保险

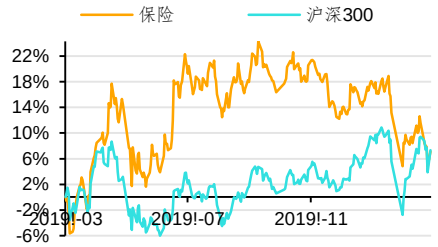
行业专题报告

重大灾/疫情对居民投保意愿提升的驱动研究

投资评级 领先大市-A 维持

首选股票		评级
601601	中国太保	买入-A
601318	中国平安	买入-B
601628	中国人寿	买入-B
601336	新华保险	买入-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.96	-10.60	-1.01
绝对收益	-5.31	-4.51	7.52

分析师 崔晓雁

SAC 执业证书编号：S0910519020001

021-20377098

相关报告

保险：快评《关于强化人身保险精算监管有关事项的通知》 2020-02-23

保险：1 月寿险保费同比+7.13%，产险保费同比+2.76% 2020-02-23

保险：快评新《普通型人身保险精算规定》 2020-02-07

保险：新冠疫情开门红受限下，NBV 敏感性测算 2020-02-05

保险：12 月寿险保费同比+22.78%，产险保费同比+7.38% 2020-01-17

投资要点

◆ **SARS 期间的保险需求变化：**【大陆】4/5 月份 SARS 疫情集中爆发，至 5 月末疫情状况开始好转，人身险尤其是健康险前期抑制需求开始爆发，**5 月单月健康险保费增速高达 309%**。此后的三个月健康险仍维持高增长，**单月增速分别为 265%/158%/131%**。【香港】个人寿险新单数量 Q103/Q203/Q303 分别同比-5.77%/-4.96%/-6.07%，Q403 开始出现好转，保费增速回正。**Q104 个人寿险新单数量及保费均出现大幅改善**，保单数量同比+18.31%至 24.32 万张，保费同比+113.62%至 95.14 亿元。【台湾】（个人）人身险同比+27.80%，较 2002 年+5.51pct（其中健康险+0.53pct、寿险+1.56pct、年金+14.95pct）。**同时 2004 年也并未出现保费的短期爆发**。以人均人身险保费/人均可支配收入来计算，2019 年大陆为 7.20%，而香港和台湾地区 2018 年分别为 22.20%和 22.10%，以此来看国内（大陆）保险业（人身险）尚有较大的发展空间。而回望 2003 年，彼时香港和台湾的指标值为 6.87%和 11.63%。

◆ **自然灾害或刺激农险潜在需求、但尚待政策支持：**【汶川地震】重灾区阿坝、绵阳、德阳、成都、广元等五个地级市（州）当年呈现出明显的保险深度上移，此后两年保险深度处于爬坡状态直到 2011 年才开始出现下滑，呈现出“小山坡”形态。【山东大旱】2015 年大旱灾，农民投保意愿进一步提升，农作物承保面积同比增长 53.08%至 1.17 亿亩，农险保费当年同比增长 88.13%至 16.53 亿元。

◆ **英美两国保险市场成熟、受短期灾/疫影响小：**【英国】近三十年来非寿险行业保费**增长波动较低外，其细分险种结构变化也较小。**保费的增长主要来自经济强劲增长带来的居民收入水平提升，但现代火灾保险源于 1666 年伦敦大火，自然灾害的风险提升意识主要受制于保险密度（深度）的水平。【美国】与英国类似，近三十年来意健险的爆发点以及医疗险的激增点均无出现大规模疫情及灾情，但风险的持续暴露对投保意愿的刺激作用是长期的，1988 年美国意健险深度为 1.91%，至 2018 年已增长 1.89pct 至 3.79%，**保险深度的提升离不开居民投保意识的提升，而其中灾难频发更是起到了长期的催化作用。**

◆ **投资建议：预计疫情大规模好转后（3/4 月份），保费或迎来短期报复性“补涨”，虽然涨幅可能不是很大，但对于目前已充分消化疫情负面情绪的板块来说，无异于一剂强心针。**2020 年行业仍处于转型过程中，**上市险企的核心变动因子仍在代理人规模及其产能的边际提升效应上。**行业向长期保障型及长期储蓄型发展方向不变，继续推荐中国太保、中国平安、中国人寿和新华保险。

◆ **风险提示：**疫情持续超预期影响全年展业节奏、线上培训低于预期影响产能提升

内容目录

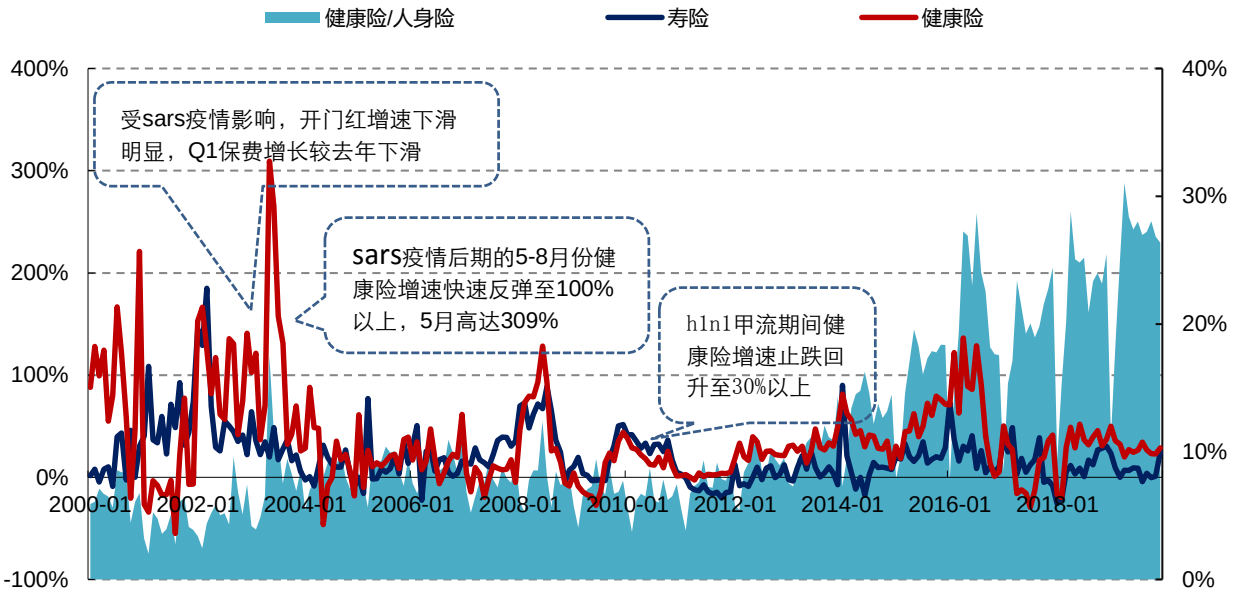
一、复盘重大疫情期间保险需求变化 3
（一）大陆：SARS 期间保险需求呈现明显的先抑后扬特征 3
1、疫情前中期影响代理人展业、后期需求爆发 3
2、险企主动出击、进一步催化保险需求 5
3、赔付有限、压力仍在保费端 6
（二）港台：保费增长受大规模传染病疫情影响回顾 7
1、香港地区保险业高度发达，SARS 复盘或更有参考意义 7
2、台湾地区保费增速受疫情影响短期波动较小 8
二、复盘重大灾情期间保险需求变化 9
（一）国内：自然灾害频发、保险潜在需求大 9
1、汶川地震使得保险潜在需求得以催生 10
2、农业受自然灾害影响大、潜在需求尚待挖掘 10
（二）海外：欧美保险市场成熟，保费增长平缓 11
1、英国：两百多年保险史、成熟市场受到偶发灾情的影响较低 12
2、美国：意健险独树一帜 13
三、投资建议：灾/疫情或催化短期保费爆发、长期有利于社会保险意识提升 14
风险提示 15

春节期间，新冠肺炎肆虐，疫情发展走向也牵动着全国人民的心。截至 2020 年 3 月 2 日晚 10 点 55 分，全国累计确诊 80175 例（较昨日+207）、死亡 2915 例（较昨日+42）、现存疑似 715 例（较昨日+141 例）[1]。3 月 1 日湖北以外新增确诊病例 6 例，国内疫情出现大规模好转。可以说，灾情（天灾/疫情）爆发凸显了保险业社会经济稳定器和减震器的作用，在损失补偿/灾后重建/医疗费垫付/人身险赔付等方面发挥了重要作用。

一、复盘重大疫情期间保险需求变化

理论上来说，大规模传染病的突发有助于催生社会大众的健康风险管理意识，激发对人身险尤其是保障型保险的需求。我们通过复盘 2002-2003 年“SARS”非典疫情及 2009-2010 年“N1NI”甲流疫情发现，在疫情的后半段时期往往会形成短时间的保费反弹，之后进入平稳增长状态。长期来看，风险管理意识的提升会潜移默化地转化成对保险产品的需求。

图 1：非典 SARS 及甲流 H1N1 期间健康险保费增速



资料来源：银保监会，华金证券研究所

（一）大陆：SARS 期间保险需求呈现明显的先抑后扬特征

1、疫情前中期影响代理人展业、后期需求爆发

严重急性呼吸综合征（SARS）（习惯上称之为“非典”）首例病人最早于 2002 年 11 月在广东出现，2003 年 2 月伴随春运、疫情开始向全国扩散，4 月份疫情进入集中爆发期，5 月末疫情好转，至 6 月疫情基本结束时前后已持续半年多时间。总体来看 SARS 疫情分扩散期（2002.12-2003.03）、爆发期（2003.04-2003.05）及收尾期（2003.06-2003.07）。而此次新型

[1] 丁香园实时动态疫情监测，来源为国家卫健委、各省市区卫健委/政府

冠状病毒肺炎（COVID-19）目前正处于疫情峰值右侧，官方解读（2 月 21 日政治局会议）疫情拐点尚无法确定，但疫情已现大规模好转态势。

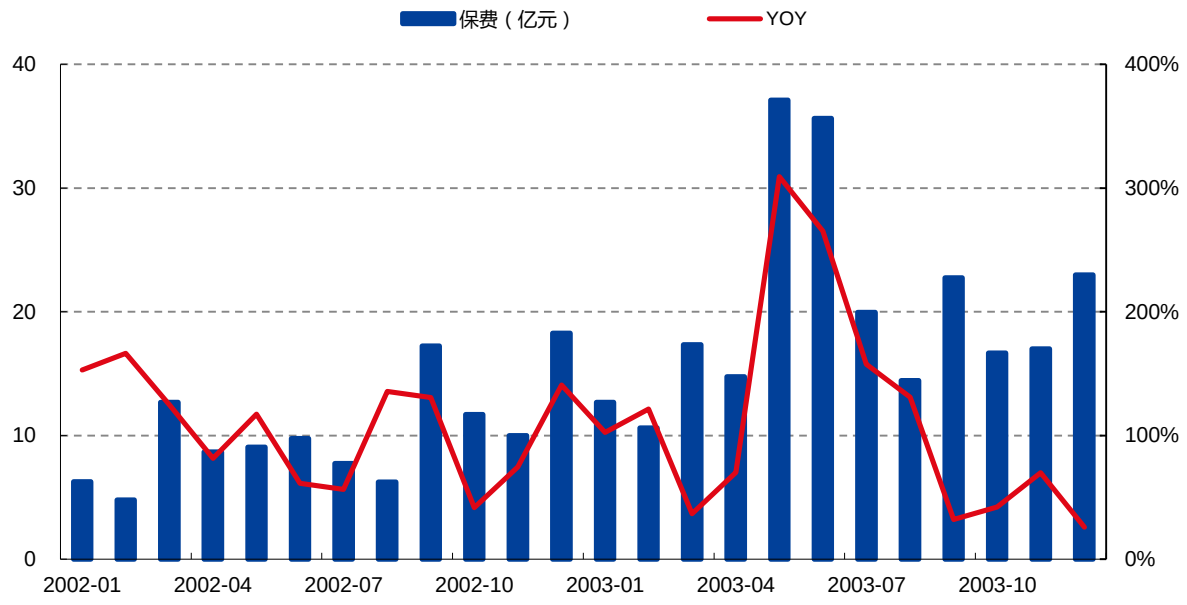
表 1：SARS 疫情与 COVID-19 疫情发展

SARS 疫情		COVID-19 疫情	
2002/11/16	广东佛山发现第一起后称之为 SARS 的病例	2019/12/30	武汉部分医疗机构出现不明原因肺炎病人
2003/2/11	广州市政府召开新闻发布会，确认感染 305 例	2020/1/20	钟南山院士表示新冠肺炎存在人际感染
2003/3/6	北京确诊第一例输入性病例	2020/1/28	大陆累计报告确诊病例 5974 例，超过 SARS
2003/3/15	WHO 命名次病症为严重急性呼吸综合征，即 SARS	2020/1/30	WHO 宣布新冠病毒疫情构成“国际突发公共卫生事件”
2003/4/15	WHO 将广东、山西、香港及台湾列为疫区	2020/2/3	新冠肺炎导致死亡人数超过 SARS
2003/4/30	小汤山医院启动，北京 SARS 病人转入该院治疗	2020/2/7	各省市一对一对口支援湖北其他地级市
2003/5/31	中国大陆地区累计感染 5328 人，死亡 332 人	2020/3/2	大陆累计确诊病例 80175 人，死亡 2915 人
2003/6/15	中国大陆地区当日确诊/疑似/疑似转确诊均实为零		
2003/7/13	全球 SARS 患者人数/疑似病例不再增长		

资料来源：wind，百度百科，丁香园，华金证券研究所（新冠疫情数据为截至 3 月 2 日晚 10 点 55 分，来源为丁香园实时动态）

SARS 疫情发生的突然性与人际传播性，更主要是当时病毒的自然源头宿主、传播途径、致死率等病理学原理尚不明了，加剧了社会恐慌，客观上则促进人们对自身健康风险管理意识的提升。4/5 月份 SARS 疫情进入集中爆发阶段，至 5 月末疫情状况开始好转，人身险尤其是健康险在病毒扩散期抑制的需求开始爆发，健康险市场急剧增长，5 月单月健康险保费增速高达 309%。此后的三个月健康险仍维持高增长，单月增速分别为 265%/158%/131%。保险年鉴数据显示，深圳健康险保费增速呈现逐月递增态势，前四月增速分别为 85%/96%/103%/126%，单四月短期意健险新单件数增速为 183%。

图 2：2002-2003 年全国月度健康险保费



资料来源：银保监会，华金证券研究所

此次 COVID-19 爆发的时间过程与 2003 年 SARS 基本一致，均为横跨农历新年，也正是新年特殊的人口流动加剧了疫情扩散。由于 COVID-19 病毒的潜伏期更长及传染性更高，感染人数在一个月内便超过 SARS。我们认为此次 COVID-19 疫情爆发与 SARS 不同的是，彼时仍处于

纸媒等传统媒体时代，且交通远没有如今发达，疫情在社会中影响的渗透度或许没有此次新冠肺炎大，即**此次疫情的高传染性也直接推动了三四线及以下城市对于健康风险管理的意识提升，有利于保险消费群体的进一步下沉。**

2、险企主动出击、进一步催化保险需求

疫情对保险的推广作用还在于险企的主动出击，从 2003 年的 SARS 来看，险企在疫情发展过程中充分展现了企业的责任担当，主要体现在以下几个方面：1）直接捐款，捐献医疗物资/生活物资等；2）优化保险服务，比如在原有产品上扩展传染病责任、缩短疾病等待期、简化理赔手续等。从险企充分发挥其行业特殊性，优化主业服务来看，我们归纳出三种模式：1）针对老客户，提供“SARS”的特殊津贴；2）开发附加险或扩展责任，使其附着在原有保险之上，以附促主；3）向一线医务人员提供免费医疗险。险企在疫情持续阶段，通过合理利用自身的行业特性，在展现企业责任，凸显保险作用的同时，进一步提升了居民的保险意识，将风险管理意识转化为保费。而现今面对 COVID-19 疫情，各大险企纷纷出台相关方案应对，如：建信人寿为湖北本地疫情防控一线的医护人员及外地派赴湖北参与疫情防控的医护人员免费提供每人 100 万元保额的意外伤害及定期寿险保障，同时提供在抗击疫情过程中因感染新冠肺炎的医护人员每人每天 300 元补助金。

表 2：部分可免费领取额保险

公司	产品	被保人	保险期间	保险责任	等待期	渠道
平安产险	E 生平安·疾病守护金	28 天-65 周岁	2 个月	甲乙丙类传染病身故（含新冠肺炎）：10 万	10 天	平安好生活 APP
平安健康	i 康保·公益战疫	18-65 周岁	90 天（疫情未结束可续领）	因新冠肺炎身故：20 万，另有交通意外责任	14 天	平安健康 APP
国寿产险	法定传染病身故保险	30 天-65 周岁	2 个月	甲乙丙类传染病身故（含新冠肺炎）：10/15 万	7 天	国寿产险公众号
微保·泰康在线	新冠肺炎保障金 好医保·抗新冠保障金	18-65 周岁 微保用户	1 个月（疫情未结束可续领）	确诊新冠肺炎危重症状：1 万；因新冠肺炎身故：5 万 确诊新冠肺炎危重症状：5 万；因新冠肺炎身故：10 万	5 天	微保小程序
蚂蚁·国泰产险	16-70 周岁	16-70 周岁	至 7 月 31 日或疫情结束	最高 2 万保额，确诊新冠肺炎轻症：赔付 10%保额，重症则赔付全部保额	5 天	支付宝-蚂蚁保险

资料来源：蚂蚁保险，微信公众号及小程序，华金证券研究所

保险产品的开发以大数法则及中心极限定理为理论基础，也即新险种的开发必须以大量的数据进行完备的精算分析，才能计算出相应的保费/保额等。SARS 的突发性使得险企在扩展保险责任时承担了较高不确定性的风险，其至今也尚未研制出有效的抗病毒疫苗。此次 COVID-19 也类似，其突发性及高传染性使得其病理研究较为棘手。险企对其发病率/致死率/医疗费用支出尚未积累足够的数据，在产品设计上面临着诸多困难，此外流行病学模型也待进一步的优化。银保监会已明确表示，严禁利用此次疫情炒作及营销不实的保险产品。**我们预计险企不太可能开发单独的险种应对，更多的则是在原有医疗险上扩展保险责任。**

诚如上文所述，SARS 疫情使得社会民众对健康风险管理的潜在需求切实转化为了现实需求，在多家保险公司提出针对 SARS 的专属保险[2]后，保费出现短期爆发。而**当下对 COVID-19 并无特定保险产品，我们预计这一定程度上削弱了健康险保费的预期增速**。此外 SARS 疫情后国内首家专业健康险公司-人保健康成立，此后平安健康、昆仑健康也先后成立，如果说 SARS 疫情后健康险公司落地生根，那么 H1N1 流感及此次 COVID-19 肺炎后是健康险公司茁壮成长并走出分化的试金石。结合去年颁布的健康险管理新规，我们**预计健康险公司的竞争将进一步加剧，拥有精算定价能力优势、医疗资源整合能力以及高品质的健康管理服务水平的险企将有望领先行业增长。**

3、赔付有限、压力仍在保费端

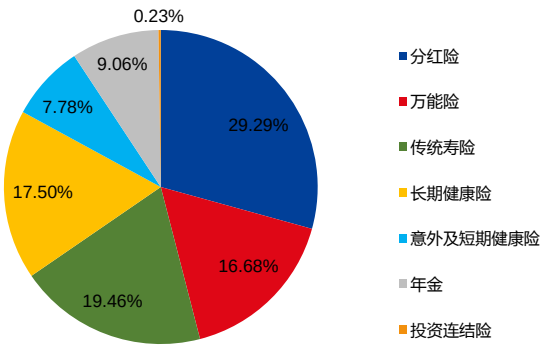
从赔付角度来看，大规模传染性疾病的爆发可能引发对险企赔付支出的担忧。实际上，无论是 SARS 还是 COVID-19，和疫情相关的保险赔付为寿险身故赔偿及医疗险补偿性赔付，而重疾险为特定疾病赔付，除诱发相关重疾外，一般不会触险。相关保监会披露数据显示，

2003 年在抗击非典过程中向 313 例非典患者赔付 500 多万元，向社会捐款 1000 多万元，向医护人员捐赠保险保额 2 亿多元。而当年人身险收入同比增长 32.36%至 3010.99 亿元（健康险同比增长 97.57%至 241.92 亿元、其中 Q2 同比增长 218.26%至 87.49 亿元）。

而面对 COVID-19 疫情持续发酵，国家医保局早在 1 月 21 号就已提出对确诊患者采取特殊报销政策、国家财政兜底，后续将范围扩大至疑似病例，极大减轻医疗险赔付压力，而保额较高的定期寿险占比较小、终身及其他偏理财身故相关险保额较低，此外 COVID-19 的致死率不及 SARS 的一半，故对于险企的赔付压力相对较小。

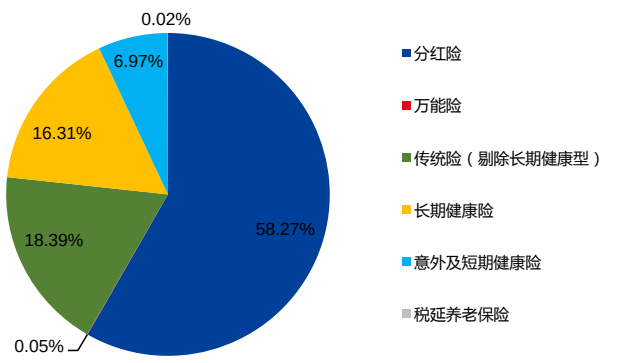
以信息披露较为完善的上市险企平安寿险和太保寿险来看，其关乎疫情赔付的险种保费占比不大。因披露口径不一致我们无法对比，但仍有参考意义。2019 年，平安寿险其传统寿险（定寿归纳其中）规模保费占比 19.46%、短期意健险保费占比 7.78%，两者合计 27.24%；而太保寿险 2018 年传统保险（定寿归纳其中）保费占比 18.39%、短期意健险保费占比 6.97%，两者合计 25.36%，其赔付占比 37.85%。

图 3：2019 年平安寿险各险种规模保费占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2018 年太保寿险各险种保费占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

[2] 如泰康人寿“世纪泰康抗击 SARS 保险计划”

（二）港台：保费增长受大规模传染病疫情影响回顾

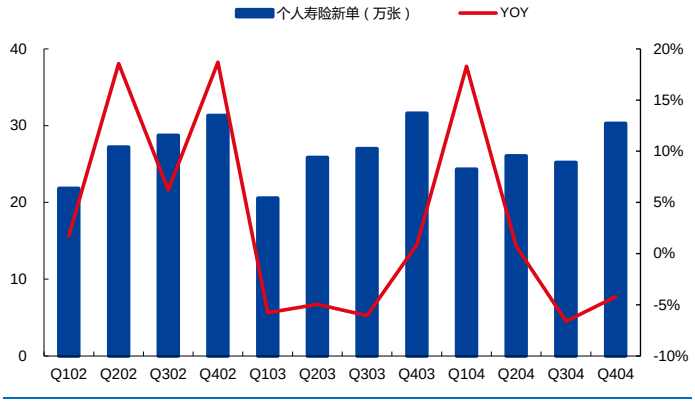
1、香港地区保险业高度发达，SARS 复盘或更有参考意义

内地保险业发展历史较短，尤其是 2002/03 年受刚进入 WTO 影响，我国保险业得以迅速发展。据此，我们观测同为 SARS 重灾区且保险业发展历史较久的香港或更具参考价值。根据 WHO 资料显示，香港地区 SARS 疫情的起始时间为 2003.2.15-2003.6.22.，尤其以 3 月下旬至 4 月下旬为甚，5 月份随着疫情好转，社会经济生活秩序开始恢复到往常状态。

受疫情影响，保险出现展业困难。据香港保险业监管局披露数据显示，2003 年前三季度个人寿险新单出现负增长，Q103/Q203/Q303 分别同比-5.77%/-4.96%/-6.07%，Q403 开始出现好转，保费增速回正，最终全年录得个人寿险新单 105.03 万张、同比-3.73%。而得益于件均保费的提升，个人寿险新单保费并没有出现负增长，在疫情形势严峻的 Q203 同比+5.42%，相较 Q103 的+36.48%增速下滑明显，随后在 Q303 迅速回升至+24.58%。短期刺激来看，Q104 个人寿险新单数量及保费均出现大幅改善，保单数量同比+18.31%至 24.32 万张，保费同比+113.62%至 95.14 亿元。

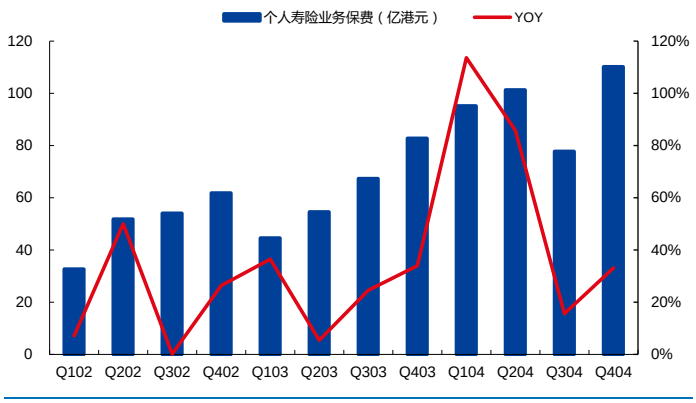
复盘香港地区 SARS 疫情期间保险业的发展，可以看出，疫情爆发的中期由于人口流动受到压制，保险展业困难，新单数量及保费增长承压；在疫情后半段，保险业务开始回暖，并在短期内形成强烈的“补涨”现象。

图 5：单季度个人寿险新单数量（万张）



资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

图 6：单季度个人寿险新单保费（亿港币）



资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

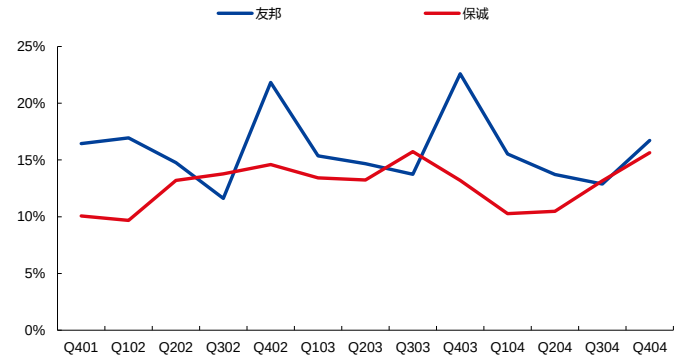
我们同样也关注疫情期间头部险企的定性，即可以通过考察疫情期间险企的保费市场份额来观测其应对突发性状况的应变能力。我们选取香港地区个人人寿业务新单份额前二[3]的友邦和保诚为观察对象，SARS 疫情期间（H103），友邦市场份额并没有呈现大规模的下滑，其市场份额形态走势呈现明显的规律，即从 Q1 至 Q3 基本是下滑形态，而 Q4 是友邦业务布局的重点时段。Q103 友邦市场份额为 15.37%，上年及来年同期分别为 16.96%及 15.54%；放宽至半年度份额的对比则是 H103（14.99%）、H102（15.61%）、H104（14.60%）。而保诚则表现地更加平稳，期间份额一直在 13%上下波动。此外，友邦和保诚在疫情后期及结束后也没有短期份额激增现象，2004 年两家市场份额开始出现下滑，这和我们猜想中的表现不太符合。

[3] 香港保险业监管局数据，2018 年友邦及保诚个人人寿业务新单保费市场份额分别为 22.42%及 12.97%

我们猜想中，头部险企面对行业困境更具韧性。实际上我们判断为突发性的公共卫生安全事件性质上为行业的系统性风险，各大险企无一幸免，其突发性也让人猝不及防。以代理人为展业主要途径的友邦和保诚，难免在疫情中可以全身而退。此外，疫情的持续期并不是很久（香港地区严重期仅在 2 月下旬至 3 月下旬），并没有足够的时间让头部险企展示出真正的定力。这说明在面对此类重大疫情时，行业内部的表现差异并不会多大；此外疫情往往呈现出短期特征，短期扰动因素或可以给行业带来影响，但不改变行业长期发展方向。

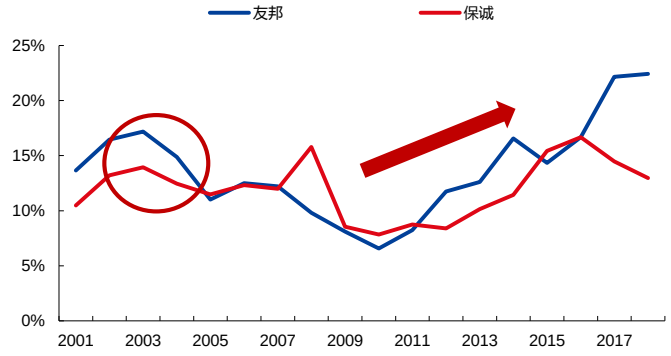
基于上述理由，**我们判断此次 COVID-19 疫情爆发后，上市险企的表现也不会比行业整体好太多**。国寿/平安/太保/新华拥有行业近一半的代理人队伍，线下代理人展业中断后造成的影响也许是我们更要关注的。若疫情短期内结束，则上市险企可以快速组织代理人复工，全年展业节奏得以尽快恢复；若疫情仍有较长持续时间（至 6/7 月），则险企的分化将越来越强。拥有较强代理人团队管理能力及线上销售能力的险企韧性更足。

图 7：SARS 疫情期间友邦份额并没有出现大幅下滑



资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所（个人人寿新单保费份额）

图 8：2010 年之后友邦和保诚才走出相对强势的市场份额



资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所（个人人寿新单保费份额）

2、台湾地区保费增速受疫情影响短期波动较小

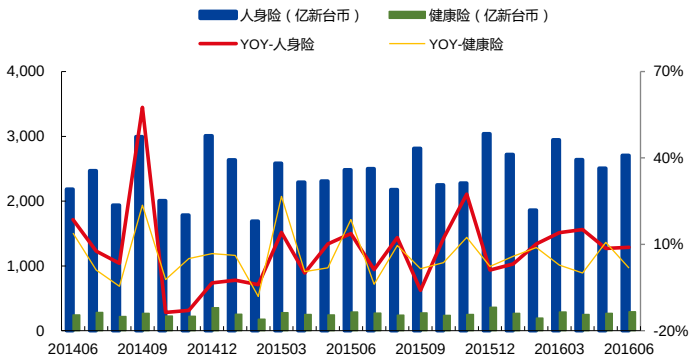
SARS 疫情造成恐慌的原因在于其突发性以及对其病理的未知性，直至疫情爆发 13 年后其自然宿主才找到。更重要的是 SARS **存在人际传播的特性**，此次 COVID-19 也一样，是造成社会经济运作受阻的最主要原因之一。

我们以其他大规模传染性疾病为例，如 2015 年台湾地区爆发的登革热疫情。登革热是登革病毒经蚊媒传播引起的急性传染病，由于传播媒介以伊蚊为主故有一定季节性（入夏到秋末）与区域性（热带与亚热带），人群普遍易感（SARS 与 COVID-19 同样），发病以成人为主。2015 年入夏后台湾登革热疫情持续升温，据台湾卫生福利主管部门数据统计，至 9 月 10 日累计 7453 例患者（至 12 月 13 日，台湾登革热流行疫情指挥中心统计确诊病例 41732 人），40 例疑似死亡病例。

登革热疫情的爆发和持续呵天气及公共卫生系统相关，其对社会经济秩序的稳定造成的冲击较小。我们观测疫情持续时期的（个人）人身险保费数据，台湾地区 2015 年 8/9/10/11 月人身险同比+12.33%/-6.00%/+12.14%/+27.45%，健康险同比+9.61%/+1.53%/+3.67%/+12.44%。整体来看（个人）人身险并没有受疫情影响呈现出明显的先抑后扬态势，特别是健康险呈现出更为稳定的波动特征，**短期并没有呈现出爆发式增长**。

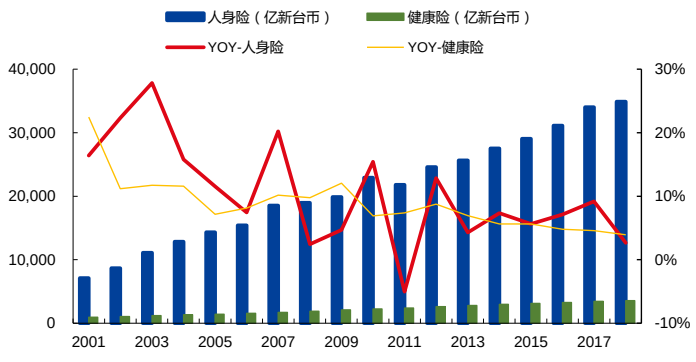
观测年度数据可以发现，2015 年台湾地区（个人）人身险及健康险保费增长均较平稳，分别同比+5.65%/+5.64%，2014 年为+7.33%/+5.62%，2016 年为+7.11%/+4.79%。甚至于 2003 年 SARS 爆发时期，（个人）人身险同比+27.80%，较 2002 年+5.51pct（其中健康险+0.53pct、寿险+1.56pct、年金+14.95pct）。同时 2004 年也并未出现保费的短期爆发，（个人）人身险增速-12.01pct，寿险、健康险、伤害险及年金均出现不同程度下滑。

图 9：2014.06-2016.06 台湾人身险（个人）保费收入及增速



资料来源：（中国台湾）财团法人保险事业发展中心，华金证券研究所

图 10：台湾人身险（个人）保费增速趋于稳定



资料来源：（中国台湾）财团法人保险事业发展中心，华金证券研究所

复盘大陆及港台地区疫情期间的保费增长情况可以发现，无论是短期还是长期的保费增长都受到多因子共振，即使是疫情期间健康因子被放大也是如此：

1、不同性质的传染病对保险需求的刺激各异，大规模突发性且存在人际传播的疾病对社会造成的恐慌度较大（比如 SARS），民众在面对此类未知的恐惧时往往风险管理意识提升更为明显。而对于较早发生并进行病理学研究的病毒引发的疫情，影响则相对较低（比如 H1N1，虽然感染性强，但针对性治疗效果较好）；对于主要传播途径不是人际传播的疾病（比如登革热），且其发生有一定的规律性（季节性及区域性等），虽然可能存在大规模传染可能，但防疫措施的阻隔效用较大，疫情掌控难度较小，对社会造成的恐慌也较小。**总体来看，居民的保险意识提升与疫情对社会造成的恐慌程度有明显的正相关性，而恐慌程度多依赖于对此类疫情的掌握程度。**

2、保险作为可选消费品，与居民收入水平以及社保水平直接相关。新世纪以来大陆保险业的高速发展，一方面在于保险业尚处于发展初期，另一方面和我国经济的腾飞密切相关。而港台地区保险市场的发展更为成熟，居民的生活水平更高，保险业也处于平稳的低增长中，更符合目前阶段借鉴以展望大陆未来保险业的发展。以保险密度（人身险）/人均可支配收入来计算，2019 年大陆此指标值为 7.20%，而香港和台湾地区 2018 年分别为 22.20%和 22.10%，以此来看国内（大陆）保险业（人身险）尚有较大的发展空间。而回望 2003 年，彼时香港和台湾的指标值为 6.87%和 11.63%，目前大陆正介于中间，故**从居民收入指标来考量，风险意识提升带来的保费收入提升边际效应仍值得期待。**

二、复盘重大灾情期间保险需求变化

（一）国内：自然灾害频发、保险潜在需求大

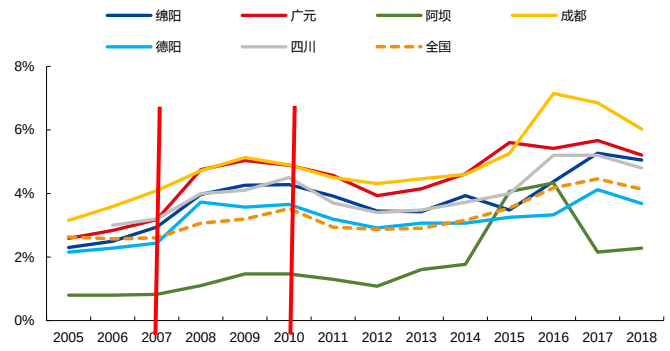
1、汶川地震使得保险潜在需求得以催生

我国幅员辽阔，经纬度跨度较大，复杂的地质结构与多样的气候带使得我国自然灾害发生频繁，而自然灾害的发生（尤其是巨灾），不仅威胁着人民群众的生命安全，也可能对财产造成极大的损害[4]。仅依靠国家财政的补贴支持，不仅拖累国家财政的资源利用效率，也使得社会经济运行对政府产生极大的依赖。而保险作为专业的风险管理工具，更加契合风险发生时的财务补偿定位。

近十年以来我国发生的最大自然灾害当属 2008 年“5·12 汶川地震”，里氏震级达 8.0Ms，给人民群众的生命财产安全造成了极大的损害。截至 2008 年 9 月 18 日 12 时，地震共造成 69227 死亡、374643 人受伤、17923 人失踪，后经国务院批准每年 5 月 12 日定为“全国防灾减灾日”。

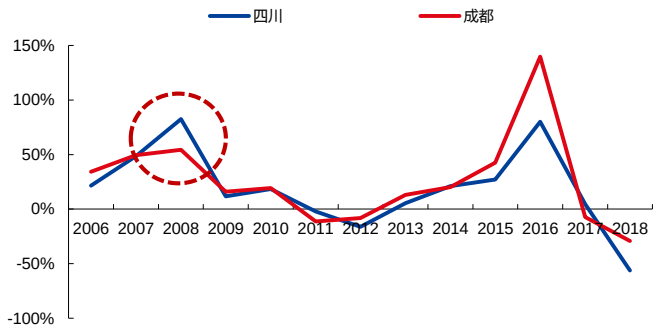
诚如我们在前文所述，大规模公共卫生安全事件往往可以激发社会民众的健康风险管理意识，重大自然灾害亦然。考虑到巨灾保险份额较小，且地震影响着生命和财产两方面，我们以整体保险行业的深度作为观测指标。可以看出，重灾区阿坝（汶川、茂县）、绵阳（北川、安县、平武）、德阳（绵竹、什邡）、成都（都江堰、彭州）、广元（青川）等五个地级市（自治州）当年呈现出明显的指标上移，（除阿坝外）上行幅度均大于全国平均。2008 年上述五地保险深度为 1.10%、3.97%、3.73%、4.72%、4.75%，同期四川省为 4.00%、全国为 3.06%，此后两年保险深度处于爬坡状态直到 2011 年才开始出现下滑，呈现出“小山坡”形态，我们认为其中地震给人民群众带来的风险意识的提升作用明显。2008 年当年，四川省保险密度较上年提升 80bp，而同期全国提升 46bp。进一步观测当年人身险新单情况，四川省当年人身险新单同比增长 82.61%（上年+48.67%、下年+11.79%）。呈现出明显的上凸形态。

图 11：重灾五市保险深度明显提升



资料来源：银保监会（局），华金证券研究所

图 12：2008 年四川人身险新单同比增长 82.61%



资料来源：四川保监局，华金证券研究所

2、农业受自然灾害影响大、潜在需求尚待挖掘

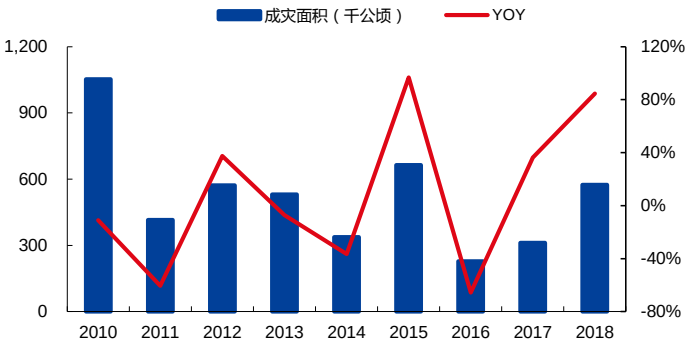
农业（狭义：种植业）“靠天吃饭”的属性较强，受自然灾害影响大。长期以来我国农险发展较慢，主要系：1）综合成本率徘徊于 100%附近，承保盈利空间小甚至出现承保亏损，影响供给端的积极性；2）风险集中爆发，不符合保险风险分散的原则；3）保障较低、农民购买意愿低；宣传力度不足，分散农户投保意识弱。

[4] 国家环境保护部数据，2008 年我国地震造成的直接经济为 8594.96 亿元（2007 为 20.19 亿元、2009 年为 27.38 亿元）

具体分析我们不展开讨论，由于农险的政策倾向偏向低保障、广覆盖，我国农业受灾虽较为严重[5]，但农险发展并不是一帆风顺的。以 2007 年为分水岭， 2007 年实行补贴政策以来，我国农险实现了短期的保费爆发，2007 年同比增长 484.39%至 50.54 亿元、2008 年增速虽有下滑但仍实现了 116.70%的增长。

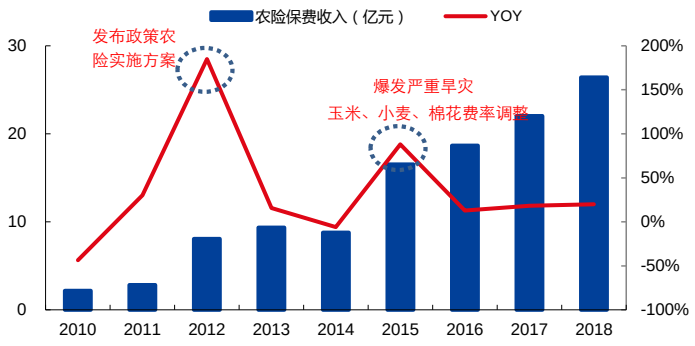
以传统农业大省山东为例，山东所遭受的自然灾害以旱灾为主，素有“十年九旱”之说。据中国减灾数据，2014 年山东降水较常年减少 40%，加之 2015 年入夏气温持续走高，造成 2015 年山东发生大旱。国家统计局数据显示，2015 年山东农作物成灾面积达 664 千公顷，因旱成灾 405 千公顷，较上年增长 75.42%，因旱绝收 65 千公顷。当年全省共支付农险赔款 8.11 亿元，同比增长 77.63%。受灾害影响，农民投保意愿进一步提升，农作物承保面积同比增长 53.08%至 1.17 亿亩。同时价格保险、天气指数保险等创新型产品不断涌现，农险保费当年同比增长 88.13%至 16.53 亿元。

图 13：山东农作物成灾面积情况



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 14：近十年来山东农险保费收入情况



资料来源：银保监会，华金证券研究所

农险保费的增长离不开农民投保意识的提升，我国农民“靠天吃饭”思想根深蒂固，且农业是弱质行业，投资回报偏低，农民在购买保险时考虑的成本因素较多。故农业保险的发展多以政策支持为主，世界上大多数国家也都如此（澳洲、新西兰、德国、瑞典等为市场化经营模式）。基于上述原因，农民的投保意愿多与政策相关，而自然灾害的爆发可以看做是保费增长的催化剂，但效果可能是长期的，从历年来我国农业受灾面积和农险保费增长的趋势来看，两者的相关性并不是特别强烈，而反过来想也正是如此，农险的提升空间依旧存在。

我们对农险的判断仍然以政策主线为主，自然灾害的爆发是保费增长的长期催化剂，但催化成实际保费不仅需要政策支持（如 2007 年农险补贴带来的保费爆发），也需要供给端的积极支持（险企不断优化产品定价及费用率）。

（二）海外：欧美保险市场成熟，保费增长平缓

我们以现代保险业发源地英国和目前全球最大的保险市场美国作为分析对象，来一窥保险业受重大灾情的驱动影响。结果显示，英美两国（包括其他多数欧美发达国家）保险行业面对突发性的灾情敏感度更低，往往会出现赔付的增长，而保费受到的驱动则相对较低，因其覆盖广度和深度已经较高，边际驱动往往并不明显。

[5] 国家统计局数据，我国 2018 年农作物受灾面积 20814 千公顷、成灾面积 10569 千公顷

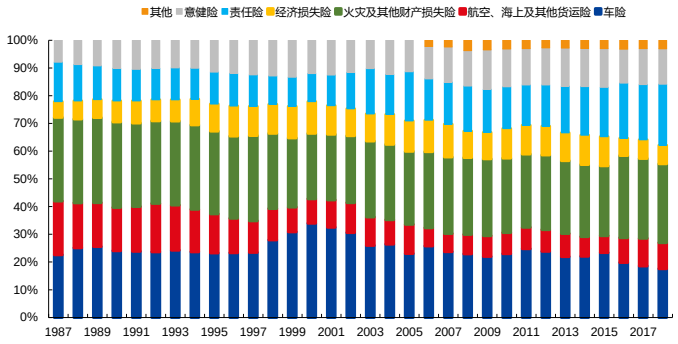
1、英国：两百多年保险史、成熟市场受到偶发灾情的影响较低

英国作为全球保险业的发源地，其行业发展迄今已经走过两百多年的历史。近三十年来的数据显示，其保费增长渐趋平缓，高保险密度和深度和民众的高保险意识密切相关。

我们观察近三十年来英国非寿险行业的保费数据可以看出，**除了保费增长波动较低外，其细分险种结构变化也较小。**受汽车市场饱和影响，车险市场份额呈现出明显的下移，新型险种如责任险份额有所提升。而作为保险业发端的火灾等财产损失保险一直占据着较大的市场份额（30%左右）。2018 年英国非寿险行业保费构成中，车险占比 17.59%（1987 年 22.63%）、航空/海上/其他货运险占比 9.39%（1987 年 19.38%）、火灾等财产损失险占比 28.44%（1987 年 30.16%）、意外及健康险占比 12.76%（1987 年 7.92%）、责任险占比 22%（1987 年 14.23%）。

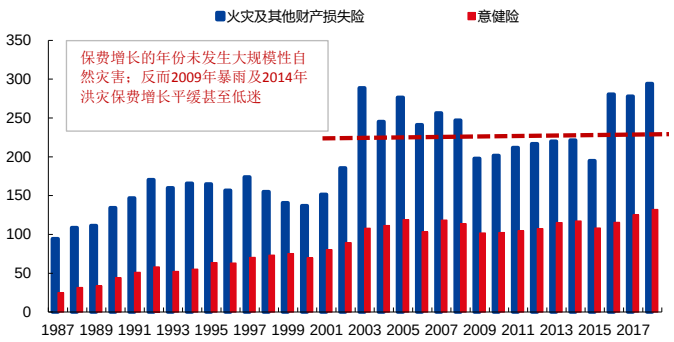
本文研究重大灾情/疫情对保费的刺激效应，重大灾情对保费若有刺激作用往往是规模性的疫情或是强度较高、地域范围较大的自然灾害。而从寿险层面来说英国近几十年来并无重大人际传染性疫情发生，从非寿险层面来看主要在**财产损失和短期意外健康受损**。始于 1985 年的英国疯牛病（BSE）以牛群防控为主，故主要为财产损失。相对应的财产保费增长并没有出现明显的激增（上世纪 90 年代疫情爆发）。此外英国的自然灾害以水灾为主，我们观测的 2009 年“千年一遇暴雨灾害”与 2014 年“特大洪灾”保费并没有出现明显的增长，而 2003 年与 2015 年的保费增长期并无重大灾情/疫情爆发。

图 15：英国非寿险行业保费份额变化较小



资料来源：OECD，华金证券研究所

图 16：自然灾害对保费的驱动似乎并不明显



资料来源：OECD，华金证券研究所

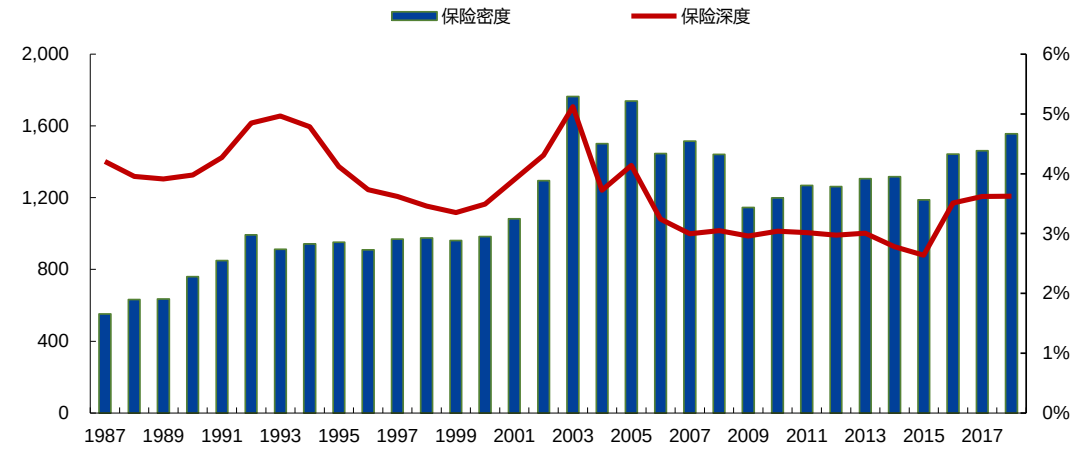
保费的增长与社会经济发展水平息息相关，从英国非寿险行业的密度和深度来看，虽然密度呈上升趋势，但深度整体是下滑的。1987 年英国非寿险行业密度为 551.86 美元、深度为 4.21%，2018 年则分别为 1556.69 美元、深度为 3.62%，密度增长了 182%、深度下滑了 58bp。可以说，保费的增长主要来自经济增长带来的居民收入水平提升。而英国作为保险密度和深度世界前列的国家，在面对重大疫情/灾情时并不会造成突发性的保费增长，成熟市场民众的投保意识较高，在灾情未发时已经购买保险，受偶发灾情驱动的效应较低。

实际上发端于英国的现代保险制度，正是由于当时已知或未知的风险太多，才逐渐从经济互助形式发展而来。1666 年的伦敦大火“烧出”了现代火灾保险，大火虽然造成的人员伤亡不高，但大火肆虐了整个伦敦、数十万人流离失所[6]。灾后的幸存者渴望有一种保险能够对火灾造成的

[6] 造成约 1000 万英镑损失（当时伦敦城年收入 1.2 万英镑），数据来源：中国保险报

损失进行赔偿，牙医巴蓬创立火灾保险营业所，其本人也被称为“现代火灾保险之父”。我们认为，重大灾情对于民众保险意识的提升作用明显，目前我国民众投保意识较低、风险管理意识不足（从保险密度和深度可以看出），故重大灾情的刺激效应会较为明显。

图 17：英国非寿险行业保险深度总体下滑

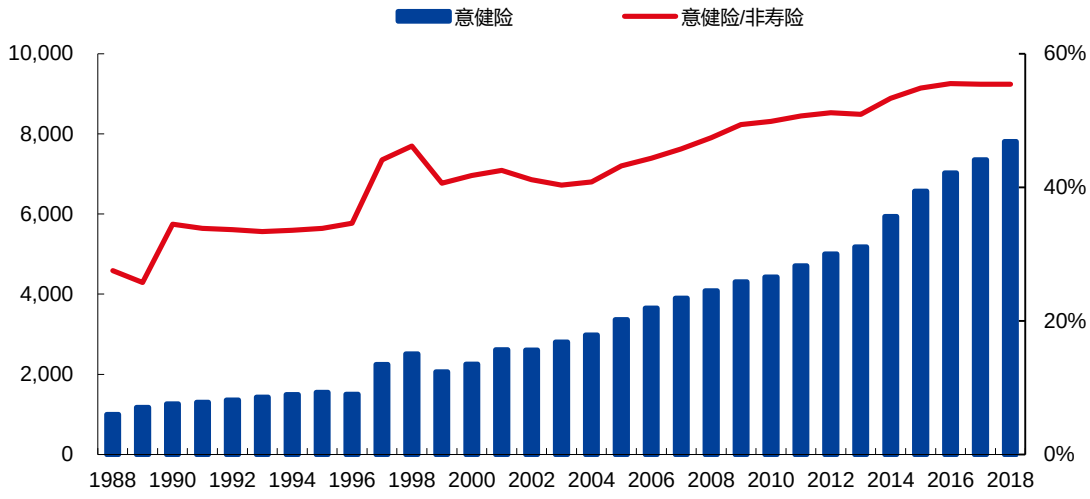


资料来源：世界银行、OECD，华金证券研究所

2、美国：意健险独树一帜

与英国车险/财产损失险/责任险三足鼎立的非寿险业务格局不同的是，美国意健险一家独大，主要在于英国的全民医疗体系保障充分，而美国医疗资源虽然发达，但相对人口来说不仅紧张而且昂贵。在此种情况下，美国的意健险近三十年以来一直保持昂扬的增长态势，占据非寿险业务一半以上的保费份额。2018 年美国非寿险业务中意健险保费 7809.83 亿美元，份额达 55.44%。

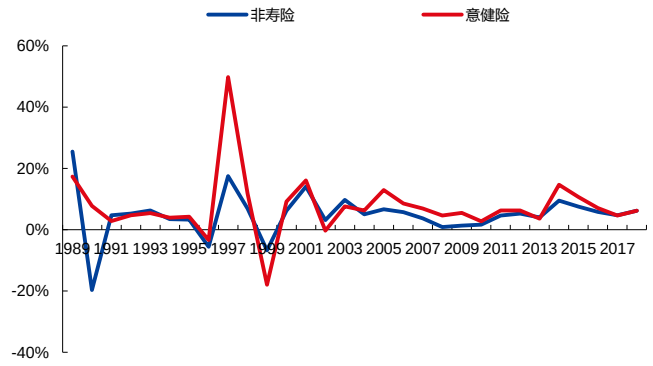
图 18：美国非寿险业务中意健险占据一半以上保费份额



资料来源：NAIC，华金证券研究所

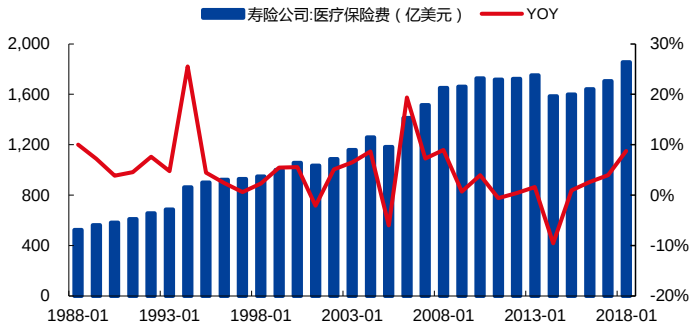
新世纪以来美国突发的大规模传染病疫情主要是 2009 年的 H1N1 流感，但保费数据并没有明显的增长，判断主要和英国一致，较高的保险密度和深度反映了民众已经购买了较高的保险。而在保费的激增点（如 1994 年医疗险、1997 年意健险的爆发），当年均无大规模传染性疫情及特大自然灾害的发生。

图 19：意健险在 1997 年的高增长直接拉动了当年非寿险增长



资料来源：NAIC，华金证券研究所（增速，YOY）

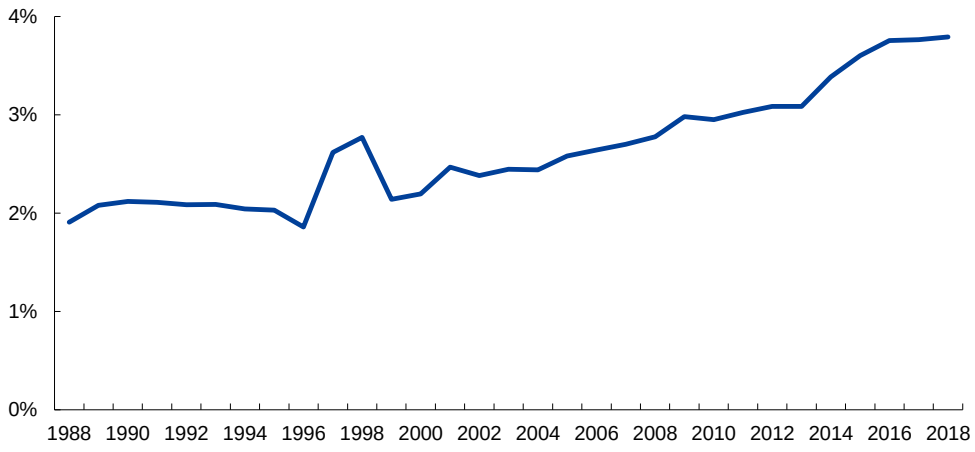
图 20：美国寿险公司收入中医疗险保费情况



资料来源：美国商务普查局，华金证券研究所

我们认为，就年度数据来看，如突发性疫情持续较短（自然灾害往往持续也呈现明显的时节性），则全年的数据往往会平滑短期的影响。而拉长时间来看，重大灾情及疫情确实对居民的保险意识有极大的提升作用。我们从意健险的深度来看，1988 年美国意健险深度为 1.91%，至 2018 年已增长 1.89pct 至 3.79%，**保险深度的提升离不开居民投保意识的提升，而其中灾难频发更是起到了长期的催化作用。**

图 21：美国意健险深度 30 年来提升了 1.89pct



资料来源：NAIC，美国经济分析局，华金证券研究所

三、投资建议：灾/疫情或催化短期保费爆发、长期有利于社会保险意识提升

1、**居民的保险意识提升与疫情对社会造成的恐慌程度有明显的正相关性。**大规模突发性且存在人际传播的疾病对社会造成的恐慌度较大（比如 SARS），民众在面对此类未知的恐惧时往往风险管理意识提升更为明显。

2、**从居民收入指标来考量，风险意识提升带来的保费收入提升边际效应仍值得期待。**大陆保险业的高速发展，一方面在于保险业尚处于发展初期，另一方面和我国经济的腾飞密切相关。相对较低的保险密度和深度一定程度上反映了风险管理意识提升的空间较大。

3、**自然灾害或提升风险管理意识，但相关险种仍需政策及险企共同推动。**自然灾害的爆发往往是聚集性的，不论是对人身还是财产造成的威胁，都存在集中性的赔付。这就需要政策的倾斜（如农险补贴、巨灾保险补贴）以及险企供给端的优化（如近几年责任险的兴起）。

综上，我们认为此次 COVID-19 疫情短期内或造成保险展业难以推进，影响全年节奏。但长远来看，有利于社会整体保险意识的提升。疫情期间众多险企纷纷推出免费保险、以人力/财力支援疫情一线，提升了保险公司的社会形象。**我们预计疫情大规模好转后（3/4 月份），保费或迎来短期报复性“补涨”，虽然涨幅可能不是很大，但对于目前已充分消化疫情负面情绪的板块来说，无异于一剂强心针。**

2020 年行业仍处于转型过程中，**上市险企的核心变动因子仍在代理人规模及其产能的边际提升效应上。**我们前期发布的报告，在中性假设下（Q1 FYP-20%、NBVM-2pct），上市险企全年 EV 增长影响有限（不足 1%）。行业向长期保障型及长期储蓄型发展方向不变，继续推荐中国太保、中国平安、中国人寿和新华保险。

风险提示

1、不明疫情突发使得医疗险/寿险赔付短期承压；

2、自然灾害发生频次和力度不确定性保险公司面临更高的风险；

3、流行病学模型的缺乏使得保险产品缺乏定价基础，影响新产品的开发；

4、自然灾害/疫情期间展业困难，收入下滑致使代理人脱落率提升；

5、宏观经济增长低于预期，影响居民收入，购买保险意识下滑。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn