

# 保险

## 寿险销售的逆周期性与投资的稳定性

证券研究报告

2020年01月15日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110003  
xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518060005  
luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《保险-行业点评:保险3季度综述:利润持续高增长,负债端表现分化,2020年负债端改善可期》2019-11-03
- 《保险-行业投资策略:转型之年,下一个向上周期的起点》2019-11-01
- 《保险-行业点评:农业险指导意见出台,预期2019-22年农险保费复合增速20%左右,后续相关政策下发将显著利好于人保财险》2019-10-13

**投资要点:** 经济与利率长期下行对投资端的负面影响已充分体现在估值中。但中短期保险销售具有逆周期性,利率下降、信用风险提高提升保险产品相对竞争力;隐形失业的加剧增加了保险公司优质增员的供给;广泛的社会焦虑有利于保单销售,2020年寿险开门红销售向好趋势已初步证明,但并未体现在估值中。保险公司投资端的稳定性也并未在估值中体现,且1个季度利率反而有上行趋势。目前内地保险公司估值处于低位,中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险2020年PEV为1.07、0.92、0.76、0.68倍。从未来发展大趋势的视角,我们推荐中国平安、中国太保,建议关注友邦保险;从短期反转和估值视角,我们推荐中国太保、新华保险。

**保单销售具有逆经济周期性,保费增速有长期支撑。**从国际经验来看,人均GDP在1万美元是发达国家寿险业发展进入到快车道的一个标志性的节点,而2019年我国人均GDP预计将首次超过1万美元,我们相信,中国寿险业也将开启下一个健康增长的新时期。长周期来看,寿险的发展是顺经济周期的,长期的经济下行会对寿险的需求带来负面影响。但在中短期保险销售具有逆周期性,利率的下降、信用风险的提高提升保险产品相对竞争力;隐形失业加剧,保险公司的增员供给结构性增加,即“优增”空间增大;广泛的社会焦虑有利于保单销售。在保险覆盖面仍偏低的情况下,这些因素能够对冲居民购买力下降的负面影响。2020年寿险开门红销售向好,已初步证明此观点。

**当前寿险的覆盖度仍处于较低状态,未来增长的来源于提升市场覆盖度、服务覆盖度、风险覆盖度。**1) **市场覆盖度的提升关键在于“触达客群,并提供客户需要的产品与服务的能力”。**寿险的底层营销逻辑已经发生变化,渠道主导、产品主导必将转向客户需求主导。在人口红利消减的时期,传统的“增员驱动”的模式已难以为继,部分公司进行代理人渠道2.0转型,即优增+存量代理人产能提升。分化必然加速,只有狠抓“队伍能力建设+客户经营”的保险公司才有未来。同时,保险公司需构建多重主力产品,在健康需求的基础上,深入挖掘客户的养老需求、人生价值需求,更多销售各类期限的年金险和终身寿险,以及相伴随的高端医疗险。2) **服务覆盖度提升关键在于保险产品上下游服务链的延伸。**保险公司正在探索包括健康监测、健康干预、在线问诊等在内的一站式健康管理服务,也在养老社区等服务领域积极布局。此外,“保险金+信托”是对于高端客户的重要服务。3) **风险覆盖度的提升在于利用技术手段扩展可保风险边界,**使得过去被拒保的亚健康人群、慢病人群、老年幼儿人群得到适配产品。能够获取全面的风险数据、精准定价风险、做好两核风险管控的保险公司才能更好地抢占可保风险边界延展的空间。

**保险投资端具有稳定性,一定程度上可以穿越经济周期。**目前经济形势下利率持续下行、波动加大,虽然从长周期的角度来看,低利率环境下保险资产配置将面临挑战,但我们认为保险资金仍可以通过优化大类资产配置结构稳定长期投资收益率。1) 目前市场上仍存在大量可满足险资5%投资收益率要求的权益资产,通过增配优质权益资产,保险资金可提升整体收益水平,同时降低权益投资波动性。2) 中国仍处于利率高地,保险资金可把握利率震荡上行的窗口期,提高长周期免税政府债的配置比例,提升资产久期及税后收益。3) 保险资金仍是金融市场上风险偏好最低的资金,交易对手信用评级基本均集中在AAA,且预计短期内仍然不会信用下沉。考虑到保险资金规模大、期限长的特性,其可通过获取优质定制化非标,稳定收益率水平。

**风险提示:** 利率下行超预期,销售队伍产能提升不及预期

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601601.SH	中国太保	38.87	买入	1.99	3.20	3.86	4.56	19.53	12.15	10.07	8.52
601336.SH	新华保险	50.83	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	20.01	14.78	11.96	10.15
601628.SH	中国人寿	34.84	买入	0.40	2.23	2.50	2.90	87.10	15.62	13.94	12.01
601318.SH	中国平安	86.83	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	14.77	9.61	7.98	6.70

资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 保单销售具有逆经济周期性，保费增速有长期支撑 .....	4
1.1. 中国寿险行业将开启下一个健康增长的新时期 .....	4
1.2. 利率下行、信用风险提升，保险产品相对吸引力上升 .....	4
1.3. 隐性失业加剧，增加结构性增员供给 .....	7
1.4. 社会焦虑感上升，利于保险公司“贩卖焦虑” .....	7
2. 寿险的未来增长路径 .....	8
2.1. 市场覆盖度 .....	8
2.2. 服务覆盖度 .....	8
2.2.1. 健康管理布局 .....	9
2.2.2. 养老社区布局 .....	10
2.2.3. 保险金+信托 .....	11
2.3. 风险覆盖度 .....	12
3. 保险投资的稳定性 .....	13
3.1. 高股息率股票：高分红、低波动，获取稳定分红收益 .....	13
3.2. 长期股权投资：举牌优质上市公司，打造业务协同 .....	17
3.3. 长久期债券：把握时间窗口增配，提升税后投资收益，拉长资产久期 .....	18
3.4. 定制化非标：预计不会信用下沉，通过定制化资产稳定收益水平 .....	20
4. 投资建议 .....	22

## 图表目录

图 1：日本人均 GDP 与寿险深度 .....	4
图 2：英国人均 GDP 与寿险深度 .....	4
图 3：10 年国债到期收益率 .....	5
图 4：1 年期理财产品预期年收益率 .....	5
图 5：余额宝(天弘) 7 日年化收益率 .....	5
图 6：国寿万能账户结算利率 (%) .....	6
图 7：平安、太保万能账户结算利率 (%) .....	6
图 8：P2P 平台数量 .....	6
图 9：老龄人口占比 .....	11
图 10：消费占 GDP 比例持续提升 .....	11
图 11：养老社区布局 .....	11
图 12：“保险+信托”运行模式 .....	12
图 13：2013/04-2019/11，保险资金对股票和基金的投资规模及市场占比 .....	14
图 14：2002-2018 年保险行业投资收益率与大盘的相关度较高 .....	14
图 15：2019 年三季度末，保险资金持仓 A 股各行业股票的市值规模占比 .....	15
图 16：截止 2019 年三季度末，上市保险公司持有的港股标的股息率情况 .....	16
图 17：2010-2019 的长久期国债发行规模及同比增速 .....	18
图 18：2010-2019 的长久期国债发行只数及同比增速 .....	18

图 19: 2019 年, 10 年期及以上的长久期债中, 各类型债券的发行规模和同比增速 .....	18
图 20: 2019 年上半年, 上市保险公司增配利率债、减配信用债 .....	19
图 21: 2010-2019 年, 全市场 10 年期及以上债券和 10 年期及以上政府债的加权平均收益率 .....	19
图 22: 2010-2019 年, 全市场 10 年期及以上债券的加权平均久期 .....	20
图 23: 2013/04-2019/07, 保险资金运用对各类资产的配置占比 .....	20
图 24: 2018 年及 2019H 上市保险公司的非标资产投资规模及占比 .....	21
图 25: 保险公司 PEV .....	22
表 1: 2019 年信托违约汇总 .....	6
表 2: 2019 年私募股权爆雷汇总 .....	7
表 3: 保险+健康医疗的不同模式 .....	10
表 4: 平安“糖保保”介绍 .....	12
表 5: 2018 年三季度以来, 鼓励险资提升权益类资产的政策一览 .....	13
表 6: 2019 年以来上市保险公司的举牌 .....	17
表 7: A 股的 PE 区间分布数量和 ROE 情况 .....	17
表 8: 2019H 中国平安的非标资产投资的行业分布、投资收益率及期限情况 .....	21
表 9: 2019H 中国太保的非标资产投资的行业分布、投资收益率及期限情况 .....	21
表 10: 2019H 及 2018 年部分上市保险公司的非标资产评级分布 .....	22

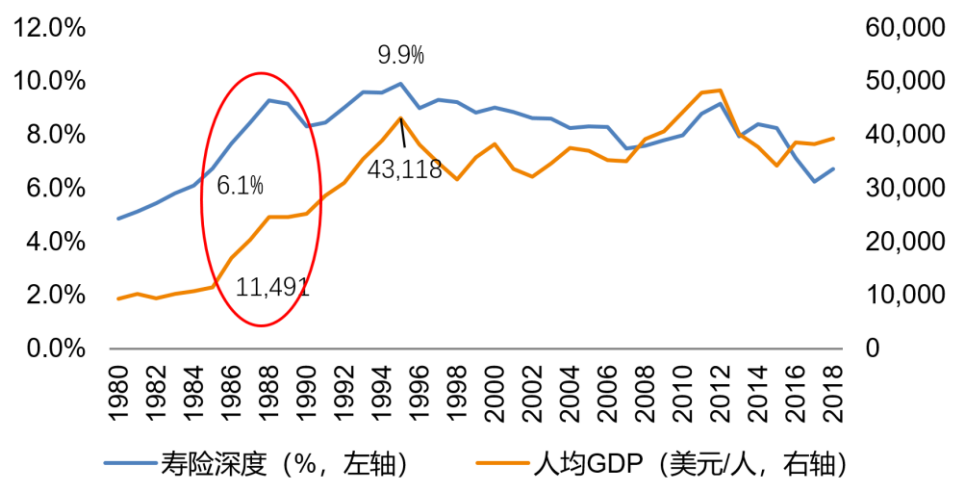
## 1. 保单销售具有逆经济周期性，保费增速有长期支撑

长周期来看，寿险是后发消费品，它的需求是顺经济周期的，只有经济发展到一定的水平，寿险增长才会启动，且长期的经济下行会对寿险的需求带来负面影响。但在经济下滑的初期，居民还有一定的存量财富，储蓄型产品可以看成大额理财的替代品，它对存量财富的依赖比较大，因此在经济放缓初期带来的利率下降、信用风险提高、隐形失业增加、社会焦虑等有利于保单销售，在保险覆盖面仍偏低的情况下，能够对冲居民购买力下降的影响。2020年寿险开门红销售向好，已初步证明此观点。

### 1.1. 中国寿险行业将开启下一个健康增长的新时期

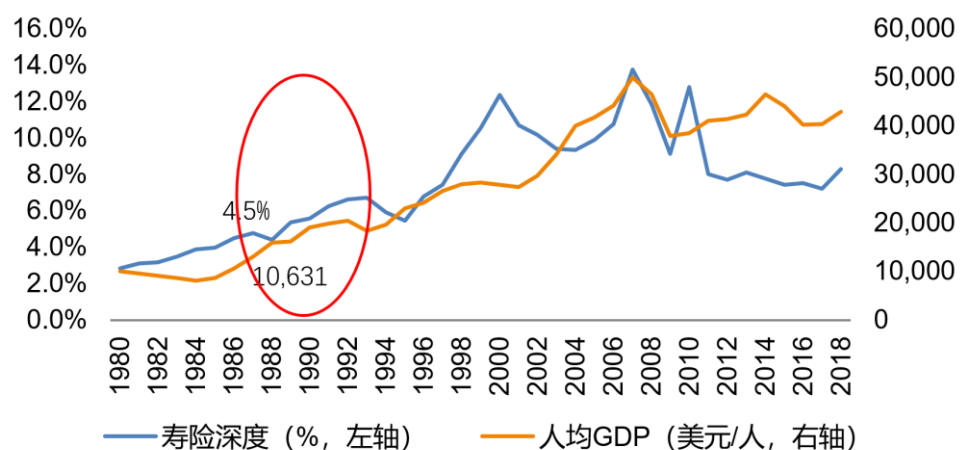
从国际经验来看，人均GDP与寿险深度呈S型曲线关系，人均GDP在1万美元是发达国家寿险业发展进入到快车道的一个标志性的节点。在近期举办的中国宏观经济年会上，国家发展改革委副主任宁吉喆表示，2019年我国人均GDP预计将首次超过1万美元。我们相信，中国寿险业也将开启下一个健康增长的新时期。

图1：日本人均GDP与寿险深度



资料来源：世界银行，sigma，天风证券研究所

图2：英国人均GDP与寿险深度



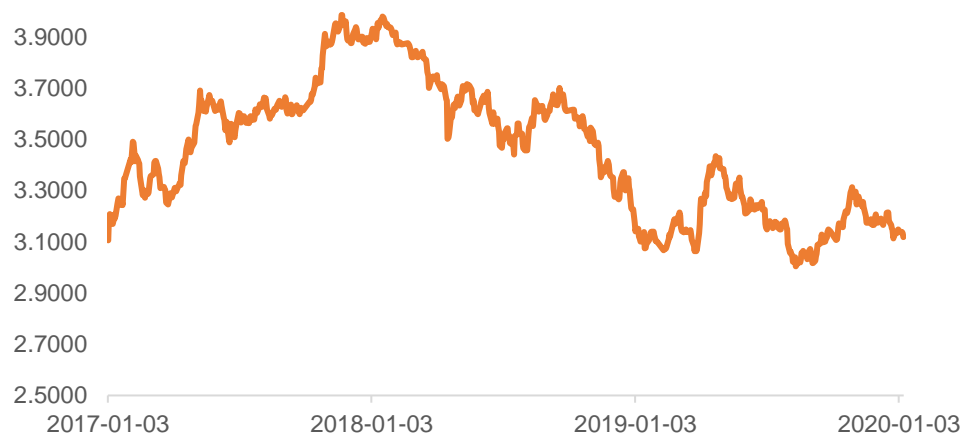
资料来源：世界银行，sigma，天风证券研究所

### 1.2. 利率下行、信用风险提升，保险产品相对吸引力上升

2019年开始，市场逐步形成共识，即中国进入长期利率的下行周期，银行理财等资管产品

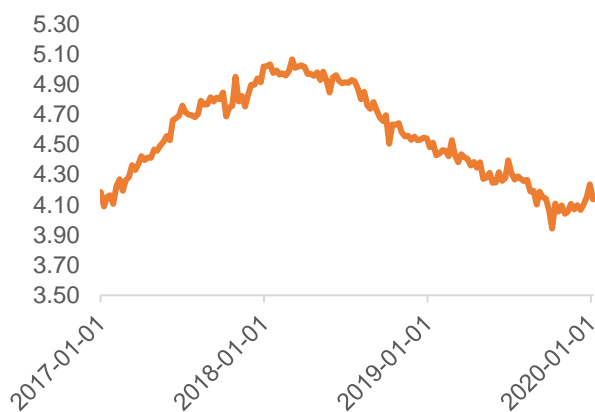
的收益率已经明显降低，且有不断下降的预期。保险产品是家庭长期理财规划中重要的一环，能够为客户锁定未来长期收益率。虽然年金险的 IRR 一般低于 4%，但是保险的销售不能使用“收益率”的概念，而是强调保险强制储蓄、专款专用、“法律工具”（债务隔离、婚姻财富管理、税务筹划、财富传承）等功能。另外，较高的万能账户结算利率也是年金险的一大吸引点，目前大型险企的万能账户结算利率为 5%-5.5%，且在市场利率下降过程中，万能账户结算利率下降更为滞后。

图 3：10 年国债到期收益率



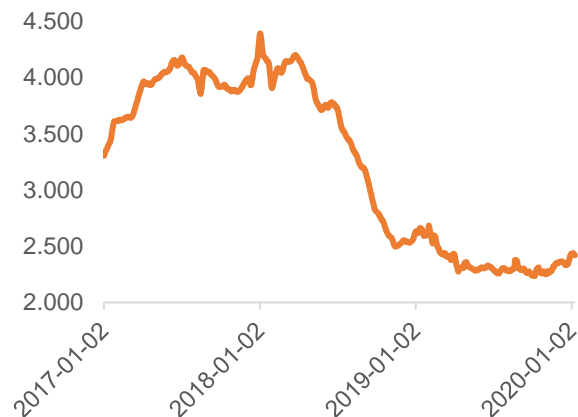
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：1 年期理财产品预期年收益率



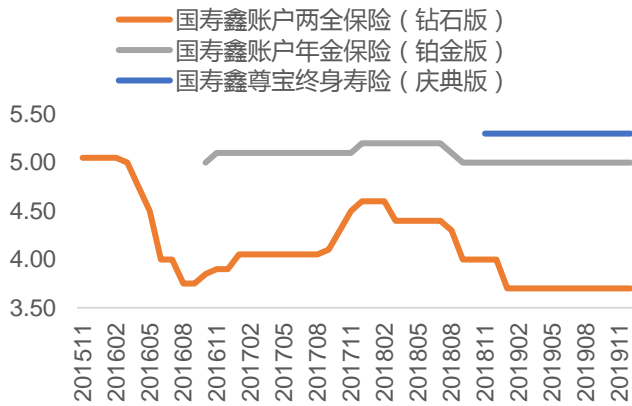
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：余额宝(天弘) 7 日年化收益率



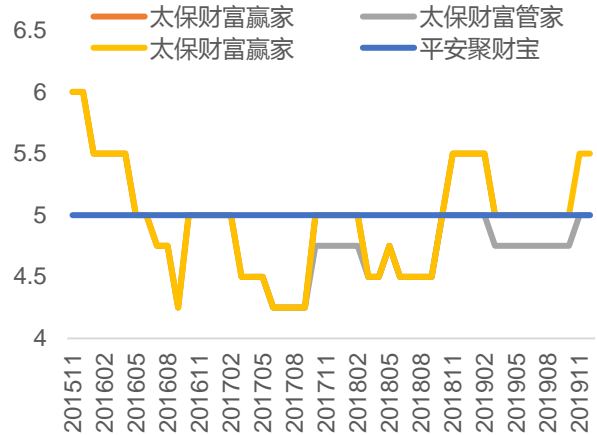
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：国寿万能账户结算利率（%）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

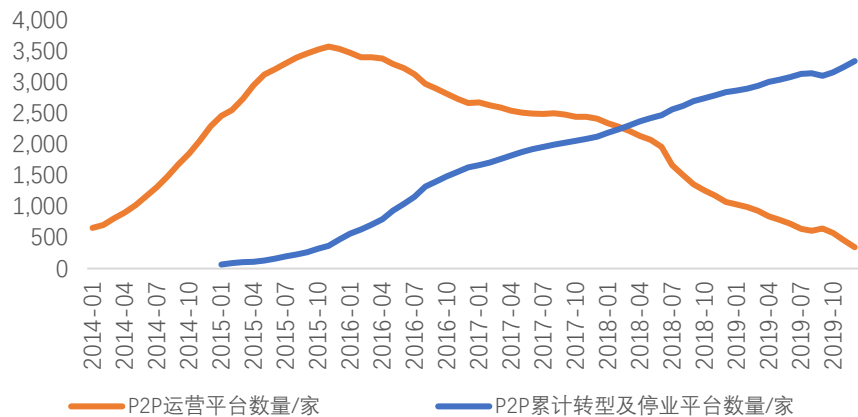
图 7：平安、太保万能账户结算利率（%）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

信用风险加剧对于居民的理财选择影响很大。2019 年来，信托、私募基金、P2P 等资管产品爆雷增多，居民投资的风险偏好下降，投资选择途径减少，而保险产品兑付风险非常低，相对吸引力上升。

图 8：P2P 平台数量



资料来源：wind，网贷之家，天风证券研究所

表 1：2019 年信托违约汇总

信托公司	违约主体	产品/规模
北方信托、中信信托、光大信托等	新光集团	北方信托 2.1 亿元，中信信托 9.9 亿元，光大信托 3.8 亿元。
江苏信托	中城建	“14 中城建 PPN004” 债券违约 6 亿元。
中信信托、中粮信托、中海信托等	东方金钰	东方金钰 2017 年报亏损 2372 万元，2018 年度预计亏损 16-18 亿元。债务接连违约，自救无果，于 2019 年初决定终止被收购，重组希望破灭。
陆家嘴信托、中建投信托	中国地产	陆家嘴信托 1.24 亿元，中建投信托 12 亿元。
中泰信托	贵州凯里开元城市投资开发有限公司	中泰信托约 4.5 亿。
中信信托，平安信托，中融信托等	南京丰盛	南京丰盛产业及其旗下南京建工集团、南京东部路桥工程等 5 家公司流动资金紧张，导致平安信托等 8 家机构的 12.08 亿元债款到期未付。
长安信托，中融信托	南京建工产业集团	截止 2019 年 11 月，南京建工产业已违约债券多达 10 只，债券本金总额达到

中航信托, 昆仑信托, 陕国投等	青海省投	83 亿元, 当期逾期利息总计 6.52 亿元。 截至 2019 年 6 月 30 日, 公司逾期债务规模已达 99.70 亿元。
华润深国投信托, 陕国投	康得新	2019 年 1 月康得新出现到期 15 亿债券不能兑付的情况, 后被证监会查出多项违法行为。
中信信托, 陕国投, 湖南信托等	海航系	2019 年 3 月“16 海航 01”债券 (37.5 亿元), 逾期 3 日后完成兑付, 构成技术性违约; 7 月 29 日, “16 海航 02”债券 (164.59 亿元) 构成实质性违约。

资料来源: 信托网, 天风证券研究所

表 2: 2019 年私募股权爆雷汇总

爆雷机构 (私募基金管理人)	基本概述	公司情况
兴佳利业	17 亿待兑付, 仅剩 1 亿多	兴佳利业在 2018 年 10 月的投资人会议上宣布超 17 亿元资金尚未兑付, 而账上现金只剩下 1 亿多元。公司负责人目前被以涉嫌合同诈骗和非法吸收公众存款逮捕。
永柏资本	知名 PE 机构爆雷, 66 亿产品待兑付	该公司旗下未兑付产品金额约 66 亿元, 其中包括地产私募股权基金 31 亿元、票据约 12 亿元、美元债权 2.7 亿元、其他股权类产品约 20 亿元。涉及投资者超千人。
深圳恒汇兴股权投资/荧兴源资产管理	假央企背景, 被投资者举报	2018 年 1 月份以来出现产品违约。投资者透露, 实控人王坤承认无法兑付的规模在 7.4 亿元。
新华财富	多款私募产品违约, 实控人跑路被引渡回国	自 2015 年末开始该公司的产品出现了延期兑付的现象。公司实控人郑孝和于 2017 年逃亡海外, 2019 年 5 月 19 日被广东警方从希腊引渡回国。
宝银创赢	法人被立案侦察, 产品无法赎回	2019 年 4 月 22 日公司第一大股东、法定代表人崔军因涉嫌职务侵占罪已被公安机关立案侦查。宝银创赢旗下多只基金产品深陷投资人兑付危机。
深圳中金国瑞基金	涉嫌挪用客户资金, 实控人离婚移民失联	该机构自 2019 年 5 月开始停止产品的正常兑付。
轩鸿基金	集团流动性枯竭, 20 亿地产私募逾期	轩鸿基金旗下 20 亿的地产私募基金, 5 月份就出现逾期, 目前已建立了处置工作组, 专门对接投资人和后续资产处置事宜, 并成立了投资人验资处统计投资者和金额。
杭州鸿泰股权投资基金	浙江之信旗下百亿私募逾期, 涉嫌自融	据网贷天眼报道, 2019 年 4 月份, 之信控股旗下的私募基金开始逾期, 规模预计在百亿。

资料来源: 根据和讯网信息整理, 天风证券研究所

### 1.3. 隐性失业加剧, 增加结构性增员供给

经过 15-17 年的代理人高速扩张, 整体的增员红利逐步减弱, 代理人规模增长较难, 但隐性失业为增员带来结构性机会。隐性失业(disguised unemployment)主要指具有劳动能力并在职工作但工作量不足, 不能通过工作获得社会认可的正常收入, 虽有工作岗位但未能充分发挥作用的失业, 或在自然经济环境里被掩盖的失业。近年以来, 隐性失业人数大幅度增加, 不少职业的收入增长预期显著下降, 而保险公司推行的“优增”提供了很好的就业机会。过去 1-2 年高素质的保险代理人已经显著增多, 流向了友邦保险等高吸引力的保险公司。我们判断, 未来将有更多的隐性失业人口进入保险业, 流向进行高质量增员的公司, 增员市场迎来结构性机会。值得注意的是, 增员优化有利于开发同样圈层的高素质客户。因为一个圈层的客户能否被开发, 不完全取决于需求, 只有这一圈层的人在保险业从业, 这些客户才会大量被开发。

### 1.4. 社会焦虑感上升, 利于保险公司“贩卖焦虑”

社会焦虑已成为转型期社会心态的一个显著特点, 社会焦虑感的加剧提升了居民对于风险

保障的需求。在当今社会转型过程中，由于发展和竞争加剧以及各种问题叠加，出现阶级固化、重疾发生的年轻化、财富贬值、医疗/婚姻/育儿/养老的成本飙升等现象，且信息时代的社交媒体放大了这些问题，社会焦虑感加剧，其中，健康和养老更是中产阶级（保险的主力客群）生活压力和焦虑情绪的主要来源。保险作为风险转移的手段之一，提供风险保障的同时，有助于减轻焦虑感。保险公司在保险产品和服务的提供过程中，以及保险代理人在销售过程中，如能精准把握不同客群的焦虑来源及焦虑程度，可以有效的开发客户需求，促成保单销售。

## 2. 寿险的未来增长路径

当前，寿险的覆盖度仍处于较低状态，未来增长的来源于提升市场覆盖度、服务覆盖度、风险覆盖度。

### 2.1. 市场覆盖度

市场覆盖度的提升关键在于“触达客群，并提供客户需要的产品与服务的能力”，包含 3 个主体 4 个要素：代理人、客户需求、保险公司的产品和服务。

**从客户需求视角来看，渠道主导、产品主导必将转向客户需求主导**，即以客户需求出发构建产品体系、服务体系、代理人的培训体系。保险产品和服务要覆盖生命全周期的风险管理、财富管理的需求。优化销售、培训体系，不仅是“销售产品”，而是形成“深入识别客户需求——针对需求规划保险方案——销售产品——提供后续服务”的营销体系，其中识别客户需求是很多内地公司代理人比较缺乏的能力。

**从渠道（代理人）视角来看，寿险的底层营销逻辑已经发生变化。**在 1.0 模式下，大多数公司无法凭借存量的销售团队实现业绩的持续增长，拓展新业务主要依靠新增代理人带来的新增客户，而存量代理人最大的作用不在于销售，而在于招募新人，在金字塔结构中获得组织发展利益。销售产品的直接佣金+团队发展的间接佣金构成代理人渠道高额的保单获取成本，处于高增量阶段的行业和公司才能负担高额的获取成本。而在人口红利消减的时期，传统的“增员驱动”的 1.0 营销发展模式已难以为继。行业进入了“脱落速度>增员速度”的洗牌期，增员减少直接导致客户触达减少。因此部分公司进行代理人渠道 2.0 转型，即优增+存量代理人产能提升，扩大单个代理人的客户触达面，以及提升客户经营的能力，打造能为客户提供高质量服务的高素质代理人（销售专家）。分化必然加速，只有狠抓“队伍能力建设+客户经营”的保险公司才有未来。

**从产品和服务视角，保险公司需构建多重主力产品的产品体系。**客户需求 1.0 是健康需求，产品体系是以重疾为主的健康险。健康需求是客户的强需求，但重疾险的天花板比较清晰，健康险保额和保费件均有上限，当然，我国的健康险覆盖率（人均件数、人均保额）远未触及天花板。健康险销售的核心点不在于深挖客户，而在于扩大客户面，目前很大程度依赖于代理人的数量。2018 年来，代理人增量下降，而且有更多的主体加入健康险竞争，中低端客群（价格敏感度高）更多地被中介平台、互联网平台抢夺，因此重疾险销售的压力加大。保险公司深度挖掘 1.0 时期的机会，一方面需要继续完善产品体系，构建“普惠+高端、健康体+慢病体、综合保障+特定病重、长期+短期”并存的健康险体系；另一方面需要通过产品和服务创新来提升差异化竞争力，如以服务补偿代替现金赔偿、构建“健康管理+医疗服务”的大健康生态圈。

在满足客户的 1.0 需求的基础之上，纯线下代理人需要往更深层、更高层的方向去转移，深入挖掘客户的 2.0 需求（养老需求）、3.0 需求（人生价值需求），销售更多各类期限的年金险和终身寿险，以及相伴随的高端医疗险，这类产品是针对高端客户的重要蓝海市场。另外，赚取管理费的投连险也是未来很好的发展方向，能够体现代理人销售的高水平。

### 2.2. 服务覆盖度

保险公司将从单一的事后理赔服务延展至事前预防服务和事中预警服务，同时将“以服务



补偿代替现金赔偿”。服务链的延伸方面，保险公司正在探索包括健康监测、健康干预、在线问诊等在内的一站式健康管理服务，也在养老社区等服务领域积极布局。此外，部分保险公司也开发了“保险金+信托”的产品组合。

### 2.2.1. 健康管理布局

**政策层面鼓励保险公司发展健康管理服务。**自 2013 年起国家政策陆续出台，政策方向从“允许”改为“鼓励”，从“社会事业”拓展到“产业”，从“作为补充”上升到“转型重大举措指引”，鼓励社会力量参与医疗、健康产业的发展。近期出台的《健康保险管理办法》（以下简称“《办法》”）首次将健康管理以专章写入，提出“保险公司可以将健康保险产品与健康管理服务相结合，提供健康风险评估和干预、疾病预防、健康体检、健康咨询、健康维护、慢性病管理、养生保健等服务，降低健康风险，减少疾病损失。”并将健康管理服务分摊的成本由净保险费的 12%上调至 20%，鼓励保险公司提供健康管理服务。

友邦、平安、泰康等公司已开始打造“保险+健康医疗”生态圈，从患病前的健康管理及预防服务、健康医疗服务入手，打造“上游健康预防，中游经济补偿，下游医疗服务”的线上+线下相结合的大健康生态圈，进行全生命周期健康管理和医疗服务。上游健康预防包括运动管理、健康档案管理、线上健康咨询服务等，督促和帮助被保险人采取更健康的生活习惯，更好地进行健康管理和疾病预防。下游医疗服务包括就医预约与安排、陪诊服务、专案管理、购药福利、康复护理等绿通服务。目前多数公司的健康医疗服务主要聚焦在下游的医疗端，作为重疾或医疗产品的增值服务，提供门诊预约、病房安排、手术安排、二次诊疗等就医绿通服务，仅有友邦、平安等少数公司探索将上游健康管理+下游医疗服务、线上+线下服务融合，形成大健康医疗体系，但平安也处于比较初级的探索阶段，增值服务还未构成保险产品的差异化竞争力。

保险公司“保险+健康医疗”的实现模式主要分为三种：1）与医疗机构或者健康管理机构签订战略合作协议；2）布局互联网医院和移动医疗平台，该模式主要适用于运动管理、健康咨询、电子健康档案、健康评估、远程医疗等线上健康医疗服务；3）保险公司自建或者参股医疗机构。第一、二种为轻资产模式，进入门槛较低，多家保险公司涉足，主要以中国平安、友邦为代表；第三种属于重资产模式，风险相对较高，目前只有泰康、阳光等少数公司探索自建医疗机构。

表 3：保险+健康医疗的不同模式

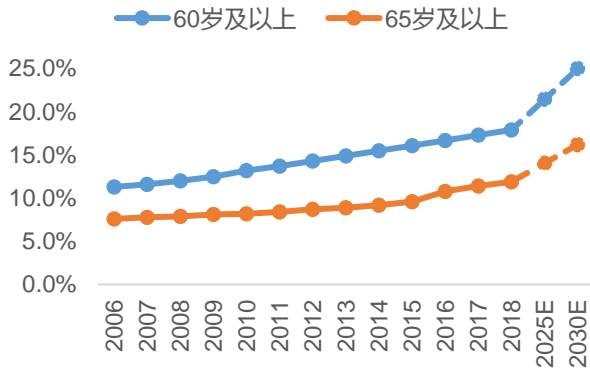
与医疗机构或者健康管理机构签订战略合作协议	布局互联网医院和移动医疗平台	保险公司自建或者参股医疗机构
<p><b>中国太保：</b>与微医、加拿大健康管理中心以及近十家高等科研院所合作，为客户提供集“健、医、药、保”于一体的整合式线上+线下医疗健康管理服务，包括 150 种健康促进产品、近 40 项医疗服务和近 20 种药品服务等。</p>	<p><b>中国平安：</b>在产业链上游，1) 平安健康 APP 推出“平安 i 动保”功能，用户通过步数换取重疾险保额。2) 打造“平安福+平安 RUN”模式，为客户个性化定制短中长期的运动计划，当客户达成运动目标后，可以获得和健康有关的奖励和保单保障额度的提升。</p> <p>在产业链下游，3) 打造覆盖全国的医疗健康服务网络的平安好医生，连接医生、医院、第三方健康管理机构及药房，在线上为客户提供优质在线医疗咨询服务和 7*24 小时的 1 小时达药品快递服务。</p>	<p><b>中国平安：</b>1) 2008 年通过平安信托投资北京慈铭体检、美年大健康。2) 投资管理深圳龙岗中医院，全权负责医院经营管理；3) 建立平安健康检验中心和名医中心。</p>
<p><b>友邦：</b>在产业链下游，1) 与互联网医疗机构微医合作，保险客户可以优先享用微医的医疗健康服务。2) 对于乳腺癌疾病，与微医、镁信共同打造“单病保险+微医+用药”的医药保综合保险服务。</p>	<p><b>友邦：</b>在产业链上游打造个人移动健康管理平台“健康友行”，覆盖步行和睡眠的监测追踪、健康知识问答互动并有丰富的任务卡与积分累积等奖励机制，全方面激励客户拥有健康的生活方式。</p> <p><b>众安保险：</b>1) 推出线上“AI 健康顾问”，同时覆盖到产业链的上下游。在上游，使用“筛查-评估-干预-监测”的健康管理方法；在产业链下游，提供诊后患者问答、康复管理等服务。2) 2019 年投资建立众安（海南）互联网医院有限公司。</p>	<p><b>新华保险：</b>1) 2010 年持有体检机构美兆健康 30% 股权；2) 2012 年开始在西安、武汉、青岛济南等全国多地建立了新华健康管理中心；3) 2017 年 11 月，新华保险自由资金投资北京新华卓越康复医院。</p> <p><b>阳光保险：</b>在 2019 年与潍坊市人民政府合作建设阳光融和医院。</p>
<p><b>泰康在线：</b>选定齿科作为微医保产品的增值服务提供给用户，与遍布全国 105 个城市的 1100 余家齿科门店合作，打造遍布全国的齿科网络，合作品牌涵盖全国连锁齿科机构如拜博、佳美、瑞尔以及大部分线上齿科服务平台。</p>	<p>太保寿险、太平洋医疗健康联合互联网健康管理平台“妙健康”、华为，发布基于可穿戴设备及体征数据的健康互动保险计划。从健康干预入手，通过实时追踪、持续的干预和服务引导客户养成健康的生活方式。</p> <p><b>泰康：</b>泰康医生 APP 提供就医管家服务，线上提供诊前指导</p>	<p><b>前海人寿：</b>1) 2016 年初成立医疗健康管理中心；2) 2017 年投资西安华康医院；3) 2019 年 10 月斥资 60 亿元建立的前海人寿广州总医院开业。</p> <p><b>泰康：</b>1) 自建医疗机构：泰康仙林鼓楼医院、泰康同济（武汉）医院、泰康新安医学研究中心，在建医疗机构：泰康前海国际医院。2) 收购泰康拜博口腔，持股占比 51%。</p>

资料来源：根据中国证券网、新华网等整理，天风证券研究所

### 2.2.2. 养老社区布局

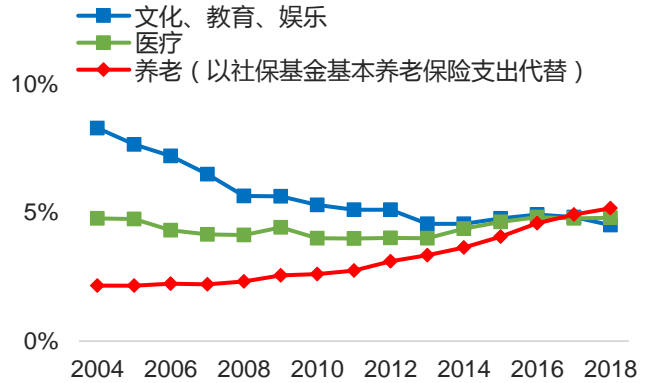
**中国老龄化程度持续加深，养老需求增长。**自 1999 年进入老龄社会以来，我国 60 岁以上的老年人口以年均 3% 的速度递增，其中 80 岁以上的高龄老人以年均 5% 的速度递增，呈现出“未富先老、规模更大，速度更快”的特征。据国家统计局发布的 2018 年国民经济和社会发展统计公报显示，截至 2018 年底，全国 60 周岁及以上老年人口 24949 万人，占总人口的 17.9%，其中 65 周岁及以上老年人口 16658 万人，占总人口的 11.9%。据《老年公平在中国》研究报告预测，中国人口的老龄化规模大、老年人口增长迅猛，到 2030 年中国老年人口将占总人口的 25% 左右。届时，我国养老产业的规模有望达到 22 万亿元。

图 9：老龄人口占比



资料来源：统计局官网，天风证券研究所

图 10：消费占 GDP 比例持续提升



资料来源：wind，天风证券研究所

我国的养老产业处于起步阶段，养老机构匮乏，医护资源相对紧缺。我国目前的养老体系为“9073”，即老龄人口 90%居家养老、7%社区养老、3%机构养老。随着老龄化加剧、家庭平均子女数量减少，预计未来居家养老比率将有所下降，社区养老、机构养老比率上升。

保险资金投资养老地产具备先天优势。一方面，险资投资的稳定性要求与养老产业所需的长周期相匹配。另一方面，险资投资养老地产能有效延长产业链，实现全生命周期覆盖。养老社区向上衔接养老险、长护险、医疗险等保险产品，同时带动下游的老年医疗、护理服务、智能养老等产业，可以有效延长产业链，并整合相关产业增加盈利渠道。

目前 8 家保险公司布局了养老社区，其中泰康人寿最早布局、战略最坚定、投资额最大，在北京、上海、广州等 5 地布局的养老社区开业，还有 11 地在布局中。除了光大永明、合众人寿的养老社区定位中端外，其他养老社区定位高端客群，有医养结合的大型养老社区，也有适合健康老人的度假型养老社区。大型公司一般采用自建的重资产模式，部分公司与第三方养老服务机构合作（太平、合众、光大）。

投资养老地产的各家保险公司均推出了“消费者购买指定种类及金额的保险产品即可取得养老社区入住资格”的挂钩模式，但从整体情况看，现阶段保险产品与养老社区的对接尚处于浅层次，多数是保险产品与养老社区的入住资格之间具备简单的外部联系，入住费用并未与保险给付挂钩，如何深化保险产品与养老社区之间更深层次的对接仍有待探索。

图 11：养老社区布局

养老社区	泰康之家	恒大养生谷	太平乐享家	太保家园	国寿嘉园	合众优年养老社区	光大永明汇晨养老社区	新华家园
定位	以郊区大型高端“医养社区”为主	高端“医养社区”	高端度假型+城市型养老社区	高端城郊型+度假型+城市型医养社区	以高端度假型养老社区为主	中端“医养社区”	中端城市型养老社区	高端城郊型+度假型+城市型医养社区
模式	重资产模式、自建	依托恒大地产的股东优势自建	自建+第三方合作(挑选已建成较优质养老院植入品牌)	自建、引入法国欧保家庭养老照护体系	自建	自建+第三方合作	第三方合作(光大控股旗下的光大汇晨养老社区进行对接)	自建
布局城市	已开业	北京、上海、广州、成都、武汉	海南儋州、三亚海棠湾	上海快乐家园、梧桐人家、昆明、宁波	/	苏州	武汉、南宁、沈阳、上海、南京	北京、苏州、上海、山东
	未开业	苏州、三亚、杭州、南昌、厦门、沈阳、长沙等11个城市	西安、湘潭、郑州等12个城市	南京、无锡、苏州、杭州等15个城市	成都、大理、杭州、上海、厦门、南京	天津、北京、三亚	北京、山东、河南	海南、广西、青岛、大连
入住资格	保单总保费>200万或缴纳押金+乐泰财富卡	保单总保费>150万	保单总保费>200万	保单总保费>200万	新客户保单总保费>300万元，老客户保单总保费>200万元	选择“众优年生活实物养老保障计划”	保单总保费>100万(保证入住) 保单总保费>30万(优先入住)	/
对接产品	主要为年金险，个险银保、经代渠道产品不同，但差异不大							无对接产品

资料来源：根据各公司官网、和讯网等整理，天风证券研究所

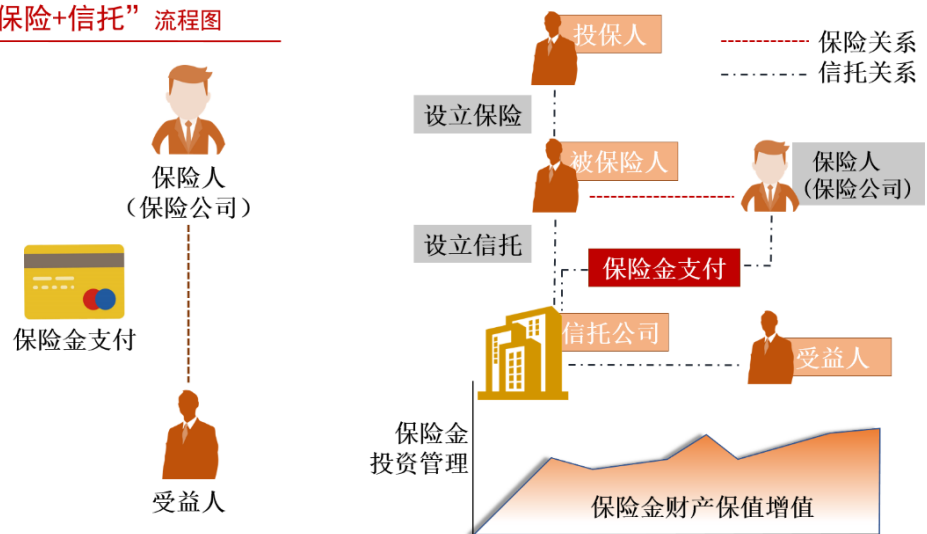
### 2.2.3. 保险金+信托

“保险金+信托”是指投保人与保险公司签订保险合同的同时，与信托机构也签订信托合同，当理赔条件发生时，保险公司将理赔金交付给信托机构为受益人设立的信托专户，由信托机构依据信托合同管理、运用这笔财产，期满后将利益交付给受益人。这不仅降低了家族信托的门槛，而且是一种很好的家族财富的传承方式。

“保险金+信托”的组合方式发源于英国，繁荣于美国。2001 年我国台湾地区开始办理人寿保险信托业务，2014 年 4 月首次由中信保诚联合中信信托引入国内，推出高净值人士专属保险品牌——传家，提供“身故保险金信托”服务。并于 2015 年 11 月再次引领创新，升级推出“生存保险金信托”服务。此外，友邦、平安亦推出了“保险金+信托”模式。

图 12：“保险+信托”运行模式

“保险+信托”流程图



资料来源：天风证券研究所

### 2.3. 风险覆盖度

技术进步将使得可保风险边界在不断延展，将传统的不可保风险转化为可保风险。能够获取全面的风险数据、精准定价风险、做好两核风险管控的保险公司才能更好地抢占可保风险边界延展的空间。过去被拒保的亚健康人群、慢病人群、老年幼儿人群将得到适配产品。我国首部《健康管理蓝皮书：中国健康管理与健康产业发展报告（2018）》指出，我国慢性病发病人群在 3 亿左右，高血压患者 2.7 亿；糖尿病患者 9700 万；心脑血管疾病患者推算为 2.9 亿。基于这些非标体的保险产品+慢病管理服务发展空间较大。

互联网平台最先开启慢病管理的布局，开发针对慢病并发症的特定疾病保险，2015 年众安与腾讯、丁香园联合推出了首款糖尿病并发症保险——糖小贝 1.0；2016 年 6 月，众安上线了国内首款高血压并发症保险。但是将慢病体纳入重疾保障的产品较少，2019 年平安推出了针对糖尿病患者的重疾险“糖保保”，除了保障糖尿病并发症外，还保障 100 种重疾+50 种轻症，同时提供血糖管理服务。

表 4：平安“糖保保”介绍

平安“糖保保”主要责任

重大疾病保险金：100 种重疾，赔付 1 次 100% 保额

特定轻度重疾保险金：50 种特定轻度重疾赔付 3 次，每次赔付 20% 保额

身故保险金：赔付 100% 保额

血糖管理服务：提供为期 3 年的血糖管理服务，包括糖尿病 AI 风险评估、档案管理、治疗建议、饮食指导、运动指导等多项服务，帮助被保险人提升健康状况、防止或延缓糖尿病严重并发症发生。

可选择附加的保障（1年期短期险，保证续保5年，最高可续保至64周岁）：糖尿病并发特定重疾保险金，5种糖尿病特定重疾，赔付1次100%保额。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3. 保险投资的稳定性

目前经济形势下利率持续下行、波动加大，虽然从长周期的角度来看，低利率环境下保险资金配置将面临挑战，但我们认为保险资金仍可以通过优化大类资产配置结构，加大优质权益类资产占比，提升固收资产税后收益，提高整体税后投资收益，稳定长期投资收益率：

**1、权益投资：**权益投资仍是提升投资收益水平、对抗利率下行、维持利差益的重要手段，未来险资的权益投资方向包括：1）加配高股息率股票（股息率高于4%），赚取稳定股息；2）举牌优质上市公司，计为长期股权投资（权益法核算），并打造业务协同。我们认为，目前市场上仍存在大量可满足险资5%投资收益率要求的权益资产，通过增配优质权益资产，保险资金可提升整体收益水平，同时降低权益投资波动性。

**2、固收投资：**虽然国内长期利率走低，但相对于其他国家而言，中国仍处于利率高地，保险资金可把握利率震荡上行的窗口期，提前配置具有相对收益的长久期债券。2019年以来，长久期地方政府债发行量显著上升，预计2020年发行量仍将保持高位。我们认为，保险资金将把握时间窗口，通过提高长久期免税政府债的配置比例，提升资产久期及税后收益。

**3、非标投资：**目前上市保险公司的非标投资收益率约在5.5%-6%区间，近年来随着利率下行影响及交易对手局限，收益率有所下行。我们认为，保险资金仍是金融市场上风险偏好最低的资金，目前交易对手信用评级基本均集中在AAA，且预计短期内仍然不会信用下沉。考虑到保险资金规模大、期限长的特性，其可通过获取优质定制化非标，稳定收益率水平。

#### 3.1. 高股息率股票：高分红、低波动，获取稳定分红收益

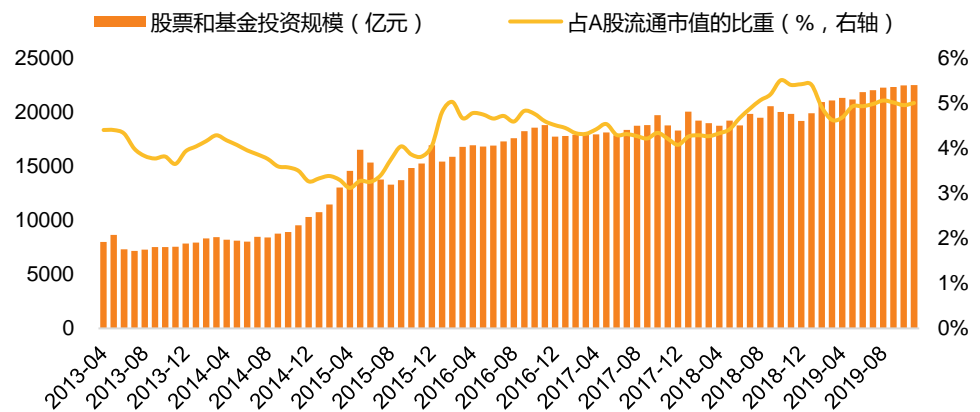
**政策支持导向明确，未来保险资金加配优质权益类资产大势所趋。**2020年1月4日，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，强调要提升直接融资和资本市场业务，多渠道促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金。近年来，监管鼓励保险资金提升权益类资产比例的导向十分明确。对于资本市场而言，保险资金具备长期资金优势，利于稳定市场；对于保险公司而言，在利率下行的背景下，提升优质权益类资产占比有利于提升投资收益率水平。目前保险公司投资权益类资产的监管比例上限是30%，考虑到行业实际投资水平约22%，相比监管比例上限仍有加配空间。

表5：2018年三季度以来，鼓励险资提升权益类资产的政策一览

时间	文件/事件	内容
2018/10	《保险资金投资股权暂行办法》修订	修订内容包括取消保险资金开展股权投资的行业范围限制等
2019/01	银保监会发言人肖远企讲话	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
2019/07	银保监会副主席梁涛讲话	银保监会正在积极研究提高保险公司权益类资产的监管比例事宜
2020/01	《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	提升直接融资和资本市场业务，多渠道促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金

资料来源：银保监会，天风证券研究所

图 13：2013/04-2019/11，保险资金对股票和基金的投资规模及市场占比

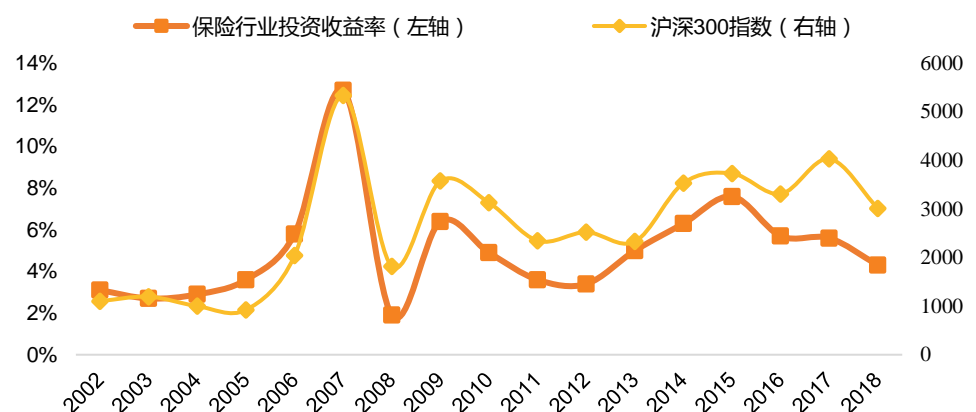


资料来源：Wind，天风证券研究所

此前保险投资收益率和股市相关度较高，IFRS9 后各公司将主动降低波动、提升收益稳定性。从过往十五年的情况来看，中国保险行业的投资收益率与股市的相关度较高。对于保险公司来说，虽然有提升投资收益率的诉求，但若权益资产风险敞口过大，将承受剧烈的投资收益波动。此外，2022 年起，保险公司将全面实行 IFRS9（平安已率先实施），金融资产将由原准则下的“四分类”调整为“三分类”。在新准则下，权益类金融资产将全部用公允价值计量，保险资金对股价的变化将更为敏感：

- 1) 在新准则下，若选择分类为 FVOCI，其公允价值变动将计入其他综合收益即权益表中，在处置时也不再具有原先可供出售金融资产的利润调节空间，即不可将公允价值变动损益转入利润表，仅有分红收益可进利润表，这将使保险公司更加偏好稳定的高股息率股票，以获得高分红收益；
- 2) 在新准则下，若选择分类为 FVPL，则公允价值变动需当期确认，直接反映在利润表内，这将加大公司当期利润的波动。因此，若分类为 FVPL 类权益资产，则要求股票的波动率尽可能小，这也将使保险更偏好相对更稳健的大盘蓝筹股。

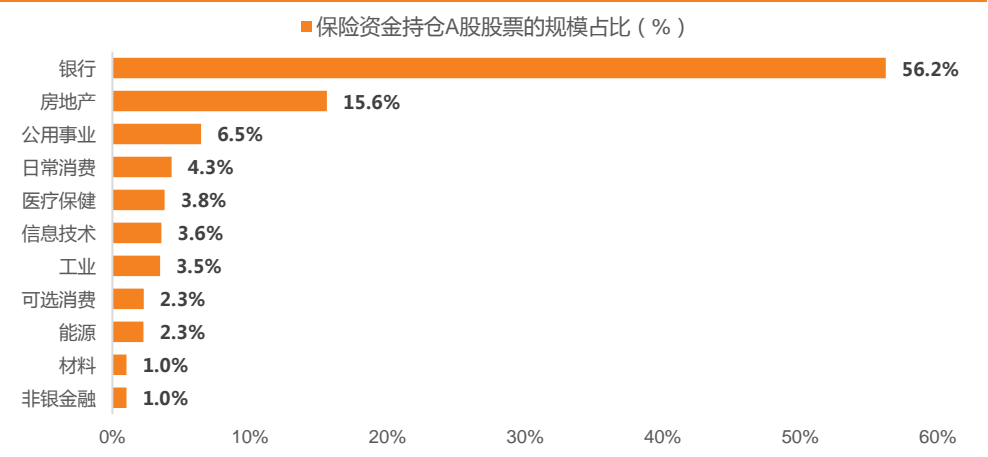
图 14：2002-2018 年保险行业投资收益率与大盘的相关度较高



资料来源：保险业协会、Wind，天风证券研究所

未来保险对权益类资产的配置将以高分红、低波动的股票为主，以赚取稳定股息。截止 2019 年三季度末，保险进入上市公司前十大股东的股票有 536 只，重仓持股市值共计 6349 亿元。其中，对银行板块的持股市值为 3569 亿，占比达到 56.2%；对地产、公用事业、日常消费的持股市值分别为 990 亿元、410 亿元、274 亿元，占比分别为 15.6%、6.5%、4.3%。可以看出，目前保险资金更青睐低估值、高股息的大蓝筹，配置行业以银行、地产为主。

图 15：2019 年三季度末，保险资金持仓 A 股各行业股票的市值规模占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

上市保险公司持有港股的平均股息率超过 5%。和全球其他权益市场相比，港股估值较低，因此股息率整体较高。我们梳理上市保险公司目前的港股持仓情况，可以看出其在标的选择上，更偏爱估值低、股息高、业绩增长稳定的金融、地产等板块，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、人保集团、中国太平持有的港股标的股息率分别为 5.41%、4.83%、5.60%、5.70%、5.42%、3.41%，上市保险公司持有港股的平均股息率为 5.08%。剔除无分红的港股标的，以 2018 年末的股价对应 2018 年的分红计算，1041 只港股的平均股息率为 4.97%，其中有 318 只港股标的的股息率超过 5%。而目前 A 股中，也有 88 只标的的股息率超过 5%（以过去 12 个月股息对应 2019 年末收盘价计算）。

图 16: 截止 2019 年三季度末, 上市保险公司持有的港股标的股息率情况

持股标的	持仓数量(万股)	持仓市值(万元)	2019E净利润(百万港元)	分红比例(%)	股息率(%)
<b>中国平安</b>					
1398.HK 工商银行	15856	84483	349,544	29.9%	4.96%
0005.HK 汇丰控股	1419	76494	106,846	75.7%	6.54%
2007.HK 碧桂园	1951	21597	47,481	30.6%	5.34%
0817.HK 中国金茂	1787	9763	7,573	42.8%	4.47%
0884.HK 旭辉控股集团	547	3258	7,899	37.6%	5.69%
<b>中国人寿</b>					
1658.HK 邮储银行	3342	15824	65,425	29.9%	4.25%
1288.HK 农业银行	3499	10688	236,640	29.9%	5.99%
6818.HK 中国光大银行	1530	4950	40,423	25.0%	5.33%
3988.HK 中国银行	1324	3914	210,407	30.2%	6.58%
1398.HK 工商银行	396	2111	349,544	29.9%	4.96%
0386.HK 中国石油化工股份	482	2078	62,423	72.3%	7.80%
2799.HK 中国华融	1650	1883	5,670	26.3%	2.96%
1816.HK 中广核电力	671	1272	10,662	38.6%	3.88%
2196.HK 复星医药	52	1104	3,392	29.9%	1.68%
1339.HK 中国人民保险集团	295	871	24,752	13.7%	2.34%
3606.HK 福耀玻璃	22	515	3,584	70.6%	4.01%
6806.HK 申万宏源	249	527	6,629	27.1%	3.03%
1171.HK 兖州煤业股份	21	138	10,521	30.8%	9.01%
0548.HK 深圳高速公路股份	5	52	3,046	45.0%	5.42%
<b>中国太保</b>					
3988.HK 中国银行	382	1130	210,407	30.2%	6.58%
0177.HK 江苏宁沪高速公路	13	122	4,734	52.7%	4.65%
<b>新华保险</b>					
0817.HK 中国金茂	1079	5896	7,573	42.8%	4.47%
1171.HK 兖州煤业股份	36	231	10,521	30.8%	9.01%
1339.HK 中国人民保险集团	90	266	24,752	20.0%	3.41%
<b>人保集团</b>					
0548.HK 深圳高速公路股份	12	124	3,046	45.0%	5.42%
<b>中国太平</b>					
1339.HK 中国人民保险集团	90	266	24,752	20.0%	3.41%

资料来源: Wind, 天风证券研究所 (2019 年预测净利润为 wind 一致预期)



### 3.2. 长期股权投资：举牌优质上市公司，打造业务协同

2019 年保险频频举牌优质上市公司，并打造业务协同，预计 2020 年仍将为“举牌大年”。2019 年以来，保险公司举牌数量达到 9 次，其中，中国人寿举牌申万宏源、中广核电力、中国太保、万达信息；中国平安举牌华夏幸福、中国金茂；中国太保举牌上海临港；中国太平举牌大悦城。与 2015 年“举牌潮”不同的是，此前举牌主体多为“资产驱动负债”模式的中小险企，而 2019 年以来举牌的基本集中在大型上市险企。考虑到 2021 年 IFRS9 将全面推进实施，我们判断，2020 年保险公司对优质上市资产的“举牌潮”仍将延续，保险公司存在举牌的内在动力：1) 长期股权投资具有期限长、收益稳定的特点，以权益法核算的长期股权投资可提升投资稳定性；2) 长期股权投资可发挥业务协同效应，拓宽上下游渠道，完善产业链布局。

表 6：2019 年以来上市保险公司的举牌

公告日	举牌公司	被举牌公司	持股比例(%)	A/H 股
2019/2/11	平安人寿	华夏幸福	25.25%	A 股
2019/4/28	人寿集团	申万宏源	6.91%	H 股
2019/7/26	平安人寿	中国金茂	15.22%	H 股
2019/7/30	中国人寿	中广核电力	5.02%	H 股
2019/8/5	中国人寿	中国太保	5.04%	H 股
2019/8/7	中国人寿	万达信息	5.00%	A 股
2019/10/21	中国人寿	万达信息	10.01%	A 股
2019/12/4	太平洋人寿	上海临港	5.33%	A 股

资料来源：中国保险行业协会、Wind，天风证券研究所

长期股权投资的实际报酬率取决于公司利润和分红派息，目前市场近 1/4 股票的静态报酬率可达到 5%以上。长期股权投资持有期间的收益主要取决于被投资企业的利润和分红派息，与该企业股票价格的变化关系不大。以权益法核算的长期股权投资在核算投资收益时，若忽略分红、派息以及 PB 变化等因素，其实际投资报酬率=当期调整后净利润/初始投资成本，即当期 ROE/获取长期股权投资时的 PB，可近似等于获取时的股票 PE 水平。从目前所有 A 股上市公司来看（剔除数据不完整的公司），2019 年末，共有 813 家上市公司的 PE 值小于 20，即在不考虑未来成长性的情况下，市场中有接近 1/4 股票的静态长期股权投资的财务投资报酬率可达到 5%以上。我们认为，举牌优质上市公司，计为长期股权投资（权益法核算），在财务层面完全可支撑保险公司的投资收益率水平。

表 7：A 股的 PE 区间分布数量和 ROE 情况

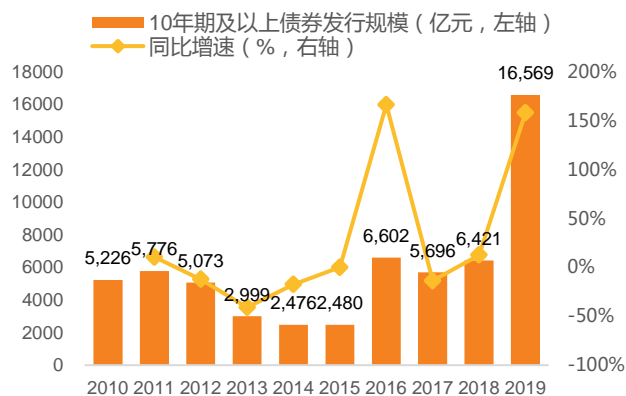
PE 区间	股票数量 (只)	股票占比	三年平均 roe(%)
0-10	195	5.26%	13.27
10-20	618	16.68%	12.31
20-30	608	16.41%	12.25
30-40	420	11.34%	11.91
>40	1256	33.91%	9.01
负值	607	16.39%	-6.51
合计	3704	100.00%	8.06

资料来源：Wind，天风证券研究所（PE 值以 2019 年 12 月 31 日收盘价计算）

### 3.3. 长久期债券：把握时间窗口增配，提升税后投资收益，拉长资产久期

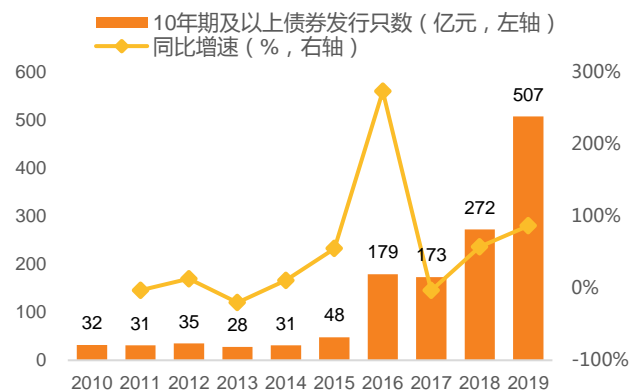
2019年以来长久期债券发行规模显著上升，2020年地方债发行规模或将进一步扩大。2019年全年，10年期及以上债券的发行规模达16569亿元，同比增长+158%；发行只数为507只，同比增长+86.4%。其中，地方政府债发行规模显著上升是驱动整体增长的主要原因，2019年长久期地方政府债发行规模8105亿，同比增长+1442%，此外长久期国债发行规模也增长+48%至4630亿。2019年为缓解经济下行压力，年初起中央就要求地方“稳增长、补短板”，提前发行地方政府债，2020年随着部分新增地方政府债务限额已经提前下达，预计地方政府债发行节奏前置的趋势将延续，截止2020年1月10日，10年期及以上地方政府债发行规模已达796亿（去年同期为0），全年发行规模或将进一步扩大。

图 17：2010-2019 的长久期国债发行规模及同比增速



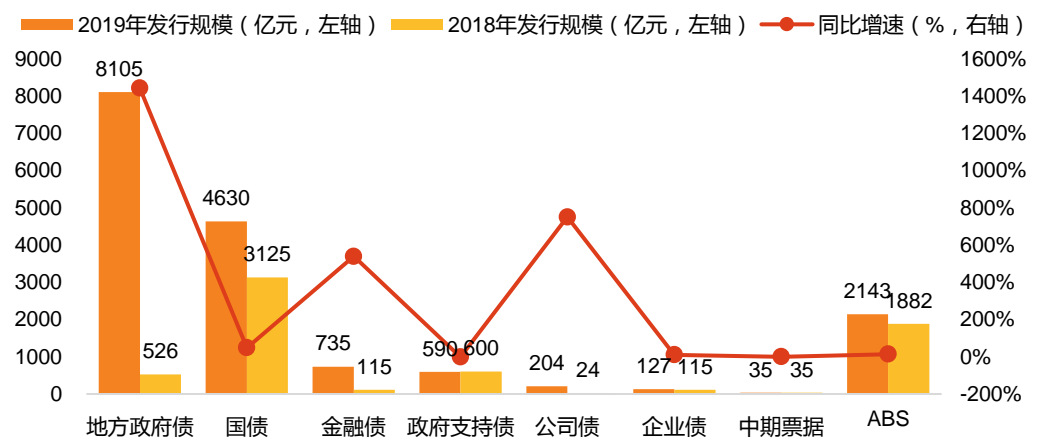
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2010-2019 的长久期国债发行只数及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

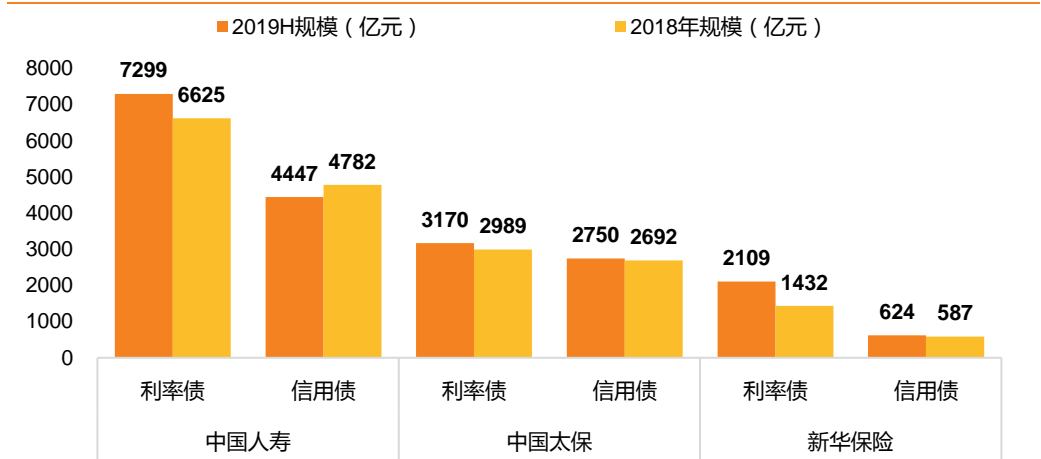
图 19：2019 年，10 年期及以上的长久期中，各类型债券的发行规模和同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 年上市险企把握利率高点的时间窗口，大量加配利率债。2019 年，十年期国债收益率总体呈现区间震荡格局，在年初宽货币、宽信用政策的影响下，经济金融数据一度远超市场预期，货币政策重提“把好货币供给总闸门”，流动性阶段性收敛，国债收益率快速上行。因此，2019 年上半年，上市保险公司基本均把握住利率上行的时间窗口，大量加配长久期利率债、减配信用债，主要加配在国债、地方政府债和金融债，以持有至到期为主。

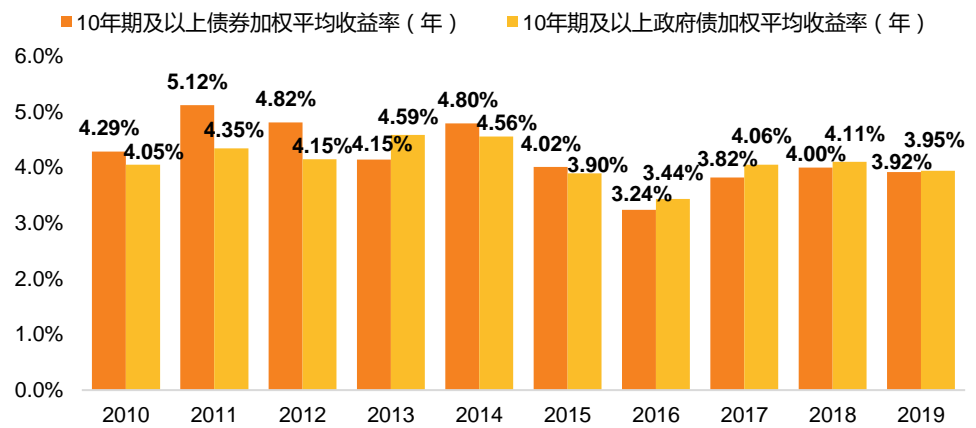
图 20：2019 年上半年，上市保险公司增配利率债、减配信用债



资料来源：公司年报，天风证券研究所（\*中国平安披露的债券持仓包含平安银行，参考价值有限）

政府债具有免税效应，估算持有长长期政府债券的实际投资收益率也可达 5% 以上。根据企业所得税法第 26 条规定，国债利息收入属于免税收入，投资政府债可以提升税后收益率水平。2019 年全市场发行的 507 只 10 年期及以上债券的加权平均收益率为 3.92%，其中 10 年期及以上政府债（包括国债、地方债）的加权平均收益率为 3.95%，考虑政府债的免税效应后，2019 年对长长期债券的持有至到期加权平均实际投资收益率可以达到 5% 以上。

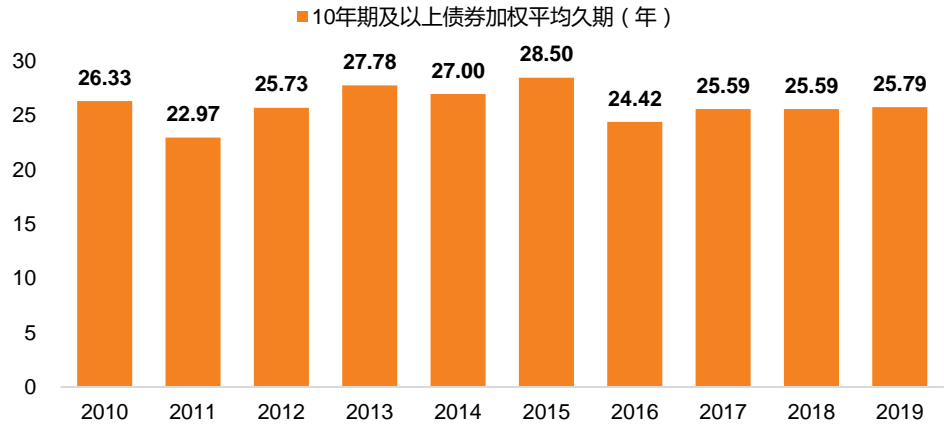
图 21：2010-2019 年，全市场 10 年期及以上债券和 10 年期及以上政府债的加权平均收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所（\*以发行规模进行加权计算，剔除未公开发行收益率的债券）

通过加配长长期债券，可有效拉长目前资产端久期，缩减资产负债久期缺口。据银保监会资金部主任袁旭成，我国保险行业当前平均负债久期为 13.19 年，资产久期为 5.76 年，缺口高达 7.43 年，整体呈现“长负债、短资产”的现象，尤其近两年行业向“保险姓保”转型，传统险比例提升的同时负债端久期越来越长，资产负债存在久期错配。目前，国内市场可供保险资金拉长资产端久期的资产类型主要为长长期债券、长期股权投资和不动产投资等。2019 年全市场发行的 10 年期及以上债券加权平均资产久期为 25.79 年，政府债大多为 15 年期、20 年期、30 年期（发行规模分别为 1687 亿、1917 亿、8038 亿），50 年期的国债发行规模仍然较低（发行规模仅 364 亿）。保险资金通过加配长长期债券，可以有效拉长目前资产端的久期，缩减资产负债久期缺口。

图 22：2010-2019 年，全市场 10 年期及以上债券的加权平均久期

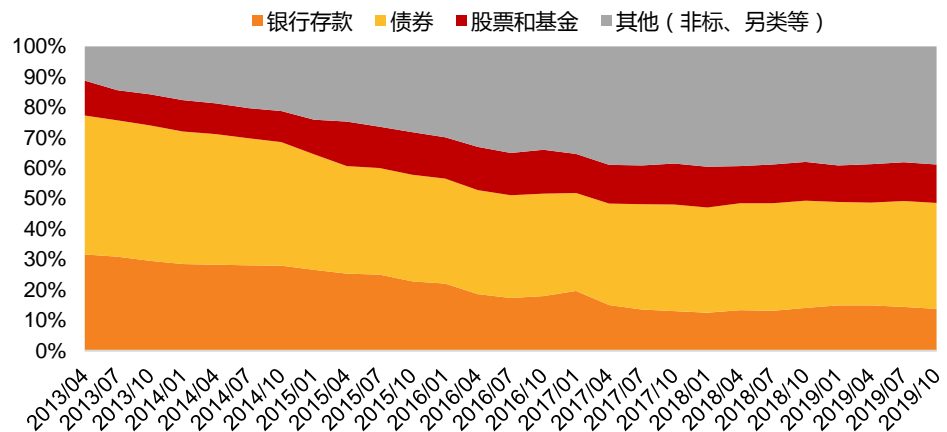


资料来源：Wind，天风证券研究所（\*以发行规模进行加权计算）

### 3.4. 定制化非标：预计不会信用下沉，通过定制化资产稳定收益水平

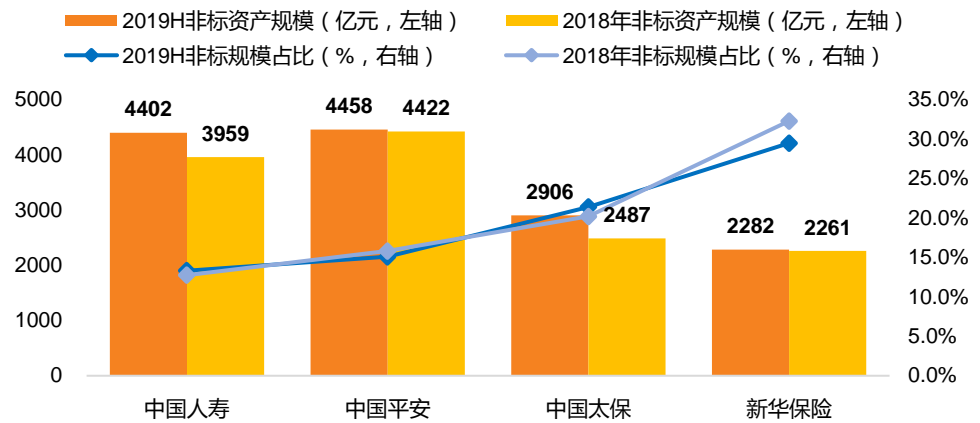
近年来非标资产投资占比迅速增长，目前上市保险公司的非标资产配置占比平均约 20%。自 2012 年下半年保险投资新政实施以来，保险资金直接或间接投资非标准化债权资产业务迅速增长。截止 2019 年 11 月，以非标资产为代表的其他投资，在保险投资资产中的占比已经达到 38.9%，相较于 2012 年末大幅增加 29.5pct。目前保险资金可投资的非标资产主要包括基础设施投资计划、不动产投资计划、项目资产支持计划、股权投资基金、银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、集合资金信托计划、证券专项资管计划等，其中，基础设施债权投资计划具有期限长、收益率高、筹资额大等特点，在期限、收益率、现金流方面与保险资金天然匹配，是目前保险投资非标资产的主要方向。截止 2019 年 6 月末，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的非标资产规模分别为 4402 亿元、4458 亿元、2906 亿元、2282 亿元，配置占比分别达到 13.3%、15.1%、21.4%、29.5%。

图 23：2013/04-2019/07，保险资金运用对各类资产的配置占比



资料来源：银保监会，天风证券研究所

图 24：2018 年及 2019H 上市保险公司的非标资产投资规模及占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

目前上市保险公司的非标投资收益率约 5.5%-6% 区间，通过定制化非标可稳定收益率水平。截止 2019 年上半年，中国平安非标资产的平均名义投资收益率 5.86%，资产期限 7.07 年，剩余到期期限为 3.58 年；中国太保非标资产的平均名义投资收益率 5.6%，资产期限 6.4 年，剩余到期期限为 4 年；中国人寿、中国太保的存量非标收益率分别约为 5.5%、5.8%。整体而言，固收类非标项目收益率在不同时段根据市场情况波动较大，2014-2015 年非标资产收益率较高，近年来随着利率下行影响以及交易对手局限，收益率有所下行。我们认为，考虑到保险资金规模大、期限长的收益率特性，其可以通过定制化非标稳定收益率水平。

表 8：2019H 中国平安的非标资产投资的行业分布、投资收益率及期限情况

行业	投资占比	名义投资收益率	资产期限 (年)	剩余到期期限 (年)
基建	32.0%	5.77%	8.94	5.20
高速公路	13.5%	5.90%	10.02	5.37
电力	4.7%	5.58%	6.54	3.80
基础设施及园区开发	8.0%	5.66%	9.01	6.33
其他 (水务、环保、铁路投资等)	5.8%	5.78%	8.26	4.39
非银金融	36.1%	5.76%	6.60	3.13
不动产	21.2%	6.20%	5.09	1.92
煤炭开采	2.1%	5.94%	7.79	2.73
其他	8.6%	5.72%	6.77	3.76
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>	<b>5.86%</b>	<b>7.07</b>	<b>3.58</b>

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 9：2019H 中国太保的非标资产投资的行业分布、投资收益率及期限情况

	投资占比	名义投资收益率	期限 (年)	剩余到期期限 (年)
基建	27.4%	5.80%	7.1	5.0
非银金融	22.6%	5.40%	4.5	2.0
交通运输	15.9%	5.50%	8.5	5.8
不动产	15.7%	5.80%	6.1	3.9
能源、制造业	11.4%	5.80%	5.9	3.3
其他	7.0%	5.60%	6.5	3.8
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>	<b>5.60%</b>	<b>6.4</b>	<b>4.0</b>

资料来源：公司财报，天风证券研究所

保险资金风险偏好较低，预计短期内不会对非标资产投资进行信用下沉。保险资金通常都有内部的严格评级标准，相比资本市场的债券严格很多，其交易对手的资本市场债券信用评级基本均集中在 AAA，仅有少部分 AA+。从披露非标资产信用评级的三家上市保险来看，2019 年上半年对 AAA、AA+、AA 及以下非标资产的配置占比分别为 95.4%、4.0%、0.6%，且基本集中在央企以及北京、上海、广东、江苏等经济发达省份的企业，预计短期内不会信用下沉，但可能会扩大交易对手选择范围、获取优质项目，缓解非标投资欠配压力。

表 10：2019H 及 2018 年部分上市保险公司的非标资产评级分布

	中国平安		中国太保		新华保险	
	2019H	2018	2019H	2018	2019H	2018
AAA	98.0%	98.0%	95.2%	93.7%	92.9%	95.1%
AA+	2.0%	2.0%	4.7%	6.2%	5.3%	3.2%
AA 及以下	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	1.8%	1.7%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

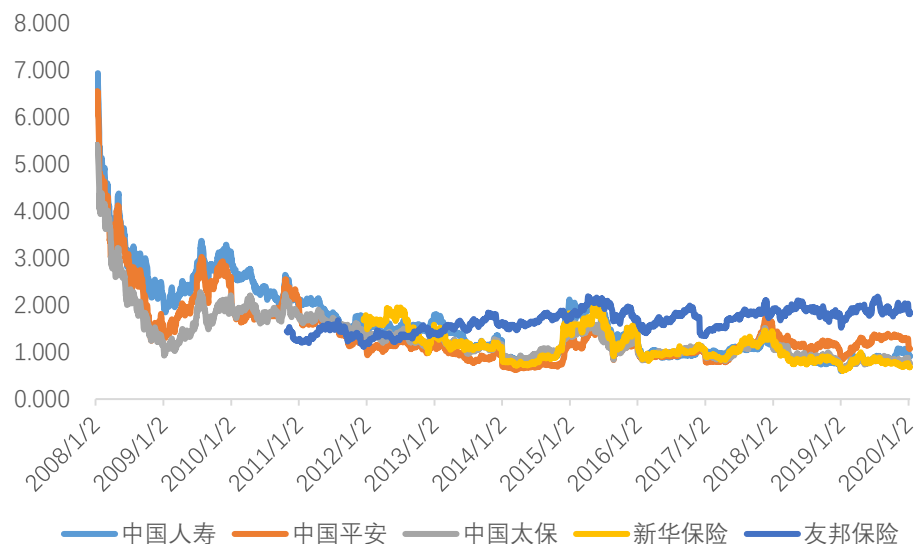
资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 4. 投资建议

经济与利率长期下行对投资端的负面影响已充分体现在估值中，但对保费端的利好和投资端的稳定性却没有体现，2020 年寿险开门红销售向好趋势明确。另外，至少未来 1 个季度利率反而有上行趋势。目前内地保险公司估值处于低位，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险 2020 年 PEV 为 1.07、0.92、0.76、0.68 倍，友邦 2020 年 PEV 为 1.9 倍。

从上述未来大趋势的视角，我们推荐中国平安、中国太保，建议关注友邦保险；从短期反转和估值视角，我们推荐中国太保、新华保险。

图 25：保险公司 PEV



资料来源：wind，公司财报，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com