

# 中国再保险： 步入保障转型背后的 再保发展快车道

## 分析师及联系人

• 周晶晶  
(8621)61118727  
zhoujj1@cjsc.com.cn  
执业证书编号：  
S0490514070005

• 孙寅  
(8621)61118727  
sunyin@cjsc.com.cn  
执业证书编号：  
S0490518120003

## MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2021-02-17
港股研究	公司深度
评级	买入   首次
当前股价(HKD)	0.86

### 相关研究

## 中国再保险(1508)

# 中国再保险深度报告：步入保障转型背后的再保发展快车道

### ● 国内再保龙头，多年深耕再保市场

**深耕国内再保市场多年，积累丰富经验和直保客户。**中再集团的发展代表了国内再保市场从发迹到成长的过程，大致经历了三个阶段的发展历程：入世前后以再保险市场化进程为分割的法定再保时期和市场化过渡时期，和中再集团成立后的完全商业竞争时期。当前，中再集团已经跻身全球前十大再保巨头之列，再保险业务是公司的核心支柱，再保险保费在保费收入中占比超过 70%，贡献利润占比超过 50%，在数十年经营过程中，与国内直保公司建立了广泛深入的联系，并通过并购等方式积极开拓海外市场。

### ● 行业龙头地位稳固，盈利能力有待提升

**行业龙头地位稳固，低估的核心在于盈利能力亟待改善。**从市场份额来看，再保业务因为对资本和专业化能力要求较高，往往集中度也较高，中再集团在国内产寿险再保市场居于龙头地位，产险占比约 3 成，寿险高达 5 成以上，地位稳固。再保公司适用于 PB-ROE 模型，当前中再的低估主要由于 ROE 尚低，大量的资本补充但缺乏快速的业务扩张，使得杠杆率较低；B 端业务的属性导致 ROA 提升有限。因此，提升 ROE 是估值抬升的重要方向，除了投资业务的周期性以外，负债业务快速扩容给予公司发展机遇。

### ● 直保市场保障转型带来再保需求扩容，中再迎来黄金发展期

**直保市场回归保障是大势所趋，再保险有望迎来分保增长和利源扩充。**再保险本身是服务直保的角色，传统直保市场主要聚焦于产品创新和定价，因此再保险主要是服务于保险定价。展望未来，直保市场转型保障业务，逐步步入“保险+服务”的角色拓展期，保障型业务+产业链服务扩展将是发展主题，中再集团一方面享受来自保障业务快速增长之下的分保需求爆发，另一方面也具有一定数据、技术和客户资源优势来构建和输出“服务”的角色，拓展自身功能和盈利来源，有望推动 ROE 持续改善。

### ● 投资建议：高成长前景和低估值给予优异配置价值

**未来 5 年有望实现超越直保市场的快速增长，高成长性将带来估值抬升机会。**根据对于保险行业保费和分保情况的测算，预期未来 5 年直保行业整体保费增速在 10%附近，但其中健康险和非车业务增速将高于这个水平。基于对中再寿险和产险境内业务的市场份额估算，在乐观、中性和悲观三种情景假设下，中再寿险境内保费未来 5 年增速在 25-35%，中再产险境内保费未来 5 年增速在 7-16%，均高于直保市场水平。当前公司 PB 估值处于上市以来底部，安全边际充足，未来发展的高成长性和再保业务的议价能力将带来盈利的持续增长，带动估值稳步上升，建议积极配置。

### 风险提示：

1. 资本市场大幅下挫影响公司投资收益；
2. 巨灾集中爆发引起短期赔付支出上行。

## 目录

国内再保唯一龙头，多年深耕再保市场 .....	5
国内再保先行者 .....	5
第一阶段：法定再保下萌芽 .....	5
第二阶段：加入 WTO 后市场化改革 .....	6
第三阶段：国内地位稳固，业务快速成长 .....	7
再保龙头地位稳固，行业环境影响公司经营 .....	9
盈利能力：ToB 业务属性，盈利空间有待提升 .....	11
各板块业务梳理：负债业务面临转型，投资业务稳健 .....	11
阶段性低估，未来成长值得期待 .....	16
ROE 较低是低估的主要原因 .....	16
保险发展进入再保赛道，公司成长性值得期待 .....	17
行业转型下分保需求增加，龙头收益显著 .....	17
创新型非车业务空间广阔，中再布局领先 .....	19
健康险产业链延伸需求增长，中再优势突出 .....	22
投资建议：高成长前景给予优异配置价值 .....	24

## 图表目录

图 1：中国保险行业法定分保与非法定分保占比（单位：%） .....	6
图 2：中国再保险公司（集团）分入保险保费收入（单位：亿元，%） .....	6
图 3：2019 年全球前 50 大再保公司保费规模占比（单位：%） .....	10
图 4：中国再保险 ROA 和 ROE 走势（单位：%） .....	11
图 5：中国再保险保费及总资产增速（单位：%） .....	11
图 6：瑞士再保险 PB 和 ROE 走势（单位：%） .....	16
图 7：慕尼黑再保险 PB 和 ROE 走势（单位：%） .....	16
图 8：汉诺威再保险 PB 和 ROE 走势（单位：%） .....	16
图 9：中国再保险 PB 和 ROE 走势（单位：%） .....	16
图 10：产寿险分保比例逐渐提升（单位：%） .....	18
图 11：行业健康险和非车险占比趋势（单位：%） .....	18
图 12：中再巨灾平台逐步完善 .....	21
图 13：IDI 推动建筑业多方共治模式 .....	22
图 14：中再夯实数据基础提供全价值链应用服务 .....	23
图 15：中再特药险实践模式 .....	24
图 16：中再 PBM 模式介绍 .....	24

图 17: 中国再保险 PBbands (单位: X) .....	28
表 1: 法定再保险制度相关的法律及规则 .....	5
表 2: 我国再保险公司/海外公司分公司成立时间 .....	6
表 3: 第二阶段再保险制度相关的法律及规则 .....	7
表 4: 第三阶段再保险制度相关的法律及规则 .....	7
表 5: “十二五”、“十三五”期间公司事记 .....	8
表 6: 再保险保费在保费收入中占比超过 70%, 贡献利润占比超过 50% (单位: 亿元, %) .....	9
表 7: 中国再保险保费结构, 再保险业务占比 76% (单位: 亿元) .....	10
表 8: 中国再保险人身险保障业务占比提升 (单位: 亿元, %) .....	11
表 9: 中国财产再保险境内外业务分布, 境外占比持续提升 (单位: 亿元, %) .....	12
表 10: 中再财险境内再保险业务险种集中于非车险 (单位: 亿元, %) .....	13
表 11: 中再财险再保险境内、境外和综合成本率, 境外盈利改善 (单位: %) .....	13
表 12: 中国大地保险保费结构, 非车险业务增速较快 (单位: 亿元, %) .....	14
表 13: 中国大地保险承保盈利能力有所提升 (单位: %) .....	15
表 14: 中国再保险资产配置结构稳健, 房地产投资占比有所提升 (单位: 亿元, %) .....	15
表 15: 上市险企分险种分保保费及增速 (单位: 百万元, %) .....	18
表 16: 上市险企分险种分保率 (单位: %) .....	19
表 17: 各国巨灾保险部分产品情况一览表 .....	20
表 18: 我国巨灾保险制度建立背景 .....	20
表 19: 保险行业保费中性预测 (单位: 亿元, %) .....	25
表 20: 分保率及中再境内业务中性预测 (单位: %, 亿元) .....	25
表 21: 分保率及中再境内业务乐观预测 (单位: %, 亿元) .....	26
表 22: 分保率及中再境内业务悲观预测 (单位: %, 亿元) .....	27

## 国内再保唯一龙头，多年深耕再保市场

中国再保险是国内再保险行业的先驱和龙头，股东实力雄厚，自成立以来深耕再保市场，积累了广泛的客户基础，同时对于保险行业有更为全面深入的理解。随着直保市场的优化转型之路开启，中再业务结构也面临渐进式的调整，如何在此背景下把握新机遇将是中再打开业务空间、提升盈利能力的关键。

### 国内再保先行者

中国再保险集团的发展进程一定程度上代表着我国再保险行业的发展历史，从最初人保下的再保业务部门，到发展成为现今亚洲最大、世界第七大再保险公司，中再集团大致经历了三个阶段的发展历程：以入世前后以再保险市场化进程为分割的法定再保时期和市场化过渡时期，和中再集团成立后的完全商业竞争时期。

#### 第一阶段：法定再保下萌芽

**“两轮事件”强化再保险业务认知：**新中国成立之初，国内的（再）保险业务百废待兴，1949年10月20日，我国在北京成立了中国人民保险公司，并设立了海外业务室，经营国外保险和再保险业务。1951年和1963年发生的“两轮事件”中再保业务为国家挽回了巨额损失，加速了国家领导层对于再保险产业的重视程度和培育程度。

1978年改革开放后，保险业务全面恢复，但是国内的保险公司仅中国人民保险公司一家，再保险市场也仅是针对人保的海外业务。1985年开始，为保护和民族保险市场，我国开始实行法定再保险制度，保监会颁布了一系列规章和规范性文件，**国内所有保险业务的分保接受人指定为当时中国人民保险下的再保业务部门。**

表 1：法定再保险制度相关的法律及规则

时间	规则	内容
1985	《保险企业管理暂行条例》	首次规定了再保险业务，并规定法定分保比例为 30%，接收人为中国人民保险公司，同时禁止国内保险公司接受国外保险公司分入业务和向国外分出业务。
1995	《中华人民共和国保险法》	以法律形式确定法定分保和商业分保国内优先分保制度，法定分保比例降为 20%，取消了禁止向国外分出的规定，但保留了保险监管机构对再保险业务的限制权。
1999	《法定分保条件》	法定分保比例为 20%，接收人为中国再保险公司。并对法定分保的条件进行进一步的细化补充规定和说明
2000	《人身险法定分保条件实施细则》	对人身险法定分保的条件进行进一步的细化补充规定和说明
2000	《财产险法定分保条件实施细则》	对财产险法定分保的条件进行进一步的细化补充规定和说明
2000	《长期健康险法定分保条件》	对长期健康险法定分保的条件进行进一步的细化补充规定和说明

资料来源：银保监会，长江证券研究所

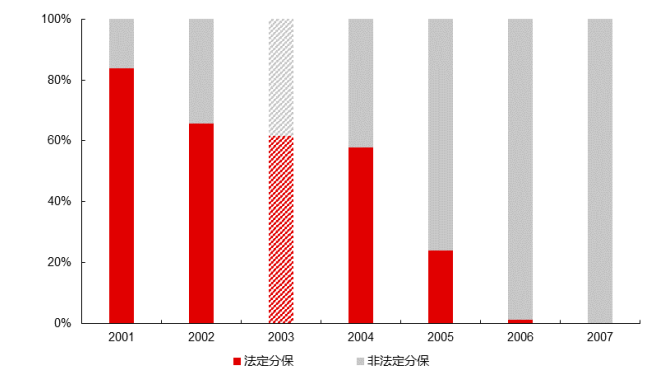
1996年，中国人民保险进行改组，中国人民保险(集团)公司成立，并设立了中保再保险公司，作为中保集团下属的专门经营再保险业务的全资子公司，一方面承接了原中国人民保险公司再保部的再保险业务，同时还代表国家统一经营法定分保业务。1999年，为适应中保集团机构体制改革的需要，经国务院批准，中国再保险公司成立，由国务院

直属，根正苗红的中国再保险公司享受着法定再保险的政策红利，再保险市场逐步形成由中国再保险公司占主导地位经营法定再保险业务，若干原保险公司为辅经营商业再保险业务的格局。1999 年实现分保费收入 0.82 亿元，2001 年增长到 123.23 亿元，两年实现从 0 到突破百亿。

## 第二阶段：加入 WTO 后市场化改革

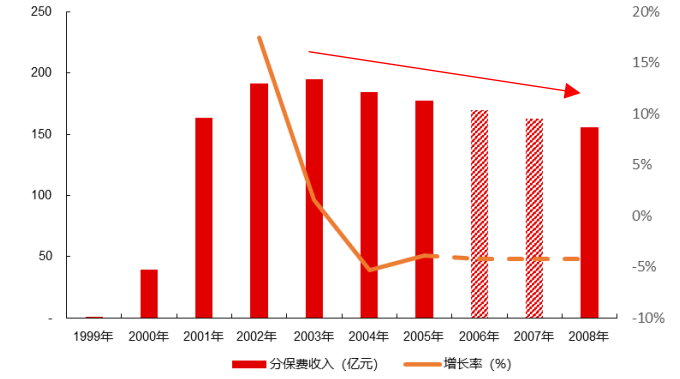
**2001 年中国“入世”后给再保险行业带来两大重大改变：1. 法定分保面临调整，中国再保险公司被迫接受市场化改革：**加入 WTO 后，我国在四年内将原有 20% 的法定分保每年递减 5% 直至完全取消。中再作为“入世”前受益于法定再保险政策的唯一保险主体，良好地承接了法定分保向商业分保的转型，于 2006 年基本完成商业分保业务全替代。

图 1：中国保险行业法定分保与非法定分保占比（单位：%）



资料来源：中国保险年鉴，长江证券研究所，其中 2003 年因为数据缺失为大致预估值

图 2：中国再保险公司（集团）分入保险保费收入（单位：亿元，%）



资料来源：中国保险年鉴，长江证券研究所，2006 和 2007 年因为数据缺失为大致预估值

接受来自国外领先再保险公司的市场竞争：外国保险公司或专业再保险公司可通过分公司、合资公司等形式提供寿险和非寿险的再保险业务，并且没有经营地域和发放营业许可数量的限制，瑞再、慕再、英国劳合社、法国再保险、汉诺威再保险等纷纷在中国成立分公司。

表 2：我国再保险公司/海外公司分公司成立时间

公司	成立时间
中国再保险（集团）	1999 年 3 月
慕尼黑再保险公司北京分公司	2003 年 9 月
瑞士再保险股份有限公司北京分公司	2003 年 12 月
德国通用再保险股份有限公司上海分公司	2004 年 7 月
法国再保险公司北京分公司	2008 年 3 月
汉诺威再保险股份有限公司上海分公司	2008 年 4 月
RGA 美国再保险公司上海分公司	2014 年 9 月
太平再保险（中国）有限公司	2015 年 11 月
前海再保险股份有限公司	2016 年 12 月

人保再保险股份有限公司	2017年2月
大韩再保险公司上海分公司	2020年1月
信利再保险(中国)有限公司	2020年7月

资料来源: Wind, 公司官网, 长江证券研究所

这一时期的另一特点是监管规则仍然在保护国内再保险行业, 提出“国内优先分保”原则, 帮助中国再保险公司平和过渡“硬着陆”时期。

表 3: 第二阶段再保险制度相关的法律及规则

时间	规则	内容
2001年12月	《外资保险公司管理规定》	外资保险公司按照中国保监会核定的业务范围, 可以全部或者部分依法经营下列种类的保险及再保险业务: (一) 财产保险业务, 包括财产损失保险、责任保险、信用保险等保险业务; (二) 人身保险业务, 包括人寿保险、健康保险、意外伤害保险等保险业务。
2002年9月	《再保险公司设立规定》	明确了入世开放新格局下再保险公司设立的条件: 人寿再保险公司和人寿再保险公司的实收货币资本金应不低于2亿元人民币或等值的可自由兑换货币; 综合再保险公司的实收货币资本金应不低于3亿元人民币或等值的可自由兑换货币。
2005年10月	《再保险业务管理规定》	明确了再保险公司的相关定义和经营内容, 提出保险公司在中国开展再保险业务时必须遵循“国内优先分保”的原则, 规定优先向中国境内的保险公司发出要约。

资料来源: 银保监会, 长江证券研究所

2003年, 中国再保险公司完成第一次改制, 成立中国再保险(集团)公司, 下设中再产险、中再寿险、中国大地保险、中再资产、华泰经纪等六家子公司, 业务涵盖再保险、直接保险、保险资管、保险经纪等保险全产业链。

2007年4月, 中国再保险公司完成第二次改制, 中央汇金投资有限责任公司代表国家向中再集团注资40亿美元。同年10月10日, 中国再保险(集团)股份有限公司宣告成立, 注册资本361.49亿元。随着两次改制完成, 标志着中再成功完成向市场化的过渡转型, 成为由国有资本控制的亚洲名列前茅的再保险公司。

### 第三阶段: 国内地位稳固, 业务快速成长

随着中国再保险集团以及整体国内再保险公司的承保能力和竞争力不断提升并站稳脚跟, 2009年开始我国再保险行业的监管规则逐渐消除不平等竞争规则等限制, 并强调再保险行业与原保险公司以及实体企业的互补作用, 旨在提升我国再保险公司在国际再保市场的地位和话语权。

表 4: 第三阶段再保险制度相关的法律及规则

时间	规则	内容
2009年9月	《保险公司管理规定》	再保险公司, 包括外国再保险公司分公司, 可以直接在全国开展再保险业务。
2010年5月	《再保险业务管理规定》	根据新《保险法》, 删除了优先国内分保要约、法定再保险的规定, 新增了危险单位划分、巨灾再保险和审慎选择再保险接受人的规定。对同一笔寿险业务再保险分出和分入的准备金评估方面提出了新的要求。
2014年8月	《再保险业务管理规定》	加快发展再保险市场。增加再保险市场主体。发展区域性再保险中心。加大再保险产品和技术创新力度。加大再保险对农业、交通、能源、化工、水利、地铁、航空航天、核电及其他国家重点项目的重大风险、特殊风险的保险保障力度。增强再保险分散自然灾害风险的能力。强化再保险对我国海外企业的支持保障功能, 提升我国在全球再保险市场的定价权、话语权。

2016年8月	《中国保险业发展“十三五”规划纲要》	发挥再保险对保险市场的创新引领作用，鼓励再保险公司与原保险公司在产品开发、服务网络、数据共享等方面开展深度合作，扩大我国保险市场的承保能力。支持再保险公司参与行业数据平台、灾害管理、风险管理服务体系等基础设施建设，推动行业数据经验分析。完善再保险登记制度，研究制定离岸再保险人保证金制度，防范金融风险通过再保险业务跨境传递。
---------	--------------------	--

资料来源：银保监会，长江证券研究所

**第三阶段成功上市，推动回归再保险本质、大力发展保险科技、实施全球化战略。**在此时期，公司先是大力推动在香港交易所上市；随后在偿二代车险再保险需求大幅下降的背景下，提出一三五战略：“一核心、三突破、五跨越”，坚守“中再姓再”这一核心，通过创新、协同、裂变三突破，努力实现规模、布局、技术、组织和文化五跨越。在此阶段中再集团从战略上更注重回归再保险的本质，主要通过大力发展科技保险能力，增强集团在全球再保险行业的影响力，并服务好国家重点战略项目。

中再集团在英国、新加坡设立了业务平台，并先后在伦敦、香港、纽约设立了分支机构，业务遍及全球 100 多个国家和地区，合作伙伴多达 1000 余家，每年提供约 2000 亿元的风险保障。2019 年，中再集团完成了对英国桥社保险集团的收购交割，是中再集团布局劳合社平台的有序延伸，全面提升了中再集团全球市场地位，同时可利用桥社在政治险、信用险、能源险、核保险等“一带一路”亟须保障的特殊风险的全球领先实力，实现协同互补，为“一带一路”提供更有针对性的产品和保障服务。

表 5：“十二五”、“十三五”期间公司记事

时间	内容
2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中国再保险（集团）通过子公司中再 UK 公司获得了英国劳合社（Lloyd's）成员公司资格，与凯林集团签署协议，投资成立一个新的 5000 万英镑承保能力的成数合同辛迪加，优化中再集团再保险业务结构。</li> <li>● 中国财产再保险股份有限公司和中国人寿再保险股份有限公司——获得贝氏评级公司(A.M. Best Co.) “A 级（优秀）”的财务实力评级 (FSR)和“a 级”的发行人信用评级(ICR)</li> </ul>
2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中再集团与中国工商银行、中国人寿集团签署了《全面战略合作协议》，战略合作工作取得新进展。</li> </ul>
2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中再集团建立完善国际财产再保险业务、存续业务和内部转分保业务全委托管理机制。</li> <li>● 中再产险成立行业数据分析中心，发布了国内首条财产险风险曲线——中再风险曲线。</li> <li>● 中再集团深入研究构建劳合社新业务平台，成功设立纽约代表处。</li> <li>● 完成向中再产险、中再寿险和中再资产等子公司的注资。</li> </ul>
2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中再集团及其子公司中再产险、中再寿险首次开展并获得标准普尔“A+”评级，同时维持贝氏“A”（优秀）评级；中国大地保险首次开展并获得贝氏“A”（优秀）评级。</li> <li>● 成功完成了中再辛迪加 2088 向常规辛迪加的转型，中再集团自此将以独立的品牌和独立的席位在劳合社开展承保业务。</li> <li>● 中再产险参与发起设立中国农业保险再保险共同体并担任管理机构。</li> <li>● 设立香港子公司开展海外资产管理业务。</li> <li>● 完成中再产险、中再寿险除中再集团外其他股东的股权收购工作，两家再保主营业务子公司成为中再集团全资子公司。</li> </ul>
2015	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 10月26日，中再集团成功登陆香港资本市场，募集资金 163.92 亿港元，圆满完成“十二五”规划。</li> </ul>
2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 完成“十三五”规划编制工作，形成“一核心、三突破、五跨越”为主要内容的“一三五”战略。</li> </ul>
2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 倡议发起“一带一路”国际保险再保险共同体，并于 2020 年 7 月 28 日，中国“一带一路”再保险共同体正式成立。</li> <li>● 中再集团推动成立中国安保共同体。</li> <li>● 大地保险代理有限责任公司、中再资本管理有限责任公司成立。</li> </ul>
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 联合国家部委和高科技企业成立我国首家专注巨灾风险管理的保险科技公司，并在保险业内首次成功申请国家重点科研项目。</li> <li>● 正式发布“数字中再”战略，“聚资源、建平台、造生态”成为三大核心，成立集团信息技术中心，搭建中再私有云平台</li> </ul>



	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 大地保险引入 8 家战略投资者，完成 106.73 亿元的投资。</li> </ul>
2019	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 以 8.65 亿美元从美国汉奥威 (Hanover) 保险集团收购全球性 (再) 保险公司和特种险专家——英国桥社保险集团 (Chaucer) 100% 股权。</li> <li>● 发布我国第一个经中国地震学会认证、拥有自主知识产权、可商业应用的“中国地震巨灾模型”，成功扭转我国长期依赖国外地震巨灾模型的不利局面。</li> <li>● 提出以“平台化、科技化和全球化”作为“一三五”战略三大支点，加快高质量发展转型，更好支持服务国家战略落地。</li> </ul>
2020	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中再产险创新实验室成立，将重点围绕人工智能、区块链、大数据挖掘等新兴技术，扩展科技类、平台类、互联网类保险的业务。</li> <li>● 中再集团与其他 10 家保险公司共同发起设立中国“一带一路”再保险共同体，聚焦海外风险管理亟需但国内技术相对薄弱的特殊风险领域，搭建行业交流平台。</li> <li>● 中再集团与中国地震局联合发布中国地震巨灾模型 3.0，新增了十年尺度地震重点监视防御地区事件集、地震人员伤亡模型以及震后损失快速评估系统等内容。</li> <li>● 中再集团与广东省人民政府签署战略合作框架协议，在“一带一路”服务保障、保险数字化创新、跨境保险业务创新、巨灾风险保障合作、IDI 等领域开展合作。</li> </ul>

资料来源：《中再集团年度报告》，长江证券研究所

## 再保龙头地位稳固，行业环境影响公司经营

中国再保险集团是国内再保险行业唯一上市标的，再保业务是核心保费及利润来源。公司业务主要落脚于财产和人身再保险，同时兼具财险直保和资产管理业务，其中再保险业务是公司的核心支柱，再保险保费在保费收入中占比超过 70%，贡献利润占比超过 50%。

表 6：再保险保费在保费收入中占比超过 70%，贡献利润占比超过 50% (单位：亿元，%)

净利润分布	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
财产再保险	13.0	8.2	12.0	11.9	13.2	7.0
人身再保险	19.0	9.7	15.3	8.4	24.3	8.7
财产险直保	11.7	5.4	9.1	8.4	16.8	8.0
资产管理	1.1	(2.7)	(1.2)	6.0	8.9	2.5
其他	23.4	2.3	16.0	9.4	20.6	1.9
抵销金额	(14.7)	0.8	(12.2)	(8.0)	(17.3)	(0.7)
合计	53.4	23.7	39.0	36.2	66.5	27.5
<b>净利润 YOY</b>	<b>2%</b>	<b>-21%</b>	<b>-27%</b>	<b>53%</b>	<b>71%</b>	<b>-24%</b>
财产再保险	24%	35%	31%	33%	20%	25%
人身再保险	36%	41%	39%	23%	37%	32%
<b>再保业务合计</b>	<b>60%</b>	<b>75%</b>	<b>70%</b>	<b>56%</b>	<b>56%</b>	<b>57%</b>
财产险直保	22%	23%	23%	23%	25%	29%
资产管理	2%	-11%	-3%	17%	13%	9%
其他	44%	10%	41%	26%	31%	7%
抵消金额	-28%	3%	-31%	-22%	-26%	-3%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：Wind，长江证券研究所

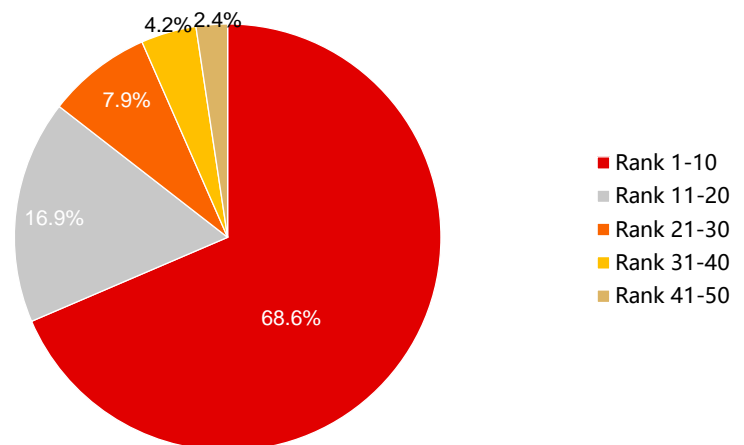
表 7: 中国再保险保费结构, 再保险业务占比 76% (单位: 亿元)

保费结构	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
总保费收入	1,053.4	663.1	1,222.6	847.7	1449.7	1021.2
财产再保险	252.4	152.0	289.5	230.3	426.8	270.8
人身再保险	443.1	301.7	524.5	384.3	555.3	505.0
财产险直保	372.7	219.5	426.2	243.8	487.3	257.6
同比增速						
合计同比	21.5%	-2.2%	16.1%	27.8%	18.6%	20.5%
财产再保险	3.2%	14.1%	14.7%	51.5%	47.4%	17.6%
人身再保险	41.3%	-17.6%	18.4%	27.4%	5.9%	31.4%
财产险直保	16.2%	17.4%	14.4%	11.1%	14.3%	5.7%
结构						
财产再保险	24.0%	22.9%	23.7%	27.2%	29.4%	26.5%
人身再保险	42.1%	45.5%	42.9%	45.3%	38.3%	49.5%
财产险直保	35.4%	33.1%	34.9%	28.8%	33.6%	25.2%

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

从全球格局来看, 再保险业务因其较高的专业能力和资本实力要求, 集中度往往较高。再保业务主要聚焦直保公司风险分散、资本缓释和业务支持等领域, 依赖于丰富的风险管理经验和充足的资本。因此, 再保公司通常集中度较高, 全球前 10 的再保公司占据了接近 70% 的保费市场份额。

图 3: 2019 年全球前 50 大再保公司保费规模占比 (单位: %)



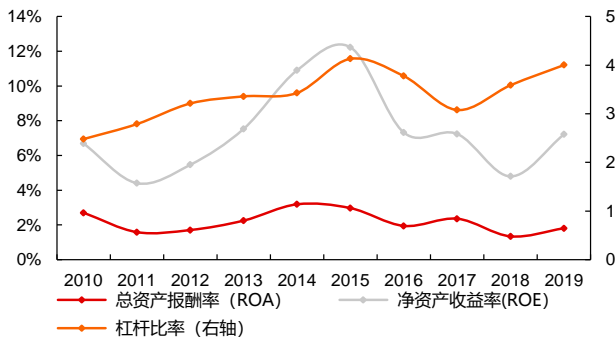
资料来源: AMBest, 长江证券研究所

国内市场同样如此，中再占据龙头地位。中再作为再保险行业的先行者，具有明显的先发优势，积累客户资源和经营经验，尤其是在人身险领域，难以复制。从最近几年公司市场份额来看，中再的保费收入一直占据领先地位。

### 盈利能力：ToB 业务属性，盈利空间有待提升

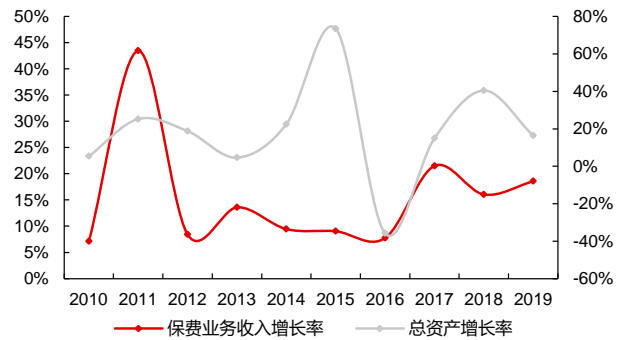
整体来看，中再 ROE 波动与投资关系较大，中枢抬升需依靠杠杆水平。从 2010 年以来，公司 ROE 高点主要是 2014 和 2015 年牛市带来，实现 12% 左右的水平，ROA 和杠杆受资产增值影响均有一定上升。但除此之外，ROE 整体处于 5-8%，主要系资本快速补充，但业务规模扩张速度并没能有效匹配，杠杆率抬升有限，同时 ROA 相对较低。

图 4：中国再保险 ROA 和 ROE 走势（单位：%）



资料来源：wind，公司公告，中国保险年鉴，长江证券研究所

图 5：中国再保险保费及总资产增速（单位：%）



资料来源：wind，公司公告，中国保险年鉴，长江证券研究所

### 各板块业务梳理：负债业务面临转型，投资业务稳健

**人身再保险：业务结构逐步转变。**寿险业务来源多元化，主要来源于保障型、储蓄型和财务再保险，储蓄型业务类似于资管业务，为客户锁定投资收益水平，而中再则负责寻找较好的资产收取利差，通常利差相对稳定；保障类业务则是分保重点，主要起到风险分担的作用，处于需求逐步成长的过程中，2019 年公司保障型业务保费占比达到 31%，2020 年上半年储蓄型业务抓住了利差较好的时间窗口，增速高于保障型业务，后者占比略有下滑至 23%；财务再保险是资本冗余的时候出借偿付能力的一种方式，主要用于中小公司阶段性资本补充，额外获取一定收益，将随着其他业务逐步增长而收缩。

表 8：中国再保险人身险保障业务占比提升（单位：亿元，%）

业务条线 (单位: 亿元)	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
境内保障型再保险	71.2	62.5	124.1	92.9	170.5	115.6
- 可持续保障型业务	44.2	37.9	74.4	54.0	99.8	71.8
- 中端医疗等	11.6	7.8	31.1	18.9		
境内储蓄型再保险	95.8	32.6	48.0	27.1	39.9	104.8
境内财务再保险	238.3	182.1	304.4	239.3	297.9	195.4
境内合计	405.3	277.3	476.5	359.3	508.2	415.8

境外储蓄型再保险	31.9	20.7	43.6	21.3	42.7	83.7
其他境外业务	4.9	3.2	3.6	3.1	3.5	3.4
境外合计	36.8	23.9	47.2	24.4	46.2	87.0
合计	442.1	301.2	523.7	383.7	554.4	502.9
<b>业务条线 (单位: %)</b>	<b>2017</b>	<b>2018H</b>	<b>2018</b>	<b>2019H</b>	<b>2019</b>	<b>2020H</b>
境内保障型再保险	16.1%	20.8%	23.7%	24.2%	30.8%	23.0%
可续保保障型业务	10.0%	12.6%	14.2%	14.1%	18.0%	14.3%
中端医疗等	2.6%	2.6%	5.9%	4.9%		
境内储蓄型再保险	21.7%	10.8%	9.2%	7.1%	7.2%	20.8%
境内财务再保险	53.9%	60.5%	58.1%	62.4%	53.7%	38.9%
境内合计	91.7%	92.1%	91.0%	93.7%	91.7%	82.7%
境外储蓄型再保险	7.2%	6.9%	8.3%	5.5%	7.7%	16.6%
其他境外业务	1.1%	1.1%	0.7%	0.8%	0.6%	0.7%
境外合计	8.3%	7.9%	9.0%	6.3%	8.3%	17.3%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

**财产再保险: 非车和海外业务逐步崛起。**财险再保险业务同样分为境内境外业务, 由于其需要全球分散风险, 因此境外业务相对较多, 2018 年收购英国桥社后, 公司进一步增加了境外业务的占比, 2020H 境外业务占比达到 35%。

表 9: 中国财产再保险境内外业务分布, 境外占比持续提升 (单位: 亿元, %)

<b>业务条线 (单位: 亿元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018H</b>	<b>2018</b>	<b>2019H</b>	<b>2019</b>	<b>2020H</b>
境内业务	218.6	129.0	249.7	149	287.2	180.2
境外业务	33.7	25.1	41.5	29	144.7	97.3
桥社	-	-	-	56	-	-
合计	252.4	154.1	291.2	234	431.9	277.5
<b>境外业务占比 (%)</b>	<b>13.39%</b>	<b>16.29%</b>	<b>14.25%</b>	<b>36.32%</b>	<b>33.50%</b>	<b>35.06%</b>

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

境内业务公司目前以非车业务为主。由于偿二代实施后车险业务资本消耗有所下降, 因此车险分保率目前较低, 车险 2020H 分保收入占比 31%, 而非车业务往往风险集聚, 对分保的需求较高, 2020H 占比 69%。受益于直保市场非车险增速较好, 公司再保险分保收入同比增长 20.8%。2020 年上半年, 中再财险境内非车险业务继续保持高速增长, 同比增长 24.1%, 业务结构进一步优化, 其中农业险保费收入占比最高, 为 24.3%, 同比增长 60.7%, 其次是企业及家庭财产险, 占比 17.0%, 同比增长 12.8%。除了传统业务继续保持领先优势之外, 首台 (套) /新材料综合保险、建筑工程质量潜在缺陷保险 (IDI)、短期健康险、巨灾保险等新兴业务也取得快速增长, 实现分保费收入 9.68 亿元, 同比增长 27.7%, 中再财险在新兴业务领域的发展优势进一步巩固。

表 10：中再财险境内再保险业务险种集中于非车险（单位：亿元，%）

保费收入	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
机动车辆险	90	48	87.1	49.4	83.5	56.4
农业险	36.7	15.9	38.4	27.2	60.1	43.8
企业及家庭财产险	40	24.7	47.4	27.2	52.8	30.6
责任险	22.1	16.9	30	19.2	33.7	20.8
工程险	11.8	8.9	16.9	9.8	21.2	8.1
其他险种	18.1	14.5	30	16.4	36	20.5
<b>合计</b>	<b>218.6</b>	<b>129</b>	<b>249.7</b>	<b>149.1</b>	<b>287.2</b>	<b>180.2</b>
险种同比	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
机动车辆险	-4.5%	-3.9%	-3.2%	2.9%	-4.1%	14.2%
农业险	-1.3%	25.2%	4.6%	10.0%	56.5%	60.7%
企业及家庭财产险	-5.2%	17.4%	18.6%	60.7%	11.4%	12.8%
责任险	26.1%	2.0%	35.7%	20.5%	12.3%	8.6%
工程险	19.5%	62.0%	43.2%	10.1%	25.4%	-17.6%
其他险种	6.6%	60.4%	65.7%	12.6%	20.0%	25.2%
<b>合计</b>	<b>0.3%</b>	<b>12.3%</b>	<b>14.2%</b>	<b>15.6%</b>	<b>15.0%</b>	<b>20.8%</b>
险种占比	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
机动车辆险	41.2%	37.2%	34.9%	33.1%	29.1%	31.3%
农业险	16.8%	12.3%	15.4%	18.2%	20.9%	24.3%
企业及家庭财产险	18.3%	19.2%	19.0%	18.3%	18.4%	17.0%
责任险	10.1%	13.1%	12.0%	12.8%	11.7%	11.5%
工程险	5.4%	6.9%	6.8%	6.6%	7.4%	4.5%
其他险种	8.2%	11.3%	12.0%	11.0%	12.5%	11.4%
<b>合计</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

从成本率来看，财产再保险的承保盈利性较弱，2020H 综合成本率 102.4%，同环比有所恶化，主要是受疫情影响，境外业务波动较大所致。

表 11：中再财险再保险境内、境外和综合成本率，境外盈利改善（单位：%）

险种	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
<b>产险</b>						
综合成本率	103.1%	99.5%	99.5%	97.4%	101.3%	102.4%
赔付率	61.4%	53.6%	57.1%	55.8%	61.9%	63.6%
费用率	41.7%	45.9%	42.8%	41.6%	39.4%	38.8%
<b>境内产险</b>						
综合成本率	100.7%	99.6%	99.4%	99.6%	101.8%	99.8%
赔付率	57.3%	52.9%	55.8%	57.0%	61.3%	63.8%

费用率	43.4%	46.7%	43.6%	42.7%	40.5%	36.0%
客户覆盖率	92.0%	90.0%	93.2%	94.3%	94.3%	94.3%
<b>境外产险</b>						
综合成本率	123.7%	102.2%	102.3%	96.6%	104.3%	110.3%
赔付率	85.9%	62.9%	67.4%	62.7%	72.9%	69.3%
费用率	37.8%	39.3%	34.9%	33.9%	31.4%	41.0%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

**财产保险：车险承压，非车发力。**大地保险 2020H 保费同比增长 5.4%，其中机动车辆保险占比 56%，增长较缓；非车业务增长较快，其中主要为意健险和保证保险贡献，预期意健险仍有持续增长空间，保证保险面临风险，或将持续收缩。从盈利性来看，受车险费改和疫情对经济冲击影响，赔付率上升较快，预期与车险和保证险赔付相关。

表 12：中国大地保险保费结构，非车险业务增速较快（单位：亿元，%）

险种	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
机动车辆险	273.0	142.5	272.4	139.2	279.9	142.4
意外伤害和短期健康险	31.7	23.7	49.3	37.8	64.7	32.5
保证保险	26.2	21.9	49.9	28.3	71.4	39.8
责任险	13.3	9.0	16.7	11.4	20.9	12.3
企业财产险	9.4	6.4	10.0	7.3	13.2	7.9
货物运输保险	4.5	3.8	9.5	5.3	11.7	7.1
其他险种	13.6	10.9	16.2	12.4	22.4	12.7
合计	371.2	218.1	424.0	241.6	484.2	254.7
险种 YOY	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
机动车辆险	73.5%	65.3%	64.3%	57.6%	57.8%	55.9%
意外伤害和短期健康险	8.5%	10.9%	11.6%	15.6%	13.4%	12.8%
保证保险	7.1%	10.1%	11.8%	11.7%	14.7%	15.6%
责任险	3.6%	4.1%	3.9%	4.7%	4.3%	4.8%
企业财产险	2.5%	2.9%	2.4%	3.0%	2.7%	3.1%
货物运输保险	1.2%	1.7%	2.2%	2.2%	2.4%	2.8%
其他险种	3.7%	5.0%	3.8%	5.1%	4.6%	5.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
险种 YOY	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
机动车辆险	8.5%	4.7%	-0.2%	-2.3%	2.7%	2.3%
意外伤害和短期健康险	28.9%	29.6%	55.5%	59.4%	43.0%	40.8%
保证保险	122.1%	149.4%	90.4%	28.9%	31.4%	-13.9%
责任险	27.3%	25.7%	25.6%	26.9%	25.5%	8.1%

企业财产险	6.9%	6.9%	6.4%	14.0%	31.7%	8.4%
货物运输保险			111.8%	39.9%	23.0%	34.2%
其他险种	52.5%	51.3%	18.9%	14.1%	38.4%	2.1%
合计	16.2%	17.2%	14.2%	10.8%	14.2%	5.4%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 13：中国大地保险承保盈利能力有所提升（单位：%）

综合成本率	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
赔付率（%）	55.90%	56.36%	55.60%	54.19%	56.76%	57.84%
费用率（%）	44.00%	43.61%	44.70%	45.67%	43.13%	44.09%
综合成本率（%）	99.90%	99.97%	100.30%	99.86%	99.89%	101.93%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

投资收益率稳定，固定收益为主。公司投资资产 2907 亿元，现金、固收、权益和其他资产占比 6%、74%、18%和 11%，较为均衡；实现净/总投资收益率稳定在 5%左右，联营及合营企业利润贡献较为明显。

表 14：中国再保险资产配置结构稳健，房地产投资占比有所提升（单位：亿元，%）

险种	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
现金及短期定期存款	6%	12%	6%	8%	8%	6%
<b>固定收益投资</b>	<b>67%</b>	<b>74%</b>	<b>73%</b>	<b>67%</b>	<b>70%</b>	<b>74%</b>
贷款及应收款项类投资	17%	20%	18%	16%	17%	15%
<b>股权及基金投资</b>	<b>22%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>
基金	8%	6%	8%	9%	8%	9%
股票	9%	7%	5%	7%	7%	7%
<b>其他投资合计</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>
投资性房地产/其他	1%	1%	9%	9%	9%	8%
联营企业的投资	8%	7%	2%	3%	3%	3%
总投资资产	100%	100%	100%	100%	100%	100%
投资资产	1884.6	2010.7	2286.5	2464.9	2618.3	2907.4
总投资收益率（%）	6.01%	5.21%	4.20%	5.19%	5.30%	5.48%
年化净投资收益率	4.64%	5.29%	5.12%	5.07%	5.02%	4.64%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

从各项业务表现来看，中国再保险整体经营处于转型发展中，盈利能力有待提升。但其在内地市场积累的 B 端客户资源和风险数据基础、雄厚的资本实力，为公司带来了更广阔的发展可能，ROE 有望持续提升。

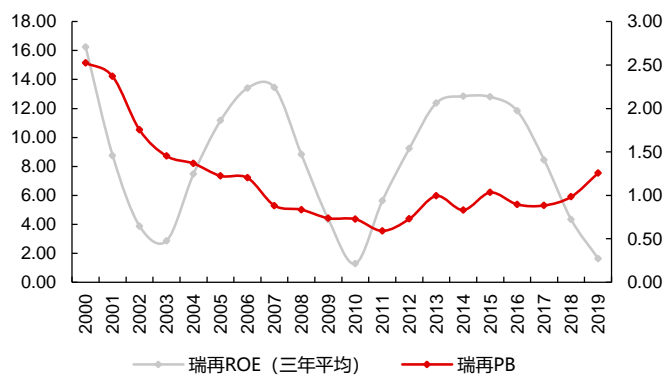
## 阶段性低估，未来成长值得期待

公司上市以来估值一直处于较低水平，究其原因在于 ROE 较低，业绩吸引力不足。再保险作为面向 B 端的业务，过往盈利性确实相对直保公司较弱。但当前直保市场转型的大背景下，再保需求迎来爆发期，同时健康险等产业链联动需要更多再保专业能力支持，公司有望迎来业务快速扩张，盈利增长走上快车道。

## ROE 较低是低估的主要原因

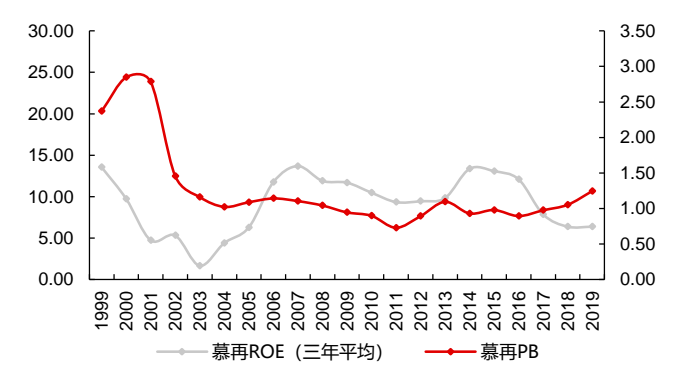
再保险业务的估值与 ROE 密切相关。从业务模式来看，结合寿险业务长险短做的属性，再保险行业盈利模式与产险更加相似：保费规模\*承保盈利+投资收益，通常采用 PB-ROE 模式进行估值，净资产盈利性是估值考量的关键。从国际头部再保险公司的表现来看，ROE 和 PB 的相关性较强，中再上市以后同样表现出 PB 和 ROE 相匹配的关系。

图 6：瑞士再保险 PB 和 ROE 走势（单位：%）



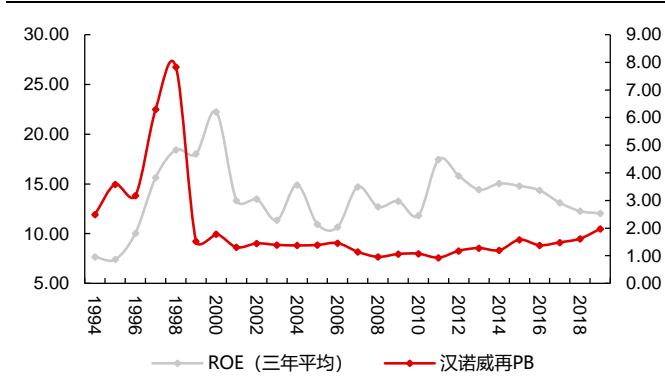
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：慕尼黑再保险 PB 和 ROE 走势（单位：%）



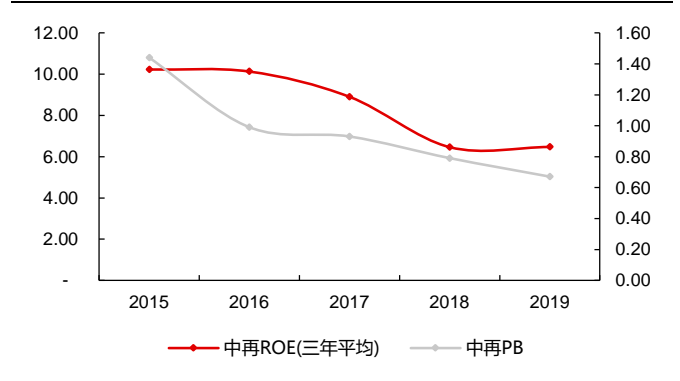
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：汉诺威再保险 PB 和 ROE 走势（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：中国再保险 PB 和 ROE 走势（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所



**ROE 的高低主要取决于 ROA 和杠杆。**从 ROA 来看，再保险市场承保盈利能力弱于直保市场。直保市场的盈利方式主要为三差损益，再保险市场的盈利方式相当，但是考虑到业务主要是机构业务，其三差损益空间略窄；相比于标准化的合约再保险，以创新业务为主的临时再保险盈利能力相对较强，但是临分业务规模小、风险大，现阶段仍未成为再保险最核心的盈利来源。从杠杆来看，中再资本较为丰厚，但业务增长消化速度有限，杠杆率水平较低，拖累整体 ROE 水平。

因此，中再的 ROE 水平提升是估值抬升的核心要素，实现的路径主要通过业务扩张提升资本运用效率，抬升杠杆，同时开发新的轻资产盈利来源，改善 ROA。

## 保险发展进入再保赛道，公司成长性值得期待

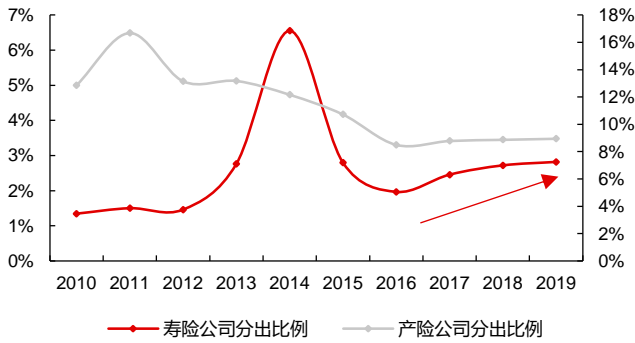
再保险有望迎来分保增长和利源扩充。再保险本身是服务直保的角色，传统直保市场主要聚焦于产品创新和定价，因此再保险主要是服务于保险定价。展望未来，直保市场步入“保险+服务”的角色拓展期，保障型业务+产业链服务扩展将是发展主题，再保险公司一方面享受分保需求快速增长，另一方面也具有一定资源优势来构建和输出“服务”的角色，拓展自身功能和盈利来源。

## 行业转型下分保需求增加，龙头收益显著

由储蓄转向保障业务，车险转型非车险，是当前保险行业发展的重点。过往人身险行业多以储蓄业务为主，主要在于此类业务容易增加保费规模，对于渠道和产品开发的要求较低，适合快速成长期的发展。但随着居民收入提升，保障需求增加，加之监管引导行业回归保障经营，以健康险等为主导的保障类产品开始蓬勃发展。财险方面，汽车增长放缓和车险综改的实施使增长速度放缓，推动市场向非车业务转型发展。

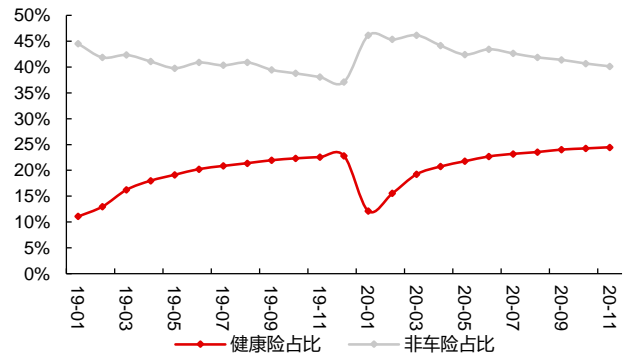
再保险将显著受益于直保市场的产寿险转型趋势。过往直保市场储蓄型业务和车险业务风险分散需求较小、资本消耗有限，因此对于再保的需求不大，这也是制约再保险增长的原因。再保的核心功能在于风险分散和管理，直保公司经营保障型人身险风险管理能力不足，非车财险风险易集聚，因此两者需求再保的协助较大，能带来更多分保保费增长。从近两年的数据看，健康险和非车业务占比持续上升，健康险占比接近 25%，非车占比超过 40%，行业分保比例也处于缓慢抬升的趋势中。

图 10: 产寿险分保比例逐渐提升 (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 11: 行业健康险和非车险占比趋势 (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 15: 上市险企分险种分保保费及增速 (单位: 百万元, %)

	分保保费						增速					
	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
<b>中国平安</b>												
平安寿险	3,028	2,159	5,081	3,291	8,428	4,689	50.3%	64.2%	67.8%	52.4%	65.9%	42.5%
平安产险	14,294	8,416	14,881	9,147	15,928	9,025	-9.0%	4.2%	4.1%	8.7%	7.0%	-1.3%
车险	7,524	3,105	6,895	3,468	7,325	3,577	-24.5%	-17.3%	-8.4%	11.7%	6.2%	3.1%
非机动车辆保险	6,712	5,272	7,895	5,626	8,586	5,234	17.6%	22.8%	17.6%	6.7%	8.8%	-7.0%
意外与健康保险	58	39	91	53	17	214	65.7%	39.3%	56.9%	35.9%	-81.3%	303.8%
合计	17,420	10,491	19,417	11,623	21,370	12,069	-2.3%	11.1%	11.5%	10.8%	10.1%	3.8%
<b>中国人寿</b>												
寿险业务	555	401	677	452	843	546	116.8%	16.9%	22.0%	12.7%	24.5%	20.8%
健康险业务	2,936	1,933	3,655	2,154	4,350	2,489	111.2%	45.6%	24.5%	11.4%	19.0%	15.6%
意外险业务	170	99	171	35	45	78	51.8%	8.8%	0.6%	-64.7%	-73.7%	122.9%
合计	3,661	2,433	4,503	2,641	5,238	3,113	108.2%	38.1%	23.0%	8.6%	16.3%	17.9%
<b>中国太保</b>												
太保寿险	2,921	1,979	4,202	3,110	7,771	5,105	36.5%	60.6%	43.9%	57.2%	84.9%	64.2%
传统型保险	1,860	989	1,982	949	3,694	1,742	17.8%	18.0%	6.6%	-4.0%	86.4%	83.6%
其中: 长期健康型保险	1,274	697	1,294	630	2,832	1,373	19.4%	24.2%	1.6%	-9.6%	118.9%	117.9%
分红型保险	227	141	242	131	441	213	3.7%	58.4%	6.6%	-7.1%	82.2%	62.6%
万能型保险	21	20	51	39	62	27	250.0%	300.0%	142.9%	95.0%	21.6%	-30.8%
短期意外健康险	813	829	1,927	1,991	3,574	3,123	142.0%	176.3%	137.0%	140.2%	85.5%	56.9%
太保产险	13,877	8,366	15,475	9,523	17,228	11,218	13.7%	8.9%	11.5%	13.8%	11.3%	17.8%
机动车辆险	6,994	3,302	6,621	3,103	6,249	3,207	14.4%	-9.5%	-5.3%	-6.0%	-5.6%	3.4%
非机动车辆险	6,883	5,064	8,854	6,420	10,979	8,011	13.1%	25.5%	28.6%	26.8%	24.0%	24.8%
合计	16,798	10,345	17,563	11,211	22,358	13,822	17.1%	16.0%	11.3%	19.3%	27.3%	23.3%

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

表 16: 上市险企分险种分保率 (单位: %)

中国平安	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
平安寿险	0.82%	0.79%	1.08%	1.04%	1.60%	1.55%
平安产险	6.62%	7.08%	6.01%	7.01%	5.88%	6.26%
车险	4.41%	3.67%	3.79%	3.75%	3.77%	3.74%
非机动车辆保险	17.24%	17.74%	13.98%	17.53%	13.42%	12.92%
意外与健康保险	0.89%	0.88%	0.96%	0.52%	0.13%	2.64%
合计	2.98%	2.67%	2.70%	2.60%	2.69%	2.71%
中国人寿	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
寿险业务	0.13%	0.13%	0.15%	0.15%	0.19%	0.16%
健康险业务	4.34%	4.02%	4.37%	3.45%	4.12%	3.44%
意外险业务	1.18%	1.23%	1.17%	0.43%	0.30%	0.87%
合计	0.72%	0.67%	0.84%	0.70%	0.92%	0.73%
中国太保	2017	2018H	2018	2019H	2019	2020H
太保寿险	1.66%	1.51%	2.08%	2.25%	3.66%	3.68%
传统型保险	3.49%	2.40%	2.82%	1.95%	4.41%	3.15%
其中: 长期健康型保险	6.17%	3.92%	3.92%	2.27%	6.45%	4.82%
分红型保险	0.20%	0.17%	0.21%	0.17%	0.40%	0.30%
万能型保险	36.84%	47.62%	54.26%	75.00%	59.62%	55.10%
短期意外与健康险	7.33%	9.79%	13.67%	18.52%	20.87%	24.22%
太保产险	13.26%	13.79%	13.14%	13.95%	12.96%	14.63%
机动车辆险	8.55%	7.53%	7.53%	6.73%	6.70%	6.69%
非机动车辆险	30.18%	30.09%	29.68%	29.03%	27.61%	27.90%
合计	5.99%	5.40%	5.46%	5.39%	6.43%	6.38%

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

### 创新型非车业务空间广阔, 中再布局领先

在非车再保业务中, 巨灾和 IDI 等创新型业务处于快速成长期, 发展空间较大, 中再集团抓住巨灾保险和 IDI 保险发展的历史性机遇, 以“平台化、科技化、全球化”为核心驱动力, 通过科技创新打造新业务增长点、扩大领先优势。

在巨灾保险方面, 当前, 发达国家已形成较为成熟的巨灾保险体系应对巨灾损失并进行有效风险转移, 巨灾保险覆盖率和赔付率保持较高水平。据 sigma 统计, 2019 年全球灾害造成经济损失约为 1460 亿美元, 其中保险覆盖了 600 亿美元, 全球保险业在减轻巨灾风险方面作用显著。国际巨灾保险运行的主要模式包括政府主导、商业化运作, 以及政府与其他机构联合三种模式。主要特征为: 1) 多渠道安排巨灾风险分担机制; 2)

因地制宜发展的国际巨灾保险产品；3) 各国出台地震保险等多项立法支持巨灾保险发展。

表 17: 各国巨灾保险部分产品情况一览表

序号	国家	保险品种	运作形式	险种性质	强制/自愿	损失承担方
1	美国	加州地震保险	政府主导	单独险种	自愿（强制供给，自愿投保）	商业保险公司、政府、地震债券
2	日本	日本地震保险	政府和保险公司联合	火灾险附加险	自愿（强引导）	商业保险公司、政府
3	英国	英国洪水保险	商业化运作	财产险附加险	强制	商业保险公司
4	新西兰	新西兰地震保险	政府和保险公司联合	财产险附加险	强制（家庭财产地震保险强制为主，其他财产自愿）	商业保险公司、政府
5	加勒比	加勒比巨灾保险（地震和飓风）	商业化运作	单独险种	—	商业保险公司、政府、国际组织
6	土耳其	土耳其强制地震保险	政府和保险公司、国际组织联合	单独险种	强制	商业保险公司、政府、国际组织

资料来源：《巨灾保险：发展现状、国际经验及政策建议》，长江证券研究所

目前，我国巨灾保险仍处于起步阶段，运行架构正在逐渐完善，市场化的损失分担机制加速形成，巨灾保险品种不断拓展。2016 年 7 月，中国城乡居民住宅地震巨灾保险产品全面销售，标志着我国城乡居民住宅地震巨灾保险制度正式落地；2019 年 4 月，上海保险交易所上线了多年期住宅地震巨灾保险产品，巨灾保险品种逐渐丰富。

中再集团在巨灾保险方面优势显著。体现在 3 个方面：1) 成立中国首家专注巨灾风险管理的科技公司——中再巨灾风险管理股份有限公司，在巨灾风险分析、风险预测、保险定价、损失测算、创新产品方面具备领先优势；2) 发布中国首个拥有自主知识产权的地震巨灾模型，成功申请保险业内首个国家重点科研项目，在政府推动的巨灾项目中担任首席再保人；3) 打造行业首个巨灾研究专业平台，构建集数据、模型和金融于一体的巨灾风险管理体系。

表 18: 我国巨灾保险制度建立背景

时间	事项
2013 年 11 月	十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确提出“建立巨灾保险制度”。
2014 年 3 月	李克强总理在做政府工作报告时，提出要“探索建立巨灾保险制度”。
2014 年 7 月	李克强总理在召开国务院常务会议，部署加快发展现代保险服务业时，再次强调要逐步建立巨灾保险制度。
2014 年 8 月	《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》正式发布，确立“建立巨灾保险制度”的指导意见。
2016 年 5 月	保监会、财政部印发《建立城乡居民住宅地震巨灾保险制度实施方案》标志着我国巨灾保险制度建设迈出关键一步。

资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 12：中再巨灾平台逐步完善



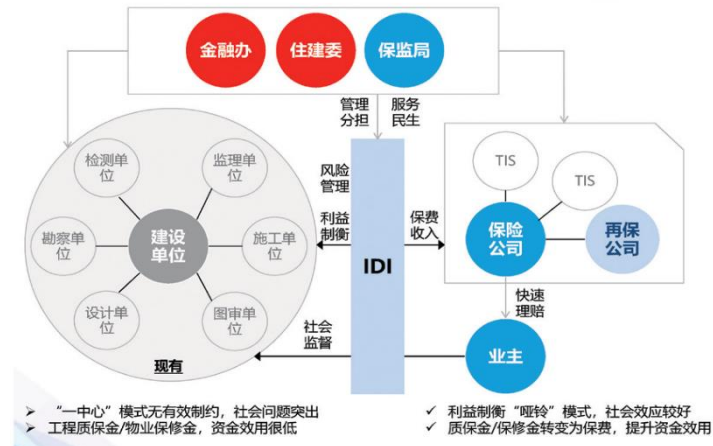
资料来源：公司官网，长江证券研究所

在 IDI 保险方面，IDI 保险起源于法国，目前，法国模式已经在全世界的范围内被广泛借鉴，英国、日本、新加坡等国家先引入运作机制，后立法推广。而意大利、芬兰、印度尼西亚、西班牙、瑞典、突尼斯及加拿大部分省份从一开始实行的就是强制保险，由于 IDI 保险的投保率较高和费率厘定较为合适，因此，该险种的经济效益和社会效益均保持较高水平。国外 IDI 保险的发展主要有以下特点：1) 立法完备；2) 制度配套；3) 保险事项定义明确完备。

目前，我国 IDI 保险尚属于试点起步阶段，在政府的大力推广下，北京、上海、江苏、浙江等省市率先开展 IDI 试点工作，各试点省份均结合自身实际稳步推进 IDI 工作。IDI 保险的推进标志着保险机制全面融入建设工程质量风险管理体系，未来的发展空间十分广阔。

中再集团引领着我国 IDI 保险模式的创新。2018 年 2 月，受上海市政府委托，中再集团打造的具有政府监管职能的唯一性 IDI 信息平台正式投产运行，平台开放连接、信息共享，赋能建筑业、保险业，为住建、保监系统跨部门联合监管提供了平台支撑，是创新监管方式和“互联网+监管”的体现，为 IDI 生态参与主体信用体系提供了大数据支持。随后，中再集团打造的 IDI 平台先后落地北京、南宁等多地。未来，中再集团将与各大直保公司紧密合作，帮助 IDI 试点省份建设借鉴上海经验具备本地特色的 IDI 信息平台，通过“聚资源、建平台、造生态”的方式打造 IDI 保险的生态圈。

图 13: IDI 推动建筑业多方共治模式



资料来源：《构建 IDI 平台，推动建筑业社会共治健康发展》，长江证券研究所

表 19: IDI 保险制度建立背景

时间	事项
2002 年	人保财险与建设部、保监会进行了建设工程质量保险制度的研究实践，开发的《住宅质量保证保险条款》是我国最早开办的建筑工程质量保险产品。
2005 年	原建设部与原中国保险监督管理委员会联合下发了《关于推进建设工程质量保险工作的意见》，文件提出在工程建设领域引入工程质量保险制度。
2010 年	住建部发布《关于进一步强化住宅工程质量和责任的通知》，要求建设单位要逐步推进质量安全保险机制，在住宅工程项目中实行工程质量保险，为用户在工程竣工一定时期内出现的质量缺陷提供保险。
2017 年	国务院办公厅发布《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，提出推动发展工程质量保险。
2017 年	住房和城乡建设部发布《关于开展工程质量安全提升行动试点工作的通知》，要求建立工程质量保险试点，培育工程质量保险市场，逐步建立起符合我国国情的工程质量保险制度，试点地区包括上海、江苏、浙江、安徽、山东、河南、广东、广西、四川。
2019 年	国务院办公厅转发住房和城乡建设部《关于完善质量保障体系提升建筑工程品质指导意见的通知》，文件指出：推行工程担保与保险，组织开展工程质量保险试点，加快发展工程质量保险。

资料来源：《中国建筑工程质量保险发展思考》郭伟等，长江证券研究所

### 健康险产业链延伸需求增长，中再优势突出

健康险作为当前发展最快的人身险品种，面临供需不匹配，供给侧亟待改革转型。健康险近年来增长迅猛，阶段性完成了渠道覆盖，但当前增速边际走弱，产品需求越发复杂和多维化，对产品之外的服务要求逐渐增加，而保险公司的产品设计和服 务支持方面供给能力不足，亟待优化。健康险从渠道向产品服务扩展，产业链延伸是大势所趋。

健康险的产品设计和服 务模式创新是直保公司构建核心竞争力的重要方向，这将给予中再更多业务延展机会。产品服务创新的基础在于信息数据的积累和产业链资源的打通，直保公司受限于行业内的竞争利益，在数据收集和产业链整合方面有一定局限性。中再集团在做再保业务的同时已经积累了丰富的数据资源，同时作为第三方来构建产业链平

台整合健康险后端医疗服务资源，立场更加中立，推进难度相对较小。这给予中再两方面的业务扩展方向：

**方向一：利用数据优势发掘保险价值链应用，扩展产业链应用场景。**基于多年业务经营积累的数据，强化数据治理和挖掘分析，推动数据多维度应用，包括保险价值链的风险管理、承保、理赔、产品设计、渠道分析等，同时还有产业链领域医疗信息合作、医疗场景构建、医药场景应用等。公司在输出数据输出解决方案的同时促进客户关系完善，提振分保业务收入，逐步探索其他服务收入。

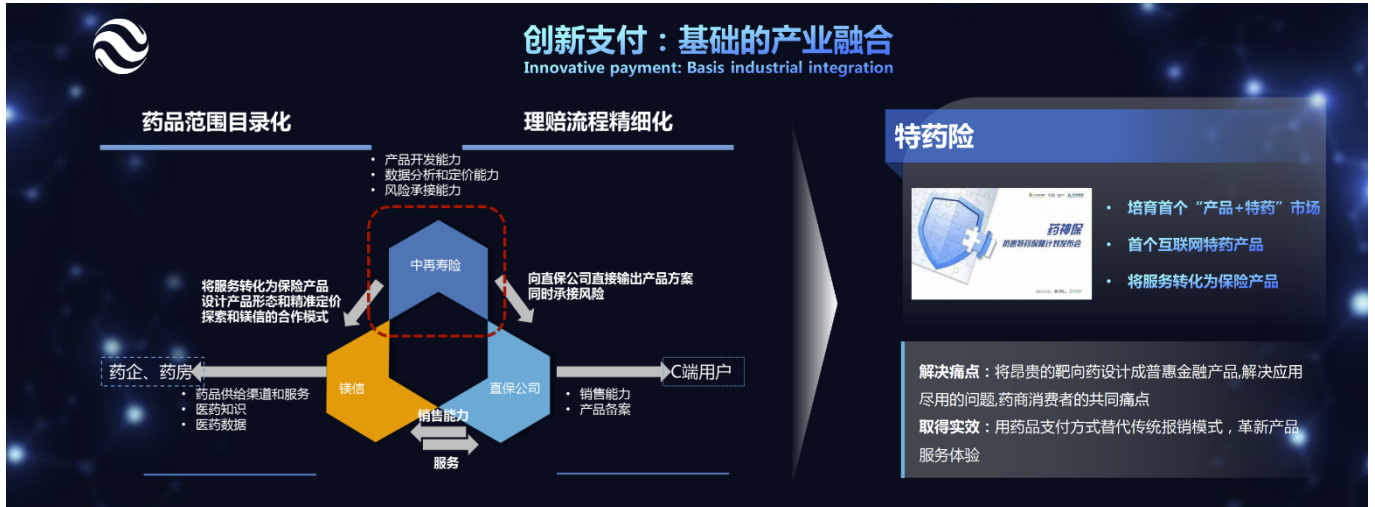
图 14：中再夯实数据基础提供全价值链应用服务



资料来源：公司公告，长江证券研究所

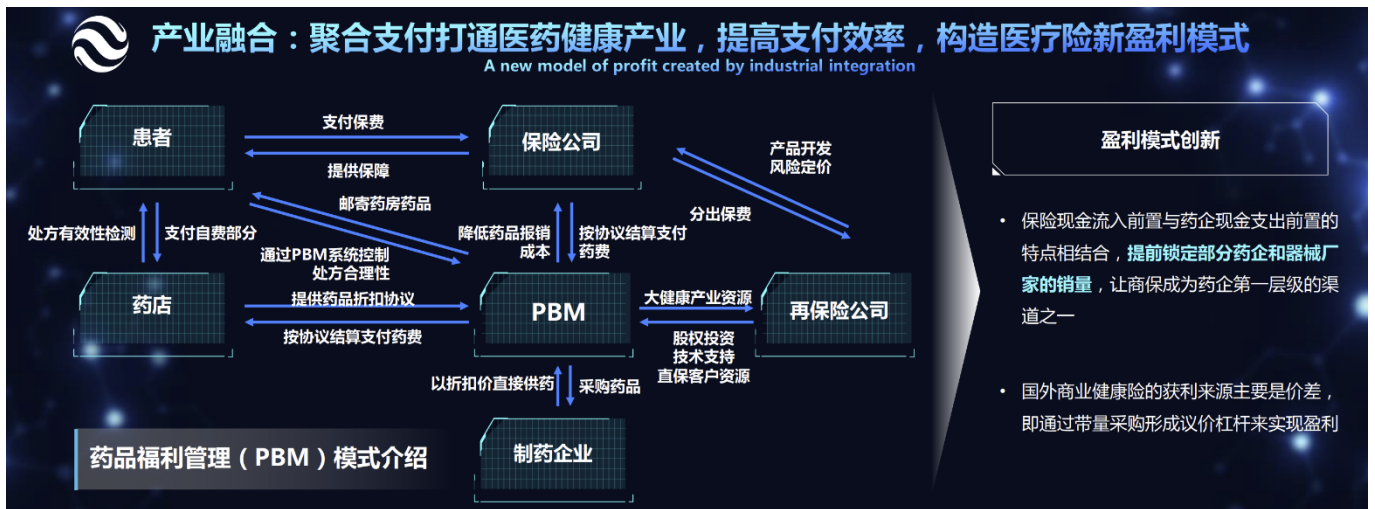
**方向二：战略投资参与基础产业融合，分享新模式红利。**除依托自身优势聚焦于健康险分保和技术输出外，中再通过投资镁信迈出模式创新的第一步，例如正在逐步推进的PBM模式。PBM模式结合了保险现金流入前置和药企现金支出前置的特点，直接解决了被保险人使用特药和药企推广特药的痛点，提高医疗险运作效率，同时使得赔付由报销费用转为提供药品器械，风险更加可控。中再利用其直保公司客户资源，较单一直保公司有更强的资源整合能力，能够快速扩大特药需求量，形成规模效应，更好推动模式运转盈利，从中获取新产品分保和其他服务收入。

图 15：中再特药险实践模式



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 16：中再 PBM 模式介绍



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资建议：高成长前景给予优异配置价值

中国再保险成长的确定性来源于再保市场扩容和行业龙头地位。行业转型是当前直保市场的发展主题，从储蓄转向保障、从车险转向非车，本质是 B 端企业和 C 端居民对于风险保障的需求上涨，是经济发展和保险行业演化的供需博弈结果，具有较强的趋势性和确定性。对于再保险而言，不仅能享受到风险分担需求增长带来的再保业务扩容，还能够利用技术和经验优势协助开发直保产品、打通产业链壁垒，孕育新的盈利模式。而



中再作为业内的龙头，无论是分保客户的积累还是新模式的驱动都有明显优势，将助力其业务规模快速增长。

根据对于保险行业保费和分保情况的测算，预期未来 5 年直保行业整体保费增速在 10% 附近，但其中健康险和非车业务增速将高于这个水平。基于对中再寿险和产险境内业务的市场份额估算，在乐观、中性和悲观三种情景假设下，中再寿险境内保费未来 5 年增速在 25-35%，中再产险境内保费未来 5 年增速在 7-16%，均高于直保市场水平。当前公司 PB 估值处于上市以来底部，安全边际充足，未来发展的高成长性和再保业务的议价能力将带来盈利的持续增长，带动估值稳步上升，建议积极配置。

表 19：保险行业保费中性预测（单位：亿元，%）

规模	2019	2020	2021E	2025E
人身险	30,995	33,329	37,479	60,851
寿险	22,754	23,982	26,380	38,623
健康险	7,066	8,173	9,808	20,337
意外险	1,175	1,174	1,291	1,891
财产险	11,649	11,929	12,371	16,514
车险	8,188	8,245	8,245	10,022
非车险	3,461	3,684	4,126	6,492
年化增速	2019	2020	2021E	2025E
人身险	13.8%	7.5%	12.5%	12.9%
寿险	9.8%	5.4%	10.0%	10.0%
健康险	29.7%	15.7%	20.0%	20.0%
意外险	9.2%	-0.1%	10.0%	10.0%
财产险	8.2%	2.4%	3.7%	7.5%
车险	4.5%	0.7%	0.0%	5.0%
非车险	17.9%	6.4%	12.0%	12.0%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 20：分保率及中再境内业务中性预测（单位：%、亿元）

分保率预测	2019E	2020E	2021E	2025E
人身险	2.8%	3.1%	3.5%	6.0%
寿险	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
健康险	7.0%	8.0%	9.0%	15.0%
意外险	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
财产险	8.0%	9.0%	10.1%	15.7%
车险	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
非车险	15.0%	16.0%	16.5%	19.0%

分保费预测	2019	2020E	2021E	2025E
人身险	859	1,037	1,304	3,668
寿险	341	360	396	579
健康险	495	654	883	3,051
意外险	24	23	26	38
财产险	929	1,002	1,093	1,735
车险	409	412	412	501
非车险	519	589	681	1,234
<b>中再寿险份额</b>	<b>59.1%</b>	<b>60%</b>	<b>60%</b>	<b>60%</b>
<b>中再产险份额</b>	<b>30.9%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>
<b>中再寿险境内保费</b>	<b>508</b>	<b>622</b>	<b>783</b>	<b>2,201</b>
<b>中再产险境内保费</b>	<b>287</b>	<b>301</b>	<b>328</b>	<b>520</b>
<b>中再寿险年化增速</b>	<b>6.7%</b>	<b>22.4%</b>	<b>25.8%</b>	<b>29.5%</b>
<b>中再产险年化增速</b>	<b>15.0%</b>	<b>4.6%</b>	<b>9.1%</b>	<b>12.2%</b>

资料来源：公司年报，长江证券研究所

表 21：分保率及中再境内业务乐观预测（单位：%、亿元）

分保率预测	2019E	2020E	2021E	2025E
人身险	2.8%	3.2%	3.8%	7.1%
寿险	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
健康险	7.0%	8.5%	10.0%	18.0%
意外险	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
财产险	8.0%	8.4%	9.0%	10.9%
车险	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
非车险	15.0%	16.0%	17.0%	20.0%
分保费预测	2019E	2020E	2021E	2025E
人身险	859	1,078	1,402	4,278
寿险	341	360	396	579
健康险	495	695	981	3,661
意外险	24	23	26	38
财产险	929	1,002	1,114	1,800
车险	409	412	412	501
非车险	519	589	701	1,298
<b>中再寿险份额</b>	<b>59.1%</b>	<b>60%</b>	<b>61%</b>	<b>65%</b>
<b>中再产险份额</b>	<b>30.9%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</b>	<b>35%</b>

中再寿险境内保费	508	647	855	2,781
中再产险境内保费	287	301	345	630
中再寿险年化增速	6.7%	27.3%	32.3%	34.3%
中再产险年化增速	15.0%	4.6%	14.9%	16.2%

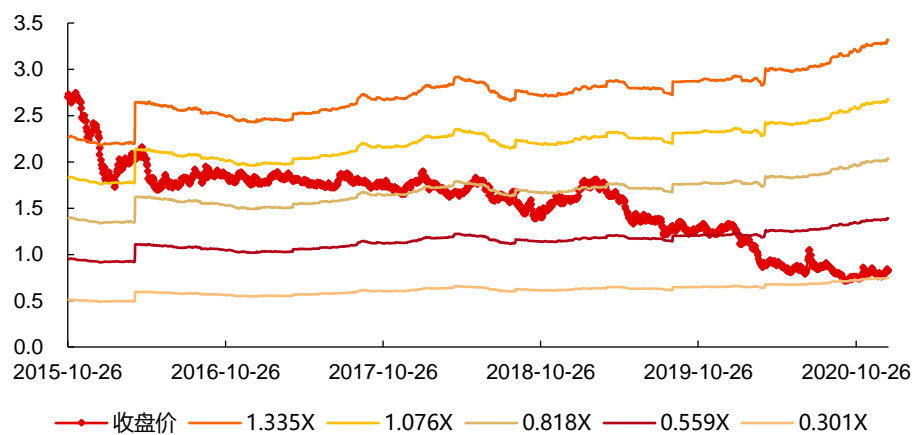
资料来源：公司年报，长江证券研究所

表 22：分保率及中再境内业务悲观预测（单位：%、亿元）

分保率预测	2019E	2020E	2021E	2025E
人身险	2.8%	3.0%	3.2%	5.0%
寿险	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
健康险	7.0%	7.5%	8.0%	12.0%
意外险	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
财产险	8.0%	8.4%	9.1%	13.6%
车险	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
非车险	15.0%	16.0%	16.5%	18.0%
分保费预测	2019E	2020E	2021E	2025E
人身险	859	996	1,206	3,058
寿险	341	360	396	579
健康险	495	613	785	2,440
意外险	24	23	26	38
财产险	929	1,002	1,093	1,670
车险	409	412	412	501
非车险	519	589	681	1,169
中再寿险份额	59.1%	60%	59%	55%
中再产险份额	30.9%	30%	29%	25%
中再寿险境内保费	508	598	712	1,682
中再产险境内保费	287	301	317	417
中再寿险年化增速	6.7%	17.6%	19.1%	24.0%
中再产险年化增速	15.0%	4.6%	5.5%	7.1%

资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 17：中国再保险 PBbands (单位：X)



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：** A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本研究报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

