从“相互保”到“相互宝”，关于相互保险之思

方正证券研究所证券研究报告

行业专题报告　　行业研究

保险Ⅱ行业　　2018.12.13/推荐

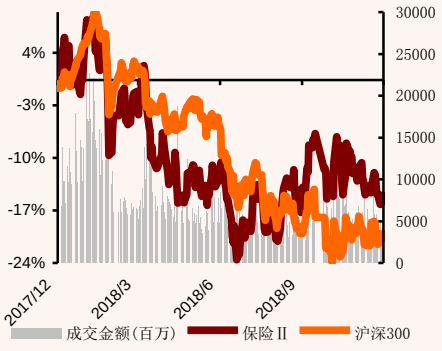
高级分析师：　左欣然
执业证书编号：　S1220517110001
TEL:
E-mail:　zuoxinran@foundersc.com

联系人：　李冰婷
TEL:
E-mail:　libingting@foundersc.com

重要数据：

上市公司总家数	8
总股本(亿股)	1089.84
销售收入(亿元)	22797.04
利润总额(亿元)	2268.89
行业平均 PE	24.07
平均股价(元)	26.05

行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《承保端持续修复，价值无忧增长稳健》2018.11.21

《中国人保（601319.SH）：财险龙头、寿险价值转型，大金控发展正当时》2018.11.16

《中国平安（601318.SH）：营运利润、业务价值增长稳健，投资端、金融科技持续贡献》2018.10.29

《新华保险（601336.SH）：承保端稳定，资产端收益率超预期》2018.10.28

《中国太保（601601.SH）：承保端持续改善，资产端收益率超预期》2018.10.28

请务必阅读最后特别声明与免责条款

相互制寿险的尝试：从“相互保”到“相互宝”，相互保险仍待发展。

1）原“相互保”全体成员平均分摊当期保障金和管理费，逆选择的发生概率或远高于传统重疾险。经测算，**仅 36-39 周岁和 47-59 周岁两个年龄段投保人的分摊保费小于个人应缴保费。**

2）从产品形态来看，并不符合信美相互对“会员产品”的定义，因此**并非相互保险产品。**

3）作用：作为保险公司对互助保险计划的首次尝试，原“相互保”**引发了社会对相互保险的关注，推动了保险的传播和普及，也验证了各类消费者对保障型产品最真实的需求。**

4）升级为“相互宝”后，该产品转为互联网互助计划，设置了 188 元的分摊上限并降低了管理费（8%），**蚂蚁金服大概率需要承担兜底责任，实际上让利于参与者。**但参与者的购买力有限，且传统保障型产品持续升级，即使以互联网为入口的相互保险真正得以开始发展，也将更多作为传统产品的补充。

相互保险的投保人即保险人，形成了以客户利益为中心、“共享收益、共摊风险”的利益共同体。海外相互保险公司主要实行预收保费制，分摊后的盈余将用于分红或抵扣次年保费。

全球保险从“相互化”到“去相互化”到“再相互化”，主要受保险需求转换、现代金融市场发展的影响。

1）20 世纪初期的“相互化”：19 世纪的美国人身险市场混乱，投保人与股份制保险公司的矛盾激化；日本二战后死亡伤害保险赔付激增、通胀严重，金融业重组与美国先后开启相互化。

2）20 世纪末的“去相互化”：投保人保险需求多元化，现代金融市场的发展提升了产业合并的需要，但相互保险融资渠道有限，在兼并收购、开拓业务中财务压力较大；此外，日本金融相互化推动设立新寿险公司，以及 20 世纪末行业性利差损危机等共同作用下，保险市场呈现出“去相互化”的特征。

3）2008 年金融危机，相互保险受资本市场影响较小，发达国家的保险市场已普遍进入成熟期，融资需求弱化，呈现“再相互化”。2007-2015 年，全球相互保险保费收入从 9710 亿美元增至 12119 亿美元，在整体保险市场的份额由 24.1%提升至 26.7%。相互制非寿险市场份额（约 30%）始终高于寿险 10pct 左右。2007-2015 年，相互保险绝对增速和年复合增速远超整体保险市场。

我国相互保险现状：起步晚，尚处于发展初级阶段。

1）我国的相互保险在全球的市场份额增幅远低于整体保险行业。2005-2015 年，中国相互保险保费收入从不足 0.1 亿美元

大幅增至 9.3 亿美元（年复合增速 57%），市场份额升至 0.2%，远不及发达保险市场和全球平均水平（26.7%）。

2）《相互保险组织监管试行办法》对相互保险组织的设立和运行提供了法规依据。众惠、汇友、信美先后成立。

3）阳光农业相互保险公司是我国相互保险的首次尝试，2005 年成立，尽管**保费规模和市场份额有限，但综合费用率、成本率和 ROE 均优于同业。**

保障型产品发力，头部险企业务价值凸显。

1）上市险企先后对明星产品升级，截至 2016 年，五大险企健康险保费收入占健康险行业保费收入的 43%。

2）2010 年至 2016 年，五大险企健康险保费收入加速提升，呈现长期化并持续增长的趋势。截至 2016 年底，平安寿、太保寿、太平寿的长期健康险保费收入分别为 442、137、88 亿元，在当期健康险保费收入分别占比的 81%、76%、96%，在总保费分别占比 12%、10%、8%。助力 NBVM 的提升和 NBV 的增长。

投资建议：承保周期筑底向上，投资端稳定，当前五大险企的估值区间为 0.7-1.2 倍，低于合理区间，对行业维持推荐评级。个股推荐中国平安、中国太保、新华保险、中国太平，对应 2018 年 P/EV 分别 1.2、0.9、0.7、0.8 倍，考虑到年底切换估值，对应 2019 年 P/EV 分别 1.0、0.9、0.6、0.7 倍。

风险提示：权益市场波动剧烈，利率大幅下探，利差受影响；险企 2018 年收尾工作及 2019 年开门红进展不畅，保费收入增长不及预期。

目录

1 我国相互制寿险的尝试：从“相互保”到“相互宝”，相互保险仍待发展.....5
1.1 平均分摊保障金和管理费，“相互保”逆选择或高于传统重疾.....5
1.2 “相互保”并非相互保险，但推动了我国相互保险的发展.....7
1.3 “相互保”升级为“相互宝”：基于互联网的互助计划.....8
2 相互保险公司：前期优势更突出的保险企业组织形式.....10
2.1 股东、投保人、会员“三位一体”，不以营利为目的.....10
2.2 缴费方式决定利润来源，相互保险产品的利源并非传统“三差”.....11
3 全球相互保险市场发展概况.....11
3.1 人身险发展初期，保险市场混乱，相互保险优势凸显.....11
3.1.1 美国：投保人与股份制保险公司的矛盾激化，直接推动保险市场的“相互化”.....11
3.1.2 日本：二战后金融业重组，效仿美国开启“相互化”.....12
3.2 保险需求转换、现代金融市场发展，相互保险发展遇瓶颈.....12
3.2.1 美国：投保人保险需求多元化，关注点从保障和储蓄转为保障和投资，但相互保险公司筹资困难，年金险发展受资本金桎梏。.....12
3.2.2 日本：金融相互化推动设立新寿险公司，相互保险融资渠道有限，在兼并收购、开拓业务中财务压力较大。.....14
3.3 金融危机刺激下，保险市场呈现“再相互化”.....16
4 中国相互保险现状.....18
4.1 起步晚，市场规模有限，尚处于发展初级阶段.....18
4.2 政策放开，相互保险迎机遇.....19
4.3 我国相互保险的首次尝试：阳光农业，费用率更低的农险公司.....21
5 保障型产品发力，头部险企业务价值凸显.....22
6 风险提示.....23

图表目录

图表 1： “相互保”保费测算 6
图表 2： 消费型重疾险产品对比 7
图表 3： “相互保”的理赔 8
图表 4： “相互宝”的升级 9
图表 5： 相互保险公司和股份保险公司的主要区别 10
图表 6： 1987-1997 年部分国家相互保险市场情况 14
图表 7： 美国相互保险市场份额 14
图表 8： 日本寿险公司组织形式变动 15
图表 9： 日本相互制寿险公司转制情况 15
图表 10： 日本相互保险市场份额 16
图表 11： 2005-2015 年相互保险保费收入情况 17
图表 12： 2005-2015 年相互保险分险种保费收入 17
图表 13： 2007-2015 年相互保险保费收入规模增长较整体保险市场更快 17
图表 14： 美国、日本主要相互制保险公司情况一览 17
图表 15： 2015 年相互保险分险种情况 18
图表 16： 2015 年全球相互保险大类资产配置 18
图表 17： 2005-2015 年美日相互保险市场情况 19
图表 18： 2005-2015 年中国相互保险市场情况 19
图表 19： 主要国家保险市场份额变化 19
图表 20： 相互制与股份制保险公司设立条件对比 20
图表 21： 我国相互保险公司的简介 20
图表 22： 四家农险公司保费收入情况 21
图表 23： 四家农险公司保费收入增长情况 21
图表 24： 农险市场份额变化 21
图表 25： 阳光农业综合赔付率处于较高水平 22
图表 26： 阳光农业综合费用率处于较低水平 22
图表 27： 阳光农业综合成本率低于同业 22
图表 28： 阳光农业 ROE 高于同业 22
图表 29： 主要险企健康险保费收入 23
图表 30： 主要险企健康险在总保费中占比 23

1 我国相互制寿险的尝试：从“相互保”到“相互宝”，相互保险仍待发展

10 月 16 日，信美相互和蚂蚁保险联合推出大病互助计划“相互保”，产品上线两周，参与人数已超 1400 万人；截至监管叫停前，参与者已超过 2000 万人。目前，“相互保”已升级为“相互宝”。

1.1 平均分摊保障金和管理费，“相互保”逆选择或高于传统重疾

“相互保”属于短期消费型团体重疾险。1）成团条件：运行 3 个月后参与人数超过 330 万。2）从保额来看，90 天等待期后，初次确诊时间为 30 天-39 周岁非因意外患重疾的投保人保额为 30 万元，40-59 周岁的投保人保额为 10 万元。**3）从保费分摊来看，全体成员平均分摊当期保障金和管理费（信美对每起理赔案件收取赔偿金额的 10%作为管理费）**，信美将通过支付宝扣划每位成的分摊金额。

全体成员平均分摊当期保障金和管理费的机制，使“相互保”在产品设计中并未包含年龄和性别两个风险因子，而不存在差异化定价，因此对于不同年龄的人来说，或将存在不公平现象。在此，我们将进一步测算不同年龄投保人的保费，从而判断此产品对不同年龄投保人的效用。我们以原保监会 2016 年发布的《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2006－2010）》中 25 种重疾发生率以及 2010 年的第六次人口普查结果中的人口性别和人口结构为基础，来测算“相互保”投保人每人每年需要支出的保费。**我们 1）假设“相互保”的投保人年龄和性别结构与第六次人口普查结果相同**；2）根据险企理赔的经验数据，在 100 种重疾中，前 25 种重疾的赔案占比一般达 80%以上。因此，**将 100 种重疾发生率的调整为 25 种重疾经验表的 125%**。3）考虑到产品销售期尚不足 2 月，且需对标某传统成人重大疾病保险，**主要对 18-59 周岁的投保人保费支出进行测算。**

测算结果显示：**1）在调整后的标准重疾发生率下，“相互保”每人每年保费 681.9 元。**2）根据险企的精算假设，我们再次假设①产品风控严格、投保人质优，则将**产品的重疾发生率定为调整后重疾经验表的 70%，此时每人每年需支出保费 477.3 元**。②考虑重疾发生率的恶化，则将**产品的重疾发生率定为调整后重疾经验表的 130%，此时每人每年需支出保费 886.5 元。3）仅 36-39 周岁和 47-59 周岁两个年龄段投保人的分摊保费小于个人应缴保费，可从中获益。**风险相对较低的人群实际在为风险相对较高的人群买单，故而逆选择现象的发生概率或高于传统重疾险，进而使保费支出进一步高于预期。而当风险较低人群意识到这个问题时，便会从中退出。

图表1： “相互保”保费测算

年龄	保额	调整后的标准重疾发生率	保费（元）	70%重疾发生率	保费（元）	130%重疾发生率	保费（元）
18	300000	0.0526%	173	0.0368%	121	0.0683%	225
19		0.0554%	183	0.0388%	128	0.0720%	238
20		0.0585%	193	0.0410%	135	0.0761%	251
21		0.0620%	205	0.0434%	143	0.0807%	266
22		0.0661%	218	0.0462%	153	0.0859%	283
23		0.0708%	234	0.0496%	164	0.0921%	304
24		0.0763%	252	0.0534%	176	0.0992%	327
25		0.0826%	272	0.0578%	191	0.1073%	354
26		0.0894%	295	0.0626%	206	0.1162%	383
27		0.0966%	319	0.0676%	223	0.1256%	415
28		0.1043%	344	0.0730%	241	0.1356%	448
29		0.1124%	371	0.0787%	260	0.1461%	482
30		0.1210%	399	0.0847%	279	0.1573%	519
31		0.1303%	430	0.0912%	301	0.1695%	559
32		0.1411%	466	0.0988%	326	0.1835%	605
33		0.1538%	508	0.1077%	355	0.2000%	660
34		0.1689%	557	0.1182%	390	0.2195%	725
35		0.1867%	616	0.1307%	431	0.2428%	801
36		0.2072%	684	0.1451%	479	0.2694%	889
37		0.2305%	761	0.1614%	533	0.2997%	989
38		0.2569%	848	0.1798%	593	0.3340%	1102
39		0.2864%	945	0.2005%	662	0.3723%	1229
40	100000	0.3196%	352	0.2237%	246	0.4155%	457
41		0.3567%	392	0.2497%	275	0.4637%	510
42		0.3979%	438	0.2785%	306	0.5173%	569
43		0.4437%	488	0.3106%	342	0.5768%	635
44		0.4943%	544	0.3460%	381	0.6426%	707
45		0.5498%	605	0.3849%	423	0.7148%	786
46		0.6098%	671	0.4269%	470	0.7928%	872
47		0.6732%	740	0.4712%	518	0.8751%	963
48		0.7383%	812	0.5168%	568	0.9598%	1056
49		0.8047%	885	0.5633%	620	1.0461%	1151
50		0.8781%	966	0.6147%	676	1.1415%	1256
51		0.9551%	1051	0.6686%	735	1.2417%	1366
52		1.0362%	1140	0.7253%	798	1.3470%	1482
53		1.1224%	1235	0.7857%	864	1.4591%	1605
54		1.2126%	1334	0.8488%	934	1.5764%	1734
55		1.3134%	1445	0.9194%	1011	1.7074%	1878
56		1.4159%	1558	0.9911%	1090	1.8407%	2025
57		1.5222%	1674	1.0655%	1172	1.9789%	2177
58		1.6350%	1798	1.1445%	1259	2.1255%	2338
59		1.7484%	1923	1.2239%	1346	2.2730%	2500
每人每年平均支出			681.9		477.3		886.5

注：保费中已含10%管理费

资料来源：蚂蚁金服，某上市险企官网，方正证券研究所

由于该产品的参与者为芝麻信用分650+的部分支付宝用户，客群年龄相对偏轻，因此，我们采用与传统险企类似的方式，对调整后的重疾发生率进行一定折算（在此按照70%来计算）。**与某传统消费型成人重疾险相比，“相互保”对于40周岁（含）以下的投保人并无吸引力。总体来说，“相互保”保额偏低、保费不确定，但初期分摊费用有限，且退出机制简单，可以作为长期重疾险的补充。**

图表2： 消费型重疾险产品对比

项目	相互保	某传统成人重大疾病保险
产品类型	团体重疾险， 运行3个月后参与人数低于330万或被终止	个人重疾险
投保年龄	30天-59周岁 （父母加入后可为30天-18周岁以下子女投保） 芝麻信用分650+的部分蚂蚁会员	18-50周岁 （续保客户符合产品投保规则的可续保至60周岁）
保险期间	1年	1年
等待期	90天	60天，续保无等待期
缴费方式	事后分摊	预缴保费
退保	及时退保，无需再分摊	退还保单现金价值
保险责任	100种重疾	30种重疾
保额	30天-39周岁，30万 40-59周岁，10万	最高50万，无年龄限制，投保人自选
保费试算	每人每年**477.3元** （按调整后重疾发生率的70%测算，含10%管理费）	20岁男性、30万保额：**198.0元** 30岁男性、30万保额：**410.1元** 40岁男性、10万保额：**315.7元** 50岁男性、10万保额：**1066.1元**

资料来源：蚂蚁金服，某上市险企官网，方正证券研究所

1.2 “相互保”并非相互保险，但推动了我国相互保险的发展

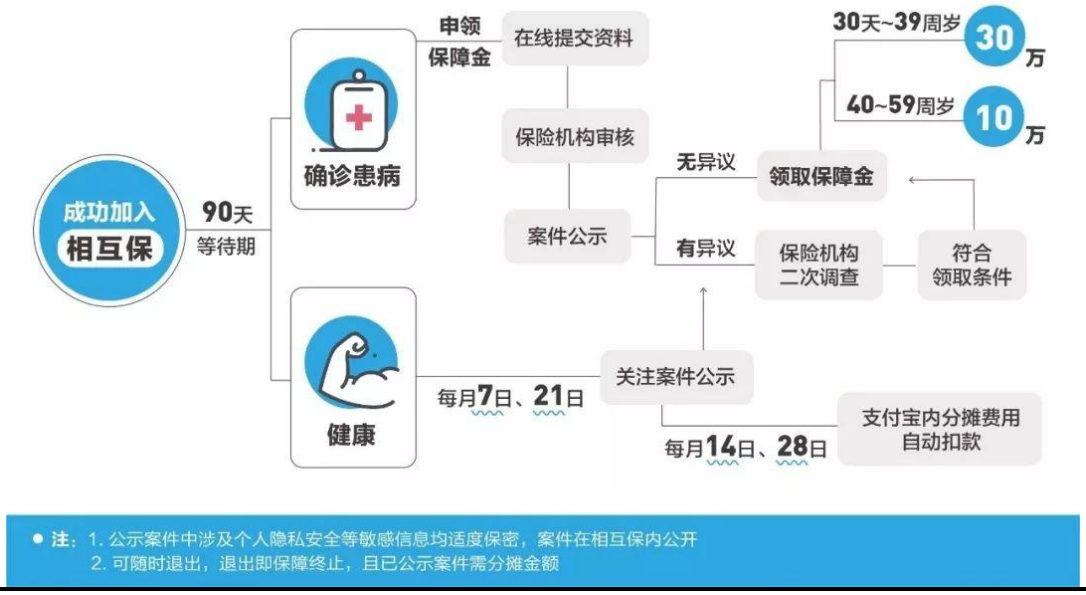
信美人寿相互保险社的官网显示，公司产品包括会员产品和非会员产品两大类，银保监会要求信美相互的会员产品保费收入占比不低于80%。而根据公司官网定义，会员产品是长期（保险期间超过一年）保险产品，购买会员产品才可以成为信美会员，且在官网中均有“会员产品”的标识。因此，从产品形态来看，**“相互保”并非信美相互的会员产品，其参与者仅为公司客户、并非会员，故而“相互保”并非相互保险产品。**同时，“相互保”并未设置分摊上限，实质上没有转移保险风险，因此并非保险产品。

从保险人的利润来源来看，保险公司具有刚性给付特征，须承担死差、利差、费差损等风险，而“相互保”实际未承担风险并可获取管理费。根据产品的缴费方式，由于“相互保”的保险金是在事故发生后直接由全部参与者平均分摊，每月 14、28 日由全体成员平均分摊当期保障金和管理费，并将通过支付宝扣划每位成员的分摊金额。根据产品信息，成员需确保支付宝账户在每个分摊日有足够余额被扣划，如果首次扣划不成功，支付宝会在 5 天内继续扣划。如果第二次扣款依然不成功，成员就被退出相互保。但当成员退出后，当期应付但无人支付的分摊额缺口无明确的承担方，或存在一定隐患。但此前产品主要向芝麻信用分 650+的客户开放，这部分客户信用水平较高，扣划不成功的概率较低。

尽管“相互保”在产品形态上存在一些争议，但从客户吸入速度和数量、产品概念的传播半径上来看，具有传统险企保障型产品所无可比拟的优势。依托于支付宝这一流量平台，“相互保”上线仅一个半月，参与者即超过 2000 万，迅速成为保险流量入口。尽管不属于相互保险，但**“相互保”给大众以低费率获得一定保障的选择，迅速引发了社会对相互保险的空前关注，对保险的传播、普及和消费者**

保险意识的教育起到了重要的推动作用，也验证了各类消费者对保障型产品最真实的需求。作为保险公司对互助保险计划的首次尝试，“相互保”向相互制寿险的发展再迈进了一步。

图表3： “相互保”的理赔



资料来源：蚂蚁金服，方正证券研究所

1.3 “相互保”升级为“相互宝”：基于互联网的互助计划

根据蚂蚁金服公告：“近期，我们接到合作伙伴信美人寿通知，监管部门约谈并指出其涉嫌违规，所以信美人寿不能以“相互保大病互助计划”的名义继续销售《信美人寿相互保险社相互保团体重症疾病保险》”。“相互保”自 2018 年 11 月 27 日中午 12 点起升级为“相互宝”。**新的“相互宝”是一款基于互联网的互助计划，**背后不再对接《信美人寿相互保险社相互保团体重症疾病保险》，但在保额、保险责任等方面未有任何变化。

本次升级的主要变更包括：

1）责任主体：由信美相互转为蚂蚁会员；

2）产品形态：由一年期团险转为互助共济机制，也即**基于互联网的互助计划。**

本次升级的主要优化包括：

1）分摊上限：2019 年为 188 元，如有多出部分全部由蚂蚁金服承担。但 188 元的分摊上限，实际上是蚂蚁金服的兜底业务，而兜底业务的实质是停止损失再保险。**①从人口结构上来看，**根据此前的测算（重疾发生率为调整后标准经验表的 70%），则**只有当参与者的年龄低于 25 周岁时，蚂蚁金服才无需承担兜底责任，**而 18-25 周岁的人群在 0-59 周岁的人群中占比仅 16%。**②从无兜底责任的重疾发生率来看，**悲观假设下，所有参与者所对应的保障金额均为 30 万（也即所有参与者年龄均为 39 岁以下），则 2019 年每人 188 元的分摊上

限可覆盖 7833 人患病后的互助金给付，在 1250 万参与者中占比不足 0.063%，也即**只有当重疾发生率低于 0.063%时，蚂蚁金服才无需承担兜底责任**。若重疾发生率按照调整后标准经验表的 70%计算，仅有 26 岁以下的人群发病率低于 0.063%。**蚂蚁金服大概率会产生兜底责任，实际上让利于参与者。**

2）管理费：从 10%降至 8%，让利于参与者。

3）参与人数：低于 330 万人，计划也不会立刻解散，将继续为用户提供一年的大病保障。**截至 12 月 13 日中午 12 点，“相互宝”共有近 1250 万人参与**（原“相互保”用户需自行在支付宝相关页面进行升级）。

图表4： “相互宝”的升级

相互保变相互宝，你应该知道的三大升级

	原相互保	新相互宝
加入条件	1、30天≤年龄<59周岁 2、芝麻分≥650 3、蚂蚁会员 4、身体健康	不变
付费方式	先加入享受保障，每月14日、28日再分摊费用	不变
互助金	10万或30万不等	不变
保障覆盖	99种大病+恶性肿瘤	不变
互助金领取流程	根据提示，在支付宝上提交材料	不变
分摊费用上限	全年不设置上限	2019年封顶**188元**
管理费	保障金额的10%	降至保障金额的**8%**
成团条件	超过330万人	低于330万人 **依然有保障**

Tips：无论新老用户，如果是2018年加入的，2019年1月31日之前涉及的费用分摊都将由蚂蚁金服承担，用户无需出钱

资料来源：蚂蚁金服，方正证券研究所

尽管从产品形态上来看，“相互宝”属于互助计划，但依靠支付宝做为流量入口，获客成本低且具有蚂蚁金服的背书，仍然会吸引一批有保障需求但购买力有限的人群。**诚然，平台可以借助互助计划获客，并进一步对参与者进行商业保险的加保转化，从而实现流量变现和盈利。但一方面，蚂蚁金服大概率会产生兜底责任，实际上让利于参与者。另一方面，根据 Sigma 的最新测算，我国的健康保障缺口约 5.6 万亿。升级后的“相互宝”，产品合规、销售合规，对于购买力有限、但实际存在保障需求的人群而言，不失为一种补偿健康保障缺口的有效方案。**

根据阿里巴巴 2018 年三季报，截至 2018 年 9 月 30 日，支付宝的国内年度活跃用户超 7 亿。假设芝麻信用分 650+的用户占比 30%，则有资质参与“相互保”的用户约 2 亿。按照 11 月 27 日前的数据，原“相互保”参与者约 2000 万，占比 10%。**假设未来开放参与条件后，新的互助计划参与者最多可达 7000 万。但这部分用户的购买力**

有限、互助金的额度也有限，且传统保障型产品发展时间较长、产品不断优化，即使以互联网为入口的相互保险真正得以开始发展，对传统险企的保障型产品冲击也较为有限，将更多作为重疾险的补充。

2 相互保险公司：前期优势更突出的保险企业组织形式

2.1 股东、投保人、会员“三位一体”，不以营利为目的

从所有权结构来看，保险企业组织形式包括股份保险公司、相互保险公司、合作保险组织和劳合社等四种基本类型。其中，股份保险公司和相互保险公司是最主要的两种类型。

相互保险是指具有**同质风险保障需求的群体**通过订立合同成为会员、缴纳保费形成互助基金，**由互助基金承担赔偿或给付保险金责任**的保险活动。主要包括相互保险社、保险合作社、交互保险社和相互保险公司四种形式。其中，相互保险公司发展最成熟，是投保人为相互保障、自行经营保险业务而成立的中性法人组织，无外部股东。与股份保险公司相比，相互保险公司 **1）投保人即保险人，道德风险和逆选择发生的概率更低，客户忠诚度更高。**相互保险公司形成了以客户利益为中心、**“共享收益、共摊风险”的利益共同体**，不以营利为目的，在**降低逆选择和道德风险**的同时，提高了客户信任度和粘性。**2）无股东盈利压力，理赔更易，产品价格较低。**信息对称带来核保、核赔等费用的降低，非营利性的特征、逆选择和道德风险的降低对产品定价带来正面影响，会员的保险服务性价比更高，对投保人更具吸引力。因此，总体来说，相互保险公司在发展前期的优势更突出。

图表5： 相互保险公司和股份保险公司的主要区别

项目		相互保险公司	股份保险公司
组织形式	法人类型	社团法人（非公益、非盈利）	企业法人（要求盈利）
	所有者	保单持有人	股东以所持股份对公司承担责任
	经营目的	不以营利为目的，为投保人提供风险保障	盈利+社会责任
	最高决策机构	成员代表大会	股东大会
资金来源	创建资金	（一般相互保险组织）主要发起会员筹集不低于1亿元初始运营资金，实为公司负债	将全部资本分成等额股份，向股东发行股票
	后续融资	内源融资、债券融资、投资兑现融资，**融资规模有限**	股本融资（主要）+内源+债券+投资兑现**股本融资形式灵活、规模较大**
盈余分配	主要区别	可以向保单持有人摊还和追补	不得向保单持有人摊还和追补
	出现盈余	累计盈余达到初始运营资金后，1）优先支付初始运营资金的利息，同时提取相应金额的公积金以扩充互助基金；2）剩余部分可通过增加保额、降低或抵扣保费等方式向会员分配（摊还）	扣除相应公积金，由董事会提出、股东大会决定分配方案（分红，非摊还）
	出现亏损	优先用盈余公积和准备金填补，不足时可向保单持有人追补保费	用未来利润、盈余公积等优先补偿亏损，必要时使用资本金
其他	保险资金运用	按照有关规定进行，实行全托管制度；专业性、区域性组织的 自行投资仅限于银行存款和国债等低风险固收类产品	按照有关规定进行，实行全托管制度
	保险保障基金	需缴纳，具体缴纳方式和标准另行规定	需缴纳

资料来源：方正证券研究所

2.2 缴费方式决定利润来源，相互保险产品的利源并非传统“三差”

1）相互保险产品的缴费方式包括预收保费和事后分摊两种形式。海外相互保险公司主要实行预收保费制，分摊后的盈余将用于分红或抵扣次年保费，并非从死差中获利，主要获益方式为投资收益。

2）传统寿险公司产品的缴费方式以预收固定保费为主，预缴保费根据精算结果而定，事故发生后，由保险公司承担保险金给付责任。当预收保费的投资收益率高于精算假设、被保险人实际发生的死亡（疾病）率和获取保单实际发生的费用率低于精算假设时，公司便可获得死（病）/费/利差，进而获得承保利润。

3 全球相互保险市场发展概况

受保险需求转换、现代金融市场发展以及竞争、筹资需求的影响，20 世纪见证了全球保险市场从“相互化”到“去相互化”的全过程；当险企充分发展、金融危机来袭之时，保险市场在 2007 年掀起一股“再相互化”浪潮。在此，我们主要以美国、日本两大发达保险市场为例，来探索全球相互保险市场发展的特征。

3.1 人身险发展初期，保险市场混乱，相互保险优势凸显

股份制保险公司以利润最大化为目标，公司利益与投保人利益冲突显著。而相互保险公司的投保人即保险人，客户信任度高，发生道德风险和逆选择可能性降低，易于前期展业。

3.1.1 美国：投保人与股份制保险公司的矛盾激化，直接推动保险市场的“相互化”

1905 年发布的《阿姆斯特朗调查报告》显示，19 世纪的美国人身险市场混乱，保险公司内部控制混乱，且经常采取诱导转保、误导销售、支付回扣等手段进行恶性竞争，使投保人的利益严重受损，进而导致股份制保险公司与投保人之间的矛盾激化，具体表现为：

1）保险公司经营困难，破产频发。管理不善与跟风投机、追求快速盈利带来的投资失误，使美国部分人身险公司面临破产危机。1873 年经济危机的爆发更是使其崩溃加速，致使一众险企破产、无力承担保险金给付责任，因此公众信任度较低。

2）不正当的市场竞争严重侵害了投保人的利益。19 世纪后半叶，为争取到更多客户，险企纷纷采取“割喉式竞争”，向客户支付高额佣金“回扣”。诱导转保、误导销售等现象更使投保人利益受损。一方面，寿险代理人诱导其他公司的客户退保，转而购买自家险企的产品，但有部分保单已投保多年，退保使投保人损失惨重。另一方面，唐提式保险的高预期回报助力销售，1905 年唐提式保险在美国人身险业务中占 2 /3，成为美国最主要的寿险产品。但唐提式保险的保费仅一部分用于购买传统寿险，另一部分则直接存入所有投保人共同参与的投资基金。这部分保费所产生的、属于投保人的投资收益和分红，

在保险期间内置于基金中不作分配。若被保险人在保险期间内死亡，受益人仅能得到指定死亡保险金，全部的分红和投资收益将于保单到期日在生存的保单持有人中进行分配；而保险期间内不分红又极易导致保单红利被险企挪用或侵占，投保人的利益被严重侵害。

3）公司治理混乱，高管公款私用、内部利益输送盛行。一方面，险企高管薪酬极高而权力巨大，私人巨额支出由公司买单的现象屡见不鲜。另一方面，纽约人寿等众多人身险公司都控制着信托公司，且险企董事通常兼任信托公司董事，使得高管从信托公司获利成为可能。这也就使得公众对股份制保险公司的信任度进一步降低。

与股份制保险公司相比，**相互保险公司比较优势突出：1）投保人即保险人，**公司与投保人形成利益共同体，在前期展业阶段更易获得投保人的信任，同时，逆选择和道德风险也较低；2）行业发展初期，投保人需求简单，传统寿险产品即可满足绝大多数投保人的需求。在相互保险公司出现以前，美国股份制保险公司仅提供 1-7 年的寿险保单；**相互保险公司则根据投保人的需求及时引入终身寿险，且产品价格较股份制保险公司更低、对投保人更具吸引力。**因此，为了重获投保人的信任以迅速开拓早期保险市场、缓解经营困难、防止公司控制权转移，1900-1936 年间，包括大都会（1915 年）、纽约人寿、保德信在内的逾 15 家股份制寿险公司纷纷转制为相互制寿险公司；相互制非寿险市场份额也从上世纪 20 年代的 10%升至 60 年代的 30%。

3.1.2 日本：二战后金融业重组，效仿美国开启“相互化”

二战结束前，股份制公司是日本商业寿险市场的主流，1936 年，日本共有 4 家相互制寿险公司、29 家股份制寿险公司。但战后，战争死亡伤害保险赔付激增、通货膨胀严重，保险行业发展受阻。彼时，美国已开始股份制保险公司的“相互化”进程。1946 年，日本开始实施《金融机构再建整备法》，对 14 家股份制寿险公司的新旧业务进行分离核算，对旧账户的资产、负债按照一定的评价标准评估，最终产生的赤字由政府补偿；并效仿美国将其中 13 家转制为相互制寿险公司，推动日本保险进入高速发展期，也使得相互制成为日本寿险业最主要的企业组织形式。至 1950 年，日本 20 家寿险公司共有 16 家相互制寿险公司、仅 4 家股份制寿险公司，并且直到 1996 年金融自由化改革，相互制寿险公司的数量都多于股份制。非寿险方面，日本仅有 2 家相互制非寿险公司，且市场份额不大。

3.2 保险需求转换、现代金融市场发展，相互保险发展遇瓶颈

相互保险公司天然具有营销成本低、受投保人信任等优势，但投保人需求转换、现代金融市场的发展也让相互保险公司融资规模有限、公司管理能力较弱等劣势逐渐显现。

3.2.1 美国：投保人保险需求多元化，关注点从保障和储蓄转为保障和投资，但相互保险公司筹资困难，年金险发展受资本金桎梏。

1）产品需求转变。上世纪 40 年代，美国进入老龄化阶段，且人

均寿命延长，彼时传统寿险需求逐渐稳定，保障和养老需求爆发；加之八十年代起股票市场持续上行，以及九十年代利率上升并维持相对高位，带有投资属性的万能险、变额年金险在这一时期迅速发展壮大。年金险保费从 1940 年的 3.9 亿美元增至 1991 年的 609 亿美元，年复合增速 12%（是寿险行业的 2 倍）。

2）保险监管政策和税收政策调整。1984 年，美国国会修订了《美国国内税收法典》，对相互制寿险公司实施“差别收益税率”，保险公司向保单持有人所分配的红利不再享有税前列支的优惠。1994 年，美国保监会（NAIC）借鉴银行业巴塞尔协议对商业银行资本充足率的要求，对寿险公司实施以风险资本要求（RBC）为核心的偿付能力监管制度，因此，对保险公司的资本金要求更高。而**发展年金保险需计提准备金，而相互保险公司无法通过发行股票进行融资，且其他渠道的融资成本较高、耗时较长，若大力发展年金险则会存在偿付能力不足的问题。因此，轻资本运营的相互保险公司在这一时期无可避免地在满足投保人需求、发展保费规模和维持偿付能力之间产生矛盾。**

3）现代金融市场的发展、产业合并的需要和股价上升的刺激。20 世纪末，金融市场蓬勃发展，监管逐步放松，美国 1999 年通过《金融服务现代化法案》、保险市场的全球化竞争日益激烈，使得行业内外并购活动增多，加之 AXA 等大型综合金融公司的迅猛发展及其股价的持续攀升，极大地刺激了相互保险公司扩大资本和业务范围的意愿，但相互保险公司无法进行并购和快速融资。

多方作用下，美国、英国、德国、加拿大等国的大型相互制寿险公司先后宣布转为股份制。以美国为例，1）1987-1997 十年间，相互制寿险市场份额[1]分别从 40%降至 35%，包括公平人寿在内的 25 家相互制寿险公司转制为股份制保险公司，截至 1997 年，美国相互制寿险公司仅余 100 家。但这一时期，美国保险公司已发展壮大，行业兼并重组盛行，因此实际上股份制保险公司的数量下降更快。从另一组数据来看，1995-2005 年，美国寿险业共有 33%的相互保险公司完成转制（大都会 2000 年、保德信 2001 年完成转制，纽约人寿仍然保持相互制组织形式），直接导致寿险相互保险市场份额大幅下降 10pct。2）非寿险因承保条件受行业、地域的影响更甚，相互保险更能充分发挥作用，受影响不大，截至 1997 年，美国相互制非寿险公司 389 家，较 1987 年增加 96 家；市场份额稳中有升，从 1987 年的 31%持续小幅提升至 2005 年的 37%。

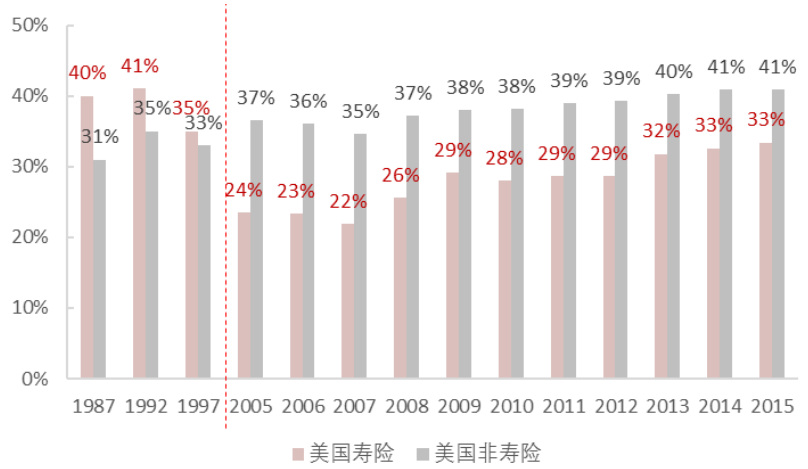
[1] 相互保险市场份额：如无特殊说明，本报告中指相互保险保费收入在总保费收入中的占比。

图表6： 1987-1997 年部分国家相互保险市场情况

公司数 / 市场份额	人身险			财产险		
	1987	1992	1997	1987	1992	1997
美国	125 (40%)	109 (41%)	100 (35%)	293 (31%)	427 (35%)	389 (33%)
日本	16 (93%)	16 (91%)	15 (89%)	2 (4%)	2 (4%)	2 (3%)
英国	58 (46%)	57 (48%)	47 (33%)	24 (14%)	25 (14%)	17 (8%)
德国	66 (31%)	61 (27%)	53 (26%)	79 (19%)	73 (17%)	67 (16%)
法国	17 (10%)	16 (8%)	17 (5%)	113 (40%)	110 (37%)	109 (37%)
总计	282 (57%)	259 (57%)	232 (52%)	511 (24%)	637 (26%)	584 (24%)

资料来源：ICMIF，方正证券研究所

图表7： 美国相互保险市场份额



资料来源：ICMIF，方正证券研究所

3.2.2 日本：金融相互化推动设立新寿险公司，相互保险融资渠道有限，在兼并收购、开拓业务中财务压力较大。

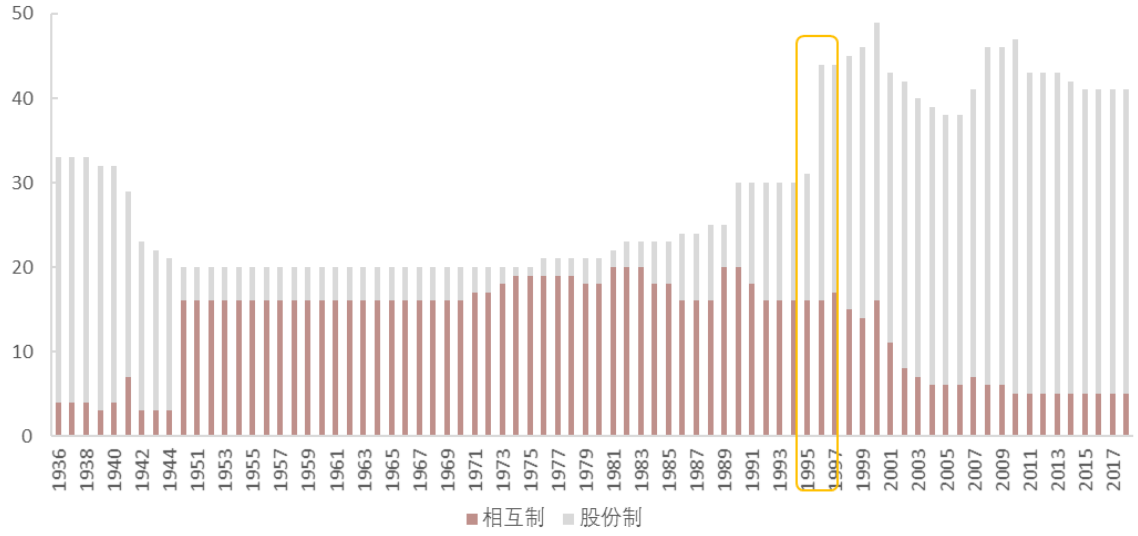
1）金融自由化助力新寿险公司的设立。1995 年，日本修订《保险业法》，允许产寿险相互深入，打破了寿险与非寿险公司分业经营的限制，允许二者以子公司的形式相互参与对方领域的业务，非寿险公司新设的寿险子公司全部是股份制公司，仅 1996 年一年，日本寿险业便新设 13 家了股份制寿险公司。而新公司未受泡沫经济影响，财务状况良好，客户信任度高；并且聘用教育背景良好、具备综合财务知识的销售人员，客户满意度高，从而得以快速成长。

2）20 世纪末，行业性利差损危机使大量相互保险公司破产重组。上世纪 80 年代末，日本经济泡沫破灭，资产大幅缩水，经济开始进入长期停滞阶段，加之 1997 年亚洲金融危机的影响，日本利率和股票市场一路走低，险企投资收益率下降。而此前销售了大量的高预定利率储蓄型产品（储蓄型产品新单占比超过 50%），使得日本寿险公司面临巨大的利差损。而相互保险公司不能以发行股票和可转债的方式融资，其资本金仅来源于公司过去的盈余、创立基金和发行受偿付

能力约束的盈余票据。因而，包括日产生命、东邦生命等相互制寿险公司大面积破产重组，相互制寿险公司的数量从 1996 年的 16 家减少至 2001 年的 11 家

3）险企并购需求增加和股份制化规定细化，加速“去相互化”。1985 年“广场协议”签订后，日元加速升值。同时，日本家庭投保率多年持续超过 90%，保险市场逼近饱和、传统寿险业务完全成熟，大型险企迫切需要开拓新的业务新增长点，行业内兼并收购加速。而相互保险公司在并购中不得通过发行股票、可转债融资，也不得进行换股合并，只能以现金支付的形式收购，因此财务压力较大。彼时，适逢日本 2000 年细化了《保险业法》中关于相互保险公司股份制化的规定，“相互制公司可以经由其保单持有人代表大会的表决，在反对转制者不超过投票人数 20%的情况下转变为股份制保险公司”，加速了大同生命（2002）、太阳生命（2003）、三井生命（2004）、第一生命（2010）等相互制寿险公司的转型，

图表8： 日本寿险公司组织形式变动



资料来源：LIAJ，日本金融厅，方正证券研究所

图表9： 日本相互制寿险公司转制情况

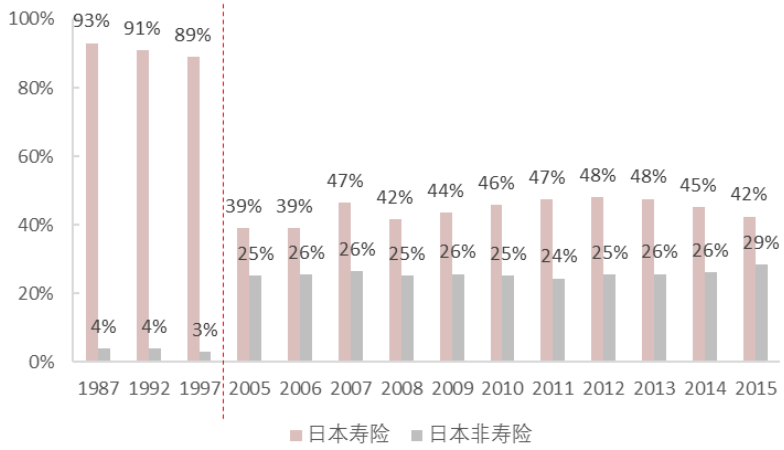
公司	转制情况
日产生命	1997年10月破产，现并入美国Prudential保险股份公司
东邦生命	1999年6月破产，现并入美国Gibraltar保险股份公司
第百生命	2000年5月破产，现并入加拿大Manufactures保险股份公司
大正生命	2000年8月破产，并入原大和生命保险相互公司，后者转制为股份公司
千代生命	2000年10月申请适用《金融更生法》，现并入美国Gibraltar保险股份公司
协荣生命	2000年10月申请适用《金融更生法》，现并入美国Gibraltar保险股份公司
东京生命	2001年3月申请适用《金融更生法》，现并入日本T&D控股生命保险股份公司
大和生命	2002年4月与破产的大正生命保险相互公司合并，转制为股份公司； 2008年10月破产，重组后现改名为Prudential Gibraltar Financial
大同生命	2002年4月转制为股份公司，现改名为T&D控股生命保险股份公司
太阳生命	2003年4月转制为股份公司，为T&D控股公司的子公司
三井生命	2004年4月转制为股份公司
第一生命	2010年4月转制为股份公司

资料来源：《日本相互保险公司的发展演变及其原因分析》，方正证券研究所

截至 2018 年 11 月，在日本 41 家寿险公司中，共有 36 家股份制保险公司，相互制寿险公司仅剩 5 家；日本相互制寿险的市场份额也从 20 世纪末 90%降至 40%。虽然股份制寿险公司的数量较多，但 5 家相互制寿险公司的市场份额已高达 40%，更具市场竞争力。

在非寿险方面，由于日本二战后仅 2 家相互制非寿险公司，市场份额一直较小（不足 5%），且第一火灾海上相互保险公司因大量销售长期储蓄险而造成利差损，于 2000 年破产。但日本非寿险公司自 21 世纪起，在农业保险、地震保险、水险等多方面大力开拓相互保险业务，因此尽管日本目前并无相互制非寿险公司，但相互制非寿险的市场份额却从上世纪的不足 5%持续提升至 2015 年的 29%。

图表10：　　日本相互保险市场份额

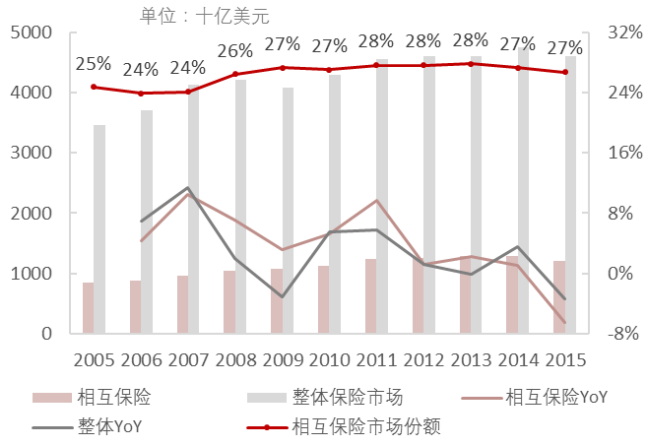


资料来源：ICMIF，方正证券研究所

3.3 金融危机刺激下，保险市场呈现“再相互化”

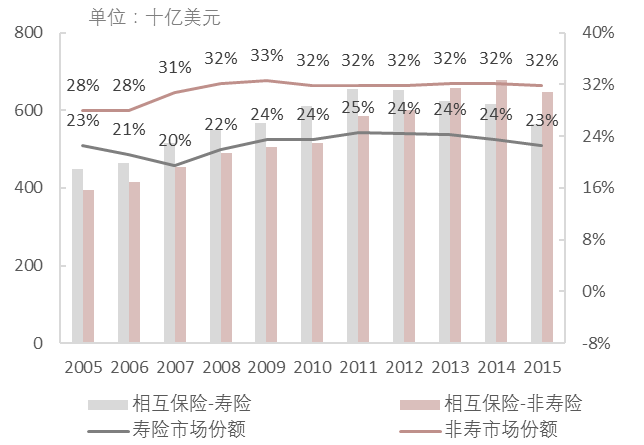
历经百年起伏，即使在“去相互化”浪潮中，发达保险市场的相互保险份额亦有 20%以上；2007 年以来，全球保险市场呈现出“再相互化”的特征，据此我们可以判定相互保险的需求是长期有效的。由于 1）相互保险公司不上市，在金融危机期间受资本市场的影响相对较小；2）随着 AIG 事件的发酵，投保人退保现象严重，客观上给“更安全、可信”的相互保险公司带来更多的潜在投保人；3）发达国家的保险市场已普遍进入成熟期，对资本金的需求减弱、融资需求较发展期弱化。因而，相互保险得以再次发展，市场份额触底回升：2007-2015 年间，全球相互保险保费收入从 9710 亿美元增长至 12119 亿美元，在整体保险市场中的份额由 24.1%提升至 26.7%。**分险种来看，**20 世纪末的“去相互化”中，相互制寿险市场份额持续下降至 2007 年方开始回升，与相互制非寿险市场份额的差距逐渐缩小。**2007 年以来，相互制非寿险的市场份额（约 30%）始终高于寿险 10pct 左右。从增速来看，本轮“再相互化”以寿险为主。2007-2015 年，相互制保险、寿险、非寿险保费收入的绝对增速和年复合增速远超整体保险市场，尤以寿险更甚**（绝对增速 16.0% **VS** 0.5%，年复合增速 1.9% **VS** 0.1%）。其中， 2008-2009 年金融危机最严重的时期，相互保险保费收入的同比增速远高于整体保险市场；2010 年后则逐渐与整体保险市场同步；2015 年名义保费有所下降主要由于美元的升值所致。

图表11： 2005-2015 年相互保险保费收入情况



资料来源：ICMIF，方正证券研究所

图表12： 2005-2015 年相互保险分险种保费收



资料来源：ICMIF，方正证券研究所

图表13： 2007-2015 年相互保险保费收入规模增长较整体保险市场更快

年复合增速	相互保险	保险全行业	绝对增速	相互保险	保险全行业
行业	2.3%	1.0%	行业	20.2%	8.3%
寿险	1.9%	0.1%	寿险	16.0%	0.5%
非寿险	2.7%	2.3%	非寿险	24.1%	19.8%

资料来源：ICMIF，方正证券研究所

相互保险公司在美国、日本占有举足轻重的地位。1）以人身险保费收入记，纽约人寿为美国第二大人身险公司、最大的相互制人身险公司，2017 年保费收入 281 亿美元，在人身险市场占比 4.6%；以寿险保费记（不含年金险），西北相互体量最大，2017 年寿险保费收入达 143 亿美元，在该公司人身险保费收入中占比 78%。财产险领域，2017 年州立农业、利宝相互分别实现保费收入 424、358 亿美元，在财产险市场分别占比 7.7%、6.5%。2）日本生命人寿属于相互制保险公司，同时也是日本最大的人身险公司。生命人寿[2]、明治安田、住友生命 2018 财年的保费收入分别 44383、30244、25086 亿日元，分别在该国保险市场占比 13.1%、9.0%、7.4%。

图表14： 美国、日本主要相互制保险公司情况一览

国家	险种	公司简称	2017保费收入	市场份额	2017总资产
美国（亿美元）	人身险	纽约人寿	281（寿险118亿）	4.6%	3,205
		马萨诸塞州立	211（寿险86亿）	3.5%	2,518
		西北相互	183（寿险143亿）	3.0%	2,651
	财产险	州立农业	424	7.7%	1,607
		利宝相互	358	6.5%	1,425
日本（亿日元）	人身险	生命人寿	44,383	13.1%	648,140
		明治安田	30,244	9.0%	385,643
		住友生命	25,086	7.4%	315,369

资料来源：ACLI，LIAJ，公司年报，方正证券研究所

注：西北相互的团体年金险排名于行业前 25 之外，2017 年数据暂无。经计算，历史保费波动不大，在此以 2015 年的 19.48 亿代入计算。

[2] 生命人寿尚未公布 2018 年财年的年报，此处为 2017 财年数据

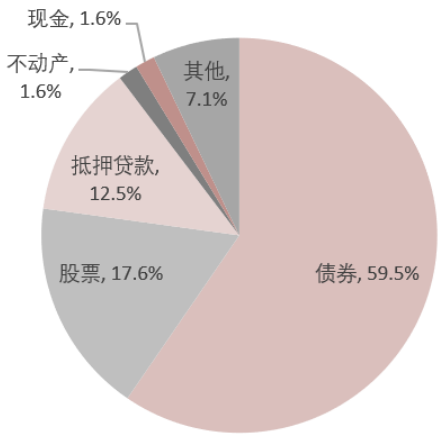
“再相互化”的特征出现后，我们根据可获得数据发现，**相互保险的险种结构和投资资产组合与传统保险基本一致：**普通寿险和年金险分别占比 40%、50%；车险为第一大险种，占比 30%以上，高于财产及火灾保险 10 个百分点。从大类资产配置来看，相互保险投资风格稳健，债券类资产占比 60%、股票占比 18%，使投资收益在保持相对稳定的同时，具有一定弹性。

图表15： 2015 年相互保险分险种情况

相互制寿险险种	美国	全球
普通寿险	39.4%	44.9%
养老金及年金险	49.6%	48.1%
失能和健康险	10.9%	5.2%
其他	0.2%	1.8%
相互制非寿险险种	**美国**	**全球**
机动车辆保险	46.7%	32.5%
财产和火灾保险	34.8%	23.4%
健康保险		27.4%
意外和责任保险	6.7%	7.9%
工伤保险	7.8%	4.0%
海上保险运输工具险	2.8%	1.5%
其他	1.3%	3.3%

资料来源：ICMIF，方正证券研究所

图表16： 2015 年全球相互保险大类资产配置



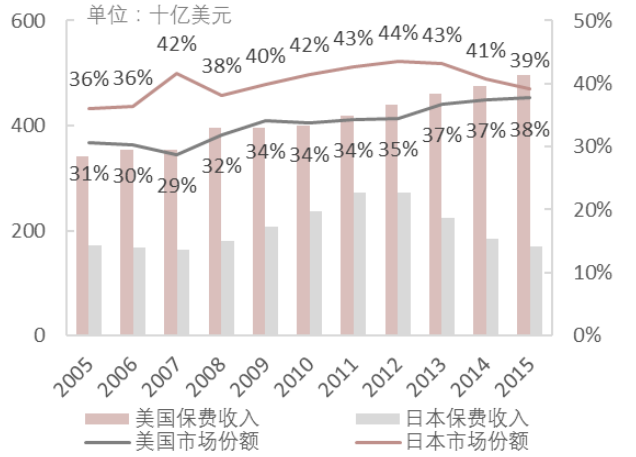
资料来源：ICMIF，方正证券研究所

4 中国相互保险现状

4.1 起步晚，市场规模有限，尚处于发展初级阶段

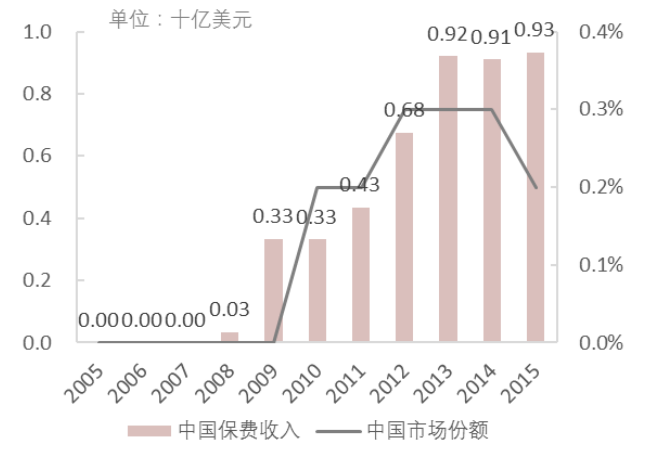
与其他发达保险市场相比，我国相互保险市场发展较快，但保费收入规模和市场份额极为有限，尚处于发展的初级阶段。我国相互保险市场起步较晚，继 1993 年中华全国总工会创办中国职工保险互助会之后，直至 2004 年，首家试点相互保险公司（阳光农业相互保险公司），才获批筹建，并于 2005 年开业。由于缺乏相关法律法规支持，且发展时间较短，我国相互保险市场规模一直较为有限。根据 ICMIF，2005-2015 年，中国相互保险保费收入从不足 0.1 亿美元大幅增至 9.3 亿美元（年复合增速 57%），市场份额从 0%升至 0.2%，远不及发达保险市场和全球平均水平（26.7%）。截至 2015 年，美国、日本相互保险保费收入分别为 497、171 亿美元，市场份额 37.7%、39.1%。

图表17： 2005-2015 年美日相互保险市场情况



资料来源：ICMIF，方正证券研究所

图表18： 2005-2015 年中国相互保险市场情况



资料来源：ICMIF，方正证券研究所

我们根据 2015 年各国保险行业保费收入在全球的市场份额，梳理了各国的全球相互保险市场份额。由于正处于发展期，我国保险行业在全球的市场份额从 2007 年的 2.2%迅速提升至 2015 年的 8.5%，增幅远超其他发达保险市场。但相互保险则呈现出相反的趋势，由于 2007 年以来的“再相互化”，主要保险市场的相互保险市场份额均大幅回升，其中美国从 2007 年的 28.7%提升至 2015 年的 37.7%。日本相互保险市场份额因第一生命的转制而略有下降，但总体平稳。而我国的相互保险在全球的市场份额增幅却远低于整体保险行业，我国相互保险市场与发达相互保险市场的差距更甚于整体保险行业，尚处于发展的初级阶段。

图表19： 主要国家保险市场份额变化

国家	相互保险在该国保险市场的份额		保险行业在全球保险市场的份额		相互保险在全球相互保险市场的份额
	2015	2007	2015	2007	2015
美国	37.7%	28.7%	29.0%	30.0%	41.0%
日本	39.1%	41.6%	9.5%	9.5%	14.1%
中国	0.2%	0.0%	8.5%	2.2%	0.1%
英国	8.5%	4.5%	7.1%	13.1%	2.2%
法国	49.7%	38.2%	5.9%	6.6%	11.0%
德国	47.0%	43.5%	4.7%	5.4%	8.3%
意大利	22.1%	13.6%	3.6%	3.5%	3.0%
韩国	10.1%	8.5%	3.4%	2.8%	1.3%
加拿大	18.2%	16.1%	2.5%	2.4%	1.7%

资料来源：ICMIF，方正证券研究所

4.2 政策放开，相互保险迎机遇

2014 年 8 月，国务院发布《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，提出“鼓励开展多种形式的互助合作保险”，互助保险的发展自此提上议程。**2015 年 1 月，原保监会出台《相互保险组织监管试行办法》，从初始资金的募集金额、会员要求、保险资金的运用方式等**

方面，对相互保险组织的设立条件和运行提供了法规依据。2015 年 6 月，国务院第 93 次常务会议审议通过《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，进一步明确“加快发展相互保险等新业务”。**2016 年 4 月，国务院正式批准同意开展相互保险社试点并进行工商登记注册。**与股份制保险公司相比，相互制保险公司的设立条件更为宽松，且初始运营资金可来源于借款，便于民营资本的介入。

图表20： 相互制与股份制保险公司设立条件对比

项目	相互制保险公司	股份制保险公司
初始运营资金	一般组织：1亿元	注册资本最低限额为2亿元
	专业性、区域性组织：1000万元	
	涉农组织：不低于100万元	
	可来自捐赠或借款，以实缴货币资金注入	必须为实缴货币资本
	弥补开办费后，当盈余公积与未分配利润之和达到初始运营资本数额后，可偿还	出现盈余时，股东大会决定分红方案；若出现亏损，必要时，使用资本金补偿。
股东/会员要求	**主要发起会员：**负责筹集初始运营资本	**主要股东：**具有持续盈利能力，净资产不低于2亿元
	一般发起会员：承诺在组织成立后参保成为会员	**单一股东持股比例不超过注册资本的1/3**
	一般组织：不低于500个	财务Ⅰ类：最近1年盈利
	专业性、区域性组织：不低于100个	财务Ⅱ类：最近2年盈利，净资产不低于2亿元
	涉农组织：无特殊要求	战略类：最近2年盈利，净资产不低于10亿元，权益性投资余额不超过净资产
		控制类：符合以上规定，总资产不低于100亿元，最近1年末净资产不低于总资产的30%

资料来源：《相互保险组织监管试行办法》、《保险法》、《保险公司股权管理办法》，方正证券研究所

有关政策发布后，2016 年 6 月，原保监会即正式批准众惠财产相互保险社、汇友建工财产相互保险社（2018 年 7 月更名为“汇友财产相互保险社）和信美人寿相互保险社。截至 2018 年 9 月，我国共有 91 家人身险公司（含 1 家相互制寿险公司）、88 家财产险公司（含 4 家相互制非寿险公司，3 家中资、1 家外资），相互保险公司数量极少，且市场份额极低。阳光农业、众惠相互、汇友相互、利宝互助的保费收入分别为 32.2、3.1、0.2、14.3 亿元，在财产险的市场份额仅 0.6%；信美人寿保费收入 2.7 亿元，在人身险的市场份额仅 0.1%

图表21： 我国相互保险公司的简介

公司	阳光农业	众惠相互	汇友相互	信美相互
初始资金	10亿元	10亿元	6亿元	10亿元
成立时间	2005/1/10	2017/2/14	2017/6/28	2017/5/11
经营范围	**农业保险**、财产保险、责任保险、信用保证保险、短期意健险、机动车辆保险	**信用保险、保证保险**、短期意健险	**住建及工程领域的责任保险、信用保证保险**、企/家财险及工程保险（特殊风险保险除外）、短期意健险	普通型保险，包括人寿保险和年金保险；健康保险；意外伤害保险
	上述业务的再保险业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务			

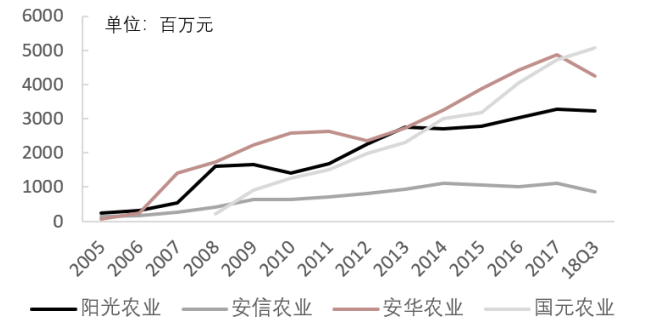
资料来源：银保监会，方正证券研究所

4.3 我国相互保险的首次尝试：阳光农业，费用率更低的农险公司

截至目前，我国共有 3 家中资相互制非寿险公司，其中，阳光农业相互保险公司作为我国相互保险的首个试点，发展时间最长、最具代表性。目前，我国财产险业务中，车险业务占比近 75%，农险业务占比不足 5%，因此我们主要对比阳光、安信、安华和国元四大农业险企来探索相互制农险在我国是否具有竞争力。

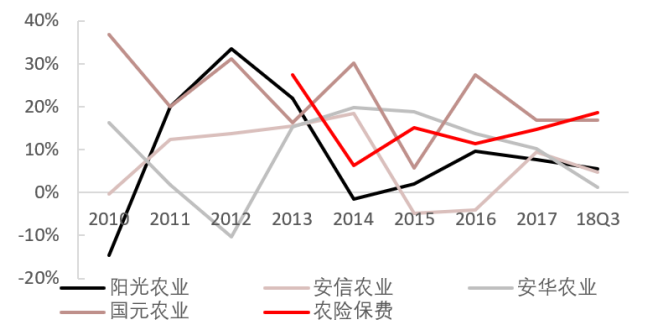
农险市场具有一定的特殊性，政策性农险业务始终占据主导地位，且市场集中度较高，人保农险业务的市场份额占比近半。而**阳光农业的主要经营地区在黑龙江省和广东省，业务经营范围有限，故而保险规模的增长空间有限，在保费收入的规模和增长等方面，略弱于同业。**从保费规模来看，2005-2017 年，阳光农业保费收入从 2.3 亿元增至 32.6 亿元，但与安华（47 亿元）、国元（48 亿元）的保费收入规模相比还存在较大增长空间。从保费增速来看，公司近年平均保费增速约 10%左右，低于同业及行业平均水平（15%），导致公司市场份额持续降至 18Q3 的 6.6%，与安华（8.7%）、国元（10.3%）的差距进一步拉开。

图表22： 四家农险公司保费收入情况



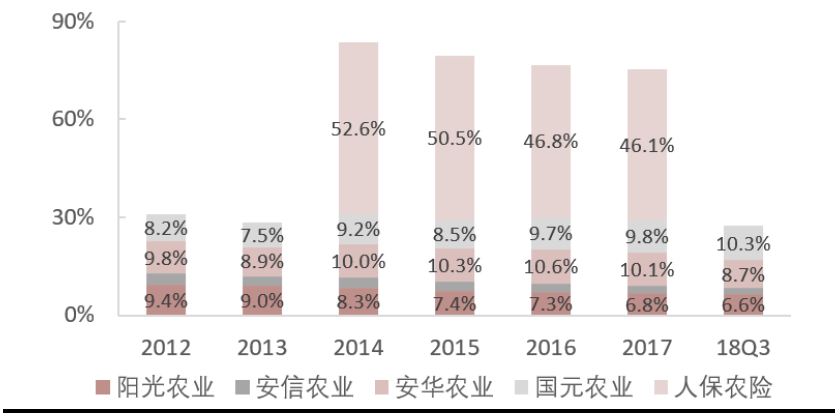
资料来源：保险年鉴，方正证券研究所

图表23： 四家农险公司保费收入增长情况



资料来源：保险年鉴，方正证券研究所

图表24： 农险市场份额变化

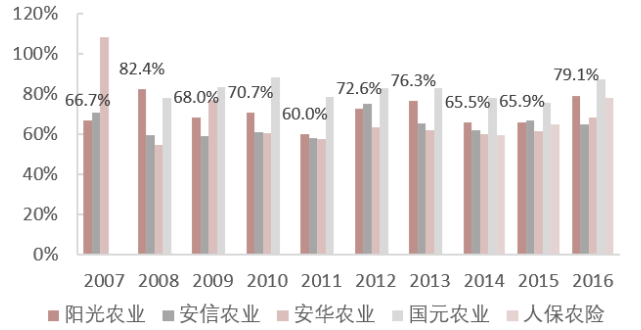


资料来源：保险年鉴，方正证券研究所

阳光农业持续实现承保盈利，综合成本率低于同业而 ROE 水平高于同业。由于相互保险的投保人是**具有同质风险保障需求的群体**，而这一特征在农险领域体现的则更为明显：**地域的集中性加剧了保险**

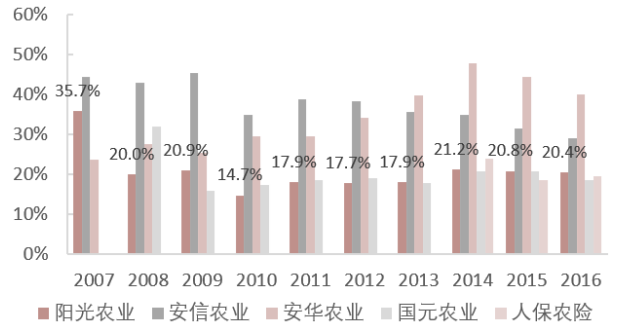
标的的同质性风险。1）综合赔付率较同业更高：农险的保险标的主要分为种植险和养殖险两类，主要包括水稻、玉米、小麦等粮食作物和家禽、水产等人工饲养的动物，受各类自然灾害的影响更严重。业务经营的地域更集中、所面临的同质风险更甚，直接导致公司的赔付率始终处于行业的较高水平。截至 2016 年，公司赔付率 79.1%，处于同业第二位。**2）综合费用率较同业更低：**由于相互保险自身的特征，展业费用较同业更低，公司的费用率长期处于行业较低水平（20%左右）。截至 2016 年，公司费用率 20.4%，大幅低于安信、安华等公司。**3）ROE 水平高于同业。**综合费用率水平远低于同业，助力公司持续实现承保盈利，进而推动了净利润的增长和 ROE 的提升。

图表25：　阳光农业综合赔付率处于较高水平



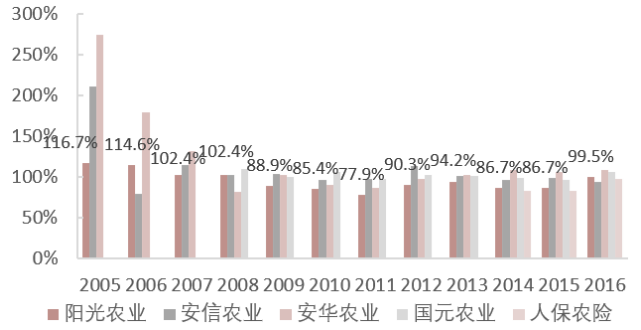
资料来源：保险年鉴，方正证券研究所

图表26：　阳光农业综合费用率处于较低水平



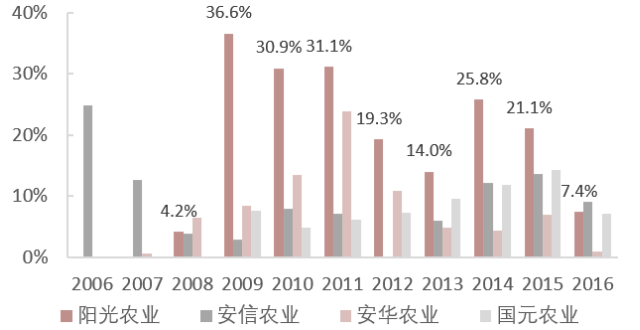
资料来源：保险年鉴，方正证券研究所

图表27：　阳光农业综合成本率低于同业



资料来源：保险年鉴，方正证券研究所

图表28：　阳光农业 ROE 高于同业



资料来源：保险年鉴，方正证券研究所

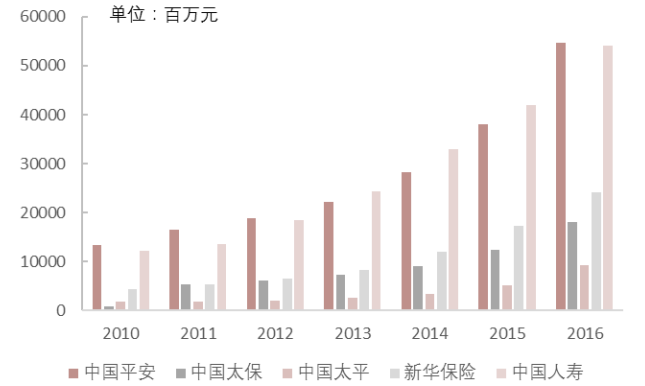
5　保障型产品发力，头部险企业务价值凸显

年金险本身受利率影响较大，加之原保监会 134 号文的影响，直接推动人身险行业大力发展保障型产品。上市险企先后对明星产品升级：从最初的太保“金佑人生”、新华“健康无忧”，到太保“金诺人生”、新华“多倍保”、太平“福禄康瑞”；以及平安、国寿明星产品的多次升级，保险责任逐渐拓宽（如重症多次赔付等）、保险费率逐步下降，产品更具竞争力。加之渠道的发力和行业本身的重资本属性，头部险企具有一定垄断地位。截止 2016 年，国寿、平安寿、太保寿、新华保险、太平寿五大险企健康险保费收入占当年健康险行业保费收入的 43%。

2010 年至 2016 年，国寿、平安寿、太保寿、新华保险、太平寿五大险企健康险保费收入加速提升。截至 2016 年，健康险保费收入

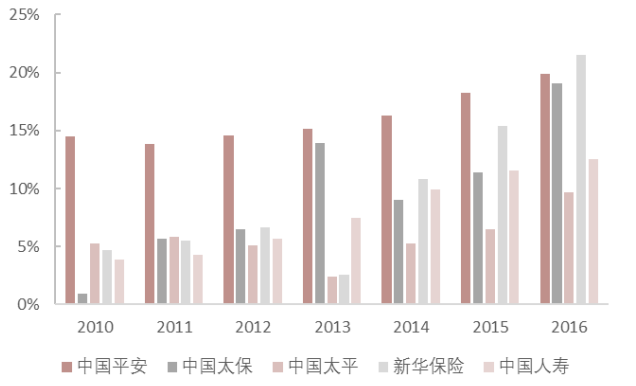
分别达 540、547 亿元、180、242、92 亿元，6 年间年复合增速分别为，28%、26%、68%、33%、32%，分别在各公司的总保费中占比 13%、20%、19%、21%、10%,。此外，上市险企健康险呈现长期化并持续增长的趋势。截至 2016 年底，平安寿、太保寿、太平寿的长期健康险保费收入分别为 442、137、88 亿元，在当期健康险保费收入分别占比的 81%、76%、96%，在总保费分别占比 12%、10%、8%。助力 NBVM 的提升和 NBV 的增长。从保费增速来看，尽管上半年处于承保负周期，但平安、太保、太平的长期健康险保费收入维持 2016 年以来的增势，2018 上半年分别达 40%、43%、114%，助力新业务价值率的提升和新业务价值的增长。

图表29：　主要险企健康险保费收入



资料来源：保险年鉴，方正证券研究所

图表30：　主要险企健康险在总保费中占比



资料来源：保险年鉴，方正证券研究所

根据我们在此前发布的健康险专题报告中的敏感性测试，假设保障产品占比 30%、储蓄险保费下降 10%、健康险保费增长 30%时，新业务价值增幅将达到 15%左右，将成为推动新业务价值增长的最大动力。加之内含价值预期回报，中国平安、中国太保、中国太平、新华保险、中国人寿四大险企的内含价值增幅将保持 15%左右，合理估值在 1.5 倍 PEV。

由于利差仍是上市险企最主要的利源，就半年报情况来看，上市险企的赔付、退保和费用支出正常，而今年资本市场波动剧烈，因此我们主要以投资收益率变动来对内含价值进行敏感性测算。若投资收益率假设下降 100bps 至 4%，则内含价值约下降 15%左右。长期估值 1.5 倍下折 15%后，即使投资收益率下降 1%，PEV 也应有 1.2 倍。

承保周期筑底向上，投资端稳定，当前五大险企的估值区间为 0.7-1.2 倍，低于合理区间，对行业维持推荐评级。个股推荐中国平安、中国太保、新华保险、中国太平，对应 2018 年 P/EV 分别 1.2、0.9、0.7、0.8 倍，考虑到年底切换估值，对应 2019 年 P/EV 分别 1.0、0.9、0.6、0.7 倍。

6　风险提示

权益市场波动剧烈，利率大幅下探，利差受影响；险企 2018 年收尾工作及 2019 年开门红进展不畅，保费收入增长不及预期。

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com