

保险行业深度研究报告

中性(下调)

负债端变革伊始，投资端挑战已至

- **代理人渠道需要进行新旧动能切换。**2018年开始大部分公司在新单增长上相对乏力，即使是刚需的长期健康险，从2018年的20%左右增速也回落至2019年的5%左右。保费增速不振的主要原因出现在需求与供给之间的渠道。2015年开始的个险渠道代理人数量开始大幅增长，个险渠道保费收入占比也同步提升，到2019年达到60%。保险产品是低触达且高门槛产品，需求的实现要依靠强势的销售介入，代理人销售模式本质是社交圈销售，不同圈层的代理人依靠自身的亲缘和社会关系卖保单，获得佣金收入，代理人的数量和销售能力即是保险公司的产能。过去几年代理人数量的增长是保险公司NBV增长的最主要驱动力，而人均FYP几乎都是负增长，平安略好。从人数增长到产能提升，个险渠道需要进行新旧动能的转换。
- **保险行业将从行业红利走向竞争红利，不同公司的战略差异将日益明显。银保突围、传统升级和互联网下沉是三种突围方式。**国寿依然选择个险渠道，规模做大与三高团队同步推进；新华重启银保，个险人力持续扩张，以保持健康险业务的传统优势，通过银保打破保费平台瓶颈，做大规模，虽然价值贡献不高，但规模有利于支撑资产端扩张，推行公司资产负债联动的战略；太保继续突出个险优势，强调通过科技赋能和聚焦专业实现代理人团队的转型；平安目前来看，布局最为全面，个险、银保、互联网创新改革将同步推进。
- **资产端遭遇“黑天鹅”带来的利率俯冲，久期缺口却难以收窄。**目前我国保险业平均负债久期13.19年，资产久期5.76年，缺口7.43年，久期缺口呈扩大趋势，险企在销售保障型产品的过程中，负债久期较快拉长，而资产端受制于投资渠道和品种的限制，短期内无法快速拉长。利率下行不可怕，欧美均有成功应对经验，我们当前的困难在于叠加了还在扩大中的资产负债久期缺口。资产端的战术腾挪压力不小，同时需加快负债端的结构调整和优化。
- **中国平安，改革先行者。**我们认可中国平安当前主动而积极的战略转型，这将为下一个十年创造继续领先的基础。平安当前的新业务价值中，非利差占比稳定在2/3，对利差的依赖较小，稳定的死病差贡献使得剩余边际的释放可靠性更高。虽然平安具有最长的负债久期，但其资产久期也更长，同时从趋势上来看，与行业整体缺口拉长不同，平安近年来的缺口在收窄，应对利率下行风险的能力相对较强，NBV保持持续正增长的支撑因素较多。
- **今年保险股的投资环境并不友好，去年有较高的税收补偿基数，同时准备金评估利率进入下行周期，财务利润增长压力较大。**基于长期视角的EV增速料将保持稳定，但利率下降将冲击估值底线。保险行业发展中的阶段性问题，需用通过战略调整和深化改革来实现破局，这将成为行业今年的主基调。较大的机会可能来自于利率下行过程中权益投资带来的贝塔行情。**当前估值已经具备一定的安全边际，但考虑短期经济冲击带来的利率下降尚未结束，负债端渠道变革才刚开始，保费端的转暖积极信号仍需等待，我们调整行业评级至“中性”，预计其或与市场基准指数保持±10%的收益空间。**
- **风险提示：**疫情扩散超预期，对经济冲击超预期；利率持续下行；行业改革推进低于预期。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
中国平安	74.71	8.17	8.94	9.75	9.14	8.36	7.66	2.03	强推
中国人寿	27.65	1.65	1.2	1.39	13.49	23.04	19.89	2.52	推荐
中国太保	29.66	3.07	2.64	3.03	9.04	11.23	9.79	1.8	推荐
新华保险	43.33	4.62	4.05	5.16	9.38	10.7	8.4	2.06	强推

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为2020年03月15日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 洪锦屏

电话: 0755-82755952

邮箱: hongjinping@hcyjs.com

执业编号: S0360516110002

联系人: 张经纬

电话: 0755-82756802

邮箱: zhangjingwei@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	7	0.18
总市值(亿元)	28,884.63	4.4
流通市值(亿元)	17,342.2	3.61

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		-7.96	-19.04	-1.54
相对表现		-5.65	-17.1	-5.55



相关研究报告

《保险行业跟踪报告: 牛市如何配保险?》

2019-02-26

《保险行业重大事项点评: 手续费及佣金支出抵扣比例提升, 大幅增厚保险公司税后利润》

2019-05-29

《保险行业深度研究报告: 短期个险承压, 需求后移——新型冠状病毒肺炎对保险业的影响》

2020-02-02

目录

一、核心观点.....	4
二、负债端：渠道变革ing.....	4
（一）个险渠道的天平：人数和产能.....	4
（二）渠道变革的当下：银保突围 vs 个险升级 vs 互联网下沉.....	8
三、资产端：利率下行+久期缺口.....	10
（一）不止是利率下行.....	10
（二）国内保险业：负债端和资产端都需要改革破局.....	12
四、中国平安，改革先行者.....	13

图表目录

图表 1	各公司 FYP (单位: 元/月)	5
图表 2	各公司代理人规模	5
图表 3	行业保费收入的渠道结构变化	5
图表 4	新华渠道结构	6
图表 5	平安渠道结构	6
图表 6	太保渠道结构	6
图表 7	国寿渠道结构	6
图表 8	平安 NBV 增速驱动分析	7
图表 9	新华 NBV 增速驱动分析	7
图表 10	太保 NBV 增速驱动分析	7
图表 11	国寿 NBV 增速驱动分析	7
图表 12	代理人收入	7
图表 13	代理人人均手续费佣金收入 (单位: 元/月)	8
图表 14	欧洲保险公司渠道结构 (2018)	9
图表 15	友邦各地区业务 margin 均处于较高水平	9
图表 16	友邦各地区新业务价值占比	9
图表 17	中国互联网保险渗透率	10
图表 18	互联网保险发展尚未形成稳定状态和格局	10
图表 19	美国十年期国债收益率跌至历史低点	11
图表 20	美国寿险业一般账户中长期债券占比	11
图表 21	德国安联集团投资利差和久期缺口	11
图表 22	利率下行对保险公司 NBV 的影响	12
图表 23	平安不同类型保险 NBV 对投资收益率下降 50BP 的敏感性	12
图表 24	四家险企有效业务价值假设敏感性分析	13
图表 25	险资投资回报率与十年期国债	13
图表 26	平安新业务价值中非利差占比稳定在 2/3	14

一、核心观点

保险行业的长期逻辑中的有利因素并未变化，但站在当前的时点来看，我们必须正视行业当前所面临的压力和不确定性。

- 负债端，2015年开始的行业代理人的扩容，产品端的“回归保障”，促成了行业3年的大繁荣，2018年之后，连续的新单增长乏力，长期健康险新单增速放缓，代理人增员难度加大，依靠“人海战术”的粗放扩张模式或已走到了强弩之末。宏观经济压力下，储蓄型保险需求受到抑制，刚需健康险相对平稳。作为行业战略的先行者，平安明确提出“转型”并降低了对营运利润增长目标的要求。从行业红利，走向竞争红利，低垂的果实，或许已经都被摘取。
- 资产端，疫情对经济的短期冲击加快了利率的下行，长期看虽然无法精确描述，欧美日经验显示低利率时代到来的必然。低利率不是问题，问题是如何在利率下行的过程中，收窄资产负债的久期缺口，避免利差损风险。这需要在资产端进行战略性的战术腾挪，同时对负债端的产品久期进行动态的调整。保障型产品的大发展拉长了行业的负债久期至13年，而资产端久期不到6年。权益资产未来几年或将成为保险投资端的“胜负手”。
- 严监管持续，近2年以来各项产品规范、精算调整的文件频出，客户、渠道（包括代理人、银行、第三方等）、保险公司利益切分将有所变化，在保护消费者的原则下，或渠道变革，或保险公司让利。此外，偿二代2期、IFRS9的全面执行，都将短期内增加保险公司管理上的成本。

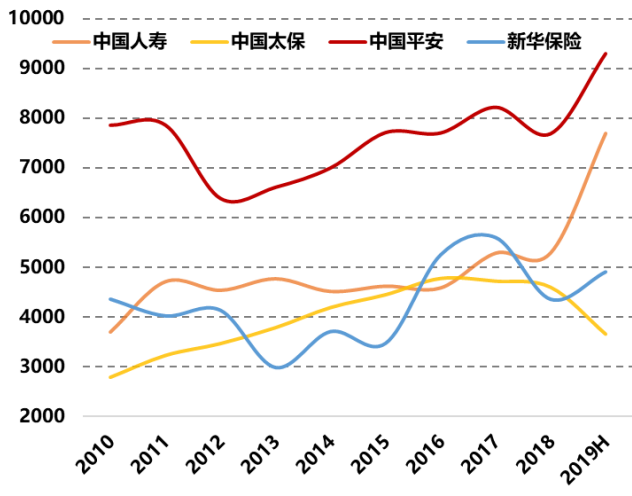
保险行业发展中的阶段性问题，需用通过战略调整和深化改革来实现破局，这将成为行业今年的主基调。今年保险股的投资环境并不算友好，去年有较高的税收补偿基数，同时准备金评估利率进入下行周期，财务利润增长压力较大。基于长期视角的EV增速料将保持稳定，但利率下降将冲击估值底线。我们认为，较大的机会可能来自于利率下行过程中权益投资带来的贝塔行情，因而我们调整行业评级至“中性”，认为其将与市场基准指数保持 $\pm 10\%$ 的收益空间，同时我们认可中国平安当前主动而积极的战略转型，去年11月马总挂帅，成立寿险改革领导小组，开启全面数据化经营转型，加强专职代理人、兼职代理人、银保及“线上+区拓”等多渠道建设，为下一个十年的继续领先夯实基础，维持其“强推”评级。

二、负债端：渠道变革ing

（一）个险渠道的天平：人数和产能

保险行业最核心的投资逻辑在于尚未得到满足的巨大长期需求空间。从当前的渗透率和保险密度来看，在人口老龄化的大背景下，保障型和养老型需求处于快速释放的“黄金赛道”。但从数据上来看，2018年开始大部分公司在新单增长上相对乏力，即使是刚需的长期健康险，从2018年的20%左右增速也回落至2019年的5%左右。需求是长期问题，尤其是健康险，各种有利于需求释放的宏观环境并未产生变化，供给端，监管层和保险公司“回归保障”的导向也十分明确，同时对各类产品的逐步规范和市场化竞争也使得保险产品层次更丰富，更具性价比。我们认为保费增速不振的主要原因出现在需求与供给之间的渠道。

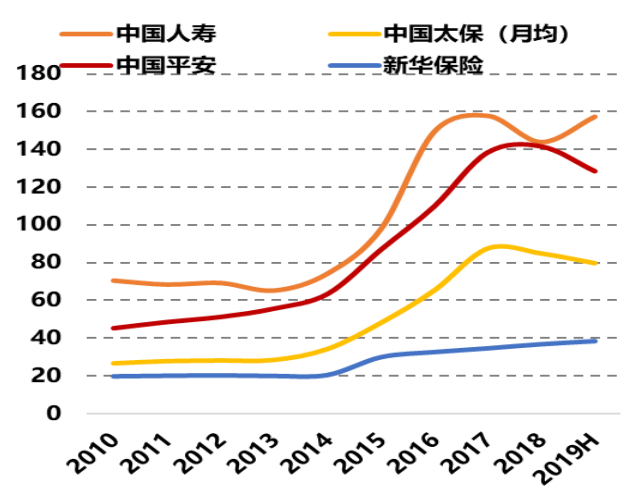
图表 1 各公司 FYP (单位: 元/月)



资料来源: 公司年报, 华创证券

注: 根据年报披露的代理人渠道新单数据/总人力计算

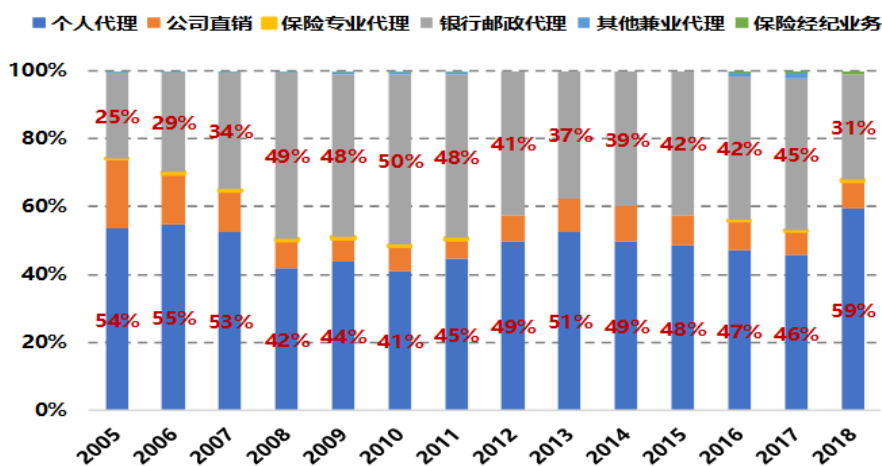
图表 2 各公司代理人规模



资料来源: 公司年报, 华创证券

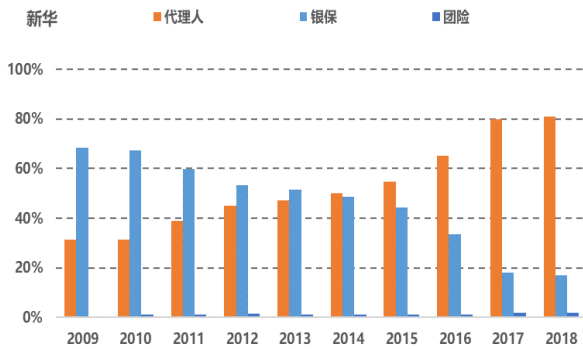
保险产品是低触达且高门槛产品, 需求的实现要依靠强势的销售介入。因而渠道建设和投入一直是保险公司战略之中的重中之重。2015 年开始的个险渠道代理人数量开始大幅增长, 个险渠道保费收入占比也同步提升, 到 2019 年达到 60%。上市公司更为明显, 平安、太保、国寿、新华基本都超过了 80%。代理人销售模式本质是社交圈销售, 不同圈层的代理人依靠自身的亲缘和社会关系卖保单, 获得佣金收入, 代理人的数量和销售能力即是保险公司的产能。数量的扩张难度低于销售能力的提升, 因此“人海战术”是保险公司普遍首先考虑的战术, 除去当时立志转型的新华, 其他保险公司的代理人数量在 2015-2017 年都实现几近翻倍的增长。

图表 3 行业保费收入的渠道结构变化



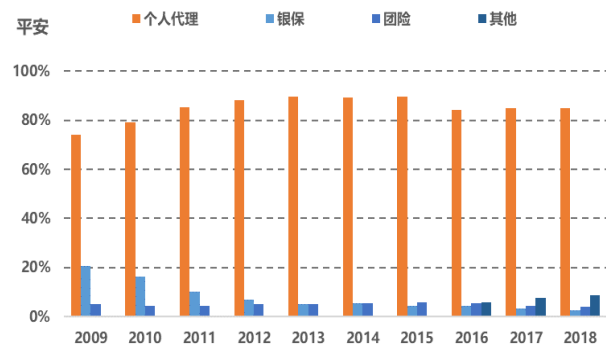
资料来源: 银保监会, 华创证券

图表 4 新华渠道结构



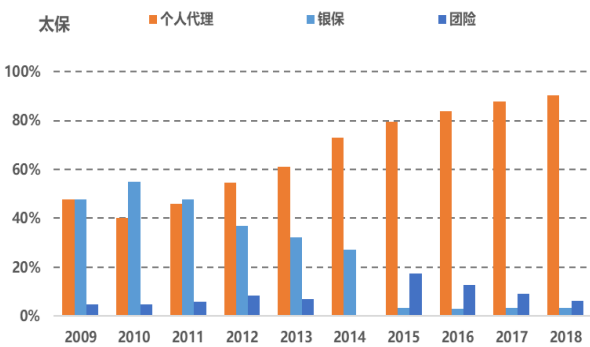
资料来源：公司年报，华创证券

图表 5 平安渠道结构



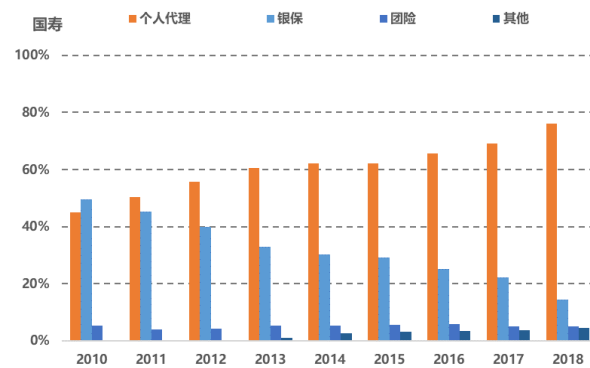
资料来源：公司年报，华创证券

图表 6 太保渠道结构



资料来源：公司年报，华创证券

图表 7 国寿渠道结构



资料来源：公司年报，华创证券

我们将 NBV 的增长驱动因素进行以下分解：

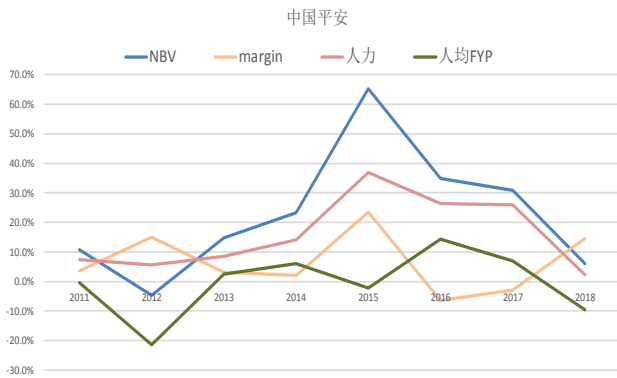
$$NBV = \text{新单保费收入} * \text{margin}$$

$$= \text{代理人数量} * \text{人均产能} * \text{margin}$$

$$= \text{代理人数量} * \text{活动率} * \text{出单人均产能} * \text{margin}$$

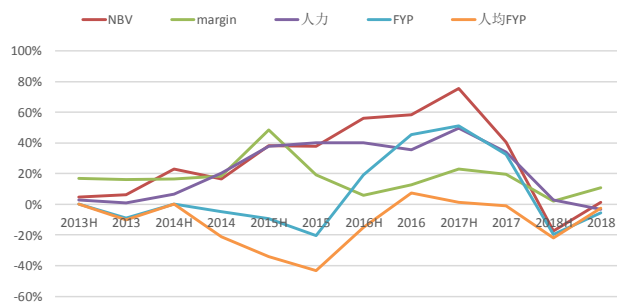
从过去几年的数据分析不难发现，代理人数量的增长是保险公司 NBV 增长的最主要驱动力，最为明显的是国寿。其次是 margin 的提升，最为明显的是新华，太保和新华相对均衡一些。而人均 FYP 几乎都是负增长，平安略好。当然人均 FYP 下降不能完全理解为新增代理人销售能力不足产生拖累，因为在保险公司产品结构调整、回归保障的过程中，一方面 margin 提升，另一方面缴费期限也会拉长，产生保费总量增加、NBV 增加，而 FYP 下降的现象。但从方向上来开是可以说明问题的，此外代理人收入增速的踌躇不前也说明人均产能几乎没有提升。

图表 8 平安 NBV 增速驱动分析



资料来源：公司年报，华创证券

图表 10 太保 NBV 增速驱动分析



资料来源：公司年报，华创证券

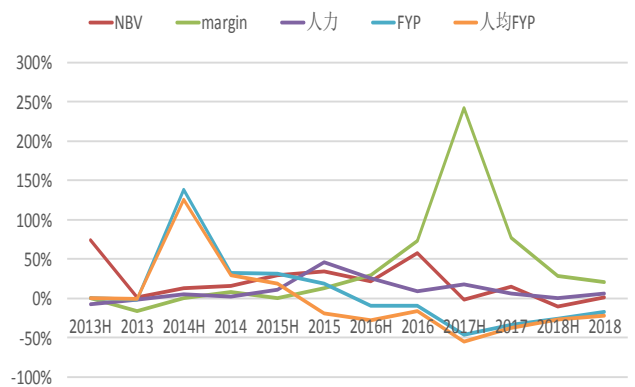
图表 12 代理人收入

代理人收入(元/人均每月)	平安 (包括寿险收入和交叉销售收入)	太保 (保险营销员首年佣金)
2014	4684	/
2015	5124	/
2016	6016	987
2017	6250	993
2018	6294	1058
2019	6309	/

数据来源：公司年报，华创证券

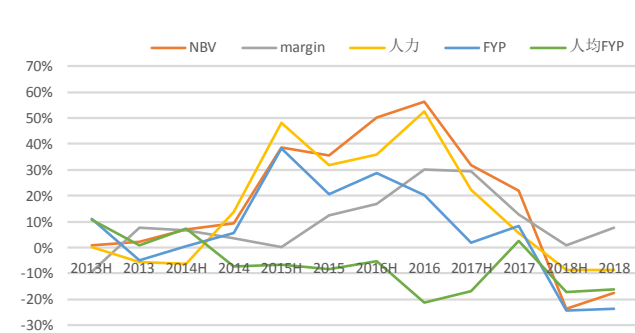
注：年报披露口径，平安人力基数为出单人力，太保人力基数为总人力

图表 9 新华 NBV 增速驱动分析



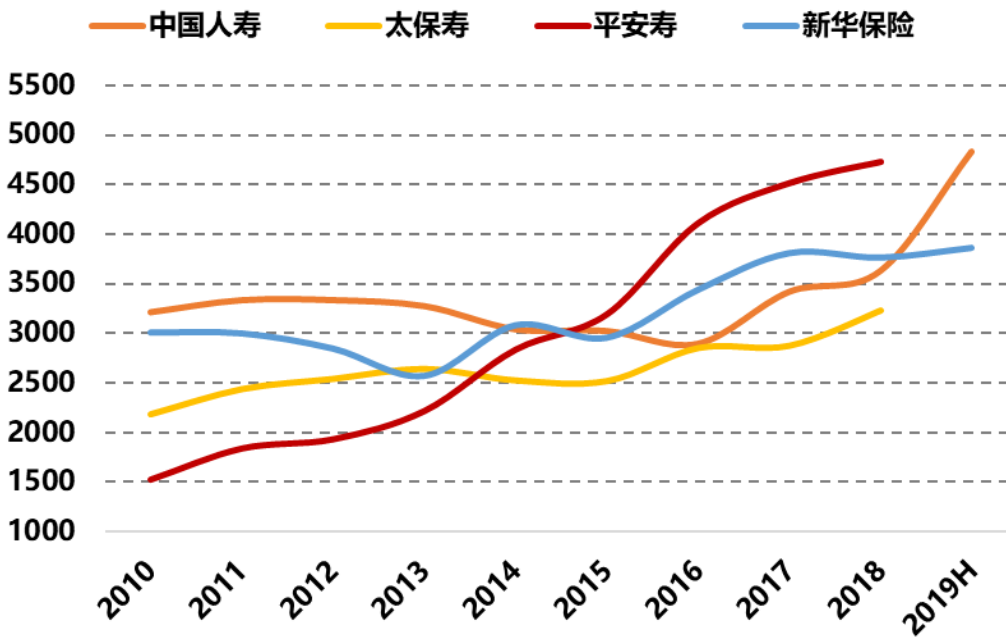
资料来源：公司年报，华创证券

图表 11 国寿 NBV 增速驱动分析



资料来源：公司年报，华创证券

图表 13 代理人人均手续费佣金收入（单位：元/月）



资料来源：公司年报，华创证券

注：根据寿险公司财务报表中手续费及佣金支出/总人力计算，太保人力口径为月均人力，其他公司为年底规模

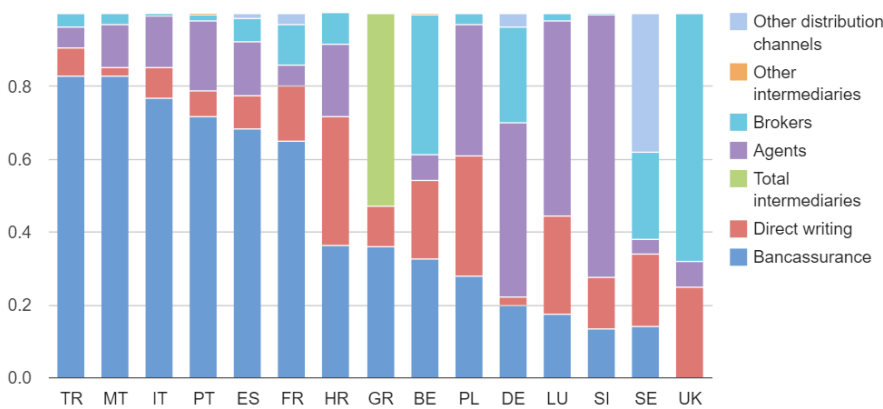
（二）渠道变革的当下：银保突围 vs 个险升级 vs 互联网下沉

应对个险渠道当前的瓶颈，保险公司的战略各有不同，总体来看思路主要是三个方面：

1. 银保突围：

08年在金融危机爆发时，银保渠道崛起挽保费收入于狂澜。虽然渠道成本较高，但银行能帮助保险公司快速定位大量有钱有配置需求的客户，短期容易上量。尤其是对于储蓄型和理财型产品而言，银行是较好的销售场景。2020年开局不利，新冠疫情导致部分保险公司开门红目标难以完成，近期海外市场振幅加剧，宏观不确定性因素较多，类似08年时通过银保来稳定保费规模的策略也合理。长期来看，在规范了销售误导、产品结构之后，银保渠道本身的价值也应当再次发掘。欧洲许多国家，银保渠道就是占据了主流地位，如法国、土耳其、意大利等。

图表 14 欧洲保险公司渠道结构 (2018)

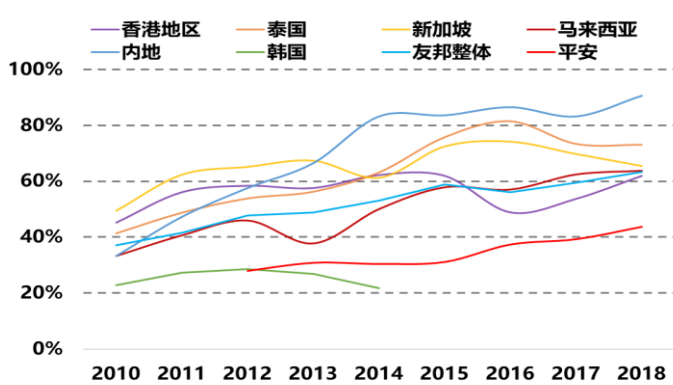


资料来源: insuranceeurope, 华创证券

2.传统升级, 迈向高阶

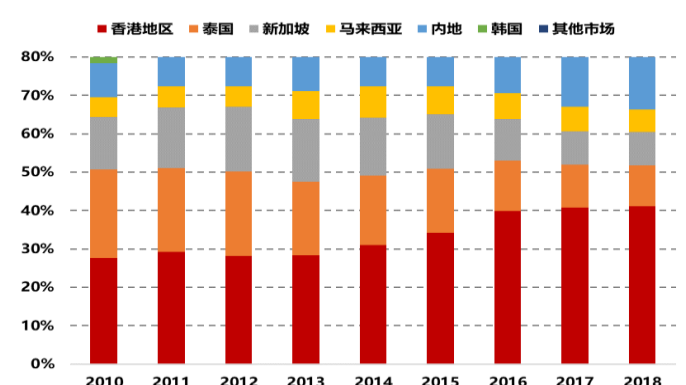
人口红利逐步消退, 代理人增长的总盘子在下降, 高基数上规模持续扩张难度加大, 成本将大幅上升, 个险的 nbv 驱动因素中, 未来增长潜力最大的就是代理人产能, 当然, 这也是难度最大的。当“增员”就能“增效”这样低垂的果实被摘取后, 保险公司不得不开始自我变革。代理人产能提升包括两个方面, 一是通过提升招人的门槛, 招募高学历、高收入的代理人, 其本身的社交圈消费能力就更强, 直接拉动销售规模上升。二是通过更行之有效的培训, 强调提升代理人的专业素养, 而非以前仅是着重于销售话术的速成, 使得代理人在社交圈层之外能够通过专业服务不断开拓新的客户。平安的“优才计划”, 太保的“金玉兰”, 新华的“保险规划师”都是如此, 通过更高的固定底薪、更优厚的展业条件来打造高阶队伍。当前国内保险公司“高产能”战略的样本主要就是友邦, 2019 年友邦中国拥有超过 4.4 万的“最优秀代理”(premier agents), 人均 NBV 水平是行业的 4-5 倍, 考虑友邦中国的 margin 达到了 93%, 相当于平安 47% 的 2 倍, 人均新单也是平安的 2 倍以上。

图表 15 友邦各地区业务 margin 均处于较高水平



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 16 友邦各地区新业务价值占比



资料来源: 公司年报, 华创证券

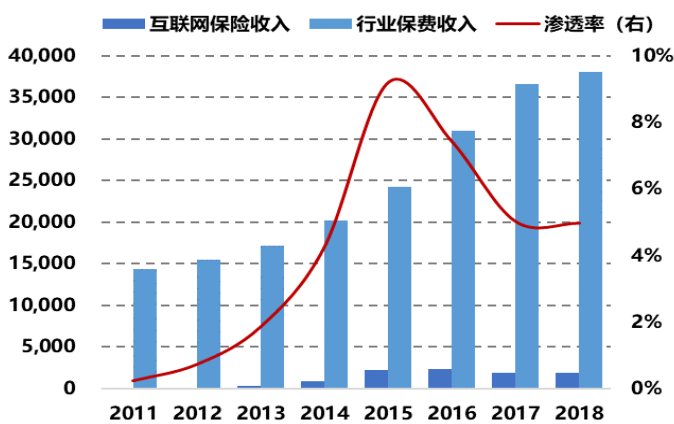
3.互联网渠道下沉, 抢占保险的“五环外市场”

2018 年我国互联网保费收入 1889 亿元, 渗透率为 4.79%。其中, 人身险渗透率为 4.4% 小于财产险 6.5% 的渗透率。2012 年以来互联网保险增长经历三个阶段: 2012-2015 成倍增长, 逐步放缓, 远超行业增速; 2016-2017 急速下降至负增长; 2018 至今, 个位数增长缓慢回升。互联网保险的发展与行业保费收入增长相悖, 说明在主流渠道遭遇阻力

时，互联网渠道才会得到更多重视和投入，尚未形成作为独立渠道的稳固地位。

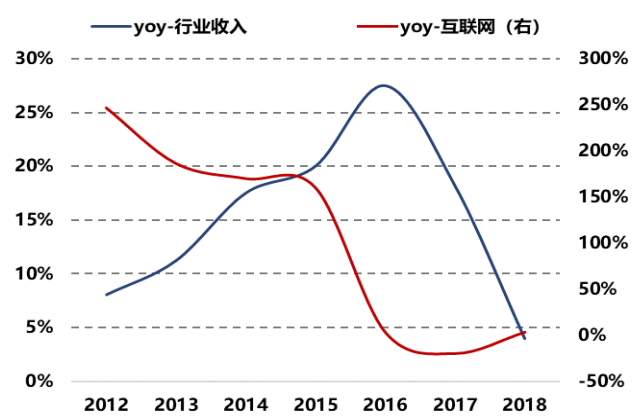
极简、性价比、互动迭代升级、网红爆款——人身险逐步具备互联网产品特征。过去复杂难以理解、低频的人身保险产品特征与互联网营销方式相悖，大部分依赖代理人和银保渠道销售。近两年一些公司产品突破传统限制、深挖客户需求、深刻理解和融合互联网，使人身险产品也具备了互联网产品的特征，加上互联网内容运营生态的兴起，很大程度上科普、教育了保险消费者，推动了过去复杂难理解的人身险产品线上化销售。如同拼多多聚焦“五环外”客户成功做大，互联网保险通过极简、性价比将逐步取代低效能代理人，有望成为底层保险需求的切入点和核心渠道。各大传统保险公司也在参与的进程中加快了脚步：平安一直在互联网生态场景建设方面脚步向前，去年和国寿分别成立互联网寿险公司，今年集团体系内上线了两款互助计划（好医生“步步夺宝”恶性肿瘤互助、财险“长辈骨折医疗康复互助计划”）。

图表 17 中国互联网保险渗透率



资料来源: wind, 华创证券

图表 18 互联网保险发展尚未形成稳定状态和格局



资料来源: wind, 华创证券

根据目前几家保险公司的策略来看，

- 国寿依然选择押宝个险渠道，规模做大与三高团队同步推进；
- 新华重启银保，个险人力持续扩张，以保持健康险业务的传统优势，通过银保打破保费平台瓶颈，做大规模，虽然价值贡献不高，但规模有利于支撑资产端扩张，推行公司资产负债联动的战略；
- 太保继续突出个险优势，强调通过科技赋能和聚焦专业实现代理人团队的转型；
- 平安目前来看，布局最为全面，个险、银保、互联网改革创新改革将同步推进。

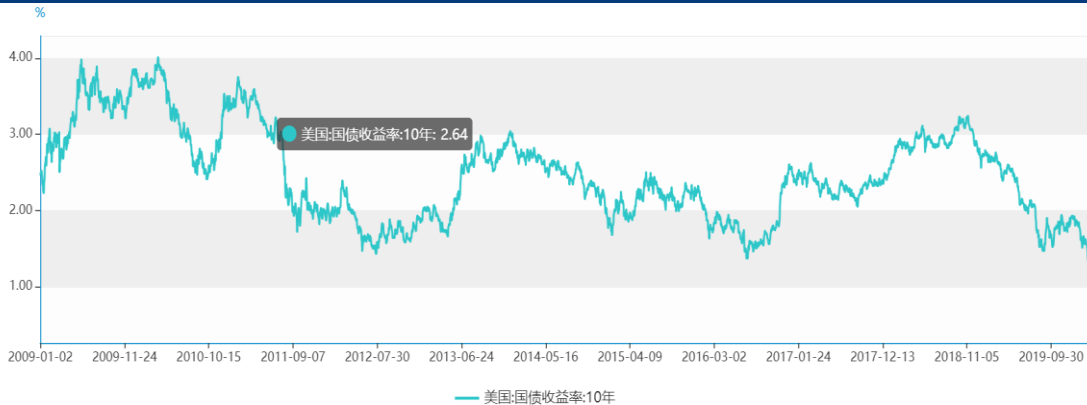
保险行业未来几年将从行业红利走向竞争红利，各家公司不同的战略选择和执行能力会分化的更为明显。

三、资产端：利率下行+久期缺口

(一) 不止是利率下行

新冠疫情海外扩散，叠加经济疲弱，全球利率下行再次加速。美国十年期国债收益率一度跌破 0.5%，历史上首次全线美债收益率跌破 1%，恐慌情绪可见一斑。虽然这是短期极端情绪的体现，但无疑让全球利率持续走低的阴霾更为浓重，对中国保险行业而言，并不是好消息。利率之所以对保险业的内含价值产生重大影响，与资产负债久期缺口有重大关系，缺口越大，对利率的敏感性越高。当前之所以监管层和保险公司如此担心“利差损”风险，就在于近几年国内险企的缺口呈扩大趋势。

图表 19 美国十年期国债收益率跌至历史低点



资料来源: WIND, 华创证券

目前我国保险业平均负债久期 13.19 年, 资产久期 5.76 年, 缺口 7.43 年, 总体呈现“长钱短配”特征(银保监会资金部主任袁序成于, 2019 年 8 月)。与前几年相比, 整体而言久期缺口呈扩大趋势, 险企在销售保障型产品的过程中, 负债久期较快拉长, 而资产端受制于投资渠道和品种的限制, 短期内无法快速拉长。大型公司往往已形成规模效应, 渠道发展已较为成熟, 希望沉淀价值, 业务多为长期保障、储蓄型业务, 负债端久期较长, 与资产久期缺口较大。

缺口拉大+利率下行是非常不利的情景。欧美的保险公司因为经历过低利率, 所以在通过资产配置化解利率风险方面有更多的实践。在美国寿险业的债券资产配置中, 从 2018 年的情况来看, 其存量债券中政府债券的平均久期约为 13.12 年, 企业债券的平均久期约为 11.86 年。其中, 20 年以上期限的债券在两种债券中的比例分别达到了 25% 和 19%。正是由于较好的资产端的匹配, 使得在美国长期收益率持续下降的过程中, 除了 08 年部分保险公司出现风险问题, 保险业基本保持了稳定。

图表 20 美国寿险业一般账户中长期债券占比

Distribution of General Account Long-Term Bonds at Time of Purchase, 2018	
Maturity	Percent distribution
20 years and over	39.30
10 years to less than 20 years	32.80
5 years to less than 10 years	22.90
Less than 5 years	4.90
Total	100.00

资料来源: ACLI, 华创证券

此外, 日本近年来通过大量配置长久期国债不断缩小了错配缺口, 同时通过增加海外投资比例和调整负债成本等措施, 使得日本寿险业长期的利差损现象得以缓和。英国拥有着较高的非保证收益产品比例, 使资产端面临长久期资产荒的环境下能够实现资产负债的期限结构匹配, 使得英国寿险业成为全球资产负债错配风险最低的国家之一。德国安联一直将资产负债久期缺口维持在一年之内, 公司优化负债结构, 最低保证负债成本到 2019 年 Q3 下降至 0.48%, 分红支出也下降到 0.33%, 下降幅度高于新增的固定投资收益率, 较好的控制了利差水平。

图表 21 德国安联集团投资利差和久期缺口

安联资产负债管理情况										
年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3
总投资收益率 (%)	5.3	4.9	4.7	5.1	5.1	4.7	3.7	1.05	1.05	1.00
最低保证负债成本 (%)	2.6	2.5	2.4	2.3	2.1	2.1	2.0	0.49	0.48	0.48
分红支出 (%)	1.8	1.7	1.5	1.8	1.9	1.7	0.8	0.37	0.39	0.33

利差益 (%)	0.9	0.7	0.8	1.0	1.1	0.9	0.9	0.19	0.19	0.19
资产久期 (年)	7.6	7.6	8.3	8.8	9.5	9.5	9.7	9.8	10	10.5
负债久期 (年)	8.6	7.9	8.9	9.4	9.7	9.5	9.3	9.7	10.2	10.9
久期缺口 (年)	-1.0	-0.3	-0.6	-0.6	-0.2	0.0	0.4	0.1	-0.2	-0.4
新投固定收益收益率 (%)	3.6	3.2	2.7	2.5	2.0	1.9	2.1	1.9	1.9	1.6

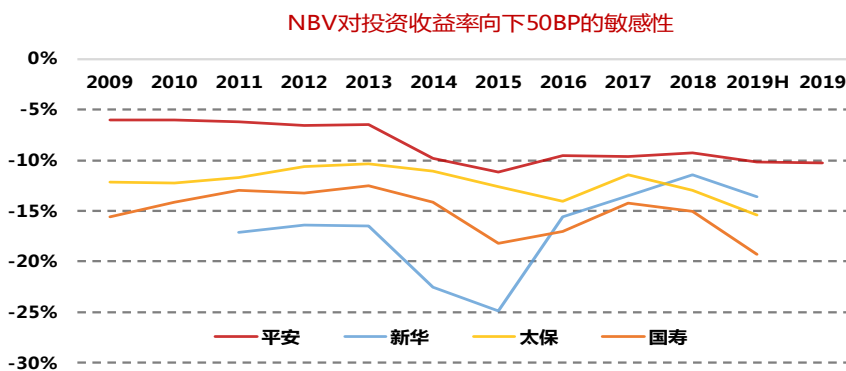
资料来源：安联年报，华创证券

(二) 国内保险业：负债端和资产端都需要改革破局

根据年报披露敏感性分析，投资端收益率每 50BP 的下降，对保险公司的 NBV 影响在 -10%—-20%，对 EV 的影响在 -7%—-10%。实际上，利率对保险公司的价值影响并没有这么大，首先，敏感性分析对应的是投资收益率的下降，而不是利率的下降，利率下降 50BP，不意味着投资回报下降 50BP，从我国险资回报率和十年期国债收益的走势来看，即期的相关性是不明显的，其中受到权益投资波动的影响很大，如 2007 年和 2015 年。其次，利率下降，负债端也会随之浮动，分红险分红率、万能险结算利率等，即使投资收益率同步下行，对利差和价值的影响也并没有那么大。根据平安披露的材料，典型分红保障型产品（如分红型终身寿）对 50BP 利率下行的 NBV 敏感性仅 2%。

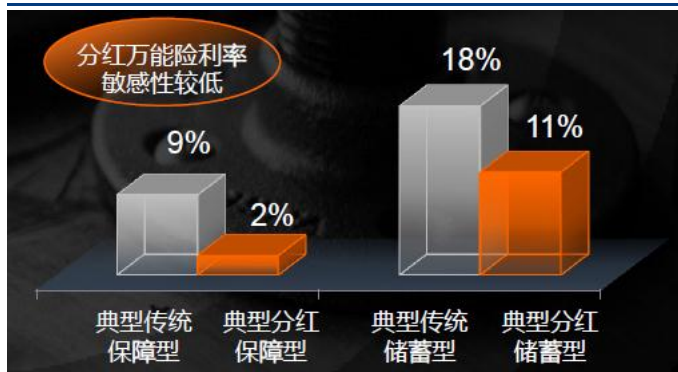
由于疫情的全球蔓延，短期为应对经济和流动性危机，美国欧洲都开启降息加 QE 的宽松之旅，长期的利率下行趋势被动加快，这也将倒逼国内险企的改革需要加快，通过负债端的产品结构和期限结构优化，投资端的期限拉长和组合多元化，尽量对冲利率下行的负面影响。

图表 22 利率下行对保险公司 NBV 的影响



资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 平安不同类型保险 NBV 对投资收益率下降 50BP 的敏感性



资料来源：中国平安投资者开放日材料

图表 24 四家险企有效业务价值假设敏感性分析

不利情景	国寿	太保	平安（寿险内含价值）	新华
风险贴现率+50bp	-4.5%	-3.6%	-2.4%	-5.0%
投资收益率-50bp	-17.5%	-15.5%	-7.5%	-19.1%
退保率+10%	-0.1%	0.5%	/	-2.3%
发病率/死亡率+10%	-1.3%	-2.3%/-0.7%	-3.3%	-3.76%/-0.97%
费用率+10%	-1.3%	-1.6%	-0.5%	-3.2%

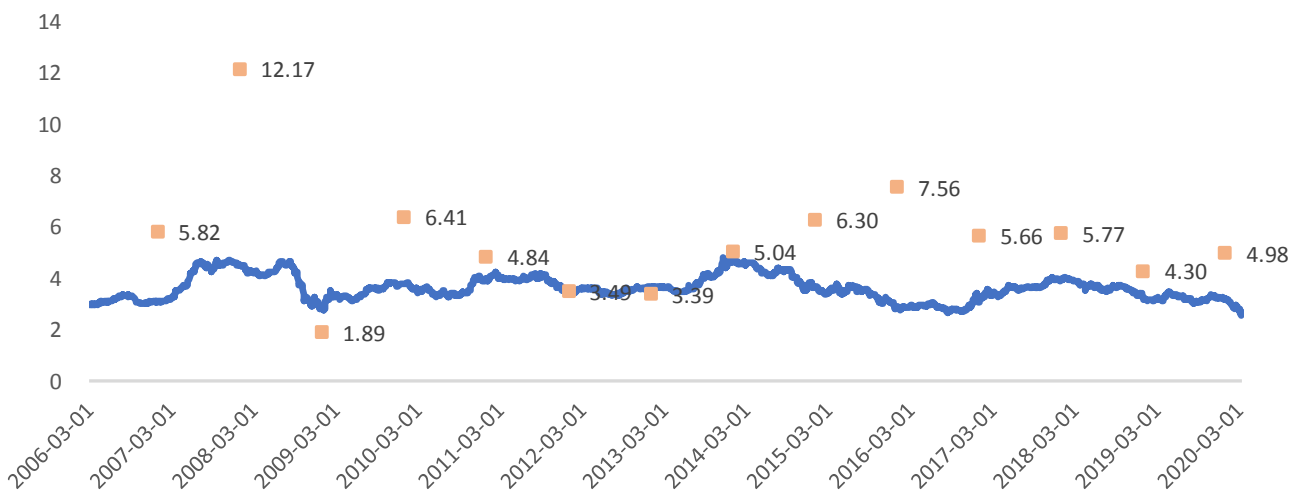
资料来源：公司公告，华创证券

我们认为，应对利率下行险企需要在负债端和资产端进行同步的改革破局：

1. 适时调整产品定价策略，发行较短久期产品。产品策略包括期限和利源结构两个方面。期限而言，一味拉长负债久期并不是最优策略，在强调“回归保障”的同时，考虑到保险公司资产负债匹配和现金流的风险，可以考虑适当增加中短期险产品以优化负债结构，今年的开门红国寿和平安都推出了 10 年期的定期年金，相较于去年的 15 年期有缩短，部分中小公司 3-5 年的短储产品也有所松动。此外，开发死差和病差占比高、利差占比低的产品，也有利于缓解“长钱短配”的压力。保障型产品的利润来源主要来自保障风险，对投资端的依赖会降低，险资在资产配置上对收益率的要求不会那么高，可以更多的配置在长久期国债上。

2. 加大权益类和非标类投资。长期来看权益类的回报远超固定收益类资产，只是 A 股市场波动较大，对险资的期间回报影响显著。从已经执行 IFRS9 的平安来，加大高分红、高股息的权益投资，同时对有业务协同和 ROE 回报较高的资产增持至按权益法核算。中国人寿去年以来也较为明显的加大了权益投资和举牌的动作，年内先后举牌了申万宏源、中广核电力、万达信息、中国太保（港股），其中万达信息被三次举牌，持股比例 18.3279%，成为第一大股东。非标类资产有收益率高和期限长的特点，险资应增加优质债权投资计划和股权投资计划投资，扩大资产支持计划业务，对流动性较好、有长期增值潜力的多元化资产增加投资，如 ABS、REITs、黄金、大宗商品等；在商业地产、长租公寓等领域投资增加投资，切实对接和服务实体经济。

图表 25 险资投资回报率与十年期国债



资料来源：WIND，银保监会，华创证券

四、中国平安，改革先行者

如果我们假设今年十年期国债收益率中枢在 2.5% 左右，对应保险公司的投资收益率假设下调 100BP，静态测算下内含价值下降幅度 15%-20%，1 倍 PEV 估值中枢将下移至 0.8 倍左右。这是一种相对简单的静态的测算，实际上如前

所述，保险公司的价值敏感性并没有这么大，而且相对短期的利率俯冲对于聚焦长期投资的险资而言，也不能直接推导到长期收益率。在当前风险偏好整体降低，对利率预期相对悲观的环境下，我们以此来计算保险公司估值的安全边际。我们认为平安今年的估值中枢在 0.9 倍 PEV 左右，平安内含价值 1.2 万亿中，寿险内含价值占比 63%，因而 100BP 回报率下降对其内含价值影响在 10% 左右，国寿、新华估值中枢在 0.8 倍 PEV，太保由于财产险公司负债久期较短，对利率敏感性较小，整体估值中枢在 0.85 倍 PEV 左右。

短期来看，今年保险股的投资环境并不算友好，去年有较高的税收补偿基数，同时准备金评估利率进入下行周期，财务利润增长压力较大。基于长期视角的 EV 增速料将保持稳定，但利率下降将冲击估值底线。保险行业发展中的阶段性问题，需用通过战略调整和深化改革来实现破局，这将成为行业今年的主基调。较大的机会可能来自于利率下行过程中权益投资带来的贝塔行情。我们认为，长期来看，当前估值已经具备一定的安全边际，但考虑短期经济冲击带来的利率下降尚未结束，负债端渠道变革才刚开始，保费端的转暖积极信号仍需等待，我们调整行业评级至“中性”，认为其将与市场基准指数保持 $\pm 10\%$ 的收益空间。

同时我们认可中国平安当前主动而积极的战略转型，这将为下一个十年创造继续领先的基础。平安当前的新业务价值中，非利差占比稳定在 2/3，对利差的依赖较小，稳定的死病差贡献使得剩余边际的释放可靠性更高。虽然平安具有最长的负债久期，但其资产久期也更长，同时从趋势上来看，与行业整体缺口拉长不同，平安近年来的缺口在收窄，应对利率下行风险的能力相对较强，NBV 保持持续正增长的支撑因素较多，维持“强推”评级。

图表 26 平安新业务价值中非利差占比稳定在 2/3

产品类型	寿险及健康险		长期保障型产品	
	利差	死差、费差及其他	利差	死差、费差及其他
2016年	33.90%	66.10%	22.00%	78.00%
2017年	36.20%	63.80%	25.10%	74.90%
2018年	34.00%	66.00%	23.50%	76.50%
2019年	35.10%	64.90%	24.90%	75.10%

资料来源：公司公告，华创证券

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016年加入华创证券研究所。2010年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015年金牛奖非银金融第五名，2017年金牛奖非银金融第四名。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500