

# 保险

## 寿险公司负债成本向下，ROE 中枢向上！

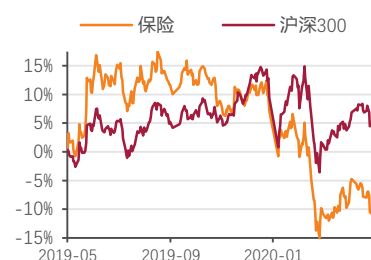
证券研究报告  
2020 年 05 月 28 日

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

**罗钻辉** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518060005  
luozuanhui@tfzq.com  
**周颖婕** 联系人  
zhouyingjie@tfzq.com  
**舒思勤** 联系人  
shusiqin@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《保险-行业专题研究:4 月保费数据点评:寿险边际改善趋势显著,预计后续负债端将继续回暖》 2020-05-20
- 2 《保险-行业点评:新重疾发生率表开征求意见,或将带来未来新保单费率下降及 NBV margin 上升》 2020-05-10
- 3 《保险-行业深度研究:业绩低点已过,期待二季度负债端改善带来向上动力》 2020-05-05

寿险公司的利润体系是值得深入探究的,基于资产负债业务模式的“投资收益率”、“负债成本”、“杠杆倍数”是应当得到深刻讨论的。我们首先定义了“负债成本”并测算,然后独创了保险公司盈利能力分析的 ROE 框架,为市场探寻保险股价值提供了一套全新视角。

**一、负债成本的定义与测算:2019 年平安、国寿、太保、新华的寿险负债成本分别为 1.7%、3.7%、3.3%、3.7%。**1) 我们提出简化版的利润公式,寿险公司税前利润=净资产×投资收益率+(投资资产-净资产)×(投资收益率-负债成本)。基于此, **负债成本=(投资总收益-税前利润)/(投资资产-净资产)**,为对冲掉每年准备金多提或少提中的“不合理部分”,我们对上述负债成本做“3 年移动平均”处理。2) 本质上,负债成本衡量的是寿险公司的高 Margin 产品销售能力、费用管控能力、保险风险管理能力(如防范骗保等)、保险产品定价能力等。3) 2009-2019 年,平安、国寿、太保、新华的负债成本的年平均值分别为 2.7%、3.5%、3.6%、3.9%。

**二、负债成本的趋势与展望:2017 年后开启的负债成本下行趋势将会持续。**2010 年后负债成本经历了三个阶段的变化:2011-2013 年的低位震荡;2014-2016 年的较快攀升;2017-2019 年的明显回落。1) 2013 年费率市场化改革之前,人身险产品定价利率不得超过 2.5%,使得负债成本长期维持在低位,这也是中国寿险公司将来很难发生类似于其他国家利差损危机的核心原因。2) 2014-2016 年,费率市场化改革启动后,传统险的预定利率最高升至 4.025%,寿险公司的负债成本快速上升。3) 2017 年至今,高 Margin 的保障型产品在存量保单中的占比大幅提升,寿险公司的负债成本开始显著下行。4) 未来寿险公司的负债成本仍将处于下行态势。原因一是保障型业务相较理财型业务的更快增长大概率会是较长期的趋势。当前居民对于寿险的购买意愿上升但购买能力下降,更加有利于“件均保费较低+社会焦虑驱动”的保障险的销售。原因二是投资收益率的下降亦会带来产品定价利率的下调。原因三是中小寿险公司面临日益突出的各种压力,超低的产品定价难以长期存在。原因四是我们预计保险公司业务结构中的分红、万能、投连等业务占比有望提升。

**三、寿险行业的 ROE 分析框架:寿险公司的 ROE 中枢有望提升!**1) 假设寿险公司的投资资产规模为 A,资产端的投资收益率为 I,负债成本为 R,股东权益规模为 E。我们可以得到, **税前 ROE = I + (A/E - 1) × (I - R)**。2) ROE 的三大驱动因素分别为: I (投资收益率)、R (负债成本)、A/E (类杠杆倍数)。我们对 2011-2019 年上市寿险公司的 ROE 进行计算(理论 ROE),并与实际披露的 ROE 值进行对比,两者差异较小。详见正文。3) 我们判断投资收益率与负债成本均趋于下行,杠杆率保持平稳,因此 ROE 的趋势取决于投资收益率和负债成本下降的相对速度。我们假设,到 2030 年国寿、平安、太保、新华的负债成本逐年线性下降至 2.0%、1.2%、1.8%、2.0%,即其他公司 10 年后的负债成本有望接近当前的平安寿险。国寿、太保、新华的负债成本的下降空间较大,理论 ROE 或将呈现出缓慢提升的趋势。平安的负债成本已经处于低位,进一步的向下空间相对较小,但 ROE 仍显著更高并维持在 30%以上的水平。

**风险提示:** 保险公司负债成本下降不及预期;经济超预期下滑;长端利率超预期快速下行;保障型产品销售不及预期

**投资建议：**市场普遍看到了利率长期下行带来的寿险公司的未来投资收益率的下滑，但却普遍忽视了寿险公司的负债成本的下降。随着各家寿险公司新单结构的大致趋同，我们判断 10 年后国寿、太保、新华的负债成本有望接近平安当前的水平，即从当前的 3.3%-3.7% 降至 2% 以内，这个降幅高于投资收益率从 5% 降至 3.5% 的幅度。这就是寿险公司 ROE 提升的动力来源，这就是当前保险股的最大预期差。另外，我们预计平安寿险的理论 ROE 中枢仍可长期维持在 30% 以上的水平，因此长期投资价值卓越。

截至 5 月 27 日，平安、国寿、太保、新华的 2020 年 PEV 分别为 0.91、0.68、0.55、0.58 倍。当前估值隐含的“长期投资收益率假设”较低：平安 A 股为 4.1%（未考虑科技、管理等各种溢价），国寿 A 股为 3.2%，新华、太保 A 股低于 2.5%。我们基于最悲观情景（10 年期国债收益率 1.5%、长期投资收益率预期 3.5%）来测算 EV 调整值，P/“调整后的最悲观 2020EV”分别为 1.07 倍、0.93 倍、0.72 倍、0.76 倍，依然处于历史低位。待经济数据改善，保费好转趋势进一步明确，保险股将迎来估值的向上修复，重点推荐中国平安、中国太保。

### 重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2020-05-27	评级	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601318.SH	中国平安	70.65	买入	8.17	8.35	9.87	11.21	8.65	8.46	7.16	6.30
601601.SH	中国太保	27.79	买入	3.06	3.43	4.16	4.65	9.08	8.10	6.68	5.98

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 负债成本的定义与测算：2019 年平安、国寿、太保、新华的负债成本分别为 1.7%、3.7%、3.3%、3.7% .....	4
2. 负债成本的趋势与展望：2017 年后开启的负债成本下行趋势将会持续 .....	6
3. 寿险行业的 ROE 分析框架：寿险公司的 ROE 中枢有望提升！ .....	9
4. 投资建议 .....	12
5. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1：寿险公司负债成本 .....	4
图 2：2009-2019 年上市保险公司的负债成本（移动平均前） .....	5
图 3：2009-2019 年上市保险公司的负债成本（3 年移动平均） .....	5
图 4：3 年移动平均的总投资收益率 .....	7
图 5：平安寿险的规模保费结构 .....	7
图 6：太保寿险的保费收入结构 .....	8
图 7：新华保险的保费收入结构 .....	8
图 8：寿险公司赔付率 .....	9
图 9：寿险公司的 ROE 分析框架 .....	9
图 10：ROE 测算 .....	11
表 1：2011-2019 年上市寿险公司的理论税前 ROE（根据我们估算的负债成本及前述的 ROE 公式计算得出） .....	10
表 2：2011-2019 年上市寿险公司的实际税前 ROE（根据税前利润/加权平均净资产得出） .....	10
表 3：ROE 测算 .....	11

## 1. 负债成本的定义与测算：2019 年平安、国寿、太保、新华的负债成本分别为 1.7%、3.7%、3.3%、3.7%

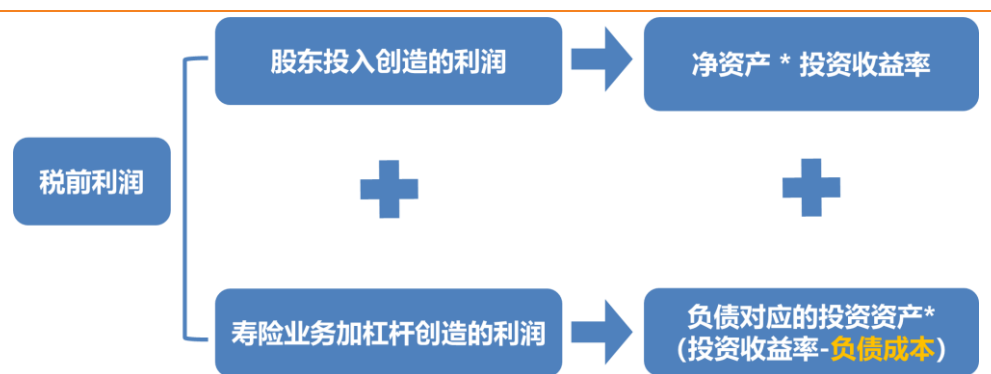
保险公司的盈利模式与商业银行的资产负债业务本质上具有较强的类似性，是由资产负债驱动，通过销售保单获得负债之后，通过保险资金运用获取收入，并产生赔付支出与各类费用。会计上，与银行的最大差异在于把收取的保费计入收入（“保险业务收入/已赚保费”），同时计提费用（“提取保险责任准备金”），因此造成了会计体系上的巨大差异。基于此，准备金计提与投资收益两项的强波动性使得市场此前对于保险公司利润表的解析不够重视，分析框架主要基于内含价值 EV 体系，这也促使友邦、平安、太保相继使用“营运利润”（OPAT）的概念。但我们认为，所谓的强波动性项目也存在均值回归的特性，通过“移动平均”等处理方法，利润体系是值得深入探究的，基于利润体系与资产负债业务模式的“投资收益率”、“负债成本”、“杠杆倍数”是应当得到深刻讨论的，因此我们提出了保险公司盈利能力分析的 ROE 框架，从而为探寻保险股价值提供了一套全新视角。

下面，我们先将视角聚焦于寿险公司的“负债成本”的概念。

**如何定义寿险公司的负债成本？** 首先我们提出一个简化版的利润公式，寿险公司税前利润 = 净资产 × 投资收益率 + 负债对应的投资资产 × (投资收益率 - 负债成本)，其中“负债对应的投资资产”简化为“投资资产 - 净资产”。这个公式隐含的两个假设为 1) 保险公司的非投资资产不贡献收入；2) 净资产与投资资产的投资收益率相同，假设 2 或许不够客观，系简化处理。经过对公式的处理，我们很容易得到负债成本的算法，即寿险公司负债成本 = (投资总收益 - 税前利润) / (投资资产 - 净资产)。

本质上，负债成本衡量的是寿险公司的高 Margin 产品销售能力、费用管控能力、保险风险管理能力（如防范骗保等）、保险产品定价能力等。基于上述公式，我们很容易理解，我们提出的所谓的“负债成本”是综合了寿险公司利润表的 1) 赔付支出、2) 退保金、3) 业务及管理费、4) 手续费及佣金支出、5) 保单红利支出、6) 提取保险责任准备金等指标的一个综合指标，其中，1-5 项为“实实在在”的当期指标，第 6 项（提取保险责任准备金）造成了当期负债成本的部分失真，因此我们后续用“移动平均”的方法在一定程度上（至少理论上）解决此问题。但我们也需要承认，若某家寿险公司的准备金计提长期偏谨慎（即长期多提），那么此算法下的负债成本会长期高估其实际水平。

图 1：寿险公司负债成本



资料来源：天风证券研究所

实际计算过程中，我们将各项指标定义如下：

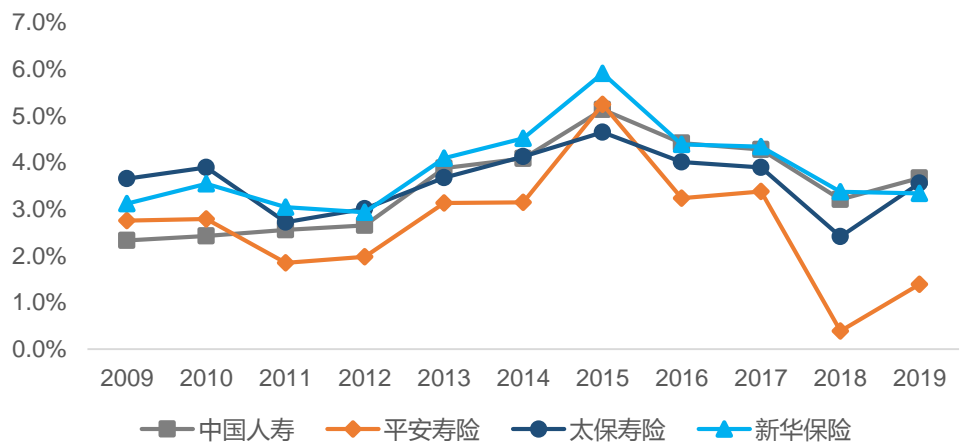
- ① 投资总收益 = 投资收益 + 公允价值变动损益 + 汇兑净收益 - 资产减值损失；
- ② 投资资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 买入返售金融资产 + 应收利息 + 保户质押贷款 + 定期存款 + 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 存出资本保证金 + 投资性房地产 + 归入贷款及应收款分类的投资（例如债权计划、信托计划等）；

- ③由于平安在 2018 年率先采用 IFRS9 准则，放大投资波动，为剔除投资端的影响以及同业可比，我们统一选用寿险公司的年度信息披露报告作为计算依据；
- ④我们假设净资产全部属于投资资产（然而在实际中部分净资产应为非投资资产）。

测算的结论如下：

根据上述负债成本的计算公式，我们对四家上市寿险公司 2009 年至今的负债成本进行了测算：2009-2019 年，平安、国寿、太保、新华的负债成本的年平均值为 2.7%、3.5%、3.6%、3.9%。历史趋势方面，2011-2015 年，负债成本持续上行并于 2015 年达到顶峰。2016 年后，负债成本开始明显向下。

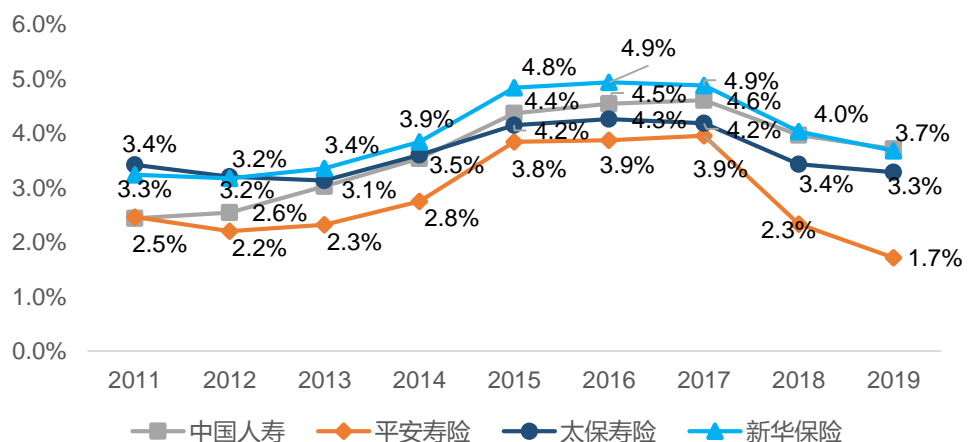
图 2：2009-2019 年上市保险公司的负债成本（移动平均前）



资料来源：上市公司年度信息披露报告，天风证券研究所

由于前述算法下的负债成本受到当期准备金计提的影响，因此为了对冲掉每年准备金多提或少提中的“不合理部分”，我们对算出的负债成本做“3 年移动平均”处理。3 年移动平均可使得寿险公司的负债成本更加稳定，从而更加符合现实。2019 年，平安、国寿、太保、新华的负债成本（3 年移动平均后）分别为 1.7%、3.7%、3.3%、3.7%，平安显著低于其他寿险公司。

图 3：2009-2019 年上市保险公司的负债成本（3 年移动平均）



资料来源：上市保险年度信息披露报告，天风证券研究所



## 2. 负债成本的趋势与展望：2017 年后开启的负债成本下行趋势将会持续

如图 3 所示，2010 年后寿险公司的负债成本经历了三个阶段的变化：1) 2011-2013 年的低位震荡；2) 2014-2016 年的较快攀升；3) 2017-2019 年的明显回落。

1) 2011-2013 年，负债成本小幅震荡，整体保持在较低水平。平安低于 3%，其他公司低于 3.5%。2) 2014 年-2016 年，负债成本快速上升。平安从 2.3% 升至 3.9%，其他公司则从 3%-3.5% 升至 4% 以上，2016 年国寿、太保、新华的负债成本分别高达 4.5%、4.3%、4.9%。3) 2018 年开始，负债成本快速下降。平安从 2017 年的 4.0% 降至 2019 年的 1.7%，国寿从 4.6% 降至 3.7%，太保从 4.2% 降至 3.3%，新华从 4.9% 降至 3.7%。

**阶段 1：2013 年费率市场化改革之前，人身险产品定价利率不得超过 2.5%，使得寿险公司的负债成本长期维持在低位，这也是中国寿险公司将来很难发生类似于其他国家利差损危机的核心原因（其他国家普遍经历过超高预定利率时期）。2013 年之前，监管规定普通型人身保险预定利率不能超过 2.5%，为保持产品竞争力，各保险公司主要销售以分红险、万能险为主的理财型产品，且银保渠道的保费占比普遍高于个险。2009-2012 年，平安的分红险+万能险的规模保费占比将近 80%-84%，太保 2011-2012 年、新华 2010-2012 年的分红险+万能险的保费收入占比分别为 77%-78%、92%-94%。积极的方面在于分红险和万能险业务在投资收益率降低的时候能够拉低负债成本。分红险和万能险对投资收益存在“吸收效应”，即在投资收益率较低的时期，保险公司可通过减少分红支出以及万能账户利息来降低赔付，从而降低负债成本。**

**阶段 2：2014-2016 年，费率市场化改革启动后，传统险的预定利率最高升至 4.025%，寿险公司的负债成本快速上升。**2013 年 8 月开始，普通型人身保险预定利率打破了 2.5% 的上限，保险公司开始加大力度发展“降价”后的传统险业务，传统险的新产品预定利率最低为 3.5%，最高为 4.025%，预定利率的抬升显著拉升了各公司的负债成本。另外，部分公司在银保渠道大量销售了中短存续期产品，例如国寿 2013-2016 年银保趸交保费占新单保费的比例高于 30%，新华高于 40%。同时，预定利率高达 4.025% 的年金险的前置年金给付责任以及产品到期使得寿险公司的赔付率大幅提升。在这一期间，国寿、太保、新华的赔付率最高分别升至 10%、5%、6%；平安则维持在 4% 左右的水平，受益于其审慎的产品策略。

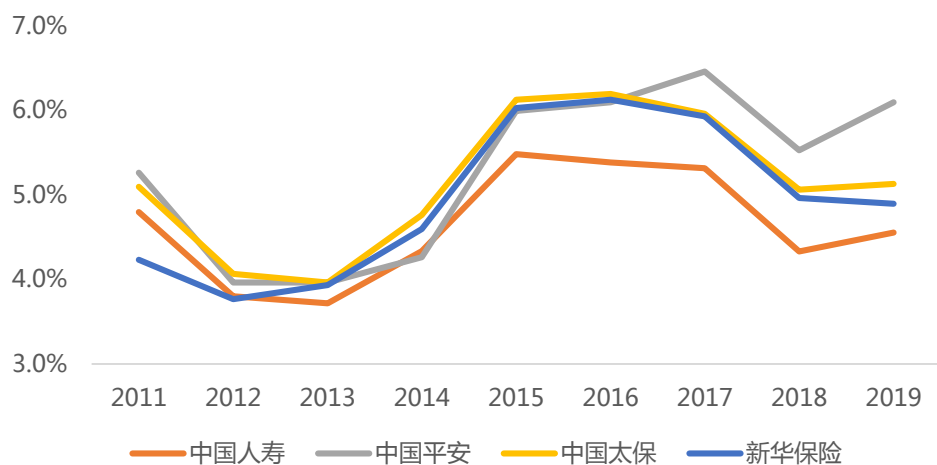
**阶段 3：2017 年至今，高 Margin 的保障型产品在存量保单中的占比大幅提升，寿险公司的负债成本开始显著下行。**2017 年的 134 号文规定年金险在第 5 年才能返还，且返还比例不能超过所交保费的 20%，这导致了 2018 年年金险的销售规模大幅下滑，开启了寿险行业保费持续至今的调整期。同时，2015 年开始健康险等保障型产品的新单保费开始迅速增加，贡献了越来越多的非利差利源，且在 2018 年开始在存量业务中的占比有了显著提升。2016-2019 年，平安长期健康险占规模保费的比例从 12% 提升至 17%，太保的长期健康险占保费收入的比例从 10% 提升至 21%，新华的健康险保费占比从 21% 提升至 38%。

**未来展望：未来寿险公司的负债成本仍将处于下行态势。**1) 保障型业务相较理财型业务的更快增长大概率会是较长期的趋势。2020 年 1-4 月行业健康险保费的同比增速高达 20.5%，而人身险保费的同比增速仅为 5%。当前居民对于寿险的购买意愿上升但购买能力下降，相对更加有利于“件均保费较低 + 社会焦虑驱动”的保障险的销售。2) 虽有滞后性，但投资收益率的下降亦会带来产品定价利率的下调，从而降低负债成本。3) 预计中小寿险公司面临日益突出的偿付能力压力、现金流压力、利润压力，超低的产品定价难以长时期存在。4) 我们预计保险公司业务结构中的分红、万能、投连等业务占比有望提升。

**横向对比方面，平安<太保<国寿<新华，平安寿险的负债成本始终显著低于同业。**2018 年，平安寿险的负债成本已低于 2.5%，2019 年仅为 1.7%，大幅低于产品预定利率的最低水平（2.5%），这说明死费差产生了很大的正贡献。我们判断平安超低的负债成本源于良好的产品结构、审慎的产品定价、卓越的经营效率。平安先于其他保险公司进行“价值转型”，即聚焦个险和高价值的保障型业务。平安的产品策略更为审慎，例如从未销售过预定利率为 4.025% 的年金保险产品；定价方面的费用假设和死病差假设均预留了更高的边际；卓越的费用管控能力和业务品质可获得正向费差。平安披露的内含价值和营运利润中的营运偏差

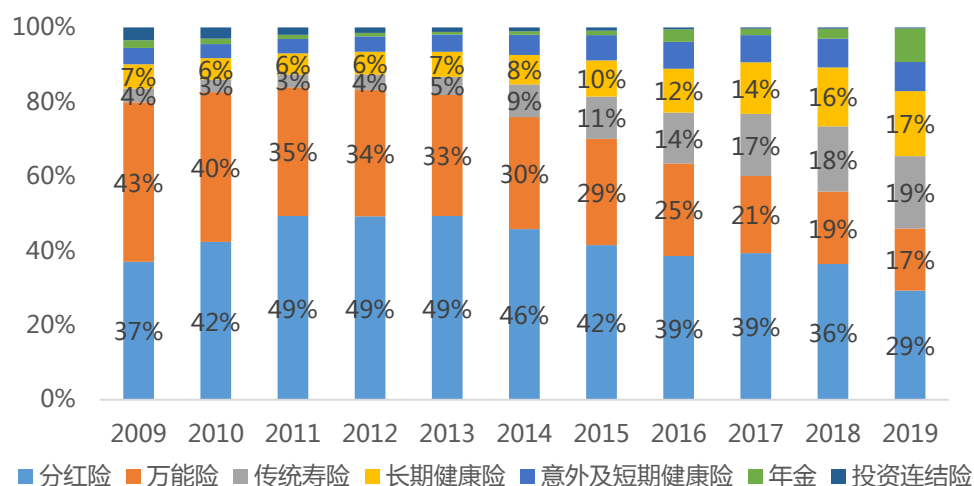
数据可验证以上观点。

图 4：3 年移动平均的总投资收益率



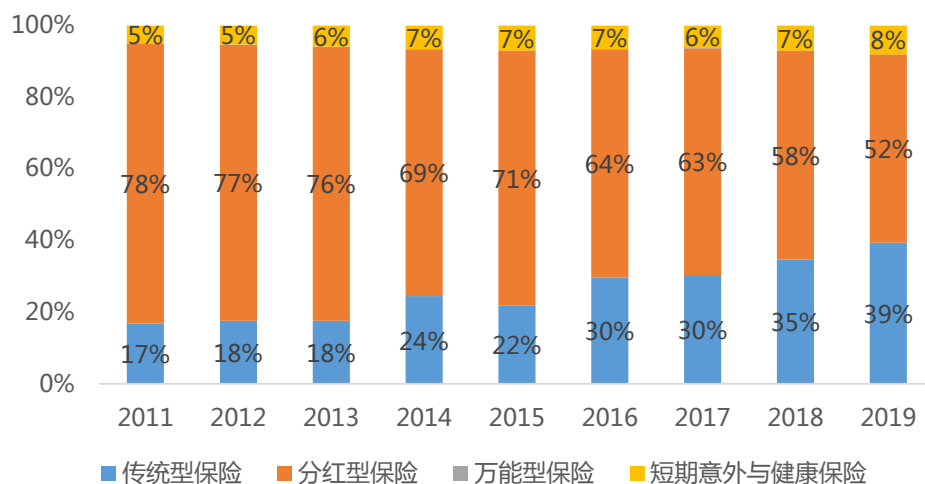
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：平安寿险的规模保费结构



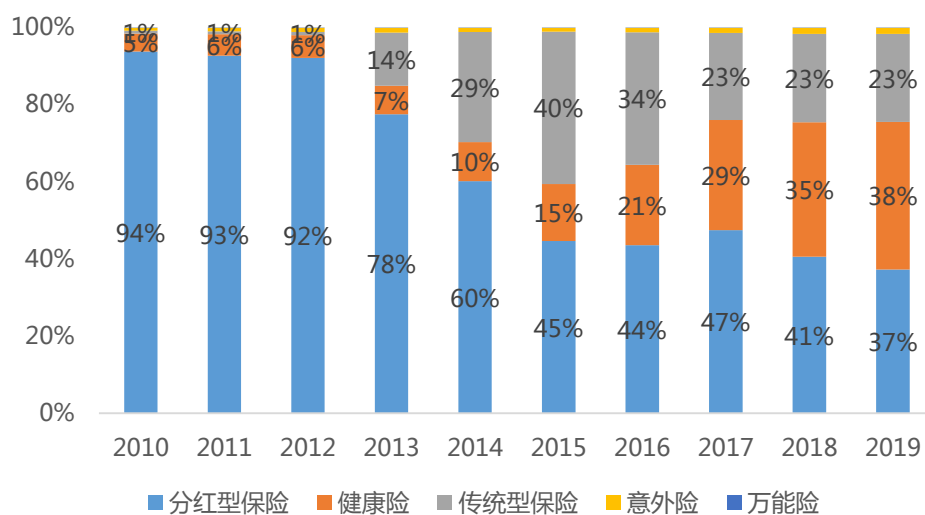
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：太保寿险的保费收入结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

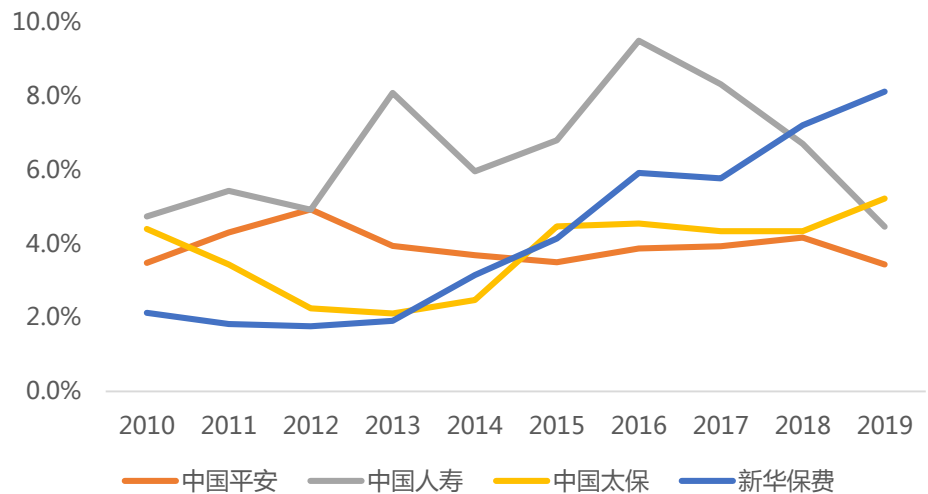
图 7：新华保险的保费收入结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所



图 8：寿险公司赔付率



资料来源：公司财报，天风证券研究所；注：通过“赔付率=赔付支出/（保险业务收入+期初保险合同准备金）”

### 3. 寿险行业的 ROE 分析框架：寿险公司的 ROE 中枢有望提升！

讨论完“负债成本”后，我们开始构建 ROE 分析框架。我们假设寿险公司的投资资产规模为 A，资产端的投资收益率为 I，负债规模为 L，负债成本为 R，股东权益规模为 E。基于“税前利润=净资产 × 投资收益率 + 负债对应的投资资产 × (投资收益率-负债成本)”，我们可以得到：保险公司的税前 ROE =  $I + (A/E - 1) \times (I - R)$ 。

图 9：寿险公司的 ROE 分析框架

$$\begin{aligned}
 ROE &= \frac{E \times I + (A - E) \times (I - R)}{E} \\
 &= I + \frac{A}{E} \times (I - R) - I + R \\
 &= R + \frac{A}{E} \times (I - R) \\
 &= I + \left(\frac{A}{E} - 1\right) \times (I - R)
 \end{aligned}$$

资料来源：天风证券研究所

可见，寿险公司税前 ROE 的三大驱动因素分别为：I（投资收益率）、R（负债成本）、A/E（类杠杆倍数）。1）投资收益率越高，ROE 越高。投资能力取决于大类资产配置能力、投资板块考核与激励体系、投研团队能力等。2）负债成本越低，ROE 越高。负债能力取决于高 Margin 产品销售能力、费用管控能力、保险风险管理能力、产品定价能力等。3）杠杆倍数越高，ROE 越高。加杠杆能力取决于总保费增速、偿付能力充足率水平等。

基于上述 ROE 公式以及负债成本的测算数据，我们对 2011 年-2019 年上市寿险公司的 ROE 进行计算（理论 ROE），并与实际的 ROE 值进行对比。我们发现理论 ROE（即测算值）与实际 ROE 的差异较小：

**1) 中国人寿：**2011-2019 年的理论税前 ROE 中枢为 11.9%，而实际税前 ROE（税前利润/加权平均净资产）中枢为 11.2%。其投资收益率中枢、负债成本中枢、杠杆率中枢分别为 4.7%、3.6%、7.9 倍。2019 年，理论 ROE 为 16.0%，实际 ROE 为 16.3%。

**2) 平安寿险：**2011-2019 年的理论税前 ROE 中枢为 32.5%，而实际税前 ROE（税前利润/加权平均净资产）中枢为 34.7%。其投资收益率中枢、负债成本中枢、杠杆率中枢分别为 4.8%、2.8%、16.1 倍。2019 年，理论 ROE 为 36.4%，实际 ROE 为 39.9%。

**3) 太保寿险：**2011-2019 年的理论税前 ROE 中枢为 18.0%，而实际税前 ROE（税前利润/加权平均净资产）中枢为 19.1%。其投资收益率中枢、负债成本中枢、杠杆率中枢分别为 4.8%、3.6%、12.9 倍。2019 年，理论 ROE 为 28.9%，实际 ROE 为 25.0%。

**4) 新华保险：**2011-2019 年的理论税前 ROE 中枢为 15.9%，而实际税前 ROE（税前利润/加权平均净资产）中枢为 14.9%，其投资收益率中枢、负债成本中枢、杠杆率中枢分别为 4.9%、4.0%、13.7 倍。2019 年，理论 ROE 为 14.5%，实际 ROE 为 17.6%。

结论表明，各家公司在投资端的差异较小，中枢为 4.7%-4.9%。ROE 高低主要由负债成本差异、杠杆率差异所决定。平安寿险的 ROE 中枢显著高于同业，这主要源于拥有最高的杠杆率水平和最低的负债成本。此外，太保寿险的 ROE 中枢高于新华，新华高于国寿。

表 1：2011-2019 年上市寿险公司的理论税前 ROE（根据我们估算的负债成本及前述的 ROE 公式计算得出）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	中枢
中国人寿	10.9%	6.0%	19.3%	19.7%	19.7%	6.7%	10.9%	-1.6%	16.0%	<b>11.9%</b>
平安寿险	27.4%	9.6%	45.4%	35.6%	52.8%	20.2%	29.2%	35.4%	36.4%	<b>32.5%</b>
太保寿险	2.4%	4.4%	25.1%	28.7%	26.5%	12.7%	17.8%	15.7%	28.9%	<b>18.0%</b>
新华保险	20.7%	4.0%	22.5%	26.2%	34.0%	5.4%	6.5%	9.8%	14.5%	<b>15.9%</b>
均值	15.3%	6.0%	28.1%	27.5%	33.3%	11.3%	16.1%	14.8%	24.0%	<b>19.6%</b>

资料来源：上市公司年报、上市寿险年度信息披露报告，天风证券研究所

表 2：2011-2019 年上市寿险公司的实际税前 ROE（根据税前利润/加权平均净资产得出）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	中枢
中国人寿	10.2%	5.3%	13.2%	15.8%	15.0%	7.5%	13.2%	4.3%	16.3%	<b>11.2%</b>
平安寿险	39.3%	13.7%	30.4%	28.1%	35.4%	28.7%	36.4%	59.9%	39.9%	<b>34.7%</b>
太保寿险	9.9%	6.8%	18.5%	22.6%	21.8%	15.3%	21.4%	30.3%	25.0%	<b>19.1%</b>
新华保险	17.3%	6.8%	13.2%	17.8%	22.2%	11.1%	11.9%	16.3%	17.6%	<b>14.9%</b>
均值	19.2%	8.2%	18.8%	21.1%	23.6%	15.6%	20.7%	27.7%	24.7%	<b>20.0%</b>

资料来源：上市公司年报、上市寿险年度信息披露报告，天风证券研究所

我们从 ROE 的三大驱动因素的趋势来判断未来保险公司 ROE 的走势：

**1) 投资收益率预判：**基于我们前期发布的深度报告《国内外保险资金投资的深度解析：投资收益率的稳定性远高于利率，预期中国上市险企未来 5 年净投资收益率不低于 4.5%》，我们认为，超长期利率债+高股息率股票+长股投+优质非标将能稳定投资收益率，短期内保险公司的净投资收益率仍可以维持 4.5%以上；中长期来看，在极悲观假设下（10 年期国债利率降至 1.5%），保险公司的投资收益率仍然可至少维持在 3.5%以上。

**2) 负债成本预判：**未来寿险公司的负债成本仍将处于下行态势。1) 保障型业务相较于理财型业务的更快增长大概率会是较长期的趋势。当前居民对于寿险的购买意愿上升但购买能

力下降，相对更加有利于“件均保费较低 + 社会焦虑驱动”的保障险的销售。2) 投资收益率的下降亦会带来产品定价利率的下调。3) 预计中小寿险公司面临日益突出的各种压力，超低的产品定价难以长期存在。4) 预计保险公司业务结构中的分红、万能、投连等业务占比有望提升。

**3) 杠杆率预判：**根据历史数据，近年来寿险公司的杠杆率均趋于稳定。若保费后续摆脱调整期，未来杠杆倍数有望提升。我们保守预计寿险公司的杠杆率在未来保持稳定。

我们判断寿险公司的投资收益率与负债成本均趋于下行，杠杆率保持平稳。结论是 ROE 的趋势取决于投资收益率和负债成本下降的相对速度：

若  $\frac{\Delta i}{\Delta r} > 1 - \frac{e}{a}$ ，ROE 将呈下降趋势；若  $\frac{\Delta i}{\Delta r} < 1 - \frac{e}{a}$ ，ROE 将呈上升趋势。

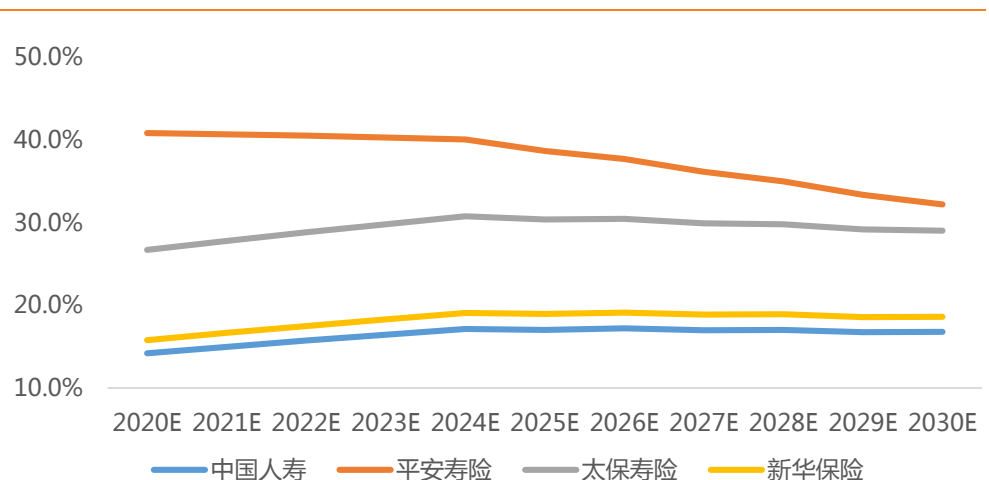
寿险公司的未来 ROE 预估如下表所示。我们假设，到 2030 年，国寿、平安、太保、新华的负债成本逐年线性下降至 2.0%、1.2%、1.8%、2.0%，即其他公司 10 年后的负债成本有望接近当前的平安寿险。1) 国寿、太保、新华的负债成本的下降空间较大，理论 ROE 或将呈现出缓慢提升的趋势。2) 平安的负债成本已经处于低位，进一步的向下空间相对较小，因此 ROE 或呈缓慢下降趋势，但仍显著更高并维持在 30% 以上的水平。

表 3：ROE 测算

		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
负债成本假设	中国人寿	3.6%	3.4%	3.2%	3.1%	2.9%	2.8%	2.6%	2.5%	2.3%	2.2%	2.0%
	平安寿险	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
	太保寿险	3.2%	3.0%	2.9%	2.7%	2.6%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%	1.9%	1.8%
	新华保险	3.5%	3.4%	3.2%	3.1%	2.9%	2.8%	2.6%	2.5%	2.3%	2.2%	2.0%
投资收益率假设		4.7%	4.7%	4.6%	4.5%	4.5%	4.3%	4.2%	4.1%	3.9%	3.7%	3.6%
杠杆率假设	中国人寿	9.17	9.17	9.17	9.17	9.17	9.17	9.17	9.17	9.17	9.17	9.17
	平安寿险	12.85	12.85	12.85	12.85	12.85	12.85	12.85	12.85	12.85	12.85	12.85
	太保寿险	15.02	15.02	15.02	15.02	15.02	15.02	15.02	15.02	15.02	15.02	15.02
	新华保险	10.30	10.30	10.30	10.30	10.30	10.30	10.30	10.30	10.30	10.30	10.30
税前 ROE	中国人寿	14.2%	15.0%	15.7%	16.5%	17.1%	17.0%	17.2%	17.0%	17.0%	16.8%	16.8%
	平安寿险	40.9%	40.7%	40.6%	40.3%	40.1%	38.7%	37.7%	36.2%	35.0%	33.4%	32.2%
	太保寿险	26.7%	27.8%	28.9%	29.8%	30.8%	30.4%	30.5%	29.9%	29.8%	29.2%	29.0%
	新华保险	15.8%	16.7%	17.5%	18.3%	19.1%	19.0%	19.1%	18.9%	18.9%	18.6%	18.6%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 10：ROE 测算



资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 4. 投资建议

市场普遍看到了利率长期下行带来的寿险公司的未来投资收益率的下滑，但却普遍忽视了寿险公司的负债成本的下降。随着各家寿险公司新单结构的大致趋同，我们判断 10 年后国寿、太保、新华的负债成本有望接近平安当前的水平，即从当前的 3.3%-3.7% 降至 2% 以内，这个降幅高于投资收益率从 5% 降至 3.5% 的幅度。**这就是寿险公司 ROE 提升的动力来源，这就是当前保险股的最大预期差。**另外，我们预计平安寿险的理论 ROE 中枢仍可长期维持在 30% 以上的水平，因此长期投资价值卓越。

截至 5 月 27 日，平安、国寿、太保、新华的 2020 年 PEV 分别为 0.91、0.68、0.55、0.58 倍。当前估值隐含的“长期投资收益率假设”较低：平安 A 股为 4.1%（未考虑科技、管理等各种溢价），国寿 A 股为 3.2%，新华、太保 A 股低于 2.5%。我们基于最悲观情景（10 年期国债收益率 1.5%、长期投资收益率预期 3.5%）来测算 EV 调整值，P/“调整后的最悲观 2020EV”分别为 1.07 倍、0.93 倍、0.72 倍、0.76 倍，依然处于历史低位。待经济数据改善，保费好转趋势进一步明确，保险股将迎来估值的向上修复，重点推荐中国平安、中国太保。

## 5. 风险提示

- 1) 保险公司负债成本下降不及预期：若未来重疾赔付情况恶化，或竞争加剧导致定价利率难以进一步下行、费用投入力度加大，则可能导致负债成本下降不及预期。
- 2) 经济超预期下滑：疫情导致国内经济压力增加，叠加海外疫情仍然具有不确定性，亦对国内经济增长形成压力，若经济超预期下滑，居民财富将近一步缩水，将冲击保单销售。
- 3) 长端利率超预期快速下行：如果长端利率超预期快速下行，则保险公司再投资资产将面临配置压力，且负债端的准备金计提超预期，将抑制保险公司估值。
- 4) 保障型产品销售不及预期：若社会复工全面延迟，代理人线下展业受限，消费者未来收入预期悲观，后续保障型产品销售可能不及预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com