



积累性行业的细水漫流
-2020年保险行业投资策略报告

陆韵婷 中泰证券非银行业分析师

中泰证券研究所

职业证书编号：S0740518090001

中泰证券研究所
专业|领先|深度|诚信

2019年12月

行业核心观点

- 人均可支配收入增速放缓的负面因素会被安全可投资渠道的变少以及竞品收益率下降所抵消，国际经验也显示了利率下行周期对应年金险的销售高峰，同时受益于大型公司稳定的万能险结算利率，附加的养老社区等服务，监管对高预定利率产品的限制，我们看好2020年的储蓄险市场的增长以及上市公司份额格局的提升；
- 2019年全市场健康险增速大幅高于上市公司数据，且上市公司继续承压，显示健康险市场竞争局势的激烈，2020年很难改变当前现状，客均保额（17年新客户客均保额依然只有17万元）提升将是上市公司保障新单提升的主要拉动力；
- 引入和培养人才来提升队伍的产能已经成为上市公司的共识，然而短期新业务价值的压力使得优才计划难以下定决心的坚定执行；
- 监管依然会是行业保费结构和增长的扰动因素，双录若扩展至全国，预判影响不可低估；
- 我们测算上市公司存量负债成本为2.8%-3%，当前上市公司加大超长久期地方政府债和银行优先股等资产配置，免税后票面利率在5%左右，依然可以保持稳定的利差；
- 推荐标的：中国人寿，新华保险，中国太保，中国平安，中国太平，中国财险，建议关注：友邦保险；
- 风险提示：重疾险销售不达预期；代理人产能提升的转型进度过慢，同时代理人数量没有增长；财险市场费用监管松动；权益市场大幅波动

年度策略目录

- 储蓄险市场前景：市场格局优化，潜在增速将逐步提高
- 健康险市场前景：竞争继续加剧，但空间依旧充足
- 代理人发展：引入人才成为共识，然而优才计划非一蹴而就
- 监管前瞻：双录若扩大实施省市将会对负债端产生短期负面影响
- 负债成本依然控制得当，优先股和地方政府债成为主流选择
- 重点公司
 - ✓ 平安：正经历驶入无人区之前的调整
 - ✓ 国寿：负债端结构调整成功，红利释放仍将持续
 - ✓ 太保：寿险代理人队伍的质量发展将是重要观测变量
 - ✓ 新华：人力快速发展和产品结构均衡战略下将向好发展
 - ✓ 太平：集团层面预期改善，但寿险业务面临挑战
 - ✓ 友邦：香港市场干扰2020Q3后渐退，中国区业务加速扩张
 - ✓ 中国财险：警保联动成新护城河，报行合一依旧严格执行
- 投资建议和风险提示

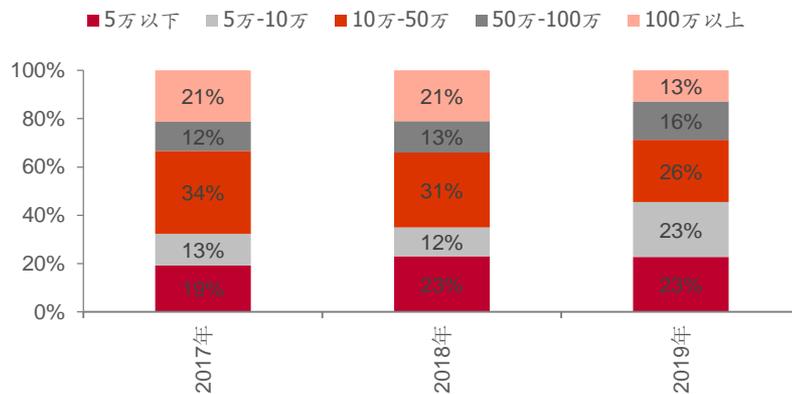
储蓄险市场前景：市场格局优化，潜在增速将逐步提高（1）

- 我们认为储蓄险的销售增速对应于中国居民的财富管理需求。当前经济增速放缓宏观形势下财富管理市场呈现两大特征：安全可靠投资渠道的变少，以及在人均实际可支配收入增速变缓（由2014年的7%下降为2019Q3的5.4%）。映射到储蓄险市场，则对应为：有最低保证收益率的年金和终身寿险受到更多青睐，以及大单的减少(图表2所示，中国太平2019年开门红100万以上大单的占比较17年下降8pct，但5-10万保单占比提升11pct)；
- 我们的国际比较视野显示，经济增速放缓期，储蓄险在财富管理市场的优势将弥补大单下降的不利影响，即利率阶段性低谷通常带来年金险销售高峰。以美国为例，其个人年金规模在两个利率快速下行期（1980年-1985年和1990-1995年）的复合增速分别达到27.1%和7.6%，占人身险的比重大幅提升7pct。

图表：美国利率和个人年金保费



图表：太平17-19年开门红件均保费分布：%



来源：中国太平，wind，中泰证券研究所

来源：wind，中泰证券研究所

储蓄险市场前景：市场格局优化，潜在增速将逐步提高（2）

- 我们判断2020年储蓄险市场的竞争格局将优化，大型上市寿险公司将受益：
 - ✓ 大型上市寿险公司基本都建立了生态圈，储蓄险销售有养老社区，生命银行等配套服务；
 - ✓ 2019年11月，监管部门约谈13家寿险公司，商讨禁止销售预定利率为4.025%的终身年金产品，中小公司的“高息揽储”策略将失效；
 - ✓ 2019年8月末银保监会发布的《商业银行代理保险业务管理办法》（179号文）规定银保渠道代销的产品中，保障类及保险期超过10年的年金，两全险的占比必须超过20%，进一步压缩中小公司类中短存续产品的供给；
 - ✓ 大型上市保险公司基于其较强的优质非标获取能力，储蓄险搭配的万能险结算利率较高并且稳定；

图表：2020年上市公司开门红搭配万能账户收益率：%

公司	搭配万能险产品	最新结算利率
中国人寿	鑫尊宝终寿	最高5.3%
中国平安	聚财宝终寿	5.0%
中国太保	传世赢家终寿	5.5%
新华保险	天利年金	5.4%
中国太平	荣耀钻终寿	5.0%

来源：公司官网，中泰证券研究所

图表：太保开门红高端客户生态体系

生态圈	功能
太保家园	养老社区
生命银行	干细胞储存
妙健康	和twi合作健康管理平台

来源：公司官网，中泰证券研究所

健康险市场前景：竞争继续加剧，但空间依旧充足（1）

□ 2019年以来，上市险企在健康险市场受到的冲击不断加大：

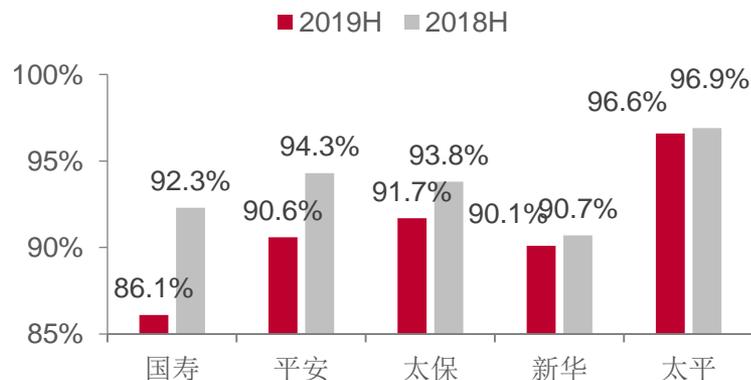
- ✓ 全行业健康险增速显著高于上市公司增速：截止2019年10月，行业健康险增速为30.2%，扣除续保和短期医疗险保费，预计长期重疾险的新单同比增速依然强劲，而上市公司除国寿外均增速放缓，甚至负增长（平安，太保，新华，太平2019H长期保障新单增速分别为-4.9%，-15.4%，3.4%和-26.4%）；
- ✓ 上市公司13个月（国寿披露的是14个月）保单继续率均显著恶化：国寿，平安，太保，新华和太平2019H的数据较去年同期分别下降6.2pt，3.7pt，2.1pt，0.6pt和0.3pt，虽然影响保单继续率的因子较多，但重疾行业竞争加剧无疑是一个重要因素；

图表：2018年6月至今行业健康险保费增速：%



来源：wind，中泰证券研究所

图表：上市寿险公司2019H保单继续率承压：%



来源：公司公告，中泰证券研究所

健康险市场前瞻：竞争继续加剧，但空间依旧充足（2）

- 尽管重疾险市场的竞争在加剧，但处于队伍和重疾发生率恶化等原因，我们判断上市公司不会轻易下降费率，而是通过扩大保障范围来保持价值率；
- 面对市场的激烈竞争，我们观察到上市公司的措施包括：提高增员质量使得代理人向专业化职业化转型，建立更多的生态圈和平台帮助代理人获客，加速迭代细分市场产品等；
- 客均保额的提升将是未来1-2年重疾险新单增速的重要推动力：在经历快速增长后，太保2017年重疾客均保额依然只有17.3万元，但呈现出高保额（30万元以上）客户增长更快的好趋势；

图表：太保客均重疾险保额依然不高：万元，%

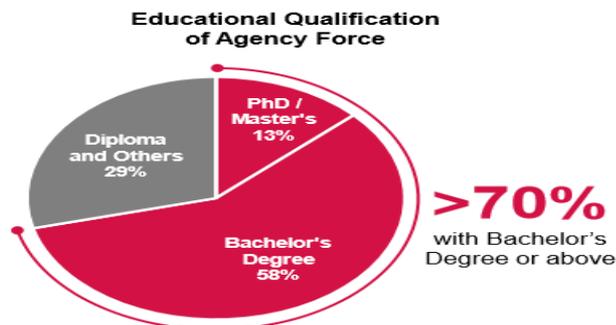


来源：中国太保投资者开放日，中泰证券研究所

代理人发展：引入人才成为共识，然而优才计划非一蹴而就

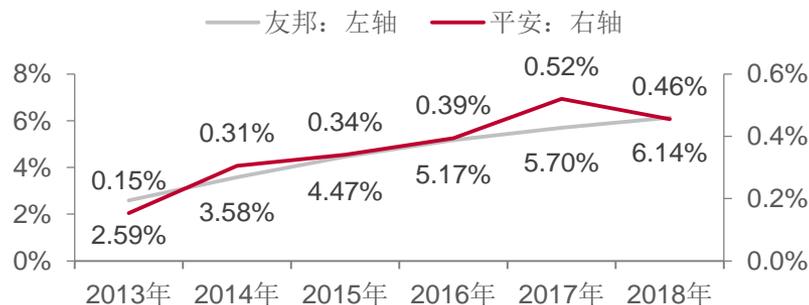
- 随着客户年龄和消费需求结构的变化，当前时点国内保险公司基本达成一个共识：未来代理人的素质要不断提高，要引入人才；
- 2010年转型卓越代理人战略的友邦中国其2018年人均Nbv是行业的5倍，MDRT的比重为6.14%，而上市同业该项数据则不足0.5%。在显性的学历指标上，友邦北京2018年大学以上文化的代理人占比为71%，而上市公司中人力最优秀的平安大专以上代理人占比则是25%-30%；
- 基于上述共识和现象，上市公司纷纷推出人才计划：平安在19年年中实施“优才计划”，太保致力于做大核心队伍，做强顶尖绩优和培育新生代；
- 然而优才计划的核心是机构的差异化管理，这需要在管理考核目标，管理机制，干部文化上做出共同的改变，并非一蹴而就之功。因而我们认为在传统增员方式有效性逐渐减弱，优才计划施行上需要更多配套的背景支持下，2020年上市公司总人力增速为微幅正增长；

图表：2018年友邦北京代理人教育学历水平：%



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表：MDRT人力占比：友邦vs平安



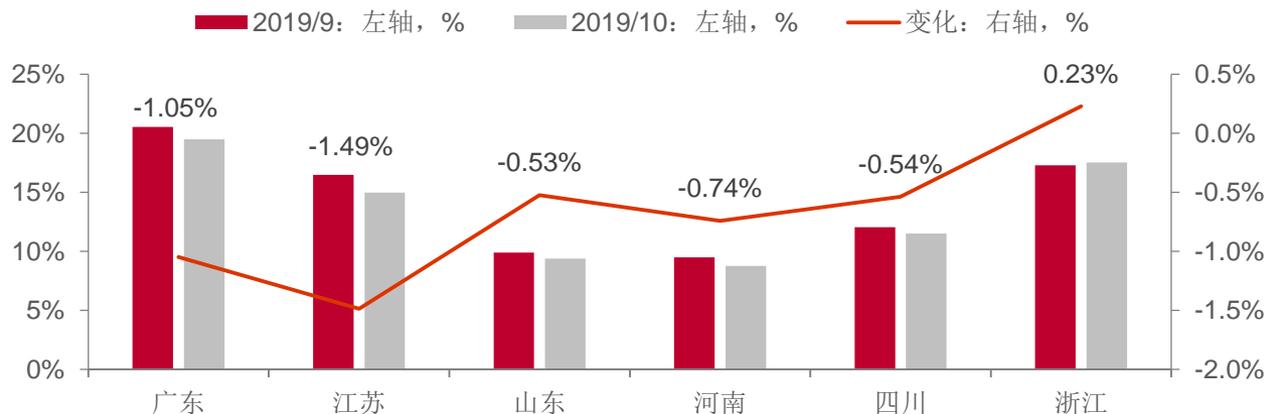
来源：MDRT官网，中泰证券研究所

监管前瞻：双录若扩大实施省市将会对负债端产生短期负面影响

- 2019年7月江苏保监局下发《关于深入推进人身险销售行为可回溯管理的通知》，规定自10月起辖区内销售1年期以上的人身险产品，所有渠道均要进行录像录音等可回溯管理。业界预期今后双录的实施范围将会延伸到更多省市。
- 双录实施后长期将倒逼主体公司“增真人，签真单”，促进队伍的销售技能，但在短期却可能由于双录过程的冗长和步骤过多，带来销售效率的下降。
- 我们选取了国内人身险总保费规模最大的6个省份，观察在双录施行前和后不同省份的保费增速变化。如下图所示，江苏地区10月累计总保费增速下降1.49pct，远高于未实行双录的其他5个省市（注）。这和我们微观调研的结果比较一致，即双录实行后的短期的确有可能影响负债端的增长；

注：一个省市的单月保费增速影响因素较多，我们尽量排除节奏，主体变化等因素考虑

图表：全国人身险保费前六大省市9月和10月累计保费增速情况：%

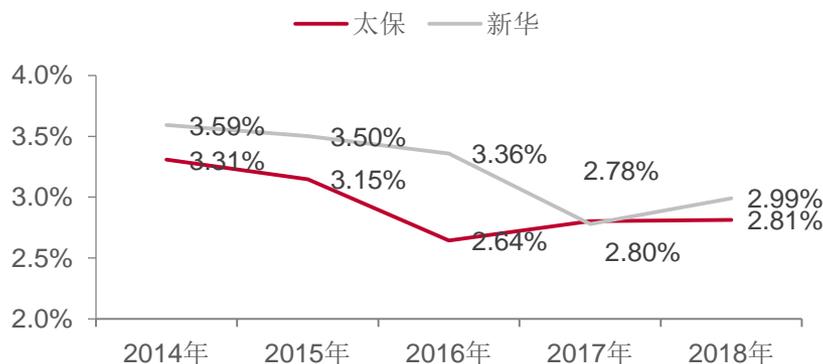


来源：wind，中泰证券研究所

负债成本依然控制得当，优先股和地方政府债成为主流选择

- 我们以剩余边际摊销载体较为温和的太保和新华为例，测算出当前上市公司存量保单的负债成本大致在2.8%-3%，依然控制在较低的水平；
- 2020年上市公司的确面临着资产负债匹配难度增大的情况，2018年下半年上市险企可以配置到5.5%-6%收益区间，6-8年久期区间的非标资产，但当前能配置到的高信用等级非标收益率仅为4.9%-5%，险企对风控要求较高，不会通过下沉信用级别赚取利差；
- 当前保险公司固收类典型的配置方案包括：1) 优先股，例如10月末发行的民生银行优先股股息率达到4.38%，考虑到免税因素票面收益率达到5.84%，平安财，国寿，长江养老均进行了配置；2) 超长久期的地方政府债，当前AAA级别的30年久期地方政府债票面收益率4.1%，考虑免税因素后收益率可以达到5.47%；

图表：太保和新华存量保单成本测算结果，%



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表：险企成为银行优先股的主力购买者：亿元，%

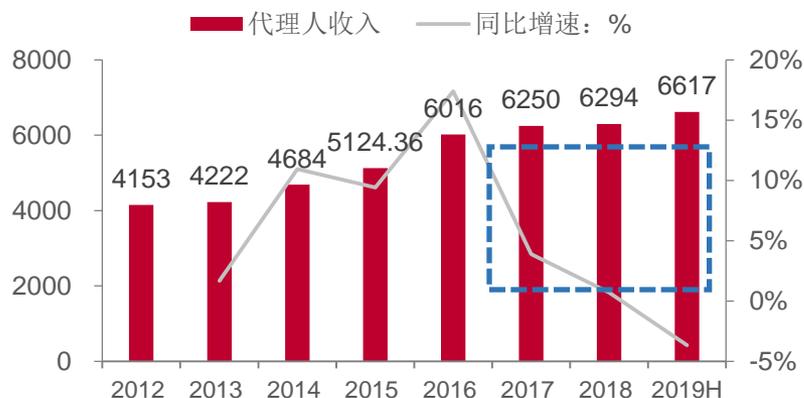
民生银行10月优先股认购	认购金额：亿元	认购比例：%
平安财险	24	12.0%
太平资产	20	10.0%
中国人寿	10	5.0%
长江养老	7	3.5%
中英人寿	3	1.5%
中国人保	2	1.0%
工银安盛	1	0.5%

来源：wind，中泰证券研究所

重点公司平安：正经历驶入无人区之前的调整

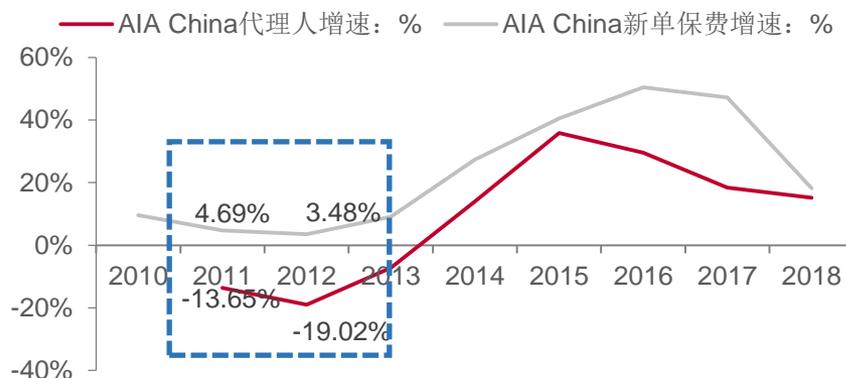
- 平安集团2019年的管理重心在于落实“全面智慧数据化经营”，在寿险上体现为运营端，资产端和资源端的科技赋能和场景运用，相较于同行提前进入“无人区”；
- 平安人寿在传统人力发展上面临一定的挑战：主要体现为代理人收入增速的停滞，2017-2019H代理人的收入增速分别为3.9%，0.7%和-3.7%，从而导致代理人数量在2019年前3季度净脱落17.2万人；
- 在传统人力发展受限的背景下，平安于2019年年中开始推行“优才计划”，根据友邦的经验，人力发展模式的转变对业务的影响至少为2年维度（友邦中国自2010年修订战略后，经历了2011-2012年两年的业务低谷期，随后驶入发展快车道）；
- 从中长期维度而言，平安受益于集团庞大的客户群，沉淀的优质代理人，平衡的产品战略，显著高于同业的盈利能力以及高质量的信息披露，依然是行业内的首选，但短期会经历驶入无人区之前的试炼；

图表：平安寿险代理人月均收入：元，%



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表：友邦中国转型经验：%

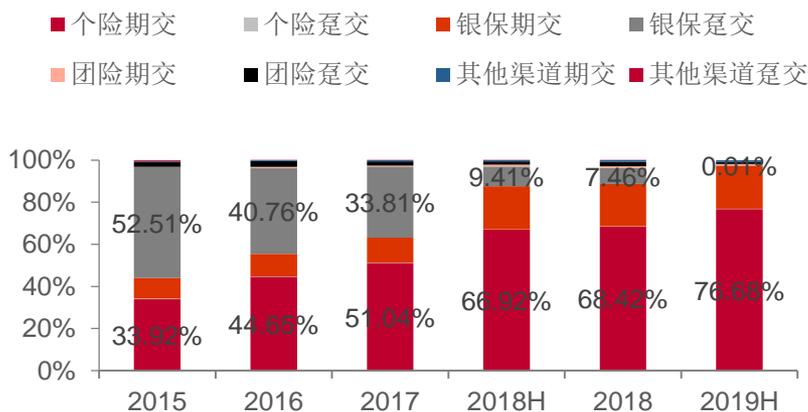


来源：公司年报，中泰证券研究所

重点公司国寿：负债端结构调整成功，红利释放仍将持续

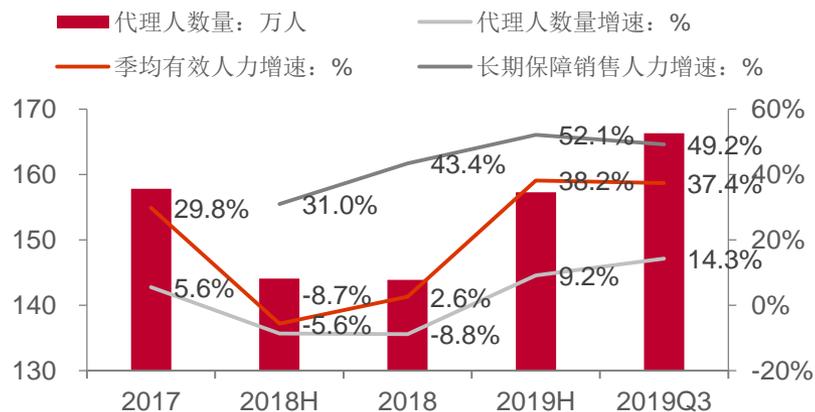
- 国寿在保持保费市场份额的同时（2019年10月国寿市场份额为18.9%，仅较年初下降0.76pct），低价值的银保趸交占首年长险新单的比重由2018H的9.41%降为当前的几乎为0，负债端渠道结构转型调整成功，实现了价值和规模的双均衡；
- 价值转型明确，2019年-2020年均采取开门红短期储蓄险限额推动后，快速切入价值险种的业务战略，后续资源聚焦保障产品；在单险种产品价值率接近的情况下，国寿2019H个险整体nbv margin为41.9%，分别落后平安和新华17和8.8pct，显示出业务结构改善依然有较大的空间；
- 代理人队伍的质量齐升是明年业务的强力保证。2019Q3末销售特定保障产品的人力，合格人力和总人力的增速分别达到了49.2%，37.4%和14.3%，显示出新增人力和存量人力同时被激活；

图表：国寿长期险结构：%
鼎新工程的顶层制度设计体现出负债端的渐进改变和资产端市场化的全面接轨；



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：国寿代理人数量质量均有所提高：万人，%

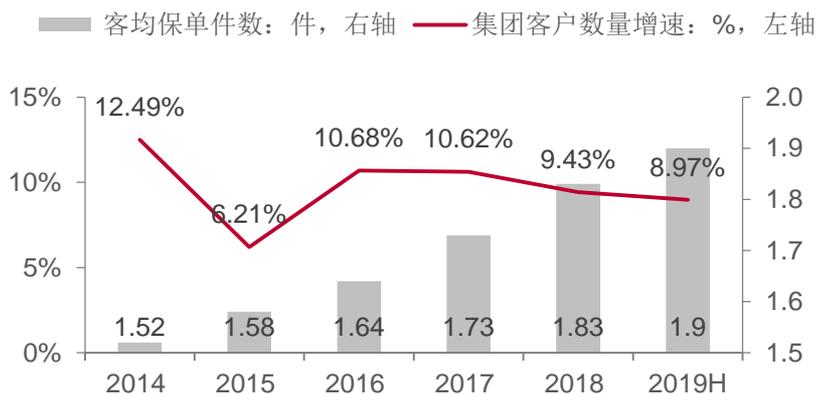


来源：公司公告，中泰证券研究所

重点公司太保：寿险代理人队伍的质量发展将是重要观测变量

- ❑ 太保集团和寿险在2019年经历了重大人事调整和组织架构变动，集团战略2.0定位为“价值协同型总部”，对子公司的管控权加大，寿险子公司“聚焦价值，聚焦队伍，聚焦赋能”；
- ❑ 从开门红业务推动方案和财务制度变化来看，我们推测太保寿险未来的发展将更考验分支机构的自主经营能力；
- ❑ 基于代理人队伍回升至去年同期水平，新的主力重疾险“金福人生”的价值率高于前一代产品，以及整体准备情况较前一年相对充分，我们对太保寿险2020年的新业务价值增速呈较为乐观的态度，但今年以来健康和绩优代理人数量的同比下降将是亟待解决的问题；
- ❑ 对于太保A股而言，其股价还将受GDR的折价幅度，以及长期投资者的构成比例等影响；

图表：太保集团客户经营循序渐进：件，%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：2019年健康和绩优代理人数量同比下滑：%



来源：公司公告，中泰证券研究所

重点公司新华：人力快速发展和产品结构均衡战略下将向好发展

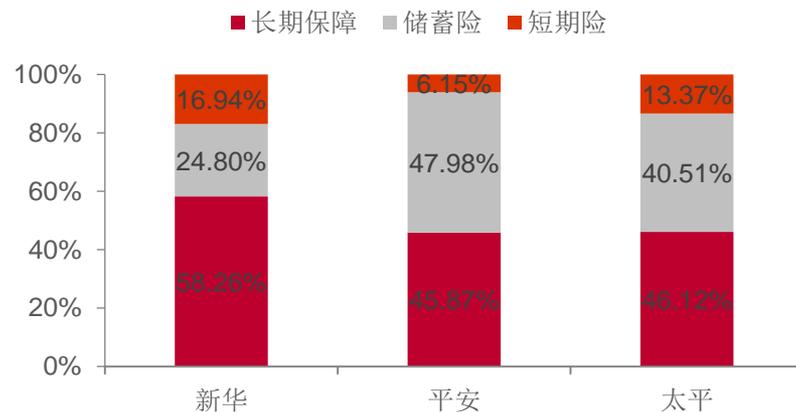
- 2015-2017年新华代理人数量复合增速仅为15.92%，远落后于同业26%-35%的人力增长，2019年8月以来新华人力的大幅逆势扩张（预期2019年同比增速将达到35%至50万人）虽然伴随着合格率的稀释，以及较高的成本，但依然是个险发展的必经之路；
- 我们对2018年各个公司个险渠道的险种结构进行拆分，新华的长期保障占比达到了58.3%，远高于平安的48%和太平的46.1%，而储蓄险的占比较同业低15-23pct，结构相对不均衡。正如我们在行业险种前瞻中所论述，储蓄险将迎来较大的市场空间，因此适度的产品结构均衡化也将有利于新华的长期发展；
- 基于人力发展和产品结构两大因素，我们看好新华保险在2020年的负债端表现，潜在风险是代理人培训体系未能跟上在来年出现大脱落；

图表：新华2015-2017年复合人力增速低：万人，%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：2018年个险渠道新单险种结构：%

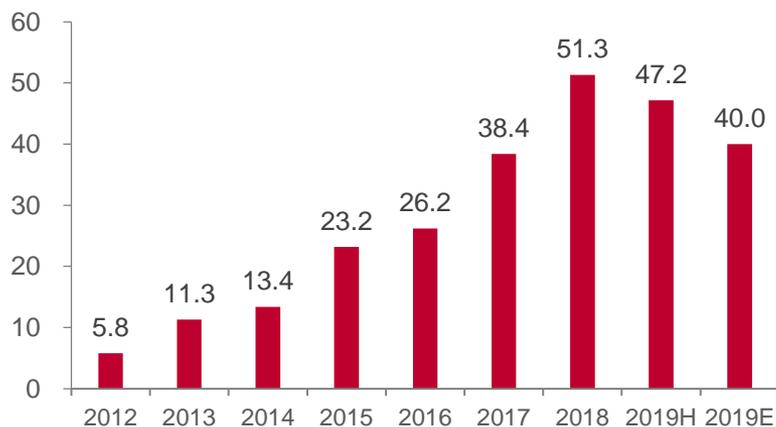


来源：公司公告，中泰证券研究所

重点公司太平：集团层面预期改善，但寿险业务面临挑战

- 我们认为中国太平在集团层面有三大改善预期：1) 集团分红能力和意愿（见罗熹董事长2019年中报业绩发布会上的表态）的加强；2) 永续次级债的赎回和财务再保险合同的完全结束使得财务报表可预测性加强；3) 集团整合资产管理平台卓有成效，2019年中报综合投资收益率达到6.6%，存量浮亏也基本消化完毕；
- 但从太平人寿的经营角度，我们判断2020年会面临着一定的挑战：主要来自于人力2018年大跃进后的调整期将持续，提价后的重疾险销售能力恢复需要时间，以及公司2020年开门红准备的较为仓促；
- 但即便如此，我们认为当前其集团0.42倍的pev估值也是被严重低估；

图表：太平人寿人力面临压力：万人



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：太平个险价值率也承压：%

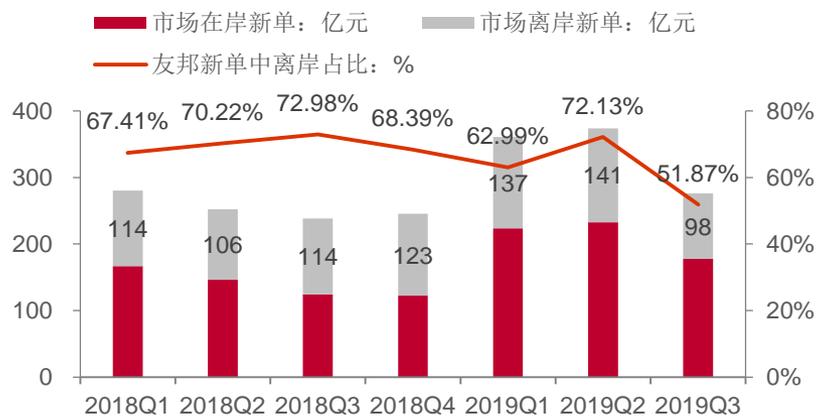


来源：公司公告，中泰证券研究所

重点公司友邦：香港市场干扰2020Q3后渐退，中国业务加速扩张

- 香港离岸市场的压力将在2020年下半年逐渐消化。受特殊原因影响，香港离岸保险市场在当前受到较大的冲击，2019Q3单季度新单仅录得98亿港币，较去年同期下滑14%。考虑到友邦香港新单中来自于大陆游客的保单规模高达70%左右，若假设其他地区Nbv保持2019H的增速，我们预估2020上半年友邦整体的Nbv增速将下滑至0%-5%区间，但3季度起基数效应将逐渐消退；
- 中国地区的扩张是友邦2020年估值最大的支撑因素。一方面中国内地自2020年将放开外资寿险公司设立分支机构的权限，友邦中国今年已经在天津和河北石家庄地区获批开设营销服务部，另一方面在扩展过程中以量补价的平衡关系值得关注；

图表：香港单季度新单和友邦离岸新单占比：亿港元，%



来源：香港保险监管局，中泰证券研究所

图表：友邦19年获批在天津和石家庄地区开业

2018	GDP (\$b)	Population (m)	GDP per capita (\$)	Total Life Premium (\$b)	Life Insurance Penetration
Beijing	458.7	21.5	21,295	20.7	4.5%
Shanghai	494.4	24.2	20,396	13.9	2.8%
Shenzhen	366.4	13.0	28,130	12.8	3.5%
Guangdong ex-Shenzhen	1,105.2	100.4	11,005	38.5	3.5%
Jiangsu	1,400.8	80.5	17,400	37.2	2.7%
Tianjin	284.6	15.6	18,241	6.3	2.2%
Hebei	544.8	75.6	7,210	19.1	3.5%
of which Shijiazhuang	92.0	11.0	8,403	4.2	4.6%
Aggregate	4,655.0	330.9	14,067	148.5	3.2%

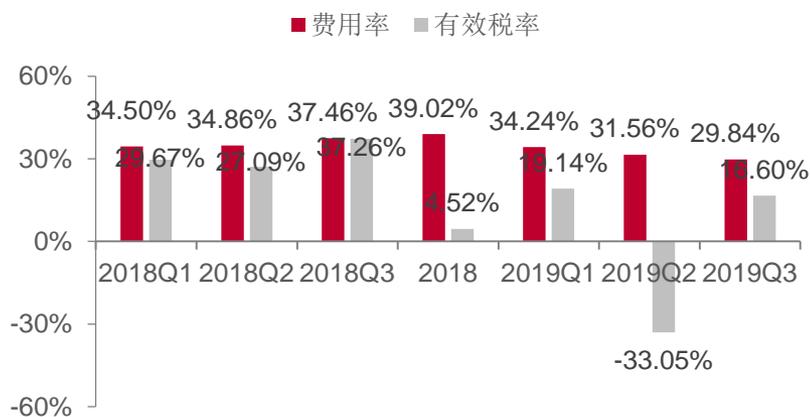
来源：公司公告，中泰证券研究所

重点公司中国财险：警保联动成新护城河，报行合一依旧严格执行

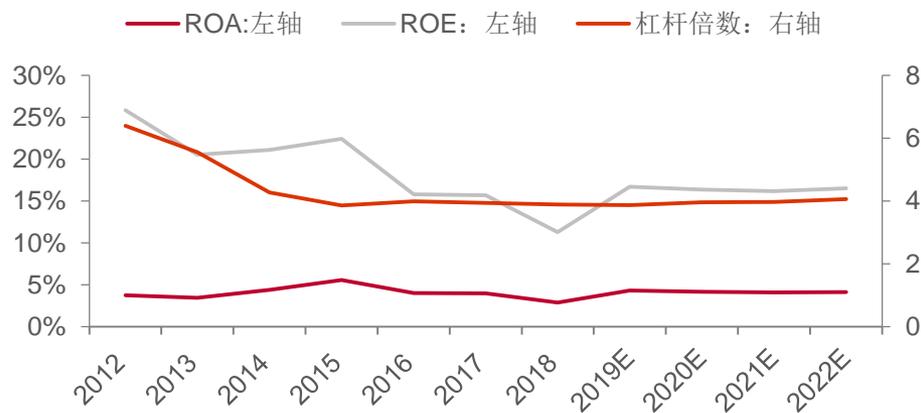
□ **警报联动成为车险行业新的护城河。**警保联动具有“快速出警，快速处理，快速处理”三大特征，通过高质量的服务体验获客和增加客户的粘性。开展警保联动的财险公司必须具备足够数量的定损员，良好的政府关系，联通的交通数据等多项资质，标准化的车险业务有了真正的护城河。人保财险是第一家开展警保联动的公司，且在多个地方形成示范效应；

□ **费用管控依旧处于严格的监管周期。**2019年四季度至今，银保监会依旧对套取，虚列费用，报行不合一等行为采取高压举措；我们分解的人保财险过去7个单季度的费用率数据显示，严监管周期开启后，财险费用率显著下行4-5pct，在带动综合总成率企稳微降的基础上

图表：人保财险单季度费用率和有效税率，% 图表：人保财险ROA,ROE和杠杆倍数预期：%



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

投资建议：国寿，新华，太保，平安，太平和中国财险

- 推荐标的：中国人寿，新华保险，中国太保，中国平安，中国太平，中国财险，
- 建议关注：友邦保险

图表：重点公司2019-2020年主要数据预测和对应估值：%

	NBV增速		每股内含价值		P/EV	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
平安 (A)	6%	5%	65.46	76.21	1.316	1.130
平安 (H)	6%	5%	65.46	76.21	1.265	1.086
国寿 (A)	18%	13%	33.36	38.18	1.053	0.920
国寿 (H)	18%	13%	33.36	38.18	0.573	0.500
太保(A)	-10%	8%	43.58	50.39	0.861	0.744
太保 (H)	-10%	8%	43.58	50.39	0.632	0.547
新华(A)	-10%	12%	64.72	73.71	0.748	0.657
新华 (H)	-10%	12%	64.72	73.71	0.470	0.412
太平	-10%	0%	43.75	49.53	0.446	0.394
友邦	8%	10%	40.47	45.66	2.021	1.792

	净利润增速		每股净资产		P/B	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国财险	67.27%	9.51%	7.415	8.167	1.174	1.066

股价取自2019年12月18日收盘价，各重点公司预测数据为自身预测值；

来源：wind, 中泰证券研究所

风险提示

- 长期保障市场格局继续变差，重疾险销售不达预期；
- 代理人产能提升的转型进度过慢，同时代理人数量没有增长；
- 全国较多省份同时推行人身险双录；
- 财险市场费用监管松动；
- 权益市场大幅波动

重要声明

■中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

■本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

■市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

■投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

■本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。