

保险

行业年度策略

蓄势待发，迎接新常态、质态更优化

投资要点

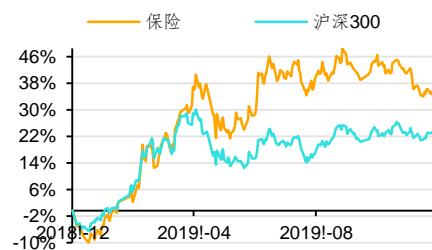
- ◆ **市场回顾与来年展望：2019年保险板块盈利估值双升**，现阶段，对利率下行的隐忧依旧存在，保险转型过程中不确定仍在。代理人粗放式扩员不可持续，但产能提升依旧不见改善迹象。展望2020年，**NBV改善有限**：1) 代理人调整中FYP增长乏力；2) NBVM提升的边际效应和空间递减。**此外险企将加剧分化**，切入大养老及大健康产业的上市险企，保险主业或更为受益。
- ◆ **人身险市场迎来确定性增量空间，竞争偏向一线等核心城市**：1) 2018年我国人均GDP6.46万元，已至保险市场进一步扩张临界点附近。泛一线城市基本进入临界点内，伴随着对外资险企全面开放，将是未来一段时间内核心竞争区域；2) IFRS17下险企对保费规模诉求有所降低；3) 新中国成立以来第二波婴儿潮所致的老龄潮已至，在国家养老难以支撑下商业养老日益迫切，对社会大众保险教育意义更为深远，保险产品弱需求属性或松动；4) 对外资险企全面开放，一线城市竞争或加剧，布局县域城市将有效抵御冲击，上市险企基于强品牌与强渠道效应，更能保持定力。
- ◆ **对财产险仍持观望、“老三家”格局稳固，最受益行业盈利能力改善**：1) 今年以来费用率的改善背后是严监管，预计2020年仍将持续；2) 新车销量下滑和严监管费改下件均保费下降后，**非车发展迅速将有效支撑起保费规模**；3) **上市险企基于强渠道和强品牌效应，以及经营积累下来的海量数据对于风险定价的能力更强**，在行业竞争恶化时尚能保持定力，待行业好转更为受益，“老三家”格局稳固。
- ◆ **投资建议**：无论从业绩还是EV看，明年的核心变量在于FYP。FYP一季度改善确定性强，但全年来看仍乏力。我们看好长期人身险表现，基于产品弱需求属性松动及人均收入步入临界点，2020年险企增长步入高质量新阶段。**上市险企作为头部险企在广阔市场空间及加剧竞争格局下更为受益**。结合上市险企目前对应的2020P/EV看（平安1.05x、国寿0.89x、太保0.66x、新华0.61x），我们依次推荐中国太保、中国平安、中国人寿及新华保险。主要系1) 中国太保：战略定力足，看好业绩改善，估值性价比凸显；2) 中国平安：受益于机构客户占比提升和核心资产逻辑，但目前估值吸引力降低；3) 中国人寿：Q120业绩改善确定性强，看好重振国寿战略，但目前估值有回调风险；4) 新华保险：价值与规模并举，新战略转型尚待观望。
- ◆ **风险提示**：长端利率下行速度超预期、资本市场回调、保险产品市场需求不足、代理人人均产能提升不及预期。

投资评级

领先大市-A 维持

首选股票	评级
601601	中国太保 买入-A
601318	中国平安 买入-B
601628	中国人寿 买入-B
601336	新华保险 买入-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.18	-5.70	13.14
绝对收益	-1.33	-3.23	39.28

分析师

崔晓雁

 SAC 执业证书编号：S0910519020001
 021-20377098

报告联系人

范清林

 fanqinglin1@huajinsec.cn
 021-20377065

相关报告

- 保险：快评《关于规范两全保险产品有关问题的通知》 2019-12-11
- 保险：10月寿险保费同比+5.70%，产险保费同比+9.70% 2019-11-19
- 保险：《健康保险管理办法》快评 2019-11-13
- 保险：利润受税优及投资增厚、新单依旧承压 2019-11-07
- 保险：家庭人身保障保险配置策略探讨 2019-10-22

内容目录

一、市场回顾与来年展望.....	3
(一) 多因素共振下保险板块跑出超额收益	3
(二) 展望 2020 年，新常态和分化将是两条主线.....	3
二、人身险：2020 年增速或仍较低，中长期空间仍看好.....	4
(一) 宏观：弱需求属性减弱、看好长期增长空间.....	4
1、成长空间毋庸置疑、但增速将步入新常态	4
2、保险弱需求属性或将出现松动	8
3、仍以核心城市为主、但下沉市场已在提速	9
(二) 微观：分化持续加强、头部险企强者恒强	11
1、2020 年 NBV 改善有限-基于新单增长	11
2、消费三力论分化	12
(1) 渠道：头部险企倚重代理人，中小险企或倒向专业及兼业中介机构	12
(2) 产品及品牌：“大而全”和“小而美”	13
3、监管护航下行业高质量发展.....	14
三、财产险：严监管持续、行业格局稳固.....	15
四、投资策略：继续看好寿险、关注产险改善.....	17
(一) 基于行业空间及竞争格局坚定看好上市险企.....	17
(二) 从估值水平探讨	18
风险提示.....	20

一、市场回顾与来年展望

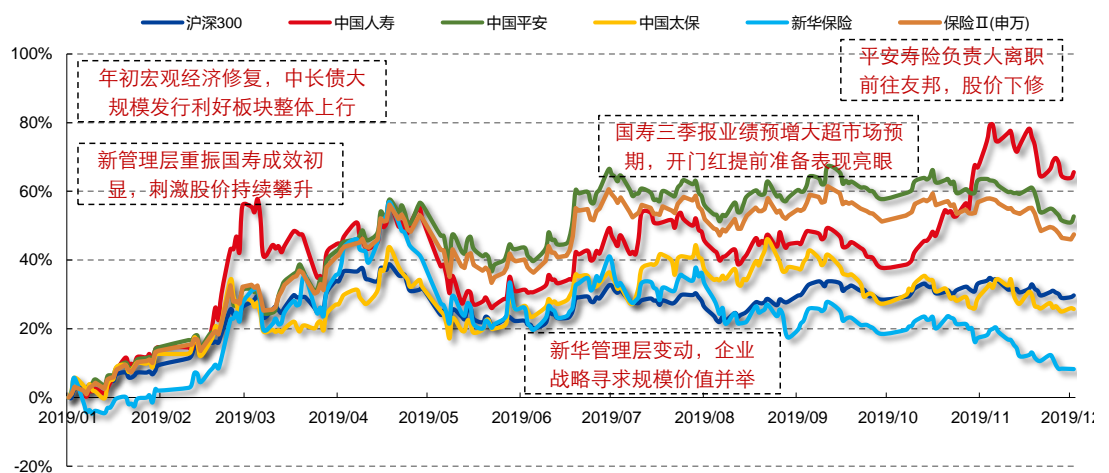
(一) 多因素共振下保险板块跑出超额收益

2019 年保险板块盈利估值双升。距 2019 年结束已不足一月，回顾过去一年，保险板块表现可圈可点。上市险企¹前三季度归母净利润同比增长 86.48%（国寿 190.41%、太保 80.21%、新华 68.83%、平安 63.19%），全年预计同比增长 74.17%。外部宏观环境叠加业绩催化，板块跑出超额收益，累积涨幅高于沪深 300 指数（截至 12 月 9 日）15pct。内部持续分化，国寿在战略转型下业绩表现大超市场预期、叠加提早开门红布局提升 Q120 业绩确定性，驱动估值上升。平安在新单承压下，仍受益于核心资产逻辑，估值仍有较强支撑。

9 月份后保险板块表现平淡。实际上进入 9 月份以来，在无明显催化因素下，板块涨幅基本与沪深 300 持平。上市险企月度保费数据无明显改善、平安新单持续承压反映出代理人提质增效之难、寿险高管变动等对估值产生扰动。值得注意的是中国人寿提前开启开门红，“鑫享至尊”年金险销售超预期完成，在业绩大增下股价持续上涨，开门红的提前准备给予市场 2020 年 NBV 高增长的乐观预期。

较多不确定性因素压制板块估值提升。现阶段，对于利率下行的隐忧依旧存在，保险在回归保障、高质量发展的过程中不确定仍在。代理人粗放式扩员不可持续，但产能提升依旧不见改善迹象。保险业来年负债端的改善有多大、利率下行的负面影响多久显现，是目前压制保险股估值上扬的重要因素。

图 1：保险板块受平安影响较大、今年以来国寿表现亮眼



资料来源：wind，华金证券研究所

(二) 展望 2020 年，新常态和分化将是两条主线

¹ 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险

展望 2020 年，我们从宏观大势、微观公司层面探讨、辅以中观监管，明年的保险行业走向到底几何。保险行业的高速发展时期已然过去，市场对于保费的增速不应过于苛求，整个行业将步入高质量发展的新时期。此外，分化或伴随着高质量发展加速，整体来看行业将分化出“保险+”综合服务商和保险产品提供商。险企的战略布局业已体现上述发展逻辑，业绩表现的滞后效应将直接影响到市场给予的估值水位，对此我们认为上市险企作为头部险企不断受益：1) 保险市场前景尚有广阔天地、头部大有可为；2) 布局大健康+大养老产业，反哺主业经营。

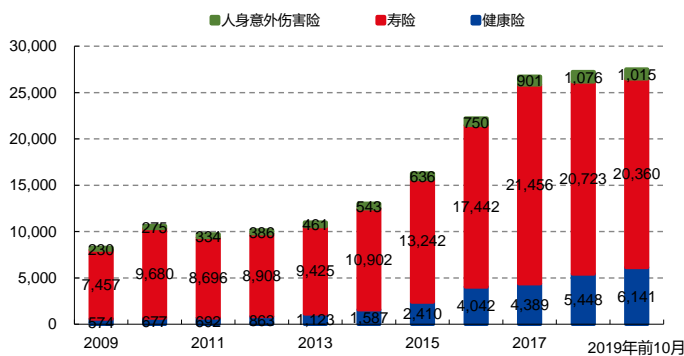
二、人身险：2020 年增速或仍较低，中长期空间仍看好

(一) 宏观：弱需求属性减弱、看好长期增长空间

1、成长空间毋庸置疑、但增速将步入新常态

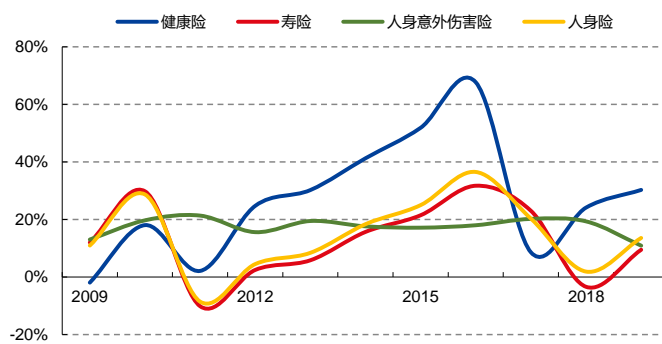
寿险深度调整下健康险形成较强支撑。2018 是人身险行业的深度调整期，新单保费下挫明显，退保率继续攀升²，据央行《中国金融稳定报告（2019）》数据，2018 人身险退保率较上年提升 31bp 至 6.83%。整体来看，2018 年我国人身险同比增长 1.87%（主要系寿险下滑 3.41%），2019 年低基数叠加保费回暖效应下实现 13.56% 的原保费增长。寿险整体低迷态势下，2018 及 2019 年前 10 月健康险分别同比增长 24.12% 和 30.27%，连续两年保持高增速³。

图 2：人身险中健康险占比已达 20%（原保费：亿元）



资料来源：银保监会，华金证券研究所

图 3：寿险在人身险中的高占比决定了人身险整体走向（同比增速）



资料来源：银保监会，华金证券研究所

2020 年开门红有望实现两位数保费增长，全年增长依旧乏力，但依旧看好人身险增速迎来新阶段。我们认为随着 2018 和 2019 年的调整，保费增长步入新周期，即由高速增长迈向高质量增长；期间伴随退保率下滑，续期保费对推动整体保费增长的作用进入稳定状态。2019 年前后头部险企纷纷进行管理层调整、组织架构变革，市场上部分观点解读为对于 2020 年的保费规模诉求将驱动负债端改善较强，但我们认为更多则是为了适应中长期的市场变革、发展逻辑以及竞争环境的变化。主要在于：

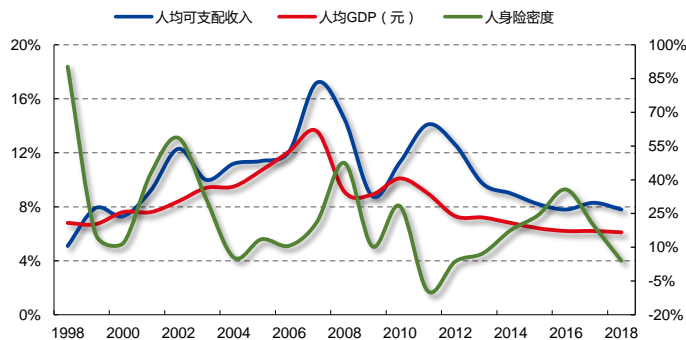
- 1) 经济新常态下，保费增速步入新常态。保险作为可选消费品，和我国宏观经济发展密切相关。世界银行研究表明，人均 GDP 步入 1-1.5 万美元，保险迎来一轮繁荣期。2018

² 2015 及 2016 年万能险集中销售在 2018 年开始迎来退保及给付高峰

³ 2017 年保险迎来严监管，“保险姓保”后中短存续健康险及万能健康险大幅削减

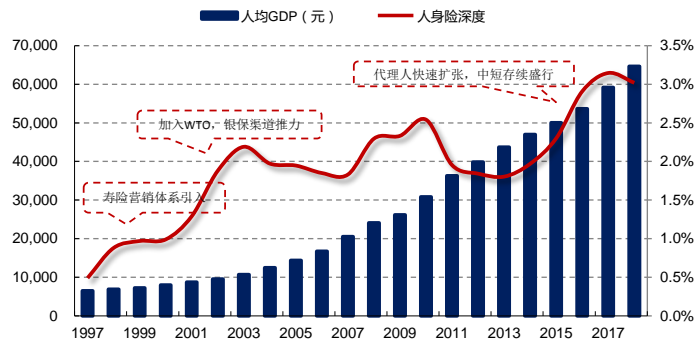
年我国人均 GDP6.46 万元，已至临界点附近。但实际上保险密度和深度（尤其人身险）提升速度和空间也受诸如人口结构、文化习俗等社会因素影响。从另外一个角度来看，风险意识的抬升必将对保险产品有所诉求，在经济新常态下保险产品（尤其人身险）的需求愈加个性化，这就导致人均收入的提升和人身险密度及深度的提升并不完全同步。我们认为人身险前景广阔前提不改下，保费增速也将受内外部经济文化影响进入新常态。

图 4：人身险密度、深度增速及人均可支配收入增速



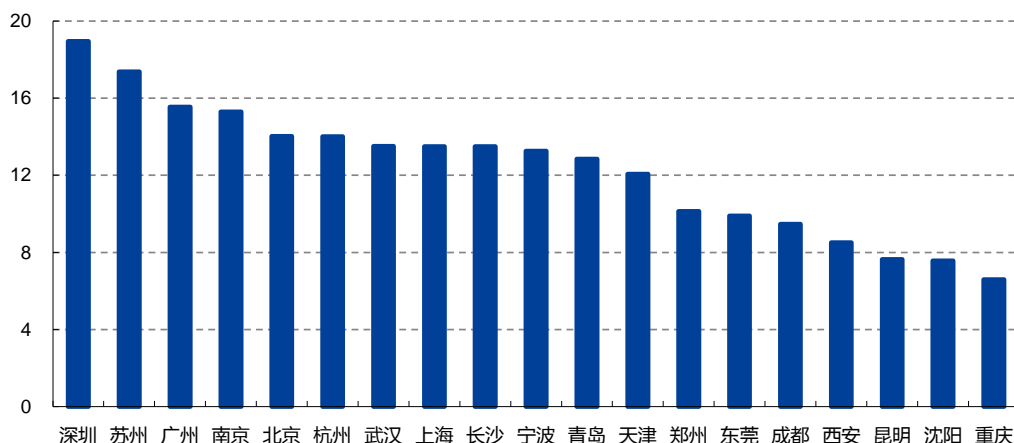
资料来源：国家统计局，银保监会，华金证券研究所

图 5：三轮人身险繁荣期



资料来源：国家统计局，银保监会，华金证券研究所

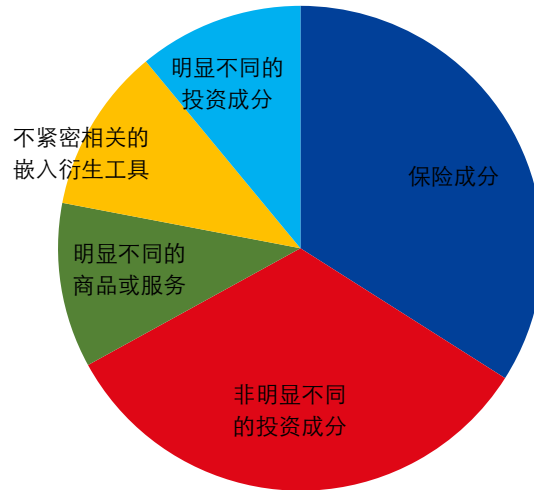
图 6：一线及新一线城市人均 GDP 基本突破 1 万美元（2018 年，重庆除外，图中单位：万元人民币）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

2) IFRS17 下对于保费规模的追求一定程度降低。若《国际财务报告准则第 17 号——保险合同》(IFRS17) 按预定期 2021 年实施，则由于对保费的确定更为严苛，一味追求粗放式扩张规模的路径不可持续、结构性调整或影响保费增速。主要表现为将与保险主合同“不紧密相关的嵌入衍生工具”和“明显不同的投资成分”以及“明显不同的商品或服务”拆分出来，此外“非明显不同的投资成分”也将剔除不得作为收入，与现行准则相比每年确认收入将出现一定幅度下降。但同时 IFRS17 也要求追溯调整，对于存量保单较多且风险保额较多的险企来看，增速受到的拖累影响较小。综合来说，IFRS17 下保费收入的确认驱动险企更加主动保单质量，从而改善保单结构，对于规模的诉求将一定程度降低，以适应保费的稳定增长。

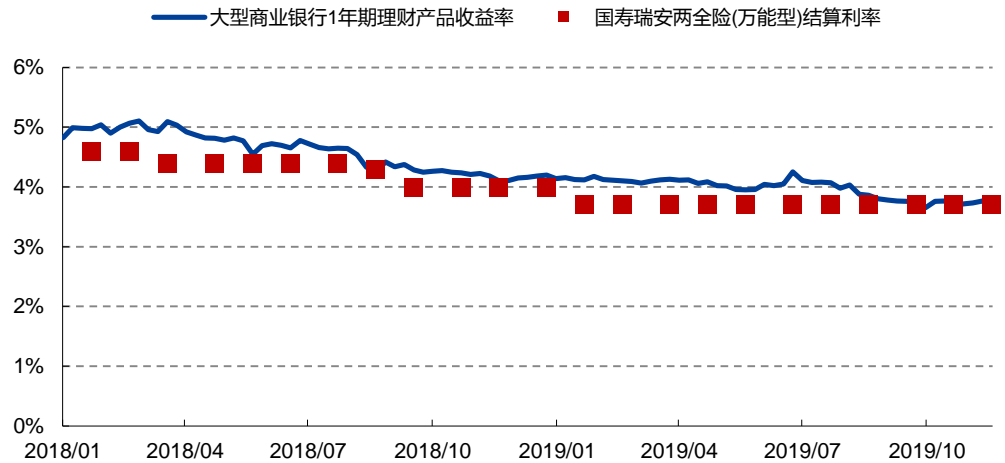
图 7: IFRS17 下对于保险收入的确认更为严苛



资料来源: IASB, 华金证券研究所

对 2020 开门红持乐观态度。市场基本对 2020 年开门红新单保费及新业务价值 NBV 改善保持乐观, 主要系今年上市险企 (主要为国寿) 提早为开门红造势, 积极布局; 同时也正如我们在中期策略中所论述的那样, 外部理财竞品收益率持续走低, 尤其在目前经济下行背景下爆雷不断, 年金险具备明显的“刚兑”属性, 且锁定的收益率在万能账户的作用下吸引力不断提升, 部分抵消了因预定利率最高 4.025% 下调至 3.5% 的负面影响-即定价更高或收益率下滑。

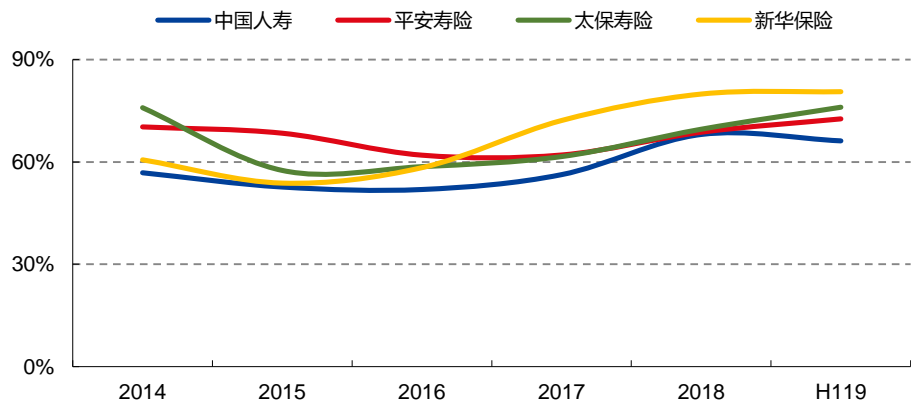
图 8: 经济下行下保险产品收益率吸引力上升



资料来源: wind, 华金证券研究所

诚如上文所述, 我们认为 2020 年新单销售依旧乏力, 但目前续期保费保持稳定贡献下, 新单销售的疲弱对整年保费的拖累各有不同, 主要系各险企期缴保费占比各有不同, 在向期缴转型逻辑下, 续期保费的拉动越来越明显。海外成熟市场经验表明, 在新单增长乏力下, 依靠深厚的业务底蕴 (期缴单) 依旧可以支撑起保费稳定增长。上市险企来看, 续期比例高的新华保险受新单对整体保费的拖累最小、中国人寿保费增速受新单的影响较大。

图 9：上市险企续期保费拉动效应明显



资料来源：公司公告，华金证券研究所

对于新单销售不会大幅改善的一个重要原因在于，我们认为渠道的调整，尤其是代理人团队的规整并不是一蹴而就的。据我们草根调研得知，保险公司代理人团队调整一般会在两三年内完成。而代理人增速变化，和 NBV 新单增速走势高度一致。今年以来行业主动清虚、扫除冗余人力，对代理人的诉求转变为产能提升，规模下滑导致的新单承压效应先行，而后在产能提升下新单增速逐步回暖。上市险企来看，平安代理人或主动或被动的脱落业已产生负面效应，国寿逆势提升代理人规模勉强保住 NBV 新单正增长，而新华在规模与价值并举后同时代理人小幅增长，推动新单保费远高于同业增长，太保亦受代理人脱落影响，新单明显承压。

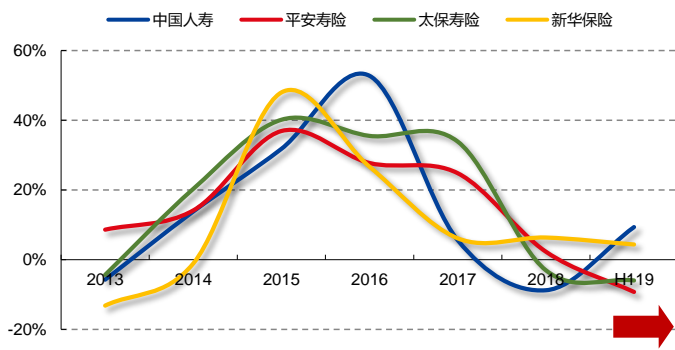
表 1：上市险企代理人团队策略

公司	规模 (万人)	策略
中国人寿	166.3 (Q3 末)	一方面坚持代理人提质扩量不动摇，另一方面强化高素质年轻人招募，打造高素质、高学历、高技能代理人队伍，同时主动清退低效人员，实现队伍由规模扩张向量质并举转变
中国平安	124.5 (Q3 末)	优才计划不断升级，目前占比 10%，优才产能是普通代理人的 1.7-1.8 倍；通过 AI 技术等加强增员管控、严格清退机制；加快科技应用，吸引高素质人才，实现有质量的人力发展
中国太保	79.6 (H1 末)	推动代理人团队分层画像与精细化管理，打造三支关键队伍：一是做大核心人力（目前占比 25%、三年后 40%），通过对队伍的分层与分类、建设一支专业队伍，以持续稳定的收入提升留存率；二是做强顶尖绩优（目前 600 人、三年后超 2000 人），面向高净值客户提供定制保险综合解决方案的专业服务；三是引进新鲜血液、打造 90 后年轻队伍（目前占比 15%、三年后 30%）、以服务新生代客群及补充公司队伍建设。
新华保险	38.6 (H1 末)	2019 年个险渠道再出发，转向大力发展销售队伍，以部组扩张为抓手，强调“人惟司本，本固司兴”，建设既大又强的销售队伍

资料来源：公司公告，华金证券研究所

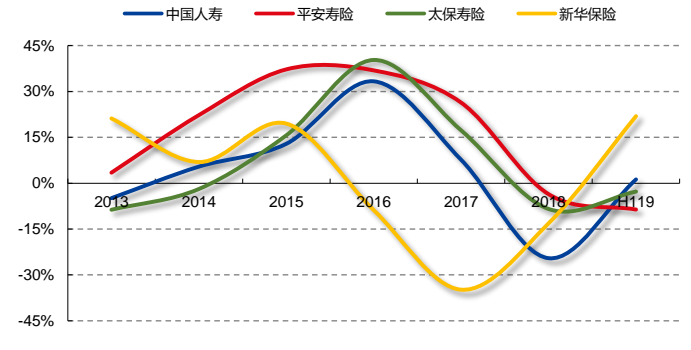
代理人团队调整的负面影响今年业已体现，就算负面影响全部消化，按照代理人调整的节奏，明年的新单增速也不可能出现大幅改善。国寿和新华代理人扩员或许可以带来较好的保费增长预期，但提质增效的逻辑不变，险企依旧寻求 NBVM 提升，依靠代理人扩员驱动新单的效应钝化，直接影响到明年的新单保费增速。

图 10: 上市险企个险代理人增速



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 11: 上市险企 NBV 新单增速

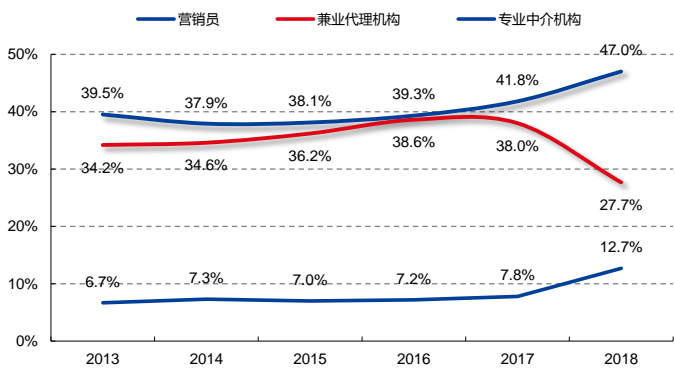


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

2、保险弱需求属性或将出现松动

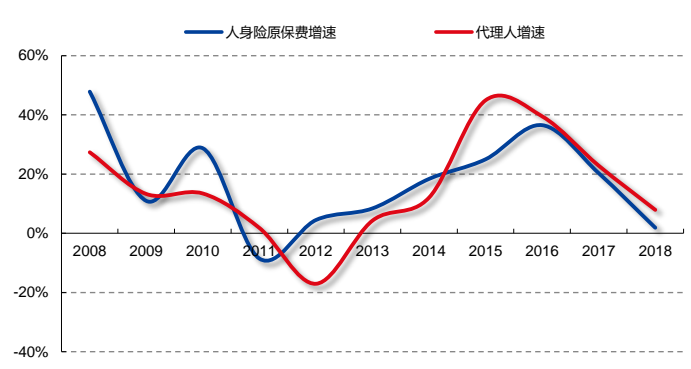
近年来的保费增长驱动核心在于营销。由于保险明显的“弱需求”特征，我国保险市场近年来的发展离不开中介渠道的壮大，即保险营销在市场增长中起到了核心作用。2013-2017 年的保费盛宴，大量中短期存续产品通过银保渠道售卖，保费贡献占比持续攀升，在 2017 年监管发文规范人身险产品设计与销售后，行业回归保障路径明晰，银保渠道受到重挫。带有“保障属性”的营销员（代理人）渠道保费贡献占比提升，至 2018 年已达 47%。值得一提的是，保险中介渠道贡献比例抬升，我们认为保险专业中介的崛起，客观上反映了社会大众的保险意识的提升。下一阶段保费增长的逻辑或在于风险意识提升带来的主动性保费收入提升。

图 12: 营销员+兼业代理机构 2018 年贡献 74.7% 保费收入



资料来源: 中国保险年鉴, 华金证券研究所

图 13: 代理人增速和人身险保费增速走势一致

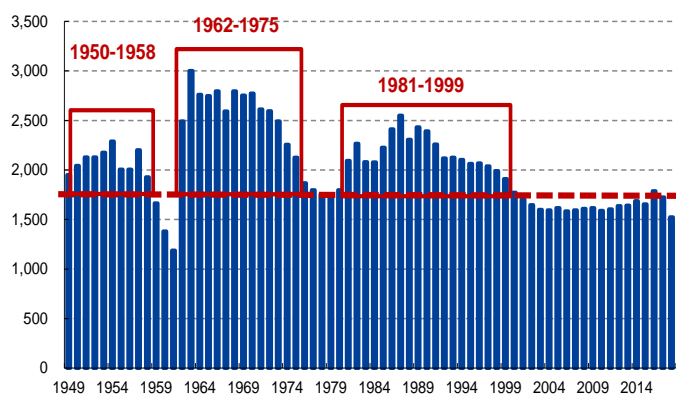


资料来源: 银保监会, 华金证券研究所

基本养老承压，亟需商业养老支撑，推动社会保险教育。我们从人口周期来看保费周期，新中国成立以来我国共经历了三波婴儿潮，分别为 1950-1958、1962-1975、1981-1999 年。目前来看，第二波婴儿潮已经迎来了老龄潮和退休潮，而据 population pyramid 预测数据，至 2030 年我国 65 岁人群占比达 14% 以上，已然进入深度老龄化社会。

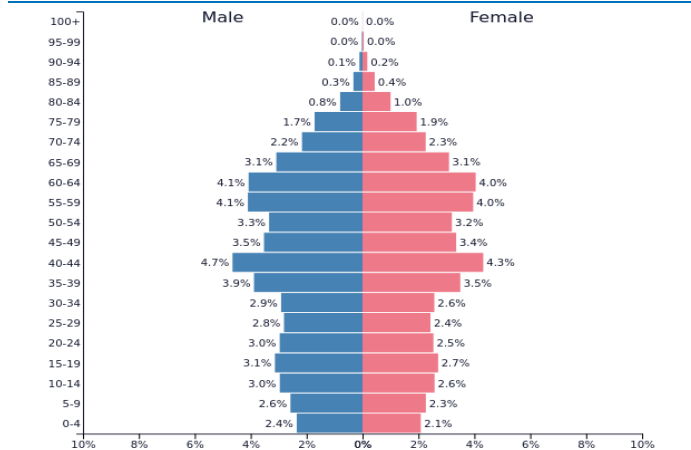
伴随着婴儿潮带来的老龄潮，政府养老负担将承受极大压力。实际上我国部分省市已出现养老金当期缺口，2018 年 7 月 1 日我国建立了企业职工基本养老保险基金中央调剂制度，各地按比例上缴中央进行当期拨付。据财政部披露数据，2019 年企业养老保险中央调剂基金预算 4844.6 亿元，其中辽宁、黑龙江和四川受到下拨 215.8 亿元、183.8 亿元和 177.8 亿元。

图 14：建国以来我国三波婴儿潮



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 15：我国人口年龄金字塔图（2030；%）



资料来源：populationpyramid，华金证券研究所

我们认为，随着第二波退休潮的到来，年金所表现出的“刚兑效应”-即稳定的现金流，将有效产生良好的保险教育意义，尤其在当下养老金持续承压、对于“老有所养”的诉求越来越紧迫。养老金压力或许可以唤起社会大众的风险管理意识，一般来说保险首先覆盖死亡、生病、意外等；随着社会经济的发展、人口寿命的延长，生存风险愈发明显，养老保险/生死两全保险需求提升，在人口老龄化进一步深化过程中，对于覆盖生存风险的保险需求依旧坚挺，健康险需求空间打开。即人身险产品开发策略伴随着社会经济发展而变化，从单纯的死亡保险到生死两全险到健康险。2020年起，我国长期储蓄险和保障险有望迎来共振。

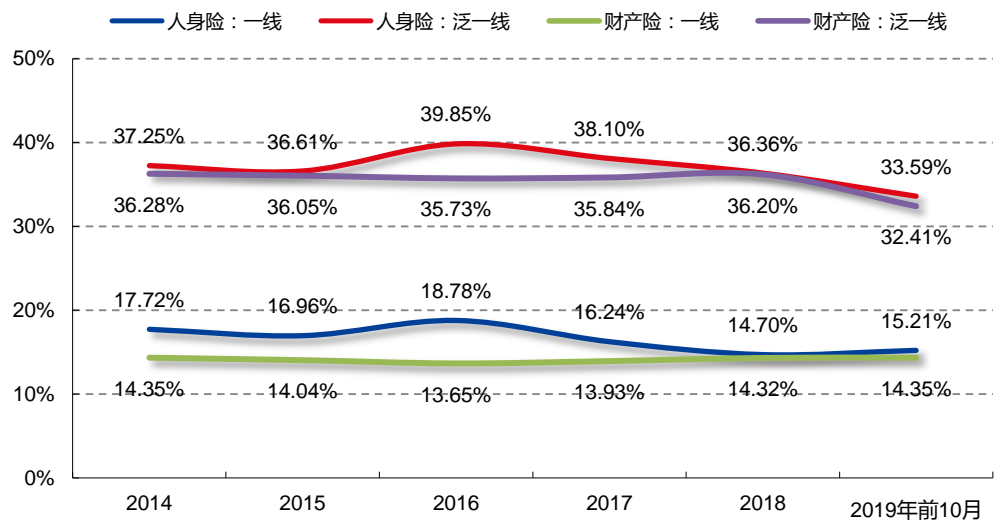
随之险企根据自身情况（资本实力、渠道铺设、战略诉求），寻求产品和渠道的匹配。“强储蓄+轻保障”、“大健康+轻储蓄”分别代表着偏规模和偏价值，上市险企多选择“储蓄年金+健康保障”路径，规模与价值并举，主要在于上市险企有更强的渠道支撑和更完备的战略布局。

3、仍以核心城市为主、但下沉市场已在提速

市场下沉一直在持续。近年来，“水滴筹”屡屡出现在朋友圈、保险短视频开始变现，由“相互保”到“相互宝”，引发的互助余温仍存。水滴公司在 2016 年从互助业务做起，次年便上线水滴保险商城。无论是“水滴筹”还是“相互宝”，亦或抖音/快手，三线及以下城市受众占据着相当的比例。这表明，在传统保险公司核心目标客群外的保险市场正在被挖掘。早在 2017 年中保协和社科院联合发布的《2017 年度中国保险业发展年报》就指出，“保险业向三四线城市下沉已成为不可阻挡的趋势”

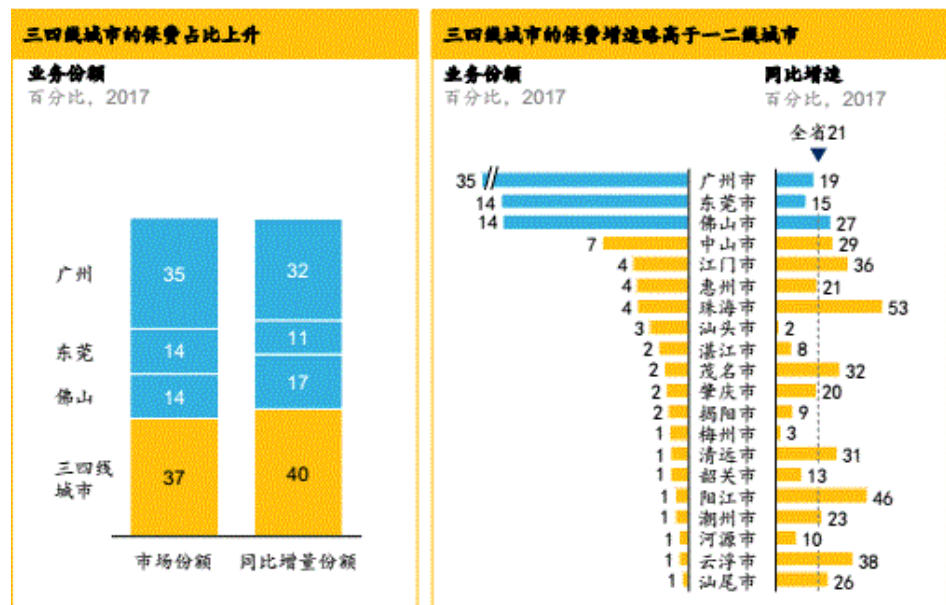
市场下沉速度或超我们预期。无论是人身险还是财产险，我国一线城市的保费贡献比近 5 年来一直维持着相对稳定的比例，新一线城市小幅度下滑，2019 年前 10 月泛一线城市人身险保费贡献比 33.59%、财产险保费贡献比 32.41%。人身险市场方面，自 2016 年以来泛一线城市外市场维持较高增速，这就是为什么一线及新一线城市人身险份额连续下滑，保险市场下沉的逻辑依旧强势。据麦肯锡《2018 中国保险业白皮书》，三四线城市的寿险增速持续高于中心城市，沿海经济发达省份的三四线和农村市场甚至贡献了超过 50%的保费增长。

图 16: 我国一线及泛一线⁴城市保费份额



资料来源：各地银保监局，华金证券研究所

图 17: 广东地区保费增量开始向三四线城市转移



资料来源：麦肯锡，华金证券研究所

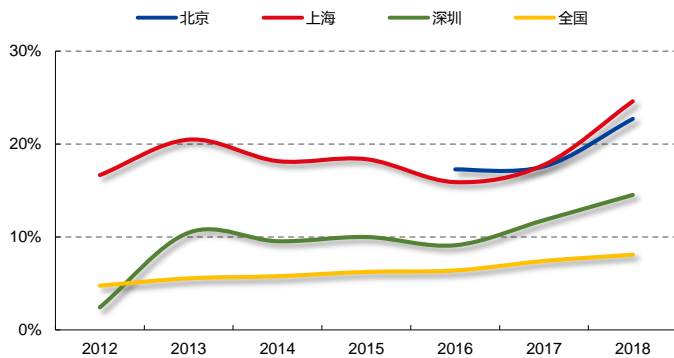
本土险企的先发优势足够大，我国保险市场的韧性足够强。我们叙述保险市场下沉的逻辑部分源于对保险市场开放竞争加剧的担忧。在今年 12 月 6 号银保监会公布的修订后《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》中，外资可持股人身险企 51% 比例，为 2020 年适时全面取消外资持股比限制预留制度空间。

外资优先布局一线城市将加剧市场竞争。我们认为，外资险企在内地市场布局仍优先一线城市，一线城市经济较为发达、社会开放程度更高，风险管理意识较高、保险需求更强。实际上外资险企在一线城市的保费份额连年攀升，2018 年北京、上海、深圳外资险企保费份额分别为 23%、25%、15%，远高于全国平均水平的 8%；占比来看，北上深三城贡献了外资保费收入的 30% 左

⁴ 第一财经口径，泛一线为一线及新一线；一线为北京、上海、广州、深圳，泛一线为杭州、成都、天津、重庆、武汉、西安、苏州、京、长沙、郑州、沈阳、宁波、青岛、东莞、昆明。

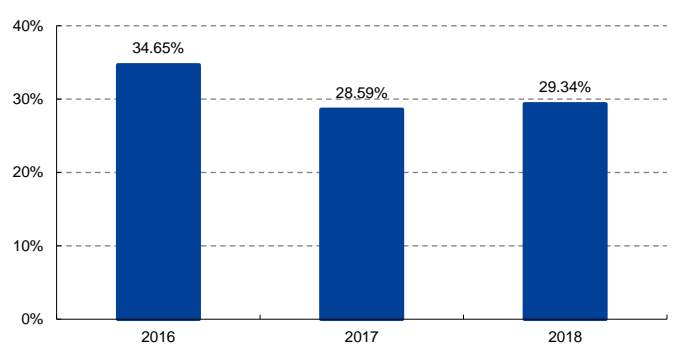
右。而对于外资进入的扰动，参考日本寿险行业。据 OECD 数据统计显示，日本在放开寿险业后外资保费份额一度超过 25%，近五年来维持在 20%-23%。

图 18：北上深三地外资保费市场份额持续抬升



资料来源：各地银保监局，银保监会，华金证券研究所

图 19：北上深三地贡献了外资险企 30%左右的保费



资料来源：各地银保监局，银保监会，华金证券研究所

加强县域市场布局，下沉市场或能更有效抵御外资险企的冲击。鉴于下沉市场加速扩张，单论规模极具想象空间⁵。我们认为公司战略的不同决定着发展路径的不同，国寿“鼎新工程”旨在“强总部、精省域、优地市、活基层”，继续巩固增强县域市场优势。平安曾于 2015 年对寿险组织架构进行改革，为加强在农村和县域中的市场地位，分设一、二元事业群，以二元事业群开拓经济欠发达地区市场，仍无法撼动国寿在县域市场的强势地位。我们认为随着外资的进入，一线城市的竞争加剧将带动下沉市场的竞争。但我国保险（人身险）增量市场依旧庞大，市场分层理论下，泛一线城市仍是险企角逐的核心市场，平静之下暗潮涌动，广阔下沉市场的竞争已然开始加剧。基于此我们认为上市险企基于深耕多年的强品牌和强渠道优势，在行业竞争中尚能保持定力。

（二）微观：分化持续加强、头部险企强者恒强

1、2020 年 NBV 改善有限-基于新单增长

2020 年 NBV 改善确定性强但较为有限。我们在前文论述预计 2020 年保费增长依旧处于调整期，续期保费依旧是增长主推力。在此基础上，基于新业务价值率 NBVM 改善的边际效应递减，新业务价值 NBV 在新单保费 FYP 增长乏力下，预计增速较今年有所改善但较为有限。

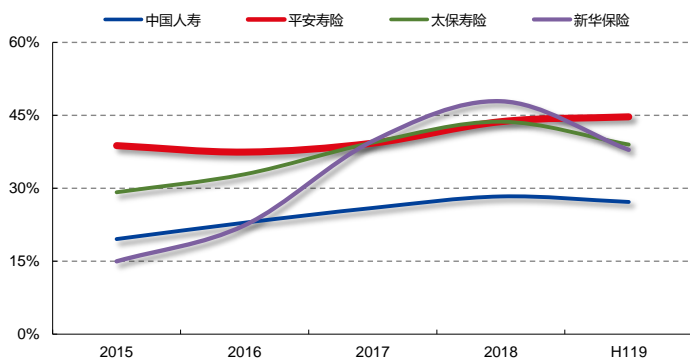
基于渠道特性上市险企仍着重发力代理人渠道。中短期来看，我们判断上市险企依旧寻求代理人驱动保费增长模式，主要系上市险企为代表的大型险企想要实现对客户资源的直接把控，进而控制产品的定价权，代理人制度是最有效的方式。而对于银保等兼业代理机构则是更多以规模诉求为主。虽然 2017 年行业转型以来银保渠道的价值率提升被逐渐重视，但是银保等囿于渠道特性 NBVM 提升空间有限。

通过上市险企的披露报告来看，2020 年人身险行业渠道变革仍将持续，核心问题在于代理人产能提升。而我们认为今年以来代理人产能提升的逻辑部分由于主动清虚，以及转型期由于业

⁵ 麦肯锡《2018 中国保险业白皮书》，县域市场寿险规模 2017 年超过 2600 亿元，预计 2020 年农村人身险市场 5500 亿元

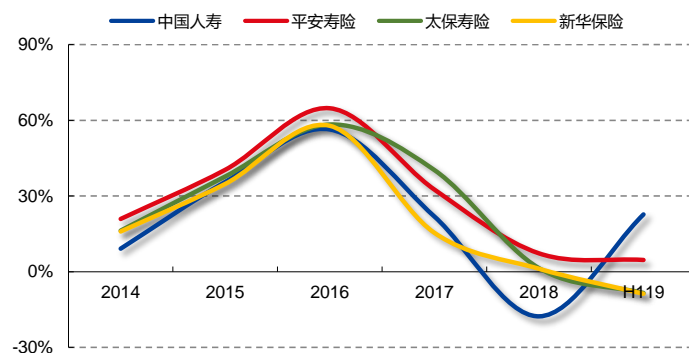
绩效考核转变导致的代理人脱落率提升，两者影响之下低产能代理人规模下滑，从而导致高产能人力占比提升。故代理人产能提升的正面效应尚未反映到公司业绩表现，而我们在前文也已论述，代理人团队的调整一般为两三年，**2020年代理人团队建设或仍将继续，但负面效应已在消化，代理人提质增效效果初显。**

图 20: 上市险企 NBVM



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 21: 上市险企 NBV 增速



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

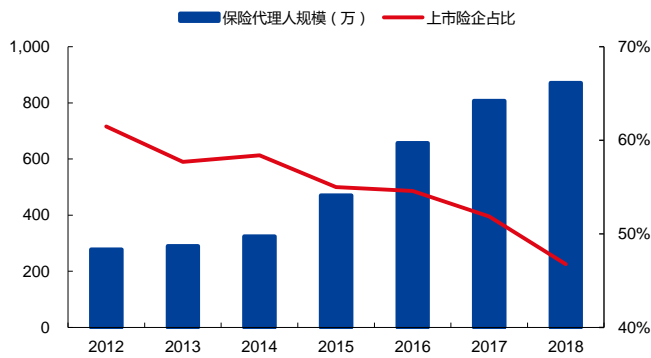
2、消费三力论分化

(1) 渠道：头部险企倚重代理人，中小险企或倒向专业及兼业中介机构

行业转型利好头部险企，头部险企受益马太效应。诚如我们在前文叙述，代理人队伍作为行业保费来源的首要渠道，其对于险企的重要性不言而喻。尤其对于上市险企而言，代理人团队的规模和质量俨然公司护城河、核心竞争力。**2020年或将延续今年的代理人队伍建设，我们认为在监管层“保险回归保障”的主基调下，中小险企难以通过万能险扩张实现规模保费的弯道超车。实际上，无论是监管方向，还是行业自然发展方向，马太效应愈加明显，强者恒强！**

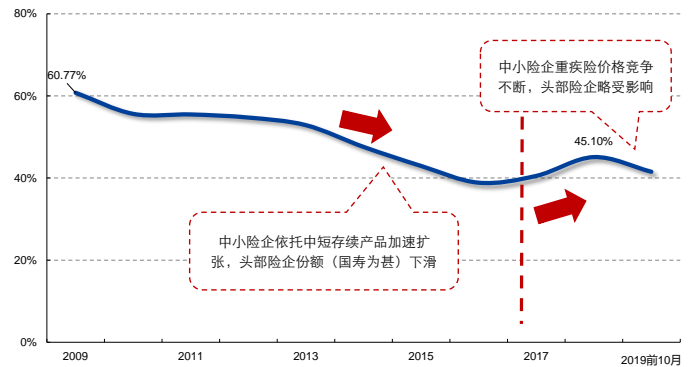
中小险企盈利空间收缩下加速代理人流失。代理人留存率和其收入水平直接相关，在行业竞争加剧（内资头部险企保费市占率回升、适时放开外资持股比例）下，中小险企的盈利空间一再压缩。由于金融产品没有相关知识产权法的保护，保险产品的同质化相当严重，这也是目前重疾险市场“百花齐放”的重要原因之一，件均保费不断刷新地板价，偿付能力承压。健康险管理办法新规出台后，后续配套长期医疗险费率修改条例配套发布，**我们预计更多健康险法律法规出台，特别是重疾险发病率新表的推出后，重疾险价格竞争或有所收敛，行业竞争向好。打性价比的中小险企生存压力更大。实际上在中小险企竞相推高性价比重疾险时，上市险企并没有过多反应。我们认为基于上市险企强大的代理人团队和合作密切的银邮兼业代理，暂时的价格竞争扰动较小。中小险企在品牌力和渠道力上和上市险企相差较大，单凭产品力并不能撼动上市险企地位。随着盈利能力的降低，直接影响到代理人的收入可持续性水平，进而造成人员流失。**

图 22: 行业代理人规模上涨空间有限, 上市险企占比或抬升



资料来源: 银保监会, 华金证券研究所

图 23: CR3 人身险企保费份额受到中小险企健康险价格竞争扰动



资料来源: 银保监会, 华金证券研究所

中小险企在代理人流失中或寻求中介及直销渠道。在行业迎来新一轮竞争中, 中小险企的代理人或将加速流失, 头部险企的代理人团队愈发稳固, 中小险企在寻求银邮兼业和专业中介中或逐步丧失议价能力, 拥有银行系背景的险企抵御力或更为强劲。

(2) 产品及品牌: “大而全”和“小而美”

“大养老、大健康产业”前期投入大, 回报周期长, 险企囿于自身实力差异会以不同方式涉足养老及健康产业。就老龄化+长寿化及催生的健康管理问题来看, 保险产品只是健康及养老产业的一环。从大方向来看, 头部险企提供的不仅仅是保险产品本身, 与产品对应的风险管理与健康服务更加赋能保险主业。这是一个长期逻辑, 但分化将持续加剧。

具体来看, 险企将分化为“保险+”综合服务商和保险产品提供商。大型金融保险集团向产业链突破, 而中小险企则可能以提供更具个性化保险产品为主。以保险产品为流量入口, 向大养老和大健康产业迈进, 险企涉足养老和健康产业可谓是有着天然的优势。实际上, 国内险企投资的养老社区, 通常是和保险产品相结合, 为客户提供涵盖养老财务规划及生活安排的一揽子解决方案。

图 24: 我国保险养老社区发展大致经历三个阶段



资料来源: 《中国保险养老社区发展研究报告》, 华金证券研究所

健康管理和保险产品形成良性互动，优化主业经营。此外健康产业伴随着《“健康中国 2030”规划纲要》的发布，成为众多险企争相抢占的又一高地。目前来看，险企和大健康产业结合还在摸索阶段。从险企的本职出发，我们认为大健康产业是一个附加值服务，即险企切入大健康产业是由保险本身的特性决定的，健康管理服务对于险企来说更多的是服务主业。11 月份保监下发健康管理新规，鼓励保险公司开展健康管理服务，正是对健康险需求日益旺盛下，加大配套服务的鼓励。

图 25：太保打造“保险+健康+养老”生态圈



资料来源：太保《2019 年资本市场开放日材料》，华金证券研究所

分化过程中能有效连接生态的险企更具竞争力，我们看好上市险企。我们认为从布局大健康及大养老产业的深度上来说，头部险企更具优势。但我们更应看到，保险公司的主业是经营管理风险，切入养老及健康领域可以反哺保险主业。以平安为例，以互联网医疗健康为切入点，打造医网、药网、信息网三网合一的新型健康产业链。2018 年平安好医生注册用户数达 2.65 亿，日均咨询量 53.5 万人次，相当于 53 个大型三甲医院。

3、监管护航下行业高质量发展

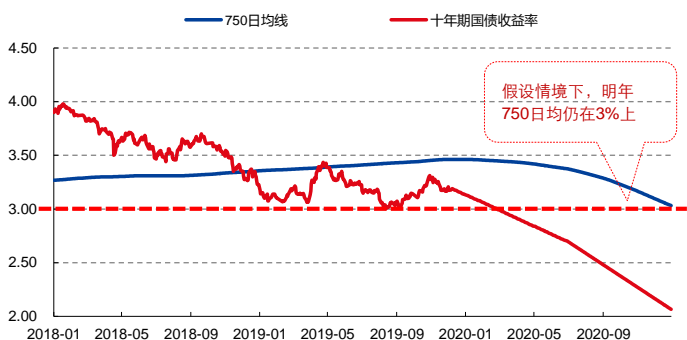
2020 年人身险依旧在严监管下，但严监管并不是遏制行业发展。监管的初衷在于防范化解重大金融风险，维护我国金融系统的稳定性及安全性。以此来看，这两年的严监管是合乎逻辑的。2020 年是防范化解风险攻坚战的收官之年，这也是我们在前文论述行业将转向高质量发展的新常态的支撑之一。严监管下行业扩张可能受到影响，但监管的初衷在于疏散风险。

从年初至今的一些列政策可以看出，监管对于新经济环境下的人身险发展呵护备至：1) 年初对于部分 4.025% 预定利率年金产品已不予备案；2) 8 月底发布人身险准备金评估利率机制，普通养老年金及 10 年期以上年金责任准备金评估利率上限由 4.025% 下调为 3.5%，进而传导至险企年金定价；3) 11 月发布健康险管理新规，并配套长期医疗险费率可调，鼓励险企开发长期

医疗险；4) 12月下发规范两全保险产品通知，因流动性管理及资产负债需要的险企可开发3-5年两全产品。

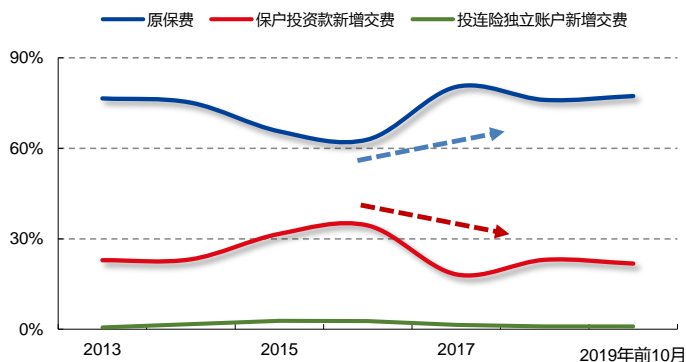
一方面经济不断下行下，长端利率步入下行通道，但11月以来在CPI支撑下略显刚性，长期来看为避免险企出现利差损，监管主动引导险企产品开发策略避免过于激进；同时，前几年销售的中短存续产品陆续迎来退保与给付高峰，有控制的放开中短存续产品开发(对险企偿付能力、相关产品规模保费占比等均作出约束)可以有效减轻险企现金流压力。

图 26: 滞后效应下长端利率下行在明年的负面影响较为有限



资料来源: wind, 华金证券研究所 (注: 假设情景: 至明年中长端利率下行50bp并以此递减至年底, 750日均滞后效应下影响较为有限)

图 27: 2015/2016 中短存续产品大量售卖

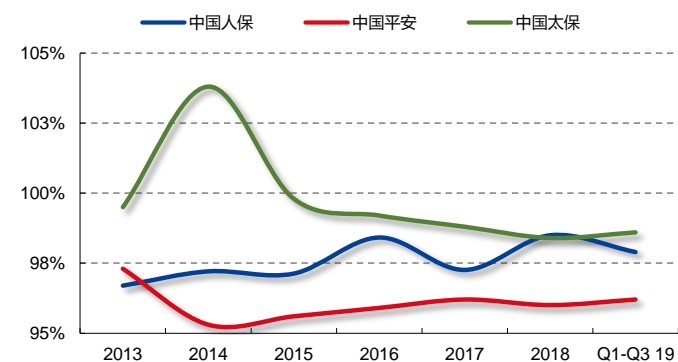


资料来源: 银保监会, 华金证券研究所

三、财产险：严监管持续、行业格局稳固

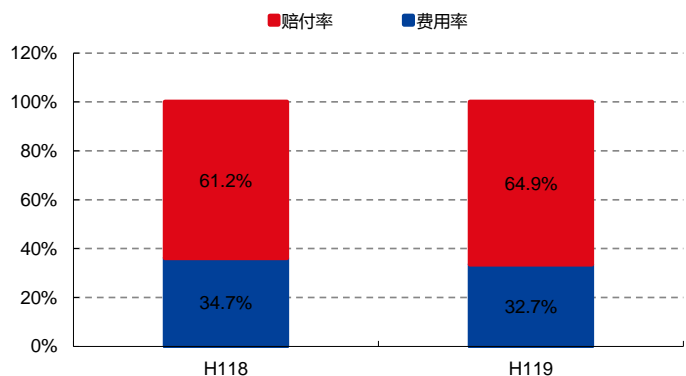
上市险企费用率出现改善，赔付率上升。诚如我们在中期策略所叙述的，目前财产险行业的困境在于产品同质化导致的价格战，行业盈利能力并不明朗。多数财产险公司处于亏损状态，2018年前三产险企（人保产险+平安产险+太保产险）利润大于全部产险公司之和，就算剔除亏损利润占比也高达83%。

图 28: 上市险企产险综合成本率维持在较高水平



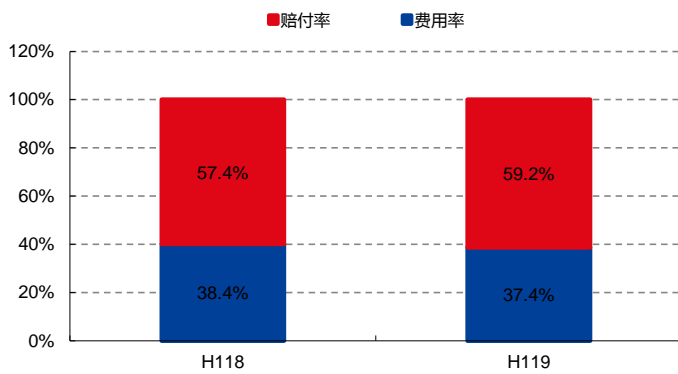
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 29: 人保产险费用率改善 2.0pct



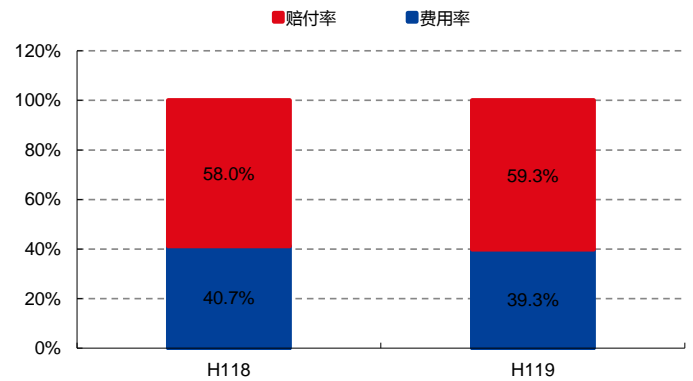
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 30: 平安产险费用率改善 1.0pct



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 31: 太保产险费用率改善 1.4pct



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

费用率的改善背后是严监管, 预计 2020 年仍将持续。上市险企费用率的改善一定程度上代表着行业无序的价格竞争得到一定控制, 我们通过草根调研和行业交流获知, 今年前三季度我国车险基本实现承保盈利。赔付率上升而费用率下降, 代表着行业良性发展, 车险盈利能力显著提升。而费用率改善的背后离不开监管的重拳整治, 今年以来监管机构接连发文, 监督落实商用车费改, 推进整治行业乱象, 切实改善手续费问题。截至今年三季度末, 111 家机构被采取停止使用商业车险条款和费率的监管措施, 其中省级 2 个、计划单列市 4 个、地级市 98 个、县级 7 个。

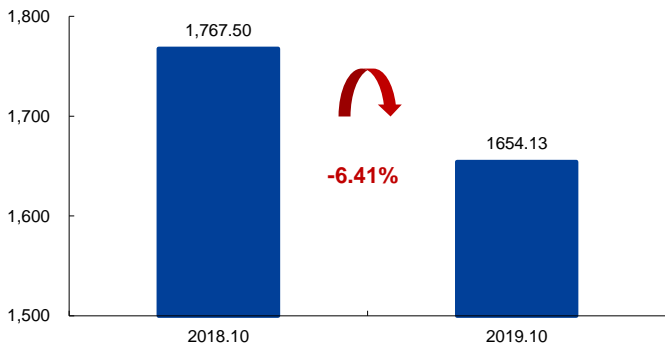
表 2: 今年以来银保监会重点发文整治车险乱象

日期	文件	内容
1.21	《关于进一步加强车险监管有关事项的通知》	针对车险市场未按照规定使用车险条款费率和业务财务数据不真实两个方面问题, 由银保监会派出机构依法查处、保险业协会建立受理举报投诉制度、中保信建立车险费率数据监测
3.28	《2019 年保险中介市场乱象整治工作的通知》	整治是否通过虚构中介业务、虚假列支等套取费用等
7.22	《关于加大车险违法违规行为处理力度有关事项的函》	要求各银保监局重点打击今年 7 月起仍通过虚假列支违规支付手续费、给予保险合同外其他利益等行为的产险公司

资料来源: 银保监会, 华金证券研究所

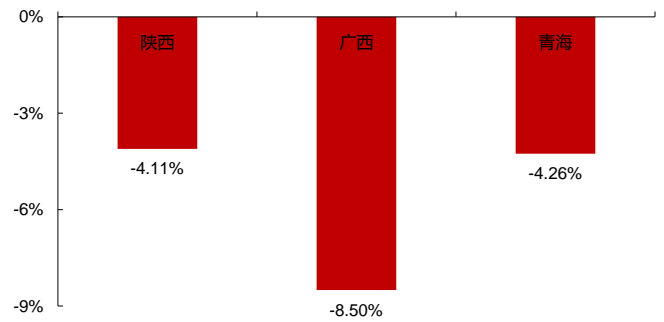
新车销量下滑叠加件均保费下降, 车险保费承压。我们在中期策略中曾表示过对新车销量下滑导致的车险保费下滑的担忧, 此外车险市场价格竞争导致的地板价, 叠加 NCD 系数 (无赔款优待系数) 影响, 件均保费下降明显。银保监会披露数据显示, 今年前 10 月我国车险件均保费同比下滑 6.41% 至 1654.13 元。而商用车费改试点的三地陕西、广西和青海尤为显著, 三地综合成本率均出现不同程度下降。

图 32: 车险件均保费下滑明显



资料来源: 银保监会, 华金证券研究所

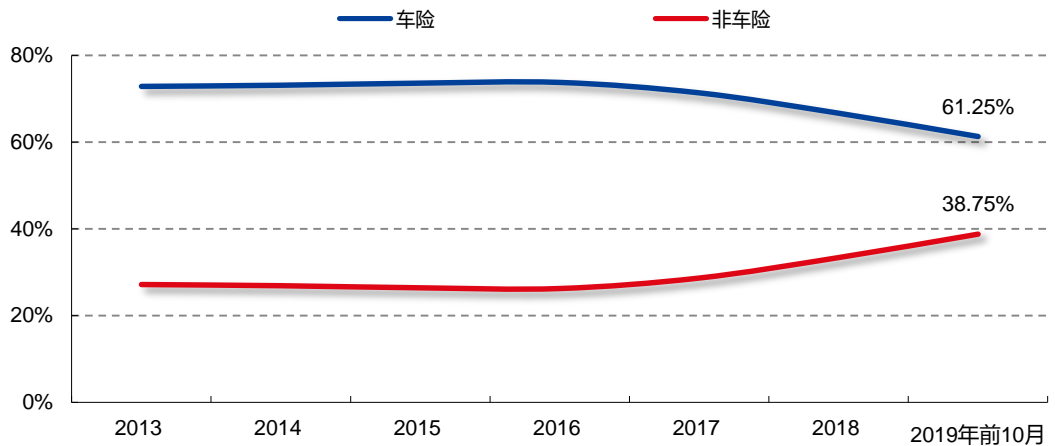
图 33: 商车费改在严监管下初显成效(试点三地综合成本率下滑)



资料来源: 各地银保监局, 华金证券研究所

非车业务发展迅猛, 后续发展空间更大。海外财产险中车险业务占比远低于我国(美国车险占比仅为 42%⁶), 随着车险市场开拓的愈加艰难, 非车业务在国家政策支持下尚有广阔天地。我们认为, 无论是在车险还是非车险, 中小险企的获客成本高于上市险企, “严监管”下极大地增加了中小险企的违规成本。无论是从保费市占率还是利润市占率, 都在兑现着强者恒强的逻辑。

图 34: 非车保费份额持续提升



资料来源: 银保监会, 华金证券研究所

综上, 从行业空间来看, 非车发展迅速将有效支撑起保费规模; 从竞争格局来看, 上市险企基于强渠道和强品牌效应, 同时多年的经营积累下来的海量数据对于风险定价的能力更强, 在行业竞争恶化时尚能保持定力, 待行业好转更为受益, “老三家”格局稳固; 从盈利空间来看, 预计随着严监管的持续推进, 行业盈利能力持续改善。基于此, 行业改善值得期待, 坚定关注上市险企。

四、投资策略: 继续看好寿险、关注产险改善

(一) 基于行业空间及竞争格局坚定看好上市险企

⁶ 2018年; 来源为美国保险监督官协会 (NAIC)

无论从业绩还是 EV 看，明年的核心变量在于 FYP。我们在中期策略已经分析过险企今年的业绩表现“可遇不可求”：1) 资本市场回暖+手续费及佣金税优政策；2) 2018 年相对较差的业绩基数。现在来看 2020 年业绩增长核心在于新单保费 FYP 增长，因目前险企已经形成稳定的续期保费支撑；此外对于险企价值评估的核心 EV 来看 FYP 也是重中之重，系 NBVM 向上改善的空间及边际效应越来越低。

FYP 一季度改善确定性强，但全年来看仍乏力。FYP 和代理人质量和数量直接相关，今年上市险企（主要为国寿和平安）积极提前布局开门红，在外部理财竞品收益率下滑叠加风险不断暴露下，年金+万能双主险吸引力提升，利于开门红表现。全年来看，因代理人队伍调整，粗暴扩员不持续，故新单保费增长依旧乏力。综上，明年上市险企无论是业绩还是 EV 表现都较今年“逊色”，我们认为这是步入经济新常态的表现。

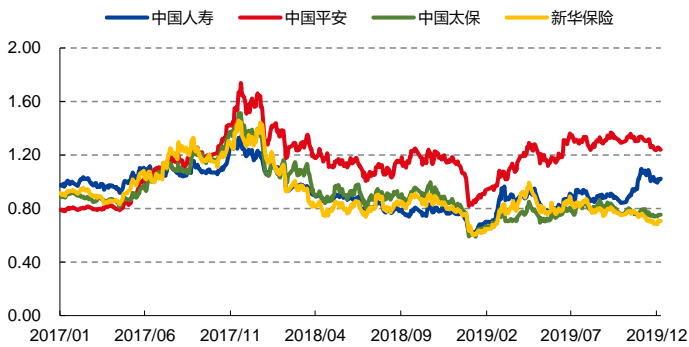
长期看好人身险表现，基于产品弱需求属性减弱及人均收入步入临界点。我们认为虽然 2020 年 FYP 增速表现可能不是特别惊艳，但由于我国保费基数已经上了新台阶（目前全球第二），增速诉求不应过于苛刻，保费已然步入高质量增长阶段。在外资险企进入的“鲶鱼效应”下，一线城市或加剧竞争，但在实际消费能力及市场分层理论下，头部险企仍以核心城市为主要竞争区域。同时下沉市场增长喜人，在县域广阔布局的险企抵御风险能力更强。

基于以上几点我们持续看好位处行业头部的上市险企。上市险企拥有更完备的公司治理体系，今年以来加强代理人队伍建设，产能提升效应或有滞后，但质态优化驱动业绩增长逻辑清晰。未来在市场竞争加剧下，上市险企在政策效应下愈发“强者恒强”。同时，随着保险产品外延，拥有更高“养老+健康”生态渗透性的险企（上市险企）的主营更为受益。

（二）从估值水平探讨

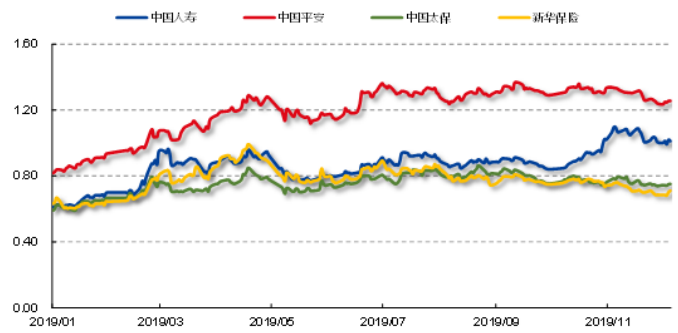
近三年估值水平 P/EV 来看，平安、国寿位处前 34%、前 29%分位，太保、新华位处后 14%、后 6%分位。保险板块贝塔属性较强，近期受大盘调整影响估值回调。板块内部分化明显，具体来看：1) 平安受益于核心资产逻辑持续受到资本市场青睐，估值持续高于同行，11 月底受原寿险管理层变动影响估值下挫；2) 国寿业绩持续超预期，提前布局开门红，Q120 业绩确定性强，转型初见成效，受到市场认可；3) 太保无明显催化因素，新单承压下受发行 GDR 影响，估值受到一定负面影响；4) 新华在新管理层就任后，重拾规模，市场对其转型不确定性疑问提升，估值受此影响下探。目前（12 月 9 日）对应 2019 年 P/EV 为：平安 1.24x、国寿 1.02x、太保 0.75x、新华 0.71x。切换至 2020 年分别为：平安 1.05x、0.89x、0.66x、0.61x，估值切换逻辑仍在。

图 35：近三年上市险企 P/EV 表现（A 股）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 36：今年来上市险企 P/EV 表现（A 股）



资料来源：wind，华金证券研究所

结合公司质地与估值水平，我们依次推荐中国太保、中国平安、中国人寿及新华保险：

1) 中国太保：**战略定力足，看好业绩改善，估值性价比凸显。**2019 年是公司战略 2.0 实施的攻坚克难之年，持续聚焦价值、聚焦队伍、聚焦赋能，对代理人团队的分层和精细化管理辅以三年质态提升目标，我们认为太保目前符合戴维斯双击的逻辑。历史经营表明，公司寿险业务始终处于承保盈利状态，业务质量高。我们相信在较足的战略定性下，未来业绩改善确定性大，目前估值性价比优势凸显。

2) 中国平安：**受益于核心资产逻辑，但目前估值吸引力降低。**优异的保险禀赋、强大的综合实力，使得公司在 2017 年保险走出独立行业以来持续受到资本市场青睐。今年以来虽新单承压，公司下调 NBV 增速指引，但不影响公司长期成长前景，在国内保险市场尚有广阔天地下公司将持续受益。公司主动清除低质代理人，连续三个季度代理人负增长，明年队伍规模渐趋稳定，代理人质态优化的正面效应将逐步显现。目前估值处历史较高位，且年底有兑现浮盈引发的估值回调风险。

3) 中国人寿：**Q120 业绩改善确定性强，看好重振国寿战略，但目前估值有回调风险。**公司战略转型以来，前三季度 NBV 在行业承压（平安不足 5%、太保和新华负增长）下实现 20% 增长，提前布局开门红并超预期完成，使得 Q120 业绩确定性大大增强。代理人规模逆势提升 16%（平安下滑 12%）对于明年负债端形成较强支撑。此外对外资险企全面放开后拥有传统县域市场优势将有效抵御冲击。但目前国寿估值受业绩及开门红催化上行至较高位，回调风险较大。

4) 新华保险：**价值与规模并举，新战略转型尚待观望。**公司新管理层到位后，实施“价值与规模并举”的二次腾飞战略，重走规模路径。今年以来公司加大代理人投入，上半年代理人规模增长 16%，预计明年产能逐步释放。今年以来在 NBVM 下滑及新单增长不及预期下，市场对公司战略转向的预期差已有较大反映。但转型成效仍待持续观望。

风险提示

我们认为目前保险业主要面临以下风险：1) 长端利率下行速度超预期；2) 股市债市大幅波动导致投资收益不达预期；3) 宏观经济放缓超预期，居民收入减少导致保险产品市场需求不足等；4) 代理人人均产能提升不及预期

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com