

| 证券研究报告 |

抓住险企不同发展阶段带来的投资机会

-2020年中期保险行业策略报告

陆韵婷 中泰证券非银行业分析师

中泰证券研究所

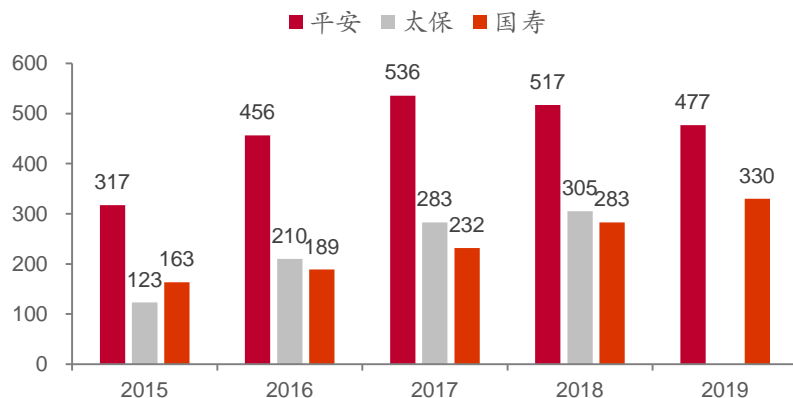
职业证书编号: S0740518090001

2020.5.12

勤而守拙，国寿和新华汲取同业成功经验，迎来阶段性发展机会 (1)

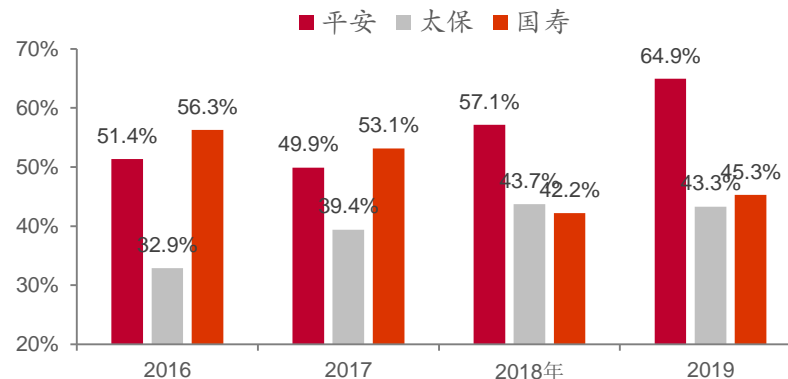
- 国寿相对于同业有较大的业务结构改善红利。受制于市占率考核的约束，国寿直至2018年起才大力推动件均更低的长期保障产品，而主要同业在2015-2018年已经率先转型重疾险。从业务规模上看，2019年末国寿的长期保障新单规模为330亿元，落后平安147亿元，和体量仅为自身40%的太保2018年的数据接近；从新业务价值率上看，同业2016-2018年价值率快速提升（平安和太保分别提升5.8和10.8pct），而国寿依旧有较大的改善红利；
- 双心双聚释放机构潜能。国寿自2019年起提出“以客户为中心，以生产单元为中心，聚焦价值，聚焦大个险”。以生产单元为例，通过硬件标准化，日常运营标准化，科技标准化，开发了职场津贴管理系统，建立职场运营的经营杠杆，将省、市、县、职场四级机构的合力凝聚起来，共同推进基础生产单元的建设。寿险有其运营规律，勤而守拙稳扎稳打奠定基础。国寿走在正确的道路上；

图表：2015-2019长期保障新单销售规模：亿元



来源：国寿，平安和太保公司公告，中泰证券研究所

图表：2016-2019个险新业务价值率：%

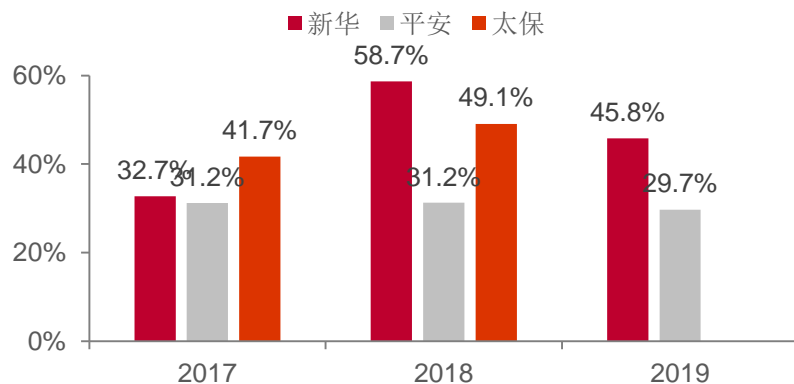


来源：国寿，平安和太保公司公告，中泰证券研究所

勤而守拙，国寿和新华汲取同业成功经验，迎来阶段性发展机会 (2)

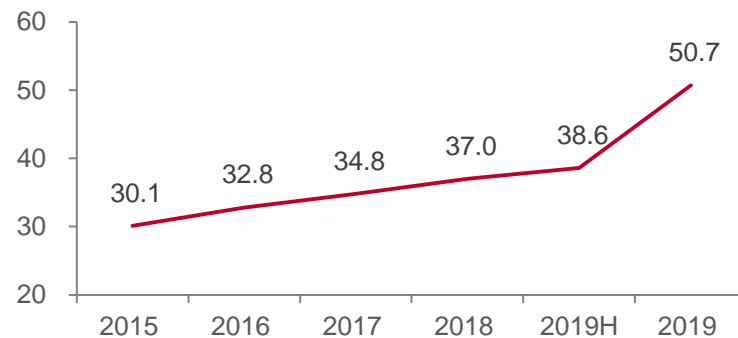
- 新华多元化的产品策略将带来价值和代理人收入的双丰收。2016-2018年新华产品较为极端，健康险的新单比重曾经达到58.7%，远高于同业的占比。而事实上产品结构的多元化有助于价值和代理人收入的提升：以新华主打的两款产品为例，根据历史经验，我们假设重疾险的件均约为4000元，价值率为65%，佣金率为40%，则销售一件该产品公司获取的价值为2700元，代理人的收入为1600元，同时假设年金险“颐养金生”的件均约为15000元，价值率为30%，佣金率约为18%，则销售该年金险公司获取的价值为4500元，代理人的收入则为2700元，同时年金险的销售有助于树立销售标杆，激活氛围。2020年以来，新华显著在个险的产品运作上进行了多元化的调整，我们认可该变化；
- 重新迈开增员步伐。相较于同业大部分公司在2015-2017年人力大跃进后面临的增员瓶颈，新华有较大大的人力发展空间，2019下半年起公司通过赢在新华，晋升发展论坛和基本法修改等动作在增员上取得巨大进展，虽然后续会面临培训留存等难点，但迈开增员步伐依然是借鉴同业成功经验的重要步骤。

图表：2017-2019年同业长期保障新单占比：%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：新华代理人数量情况：万人

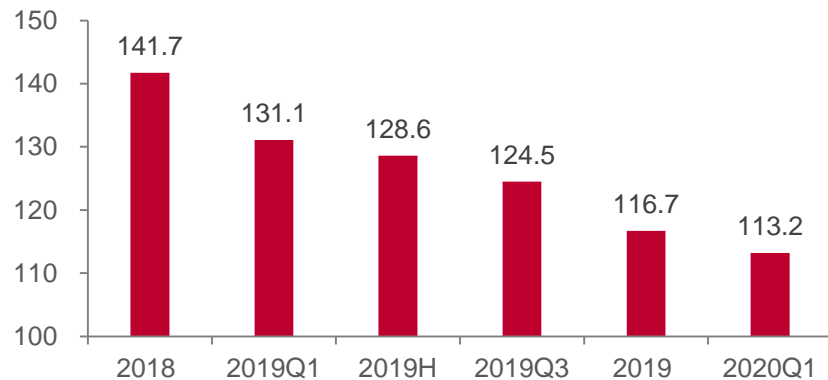


来源：公司公告，中泰证券研究所

平安驶入无人区之前将经历试炼，照搬传统互联网模式可能引起业绩阵痛 (1)

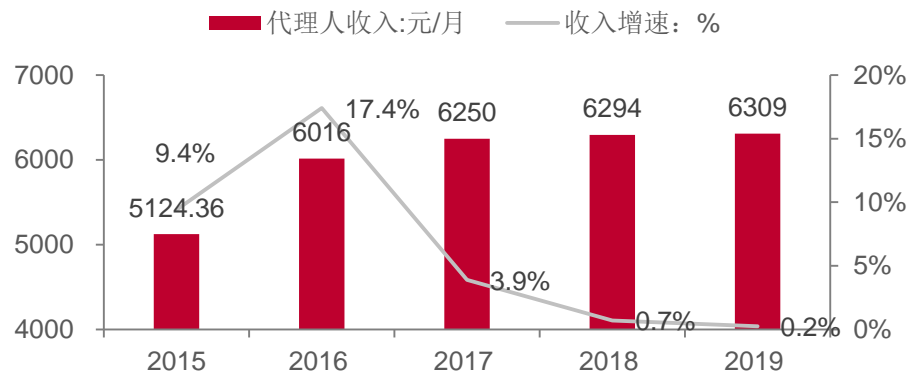
- 2019年10月，平安正式任命陆敏先生为集团首席保险业务执行官并启动寿险改革。从近半年的实践来看，改革主要集中在获取更多销售线索的客户经营以及智慧化数字化的招募培训和队伍管理；
- 我们认可科技是行业长期发展方向，但当下的改革可能面临两个痛点：
 - ✓ 寿险有其多年积累下来的规律，平安的队伍，内勤过去已经形成了一套行之有效的营销体系，短时间内大手术对队伍的冲击可能较大，改变宜润物细无声；
 - ✓ 汽车之家的销售线索和获客对应的营销标的是汽车这一有形之物，而寿险销售更讲究信任关系，因此需要在传统的互联网运作模式上进行特质改造；
- 受代理人收入放缓的影响，我们认为代理人队伍数量的拐点当前可能还未到来；

图表：平安寿险代理人数量：万人



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：平安代理人收入情况：元/月，%



来源：公司公告，中泰证券研究所

平安驶入无人区之前将经历试炼，照搬传统互联网模式可能引起业绩阵痛 (2)

- 我们基于以下假设，预计平安寿险2020年的税后营运利润增速约为17.5%：
 - ✓ NBV增速的放缓使得全年剩余边际的增速由19年的19.5%下降至20年的14.4%；
 - ✓ 2019年较强的投资收益使得分红特储重回较高位拉动息差提升至72.5亿元；
 - ✓ 高绩效压力下，退保率依然会压制营运偏差；
 - ✓ 2019年公司的所得税率仅为11.5%，我们预计20年的所得税率会有所抬升；
- 关注集团其他板块的盈利情况。受资本市场波动，项目推出节奏等影响，资产管理板块和科技板块2020Q1归母营运利润分别下降49%和8%，后续若显著改善，将提升集团整体的税后营运利润和分红水平；
- 从中长期维度而言，平安受益于集团庞大的客户群，沉淀的优质代理人，平衡的产品战略，显著高于同业的盈利能力以及高质量的信息披露，依然是行业内的首选，但短期会经历驶入无人区之前的试炼；

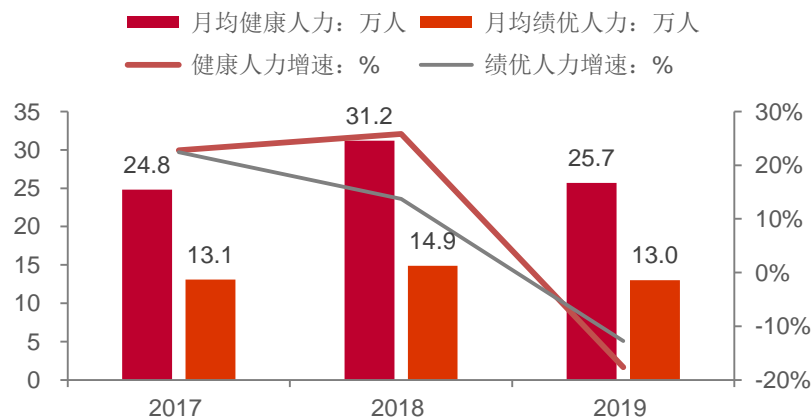
图表：平安寿险OPAT预测：百万元，%

寿险	2018	2019	2020E	备注
剩余边际摊销	62287	74454	85177	NBV增速放缓将拉低剩余边际摊销
净资产投资收益	8959	11738	13949	
息差收入	5048	3947	7247	2019年投资较好超储规模增加
营运偏差及其他	21749	10406	13776	依然面临退保的压力
税前运营利润总额	98043	100545	120149	
所得税	-26698	-11595	-15619	19年的所得税率仅为11.5%
税后营运利润合计	71345	88950	104530	
OPAT增速	35.1%	24.7%	17.5%	

太保三支队伍建设还未见成效，GDR可能在交易层面压制股价

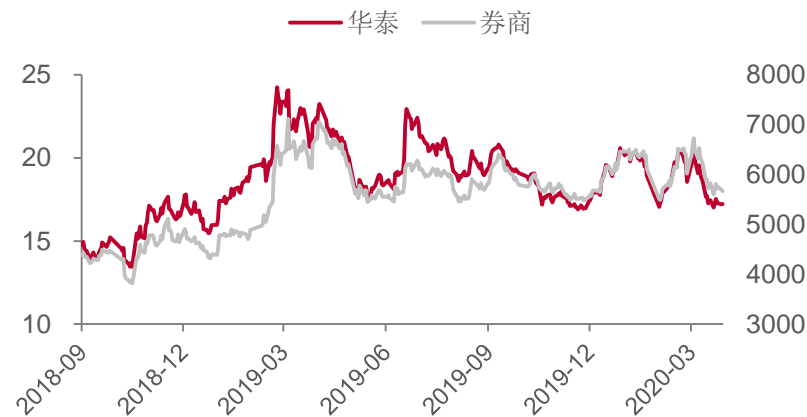
- 寿险公司2019年以来经历了较大的人事变动，其中个险分管总变更三次，对战略方向的延续性和执行性有一定的干扰；
- 公司自2019年提出打造核心人力，顶尖绩优和新生代三支队伍，但2019年健康和绩优人力分别同比下降17.6%和12.8%，暂时还未见成效；
- 集团于5月7日晚间公布其发行GDR并在伦交所上市的事宜获得中国银保监会的原则同意，按照GDR顶额的6.29亿发行规模，并以5月7日A股收盘价格90%进行测算，2020年太保每股内含价值只微幅下降2.93%至48.4元；第一只GDR华泰证券受AH差价过大影响定价突破至7折，由于在伦交所转换GDR至A股的成本在8%左右，因此若GDR定价在A股的9折，套利空间会比较有限，否则交易层面上会有发行120天后锁定期解除套利产生的压力，可参考华泰证券案例

图表：2019年健康和绩优代理人数量同比下滑：%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：华泰证券发行GDR前后股价情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

投资建议：短期和长期不同维度

- 短期维度抓住中国人寿和新华保险当前借鉴同业成功经验而带来的较为确定性基本面改善带来的投资机会；
- 长期维度看好代理人基础和客户基础更加扎实的中国平安和中国太保
- 建议关注：友邦保险

图表：重点公司2020年主要数据预测和对应估值：%

	NBV增速		每股内含价值		P/EV	
	2019A	2020E	2019A	2020E	2019A	2020E
平安 (A)	5.1%	-8.0%	65.7	75.5	1.11	0.97
平安 (H)	5.1%	-8.0%	65.7	75.5	1.09	0.95
国寿 (A)	18.3%	12.0%	33.3	38.1	0.84	0.73
国寿 (H)	18.3%	12.0%	33.3	38.1	0.43	0.37
太保(A)	-9.3%	-12.0%	43.7	49.9	0.68	0.59
太保 (H)	-9.3%	-12.0%	43.7	49.9	0.51	0.45
新华(A)	-19.9%	6.0%	65.7	74.1	0.74	0.66
新华 (H)	-19.9%	6.0%	65.7	74.1	0.38	0.33
太平	-18.8%	-15.0%	44.0	50.5	0.29	0.25
友邦	6.0%	4.0%	40.1	42.2	1.73	1.65

股价取自2020年5月10日收盘价，各重点公司预测数据为自身预测值；

来源：wind, 中泰证券研究所

风险提示

- 长期保障市场格局继续变差，重疾险销售不达预期；
- 代理人产能提升的转型进度过慢，同时代理人数量没有增长；
- 全国较多省份同时推行人身险双录；
- 财险市场费用监管松动；
- 权益市场大幅波动

重 要 声 明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。