

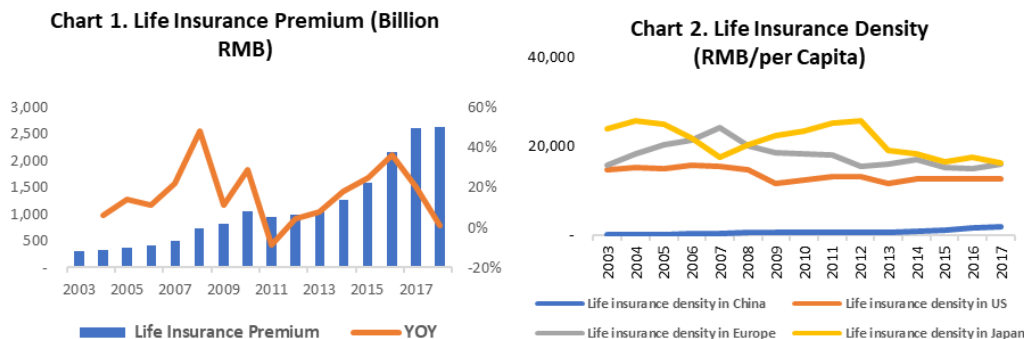
为保，不为报

随着经济的增长，我国的中产阶级群体数量正在逐年增加。在满足基本需求后，中产阶级开始产生对财富保值和健康保障的需求。中国2018年的寿险保费收入达到2.6万亿人民币，过去五年的复合年增长率（CAGR）为15.7%。在人口老龄化和可支配收入提高的推动下，寿险业在未来几十年都具有巨大的增长潜力。

与国际保险公司相比，中国本土的保险公司因其巨大的增长潜力、丰富的产品组合、良好的竞争格局、强劲的盈利能力和更低的估值而更具吸引力。

- **长期受益于人寿保险密度的提升**

虽然中国的寿险总保费已达到2.6万亿人民币（图1），但保险密度（总保费/总人口）仅为1,873元人民币（图2），远低于发达国家水平。全球经验表明，当人均GDP达到10,000美元时，对人寿保险的需求将急剧增加。中国的人均GDP在2018年超过了9,000美元，因此我们预计寿险业在不久的将来会迅速增长。

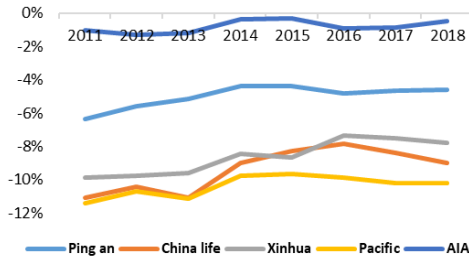
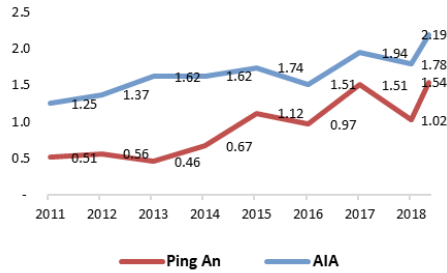


来源：彬元资本，万得

- **低利率敏感度的长期产品包含更高的价值**

与国际保险公司相比，国内保险公司对利率变化更敏感。如果利息下降50个基点，以寿险业务为主的公司如平安保险、中国人寿和新华保险的内含价值（EV）在2018年会分别下降5%，9%和7%，而以保障类业务为主的AIA的内含价值只会下降0.45%（图3）。

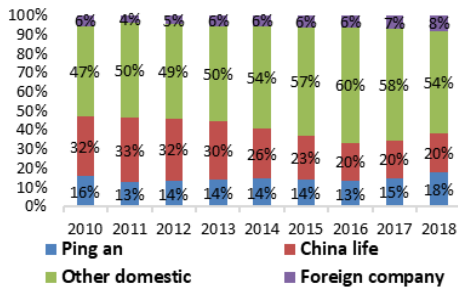
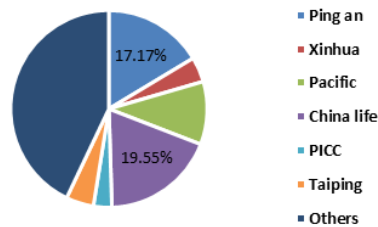
这种敏感性差异有可能在未来几年内收窄。过去人们购买保险的目的是为了财富保值和升值，因此他们更关心投资回报，而现在消费者开始转向保障类产品，比如重疾险。2018年，长期产品之一的商业医疗保险保费达到了5,448亿元人民币，实现了比其他类型保险产品更高的保费增长。在PEV（价格/EV）方面，市场对国内保险公司的估值与国际知名保险公司相比有很大的折扣（图4），我们认为如此巨大的估值差距是不合理的，国内的保险公司将有机会被重新定价。

Chart3. Interest Rate Sensitivity if RRR Cut 50bp

Chart 4. PEV of Ping An and AIA


来源：彬元资本，万得

● **保险业的开放不会削弱本地龙头企业的竞争优势**

尽管中国金融市场的开放可能带来更多竞争，但我们认为新进入者很难在短期内成功抢占市场份额。市占率前两名的平安和中国人寿的市场份额达到了 35%（图 5），远高于其他很多行业龙头的市占率。龙头保险公司严重依赖于自有的保险代理团队销售产品，而新进入者需要大量的时间和资源来打造这样的团队（图 6）。合作伙伴的网络资源也有助于提高本土龙头企业产品的丰富性和差异性。随着保险公司将注意力转向长期和非储蓄产品，从业者需要更多的专业技能来与客户建立信任。消费者倾向于信任并选择有强势品牌背书的保险产品。由于中国大型保险公司拥有较高的市场份额、精心打造的代理团队、强大的合作伙伴网络资源和知名的品牌，监管的松绑也难以削弱本土龙头企业的市场地位。

Chart 5. Market Share

Chart 6. Agent Team


来源：彬元资本，万得

● **盈利能力高于全球同行，为长期扩张输血**

由于竞争较少，人寿保险公司在中国收益颇丰。例如，AIA 新业务的利润率在中国超过 90%，但其在亚洲其他地区仅为 60-70%。平安保险的内含价值运营回报率（人寿保险业务的盈利能力指标之一）长期超过 20%。丰厚的利润有能力支持公司向渗透不足的地区扩张。随着业务渗透到低线城市，中国保险公司可能会选择在不久的将来调低价格以提高产品的可负担性。向具有较高利润率的长期产品倾斜可以弥补可能受影响的盈利能力。我们认为保费收入的增加和良好的产品组合将抵消降价的负面影响，中国的保险公司仍可以长期保持良好的盈利能力。

谁会胜出？

- **知名品牌**

由于寿险产品期限长，产品结构复杂难于理解，消费者通常更喜欢知名品牌。在中国，最著名的保险公司是平安和中国人寿，而新进入者需要很长时间才能积累品牌声誉。

- **拥有优秀的经营管理机制的企业**

保险公司的运作对综合能力的要求很高。一方面，业务是通过保险代理人的分销和业务推荐来完成的。另一方面，业务依赖于稳定的投资收益直到合同到期。经营保险业务需要能够设计保单、建立精算模型、招聘代理、投资能力等。在国内大型寿险公司中，平安是唯一一家民营企业，它拥有先进的激励机制、成熟的团队文化和优秀的管理能力等一系列优势。在过去五年中平安实现了 25% 的复合年增长率，远远领先于竞争对手。

小结

受益于保险密度的提高、产品组合的改善和高盈利能力，人寿保险业将步入黄金十年。由于大型保险公司在市场份额、代理团队和品牌方面都有很强的优势，新进入者很难在短期内抢夺市场份额。我们认为平安凭借其品牌影响力和优秀的运作机制将保持其在中国的领先地位。此外，随着医疗保险比例的增加，从长远来看我们认为平安的 PEV（价格/内含价值）有机会向国际巨头靠拢。

市场回顾与展望

中国经济数据表现不一。6 月生产者价格指数（PPI）为 0.0%，消费价格指数（CPI）为 2.7%，与 5 月份持平。7 月官方制造业采购经理人指数（PMI）为 49.7，高于 6 月的 49.4，但仍低于 50 的荣枯线，主要受累于在手订单和出厂价格因素。官方非制造业采购经理人指数从 6 月的 54.2 降至 7 月的 53.7。6 月铁路货运量同比增长 7.5% 至 3.54 亿吨。

根据中共中央政治局会议所传达的精神，重申不会为了寻求短期经济刺激而改变房地产政策，而是会加强财政政策，提高生产率，同时进一步贯彻实施减税降费。会议还强调，国家将继续开展供给侧结构性改革，拉动国内消费，进一步开放经济，稳定对外贸易和就业。我们认为，这是应对下一阶段经济增长的正确战略，并将推动经济稳定且长期的增长。

根据全球创新指数（GII）的排名，2019 年中国位列世界最具创新性国家排行榜的第 14 位，比 2018 年提升了 3 位。中国连续第七年在中等收入经济体的创新质量榜上排名第一。今年上半年，中国采取了多项措施以保护知识产权，下半年，全国海关将加强对出口侵权产品的监管。我们相信这些举措将增强国际品牌在中国投资的信心。

➤ **公司介绍:**

彬元资本成立于 2012 年 8 月 1 日，分别于 2012 年 12 月及 2016 年 3 月取得香港证监会许可的“第九类”资产管理及“第四类”就证券提供意见牌照，于 2014 年 1 月取得美国证监会许可的投资顾问资格，并于 2014 年 8 月登记为私募投资基金管理人资格。

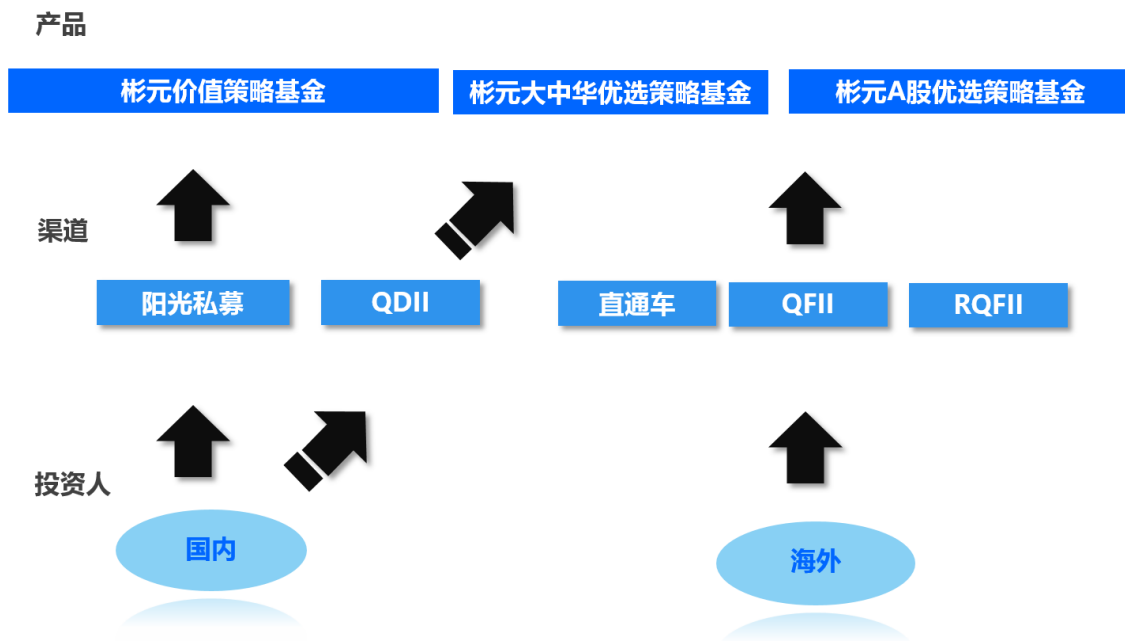
彬元资本专注于投资股票市场，投研团队主要来自于原通用电气资产管理公司，首席投资官周平先生曾担任通用电气高级副总裁兼大中华区总经理。周平先生在通用电气任职 17 年，管理过三只新兴市场基金，共计 50 亿美元。

公司目前主要客户为海外大型长期投资机构，包括抚恤基金，养老基金，家族基金及慈善基金等。彬元资本始终坚持以基本面研究为主导的“自下而上”的投资策略，配合自主开发的选股模型，在实践中不断检验，力求精选优质股票。在投资决策过程中，彬元资本的投研团队严格执行精选个股的策略，通过企业访问，网络与渠道调查，财务分析，行业价值链分析以及波特模型等方法为投资决策做支持。

【彬元资本】微信公众号：
binyuancapital



➤ **产品架构:**



联系方式:

上海彬元资产管理有限公司

上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 13 楼 1305-1306 室

电话: +86 21 20285775

网址: <http://www.binyuancapital.com>

彬元资本有限公司

香港上环皇后大道中 287-299 号, 299 QRC, 1505 室

电话: +852 2877 9330

电邮: CR@binyuancapital.com