

负债端改善在即，把握三条投资主线

分析师：张忆东

(SAC: S0190510110012 SFC: BIS749)

联系人：张博

(SAC: S0190117050055 SFC: BMM189)

报告发布日期：2019年11月8日



➤ 保险行业经营状况回顾

- 寿险：新单增速回暖，新业务价值率提升
- 产险：新车销量低迷拖累车险表现，非车保持高速增长，龙头公司市占率提升
- 投资：权益类资产占比提升

➤ 保险行业展望：

- 寿险核心变量：短期开门红，长期新单增速
- 政策利好财险公司，龙头财险公司市占率提升，ROE持续改善
- 金融业对外开放利好提前进入中国市场的外资公司
- 十年期国债收益率下行，但保险资金投资范围拓宽，收益率有望提升，利好利差表现。
长端国债收益率下行对保险股估值压制作用有限

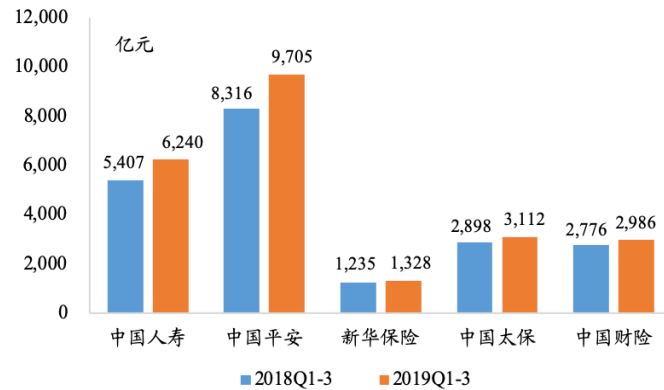
➤ 投资策略：把握“三条主线”

➤ 风险提示

1. 2019年前三季度保险行业经营状况回顾

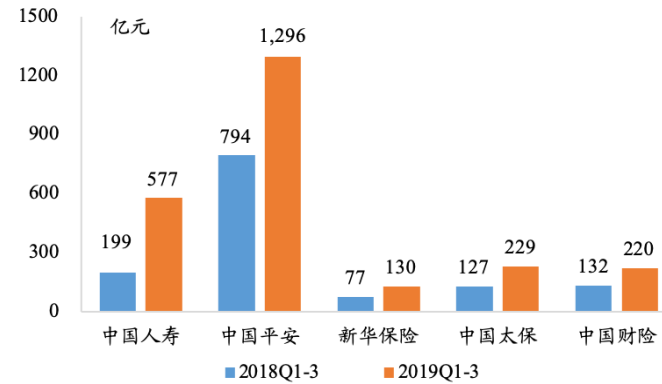
2019年前三季度保险行业经营状况回顾

主要保险公司营业收入



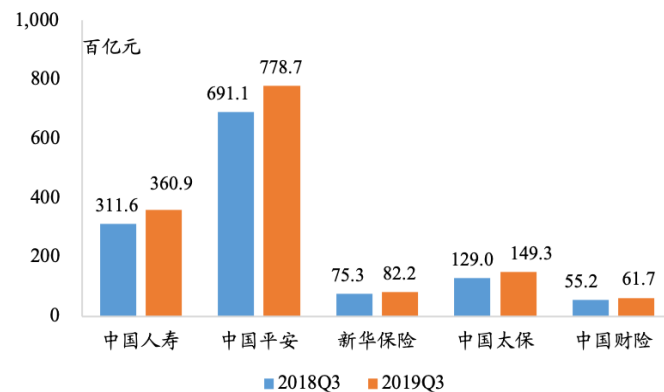
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

主要保险公司归属股东净利润



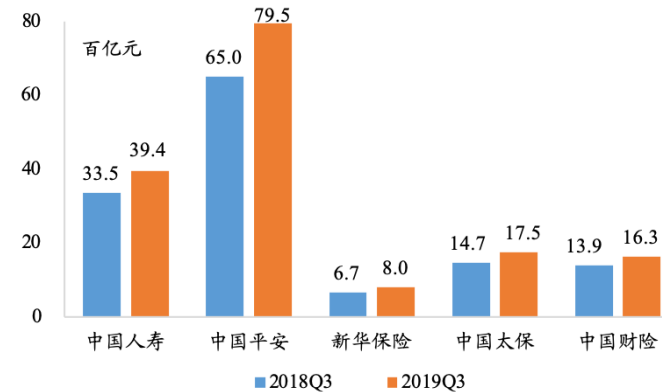
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

主要保险公司总资产规模



资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

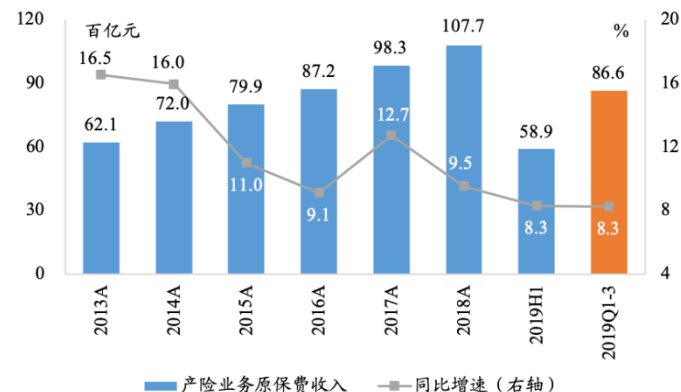
主要保险公司净资产规模



资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

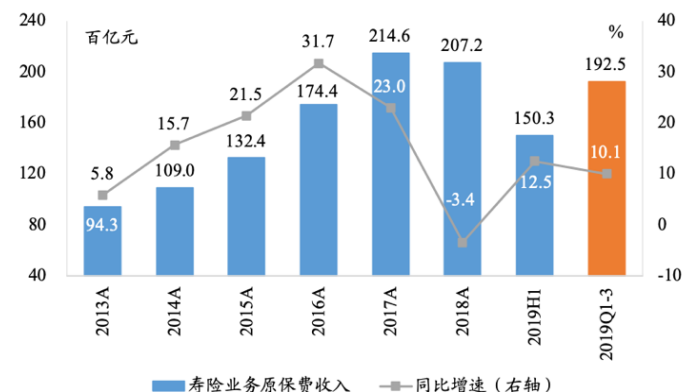
2019年前三季度保险行业经营状况回顾

历年全国财险原保费收入及同比增速



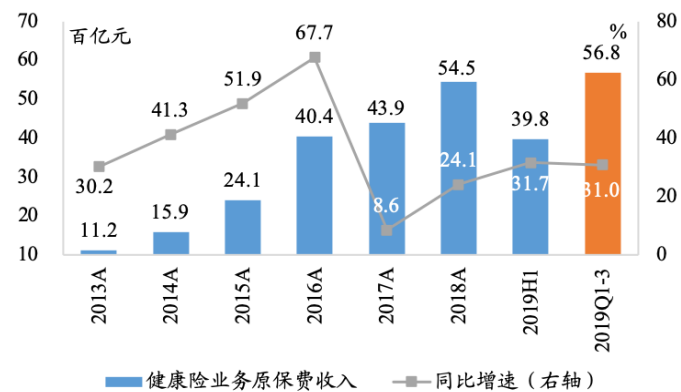
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

历年全国寿险原保费收入及同比增速



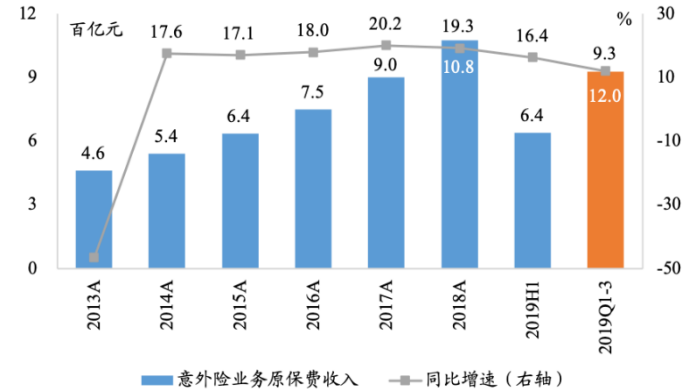
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

历年全国健康险原保费收入及同比增速



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

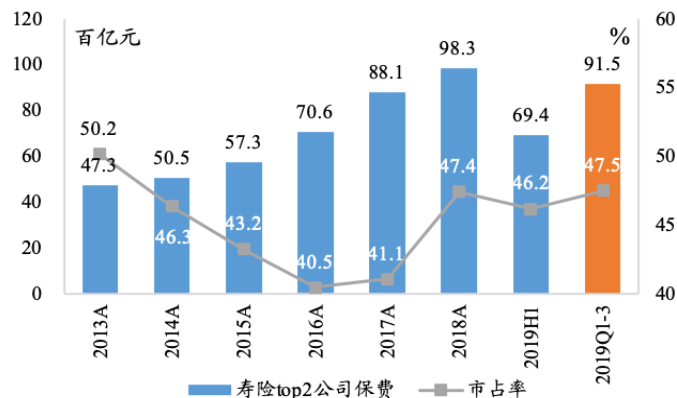
历年全国意外险原保费收入及同比增速



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

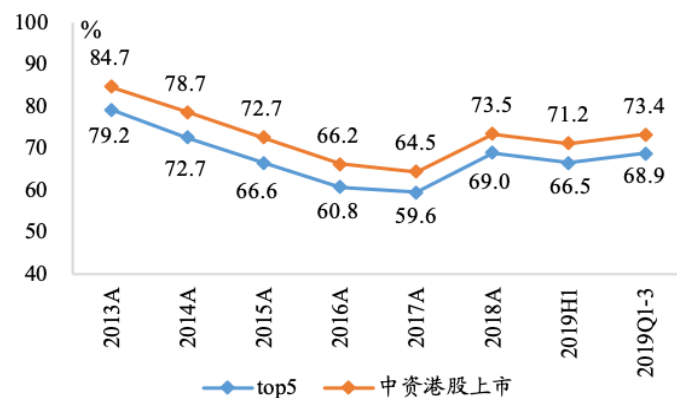
1.1 寿险NBV增速回暖，代理人“以质换量”逻辑持续

► 寿险Top2公司保费收入及集中度



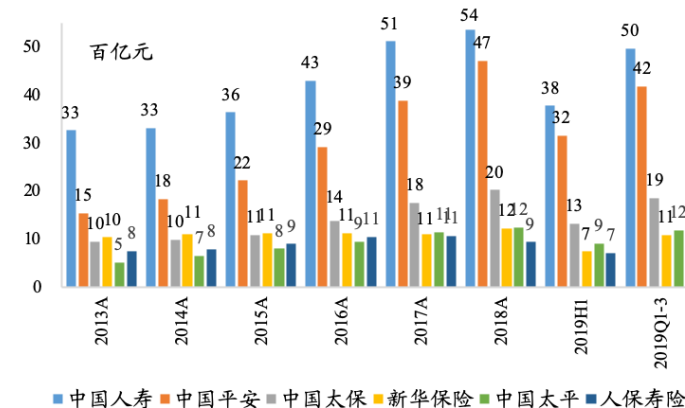
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

► 寿险公司保费收入集中度



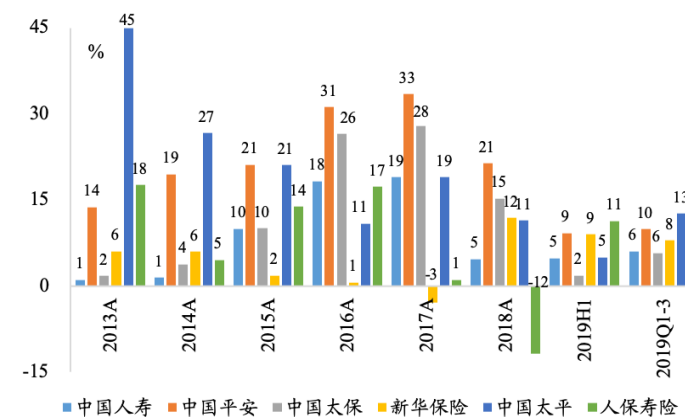
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

► 主要保险公司寿险保费收入规模



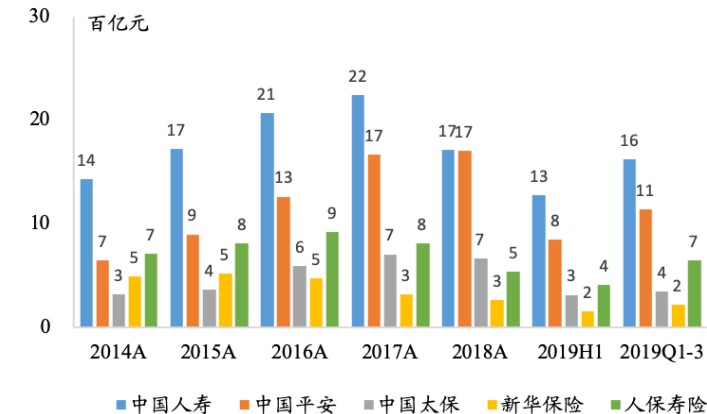
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

► 主要保险公司寿险保费收入同比增速



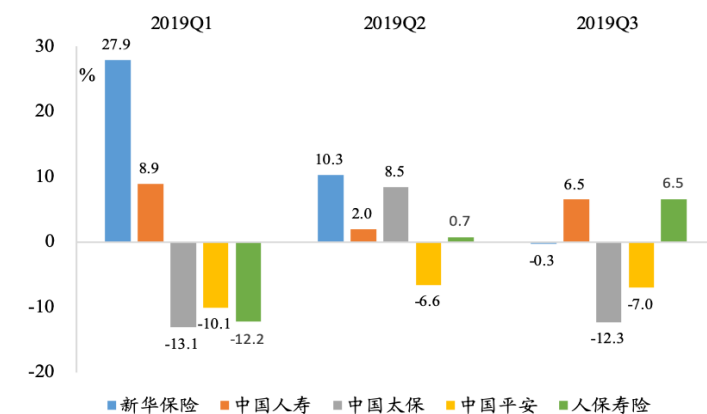
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

► 港股险企历年寿险新单保费



资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

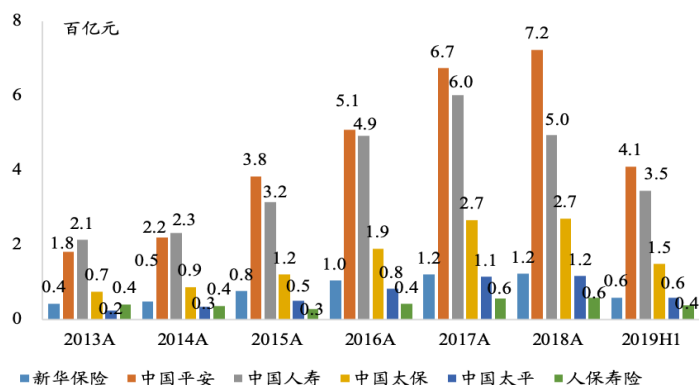
► 2019年三季度险企寿险新单保费季度累计增速



资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

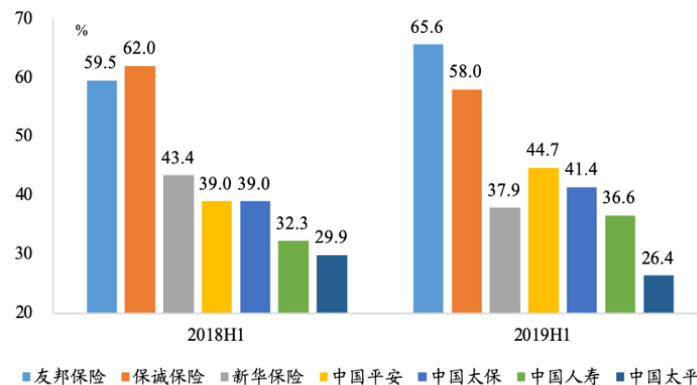
1.1 寿险NBV增速回暖，代理人“以质换量”逻辑持续

▶ 港股险企历年寿险新业务价值



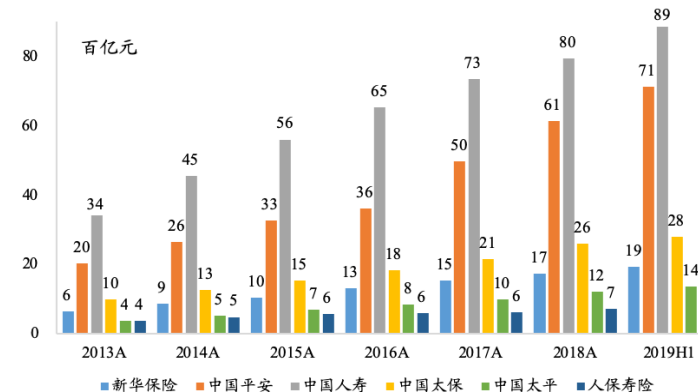
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

▶ 港股保险公司寿险新业务价值率



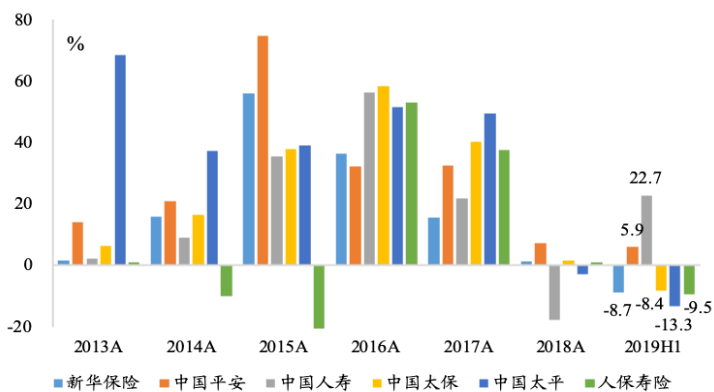
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

▶ 主要保险公司寿险内涵价值规模



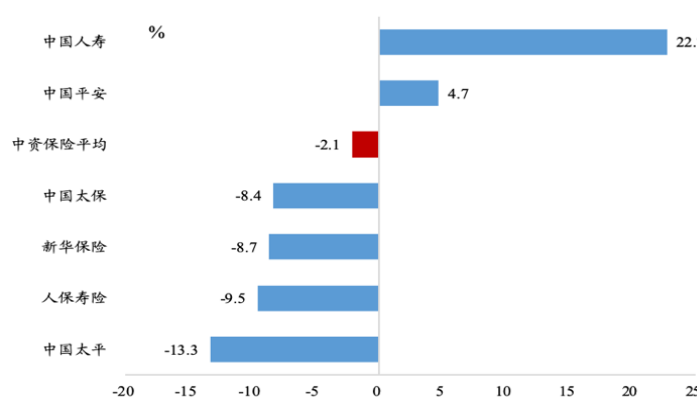
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

▶ 港股险企历年新业务价值增速



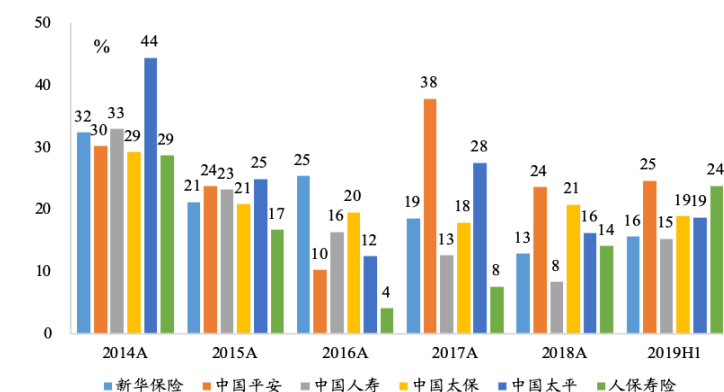
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

▶ 港股保险公司寿险新业务价值同比增速



资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

▶ 主要保险公司寿险内涵价值同比增速



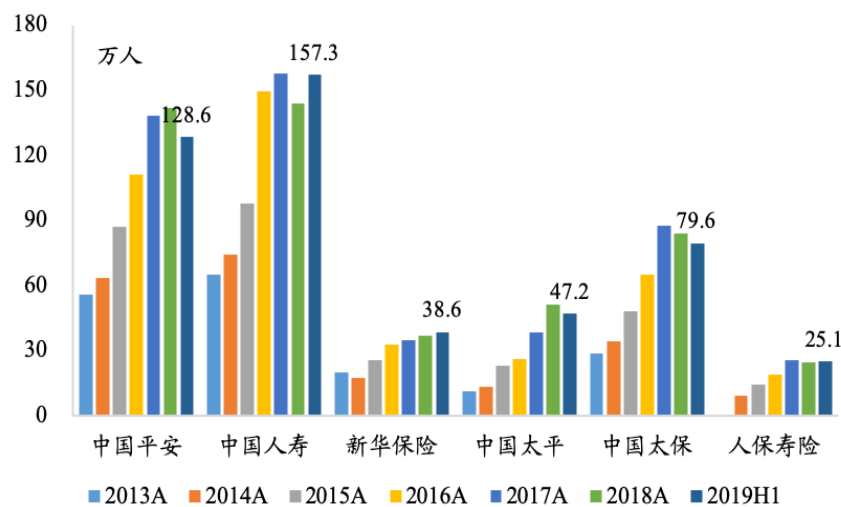
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.1 寿险NBV增速回暖，代理人“以质换量”逻辑持续

寿险代理人以质补量是未来发展的重要逻辑，且从降低成本的角度来说对险企长期健康发展有利

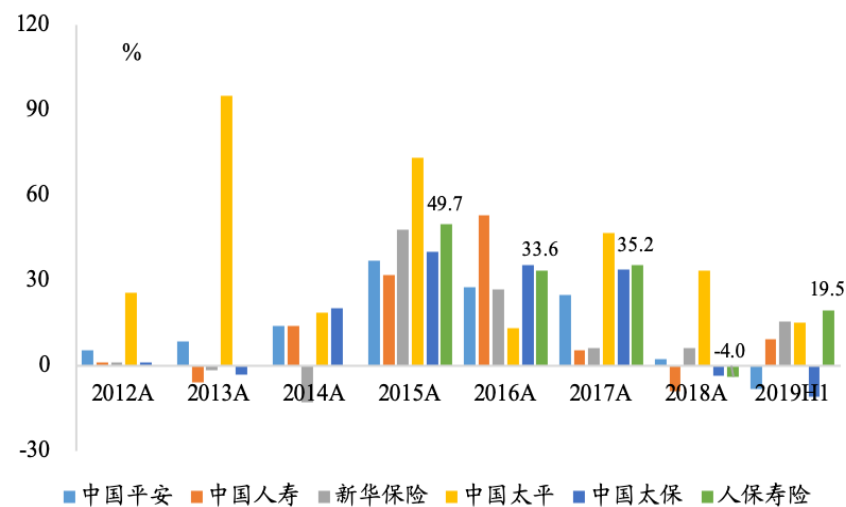
从成本的角度看，对于连续几个月不出新单的代理人保险公司仍需要付出新人津贴等人力成本。另外，健康险在新单保费中占比提升对代理人的专业性有更高的要求，因此代理人的以质换量的逻辑对公司长期发展有利

►各险企代理人人数



资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

►各险企代理人同比增速



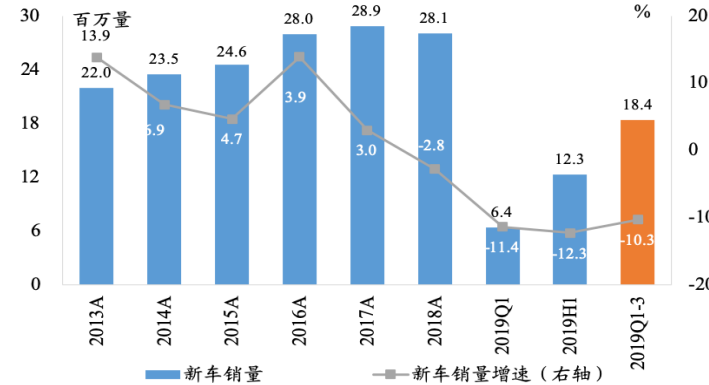
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 非车业务快速发展，行业政策利好产险利润增长

- 车险业务保费收入受新车销量低迷及件均保费下降而走低

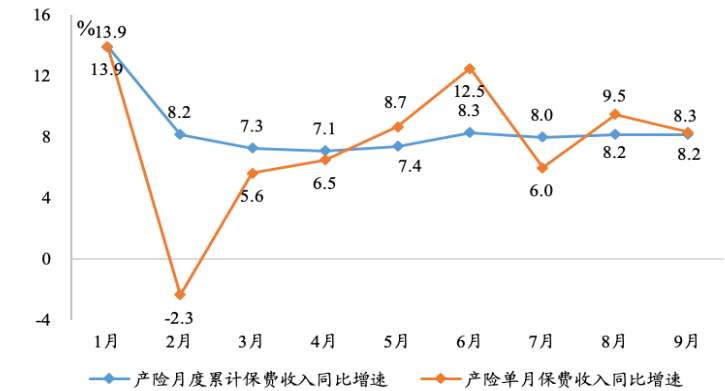
- 非车险保持高速增长

▶ 新车销量及同比增速



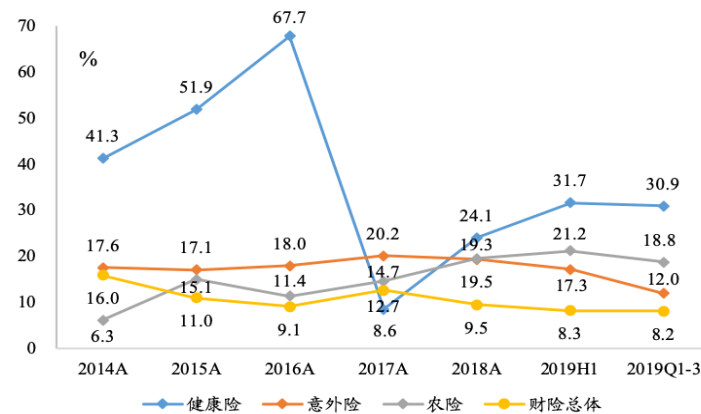
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

▶ 财险单月原保费收入及累计收入同比增速



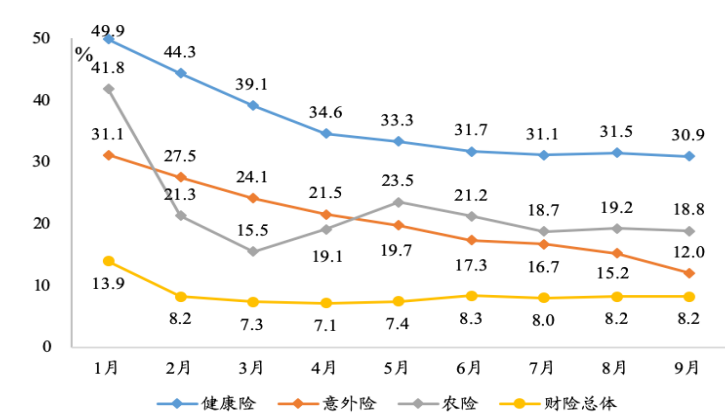
资料来源: 中国银保监会, 兴业证券经济与金融研究院整理

▶ 历年非车险险累计原保费同比增速



资料来源: 中国银保监会, 兴业证券经济与金融研究院整理

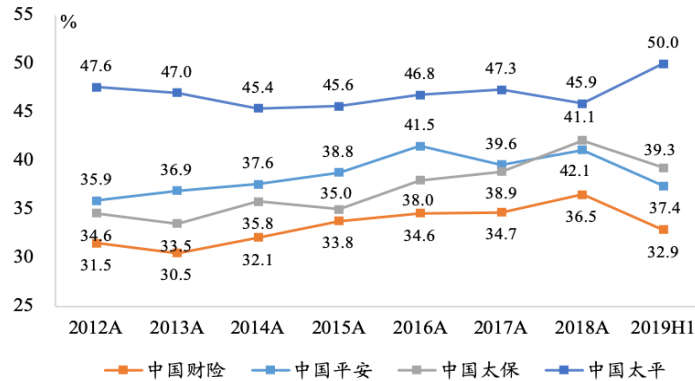
▶ 非车险2019年月度累计原保费同比增速



资料来源: 中国银保监会, 兴业证券经济与金融研究院整理

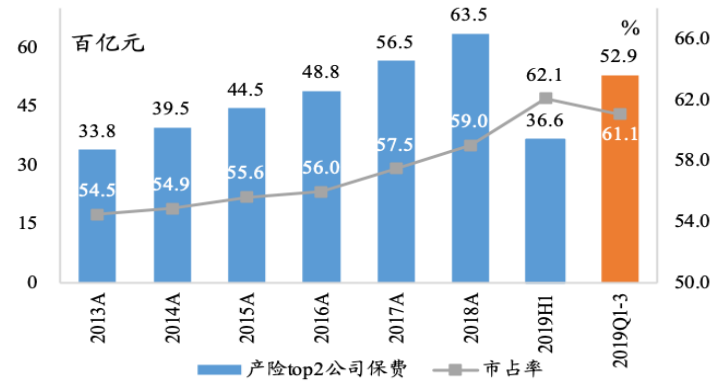
1.2 非车业务快速发展，行业政策利好产险利润增长

主要保险公司费用率



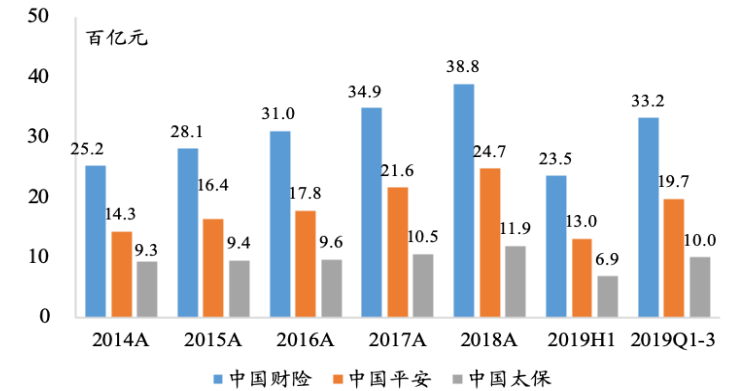
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

Top2产险公司保费收入及市占率



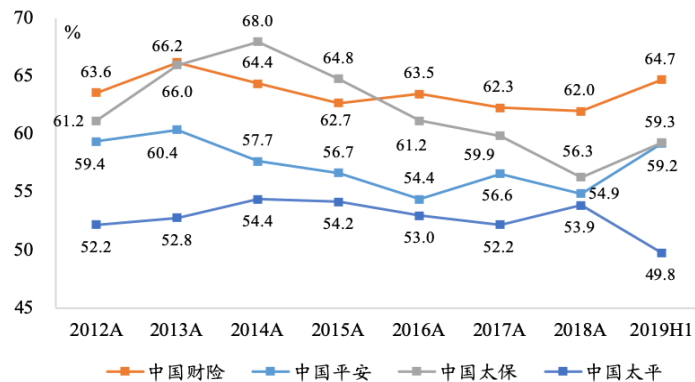
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

龙头财险公司历年原保费收入



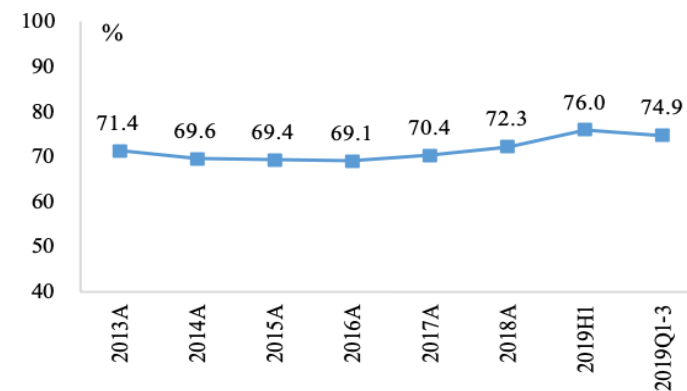
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

主要保险公司赔付率



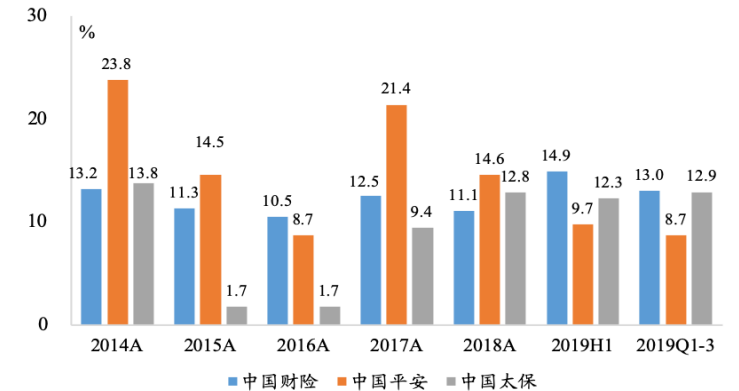
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

中资港股上市产险公司市占率



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

龙头财险公司历年财险保费收入增速

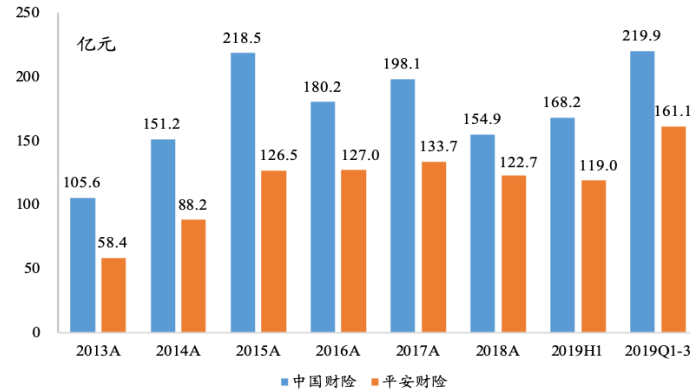


资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 非车业务快速发展，行业政策利好产险利润增长

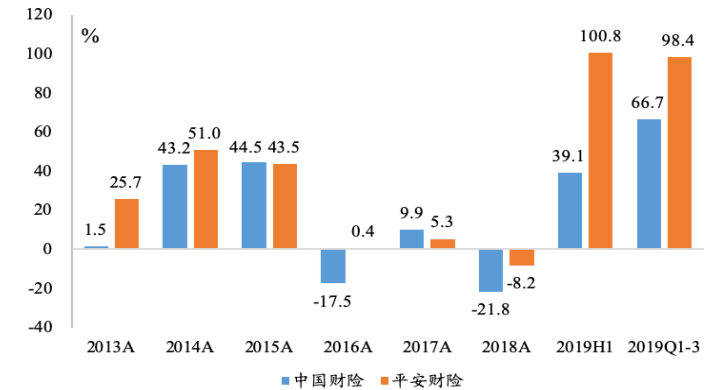
- 2019年前三季度，受减税政策的影响，龙头财险公司净利润得到一次性大幅改善

历年主要产险公司净利润



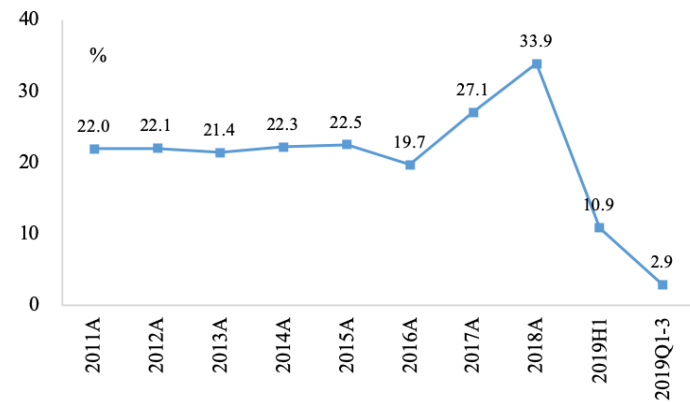
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

历年主要产险公司净利润同比增速



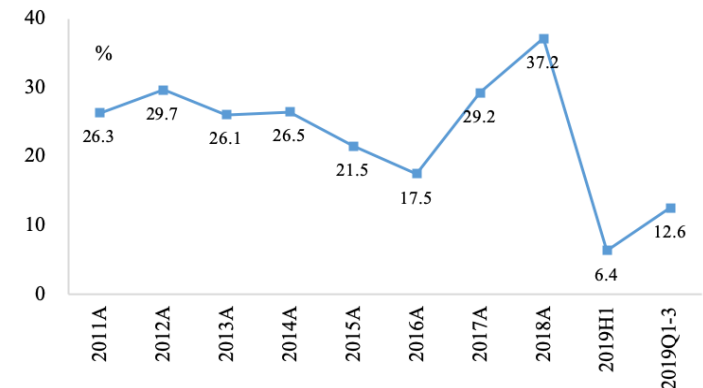
资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

中国财险有效税率



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

平安财险有效税率

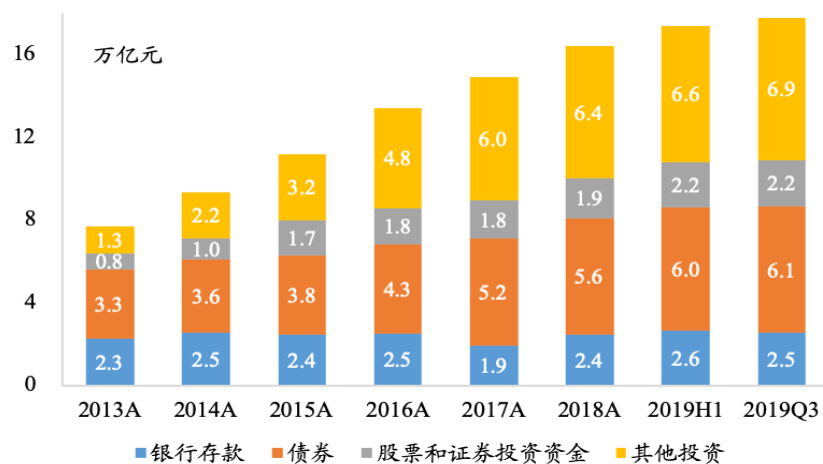


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

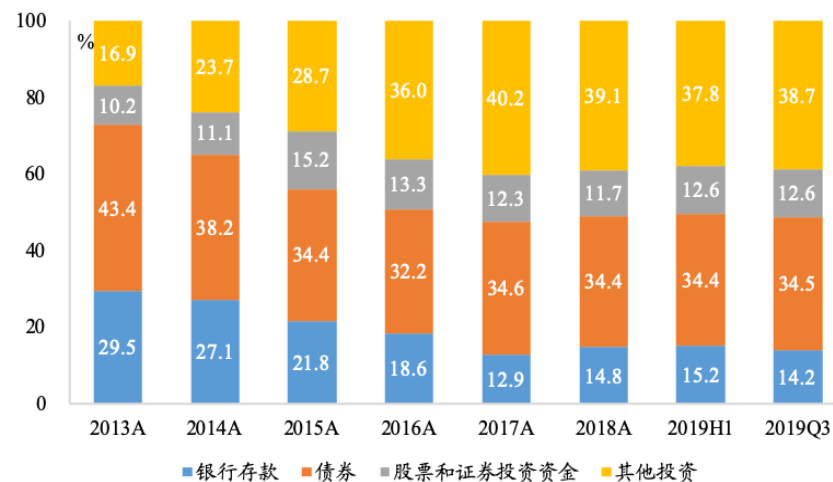
1.3 权益类投资占比提升，收益率同比提升

➤ 权益类投资占比提升

➤ 中国保险行业投资资产规模

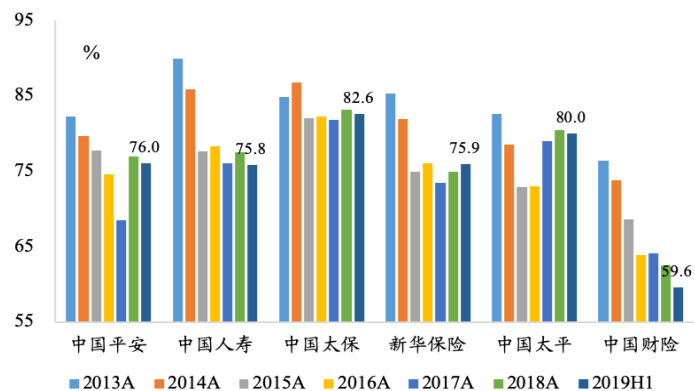


➤ 中国保险行业投资资产分类型



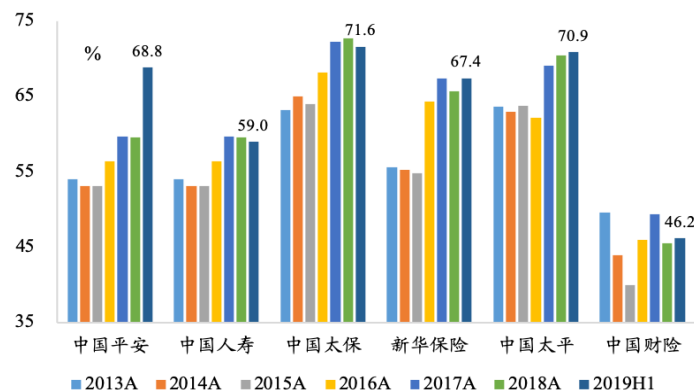
1.3 权益类投资占比提升，收益率同比提升

主要险企历年固定收益类投资占比



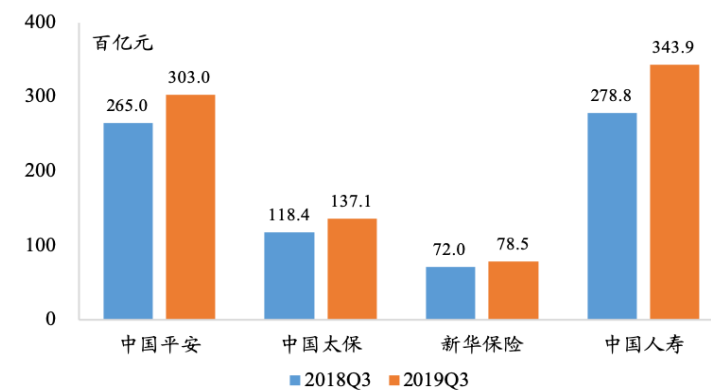
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

主要险企历年债券类投资占比



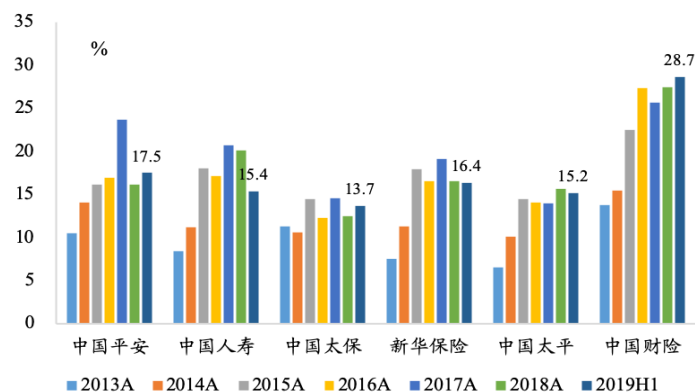
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

主要险企投资资产规模



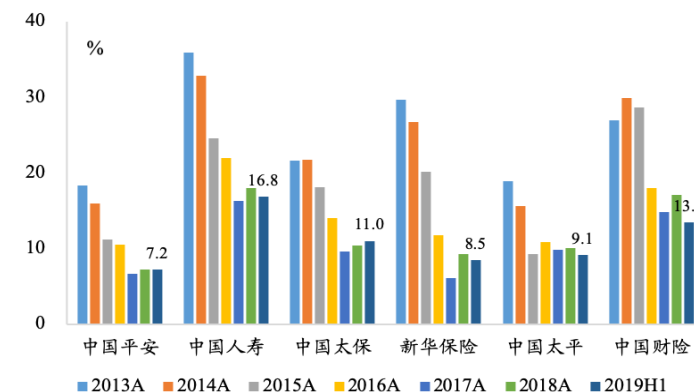
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

主要险企历年权益类投资占比



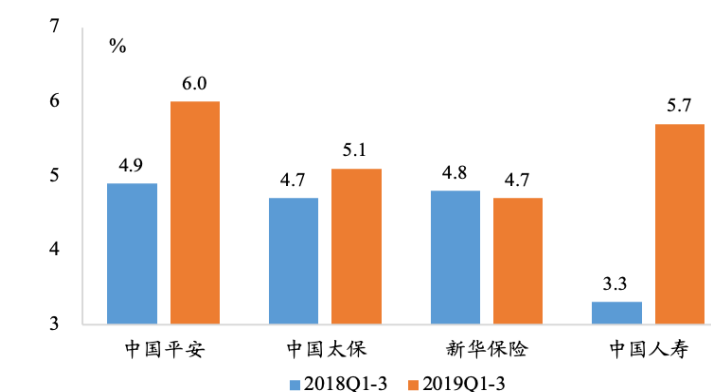
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

主要险企历年定期存款投资占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

主要险企保险资金投资收益率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 2020年行业展望及投资策略

2.1 寿险：把握核心变量——短期开门红，长期新单增长

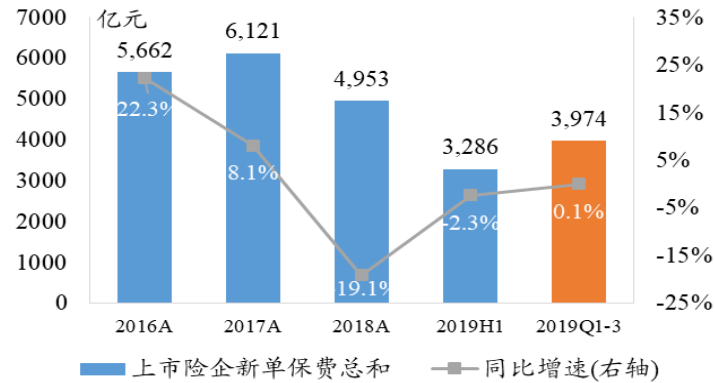
- 市场对于寿险公司开门红关注度高于往年

1、以134号文为主的严监管政策对于年金险的负面作用

2、银行理财产品收益率较高

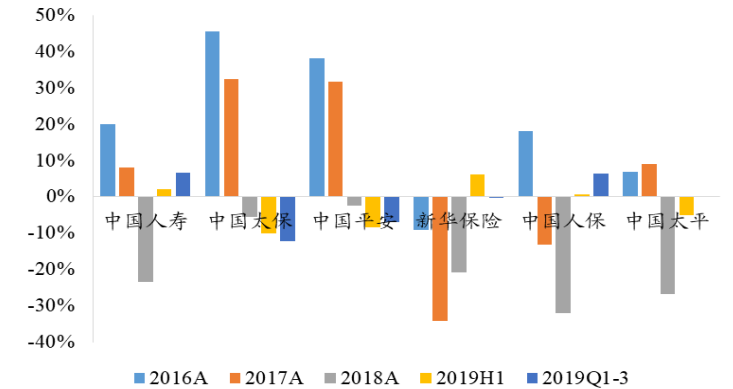
3、人均可支配收入增速有所下滑

▶ 港股中资上市险企新单保费总和及同比增速



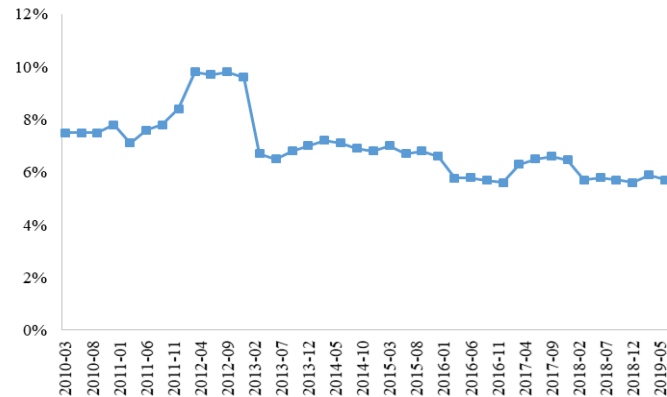
资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

▶ 港股中资上市险企新单保费同比增速 (%)



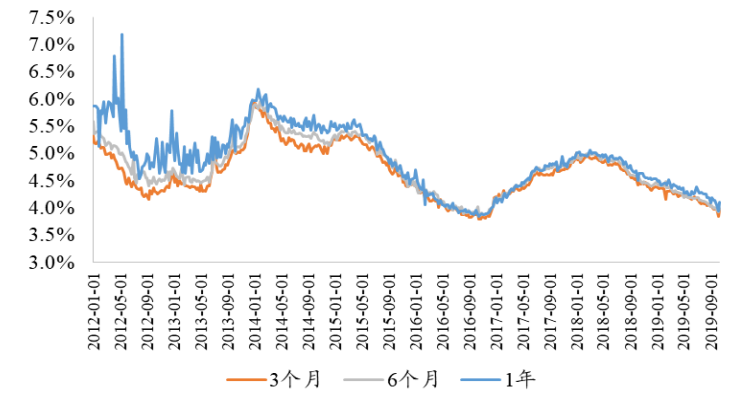
资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

▶ 中国城镇居民人均可支配收入实际累计同比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

▶ 理财产品预期年化收益率 (%)

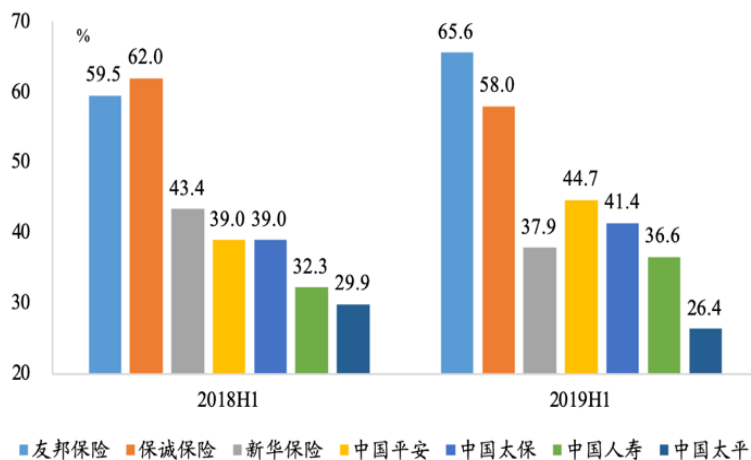


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1 寿险：把握核心变量——短期开门红，长期新单增长

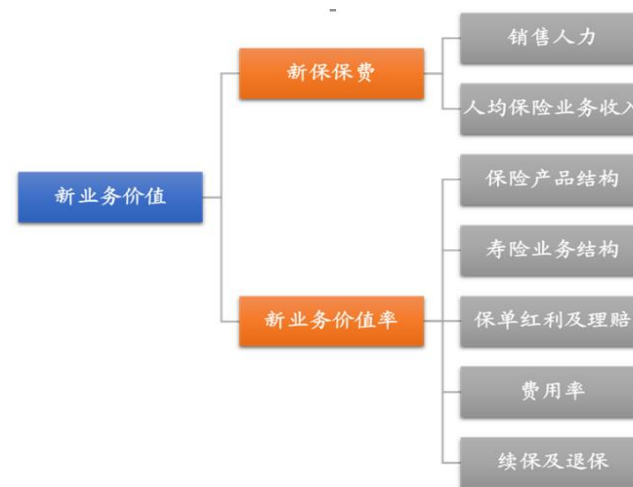
- 上市险企管理层变动较大，开门红战略和结果将影响市场对于管理层的信心
- 上市险企明年价值率提升空间有限，核心指标新业务价值增速大概率将和新单保费增速同向，因此开门红的量尤为重要

► 港股保险公司寿险新业务价值率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

► 新业务价值构成及影响因素



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2.1 寿险：把握核心变量——短期开门红，长期新单增长

- 料开门红情况好转，上市险企开门红时间及产品策略出现分化

上市险企开门红在时间上和
产品策略上将出现分化，预
计结果也将有所分化

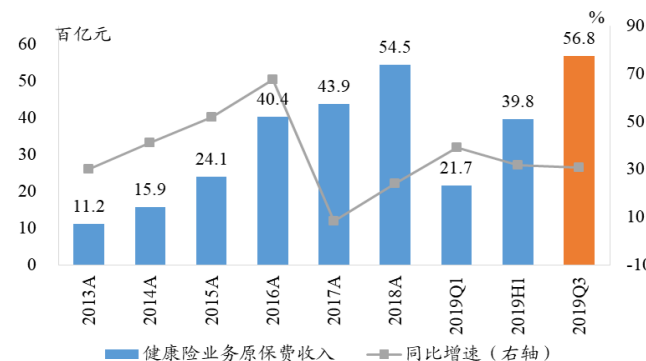
从长期的逻辑看，健康+养老
是保险行业长期主要的增长
点

► 中国人寿2019年和2020年主要开门红产品对比

	2019年	2020年
产品名称	鑫享金生 (A款)	鑫享至尊
投保年龄	65周岁以下	68周岁以下
保险期间	15年	10年
缴费期间	3年/5年	3年/5年
预定利率	4.025%	3.5%
生存年金	3年交：第5、6年分别给付50%的年交保费， 第7年至期满每年给付24%年交保费； 5年交：第5、6年日分别给付100%的年交保 费，第7年至期满每年给付32%年交保费。	3年交：第5年至期满每年给付60%年交保费； 5年交：第5年至期满每年给付100%年交保费。
满期生存金	给付100%基本保额	给付100%基本保额

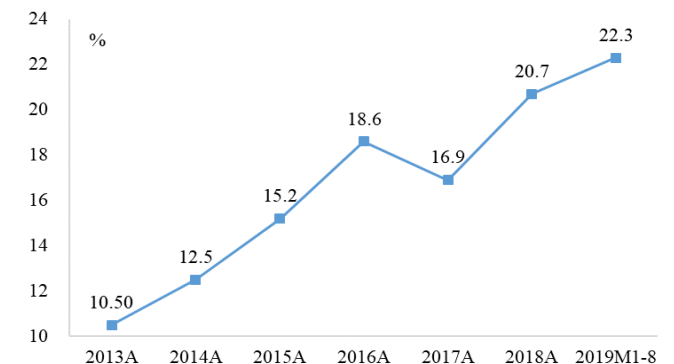
资料来源：上市公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

► 全国健康险原保费收入及同比增速



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

► 健康险保费收入占人身险保费比 (%)



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1 寿险：把握核心变量——短期开门红，长期新单增长

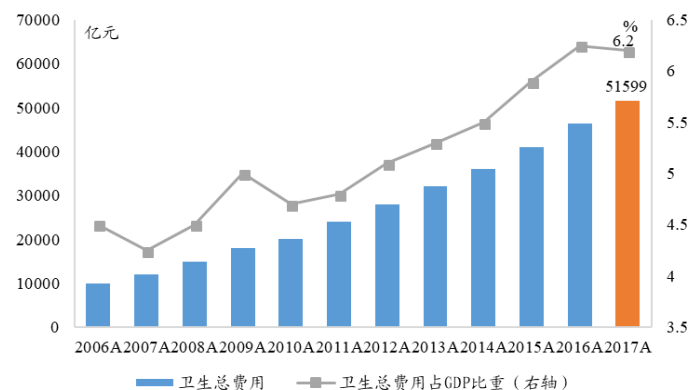
- 商业健康险的需求量在持续增加，并且作为消费属性的健康保险产品，由于其替代品较少，从需求端看增长能够持续

需求增长趋势可持续：

- 1、我国卫生费用支出持续增长，其中个人支出负担过重
- 2、人口老龄化和城镇化促进商业健康险需求增长

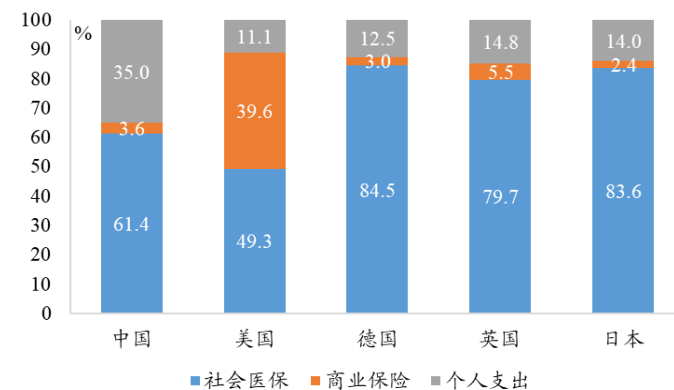
需求持续增加的情况下，作为消费属性的健康保险产品，由于其替代品较少，仅从需求端出发，增速能够持续

中国卫生总费用及GDP占比



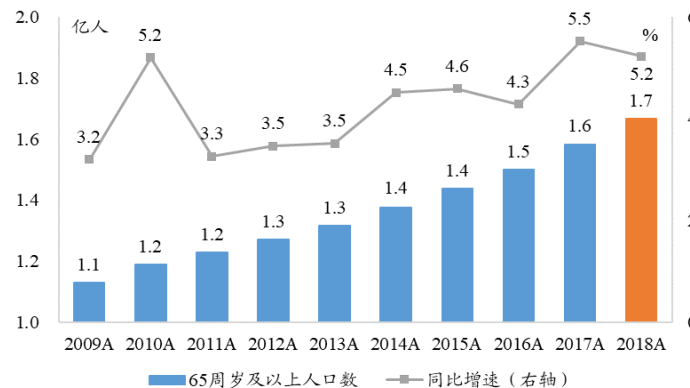
资料来源：中国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

2015年中美德英日医疗费用支出结构



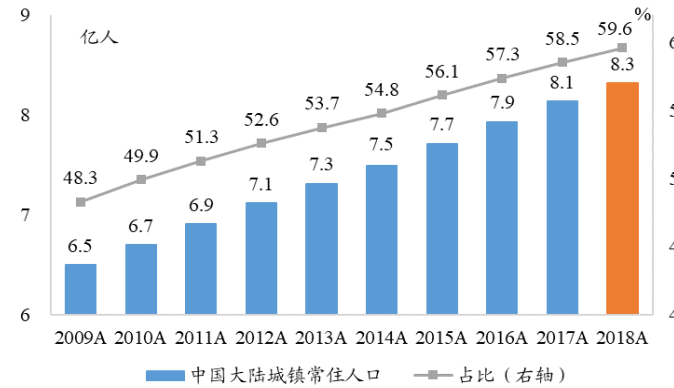
资料来源：WHO，兴业证券经济与金融研究院整理

中国65岁以上人口及同比增速



资料来源：中国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

中国城镇常住人口数及占比



资料来源：中国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1 寿险：把握核心变量——短期开门红，长期新单增长

- “保险姓保、回归保障本源”的监管风向不变，政策上持续利好健康险发展

➤ 关于商业健康险的重要文件

颁布时间	文件名称	文件目的
2013年9月	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	鼓励投资医疗服务业；并要求发展多样化健康保险服务，建立商业保险公司与医疗、体检、护理等机构合作的机制
2016年7月	《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》	提出用1-2年时间在15个城市试点，探索建立长期护理保险制度
2016年10月	《“健康中国2030”规划纲要》	提出积极发展商业健康保险，落实税收等优惠政策；到2030年，商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高
2017年2月	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	鼓励商业保险公司开发适销对路的长期护理保险产品和服务
2017年5月	《关于将健康险个人所得税试点政策推广至全国范围实施的通知》	要求自2017年7月1日起，全面实施商业健康保险个人所得税试点政策

资料来源：中国政府网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1 寿险：把握核心变量——短期开门红，长期新单增长

- 短期内健康险价格战的概率不大，从供给端看年健康险保费的增长亦能够持续
 - 1、低价产品会损害新业务价值率
 - 2、激进的健康险产品在目前发病率每年有所增加的情况下有一定的风险
 - 3、产品价格下降对代理人长期的收入受到影响
 - 4、大量推出低价产品会使已经买了其它产品的客户体验不好
- 养老产业为更长期的增长点

► 2018年各险企在养老社区方面的项目投入

时间	保险公司	项目	项目特色
2018年8月	中国太平	中国太平·梧桐人家	落户上海浦东新区。该社区拥有1500余套健康活力老年公寓和近900张康复护理床位，投入运营后可为约3500位长者提康养服务。
2018年11月	中国人寿	国寿嘉园·雅境	落户苏州阳澄湖，是中国人寿首个落地的养老社区。社区一期共有716套养生公寓，配套65间精品酒店客房和199间康养公寓，可为1500位全龄段长者提供服务。
2018年12月	中国太保	太保家园·成都国际颐养社区	于成都温江动工，是中国太保首个动工开建的养老社区项目。该项目建成后预可提供床位数约2000多个，将为独立生活、介助生活、专业护理（含记忆照料）三类长者提供服务。
2018年12月	泰康养老	泰康之家·徽园	落户安徽，占地120亩，规划总地上建设面积约16万平方米，全部建成后可提供千户养老单元，并配套建设二级康复医院。目前，泰康已完成北京、上海、广州、成都、苏州、武汉、三亚、杭州、南昌、厦门、沈阳、长沙、南宁、宁波、合肥等15个核心城市医养社区布局。

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 产险：农险提供新增量，险企ROE水平改善

- 控制车险费用率仍是2020年监管主基调，延续了2019年的监管方向

➤ 关于商车费改及控制手续费的重要文件

颁布时间	文件名称	文件目的
2015年2月	《中国保监会关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见》	建立商业车险条款费率管理制度。以大数法则为基础，市场化为导向，逐步扩大财产保险公司商业车险费率厘定自主权。以动态监管为重点，偿付能力监管为核心，加强和改善商业车险条款费率监管。
2015年3月	《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》	贯彻落实《中国保监会关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见》，确保商业车险条款费率管理制度改革顺利开展
2017年6月	《中国保监会关于商业车险费率调整及管理等有关问题的通知》	在全国范围内扩大财险保险公司商业车险费率定价自主权（“二次费改”）
2018年3月	《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》	进一步放开部分地区商业车险自主定价范围（“三次费改”）
2018年6月	《中国银保监会办公厅关于商业车险费率监管有关要求的通知》	要求保送至银保监会的手续费用与实际费用一致（“报行合一”）
2019年1月	《关于进一步加强车险监管有关事项的通知》	针对当前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，提出了相应对监管措施
2019年4月	《2019年保险中介市场乱象整治工作的通知》	明确要求严禁利用中介渠道业务为其他机构或个人牟取不正当利益；要求保险中介合规经营，不得给予客户合同约定以外利益。
2019年7月	《关于加大车险违法违规行为处理力度有关事项的函》	要求各地银保监局“重点打击2019年7月1日后财险机构仍通过虚列业务及管理费违规支付手续费、给予保险合同外其他利益等违法违规行为”

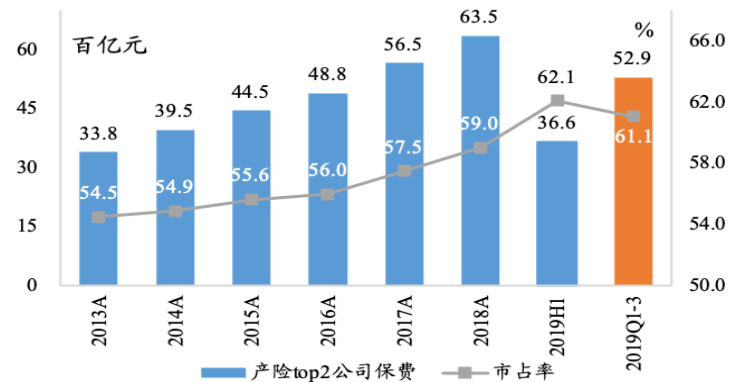
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 产险：农险提供新增量，险企ROE水平改善

- 龙头险企有望在降低费用率、优化综合成本率的同时提升市占率，行业集中度有望进一步提升

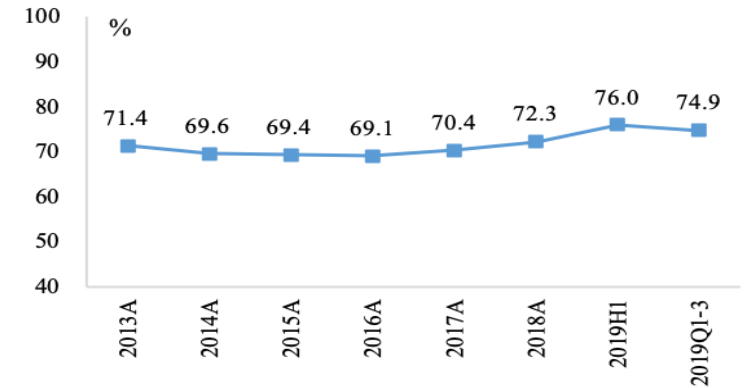
- 手续费及佣金支出税前扣除政策提升财险公司ROE水平，有利于保险板块估值回升

Top2产险公司保费收入及市占率



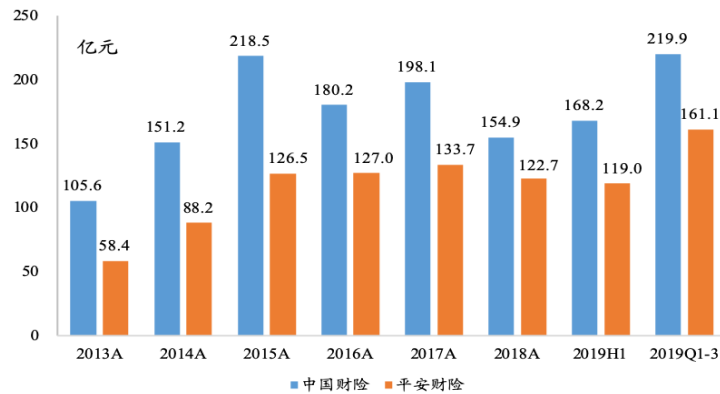
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

中资港股上市产险公司市占率



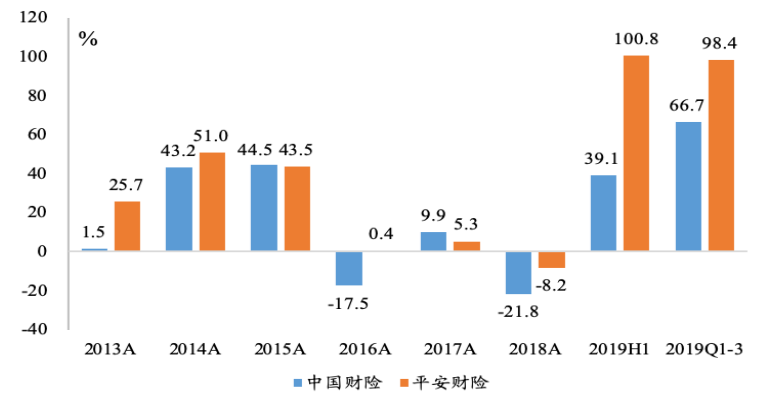
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

历年主要产险公司净利润



资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

历年主要产险公司净利润同比增速



资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 产险：农险提供新增量，险企ROE水平改善

- 加速农险发展，为非车业务发展带来新增量

➤ 关于农险的重要文件

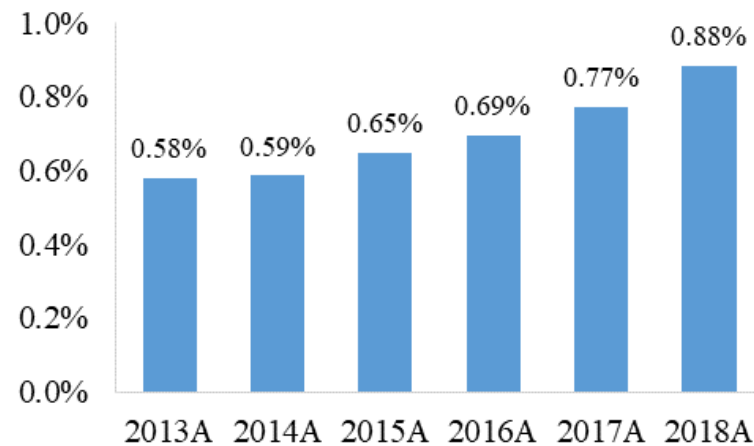
颁布时间	文件名称	指导思想
2003年12月	《2004年中央一号文件》/《中共中央国务院关于促进农民增收收入若干政策的意见》	加快建立政策性农业保险制度，选择部分产品和部分地区率先试点，有条件可对参加种养保险的农户给予一定的保费补贴。
2009年4月	《关于规范政策性农业保险业务管理的通知》	政策性农业保险产品的保险责任应涵盖所保品种的主要风险；费率应依据保险责任、损失率状况和风险水平确定；各公司将政策性农业保险业务收支与其他保险业务收支分开管理，进行单独核算。
2012年10月	《农业保险条例》	对农业保险合同、农业保险机构经营规则做出了规定 农业保险实行政府引导、市场运作、自主自愿和协同推进的原则。
2016年10月	《中央财政农业保险保险费补贴管理办法》	坚持“政府引导、市场运作、自主自愿、协同推进”的基本原则，逐步构建市场化农业生产风险分散机制，更好服务“三农”；坚持“ 中央保大宗、保成本，地方保特色、保产量 ”的基本要求，以建立多层次农业保险体系，满足多样化农业保险需求。《办法》进一步规范了补贴资金预算管理和拨付流程，增加了追究审批责任的内容，引入了“ 无赔款优待 ”鼓励农户投保，对中介机构行为进行了规范，并引导保险公司降低保险费率，加强承保理赔管理等，不断提高保障水平和服务质量。
2017年1月	《中央财政进一步完善农业保险保险费补贴制度》	中央财政 进一步提高对产粮大县三大粮食作物农业保险保费的补贴比例 ，由此前的中西部40%、东部35%，逐步提高至中西部47.5%、东部42.5%，对缓解产粮大县财政支出压力、扩大农业保险覆盖面、稳定产粮大县农业生产和农户收入具有重要意义。
2019年10月	《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》	到2022年，稻谷、小麦、玉米3大主粮作物农业保险覆盖率达到70%以上，农业保险深度（保费/第一产业增加值）达到1%，农业保险密度（保费/农业从业人口）达到500元/人。

资料来源：国务院，中国财政部，中国保监会，兴业证券研究所整理

2.2 产险：农险提供新增量，险企ROE水平改善

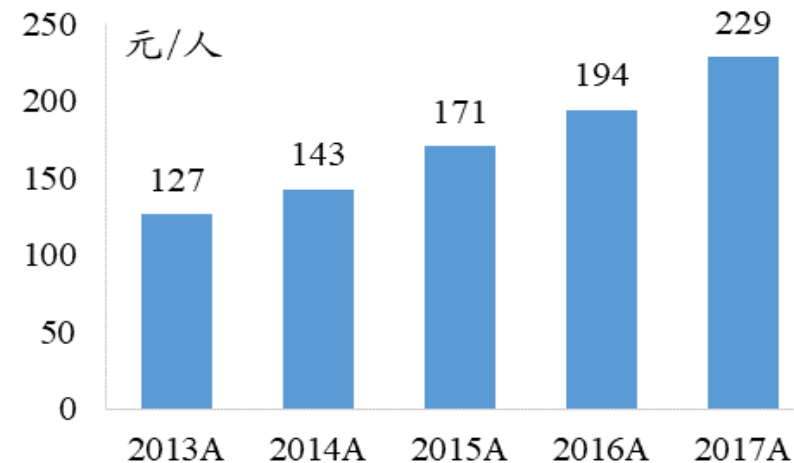
目前，我国农险深度及密度仍然与《意见》规划还有较大的差距，预计农业保险在未来的三年内仍可维持较高的增速，且农险整体盈利能力较强，预计农险市场份额最高的中国财险在这一过程中能够受益

►农业保险密度（元/人）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

►农业保险密度（元/人）



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 投资：保险资金投资范围拓宽

- 2019年以来，监管部门对于保险资金的投资范围有所拓宽

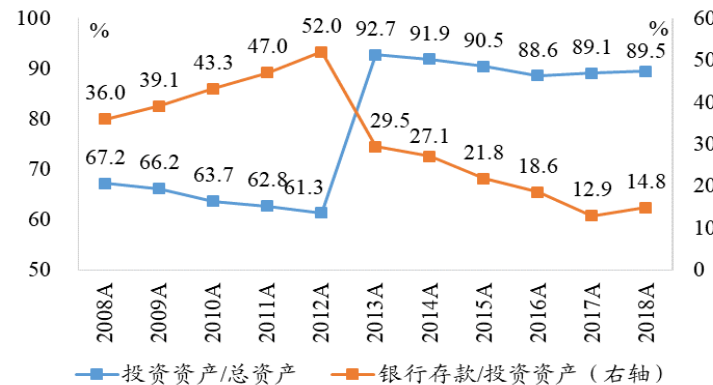
- 从经验上看，保险资金投资范围的拓宽在一定程度上有利于投资收益率的提升

2019年中国保险资金运用相关文件

时间	文件	主要内容
2019.1.25	中国银保监会关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知	保险资金可以投资银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券。政策性银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券，比照政府债券的投资规定执行。商业银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券纳入无担保非金融企业（公司）债券管理。
2019.2.25	中国银保监会关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知	保险机构在风险可控情况下提供更灵活的民营企业贷款保证保险服务，为民营企业获得融资提供增信支持。支持银行保险机构通过资本市场补充资本，提高服务实体经济能力。加快研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制，规范实施战略性股权投资。

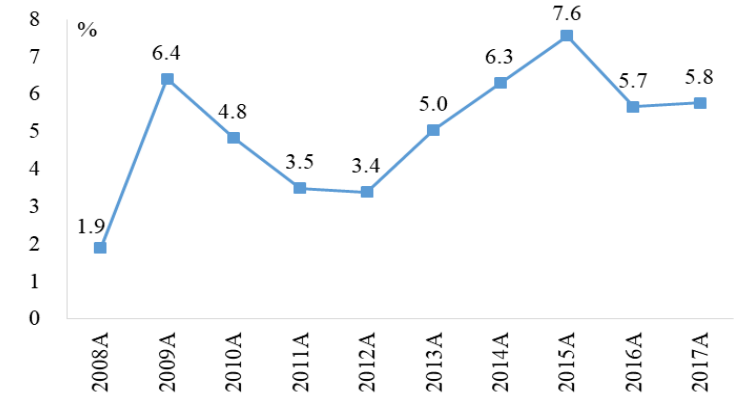
资料来源：中国银保监会，中国政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

历年投资资产占总资产比例及银行存款占比



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

保险资金投资收益率



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

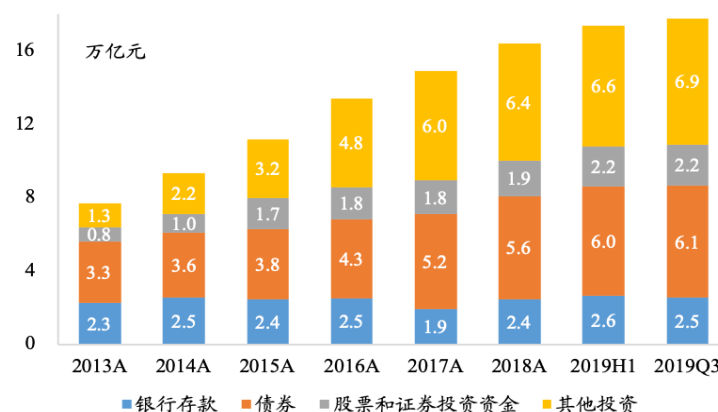
2.3 投资：保险资金投资范围拓宽

- 受2019年上半年二级市场表现较好影响，行业权益类投资比例有较大提升
- 目前，国内险企中仅有中国平安开始使用IFRS-9，其他险企预计最晚于2022年开始实施

IFRS-9下，保险资金投资的变化或有以下几个方面：

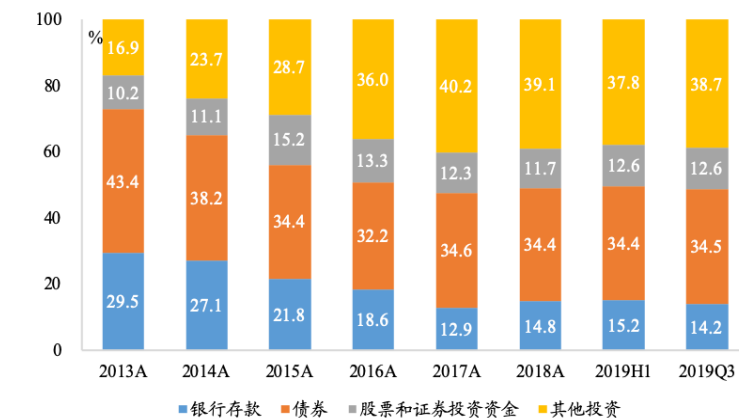
- 1)、增加高评级信用债比重
- 2)、增加高分红、分红稳定的蓝筹股的占比
- 3)、对于放入FVTPL的股票，偏向于波动性较小的
- 4)、险企对可通过SPPI测试的创新型基金或会有所需求
- 5)、选择非标资产时，偏向能够被归入AC的
- 6)、增加长期股权投资占比。

►中国保险行业投资资产规模



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

►中国保险行业投资资产分类型



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4 “引进来，走出去”，保险行业对外开放加速

- “走出去”：中国太保拟发行GDR，系为继华泰证券之后的第二单沪伦通项目
- “引进来”：2019年7月20日国务院金融稳定发展委员会办公室发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》

➤ 中国保险业对外开放政策变化

	原有实行政策	2019年7月国务院金融稳定发展委员会办公室发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》
资产管理公司持股比例	金融资产管理公司的外资单一持股不超过20%、合计持股不超过25%的持股比例； 禁止设立外资控股的理财公司； 境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于75%	允许境外资产管理机构与中资保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司； 取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于75%的规定，允许境外投资者持有股份超过25%
外资可进入/经营领域	外资保险公司如无单独批准，只能涉及外资企业和外国人的保险业务	允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司
人身保险公司持股比例	外国保险公司与中国的公司、企业合资在中国境内设立经营人身保险业务的合资保险公司，外资比例不得超过公司总股本的50%	人身险外资股比限制从51%提高至100%的过渡期，由原定2021年提前到2020年
准入条件	申请设立外资保险经纪公司的，申请人应当具备在世贸组织成员国有超过30年经营历史的外国保险公司；必须在中国设立代表处连续2年；资产规模须超过2亿美元。	放宽外资保险公司准入条件，取消30年经营年限要求

资料来源：中国银保监会，中国人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4 “引进来，走出去”，保险行业对外开放加速

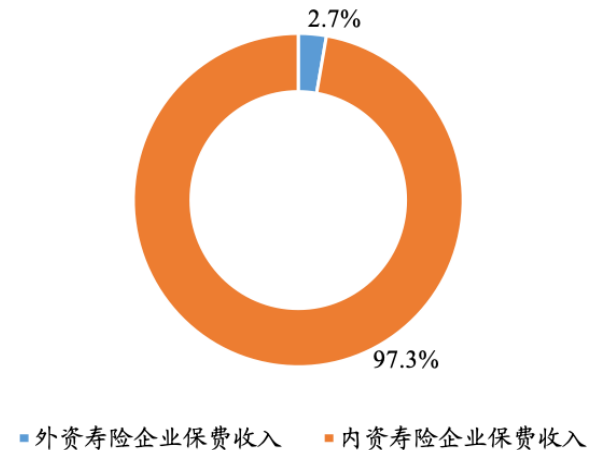
从中国台湾的经验看，中国台湾地区的对外开放始于1980年，当时中国台湾制定了“自由化，国际化与制度化”的经济发展战略，实行对外开放。因此高速发展的经济和快速增长的保险需求推动了中国台湾保险市场逐渐开放

中国台湾地区保险行业发展历程



资料来源：《台湾战后经济发展的源起》，兴业证券经济与金融研究院整理

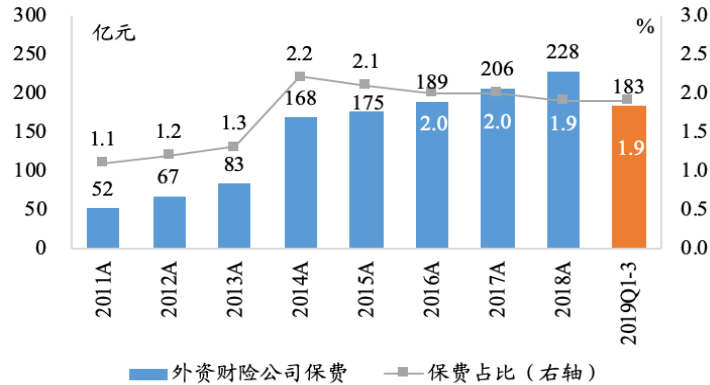
2018年中国台湾地区外资寿险企保费收入占比



资料来源：台湾财团法人保险事业发展中心，兴业证券经济与金融研究院整理

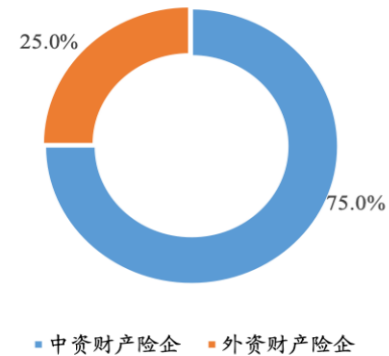
2.4 “引进来，走出去”，保险行业对外开放加速

2018年中国财产险业务外资险企数量占比



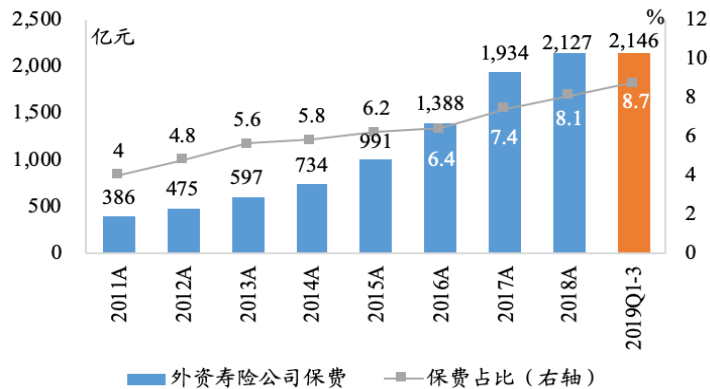
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

外资险企在华财产险保费收入及市占率



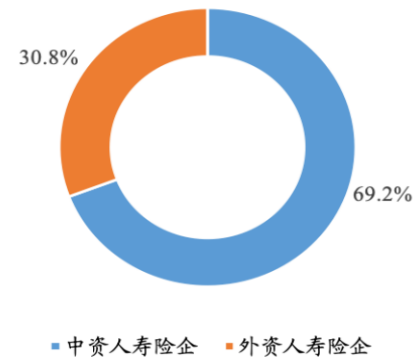
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2018年中国寿险业务外资险企数量占比



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

外资险企在华寿险保费收入及市占率



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.4 “引进来，走出去”，保险行业对外开放加速

对于保险行业而言，金融开放的影响主要包括：

- (1) 带来更多的数据经验、管理经验和服务模式，有利于保险行业长期发展
- (2) 本土寿险龙头公司具有品牌效应和营销渠道稳定，市场份额难以受到外资险企的冲击

► 已进入中国市场外资/合资保险公司TOP10 (按保费规模计)

公司名称	参股中资公司	参股外资公司	外资持股比例 (%)	所属国家/地区	2019H1保费收入 (亿元)	市占率 (%)	经营范围
工银安盛人寿	中国工商银行 中国五矿集团	法国安盛集团	27.5	法国	383.8	24.0	人寿保险、健康保险、意外伤害保险
恒大人寿	恒大集团 重庆财信集团	大东方人寿保险	25.0	新加坡	181.6	11.3	人寿保险、健康保险、意外伤害保险
友邦保险	/	友邦保险	100.0	中国香港	173.8	10.8	人寿保险、养老保险、健康保险、意外伤害保险
中信保诚	中国中信集团	英国保诚集团	50.0	英国	118.1	7.4	人寿保险、养老保险、健康保险、意外伤害保险
招商信诺	中国招商银行	美国信诺集团	50.0	美国	96.2	6.0	人寿保险、健康保险、意外伤害保险
中意人寿	中国石油 天然气集团	忠利保险 有限公司	50.0	意大利	92.9	5.8	人寿保险、财产保险、健康保险、意外伤害保险
交银康联	中国交通银行	澳洲联邦银行	37.5	澳大利亚	88.0	5.5	人寿保险、健康保险、意外伤害保险
中美联泰	上海联和 投资有限公司	美国大都会集团	50.0	美国	66.2	4.1	人寿保险、健康保险、意外伤害保险
中宏人寿	中国中化集团	宏利人寿保险	51.0	加拿大	51.4	3.2	人寿保险、健康保险、意外伤害保险、证券投资基金销售
中英人寿	中国中粮集团	英国英杰华集团	50.0	英国	50.6	3.2	人寿保险、健康保险、意外伤害保险

资料来源：Wind，各公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.5 2020年长端利率预计向下，但对保险股估值负面影响有限

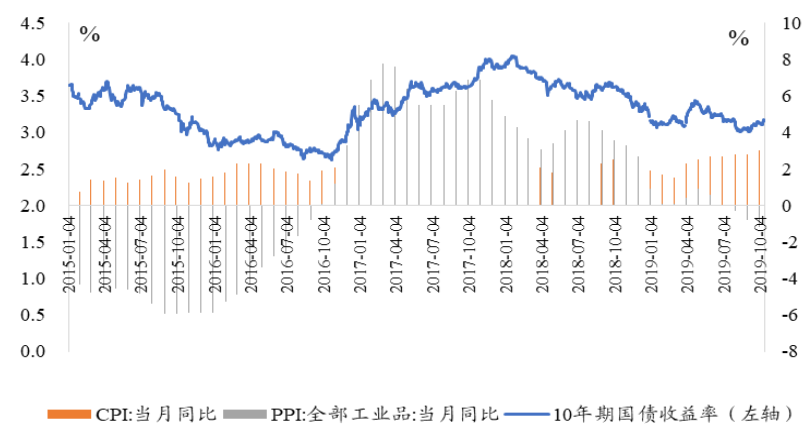
- 从市场的角度看，目前市场对于长端利率的下行预期较去年同期已更为充分，因此2020年若长端利率向下的速度和幅度能够在在预计内，则对保险股估值的负面影响有限
- 利率走势在不同时期对保险公司的影响不同
- 受保险公司本身 β 属性的影响，若2020年二级市场整体表现强劲，保险股亦将有较好表现

►CPI及PPI与10年期国债收益率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

►10年期国债收益率及750日移动平均线



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 重点推荐公司

3.1 友邦保险 (1299.HK) : 实行“最优秀代理”策略

- “买入”评级，目标价91.15港元。实行“最优秀代理”策略，依托中国大陆地区实现NBV快速增长
- 友邦保险定位亚太地区中高收入群体寿险市场，经营区域均为东亚、南亚、东南亚、大洋洲人口稠密或经济发达地区
- 公司秉持“健康、持久、好生活”的品牌承诺。实行“专注主业、以价值为导向、重质轻量”的经营战略，以承保利润（非利差收益）为公司价值的主要驱动力，并采取配套的产品、客户与渠道策略以获得持续发展
- 受益于“最优秀代理”策略，截至2018年7月1日，友邦保险的MDRT会员人数合计10,196人，位列全球第一

► 友邦保险主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿美元)	363.0	437.5	514.8	590.3
同比增长(%)	-5.3	20.5	17.7	14.7
归属股东净利润(亿美元)	31.6	52.5	70.8	80.5
同比增长(%)	-48.3	66.1	34.7	13.8
新业务价值(亿美元)	39.6	46.2	59.3	71.7
同比增长(%)	23.4	16.9	28.2	20.9
内涵价值(亿美元)	545.2	593.0	650.6	719.8
同比增长(%)	7.4	8.8	9.7	10.6
每股收益(美元)	0.26	0.43	0.59	0.67
每股派息(港元)	1.24	0.85	1.15	1.30

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 中国平安 (2318.HK) : 保险+科技, 打造五大生态圈

- “买入”评级，目标价**106.23**港元。公司以个人客户为核心，通过保险+科技打造五大生态圈

在业务发展中，中国平安以深化“金融+科技”、探索“金融+生态”为发展模式，聚焦“大金融资产”和“大医疗健康”两大产业，并深度应用于“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产金融、城市服务”五大生态圈，为客户创造“专业，让生活更简单”的品牌体验。在“一个客户，多种产品，一站式服务”的经营理念下，中国平安围绕金融、医疗、汽车、房产及智慧城市五大生态圈为客户提供服务

► 定位国际领先的科技型个人生活服务集团



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

► 中国平安主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	10,821	12,759	14,595	16,766
同比增长(%)	11.0	17.9	14.4	14.9
归属股东净利润(亿元)	1,074	1,647	1,860	2,253
同比增长(%)	20.6	53.4	12.9	21.1
新业务价值(亿元)	723	762	819	881
同比增长(%)	7.3	5.4	7.5	7.5
集团内涵价值(亿元)	10,025	12,152	14,647	17,521
同比增长(%)	21.5	21.2	20.5	19.6
每股收益(元)	6.02	9.24	10.43	12.63
每股派息(元)	1.92	2.94	3.32	4.03

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 新华保险 (1336.HK) : 健康+年金双轮驱动

- 新华保险积极布局健康管理产业链，提出健康险+年金险双轮驱动的发展策略
- 在健康险方面，2010年新华保险与台湾第一家国际连锁健康管理中心美兆健康管理国际控股公司共同签署战略合作协议，正式布局健康险产业链
- 目前，公司多倍保、健康无忧系列产品为健康险销售主力产品，并首先推出了心脑血管疾病附加险
- 新华保险坚持“健康人海”队伍策略，提出高举绩、高产能、高留存“三高”队伍建设，业务结构加速改善，坚持发展高价值业务，公司价值创造能力不断改善，“以附促主”销售策略成果明显

➤ 新华保险主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	1,520	1,686	1,860	2,062
同比增长(%)	6.2	11.0	10.3	10.9
归属股东净利润(亿元)	79.2	137.5	147.6	179.2
同比增长(%)	47.2	73.5	7.4	21.4
新业务价值(亿元)	122	119	128	138
同比增长(%)	1.2	-2.8	8.1	7.3
内涵价值(亿元)	1,732	2,056	2,365	2,710
同比增长(%)	12.8	18.7	15.0	14.6
每股收益(元)	2.54	4.41	4.73	5.74
每股派息(元)	0.52	0.76	1.32	1.42

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

3.4 中国太保 (2601.HK) : 积极推进“转型2.0”

- 稳健增长，拟发行GDR，积极推进“转型2.0”

中国太保成立于1991年，公司深耕保险全产业链，旗下拥有寿险、产险、资产管理、在线服务、养老保险、健康保险、农业保险等专业子公司，建立了覆盖全国的营销网络和多元化服务平台

中国太保于2019年9月23日举行的董事会议中审议通过发行GDR，并申请将GDR纳入UK FCA认可名单及在伦敦证券交易所主要市场沪伦通板块买卖。若发行GDR成功，中国太保将成为首家A+H+G三地上市的内资综合性保险公司

GDR的发行亦有望拓宽公司的融资渠道；此外，亦能提升公司在海外市场的知名度，推进国际化进程，亦符合公司转型2.0的战略目标

► 中国太保主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	3,531	3,835	4,346	4,960
同比增长(%)	10.6	8.6	13.3	14.1
归属股东净利润(亿元)	180.2	302.1	324.5	396.7
同比增长(%)	22.9	67.7	7.4	22.2
新业务价值(亿元)	271.2	270.7	300.5	334.7
同比增长(%)	1.5	-0.2	11.0	11.4
内涵价值(亿元)	3,361	3,937	4,525	5,197
同比增长(%)	17.5	17.1	14.9	14.8
每股收益(元)	1.99	3.33	3.58	4.38
每股股息(元)	1.00	1.60	1.72	2.10

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.5 中国财险 (2328.HK) : 市占率领先的财险行业龙头

- “买入”评级，目标价10.65港元。中国财险是PICC的核心成员和标志性主业，是中国农险业务规模最大的公司

2019年，公司将着力推进商业模式变革，把数字化运营作为优化商业模式的灵魂；并坚持“去中介、降成本、优体验、强黏性”方针

农险方面，中国财险在国家农险方面的市场份额高达46%以上。公司透过政府支持下的准商业保险经营模式及政策性农业保险共保体模式进行农业保险的承保工作

公司积极发展农产品价格、气象指数等创新型农险，保持农险行业主导地位；此外，公司为新型农村经营主体、小微企业和农户等提供支农支小融资等综合金融服务。

中国财险主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
总保费收入(亿元)	3,888	4,326	5,036	6,037
同比增长(%)	11.0	11.3	16.4	19.9
归属股东净利润(亿元)	154.9	231.3	246.6	282.1
同比增长(%)	-21.8	49.4	6.6	14.4
承保利润率(%)	1.5	2.0	1.8	1.7
ROE (%)	11.3	15.1	13.9	13.9
资产负债率(%)	70.0	70.0	70.1	70.7
每股收益(元)	0.70	1.04	1.11	1.27

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院

4. 行业估值低位，建议战略性配置

4 行业估值低位，建议战略性配置

► 保险行业估值表

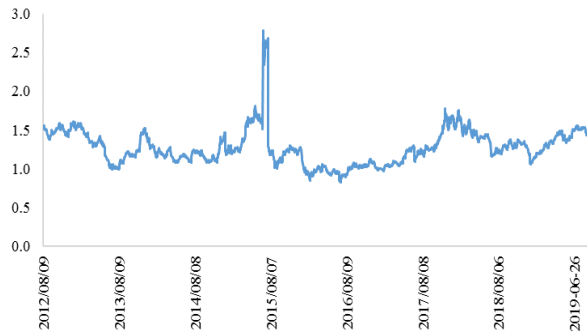
代码	公司	股价 (港元)	港股市值 (十亿港元)	总市值 (十亿港元)	EV		PEV
					2018A (元)	2019H1 (元)	2019H1
2318.HK	中国平安	94.5	7,008	15,925	54.8	60.9	1.39
1336.HK	新华保险	33.6	344	1,327	55.5	61.4	0.49
2601.HK	中国太保	30.6	846	3,071	37.1	40.3	0.68
2628.HK	中国人寿	21.4	1,581	8,669	28.1	31.4	0.61
					(港元)	(港元)	
0966.HK	中国太平	19.6	705	630	38.8	43.6	0.40
					(美元)	(美元)	
1299.HK	友邦保险	82.4	9,961	8,905	4.5	4.9	2.13
					(英镑)	(英镑)	
2378.HK	保诚	139.6	71	3,275	19.2	20.5	0.68
	平均						0.91
代码	公司	股价	港股市值	总市值	每股账面净值		PB
					2018A (元)	2019H1 (元)	2019H1
1339.HK	中国人民保险集团	3.3	291	3,296	4.7	5.2	0.57
2328.HK	中国财险	10.1	700	2,016	6.4	7.1	1.27
1508.HK	中国再保险	1.3	88	501	2.1	2.2	0.55
	平均						0.79

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

*注：股价截止2019年11月8日收盘

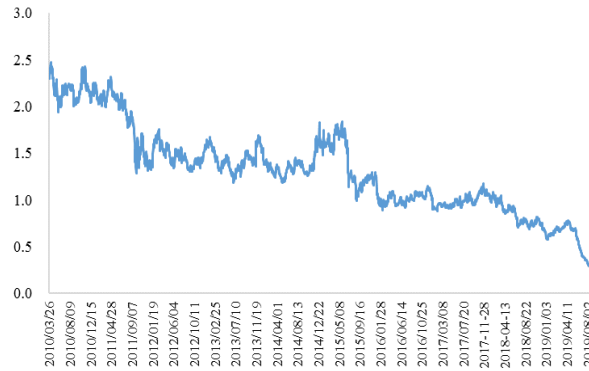
4 行业估值低位，建议战略性配置

➤ 中国平安历年PEV水平



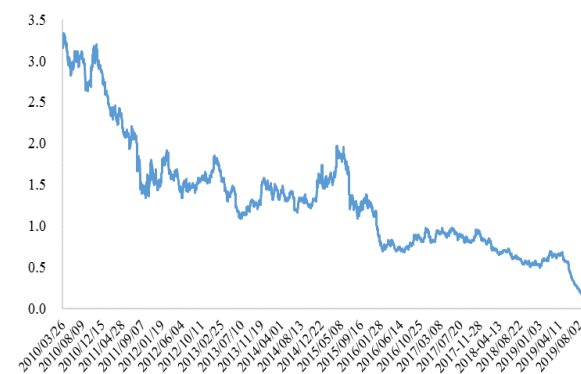
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 中国太保历年PEV水平

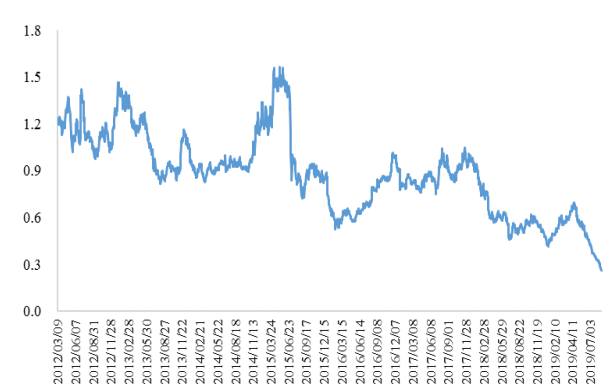


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 中国人寿历年PEV水平



➤ 新华保险历年PEV水平

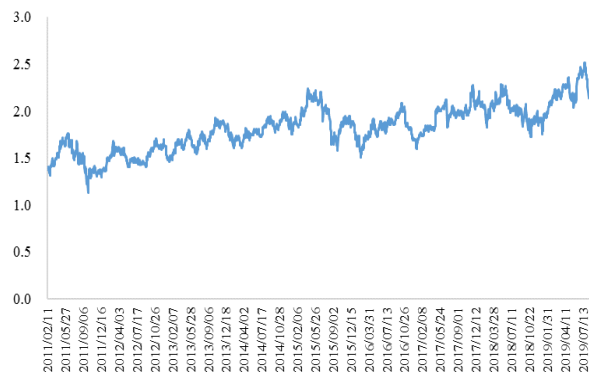


➤ 中国太平历年PEV水平



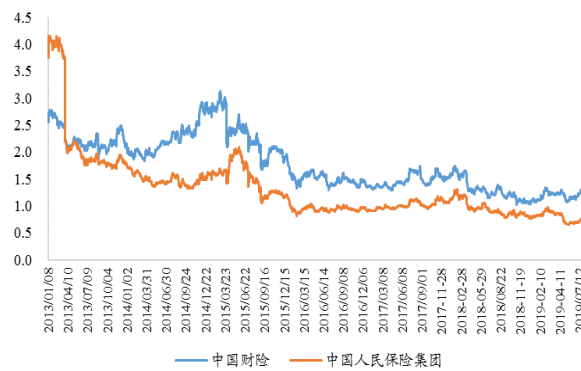
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 友邦保险历年PEV水平

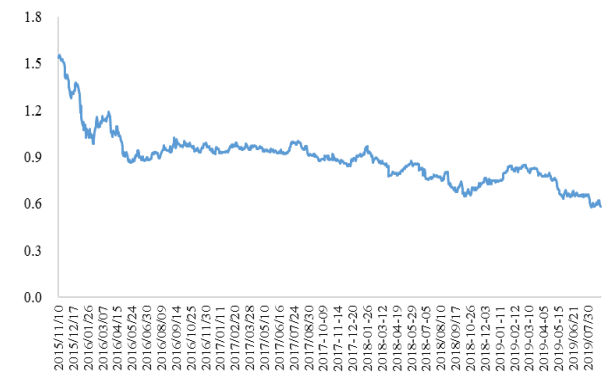


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 中国财险及中国人民保险集团历年PB水平



➤ 中国再保险历年PB水平



5. 2020年投资策略：把握“三条主线”

5 2020年投资策略：把握“三条主线”

- 建议投资者把握2020年保险行业投资三条主线，在短期低估值行情中，把握港股保险股长期投资价值
 - 1、开门红策略分化，全年新单有望转正
 - 2、财险龙头集中效应持续，ROE持续改善
 - 3、金融业对外开放利好提前进入中国市场的外资公司
- 港股保险股估值水平具有吸引力，建议投资者长期持有

主线一：新单销售能力强。强个险销售渠道的中国平安（2318.HK）以及“健康+年金”双轮驱动的新华保险（1336.HK）

主线二：财险ROE改善，农险业务快速发展。农险市占率过半，产险市占率超过30%的龙头财险公司中国财险（2328.HK）

主线三：开放的红利。1992年进入中国经营的纯外资保险公司友邦保险（1299.HK）以及率先发行GDR推进国际化战略及转型2.0的中国太保（2601.HK）

6. 风险提示

➤ 保险公司发展面临以下风险：

- 1) 资本市场波动；
- 2) 保费收入不达预期；
- 3) 保险行业政策变动风险；
- 4) 外资进入导致的公司经营风险；
- 5) 全球经济下滑和贸易战。

分析师声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司和中原银行股份有限公司有投资银行业务关系。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

联系方式

上海	北京	深圳	香港（兴证国际）
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层 传真：（852）35095929 邮箱：ir@xyzq.com.hk

THANKS

