

2018 年 01 月 28 日

保险

# 保险灰犀牛系列之三： 寿险公司保费收入的增长模式分析

## ■寿险营销员渠道人海模式的终结

(1) **寿险营销员人数居全球第一。**在寿险行业加强银保监管之后，2014 年至 2017 年寿险行业个险业务迎来高速发展，其主要驱动力是营销员规模的快速增长，2017 年全行业营销员人数达到 801 万人，较 2014 年增长 1.4 倍。到 2016 年我国每万人营销员人数达到 48 人，远超同期美国 34 人/万人。我们认为与海外发达保险市场相比，我国寿险营销员规模已经达到很高水平，未来增长空间有限。

(2) **营销员成本创历史新高。**寿险营销员规模的高速扩张带来营销员成本持续增长，A 股四家上市保险公司平均手续费及佣金支出占营业支出比例自 2013 年的 7% 提升至 2017 年前三季度的 13%。假设营销员每人每月成本为 7000 元，那么 2017 年保险营销员成本占当年新单保费的比例达到 44%。

(3) **开门红保费负增长倒逼人数驱动向产能驱动转型。**2018 年寿险开门红个险新单大幅负增长会使得营销员收入下滑，进而使得脱落率高，倒逼保险公司个险业务更加依赖营销员产能提高而非人数增长。以往通过扩张人力而实现业务增长的保险公司经营压力会增大，而人均产能较高的保险公司经营会更为稳健。

## ■寿险开门红困境中的产品策略

(1) **开门红保费大降主要源于件均保费下滑。**2018 年寿险开门红个险新单预计全行业负增长 30% 左右，我们认为主要原因是件均保费下滑。一方面在 134 号文的约束下，快返型产品停售，另一方面 2017 年末以来银行理财产品等收益率持续上升，这两者都降低了 2018 年寿险开门红产品的竞争力，造成件均保费下滑。

(2) **多卖健康险可否以价补量？**保障型产品新业务价值率更高，以中国平安为例，2017 年上半年中国平安长期保障型产品新业务价值率高达 86%，远高于短交储蓄型产品（15%）。但由于保障型产品设计更为复杂，对营销员素质要求更高，在开门红保费下滑的背景下，人均件数更高的保险公司预计保障型产品销售会更顺利。

## ■客户的地域分布影响保单价值

(1) **中国平安一线城市市场份额领先。**与太保寿险、新华保险、中国人寿相比，中国平安在北上深等经济发达地区市场份额高于全国市场份额，体现出公司在一线城市竞争力更强。由于客户主要分布区域的不同，不同公司价值增长也存在差异，体现出中国平安开门红情况也要好于其他公司。

(2) **富裕地区营销员展业效率较高。**保险公司在经济发达地区的业务价值相对更高，主要原因包括：一是经济发达地区营销员整体素质较高，二是人口密度较高，营销员展业相对更为容易，三是人们收入水平更高，更容易接受较为复杂的长期保障型产品，带来件均保费和业务利润率相对较高。

## ■寿险公司内含价值的分析与 MOIC 模型

(1) **内含价值-股价联动及 MOIC 模型：**2017 年 8 月 2 日我们发布报告《保险集团的估值框架和趋势探究》构建 MOIC 模型，认为“保险集团=销售公司（Marketing）+运营公司（Operation）+投资公司（Investment）+资本公司（Capital）”。2018 年 1 月 12 日我们发布报告《保险灰犀牛系列之二：负债端死差而非投资端利差是保险 股价值变动的主因》构建了“内含价值-股价联动模型”，透过模型我们发现 2017 年四家 A 股上市保险公司股价涨幅与其内含价值增速呈高度线性关系并且斜率远大于 1。

(2) **寿险公司的内含价值分析：**我们假设 2018 年上市险企新业务价值同比增速分别为：中国平安 0%/中国太保-20%/新华保险-25%/中国人寿-30%，那么销售公司对于内含价值贡献增速将在 6%-11% 的水平（中国平安 11%/中国太保 9%/新华保险 7%/中国人寿 6%，占比均超过 50%），死差而非利差是推动寿险业务价值提升的主要驱动力。

## ■投资建议：中国平安

## ■风险提示：政策风险/利率风险/市场风险/信用风险

行业分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

首选股票 目标价 评级

## 行业表现



资料来源：Wind 资讯

| %    | 1M    | 3M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | 2.08  | 5.49  | -21.29 |
| 绝对收益 | 11.10 | 14.42 | 8.03   |

**赵湘怀** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaoxh3@essence.com.cn  
021-35082987

**贺明之** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517060001  
hemz@essence.com.cn  
021-35082968

**马琦** 报告联系人  
maq@essence.com.cn  
021-35082773

## 相关报告

保险灰犀牛系列之二： 负债端死差而非投资端利差是保险股价值变动的主因 2018-01-12

保险灰犀牛系列之一： 保费开门红负增长解析 2018-01-08

保费开门红点评：无可奈何花落去 2018-01-04

保险集团的估值框架和趋势探究 2017-08-02

养老个税递延将施行，消费升级+保费入市 2017-07-05

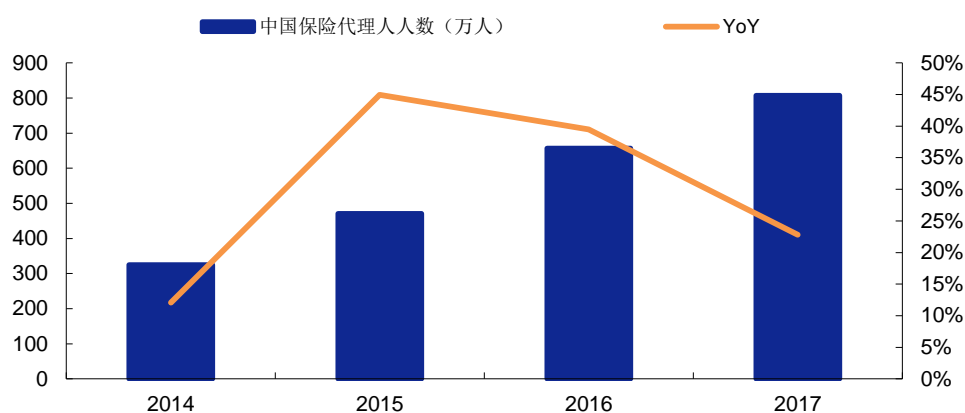
## 1. 寿险营销员渠道人海模式的终结

2015 年以来上市险企营销员规模维持 19% 以上同比增速，营销员规模稳增长是寿险保费维持高增速的主要驱动力之一，不过通过对标美国，我们认为营销员规模已到达较高水平，营销员增长拐点可能将显现，近年来随着营销员成本逐年攀升，预计保费收入增长模式将迎来重要拐点。

### 1.1. 寿险营销员人数居全球第一

2011 年以来寿险业加强银保监管，营销员规模持续提升，带动个险渠道发展，也带来了寿险业繁荣背后的隐忧，通过与发达国家和地区比较，我们认为国内营销员规模已处于较高水平，预计营销员规模同比增速可能到达拐点。

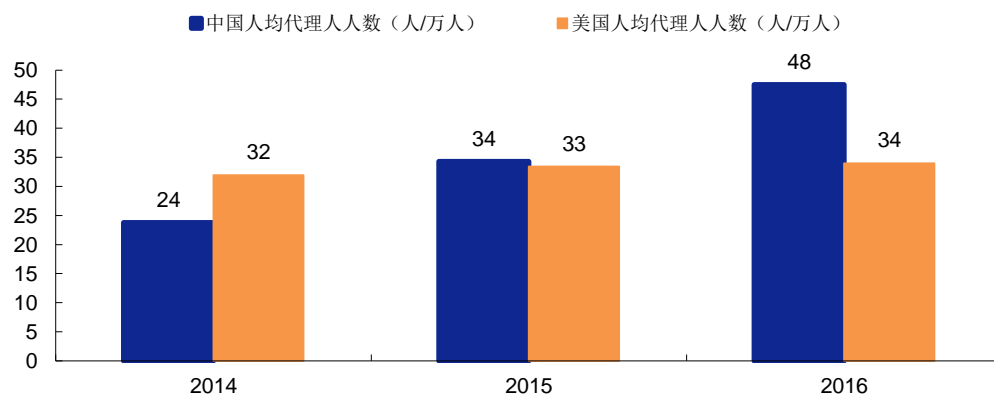
图 1：我国保险营销员人数规模逐年提升



资料来源：保监会，安信证券研究中心

对标美国，我国营销员规模已处于较高水平。我们可以通过人均营销员的中美对比来大致判断我国营销员规模发展水平，自 2015 年起，我国保险人均营销员人数达到 34 人/万人（每一万人中的营销员人数），超过同期美国的 33 人/万人水平，到 2016 年我国保险人均营销员大幅提升 39% 至 48 人/万人，远超过同期美国 34 人/万人的人均营销员水平。

图 2：中美人均营销员人数对比（人/万人）

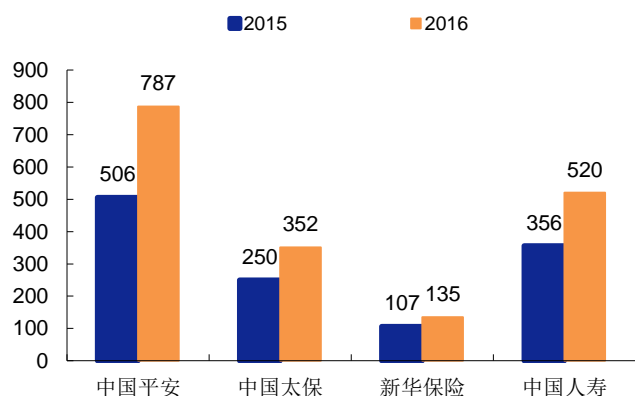


资料来源：国家统计局，世界银行公开数据，保监会，statista，安信证券研究中心

## 1.2. 营销员成本创历史新高

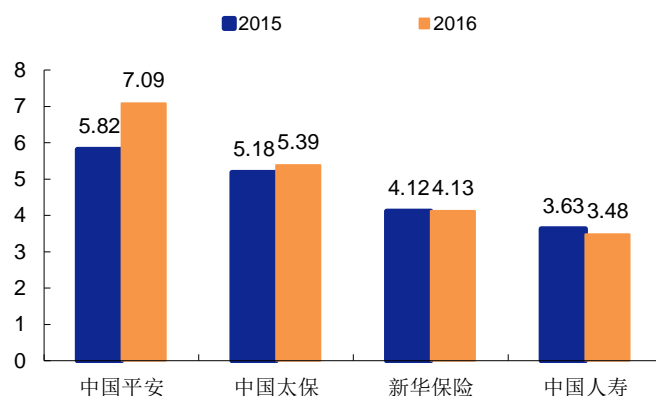
我们可以通过人均手续费及佣金支出变动来大致测算上市险企营销员成本变化，2016 年除中国人寿之外，中国平安、新华保险以及中国太保三家上市险企营销员人均手续费及佣金支出均较之 2015 年有所提升，意味着对于保险公司而言，单个营销员成本在提升，如果营销员规模增速维持目前水平，预计个险渠道未来所产生的成本可能将加速上升。

图 3：上市险企手续费及佣金支出总额提升（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

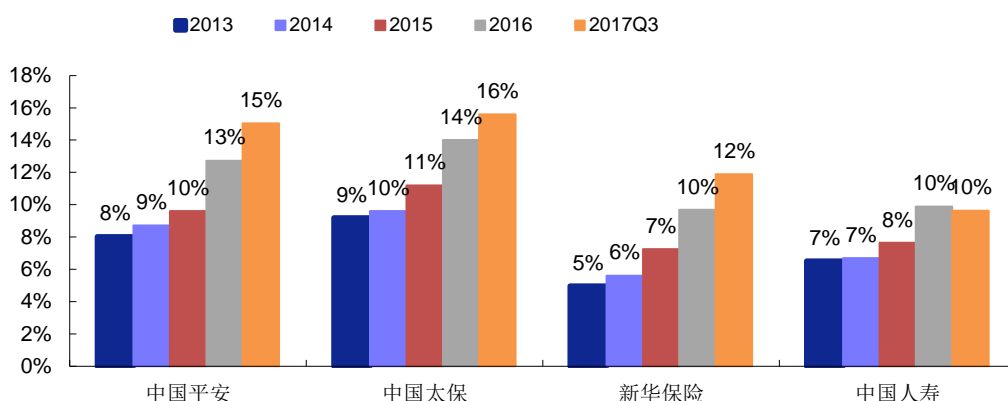
图 4：营销员人均手续费及佣金支出（万元/人）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2013 年以来 A 股四家上市险企手续费及佣金支出在营业支出中的占比逐年提升，2017 年前三季度该占比达到 10% 以上（中国平安 15%/中国太保 16%/新华保险 10%/中国人寿 10%），营销员高增速对于公司带来的负担正在逐渐显现。

图 5：上市险企手续费及佣金支出在营业支出中占比提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2017 年全行业新单原保险保费收入 15355 亿元，营销员规模达到 806 万人，假设营销员每人每月成本为 7000 元，那么根据测算，2017 年营销员成本达到 6778 亿元，在当年新单保费中的占比达到 44%。

### 1.3. 开门红负增长倒逼人数驱动向产能驱动转型

2018 年寿险开门红个险新单大幅负增长会使得营销员收入下滑，进而使得脱落率高，倒逼保险公司个险业务更加依赖营销员产能提高而非人数增长。以往通过扩张人力而实现业务增长的保险公司经营压力会增大，而人均产能较高的保险公司经营会更为稳健。

(1) 中国平安营销员产能与规模双轮驱动。公司 2017 年前三季度营销员规模达到 143 万人 (YoY+27%)，人均每月首年规模保费 9702 元，同比增长 10%，带动新业务价值同比增速 35%。

(2) 中国太保营销员规模高速增长，产能稳重有升。截至 2017 年三季度公司营销员规模达到 88 万，同比增长 41%，月均长险举绩人力达到 41 万，同比增长 28%，13 个月留存率达到了 42%，同比增长 6.9 个百分点，月人均新保达 6075 元，较之上年末提升 19%。

(3) 新华保险预计 2018 年将大幅增员。截至 2017 年上半年公司营销员规模较之上年末基本持平，公司计划 2018 年营销员将提升 36% 达到 45 万人。

(4) 中国人寿营销员规模高速增长。截至 2017 年上半年中国人寿国寿营销员数量达到 158 万人，同比提升 22%。

## 2. 寿险开门红困境中的产品策略

### 2.1. 开门红保费大降主要源于件均保费

监管从严使得快返型产品停售。2017 年 5 月保监会连发 134 号文以及 136 号文两道通知加强保险产品及销售监管，其中 134 号文主要加强快返型产品监管，使得新规后的年金产品返还时间延后（首次生存保险金给付应在保单生效满 5 年之后），每次返还的金额减少（每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的 20%），而 136 号文则主要针对误导销售（对 2016 年以来保险公司销售管理合规情况开展自查自纠）。银行理财等理财产品收益率上行降低进一步降低了开门红产品竞争力。上述两大因素使得开门红件均保费大幅下滑。

表 1：上市险企 2018 年开门红部分产品梳理

| 产品   |                      | 产品类型     | 万能险                  | 定价利率  | 万能账户保障利率 | 万能账户最新结算利率            | 缴费期限                    | 保险期间 | 投保年龄   | 生存金返还期限 |
|------|----------------------|----------|----------------------|-------|----------|-----------------------|-------------------------|------|--|---------|
| 新华保险 | 美利金生 A 款终身年金保险（分红型）  | 年金+万能    | 天利年金保险（万能型）          | 2.50% | 2.50%    | 5.25%                 | 5、10 年交                 | 终身   | 凡出生满 30 天、不满 59 周岁                               | 保单生效满五年 |
|      | 福享金生 A 款终身年金保险（分红型）  | 年金+万能    | 天利年金保险（万能型）          | 2.50% | 2.50%    | 5.25%                 | 一次交清，3、5、10 年交          | 终身   | 凡出生满 30 天、不满 65 周岁                               | 保单生效满五年 |
| 中国平安 | 财富鑫生年金保险             | 年金+万能+两全 | 聚财宝（2017，Ⅱ）年金保险（万能型） | 2.50% | 1.75%    | 5%                    | 3、5、10 年                | 终身   | 0-45 周岁（附加两全险，保至 65 周岁）<br>0-50 周岁（附加两全险，保 20 年） | 保单生效满五年 |
| 中国太保 | 老来福年金保险（分红型）（2018 版） | 年金+万能    | 会享福养老年金保险（万能型）（赢家版）  | 2.50% | 2.00%    | 尚未公布                  | 3 年、5 年、10 年、15 年和 20 年 | 终身   | 出生满 30 天至 65 周岁                                  | 保单生效满五年 |
| 中国人寿 | 国寿盛世尊享年金保险           | 年金+万能    | 鑫尊宝终身寿险（万能型）（A 款）    | 2.50% | 2.50%    | A 款 5.2%；<br>B 款 4.6% | 3 年、5 年                 | 20 年 | 凡出生 28 日以上、                                      | 保单生效满五  |

|  |       |  |                     |  |  |  |  |  |        |   |
|--|-------|--|---------------------|--|--|--|--|--|--------|---|
|  | (分红型) |  | 款)、鑫尊宝年金保险(万能型)(B款) |  |  |  |  |  | 70周岁以下 | 年 |
|--|-------|--|---------------------|--|--|--|--|--|--------|---|

资料来源：公司官网，保险行业协会，安信证券研究中心

## 2.2. 多卖健康险可否以价补量

保障型产品新业务价值率较高，以中国平安为例，2017 年上半年中国平安长期保障型产品新业务价值率高达 86%，远高于短交储蓄型产品(15%)，但由于保障型产品设计较理财型产品更为复杂，对于营销员整体素质要求也更高。

表 2：中国平安新业务价值率

|             | 2017 年上半年 |
|-------------|-----------|
| 个人业务        | 39.6%     |
| 营销员渠道       | 41.5%     |
| 长期保障型       | 86.4%     |
| 短交储蓄型       | 15.4%     |
| 长交储蓄型       | 35.5%     |
| 短期险         | 29.3%     |
| 电销、互联网及其他渠道 | 42.9%     |
| 银保渠道        | 7.6%      |
| 团险业务        | 0.8%      |
| 寿险及健康险业务合计  | 34.4%     |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

根据测算，假设：

(1) 2018 年上半年短交储蓄型产品新业务价值率维持 15%，其他类产品新业务价值率维持 49%；

(2) 2018 年上半年中国平安短交储蓄型产品首年保费同比下滑 15%；

那么当其他类型产品首年保费同比增速达到 22%时，上半年新业务价值同比增速可达到 15%。

表 3：2018 年上半年保费及新业务价值测算

|           | 2018H 首年保费同比 | 2018H 首年保费 | 2018H 新业务价值率 | 2018H 新业务价值 |
|-----------|--------------|------------|--------------|-------------|
| 短交储蓄型产品   | -15%         | 41195      | 15%          | 6344        |
| 其他类产品     | 22%          | 77755      | 49%          | 37979       |
| 合计        | 6%           | 118950     | 37%          | 44323       |
| 新业务价值同比增速 |              |            |              | 15%         |

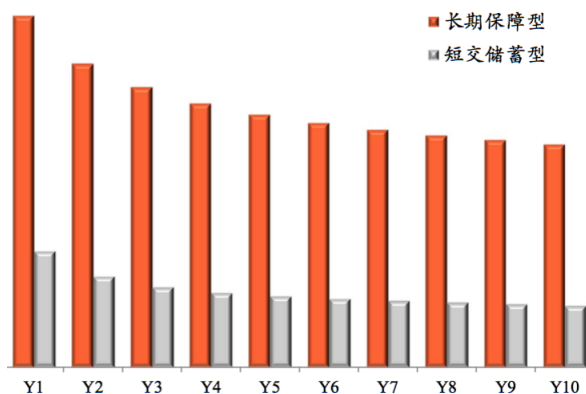
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

寿险业务盈利核心来源是稳定的剩余边际释放，剩余边际摊销=精算边际利润率\*个险新单，其中精算边际利润率主要取决于产品结构，一般而言，长期保障型产品精算边际利润率高于短交储蓄型产品。开门红保费下滑即意味着个险新单下滑，而长期保障型产品占比是否能够提升，就成为精算边际利润率是否能够提升、剩余边际摊销是否能够维持稳定的核心因素。



图 6：长期保障型产品精算边际利润率较高

不同类型产品新保单的剩余边际释放模式  
-基于相同FYP



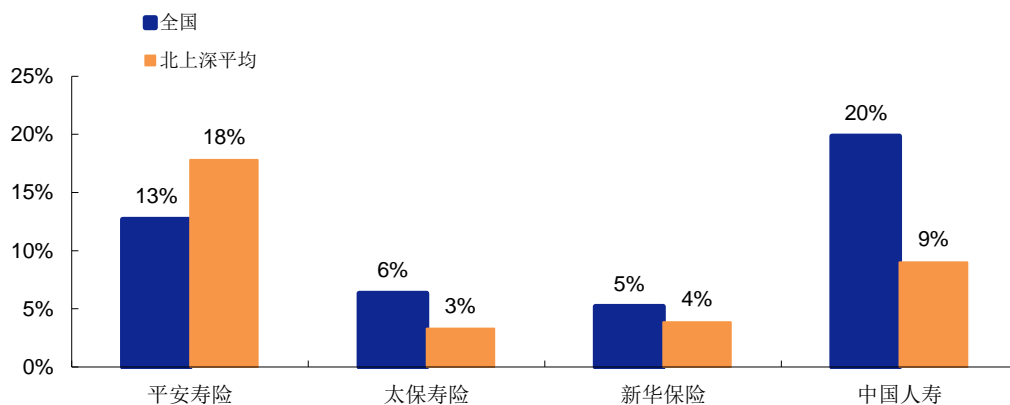
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3. 客户的地域分布影响保单价值

#### 3.1. 中国平安一线城市市场份额领先

与太保寿险、新华保险、中国人寿相比，中国平安在北上深等一线城市市场份额高于全国市场份额，体现出公司在一线城市竞争力更强。

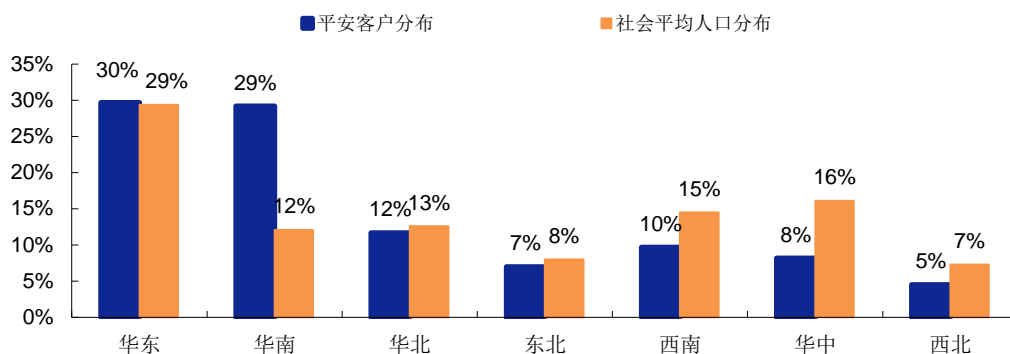
图 7：上市险企一线城市市场份额（2016 年）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

中国平安 70%的个人客户集中于经济发达地区，客户质量好于同业。

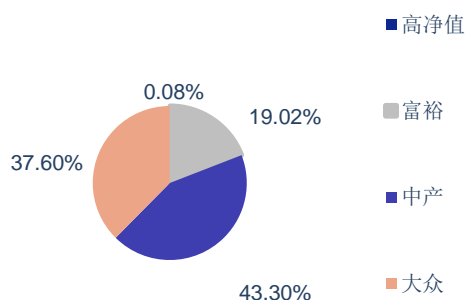
图 8：2016 年中国平安客户集中于经济发达地区



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

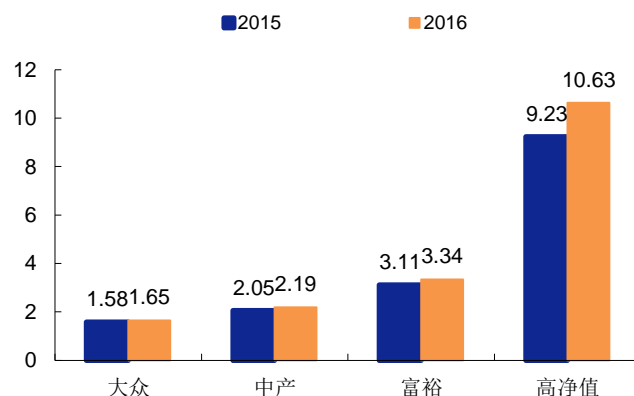
中国平安客户财富结构逐步优化。2016 年中产及以上客户占比达 62.4%，较 2015 年提升 4.5 个百分点。而随着客户财富等级的提升，人均合同数也在增加，中产级别客户人均合同数为 2.19 件/人，高净值人均合同数超过 10 件/人，财富结构的优化意味着公司客户价值在边际提升，客户粘性也在增强。

图 9：2016 年客户财富结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：2016 年客均合同数随财富等级提升递增（个）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

由于客户主要分布区域的不同，不同公司价值增长也存在差异，在一线城市市场份额较高的中国平安开门红情况也好于其他保险公司。

### 3.2. 富裕地区营销员展业效率较高

保险公司在经济发达地区的业务价值相对更高，主要原因包括：

- (1) 经济发达地区营销员受教育水平相对较高，整体素质也较高；
- (2) 经济发达地区一般均为大型都市，人口密度较高，如 2016 年深圳人口密度达 5689 人/平方公里，上海人口密度达 3833 人/平方公里，营销员展业相对更为容易。
- (3) 经济发达地区人们收入水平更高，带来件均保费要高于其他区域，也更容易接受较为复杂的长期保障型产品，使得保险公司在经济发达地区的业务利润率要高于其他区域。

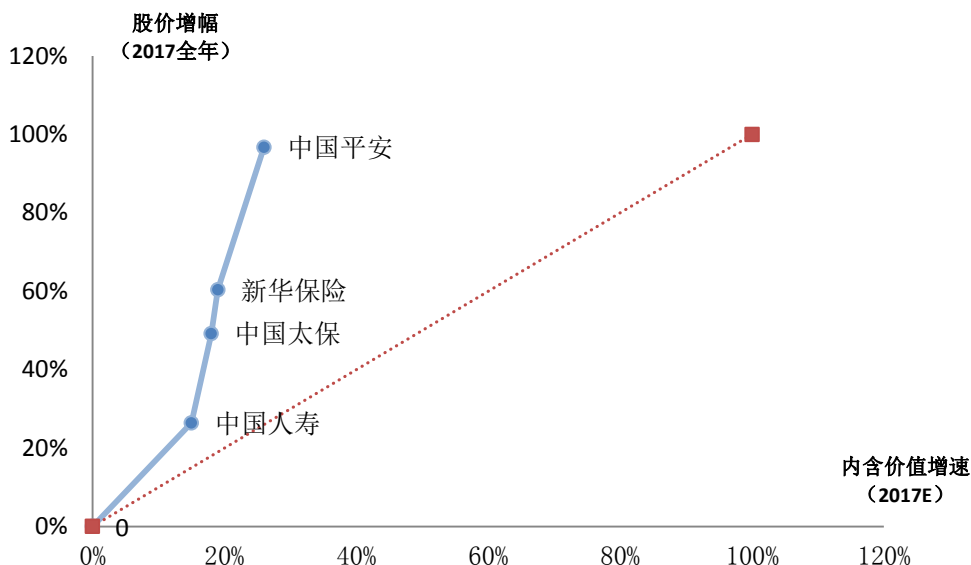
## 4. 寿险公司内含价值的分拆与 MOIC 模型

### 4.1. 内含价值-股价联动及 MOIC 模型

#### 4.1.1. 内含价值-股价联动模型

2018 年 1 月 12 日我们发布报告《保险灰犀牛系列之二：负债端死差而非投资端利差是保险股价值变动的主因》构建了“内含价值-股价联动模型”，透过模型我们发现 2017 年四家 A 股上市保险公司股价涨幅与其内含价值增速呈高度线性关系并且斜率远大于 1。

图 11：内含价值-股价联动模型



资料来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

我们认为：

(1) 2017 年保险公司内含价值增长的主要来源是负债端的改善，死差益的增长，而内含价值增速出现差异的主要原因是个险新单增速以及业务结构的不同。

(2) 2017 年保险股股价涨幅远超内含价值增速的原因是债市利率上行，避险情绪提升，市场震荡下保险股成为比较好的避险工具。

#### 4.1.2. MOIC 模型

2017 年 8 月 2 日我们发布报告《保险集团的估值框架和趋势探究》构建 MOIC 模型，全面剖析保险公司价值增长的驱动力，保险集团=销售公司（Marketing）+运营公司（Operation）+投资公司（Investment）+资本公司（Capital）。



图 12: MOIC 模型



资料来源: 安信证券研究中心

## 4.2. 寿险公司的内含价值分析

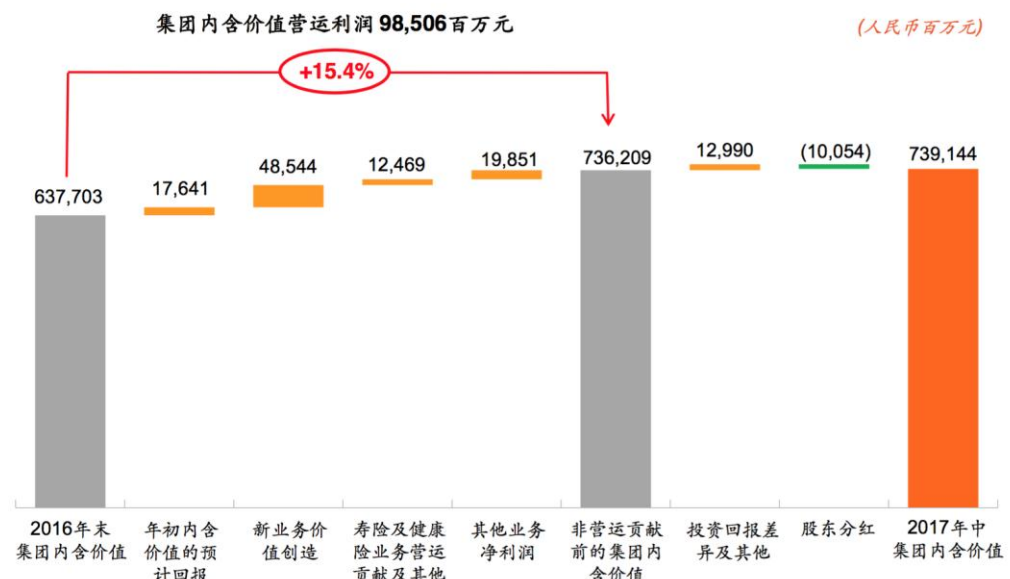
### 4.2.1. 中国平安内含价值 MOIC 解析

中国平安 2017 年上半年内含价值变动主要由内含价值预期回报、新业务价值创造、寿险营运贡献以及投资回报偏差组成, 从 MOIC 角度拆分寿险相关内含价值如下:

- (1) 销售公司 (M): 新业务价值创造等, 2017 年预计贡献增速 14%
- (2) 运营公司 (O): 营运贡献 (或营运经验差异) 等, 2017 年预计贡献增速 2%;
- (3) 投资公司 (I): 投资回报差异等, 2017 年预计贡献增速 4%;
- (4) 资本公司 (C): 内含价值预计回报、股东分红等, 2017 年预计贡献增速 2%。

而非寿险部分则包括其他业务调整净资产、其他业务资本注入等, 2017 年预计贡献增速 3%, 因此预计 2017 年中国平安内含价值同比增速将在 25% 左右。

图 13: 中国平安内含价值变动分析 (2017H)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 4.2.2. 内含价值增长驱动近年有所转变

2014 年-2015 年间，内含价值增速中投资公司贡献增速占据较大比重，2014 年投资公司贡献增速维持在 4%-18%，2015 年则维持在 2%-9% 的水平，当时保险公司更加注重理财型产品销售，盈利也更加依赖于资产端而非负债端，因此保险公司价值驱动力主要为利差。

表 4：2014-2015 年内含价值增速拆分

| 2015 年      | 中国平安  | 中国太保   | 新华保险 | 中国人寿 |
|-------------|-------|--------|------|------|
| 内含价值同比增速    | 20%   | 20%    | 21%  | 23%  |
| 其中：销售公司贡献增速 | 7%    | 7%     | 8%   | 7%   |
| 投资公司贡献增速    | 3%    | 2%     | 9%   | 5%   |
| 运营公司贡献增速    | 0.19% | -0.03% | -4%  | -1%  |
| 资本公司贡献增速    | 4%    | 6%     | 9%   | 12%  |
| 非寿险公司贡献增速   | 7%    | 5%     | -    | -    |
| 新业务价值同比增速   | 40%   | 38%    | 35%  | 36%  |

| 2014 年      | 中国平安 | 中国太保 | 新华保险 | 中国人寿 |
|-------------|------|------|------|------|
| 内含价值同比增速    | 39%  | 19%  | 32%  | 33%  |
| 其中：销售公司贡献增速 | 7%   | 6%   | 8%   | 7%   |
| 投资公司贡献增速    | 6%   | 4%   | 18%  | 11%  |
| 运营公司贡献增速    | 1%   | -1%  | -5%  | -1%  |
| 资本公司贡献增速    | 5%   | 10%  | 12%  | 15%  |
| 非寿险公司贡献增速   | 21%  | -1%  | -    | -    |
| 新业务价值同比增速   | 21%  | 16%  | 16%  | 9%   |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2016 年以来随着业务结构优化，死差益占比逐步超过利差益，销售公司贡献增速逐步提升。2016 年以来上市险企内含价值增速中，销售公司贡献增速维持在 9% 以上，保险公司价值驱动由利差逐步转变为死差。

表 5：2016-2017 年内含价值增速拆分及预测

| 2017 年预测    | 中国平安 | 中国太保 | 新华保险 | 中国人寿 |
|-------------|------|------|------|------|
| 内含价值同比增速    | 25%  | 18%  | 19%  | 15%  |
| 其中：销售公司贡献增速 | 14%  | 13%  | 10%  | 9%   |
| 投资公司贡献增速    | 4%   | -1%  | -1%  | -2%  |
| 运营公司贡献增速    | 2%   | -4%  | 2%   | 4%   |
| 资本公司贡献增速    | 2%   | 6%   | 8%   | 4%   |
| 非寿险公司贡献增速   | 3%   | 4%   | -    | -    |
| 新业务价值同比增速   | 30%  | 35%  | 30%  | 25%  |

| 2016 年      | 中国平安   | 中国太保   | 新华保险 | 中国人寿 |
|-------------|--------|--------|------|------|
| 内含价值同比增速    | 15%    | 20%    | 25%  | 16%  |
| 其中：销售公司贡献增速 | 12%    | 11%    | 10%  | 9%   |
| 投资公司贡献增速    | -0.10% | -0.47% | -4%  | -6%  |
| 运营公司贡献增速    | -8%    | -2%    | -4%  | 8%   |
| 资本公司贡献增速    | 2%     | 6%     | 23%  | 5%   |
| 非寿险公司贡献增速   | 9%     | 5%     | -    | -    |
| 新业务价值同比增速   | 32%    | 57%    | 36%  | 56%  |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

展望 2018 年，根据开门红情况，我们假设 2018 年上市险企新业务价值同比增速分别为：中国平安 0%/中国太保-20%/新华保险-25%/中国人寿-30%，那么销售公司对于内含价值贡献增速将在 6%-11%的水平（中国平安 11%/中国太保 9%/新华保险 7%/中国人寿 6%，占比均超过 50%），死差而非利差是推动寿险业务价值提升的主要驱动力。

**表 6：2018 年内含价值敏感性测试**

|                          | 中国平安   | 中国太保   | 新华保险   | 中国人寿   |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 新业务价值同比增速假设              | 0%     | -20%   | -25%   | -30%   |
| <b>2018 年内含价值同比增速分析：</b> |        |        |        |        |
| 销售公司贡献增速                 | 11%    | 9%     | 7%     | 6%     |
| 投资公司贡献增速                 | 1%     | -1%    | 1%     | -2%    |
| 运营公司贡献增速                 | 1%     | -1%    | -2%    | 1%     |
| 资本公司贡献增速                 | 1%     | 2%     | 5%     | 5%     |
| 非寿险公司贡献增速                | 4%     | 2%     | -      | -      |
| 2018 年内含价值同比增速           | 19%    | 11%    | 11%    | 10%    |
| 2017 年内含价值同比增速           | 25%    | 18%    | 19%    | 15%    |
| 2018 年内含价值增速较之 2017 年减少  | 6 个百分点 | 7 个百分点 | 8 个百分点 | 5 个百分点 |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 5. 险企估值水平及 AH 差异分析

对应于 2017 年末内含价值，目前 A 股上市险企 PEV 平均值为 1.35 倍，略高于历史平均水平。

**表 7：上市险企当前市值对应 2017 年末 PEV**

|      | A 股当前市值对应 2017 年末 PEV | H 股当前市值对应 2017 年末 PEV |
|------|-----------------------|-----------------------|
| 中国平安 | 1.75                  | 1.74                  |
| 中国太保 | 1.25                  | 1.05                  |
| 新华保险 | 1.22                  | 0.87                  |
| 中国人寿 | 1.17                  | 0.83                  |

资料来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

从上市险企 A 股股价/H 股股价的比例来看，在经历了 2017 年四季度该比例持续提高之后，2018 年以来 A 股股价/H 股股价大幅下降。

**表 8：AH 股股价及对比明细（截至 2018.1.26 收盘）**

|      | A 股股价 | H 股股价 | A 股股价/H 股股价 |
|------|-------|-------|-------------|
| 中国平安 | 75.29 | 74.74 | 1.01        |
| 中国太保 | 39.25 | 33.13 | 1.18        |
| 新华保险 | 59.15 | 42.02 | 1.41        |
| 中国人寿 | 30.29 | 21.44 | 1.41        |

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 6. 推荐标的：中国平安

我们继续推荐营销员人数和产能双轮驱动、产品结构较好、在经济发达地区市场份额领先的中国平安。

(1) 中国平安营销员人数和产能双轮驱动，预计 2018 年营销员人数将保持 15%左右的增

长，营销员素质高于同业，客户迁徙将继续提高其人均件数，进而提升人均产能。

(2) 中国平安产品结构好于同业，长期保障型产品新业务价值率高达 86%。受益于营销员素质较高，后续公司有望通过加大保障型产品销售来实现新业务价值稳健增长。

(3) 中国平安在北上深等一线城市市场份额领先，客户大部分位于经济发达地区会使得公司件均保费高于同业，并且在经济发达地区能够更容易销售价值率更高的长期保障型产品，推动公司新业务价值率提高。

## 7. 保险深度报告列表

### 行业报告

《保险集团的估值框架和趋势研究》

《保费开门红点评：无可奈何花落去》

《保险灰犀牛系列之一：保费开门红负增长解析》

《保险灰犀牛系列之二：负债端死差而非投资端利差是保险股价值变动的主因》

### 公司报告

《中国平安：消费金融时代的零售金融王者》

《中国平安：科技提升金融价值，输出四大生态圈》

《新华保险：转型聚焦健康险，死差益催生价值》

《中国太保：深耕保险全产业链，转型实现价值增长》

《中国人寿：寿险龙头蓄势后发，产能增长投资上行》

### 湘怀聊金融之保险篇

《第 1 期：谁是金融白马——保险股涨 Vs. 银行股跌》

《第 2 期：保险股与贵州茅台大涨之谜》

《第 3 期：死差益和利差益，谁在推动保险价值增长？》

《第 4 期：估值奇谈：保险 A 股和友邦港股孰贵？》

《第 5 期：保费收入增长空间几何？》

《第 6 期：10 年期国债利率跌了，保险股还能涨吗？》

《第 7 期：中国版 IFRS9 实施在即，经营稳健保险姓保》

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

赵湘怀、贺明之声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



### ■ 销售联系人

|       |     |                  |                           |
|-------|-----|------------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701     | gejy@essence.com.cn       |
|       | 朱贤  | 021-35082852     | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 许敏  | 021-35082953     | xumin@essence.com.cn      |
|       | 章政  | 021-35082861     | zhangzheng@essence.com.cn |
|       | 孟硕丰 | 021-35082788     | mengsf@essence.com.cn     |
|       | 李栋  | 021-35082821     | lidong1@essence.com.cn    |
|       | 侯海霞 | 021-35082870     | houhx@essence.com.cn      |
|       | 潘艳  | 021-35082957     | panyan@essence.com.cn     |
|       | 刘恭懿 | 021-35082961     | liugy@essence.com.cn      |
|       | 孟昊琳 | 021-35082963     | menghl@essence.com.cn     |
| 北京联系人 | 王秋实 | 010-83321351     | wangqs@essence.com.cn     |
|       | 田星汉 | 010-83321362     | tianxh@essence.com.cn     |
|       | 李倩  | 010-83321355     | liqian1@essence.com.cn    |
|       | 周蓉  | 010-83321367     | zhourong@essence.com.cn   |
|       | 温鹏  | 010-83321350     | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 张莹  | 010-83321366     | zhangying1@essence.com.cn |
|       | 胡珍  | 0755-82558073    | huzhen@essence.com.cn     |
| 深圳联系人 | 范洪群 | 0755-82558044    | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 巢莫雯 | ? 0755-82558183? | chaomw@essence.com.cn     |
|       | 黎欢  | 0755-82558045    | lihuan@essence.com.cn     |

### 安信证券研究中心

#### 深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

#### 上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

#### 北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034