10.9%。截至2019年10月31日，我国四家上市险企中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险分别实现保费收入6685.67亿、5204.00亿、3069.23亿和1183.46亿元，同比增速分别为9.6%、5.8%、8.0%和8.1%。

图 14：保险行业总保费收入（万元）



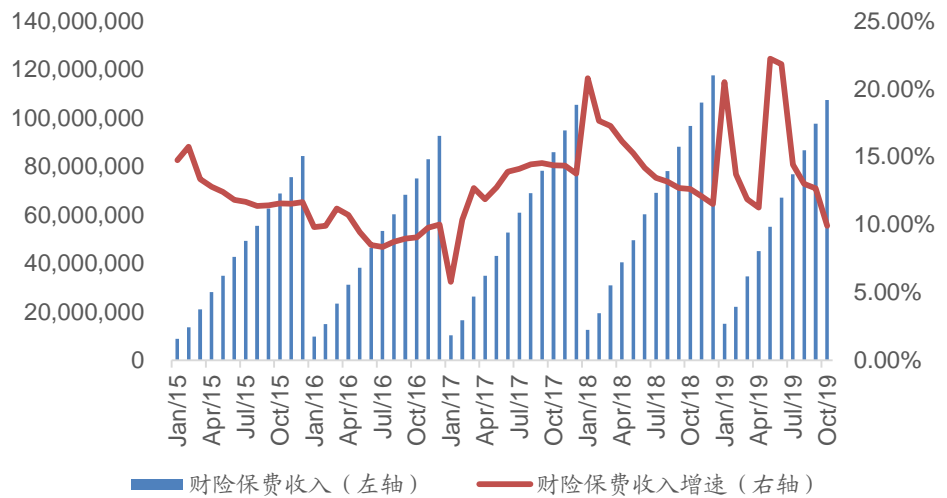
数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

图 15：寿险行业原保费收入（万元）



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

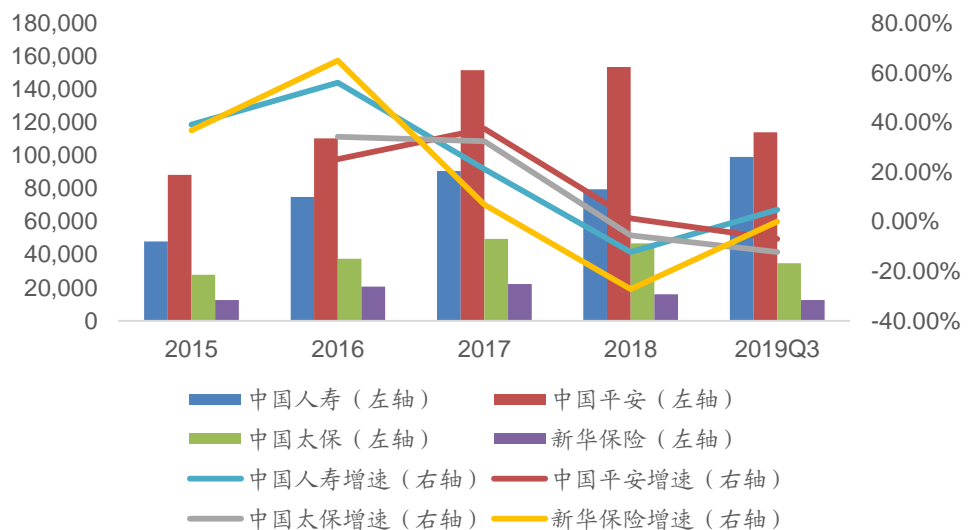
图 16: 财险行业原保费收入 (万元)



数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

寿险新单保费增速回暖, 上市险企分化明显。截至2019年9月30日, 中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险寿险个险新单保费收入依次为991亿、1139亿、347亿和125亿元, 同比增速分别为4.7%、-7.0%、-12.3%和-0.06%, 相较2018年增速呈现回暖态势, 其中中国人寿新单保费增速较高主要归因于开门红的高销量和代理人的增长对新单的积极作用。2019Q3, 中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险新单保费增速分别为 27.6%、-2.5%、-18.5%和-15.1%, 分化更加明显, 中国人寿表现明显优于同业。

图 17: 个险新单保费 (百万元) 及增长率

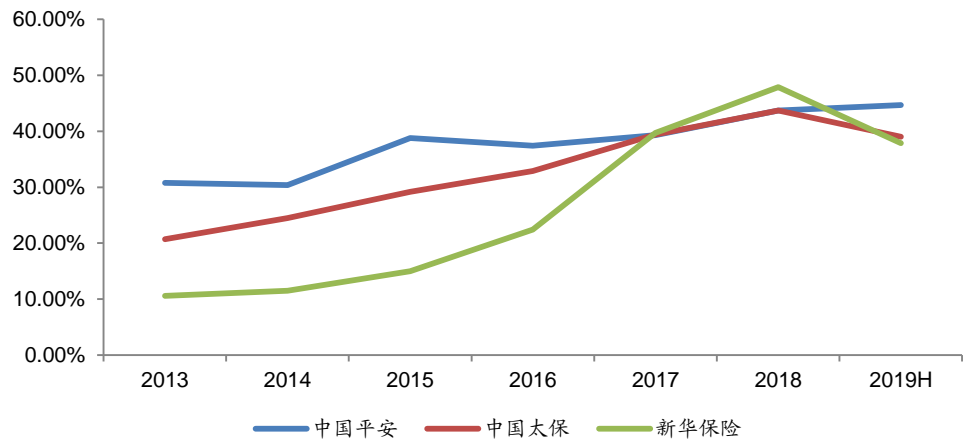


数据来源: 2015-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

新单保费分化、新业务价值率各异, 导致新业务价值出现分化。上市险企2019年上半年共实现新业务价值1006亿元, 同比增长7.6%, 其中中国人寿新业务价值同

比增速22.7%，增速远高于同业。新业务价值表现出分化的主要原因除新单增速分化明显外，新业务价值率也起着重要作用。中国人寿业务结构显著优化，以价值为先，规模与价值并重，且基数较低，导致量价齐升，价值率同比提升5.7个百分点；中国平安得益于坚持高价值高保障产品的销售策略，新业务价值率高达44.7%，同比增长5.7个百分点，促使了中国平安在新单保费负增长的情况下实现了4.7%的新业务价值正增长；中国太保淡化“开门红”，坚持季度均衡，短储限额销售，长储以“产品+服务”推动，新业务价值率出现小幅负增长，由去年同期的41.4%下降至39%，结合新单保费的负增长，导致新业务价值下滑，同比下降8.4%；新华保险价值率同比下降12.5个百分点，新业务价值同比下降8.7%，主要原因是公司战略发生了较为激进的变化，价值与规模全面发展、年金与健康险两手抓，从而导致规模有所提升但价值率显著下滑。

图 18: 三家上市险企新业务价值率



数据来源：2013-2019H 公司年报、广发证券发展研究中心

注：中国人寿因统计口径差异无法对比，2019 中报披露个险渠道新业务价值率为 36.6%，同比提升 4.2 个百分点；银保渠道新业务价值率 21.5%，同比提升 7.9 个百分点

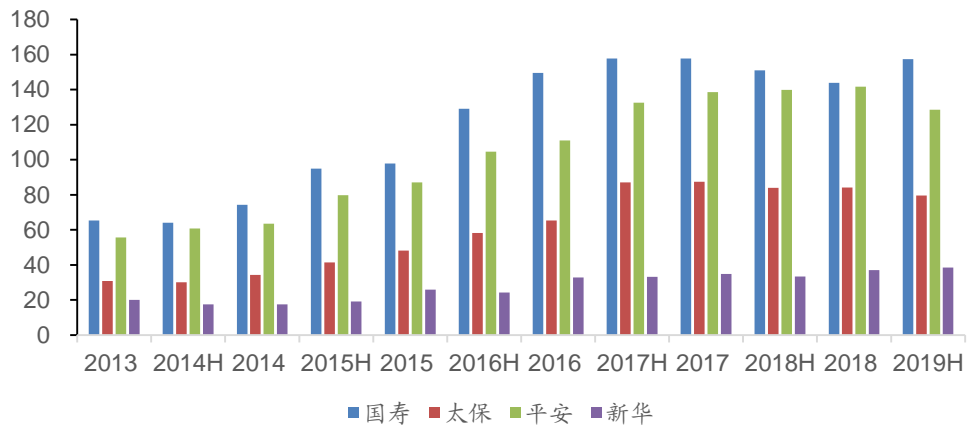
人海战术将终结，销售队伍优质增量，健康险仍将是主力险种

随着过往几年我国保险行业渠道发展的变革，人口红利后时代作为公司主要价值贡献的代理人渠道发展所存在的问题逐步暴露，迫使保险公司积极转型应对。四家上市险企面对行业发展的挑战率先转型，均提出质量提升是后续队伍发展的主要目标，中国人寿提出“扩量提质”，新华保险提出“发展为主基调、人力为先”，中国太保提出“量稳质优”，中国平安提出“有质量的人力发展”。

代理人规模上，2018年以来多数寿险公司代理人数量下滑，仅中国人寿和新华保险代理人数量逆势增长，主要源于代理人总量已经逼近天花板，以及保险公司主动“清虚”，淘汰低产能代理人。截至 2019 年第三季度，根据公司公告披露，国寿和平安的个险代理人分别为 166.3 万人和 124.5 万人，较去年年末的增速分别为 15.6% 和 -12.2%，较上半年末的增速分别为 5.7% 和 -3.2%。中国人寿 2019 年开门红年金产品销售较好，使得代理人收入有所提升，因此代理人增速相对较快；中国平安主动清虚部分低质量代理人，同时淡化开门红对代理人收入存在一定负面作用，

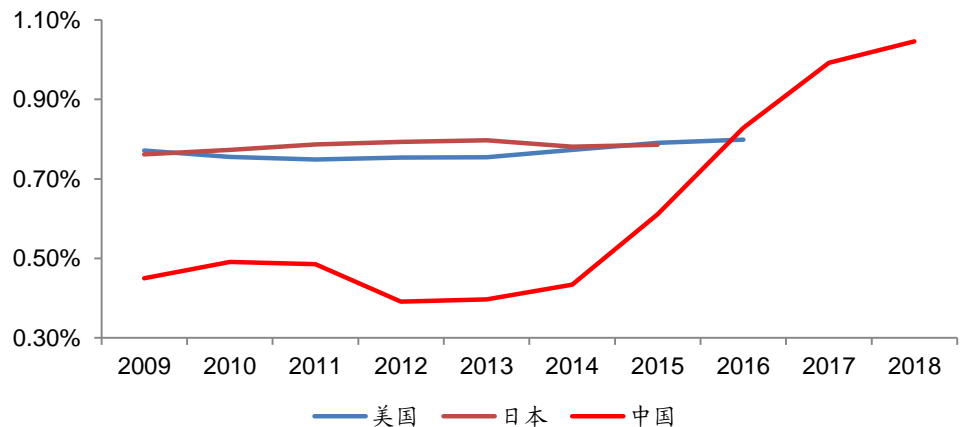
因此代理人规模出现负增长。新华保险未公开披露第三季度末代理人规模，但公司目前以扩大规模为代理人发展的思路，预计代理人有明显增长。太保的转型2.0核心在于代理人的质，预计规模承压。目前，寿险销售队伍仍处于调整阶段，但随着各家公司主动转型提升代理人质态，以“优质增量”升级队伍结构，我们看好未来以产能提升驱动保费增长。

图 19: 2013-2019H 代理人规模 (万人)



数据来源: 2013-2019H 公司年报、广发证券发展研究中心

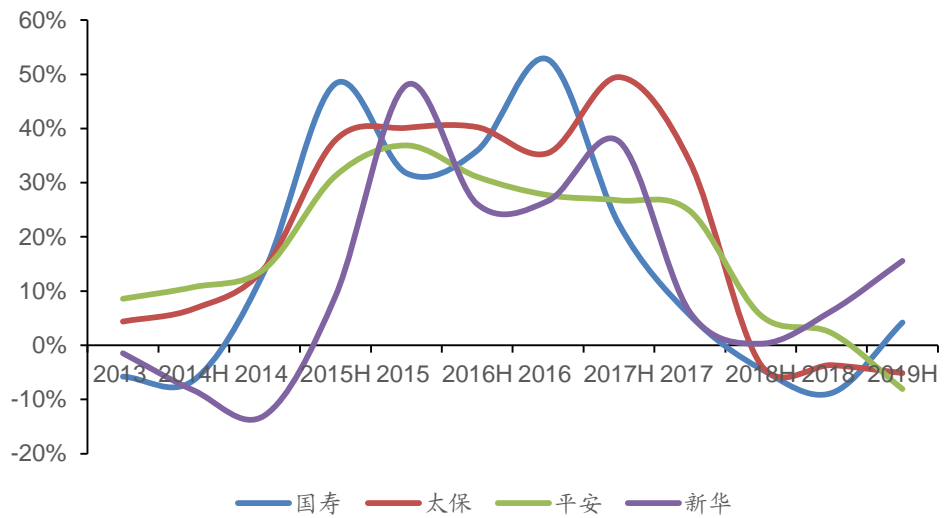
图 20: 中美日三国保险代理人占总人口比重



数据来源: 美日保险年报、广发证券发展研究中心

注: 中国数据以代理人总量除以城镇人口计算。

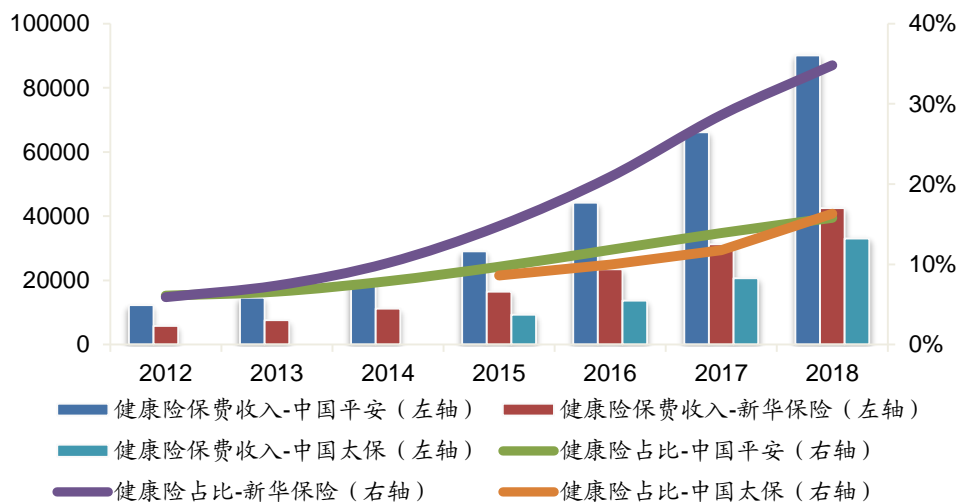
图 21: 2013-2019H1 代理人同比变动情况



数据来源: 2012-2019H 公司年报、广发证券发展研究中心

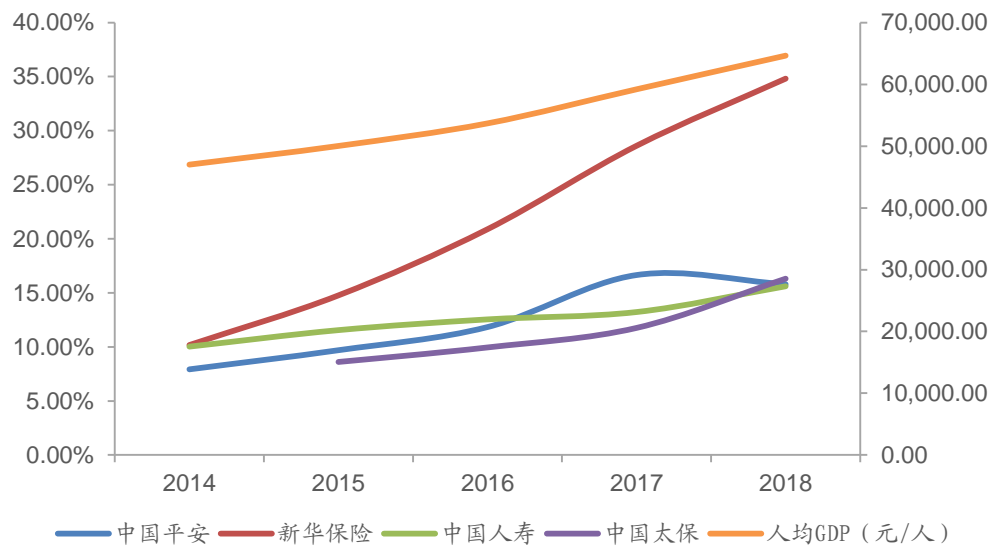
虽然目前代理人数量增长承压, 给保障型业务发展带来一定压力, 但自保险回归保障以来, 行业产品结构发生明显改善, 短期理财型产品占比断崖式下跌, 保障类产品尤其是健康险占比持续提升。2018年三家险企披露的健康险保费收入占总保费比例较2017年均有所上升, 其中新华健康险规模占比提升至34.8%, 健康险首年保费同比增长30.6%。总体上看, 行业重保障战略达成一致, 健康险未来仍是市场主力险种, 保障型业务潜力尚未完全释放, 值得持续关注。

图 22: 三家上市险企健康险保费收入 (百万元) 及占比



数据来源: 2012-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

图 23: 人均 GDP (元/人) 和上市险企健康险保费占比 (%)



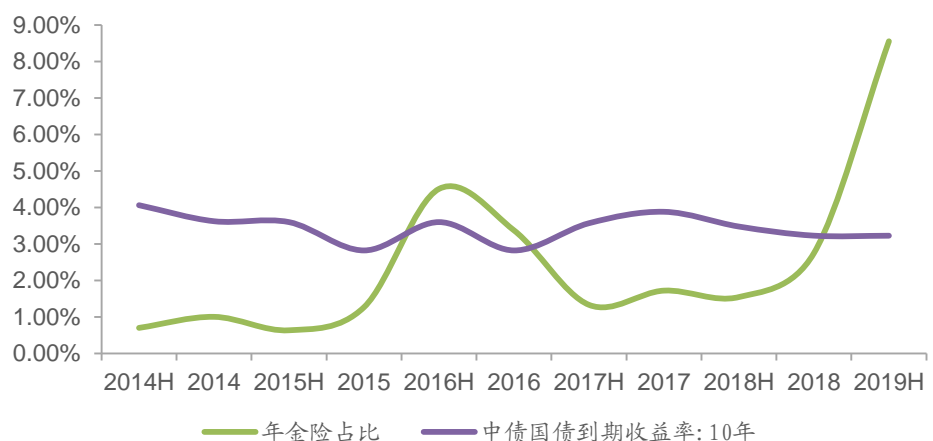
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

外部环境利好年金险，带动 2020 年新单保费增长

参考海外经验，随着长寿风险增加，并在税收递延政策支持下，年金险将逐渐成为寿险业的主力险种。国内终身年金还存在一定的销售压力，但短期年金已经开始上规模。

一方面，银行理财收益率下降，年金险相对吸引力增强。近年银行理财产品收益率下降，一年期银行理财产品收益率整体低于4%且不保本，而银行5年期存款利率仅2.75%。因此，预定利率介乎于3.5%-4.025%的年金险，显得具备较强吸引力。

图 24: 10年期国债到期收益率 (%) 和中国平安年金险规模保费占比 (%)

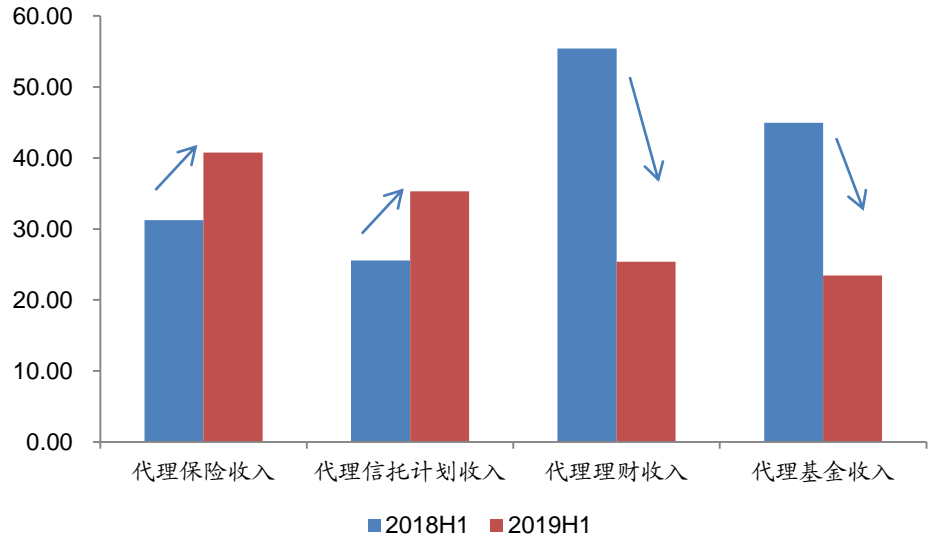


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

另一方面，银行渠道对应销售短期年金险、提升中间业务收入具有较强的意愿。2020年底是资管新规正式实施之时，为适应新的监管要求，银行理财产品要实行净值化转型，不再保本保收益，这对于部分理财客户而言产品吸引力下降，因此，具

有“刚性兑付”的保险产品成为理财市场上的新宠。银行为扩展中间业务收入，加大了保险产品代销力度，使得银保渠道成为保费增长的新动力。

图 25: 招商银行2019H1实现保险代销收入增长30%

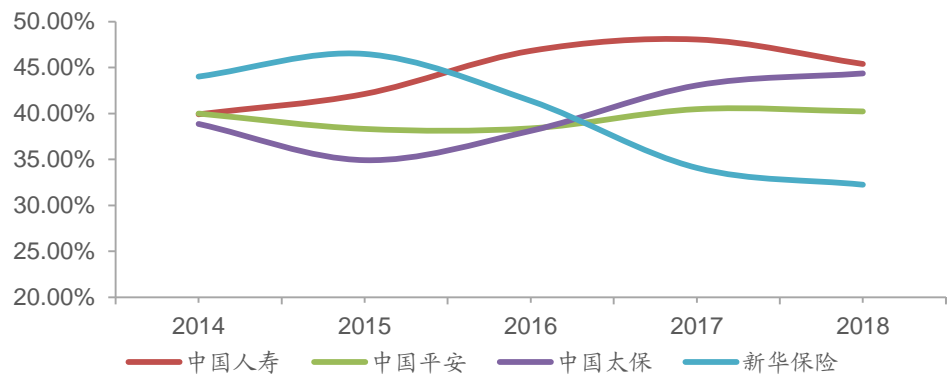


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

2020 年开门红有望改善

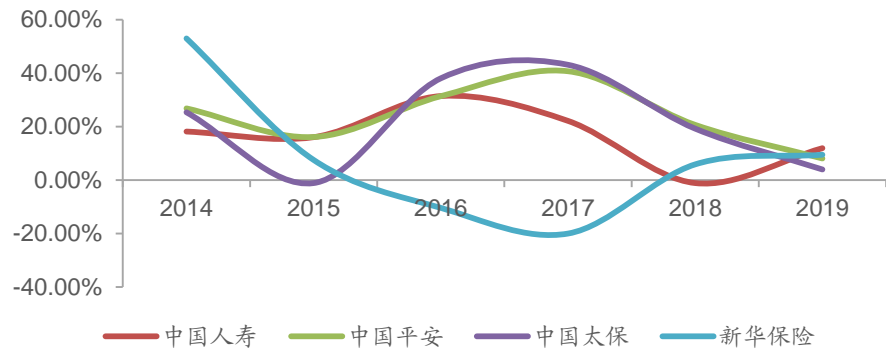
除年金险的直接推动作用外，存在多方面因素利好明年开门红。基数上看，上市险企2018年和2019年开门红新单普遍出现低增长或负增长，基数均相对较低。公司策略上看，各上市险企开门红节奏明显好于去年，中国人寿和新华保险提前启动开门红，且产品吸引力较强，中国人寿万能账户结算利率高达5.3%，缴费期限、保险期限更短，新华销售预定利率为4.025%的年金产品。此外，两公司持续扩大代理人规模，预计对2020年开门红产生积极影响。中国平安2018年淡化开门红的策略使年金险占比下降，从而导致新单保费负增长，目前产品结构较去年已相对稳定。

图 26: 2014-2018 开门红保费收入占全年比重 (%)



数据来源: 2014-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

图 27: 2014-2019 开门红保费收入增速 (%)



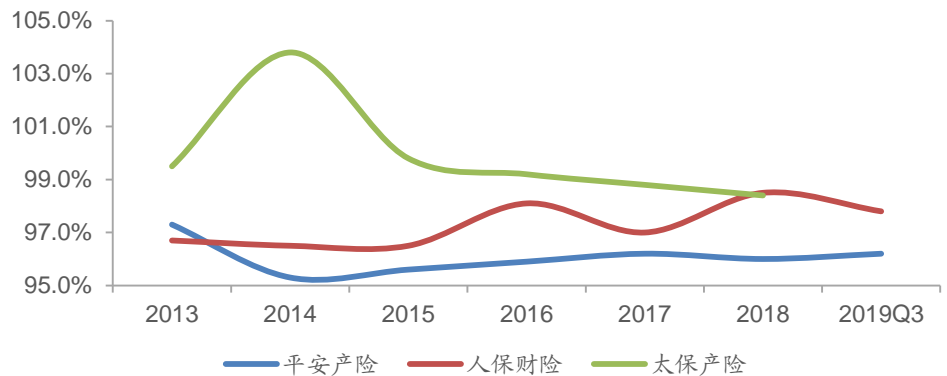
数据来源: 2014-2019 公司年报、广发证券发展研究中心

财险保费增速仍承压，农险政策利好

车险拖累财险增速，综合成本率有望稳定。截至2019年前三季度，财险保费占总保费的21%，同比增长8.18%。三大财险公司前三季度保费增速10%左右，中国人保、中国平安和中国太保保费增速分别为12.95%、8.78%和12.89%。2019年以来，新车销量增速下滑且费改后车险件均保费下降，行业车险保费增速持续下滑，我国三大财险公司前三季度保费中车险对增速贡献仅为4.55%，拖累财险保费增速，预计2020年车险保费增速仍维持中低水平。

不过，2018年底以来，监管层重点整治费用投放乱象，“报行合一”开始较为严格执行，同时三季度起已赚保费形成率因素逐步消除，综合成本率有所改善，我国三大财险企业前三季度的综合成本率为中国人保97.8%、中国平安96.2%、中国太保98.6%（19H1），均低于100%的承保盈利平衡线。预计随着费改持续深化，长期将提高赔付率并降低费用率，综合成本率有望保持稳定。

图 28: 三家上市财险综合成本率



数据来源: 2013-2018 公司年报、2019 公司季报、广发证券发展研究中心

非车险强劲增长，农险政策利好。2019年国家政策倾向扶持农险业务，使得非车险明显受益，我国三大财险公司2019年前三季度非车险保费同比增长26.28%，其中中国太保和中国人保非车险保费分别同比增长32.30%和31.68%。2019年10月12日，财政部、农业农村部、中国银保监会、林草局联合下发《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》的通知，要求到2022年，基本建成功能完善、运行规范、基础完备，与农业农村现代化发展阶段相适应、与农户风险保障需求相契合、中央与地方分工负责的多层次农业保险体系。稻谷、小麦、玉米3大主粮作物农业保险覆盖率达到70%以上，收入保险成为我国农业保险的重要险种，农业保险深度（保费/第一产业增加值）达到1%，农业保险密度（保费/农业从业人口）达到500元/人。到2030年，农业保险持续提质增效、转型升级，总体发展基本达到国际先进水平，实现补贴有效率、产业有保障、农民得实惠、机构可持续的多赢格局。在新指导意见下，各地有望陆续出台农业险支持政策，预计农险龙头中国人保有望受益。

表 1: 财险保费 (百万)

	2018Q3	2019Q3	同比增速
中国平安	181147	196875	8.70%
车险	130485	138683	6.30%
非车险	50662	58192	14.90%
中国太保	88983	100456	12.90%
车险	64041	67447	5.30%
非车险	24942	33009	32.30%

数据来源: 2019公司季报、广发证券发展研究中心

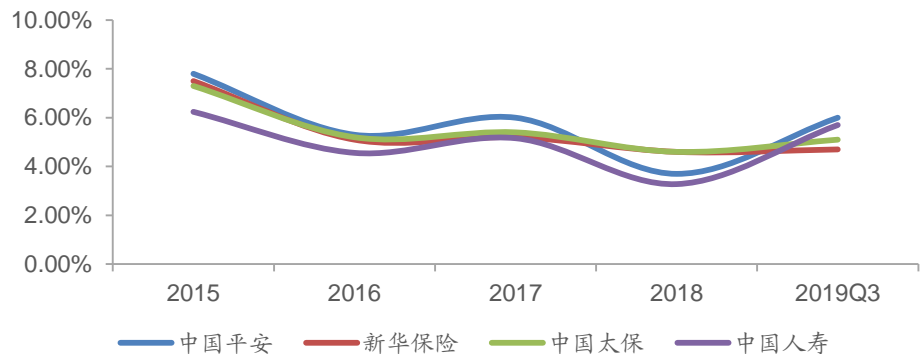
资产端：长端利率下行预期充分，多元配置应对挑战

权益类投资占比提升，投资收益率同比提高

截至2019年9月30日，中国保险行业资金运用余额17.8万亿元，较年初增长9.2%。其中，银行存款2.5万亿元，占比14.2%，较年初下降0.6个百分点；债券6.1万亿元，占比34.5%，较年初上升0.1个百分点；股票和证券投资基金2.2万亿元，占比12.6%，较年初上升0.9个百分点；其他投资6.9亿元，占比38.7%，较年初下降0.4个百分点。近期监管部门多次提出要推动放宽中长期资金入市比例和范围，因此未来保险资金投资权益类资产的比例有望进一步放开。

截至2019年9月30日，四家公司前三季度的总投资收益率分别为6.0%、5.1%、4.7%和5.7%，分别同比增长1.1、0.4、-0.1和2.4个百分点。

图 29：上市险企总投资收益率



数据来源：2015-2019 公司年报/季报、广发证券发展研究中心

利率下行预期充分，预计对估值影响有限

我国保险公司利润大部分由利差贡献，因此长端利率的变化会直接影响寿险公司的估值。2020年长端利率预计将进一步下行，但在通胀的支撑下预计下行幅度有限，且目前市场对长端利率的下行预期已更充分，预计对保险股估值的负面影响有限。具体而言，一方面，目前通货膨胀率较高在一定程度上限制了长端利率的下行空间；另一方面，目前市场对于长端利率的下行预期较去年同期已更为充分，2018年保险股在十年期国债收益率持续下行至12月3.23%时，出现明显的下跌且跑输大盘，但2019年第三季度十年期国债收益率在同一位置时，保险股并未出现太大的负面反应，因此2020年若长端利率向下的速度和幅度能够在预期内，则预计对保险股估值的负面影响有限。

图 30: 10年期国债到期收益率 (%) 和750均线 (%)



数据来源：中债网、广发证券发展研究中心

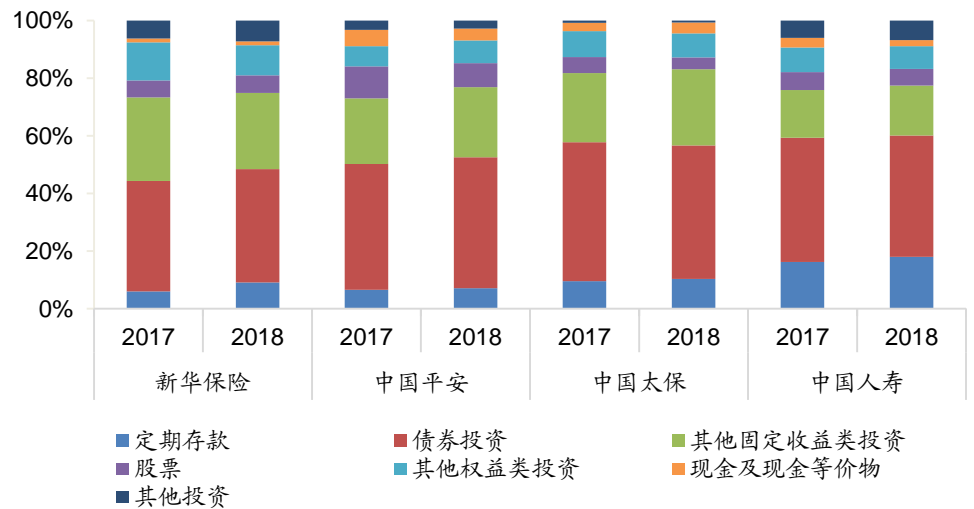
险资投资范围拓宽，利于提升投资收益率

投资收益直接影响险企利润。保险资金的主要来源是保费的收入，而保费收入属于负债，其中很大一部分会用于未来赔付，在保险产品的定价中包含预定利率等假设，保险公司必须达到一定的投资收益率才能保证销售的保单产生盈利。从利润表看，目前保险公司的投资收益在营业收入中的占比普遍超过10%，能够直接影响到公司的利润；从内含价值看，目前大多数寿险公司使用5%的投资收益率计算内含价值，若投资收益率不达预期，则会降低内含价值，影响公司的估值。

2019年起，监管部门对保险资金的投资范围有所拓宽。2019年1月，中国银保监会发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，允许保险资金投资银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券。2019年2月，中国银保监会发布《进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》，鼓励保险机构在风险可控情况下提供更灵活的民营企业贷款保证保险服务，为民营企业获得融资提供增信支持，并在加快研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围的限制，规范实施战略性股权投资。2019年11月22日，中国银保监会发布了《保险资产管理产品管理暂行办法（征求意见稿）》，旨在放松对ABS产品的投资限制，未来险资有望可以投资银行间和交易所交易的ABS产品。

保险资金投资范围的拓宽有利于提高投资收益率。2008至2012年我国保险投资资产占总资产的比例逐步降低，且银行存款占投资资产比例从2008年的36.0%逐步提升至2012年的52.0%。彼时，由于保险资金投资标的有限且大部分为银行存款，保险资金投资收益率从2009年的6.4%逐步下降至2012年的3.4%。2012年下半年，原中国保监会陆续出台了10余项投资领域新政，赋予保险机构更灵活的投资自主权。保险公司可投资范围涉及投资债券、股权、不动产、理财产品等证券化金融产品、金融衍生品、股指期货以及参与境外投资进行委托投资等。2013年起，保险投资资产占总资产的比例迅速上升至92.7%，同比提升了31.4个百分点，投资收益率达到5.0%，同比提升1.6个百分点并持续保持在较高水平。2019年监管部门对险企投资领域的进一步拓宽预计对投资收益率产生长期积极影响。

图 31：上市公司保险资产配置情况



数据来源：2017-2018 公司年报、广发证券发展研究中心

2020 年展望：保费结构分化，低利率令配置更趋多元

负债端产品结构再平衡，银保渠道好转

险企战略规划各异，引导产品结构再平衡。上市险企战略规划将在一定时期内引导其业务发展方向，四家上市险企策略各异。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；中国太保在“转型2.0”战略下继续坚持“大个险”战略，在新业务价值下滑的情况下保持内含价值稳健增长；中国人寿在“重振国寿”战略目标的引领下稳步推进“三大转型”，销售队伍量质齐升，主打长缴费期年金险，同时发展特定保障型保险，新业务价值增速远高于上市同业；新华保险在新管理层确定后推出“规模与价值并重”的发展战略，短期险销售增长缓解新单增长压力。随着134文的实施，未来行业产品结构再平衡仍将继续，保险行业的转型契机值得持续关注。

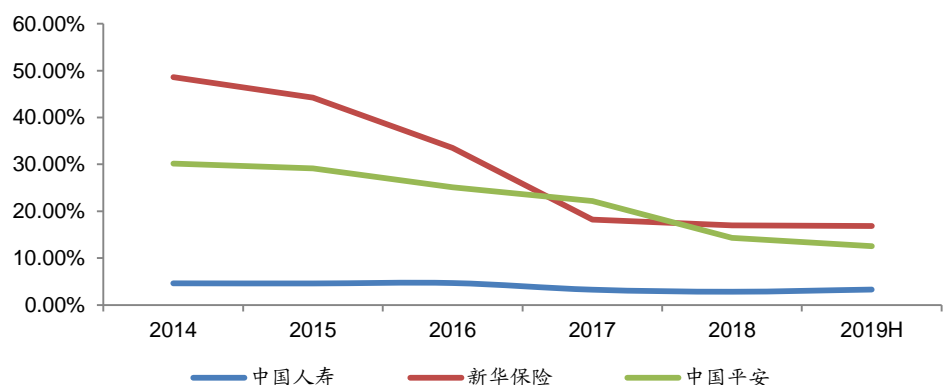
表 2: 2019 年上市险企产品策略

保险公司	产品策略
中国平安	<p>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。</p> <p>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。</p>
中国太保	<p>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。</p> <p>目前转型进入深水期，寿险依靠营销员人力拉动增长的模式难以持续，以产能和收入提升为核心的个人业务新增长模式仍处于探索阶段。车险在增强续保、直接掌握客户资源的竞争力方面有待进一步加强。</p>
新华保险	<p>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。</p>
中国人寿	<p>个险渠道方面，聚焦价值提升，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。</p> <p>银保渠道方面，聚焦长期期交业务。</p>

数据来源：2019 公司公告、广发证券发展研究中心

保费增速回暖。我国保险市场发展以来，伴随监管政策和行业风向的调整，一直在追求规模效应和注重质量增长两条发展道路上寻求平衡。在产品端始终是理财属性和保障属性的博弈，进而在渠道端演变成个险和银保的取舍。134文正式实施后，各家公司产品结构均调整偏向保障型，但各家公司在转向保障产品的同时不得不面对保费规模的明显下滑。如今自134文公布实施已近两年，行业负债端保费增速已明显乏力，此时理财产品的规模效应再次受到各保险公司的关注，银保渠道在经历大幅度整顿后出现回暖趋势。

图 32: 上市公司银保渠道保费收入占比



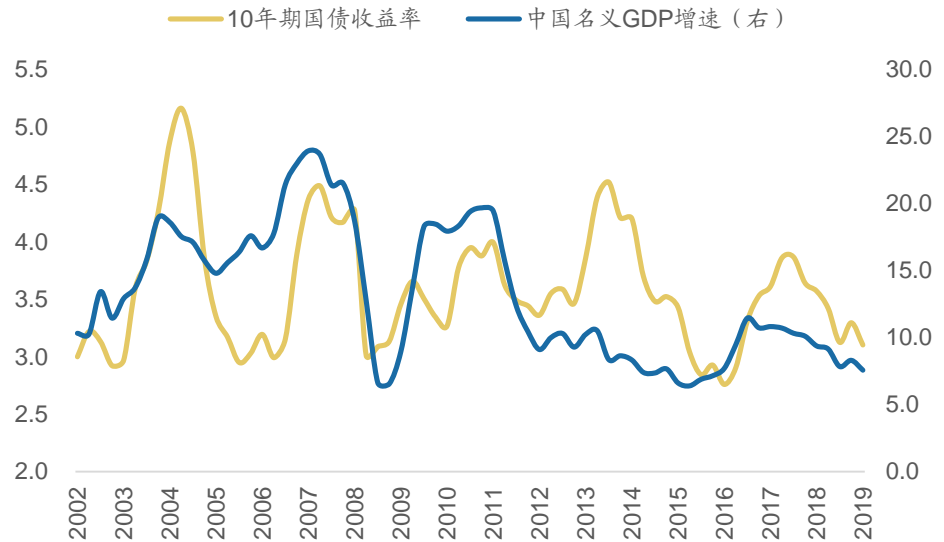
数据来源：2014-2019H 公司年报、广发证券发展研究中心

资产端面临长端利率下行压力，资产配置将更趋多元

利率是名义增长的映射，随着明年CPI冲高回落，经济的名义增长率也将回落，届时利率下行概率较大。对于保险公司来说，长端利率下行将在两个方面产生不利

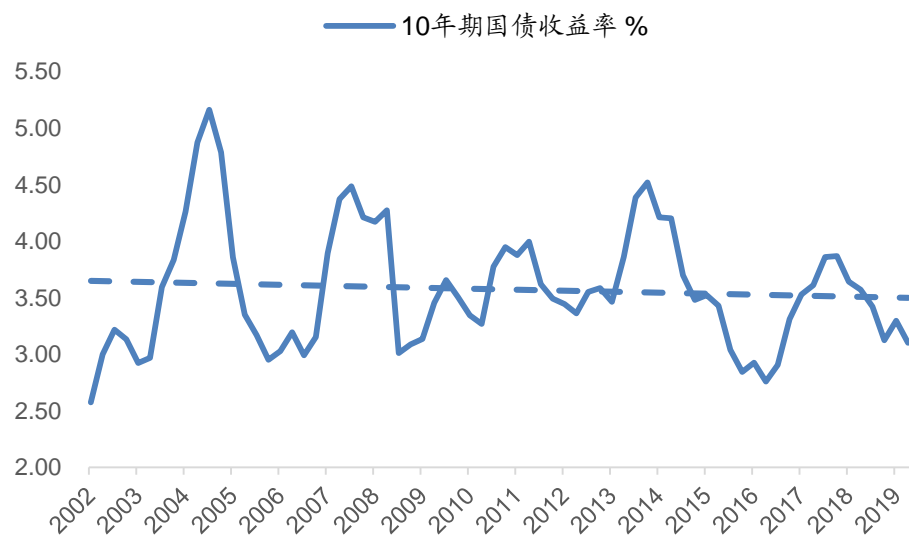
影响：一是拉低保险公司投资收益率，海内外历史数据显示，保险公司通过多元化资产配置，可以实现较10年期国债收益率（视为无风险利率）高200BP的回报，如果10年期国债收益率下行，则保险投资收益率也将面临下行压力；二是长端利率下行将导致保险公司补提责任准备金，从而费用增加、利润下降。

图 33：利率是名义增长的映射（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 34：利率中枢存在趋势性下行



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2019年上半年，从新华保险、中国人寿、中国平安和中国太保的资产配置情况看，除新华保险外，其余三家保险公司的权益投资比例均存在一定提升。长期来看，无风险利率下行是大势所趋，这导致保险公司实现利差非常困难，适当增持权益资

产，才有望提高总投资收益率。我们判断未来各家保险公司将加大优质权益资产的配置比例，尤其是低估值、高股息的资产将获青睐。

从投资收益率看，截至2019年上半年，表现最好的是中国人寿，其总投资收益率和净投资收益率分别为5.77%和4.66%，总投资收益率同比增加2.07个百分点。中国平安和中国人寿完成5%的总投资收益率假设难度不大，新华保险的净投资收益率保持稳定为5%。

投资建议：中长期价值显著

保险行业负债端最坏时点已过，2020年健康险仍有望获得较高增长，同时年金类理财型产品的增长有望带动新单保费正增长，我们判断产品综合价值率略有回落，但新业务价值量有望实现正增长。不过，四家上市保险公司之间，经营策略有所分化，平安和太保更加注重通过代理人产能提升的方式实现价值增长，国寿和新华更加注重保费规模增长实现价值增长。

投资端方面，长端利率或下行从而带来一定压力，但各家保险投资多元化趋势持续加深，尤其是对优质权益资产的配置将有助于维持平稳投资表现，我们判断各家公司仍能实现长期投资回报率5%的假设。

综上，当前板块估值整体仍处于历史较低位置，鉴于经营策略分化，我们建议关注中国平安(601318.SH)/(02318.HK)、中国太保(601601.SH)/(02601.HK)中长期价值，同时关注新华保险(601336.SH)/(01336.HK)和中国人寿(601628.SH)/(02628.HK)的交易性机会。

风险提示

保费增速低于预期，代理人规模持续脱落，外部环境不确定因素导致利率波动超预期等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。