

证券研究报告 / 行业深度报告

**优于大势**

上次评级： 优于大势

## 保监人身险[2017]134号文专题研究 1

### 年金附加万能组合停售前瞻性分析：回归本源，长期向好

2017年10月1日，保监人身险〔2017〕134号文将正式实施，**新规下，两全、年金，首次生存金给付应在保单生效满5年之后，且每年给付或领取比例不得超过已交保险费的20%；险企不得以附加险形式设计万能或投连产品。**2016年以来，保监会持续强调保险姓保、回归保障本源。相关政策一脉相承，彰显从严监管的态度与决心。

年金产品附加万能账户是寿险市场产品销售的主流之一。一方面，投保人通过主险的年金产品享受保险保障；另一方面，每年定期获得生存金（通常为基本保额的一定比例）自动进入附加的万能账户，通过日复利、月结息（市场主流的万能类产品历史结算利率在4.5%左右，部分中小险企的万能结算利率高达6%甚至更高）的方式提升投资回报，吸引客户的目光。该组合的强势卖点在于“快速高额返还+复利型二次成长”。**每年开门红，这类产品是给险企带来大量现金流的主流产品。**一方面能快速做大保费规模，另一方面从渠道角度分析是代理人完成业绩，银行完成中间收入目标的重要贡献。

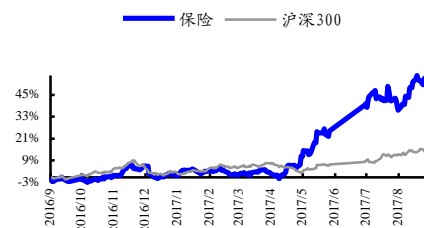
整体来看，中小险企受到的冲击将更为明显，而上市险企依托自身在品牌、渠道、技术和产品等方面的优势，影响可控。截止9月11日，处于“在售”状态的附加产品（万能型）总量为147个。从公司来看，泰康人寿（12个）、合众人寿（10个）、信诚人寿（7个）、光大永明（7个）和阳光人寿（7个）数量排名前五。上市险企中，国寿3个、新华2个、太保寿、平安寿和平安养老各1个。我们认为10月1日后，这些产品基本将全部退出新单的历史舞台。不少险企已提前应对监管（一方面响应监管号召；另一方面做好产品内外外部升级衔接工作）。

从上市险企来看，国寿影响相对最为明显，2016年排名前三位的产品国寿鑫丰新两全保险（A款）、国寿鑫年金保险和国寿鑫福年年年金保险全部面临停售压力。新华保险和太平洋人寿次之，主要原因是虽然前五产品中均有三款将会遭到停售，但其停售产品2016年新单标保已呈现收缩趋势，公司已提前规划产品转型。**平安人寿是受此次保监人身险134号文冲击相对较小的上市公司。**

**投资建议：**后续我们将会持续关注新规对行业及上市险企的影响。新规在坚持回归保险保障本源的同时，进一步强调大力发展保障型业务和长险保单。短期来看，新规确实会因产品销售难度加大对17年四季度和18年开门红产生一定的冲击，但长期来看有利于寿险行业回归保障本源，提升死差占比，优化自身利源结构，提高NBV Margin，防范可能出现风险等。从监管层的角度出发，新规绝无限制行业发展之意。根据国务院保险国十条的发展目标，未来四年每年复合增长率仍然将保持在12%。新规重塑行业发展格局，但行业发展机遇依旧向好。推荐顺序：中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿。

**风险提示：**行业监管超出预期，新产品申报结果不达预期

#### 历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	4.89%	19.99%	49.18%
相对收益	2.38%	12.55%	34.61%

#### 重点公司

中国平安  
中国太保  
新华保险  
中国人寿

#### 投资评级

买入  
买入  
买入  
增持

#### 相关报告

《保险行业 2017 中报综述：寿险 NBV 增速创新高，投资收益边际改善，回归本源强者恒强！》

2017-09-08

《2017 年下半年保险板块策略：乘“回归保障”之风，享“政策改革”之利》

2017-07-08

《保险行业 5 月月报：平安坐回寿险第二把交椅，行业基本面改善加速明确》

2017-07-06

《税延养老险酝酿千亿增量，险资投资再迎新机遇》

2017-07-06

**证券分析师：张经纬**

执业证书编号：S0550517080002  
(021)20363209 zhangjw@nesc.cn

**研究助理：葛玉翔**

执业证书编号：S0550517080040  
(021)20361183 geyx@nesc.cn  
13761633787

## 目 录

<b>1. 政策出台背景.....</b>	<b>3</b>
1.1. 政策细节分析.....	3
1.2. 坚定回归本源的监管思路.....	4
1.3. 坚持保险姓保，持续强调人身险产品保障重要性.....	4
<b>2. 主险年金，附加万能账户的产品组合将面临停售的压力.....</b>	<b>7</b>
2.1. “快速高额返还+复利型二次成长”是年金附加万能强势卖点.....	7
2.2. 快速返还产品面临进一步压制，附加万能账户或将退出新单历史舞台.....	8
2.3. 寿险行业将进一步回归本源：保险姓保+拉长期限.....	10
<b>3. 上市险企影响及部分典型产品组合分析.....</b>	<b>11</b>
3.1. 上市险企主险及附加万能账户情况.....	11
3.2. 安邦长寿安享5号 年金保险计划.....	14
3.3. 国寿鑫福年年组合.....	15
3.4. 太平洋人寿·利赢年年产品组合计划.....	16
<b>4. 后市展望.....</b>	<b>17</b>
4.1. 万能险回归保障本源，主险拉长期限、保障成本增加.....	17
4.2. 产品销售难度加大，考验业务员专业素养.....	18
4.3. 万能年金附加六款保障型主险：平安智悦人生年金保险.....	18
4.4. 倒逼寿险公司回归保障本源，提升业务品质.....	20
<b>5. 投资建议.....</b>	<b>22</b>

## 1. 政策出台背景

2016 年以来，保监会不断强调保险姓保、回归本源。2017 年 10 月 1 日，保监人身险〔2017〕134 号文即将正式实施，这将对寿险公司的产品开发与经营策略产生深远的影响。新规下，两全、年金，首次生存金给付应在保单生效满 5 年之后，且每年给付或领取比例不得超过已交保险费的 20%；险企不得以附加险形式设计万能或投连产品。业内预计，这是即 4 月 1 日后，行业迎来的第二批产品集中下架。

### 1.1. 政策细节分析

保监人身险 134 号文《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》下发后，寿险行业一片哗然。在我们草根调研期间，甚至有险企精算师反映是继 2013 年寿险费率市场化改革后，行业内面临的第二次变革。

具体来看，细则明确规定了“三大产品设计原则”、“四类重点鼓励产品”和“七项产品设计红线”，在强化保险姓保、回归本源的同时为防范金融风险做出了实质性的规定。

表 1：保监会人身险 134 号文政策细节分析

原则、方向与红线	具体细则
开发设计保险产品时应当遵循并坚持的原则	1. 以消费者需求为中心 2. 发展符合自身规律，符合国家发展战略导向的人身险产品 3. 发展保障功能突出，符合损失分担、风险同质和大数法则的人身险产品
支持并鼓励大力发展下列人身保险产品	1. 定期寿险、终身寿险，应重点服务于身故风险的保障规划 2. 长期年金保险，应重点服务于长期生存金、长期养老金的积累 3. 健康险，应重点服务于看病就医等健康保障规划 4. 为特定人群开发的专属保险保障产品
开发设计的保险产品应当符合的要求	1. 两全保险产品、年金保险产品，首次生存保险金给付应在保单生效满 5 年之后，且每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的 20% 2. 万能型保险产品、投资连结型保险产品设计应提供不定期、不定额追加保险费，灵活调整保险金额等功能。保险公司不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型保险产品 3. 护理保险在保险期间届满前给付的生存保险金，应当以被保险人因保险合同约定的日常生活能力障碍引发护理需要为给付条件 4. 失能收入损失保险在保险期间届满前给付的生存保险金，应当以被保险人因合同约定的疾病或者意外伤害导致工作能力丧失为给付条件 5. 团体医疗保险中，收取的医疗保费应全部用于医疗保险责任的保险金给付，且产品定价利率应符合相关监管规定要求 6. 产品名、说明书以及宣传材料中不得包含“理财”“投资计划”等表述 7. 对产品进行组合销售的，应告知为“保险产品组合”或“保险产品计划”

数据来源：东北证券，保监会

## 1.2. 坚定回归本源的监管思路

2016 年以来，保监会持续强调保险姓保、回归保险保障本源。一系列关于中短存续期产品限制（[2016]22 号文）、人身保险产品风险保障水平的提高（[2016]76 号文）、附加万能账户和鼓励保险保障产品开发（[2017]134 号文）陆续出台，相关政策一脉相承，彰显从严从实监管的态度与决心。

表 2: 保监会自 2016 年以来持续强调保险姓保回归本源

日期	文件	要点
2016/3/18	《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》 保监发[2016]22	1. 重新定义高现价产品为中短期存续品，系指前 4 个保单年度中任一保单年度末保单现金价值与累计生存保险金之和超过累计保费，且预期超过 60% 的保单存续期不足 5 年的人身险产品（ <u>投资连结保险产品、变额年金保险产品除外</u> ）； 2. 严格控制中短期存续品收入规模。
2016/9/6	《进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》 保监发[2016]76	1. 个人定期寿险、个人两全保险、个人终身寿险和个人护理保险产品，死亡保额或护理责任保额与累计已交保费或账户价值的比例对应不同区间的到达年龄设置下限：160%（18 岁-40 岁），140%（41 岁-60 岁）120%（61 岁以上）； 2. 万能险责任准备金评估利率上限调整为 3%； 3. 自 2017 年 1 月 1 日起：1） <u>对于投连、变额年金，应按照中短存续期产品的定义要求进行评估和报告</u> ，2） <u>保险公司不得将终身险、年金险、护理险设计成中短存续期产品等</u> 。
2016/9/6	《关于强化人身保险产品监管工作的通知》 保监寿险[2016]199	人身保险产品实行事后备案和事后抽查管理；加强人身保险新型产品销售管理，加强对万能险的经营管理
2016/12/30	《关于进一步加强人身保险监管有关事项的通知》 保监发[2016]113	中短存续期产品季度规模保费收入占当季总规模保费收入比例高于 50% 的人身保险公司一年内将不予批准新设分支机构
2017/5/16	《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》 保监人身险[2017]134	1. 首次生存保险金给付应在保单生效满 5 年之后； 2. 每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的 20%； 3. 保险公司不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型保险产品。
2017/5/19	《关于进一步加强人身保险公司销售管理工作的通知》 保监人身险[2017]136	各人身保险公司应对捏造散布“返还型健康险被叫停”、“部分重大疾病将列为免责病种”等虚假信息的炒作行为和通过虚假宣传引诱投保人订立保险合同等违规销售问题开展全面清查和责任追究

数据来源：东北证券，保监会

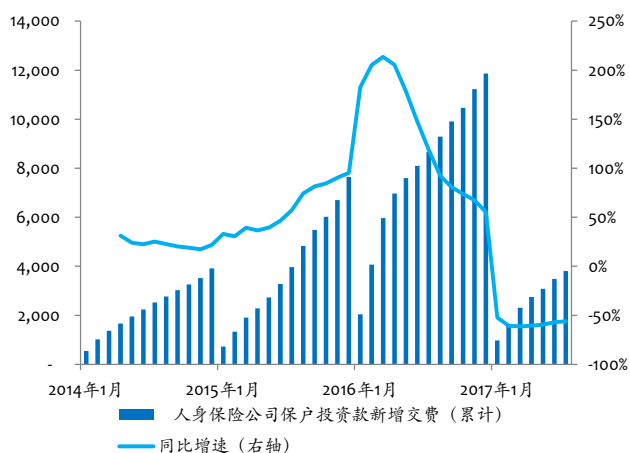
## 1.3. 坚持保险姓保，持续强调人身险产品保障重要性

2015 年以来随着行业外部环境的变化（主要是持续的低利率环境和监管层对险资运用的不断放开），部分中小险企通过高结算利率的万能险（在报表和每月保监会披



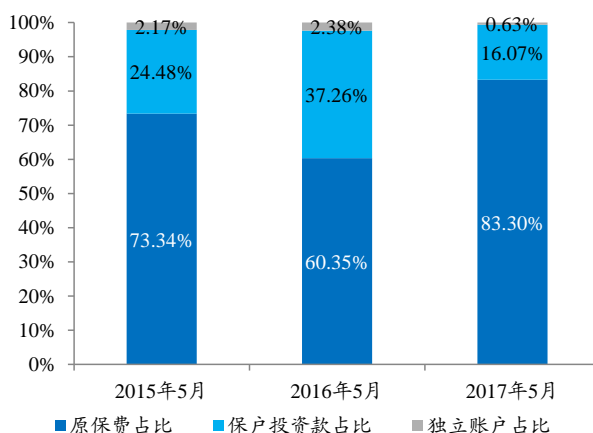
露的行业经营数据中体现为保户储金及投资款)，沿袭“资产驱动负债”模式的路径，通过自身在资产端的相对“激进”的投资运作快速扩张规模保费的同时成功实现了弯道超车。然而，保监发[2016]76号中对中短存续期产品更加严格的额定义和规模限制（自2017年1月1日起，对于投连、变额年金，应按照中短存续期产品的定义进行评估和报告，且对于附加万能保险和附加投连等产品，应单独判断是否属于中短存续期产品）让行业万能险规模增速骤然降温。以安邦人寿为例，2016年公司实现原保费收入达1141.97亿元（市占率5.26%），同比翻番；保户储金及投资款当年新增缴费为2162.89亿元（市占率18.2%），同比骤增近5.3倍；而进入2017年以来其万能险规模保费持续收缩，截至2017年前7个月，安邦人寿保户投资款同比大幅回落近98%，监管效果立竿见影。

图 1：人身险公司保户投资款



数据来源：东北证券，保监会

图 2：寿险公司规模保费占比



数据来源：东北证券，保监会

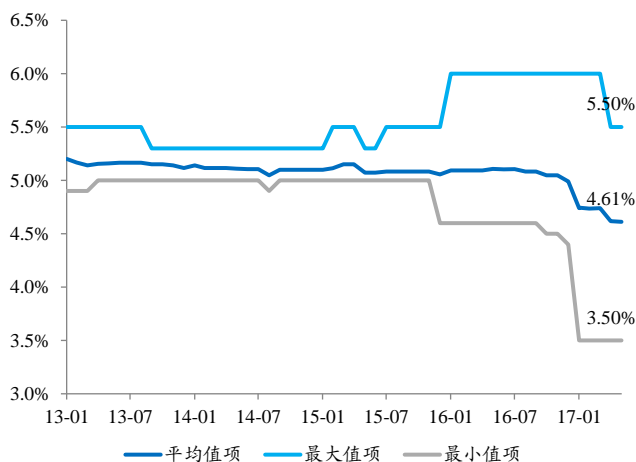
以安邦为代表的部分激进中小险企，万能险产品退保收费低，保障成本小且不收取额外费用，是典型的“明保险实理财”。以安邦盛世3号终身寿险（万能型）为例，该产品最低保证利率为3.50%，公司不收取保单管理费，前4个保单年度不收取风险保费，也即风险保障几乎为零，产品责任方面，其身故保险金85周岁前账户价值120%，85周岁后为账户价值，是银保趸交型产品。退保手续费方面，第1年扣3%，第2年扣2%，第3年扣1%，三年后部分领取或退保无手续费。从实际来看，该产品的2013年至2016年实际结算收益率平均约为年化5.15%，最高5.2%，最低4.5%。因此，保单持有1年的平均年化收益为1.996%，持有两年的平均年化收益为4.093%，持有三年的平均年化收益为4.798%，因此该产品是保监会新规下典型的中短期存续品，并且对于有流动性需求的保单持有人往往会选择在前三年内结束该保单。

我们整理了安邦人寿母公司统计口径下保户储金及投资款的科目变动情况，并发现其退保率（退保及理赔扣除/当期投资款收入）2014年与2015年分别为18.29%及10.42%，而管理费率仅分别为0.99%和0.26%，风险保费率几乎为零，也即是说该产品基本不包含保险保障部分。

从严监管落到实处，安邦人寿被重罚，2017年5月单月原保费收入仅为5653万元。5月初，保监会下发处罚函：经核查发现，“安邦长寿安享5号年金保险”产品设计偏离保险本源，通过生存金返还设计形式，将消费者所交保费大量快速返还，把长

期年金保险“长险短做”，实际做成两年期业务，规避中短存续期产品的有关监管规定，扰乱市场秩序。要求自监管函下发之日起三个月内，禁止安邦人寿申报新的产品。处罚给安邦原保费收入带来了灾难性的影响，安邦人寿5月当月实现原保费收入仅为5653万元，而2016年同期原保费收入为82.29亿元。

图 3: 安邦人寿万能险历史结算利率



数据来源: 东北证券, 公司官网

图 4: 安邦人寿母公司保户投资款科目分析

项目	2014 年	2015 年
投资款收入 (亿元)	82.35	379.47
保户投资款期末余额 (亿元)	162.37	515.08
保户投资款平均余额 (亿元)	126.47	339.18
投资款流入率	65.11%	111.88%
退保率	18.29%	10.42%
初始费及管理费率	0.99%	0.26%
风险保费率	0.01%	0.00%

数据来源: 东北证券, 公司年度信息披露

表 3: 安邦人寿保险各渠道销售的主要万能险产品 (基本为偏重理财的产品)

渠道	产品名称	最低保证利率	初始费用	风险保费	保单管理费	承保期间	保单利益概述	缴费方式	退保/部分领域
银保	安邦东风 5 号两全保险 (万能型)	3.50%	无	无	无	10 年	身故保险金: 前五个 (之后) 保单年 120% (100%) 保单账户价值; 满期保险金: 按照保单账户价值给付, 效力终止; 持续交费特别奖励: 2% 计入保单账户。	趸交	第 1 年扣 5%, 第 2 年扣 4%, 第 3 年扣 3%, 第 4 年扣 2%, 第 5 年扣 1%, 第六年以后无
	安邦盛世 9 号两全保险 (万能型)	3.50%	首期保费的 4%	无	无	8 年、10 年、15 年和 20 年四种		期交 (3 年)	
	安邦盛世 3 号终身寿险 (万能型)	3.50%	无		无	终身		趸交	第 1 年扣 3%, 第 2 年扣 2%, 第 3 年扣 1%, 三年后部分领取或退保无手续费
	安邦盛世 5 号终身寿险 (万能型)	3.50%	无	第 5 个保单周年起	无	终身	身故保险金: 85 周岁前账户价值 120%; 85 周岁后账户价值	趸交	第 1 年扣 5%, 第 2 年扣 4%, 第 3 年扣 3%, 第 4 年扣 2%, 第 5 年扣 1%, 五年后退保或部分领取无手续费
	安邦裕富满堂 2 号终身寿险 (万能型)	3.50%	无		无	终身		趸交	第 1 年扣 5%, 第 2 年扣 4%, 两年后退保或部分领取无手续费。

数据来源: 公司官网产品信息披露, 保险行业协会

注: 本表格制表日期在 2017 年 4 月 1 日之前, 上述表格中部分产品因为不符合[2016]76 号文规定已被下架

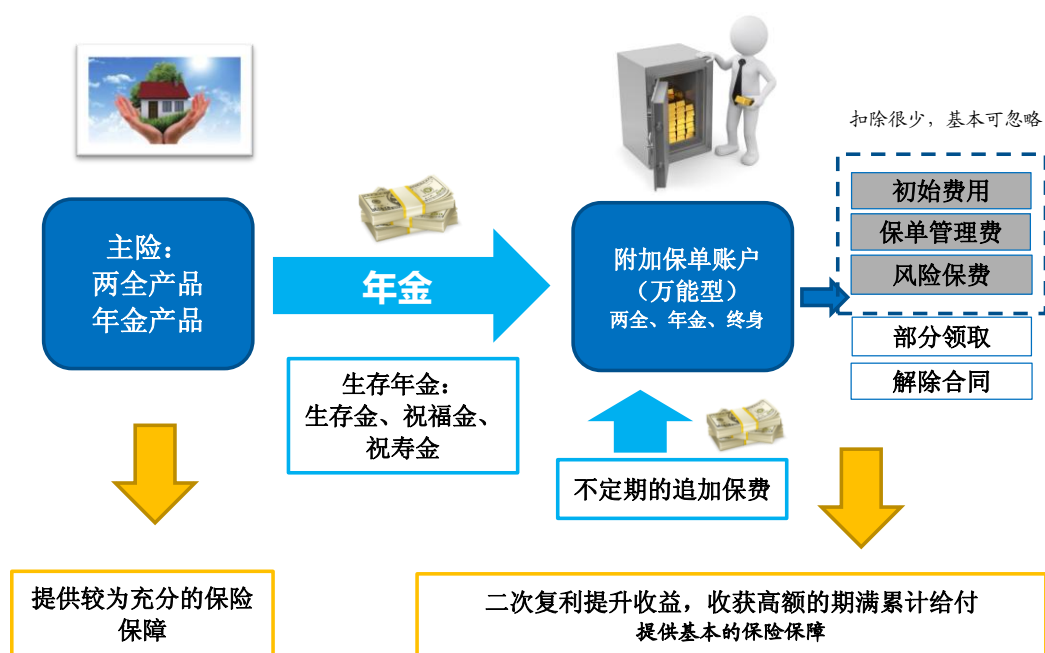
## 2. 主险年金，附加万能账户的产品组合将面临停售的压力

### 2.1. “快速高额返还+复利型二次成长”是年金附加万能强势卖点

根据我们的观察，在当前的人身保险市场中，年金产品附加万能账户是寿险市场产品销售的主流之一。一方面，投保人通过主险的年金产品享受保险保障；另一方面，每年定期获得生存金（通常为基本保额的一定比例）自动进入附加的万能账户，通过日复利、月结息（市场主流的万能类产品历史结算利率在 4.5% 左右，部分中小险企的万能结算利率高达 6% 甚至更高）的方式提升投资回报，吸引客户的目光。因此，对于这类保单，期末保单现金价值包括两部分：主险年金的现金价值+附加万能账户的保单账户价值，也即为该保险计划的强势卖点：“快速高额返还+复利型二次成长”。

每年 1 月份的开门红中，快返年金与高收益的万能险组合，是给保险公司带来大量现金流的主流产品。一方面能快速做大险企保费规模，另一方面从渠道角度分析是代理人完成业绩，银行完成中间收入目标的重要贡献点。近年频繁爆出“亿元保单”都是此类产品的“战果”。

图 5：主险年金附加万能账户的运作模式示意图



数据来源：东北证券

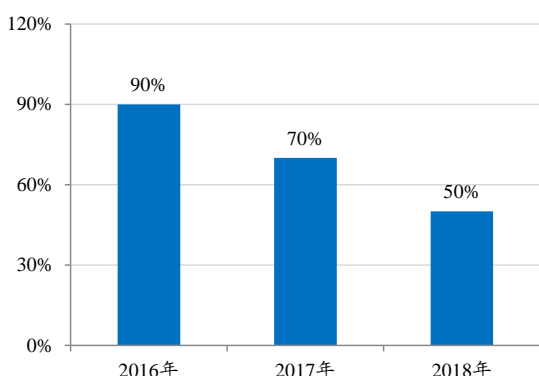
从监管的角度来看，为什么会主动叫停附加万能险业务呢？我们认为，主要是为防止监管套利的现象，有保险公司设计主款产品不是中短存续期产品，但其附加险是典型的中短期存续品。同时，该保险组合主险保费远小于附加万能险的保费规模；更有甚者后期客户主险退保，附加险保留继续复利增值，偏离了“保险姓保，回归本源”的产品设计思路，因此保监发[2016]76 号将投连、变额年金，按照中短存续

期产品的定义要求进行评估和报告是监管层防止监管套利的必然之举。

## 2.2. 快速返还产品面临进一步压制，附加万能账户或将退出新单历史舞台

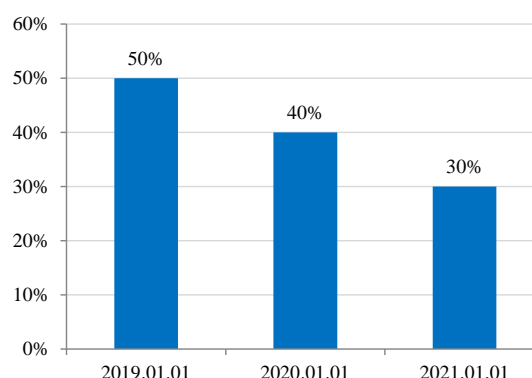
根据新规，两全、年金，首次生存金给付应在保单生效满 5 年之后，且每年给付或领取比例不得超过已交保险费的 20%，这是继[2016]76 号文后进一步对快速返还产品的限制。结合此前，保险公司中短存续期产品年度规模保费收入占当年总规模保费收入的比重在 2019 年年初、2020 年年初和 2021 年年初分别控制在 50%、40% 和 30% 以内，不难得出结论：快速返还产品面临进一步压制，

图 6: 预期 60% 以上的保单存续时间在 1 年以上 3 年以下的中短存续期产品的年度保费收入比重上限



数据来源：东北证券，保监会人身险[2016]22 号文

图 7: 保险公司中短存续期产品年度规模保费收入占当年总规模保费收入的比重上限



数据来源：东北证券，保监会人身险[2016]76 号文

图 8: 寿险公司中短存续期产品信息报送表

中短存续期产品信息表															
填报单位: _____				填报季度: _____ 年 _____ 季度				单位: 万元							
产品名称	设计类型	预期存续期限	定价附加费率	佣金/手续费率	当期保费收入	累计保费收入	当期退保金	累计退保金	本季度末投入资本	本季度末净资产	本季度末基准额	中短存续期产品保费收入超过限额部分的金额	本季度末综合偿付能力充足率	本季度末核心偿付能力充足率	预期存续期限 1 (含) 到 3 (不含) 年期产品占比
合计	--	--	--												

填报人: \_\_\_\_\_

复核: \_\_\_\_\_

注: 1. 设计类型指分红型、万能型或普通型。

2. 预期存续期限, 应反映该产品 60% 以上保单自签发之日起的预期存续时间, 结果取值为 0.5 年的整数倍。

3. 当期指本季度, 累计指本会计年度内。

4. 本季度末投入资本指的是保险公司所有者投入的货币资金, 等于实收资本 (或股本) 和资本 (或股本) 溢价所形成的资本公积之和。

5. 净资产指的是根据会计准则计算出的公司净资产。

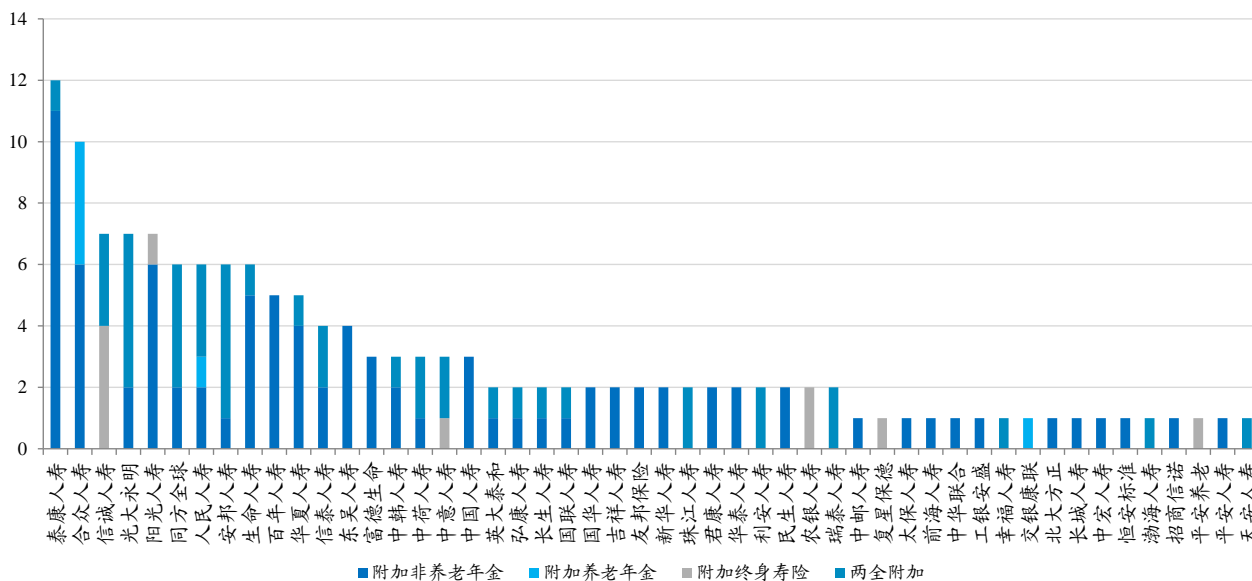
数据来源: 东北证券, 保监会 (<http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5168/info4023468.htm>)

我们查阅了保险行业协会人身险产品数据库, 截止 2017 年 9 月 11 日, 处于“在售”状态的寿险公司附加产品 (万能型) 总量为 147 个。从公司来看, 泰康人寿 (12 个)、合众人寿 (10 个)、信诚人寿 (7 个)、光大永明 (7 个) 和阳光人寿 (7 个) 数量排名前五。上市险企中, 国寿 3 个、新华 2 个、太保寿、平安寿和平安养老各 1 个。我们认为, 2017 年 10 月 1 日后, 这些产品基本将全部退出新单的历史舞台。不少



险企已提前应对监管（一方面响应监管号召；另一方面做好产品内外部升级衔接工作）。从产品结构来看，附加非养老年金、附加养老年金、附加终身寿险、两全附加产品数量分别为 88 个、6 个、10 个和 43 个。整体来看，中小险企受到的冲击将更为明显，而上市险企依托自身在品牌、渠道和产品等方面的得天独厚的优势，影响没市场此前预期的那么大。正如保监会副主席黄洪于 2017 年年初在国务院举办的新闻发布会上所描述的，“万能险有些公司的期限短，但是有些公司期限非常长，举一个例子，比如我算了一下平安的万能险，也是平安寿险公司的主打产品之一，平安人寿的万能险业务负债久期，平均为 11 年。万能险的负债期限不断拉长，整体寿险业的负债期限也在拉长，我们三年期以上的产品占整个保费的比例是 81%。”。

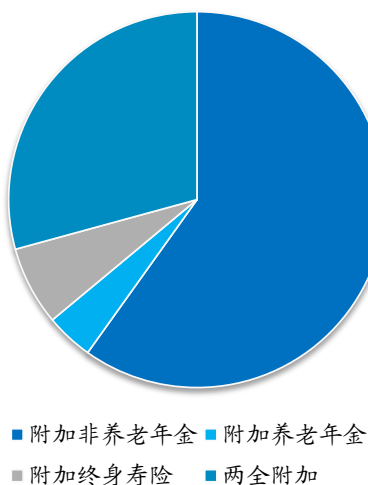
图 9：处于“在售”状态的寿险公司附加产品（万能型）-按公司分类



数据来源：东北证券，保险行业协会

注：本文统计时间为 2017 年 9 月 11 日，为防止重复计算附加账户的数量，此处仅统计产品销售状态为“在售”的保单

图 10：处于“在售”状态的寿险公司附加产品（万能型）-按产品形态分类



数据来源：东北证券，保险行业协会

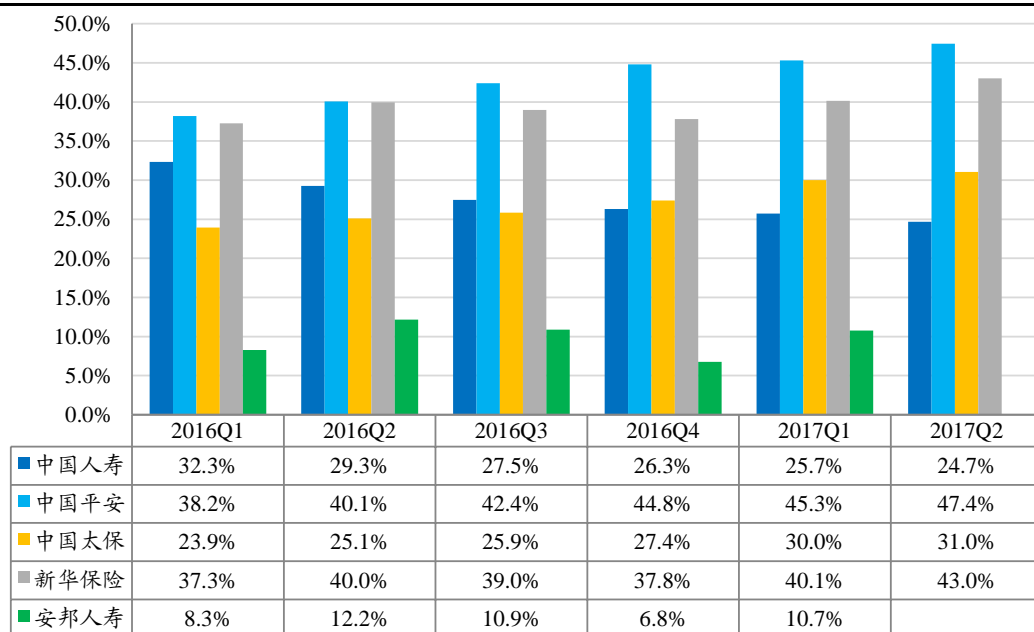
### 2.3. 寿险行业将进一步回归本源：保险姓保+拉长期限

从保监会的监管的角度来分析，我们认为 134 号文实际上是弥补对 2016 年 9 月 6 日发布的《进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》[2016]76 号文的监管漏洞。另一方面，对于前述的“年金产品+附加万能账户”的保险产品，实务中部分保险公司允许投保人可以根据自己情况随时向万能账户追加资金做理财，考虑到这部分资金基本不收取额外费用（初始费用、保单管理费和风险保险费），这严重偏离了“保险姓保”的行业发展思路，年金产品的保障功能被极度弱化，转而变身为纯“类理财”产品，这是监管机构不愿意看到的。

更为重要的是，根据我们的草根调研发现，进入附加万能账户的保费/追加资金往往不收取额外的附加费用（初始费用+风险保费+保单管理费），同时保监会难以对这部分资金进行严密和透彻的监管，属于监管的“真空地带”。

监管的一系列指导倒逼寿险公司回归本源已初显成效。2017 年上半年的行业经营数据来看，人身险公司具有长期稳健风险管理和保障功能的普通寿险业务规模保费占比 52.91%，较去年底上升 16.71 个百分点；万能险占比 17.4%，下降 19.45 个百分点；分红险占比 28.80%，上升 5.04 个百分点。从新单业务结构看，期缴原保险保费收入占比 33.11%，同比上升 6.47 个百分点。其中，3 至 5 年期和 10 年期及以上期缴份额上升比较明显，分别占新单业务的 12.12% 和 15.74%，占比上升 2.58 和 2.11 个百分点。

图 11：“偿二代”下寿险业务保险风险最低资本占比随着回归保障逐步提升



数据来源：东北证券，保险行业协会

注：截止至 2017 年 9 月 14 日晚，安邦人寿仍未公布 2017Q2 的偿付能力摘要，具体原因未公布

注：中国人寿保险风险最低资本占比自 2016 年 Q1 以来逐年降低。公司总精算师利明光在公司 2017 年中期业绩发布会上表示：下滑主要系公司退保风险带来的资本率要求显著下降

### 3. 上市险企影响及部分典型产品组合分析

#### 3.1. 上市险企主险及附加万能账户情况

我们根据上市险企披露的原保费收入前五产品的明细以及行业协会公布的条款细则和当前销售状态，我们总结如下表 4 所示。

但是必须指出的是，“停售”并不意味着从此以后再无保费收入，“停售”对于已生效的保单不产生影响，险企仍可以通过续期业务收入提升保费收入。以国寿为例，旗下两款产品国寿鑫如意年金保险（白金版）和康宁终身保险分别于 2016 年年初和 2008 年停售，但对 2016 年全年分别贡献了 260 亿元和 224 亿元的保费收入。考虑到目前大部分年金+附加万能组合缴费年限一般为 3 年/5 年/10 年，因此新规下对于此类保单新单保费构成冲击，但是保费收入影响会缓和不少。

从前五产品面临保监人身险 134 号文冲击（快速返还限制）程度来看，中国人寿影响相对最为明显，2016 年排名前三位的产品国寿鑫丰新两全保险（A 款）、国寿鑫年金保险和国寿鑫福年年年金保险全部面临停售压力。

新华保险和太平洋人寿次之，主要原因是虽然前五产品中均有三款将会遭到停售，但其停售产品 2016 年新单标保已呈现收缩趋势，表明公司已提前规划产品转型。

以太保人寿为例，利赢年年年金保险（分红型）2016 年新单标保收入仅为 0.13 亿元，2017 年上半年公司继续坚持发展风险保障型和长期储蓄型业务，上半年实现传统型保险业务收入 327.02 亿元，同比增长 35%，其中长期健康险 124.09 亿元，同比增长 73.2%。

新华的惠福宝二代年金保险和福享一生终身年金保险（分红型）2016 年新单保费收入约为 20 亿元和 46 亿元，是新规下会被停售的产品。但根据 2017 年中期业绩发布会上公司高管的对产品条序的战略规划，**健康险已然成为新华重点发展的目标：**

1.拳头产品“健康无忧”16 年销售 60 亿元，17H 销售 40 亿元，全年目标 100 亿元；  
2.同时新推出的附加医疗保险（住院和门诊医疗保险），17 年目标销售额是 10 亿，18 年争取翻倍；  
3.同时公司正在研发养老年金产品.4.健康险件均保额已从 15 年的 9.5 万元，提升到当前的 15 万元。

平安人寿是受此次保监人身险 134 号文冲击相对较小的上市公司。平安尊御人生两全保险（分红型）已于 2016 年前停售，2016 年已无新单标保收入，另一方面，平安人寿已产品开发的重心转移至“平安福”，上半年聚焦“产品+”战略，持续升级“平安福+平安 RUN”健康行项目，不断优化奖励方式以增加客户黏性。（比如：客户平安 run 的运动量超额完成，将获得保额 10% 提升的收益，与此同时客户的疾病发生率降低将提升平安福产品的 NBV Margin）。

表 4: 上市险企寿险子公司 2016 年年度保费收入前五产品受 134 号文冲击影响及当前销售状态

中国人寿	产品名称	是否受快返限制影响	当前销售状态	保费收入 (百万元)	新单标保 <sup>1</sup> (百万元)
1	国寿鑫丰新两全保险(A款)	否	停售	38059	3806
2	国寿鑫年金保险	是	停售	30944	3094
3	国寿鑫福年年年金保险	是	停售	29739	18372
4	国寿鑫如意年金保险(白金版)	是	于 2016 年初停售	25926	-
5	康宁终身保险	否	已于 2008 年停售	22420	-
平安人寿	产品名称	是否受快返限制影响	当前销售状态	保费收入	新单标保
1	平安尊宏人生两全保险(分红型)	是	停售	20747.9	7019.04
2	平安福终身寿险	否	在售	19936.22	9268.42
3	平安尊御人生两全保险(分红型)	是	停售	13437.31	-
4	平安鑫利两全保险(分红型)	是	在售, 停用	12910.09	2317.38
5	平安鑫盛终身寿险(分红型, 2012)	否	在售, 停用	8848.79	3188.75
太平洋人寿	产品名称	是否受快返限制影响	当前销售状态	保费收入	新单标保
1	金佑人生终身寿险(分红型)	否	在售	14,212	53,153
2	幸福相伴(尊享版)两全保险	是	停售	7,743	16,010
3	利赢年年年金保险(分红型)	是	停售、C款在售	6,402	13
4	鸿发年年全能定投年金保险(分红型)	是	在售	5,523	76
5	安行宝两全保险	否	在售	5,272	9,964
新华人寿	产品名称	是否受快返限制影响	当前销售状态	保费收入	新单标保
1	惠福宝二代年金保险	是	停售	19909	1991
2	福享一生终身年金保险(分红型)	是	停售	8850	4588
3	健康无忧C款重大疾病保险	否	在售, 停用	5937	4545
4	惠鑫宝二代年金保险	是	在售, 停用	4994	1882
5	健康福星增额(2014)重大疾病保险	否	在售, 停用	4438	687

数据来源: 东北证券, 保险行业协会, 感谢实习生韩兴、顾天翼和王程程对制表的贡献

注: “停售”对于已生效的保单不产生影响, “停用”一般指保险公司正在对条款进行升级换代

根据上市险企官网披露的数据, 我们发现大部分附加万能型账户均已处于停售状态(但不影响续期业务收入), 10月1日后或将正式退出新单历史舞台。

表 5: A 股上市险企附加险种(万能型)情况一览

公司名称	附加万能险账户名称	最新结算利率	当前销售状态	平均结算利率
新华保险	附加精选二号两全保险(万能型)	5.25%	停售	5.27%
3个	附加随意领年金保险(万能型)	5.25%	在售	

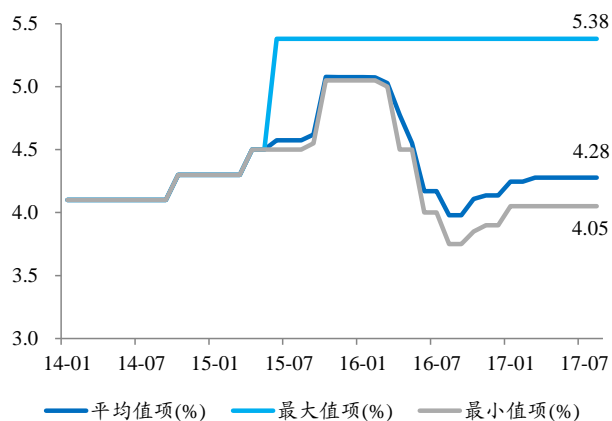
<sup>1</sup> 标准保费是指将报告期内不同类别的新业务按对寿险公司利润或价值的贡献度大小设置一定系数进行折算后加总形成的保费收入。标准保费=一年期以上新单期缴保费收入×折算系数+一年期以上新单趸缴保费收入×0.1+一年期及以内短期险保费收入×1.0。对于一年期以上十年期以下期缴保费的折算系数为“缴费年限/10”, 十年期以上期缴保费收入折算系数为 1.0。对于月缴、季缴的保费收入将其折算为年缴保费后再根据缴费年期依上述系数折算。

中国人寿 10个	附加随意领白金版年金保险(万能型)	5.3%	在售	4.26%
	国寿金账户年金保险(万能型)	4.05%	停用	
	国寿金账户年金保险(万能型)(豪华版)	4.05%	停用	
	国寿金账户两全保险(万能型)(2014版)	4.05%	停售	
	国寿金账户两全保险(万能型)	4.05%	停售	
	国寿鑫账户两全保险(万能型)	4.05%	停用	
	国寿鑫账户两全保险(万能型)(钻石版)	4.05%	停售	
	国寿鑫账户两全保险(万能型)(尊享版)	4.05%	停售	
	国寿鑫账户年金保险(万能型)(铂金版)	5.1%	在售	
	国寿鑫账户年金保险(万能型)(惠享版)	4.05%	在售	
平安人寿 10个	平安附加赢定金生终身寿险(万能型)	4.50%	停售	4.85%
	平安附加盈无忧两全保险(万能型)	5.00%	停售	
	平安附加稳盈宝两全保险(万能型)	5.00%	无资料	
	平安附加随享人生终身寿险(万能型)	4.50%	停售	
	平安附加两全保险(万能型)	5.00%	停售	
	平安附加聚富步步高两全保险(万能型)	4.50%	停售	
	平安附加聚财宝年金保险(万能型, 2017)	5.00%	在售	
	平安附加聚财宝两全保险(万能型, 2015)	5.00%	停售	
	平安附加聚财宝两全保险(万能型)	5.00%	停售	
	平安附加财富宝两全保险(万能型)	5.00%	停售	
太保人寿 6个	附加财富管家(尊享版)两全保险(万能型)	4.25%	停售	4.25%
	附加财富管家年金保险(万能型)(2016版)	4.25%	在售	
	附加财富管家年金保险(万能型)	4.25%	停售	
	附加财富赢家(尊享版)两全保险(万能型)	4.25%	停售	
	附加财富管家年金保险(万能型)	4.25%	停售	
	附加财富赢家年金保险(万能型)	4.25%	停售	

数据来源: 东北证券, 公司官网, 保险行业协会

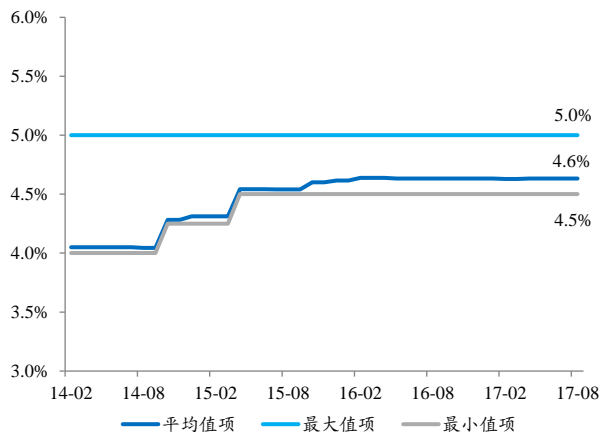
注: “停售”对于已生效的保单不产生影响, “停用”一般指保险公司正在对条款进行升级换代

图 12: 中国人寿万能险产品结算利率(%)



数据来源: 东北证券, 公司官网

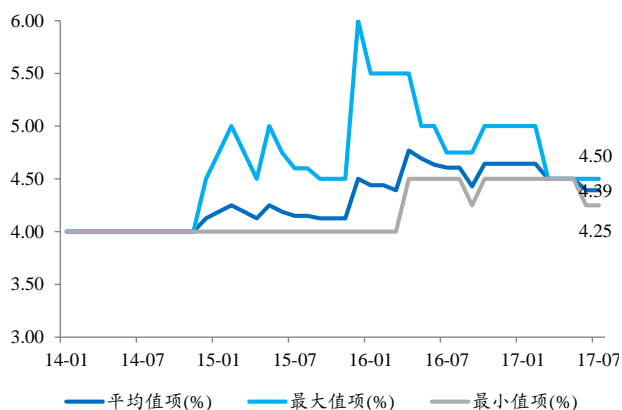
图 13: 平安人寿万能险产品结算利率



数据来源: 东北证券, 公司官网

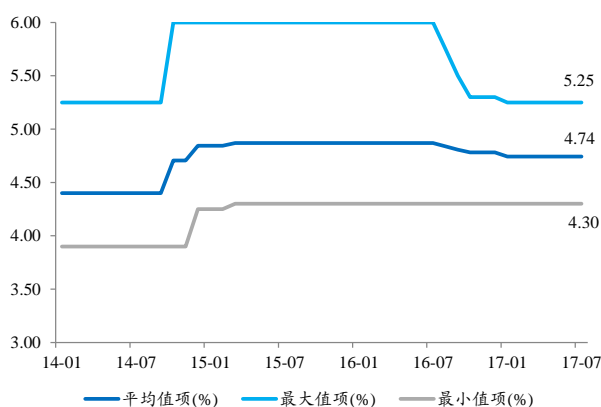


图 14: 太保人寿万能险产品结算利率(%)



数据来源: 东北证券, 公司官网

图 15: 新华人寿万能险产品结算利率(%)

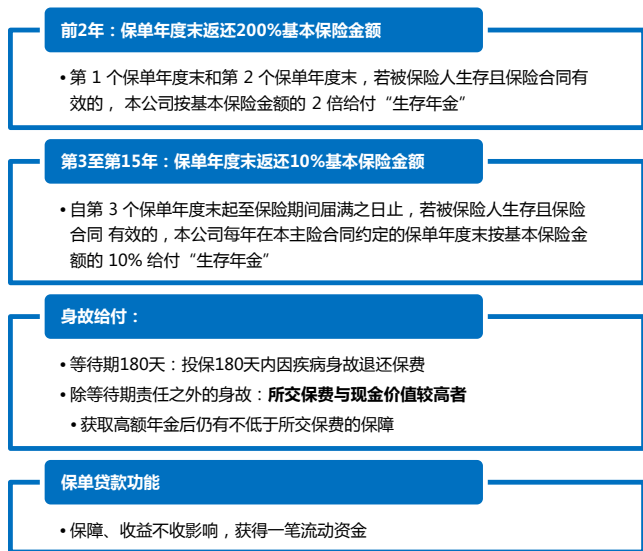


数据来源: 东北证券, 公司官网

### 3.2. 安邦长寿安享 5 号 年金保险计划

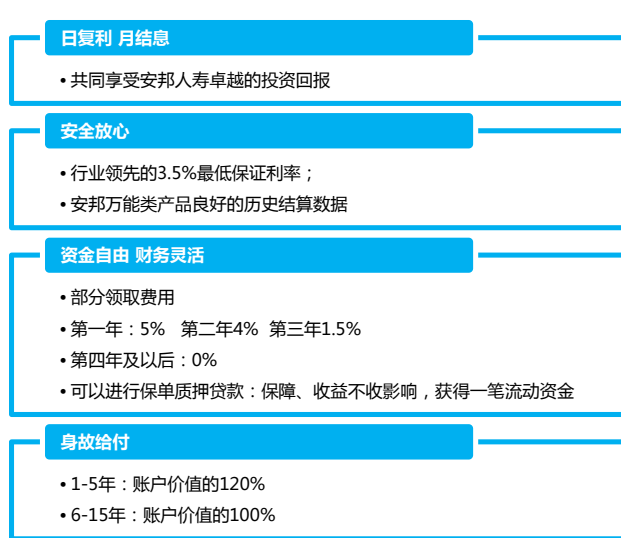
安邦长寿安享 5 号年金保险计划由主险(安邦长寿安享 5 号年金保险)和附加险(安邦附加长寿添利 5 号两全保险[万能型])构成, 该产品的核心“卖点”在于: 生存年金的快速高额返还叠加复利型二次成长。该产品是部分通过“资产驱动负债”, 实现“野蛮生长”中小险企的典型产品。

图 16: 主险: 安邦长寿安享 5 号年金保险



数据来源: 东北证券, 公开资料整理

图 17: 附加险: 安邦附加长寿添利 5 号两全保险 (万能型)



数据来源: 东北证券, 公开资料整理

以 40 周岁男性为例, 趸交 10 万元保费, 保险期间 15 年, 基本保额为 20,900 元, 当年末即可返还基本保额的 200% 为 41,800 元, 当年末全部进入万能保单账户且 not 收取任何额外费用 (初始费用、保单管理费、风险保费), 组合利益如下图所示。

图 18: 安邦长寿安享 5 号 年金保险计划利益演示图

首次生存保险金给付应在保单生效满5年之前; 2. 每年部分领取比例超过已交保险费的20%  
违反了保监人身险134号文

快速退还的生存金自动进入附加的万能账户  
违反了保监人身险134号文

前四各保单年度末保单账户价值超过累计所缴保费。  
违反了保监发76号文

年交保费		交费期间		保险期间		年龄			性别			货币单位			元				
100000		1年		15年		40			男										
保单年度	期末	保险费		初始费用	账户管理费	生存年金(期末)	进入万能账户的价值	保单年度末保单账户价值			保单年度末身故总给付金额			保单年度末现金价值			满期保险金		
	年龄	年交保费	累计保费					低	中	高	低	中	高	低	中	高	低	中	高
1	41	100,000	100,000	-	-	41,800	41,800	41,800	41,800	150,160	150,160	150,160	100,345	100,345	100,345	-	-	-	
2	42	-	100,000	-	-	41,800	41,800	85,063	85,481	86,108	202,076	202,577	203,330	104,080	104,482	105,084	-	-	-
3	43	-	100,000	-	-	2,090	2,090	90,130	91,418	93,364	208,156	209,701	212,037	110,342	111,610	113,528	-	-	-
4	44	-	100,000	-	-	2,090	2,090	95,375	97,621	101,056	214,450	217,146	221,268	115,592	117,838	121,273	-	-	-
5	45	-	100,000	-	-	2,090	2,090	100,803	104,104	109,210	220,963	224,925	231,052	119,608	122,909	128,015	-	-	-
6	46	-	100,000	-	-	2,090	2,090	106,421	110,879	117,852	206,421	210,879	217,852	123,745	128,203	135,176	-	-	-
7	47	-	100,000	-	-	2,090	2,090	112,236	117,959	127,013	212,236	217,959	227,013	128,005	133,728	142,782	-	-	-
8	48	-	100,000	-	-	2,090	2,090	118,254	125,357	136,724	218,254	225,357	236,724	132,391	139,494	150,861	-	-	-
9	49	-	100,000	-	-	2,090	2,090	124,483	133,088	147,018	224,483	233,088	247,018	136,902	145,507	159,437	-	-	-
10	50	-	100,000	-	-	2,090	2,090	130,930	141,167	157,929	230,930	241,167	257,929	141,540	151,777	168,539	-	-	-
11	51	-	100,000	-	-	2,090	2,090	137,602	149,609	169,495	237,602	249,609	269,495	146,305	158,312	178,198	-	-	-
12	52	-	100,000	-	-	2,090	2,090	144,508	158,432	181,754	244,508	258,432	281,754	151,202	165,126	188,448	-	-	-
13	53	-	100,000	-	-	2,090	2,090	151,656	167,651	194,749	251,656	267,651	294,749	156,235	172,230	199,328	-	-	-
14	54	-	100,000	-	-	2,090	2,090	159,054	177,285	208,524	259,054	277,285	308,524	161,404	179,635	210,874	-	-	-
15	55	-	100,000	-	-	2,090	2,090	166,711	187,353	223,126	266,711	287,353	323,126				166,711	187,353	223,126

初始费用、保单管理费和风险保费均为零, 以大幅提升理财功能, 吸引客户眼球

身故利益包括两部分: 主险和附加万能险  
该部分对寿险公司的长期经营发展构成挑战, 容易诱发客户的道德风险

数据来源: 东北证券, 公开资料整理

### 3.3. 国寿鑫福年年组合

国寿鑫福年年组合包括国寿鑫福年年养老年金保险、国寿鑫福年年年金保险和国寿鑫账户两全保险(万能型)(钻石版)是典型保监人身险 134 号文将会被叫停的组合之一。根据销售推介材料, 其组合利益包括如下:

图 19: 主险: 鑫福年年养老年金保险

<b>保险期间</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>至养老年金约定的养老年金开始领取日</li> </ul>	<b>保险责任</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>一、年金                             <ul style="list-style-type: none"> <li>若被保险人生存至本合同的年金生效对应日, 本公司每年按下列约定给付年金: 首次给付的年金为本合同及国寿鑫福年年养老年金保险合同首次缴纳的保险费的 12%, 以后每年按本合同基本保险金额的 15% 给付年金。</li> </ul> </li> <li>二、满期保险金                             <ul style="list-style-type: none"> <li>生存至本保险期间届满的年金生效对应日, 合同终止, 按所交保险费(不计利息)给付满期保险金。</li> </ul> </li> <li>三、身故保险金                             <ul style="list-style-type: none"> <li>于本合同生效之日起身故, 合同终止, 按被保险人身故当时下列两者的较大值给付身故保险金。                                     <ul style="list-style-type: none"> <li>1. 本合同所交保险费(不计利息);</li> <li>2. 本合同的现金价值。</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>
---	---

数据来源: 东北证券

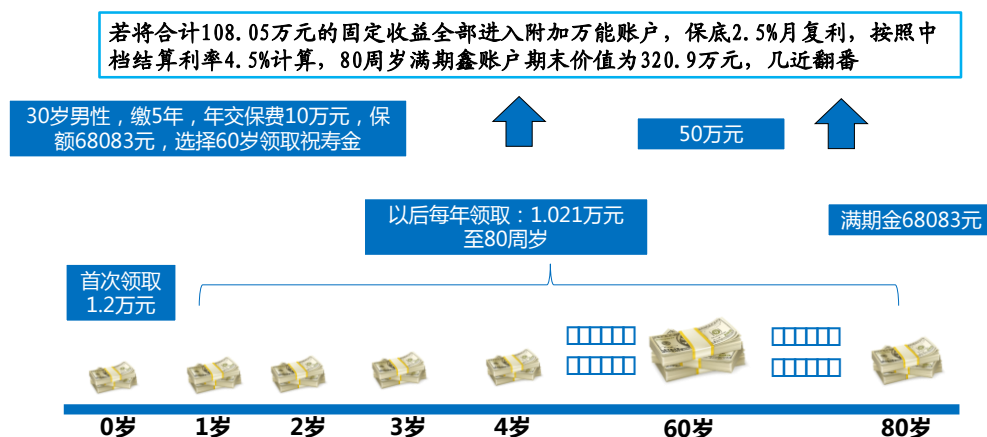
图 20: 主险: 鑫福年年年金保险

<b>保险期间</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>至养老年金约定的养老年金开始领取日起至被保险人年满八十周岁</li> </ul>	<b>养老年金领取方式</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>男性: 60、65、70、75 四种; 女性: 55、60、65、70、75 五种</li> </ul>
<b>保险责任</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>一、养老年金                             <ul style="list-style-type: none"> <li>自合同约定的养老年金开始领取日起至被保险人年满八十周岁的年金生效对应日前, 若被保险人生存至本合同的年金生效对应日, 按本合同基本保险金额的 15% 给付养老年金。</li> </ul> </li> <li>二、祝寿金                             <ul style="list-style-type: none"> <li>生存至约定的养老年金开始领取日, 按所交保险费(不计利息)给付。</li> </ul> </li> <li>三、满期保险金                             <ul style="list-style-type: none"> <li>生存至年满八十周岁的年金生效对应日, 合同终止, 按基本保额给付满期保险金</li> </ul> </li> <li>四、身故保险金                             <ul style="list-style-type: none"> <li>合同生效之日起至合同约定的养老年金开始领取日前身故, 合同终止, 按被保险人身故当时下列两者的较大值给付身故保险金。                                     <ul style="list-style-type: none"> <li>1. 本合同所交保险费(不计利息)</li> <li>2. 本合同的现金价值。</li> </ul> </li> <li>自本合同约定的养老年金开始领取日起, 若被保险人身故, 合同终止, 按身故时合同的现金价值给付身故保险金。</li> </ul> </li> </ul>	

数据来源: 东北证券

按照基本假设，30岁男性，缴5年，年交保费10万元，保额68083元，选择60岁领取祝寿金，其利益演示图如下所示，产品的理财收益性十分突出。

图 21: 国寿鑫福年年组合计划生存利益演示图

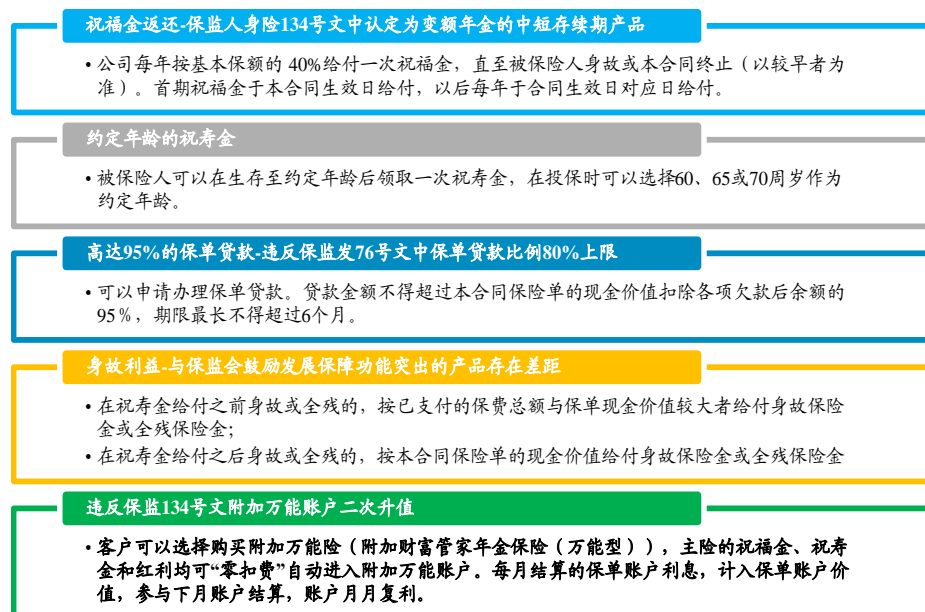


数据来源：东北证券

### 3.4. 太平洋人寿·利赢年年产品组合计划

利赢年年年金保险（分红型）是太平洋寿险 2016 年保费收入排名第三的保险产品，这一产品的主要条款如下：

图 22: 太平洋人寿·利赢年年产品组合计划



数据来源：东北证券，公开资料整理

利赢年年核心卖点在于：1. **流动性强**。保单的贷款额度上限提升到其现金价值的 95%，高额的现金价值和较低的贷款利率使得流动性大大增加；2. **高额年金可以选择进入万能账户，享受财富二次增值**；3. 公司 2015 年的结算利率达到了 4.5%-5%，

下有保底，上不封顶。

不过，该产品显然违背保监会人身险 134 号文的。首先，保险公司从合同生效日开始，每年按基本保险金额的 40% 给付一次祝福金，这违反了前五年不能给付生存金的条款。其次，公司的年金可以进入万能账户，这种附加险的形式也被明文禁止。同时，公司在对客户的宣传过程中，关于公司高于 4.5% 的结算利率对客户进行了着重的宣传，更像是一款理财产品，与“保险姓保、回顾本源”的精神相背离。

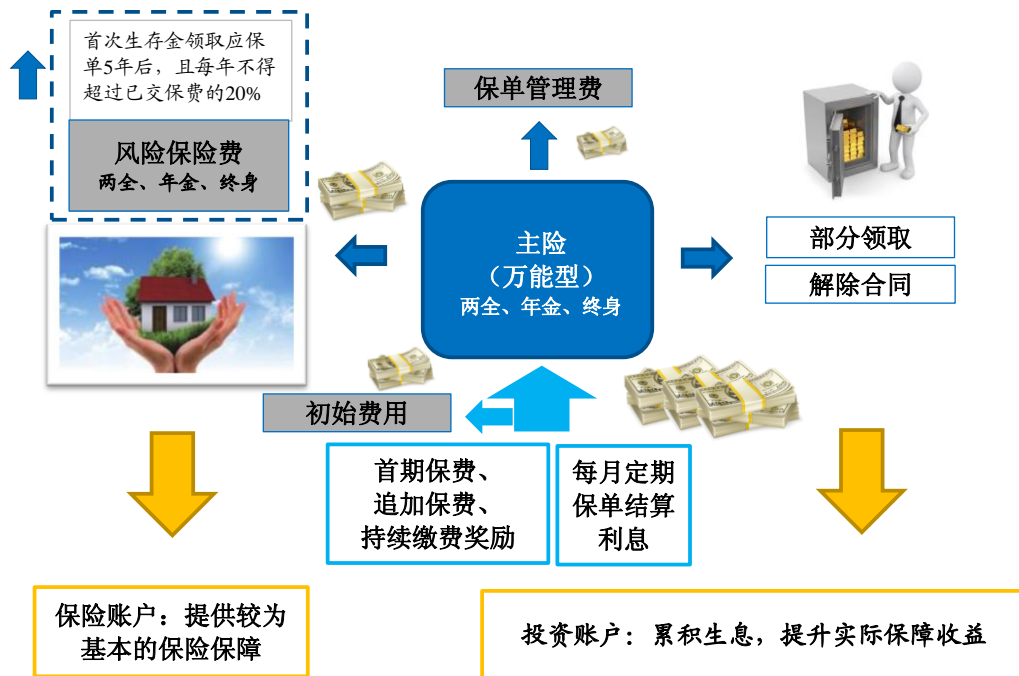
## 4. 后市展望

### 4.1. 万能险回归保障本源，主险拉长期限、保障成本增加

近年来，保监会通过一系列政策和落到实处的处罚措施彰显了回归保障本源的信心与决心，对于寿险公司而言，拉长产品期限，增加主险保障成本（如大力发展定期寿险、终身寿险）将会是必然之举。

与保监会叫停的附加万能账户相比，万能险（主险）的特点在于，其保单账户价值随着扣除初始费用后的保费、持续交费特别奖励、保单利息计入保单账户而增加；随着保障成本的收取、保单账户价值的部分领取、年金给付而减少。与附加万能账户基本不收取初始费用相比，万能险（主险）将根据期缴保费的数额、保单年度收取一定比例的初始费用，并且根据被保险人的年龄、性别、危险保额<sup>2</sup>及风险程度确定保障成本，减少保单账户价值。

图 23: 新规下万能险（主险）运作示意图



数据来源：东北证券

<sup>2</sup> 危险保额：第 1 个保单年度内危险保额指结算日零时的下列两者的较大值与保单账户价值的差额。（1）所交保险费与部分领取的差额；（2）保单账户价值。第 2 个及以后保单年度危险保额为零。

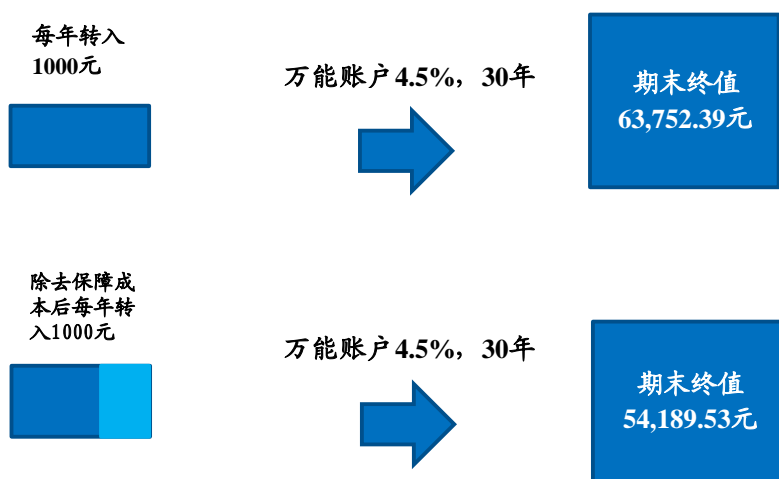
## 4.2. 产品销售难度加大，考验业务员专业素养

在过去，对于快速返还产品，在销售过程中意味着更多的包装话术，更加容易与客户沟通，意味着资金更快地进入万能账户，享受万能结算，从而实现资金更加快速的增值。

新规下，每年返还金额不得超过 20% 保费，意味着类似“即领即返生存金”、“祝寿金”、“教育金”功能难以包装，同时从客户的角度考虑，由于前五年不得给付生存金，因此购买时会有增加对流动性的顾虑。

从收益性的角度考虑，新规下对万能型（主险）的保障型提出了更高的要求。直观上看，以每年转入 1000 元为例，按万能账户年复利 4.5%，30 年后账户价值约为 6.4 万元，而当扣除保障成本（实务中会随着被保险人年龄的增加不断提升）后，期末账户价值 5.42 万元，因此单纯从理财的角度向客户推荐时，难度或将加大，但对于具有保险保障需求的投保人来说影响有限。因此，新规将进一步考验各寿险公司业务员专业销售能力以及对产品的掌握程度。

图 24：万能险（主险）运作示意图



数据来源：东北证券

## 4.3. 万能年金附加六款保障型主险：平安智悦人生年金保险

为应对保监会 2016 年以来各类严监管措施，平安人寿主动发力，率先在业内开发了平安人寿智悦人生 2017 产品组合计划。其主险为平安智悦人生年金保险（万能险），同时附加高达 6 款附加险，分别为附加智悦人生定期寿险、附加智悦人生提前给付重大疾病保险（2017）、附加无忧意外伤害医疗保险（A）、附加无忧意外伤害保险（2013）、附加无忧豁免保险费重大疾病保险（C，加强版）。该组合提供六大保障——身故、重疾、意外、意外医疗、豁免、年金，即符合保监人身险 134 号文鼓励发展的保障型业务，又利于公司提升死差和 NBV Margin。



**表 6: 平安智悦人生组合计划（年金主险及 5 款附加险）保障责任**

平安智悦人生年金保险(万能型, 2017)		若因疾病身故或遭受意外伤害, 于 180 日后身故, 按智悦定寿基本保险金额 (50 万元) 和保单账户价值的 105% 两者中较大者给付。
	附加智悦人生定期寿险	若因遭受意外伤害, 于 180 日内身故, 按智悦定寿基本保险金额 (50 万元) 和保单账户价值的 105% 两者中较大者与无忧意外 13 的基本保险金额之和给付。
		若因乘坐客运公共交通工具时发生意外, 于 180 日内身故, 再给付一倍无忧意外 13 的基本保险金额。
	附加智悦人生提前给付重大疾病保险 (2017)	等待期 (90 日) 后, 若首次发病并经医院确诊为 “重大疾病”, 按附加智悦重疾 17 基本保险金额 (40 万元) 和主险合同保单账户价值的 105% 两者的较大者给付 重大疾病保险金
	附加无忧意外伤害医疗保险 (A)	若因遭受意外伤害, 于 180 日内发生《人身保险伤残评定标准》所列伤残, 按无忧意外 13 的基本保险金额乘以相应的给付比例 (限额 10%-100%) 给付
	附加无忧意外伤害保险 (2013)	若因意外伤害并于 180 日内产生医疗费用, 可获得意外伤害医疗保险金最高 10 万赔付 (100 元免赔额, 在社保给付范围内赔付且不超过其他补偿后的余额)
	附加无忧豁免保险费重大疾病保险 (C, 加强版)	若发生如下情形, 可以免交豁免险保险期间内剩余的各期期交保险费。因意外伤害经医院确诊初次发生 “重大疾病”; 等待期 (90 日) 后, 因疾病经医院确诊初次发生 “重大疾病”。
		若在约定领取年龄仍生存, 于每年保单周年日领取年金。
	主险年金	保单账户价值每日计息, 按月结算, 不断累积。60 岁时, 约 18.4 万 (按金领建议书中档利率演示, 低档约 3.5 万, 高档约 32.2 万),

数据来源: 东北证券, 公开资料整理

以 30 岁男性为例, 投保智悦人生 17+50 万智悦定寿+40 万智悦重疾 17+ 10 万无忧医疗 A (至 65 岁) +50 万无忧意外 13 (至 65 岁)+无忧豁免 C 加, 年交保费 10000 元, 交费 20 年, 累计缴费 20 万元。60 岁时陈先生将主险保额降至 10 万元, 附加重疾保额降至 5 万元, 该组合计划利益演示如下图所示。

图 25: 平安智悦人生 17 组合计划利益演示图

缴纳保费再扣除初始费用后进入万能险账户购买相关产品，没有以附加险形式涉及万能产品，符合保监人身险134号文

附加5款保障型产品，突出保障功能，利于公司提升死差和NBV Margin

前四保单年度末保单账户价值未超过累计所缴保费  
符合保监发22号文的规定

保险年度	保险费			初始费用	持续缴费 特别奖励	进入万能险 保单账户价值	主附险保障成本			保单年度末保单账户价值 (即现金价值(退保金))		
	期交保费	趸交保费	累计保费				低 1.75%	中 4.5%	高 6%	年金获取		
										低 1.75%	中 4.5%	高 6%
1	10,000		10,000	5,000	-	5,000	2,434	2,434	2,434	2,632	2,735	2,792
2	10,000		20,000	2,500	-	7,500	2,687	2,686	2,686	7,597	7,945	8,137
3	10,000		30,000	1,500	-	8,500	2,737	2,735	2,735	13,616	14,383	14,813
4	10,000		40,000	1,000	-	9,000	2,799	2,796	2,795	20,186	21,571	22,357
5	10,000		50,000	1,000	-	9,000	2,866	2,861	2,858	26,804	29,017	30,288
6	10,000		60,000	500	-	9,500	2,947	2,939	2,934	33,964	37,240	39,147
7	10,000		70,000	500	-	9,500	3,053	3,040	3,033	41,143	45,729	48,435
8	10,000		80,000	500	-	9,500	3,166	3,148	3,137	48,333	54,491	58,173
9	10,000		90,000	500	-	9,500	3,295	3,267	3,251	55,520	63,524	68,378
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
19	10,000		190,000	500	-	9,500	5,610	5,138	4,808	122,663	168,210	200,361
20	10,000		200,000	500	2,000	11,500	5,876	5,282	4,859	130,579	182,387	219,556
21	-		200,000	-	-	-	6,383	5,642	5,107	126,421	184,815	227,458
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
30	-		200,000	-	-	-	14,141	10,344	6,993	49,552	187,346	310,643
31	-		200,000	-	-	-	15,425	11,021	7,031	34,848	184,489	322,022

期缴保费每年需扣除初始费用，弱化理财属性，突出“保险姓保”

对持续缴费奖励为前20年累计期交保费的1%，即2000元，拉长保单期限

缴纳保费再扣除初始费用后进入万能险账户购买相关产品, 没有以附加险形式涉及万能产品, 符合保监人身险134号文

附加5款保障型产品, 突出保障功能, 利于公司提升死差和NBV Margin

前四保单年度末保单账户价值未超过累计所缴保费  
符合保监发22号文的规定

期缴保费每年需扣除初始费用, 弱化理财属性, 突出“保险姓保”

对持续缴费奖励为前20年累计期交保费的1%, 即2000元, 拉长保单期限

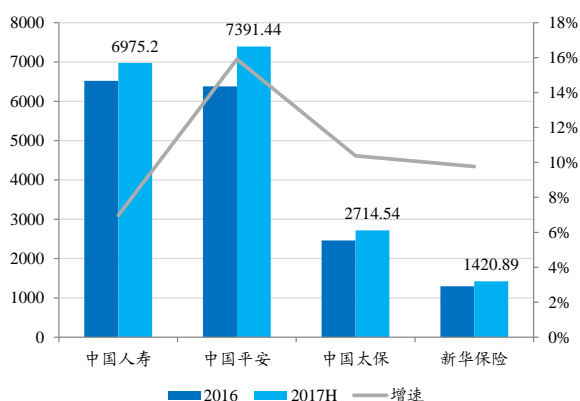
数据来源: 东北证券, 公开资料整理

#### 4.4. 倒逼寿险公司回归保障本源, 提升业务品质

上半年国寿、平安、太保、新华 NBV 分别同比增长 30.2%、46.2%、59.0%和 28.8%，同时拉动 EV 分别较年初增加 7.0%、15.9%、10.4%和 9.8%。其中，平安的寿险 EV 增幅高达 23.9%，远超同业的原因是运营经验差异（来自退保益、费差益、死差益的正面贡献）和投资回报差异（上半年总投资收益同比增长）均有较大的正向贡献。

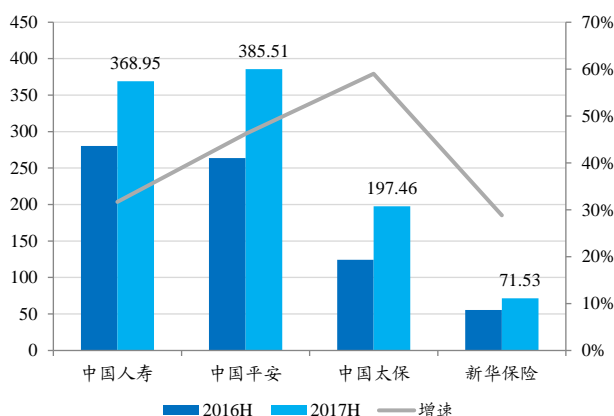
NBV Margin 大幅改善, 得益于上市险企加速回归保障本源, 对产品升级转型。上半年国寿、平安、太保和新华的 NBV Margin（基于新单保费的新业务价值率）分别同比大幅提升了 4.6、3.0、7.6 和 24.0 个 pct。新业务价值率的高速增长得益于上市险企拉长产品期限, 大力发展保障型业务。以新华为例, 得益于: 1.个险渠道规模占比提升 40 个百分点至 73%; 2.期交规模占比提升 55 个百分点至 94%; 3.长期健康险规模占比提升 21 个百分点至 35%。

图 26: 上市险企内含价值及增速



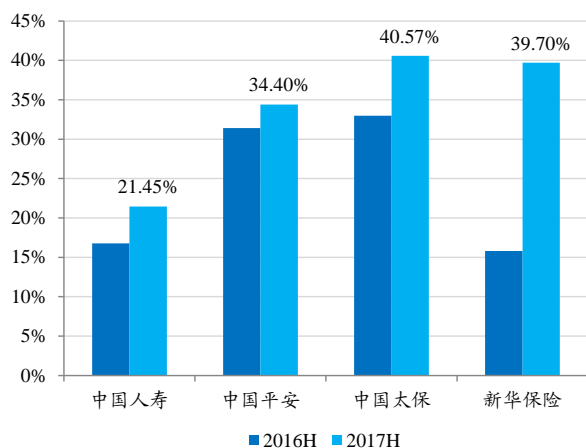
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 27: 上半年寿险业务 NBV 及增速 (亿元)



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 28: 上市险企 NBV Margin



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 29: 平安寿险各渠道 NBV Margin

	2015A	2016H	2016A	2017H
个人业务	49.1%	37.3%	45.7%	39.6%
代理人渠道	55.0%	42.9%	51.4%	41.5%
长期保障型	84.6%	80.3%	82.9%	86.4%
短交储蓄型	19.0%	15.4%	15.3%	15.4%
长交储蓄型	44.7%	29.8%	31.0%	35.5%
短期险	23.9%	27.1%	27.2%	29.3%
电销、互联网及其他渠道	46.0%	44.7%	43.0%	42.9%
银保渠道	4.1%	0.7%	2.8%	7.6%
团险业务	1.7%	0.9%	1.1%	0.8%
寿险及健康险业务合计	38.8%	31.4%	37.4%	34.4%

数据来源: 东北证券, 公司公告

## 5. 投资建议

这是我们撰写的关于保监人身险[2017]134 号文对寿险行业影响的第一篇专题,后续我们将会持续关注新规对行业及上市险企的影响。

一言以蔽之,新规在坚持回归保险保障本源的同时,进一步强调大力发展保障型业务和长险保单。短期来看,新规确实会对 17 年四季度和 18 年开门红产生一定的冲击,但长期来看有利于寿险行业回归保险保障本源,提升死差占比,优化自身利源结构,防范可能出现流动性风险、利率风险和偿付能力风险等。

从监管层的角度出发,新规绝无限制行业发展之意。根据国务院保险国十条的发展目标,到 2020 年我国保险深度(保费收入/国内生产总值)达到 5%,保险密度(保费收入/总人口)达到 3500 元/人,按照 2016 年全年保费收入 3.1 万亿元估算,未来四年每年复合增长率仍然将保持在 12%。新规重塑行业发展格局,但行业发展机遇依旧向好。推荐顺序:中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿。

表 7: 上市险企估值表

	2017/9/14	EV			1YrVNB		
	收盘价	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
中国平安	54.02	34.88	37.79	43.61	2.78	4.03	6.04
中国人寿	27.92	23.07	27.22	31.71	1.74	2.41	3.37
中国太保	36.85	27.14	32.57	39.08	2.10	2.65	3.44
新华保险	56.35	41.50	47.71	53.44	3.35	4.19	6.28
		P/EV			VNBX		
	收盘价	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
中国平安	54.02	1.55	1.43	1.24	6.89	4.03	1.72
中国人寿	27.92	1.21	1.03	0.88	2.78	0.29	-1.12
中国太保	36.85	1.36	1.13	0.94	4.62	1.62	-0.65
新华保险	56.35	1.36	1.18	1.05	4.43	2.06	0.46
		EPS			BVPS		
	收盘价	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
中国平安	54.02	3.50	4.02	4.71	20.98	24.23	28.06
中国人寿	27.92	0.66	0.83	1.00	10.74	11.57	12.51
中国太保	36.85	1.33	1.50	1.76	14.54	15.61	17.22
新华保险	56.35	1.58	1.74	2.17	18.95	20.73	22.81
		P/E			P/B		
	收盘价	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
中国平安	54.02	15.43	13.44	11.47	2.57	2.23	1.93
中国人寿	27.92	42.30	33.51	27.90	2.60	2.41	2.23
中国太保	36.85	27.71	24.57	20.94	2.53	2.36	2.14
新华保险	56.35	35.66	32.36	25.95	2.97	2.72	2.47

数据来源: 东北证券, 数据截止至 2017 年 9 月 14 日

**分析师简介:**

**葛玉翔:** 上海财经大学经济学/会计学学士, 保险硕士, 2017年加入东北证券, 任非银金融行业研究员

**张经纬:** 美国约翰霍普金斯大学金融/MBA硕士, 2015年加入东北证券, 任非银金融行业分析师

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

**东北证券股份有限公司**
**中国 吉林省长春市**

生态大街6666号  
 邮编: 130119  
 电话: 4006000686  
 传真: (0431)85680032  
 网址: <http://www.nesc.cn>

**中国 北京市西城区**

锦什坊街28号  
 恒奥中心D座  
 邮编: 100033  
 电话: (010)63210800  
 传真: (010)63210867

**中国 上海市浦东新区**

杨高南路729号  
 邮编: 200127  
 电话: (021)20361009  
 传真: (021)20361258

**中国 深圳南山区**

大冲商务中心1栋2号楼24D  
 邮编: 518000

**机构销售**
**华北地区**

销售总监 李航  
 电话: (010) 63210890  
 手机: 185-1501-8255  
 邮箱: [lihang@nesc.cn](mailto:lihang@nesc.cn)

**华东地区**

销售总监 袁颖  
 电话: (021) 20361100  
 手机: 136-2169-3507  
 邮箱: [yuanying@nesc.cn](mailto:yuanying@nesc.cn)

**华南地区**

销售总监 邱晓星  
 电话: (0755) 33975865  
 手机: 186-6457-9712  
 邮箱: [qiuxx@nesc.cn](mailto:qiuxx@nesc.cn)