

保险行业 2018 年中报综述

2018 年 08 月 30

投资端负面预期落地 价值率再创新高

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业深度报告*保险*养老金专题报告之三：海外养老金及主权基金运作模式和投资研究》 2018-08-22
《行业快评*保险*负债端无须担忧19号文影响有限》 2018-08-18
《行业专题报告*保险*从准备金到剩余边际，看保险公司利润释放》 2018-08-14
《行业快评*保险*关注中报期超预期因素 保险股估值修复正在路上》 2018-07-19
《行业动态跟踪报告*保险*新单上半年仍维持负增长 低估值下基本面持续改善》 2018-07-14

证券分析师

陈雯 投资咨询资格编号
S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

研究助理

赵耀 一般从业资格编号
S1060117090052
010-56800143
ZHAOYAO176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **投资端企稳，市场顾虑打消：**5月份以后市场对负债端改善逐渐形成普遍预期，但是在股债双杀的形势下，市场对上市险企投资端更为担心。从上市险企中报看，净投资收益率下降无需过多担忧，虽受今年整体市场环境的影响，基金分红减少，以及少量资产到期再投资，而其他各类资产的分红收入并未表现出明显下降；平安、太保、新华在可比口径之下（IAS39）的总投资收益率分别为 4.5%/4.5%/4.8%，较去年同期分别下降 0.4pt/0.2pt/0.1pt，整体超出市场预期。后期同样需关注可供出售项上产生的浮亏而对综合投资收益率产生的影响。资产配置方面非标增速趋缓，信用风险可控。
- **负债端改善趋势下半年仍会延续：**上半年平安 NBV 率先实现转正，同时新华-8.9%也超预期，平安、太保、新华 NBV Margin 分别为 38.5%、41.4%、50.5%，同比分别提升 4.1pt、0.8pt、13.1pt，价值率整体创新高；同时 EV 稳健增长，国寿、平安、太保、新华 EV 分别同比增长 4.8%、12.4%、8.1%、7.9%。受多因素影响上市险企代理人人均新单及佣金数出现明显下降，行业代理人尤其是低举绩人力开始明显脱落，仅平安上半年实现正增长，往后看短期人力两位数增长恐难以实现，后期人力方面的核心指标需要持续关注。下半年考虑到去年的低基数、价值率仍处高位、人力指标的相对改善，新单及 NBV 改善空间仍然明显。
- **产险业务增速提升但净利润表现不理想：**今年产险受到关注的主要逻辑在于产险业务非车险保费收入快速增长带动产险保费收入提升、权益类资产影响相对较小以及 57 号文及行业自律之下预期费用率的改善。但是由于竞争加强手续费持续上升，致使纳税因素调整净利润表现不理想，后期看 57 号文+行业自律之下有望出现改善，但是还需要关注后期行业自律的执行力度以及监管力度，最终还要确定性数据的体现。
- **投资建议：**我们认为当前保险股具备较好的配置价值，中报来看市场对于投资端的负面预期落地，上市险企整体实现了 4.5%以上的年化总投资收益率；此外负债端 NBV 及价值率数据有所超预期，且下半年来看仍然有持续改善的空间，全年优质险企有望继续实现 NBV 的正增长。我们认为当前保险股的估值同样处于较低的水平，国寿、平安、太保、新华 P/EV 估值分别仅为 0.82 倍、1.24 倍、0.97 倍、0.88 倍，维持行业“强于大市”评级，重点推荐新华保险、中国太保。

■ 风险提示：

- 1) 新单改善不及预期风险：行业下半年新单改善未能持续，或受到 19 号文冲击较大，新单保持较大的负增长缺口，则会对股价直接造成负面影响。
- 2) 投资收益不及预期风险：8 年以来权益类投资同比出现明显下滑，同时利率整体有一定的下行，可供出售金融资产普遍浮亏，如果后期投资收益不及预期将会给公司利润带来持续的负面影响。
- 3) 代理人数量增长及产能提升不及预期风险：业目前代理人数量已有脱落，如果代理人数量增长及产能提升不及预期将会对同样对后期新单产生负面影响。
- 4) 产险业务净利润改善不及预期：险业务归母净利润受市场竞争加剧、费用率上升影响而负增长，如果这一趋势后期不能改善，则会对产险板块估值产生负面影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/EV				评级
		2018-08-29	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
新华保险	601336	46.92	1.73	2.57	3.37	4.46	0.95	0.82	0.70	0.60	强烈推荐
中国太保	601601	32.92	1.62	2.02	2.44	2.93	1.04	0.91	0.79	0.68	推荐

正文目录

一、	投资端企稳，市场顾虑打消	5
1.1	总投资收益率整体超预期，净投资收益率有所下降	5
1.2	上半年配置趋势：固收增配非标趋稳	6
二、	负债端改善趋势下半年仍会延续	7
2.1	中报新单持续改善，下半年仍会持续	7
2.2	代理人数量持续脱落，后期关注核心指标变化	8
2.3	价值率再创新高，下半年优质险企 NBV 仍有望实现转正	9
三、	产险业务增速提升但净利润表现不理想	10
3.1	产险保费增速高增长，承保利润整体稳定	10
3.2	57 号文+行业自律之下有望转好	11
四、	投资建议	11
五、	风险提示	12

图表目录

图表 1	2018 上半年无风险利率持续下行（%）	5
图表 2	2018 上半年权益市场指数持续下跌	5
图表 3	中国太保集团投资收益率情况（%）	5
图表 4	2018H 上市险企净投资收益率整体有所下降	6
图表 5	2018H 上市险企总投资收益率整体超过 4.5%	6
图表 6	2018H 上市险企固定收益类资产占比整体提升	6
图表 7	2018H 上市险企股票配置有所下降	6
图表 8	2018H 上市险企权益基金配置有所下降	7
图表 9	2018H 上市险企非标资产配置趋稳	7
图表 10	平安 4 月开始新单逐月改善（亿元）	8
图表 11	太保二季度新单数量明显改善（亿元）	8
图表 12	2018H 上市险企人力及变动情况	8
图表 13	2018H 人均新单及佣金情况	8
图表 14	2018H 上市险企价值率同比继续提升	9
图表 15	2018H 上市险企 NBV 及同比情况	9
图表 16	17 年下半年 NBV 基数较低（亿元）	9
图表 17	2018H 上市险企 EV 稳健增长	10
图表 18	今年产险保费收入保持高增长	10
图表 19	上市险企非车险保费收入大幅提升（亿元）	10
图表 20	上市产险公司综合成本率稳中有降	11
图表 21	纳税因素调整致使产险公司盈利不好（亿元）	11
图表 22	上市险企 P/EV 估值处于相对低位	12

一、投资端企稳，市场顾虑打消

1.1 总投资收益率整体超预期，净投资收益率有所下降

■ 5 月以后市场对保险股的担忧由负债端转到资产端

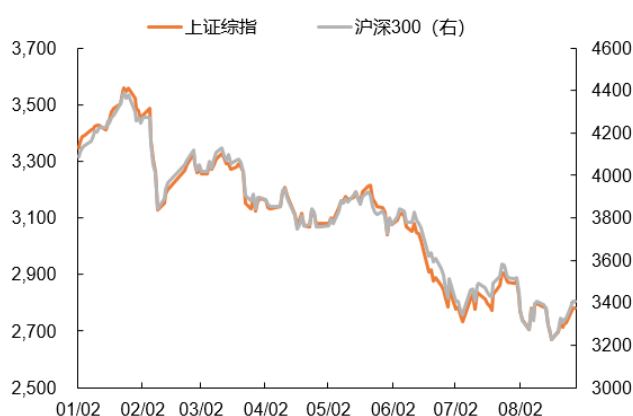
5 月份以后市场对负债端改善逐渐形成普遍预期。但 6 月份市场对利率的预期转变，无风险利率快速下行，同时 A 股延续了下跌趋势，上半年上证综指、沪深 300 分别下跌 13.9%、12.9%，在股债双杀的形势下，市场对上市险企投资端更为担心。

图表1 2018 上半年无风险利率持续下行（%）



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表2 2018 上半年权益市场指数持续下跌



资料来源: Wind、平安证券研究所

■ 净投资收益率下降无需过多担忧，总投资收益表现明显超出悲观预期

从上市险企披露的中报情况来看，最大亮点在于对投资端的顾虑打消。净投资收益率方面，国寿/平安/太保/新华分别为 4.64%/4.2%/4.5%/5.0%，分别较去年同期变动-0.07pt / -0.8pt / -0.6pt / +0.1pt，整体降幅较为明显，具体来看是受今年整体市场环境的影响，使得基金分红减少，以及少量资产到期再投资，而其他各类资产的分红收入并未表现出明显下降。上市险企固定收益类资产绝大多数期限都在 10 年以上，并且收益率在 5.0%左右或者更高，因此长期来看净投资收益率将保持整体稳定。且今年在市场利率的相对高点，各家险企也增配了部分长久期、收益率可观的长期固定收益类资产，因此即使无风险利率后期仍有下降，净投资收益所受影响也相对有限。

图表3 中国太保集团投资收益率情况（%）

	2018H	2017H	同比
固定收益类	5.0	5.0	-
权益投资类	1.8	3.7	(1.3pt)
投资性房地产	8.5	7.6	0.9pt
现金、现金等价物及其他	0.9	1.2	(0.3pt)
总投资收益率	4.5	4.7	(0.2pt)

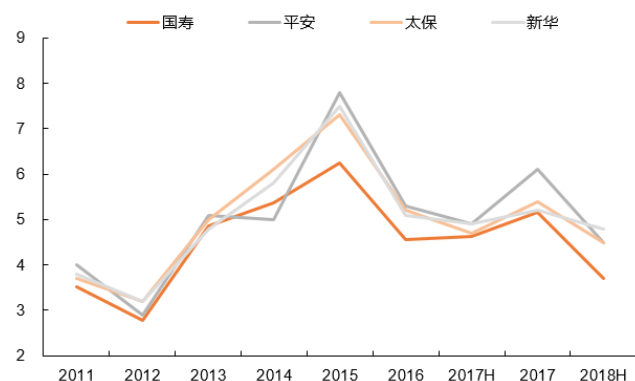
资料来源: 公司半年报、平安证券研究所

注: 未考虑卖出回购影响

总投资收益率方面，平安、太保、新华在可比口径之下（IAS39），总投资收益率分别为 4.5%/4.5%/4.8%，较去年同期分别下降 0.4pt/0.2pt/0.1pt，整体超出市场预期。公允价值变动损益整体拉低了总投资收

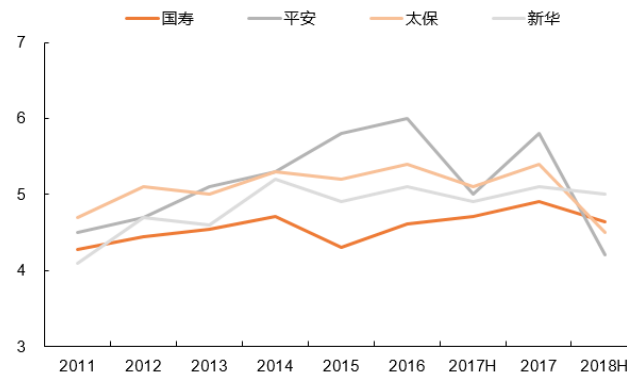
益率，而平安、太保投资资产买卖价差收益均同比转正，后期同样需要关注采取 IAS39 的上市险企可供出售项上产生浮亏而对综合投资收益率产生的影响。

图表4 2018H 上市险企净投资收益率整体有所下降



资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

图表5 2018H 上市险企总投资收益率整体超过 4.5%



资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

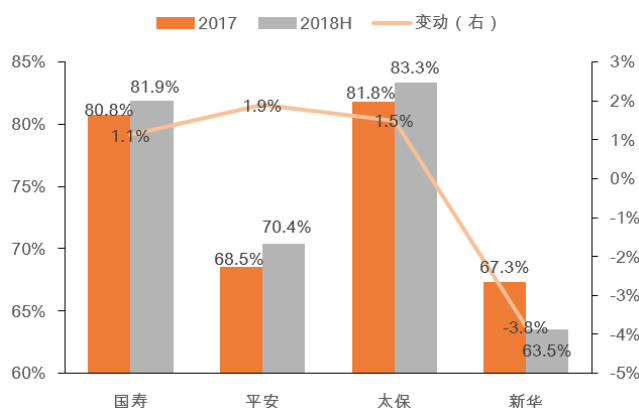
注：平安使用可比口径下的总投资收益率

1.2 上半年配置趋势：固收增配非标趋稳

■ 固定收益类配置整体有所增加，权益类占比下降

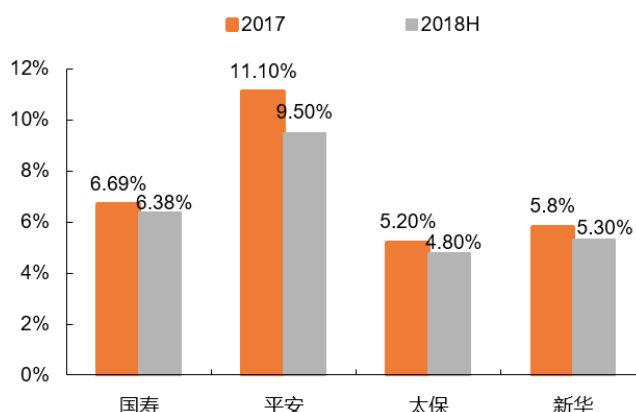
从上半年的大类资产配置来看，整体上固定收益类配置有一定增加，国寿/平安/太保固定收益类资产配置分别提升 1.1pt/1.9pt/1.5pt，而新华由于非标占比下降影响固定收益类配置占比有所下降。今年上市险企整体再投资规模不大，在权益市场走势不理想的情况下，险企在短期利率高点增配了长久期的固定收益类产品。而股票和权益基金的占比有较为明显的下降。

图表6 2018H 上市险企固定收益类资产占比整体提升



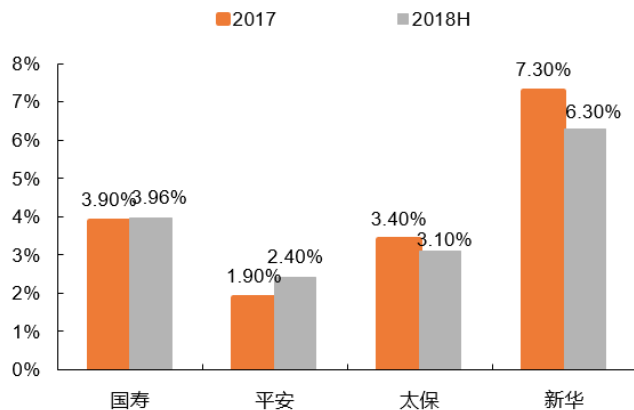
资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

图表7 2018H 上市险企股票配置有所下降



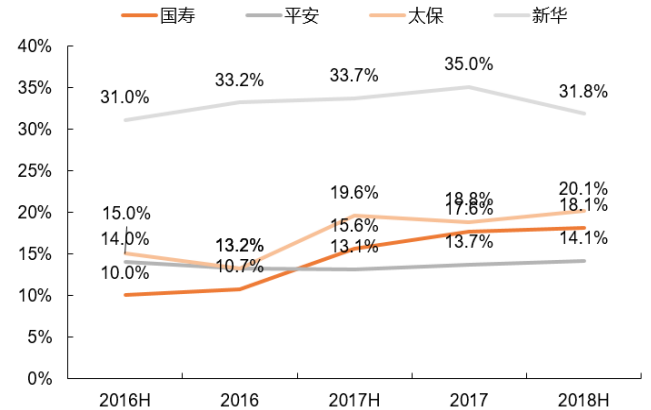
资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

图表8 2018H 上市险企权益基金配置有所下降



资料来源: 公司年报及半年报、平安证券研究所

图表9 2018H 上市险企非标资产配置趋稳



资料来源: 公司年报及半年报、平安证券研究所

■ 非标增速明显趋缓，信用风险可控

非标方面虽然整体由于银行挤出供给增加，但是险企考虑到潜在的信用风险，均提升了对非标资产的筛选标准，市场优质非标供给则明显减少，上半年国寿/平安/太保非标资产配置分别增加0.5pt/0.4pt/1.3pt，而新华由于存量规模较大且部分到期及提前还本，非标资产配置下降3.2pt，但存量规模占比仍处于相对高位。

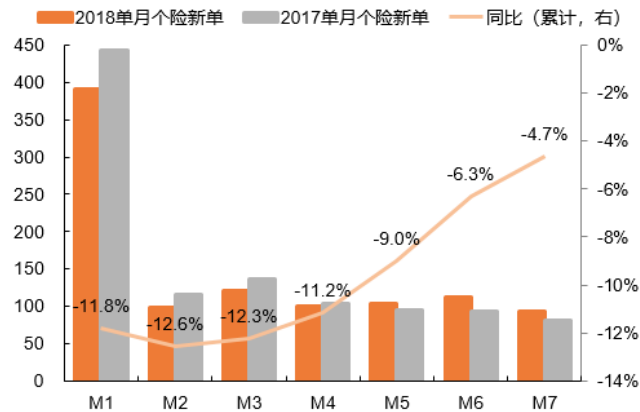
二、 负债端改善趋势下半年仍会延续

保费收入方面，上半年整体行业受到了包括监管的134号文、市场流动性以及银行理财产品竞争等因素影响，四家上市险企新单均为负增长，这也成为五月之前保险股大幅下跌的最主要原因。从中报情况来看，新单及NBV的负增长缺口均在不断缩小，同时平安已经率先实现了NBV的转正。往后我们认为新单改善的趋势仍会在下半年延续。

2.1 中报新单持续改善，下半年仍会持续

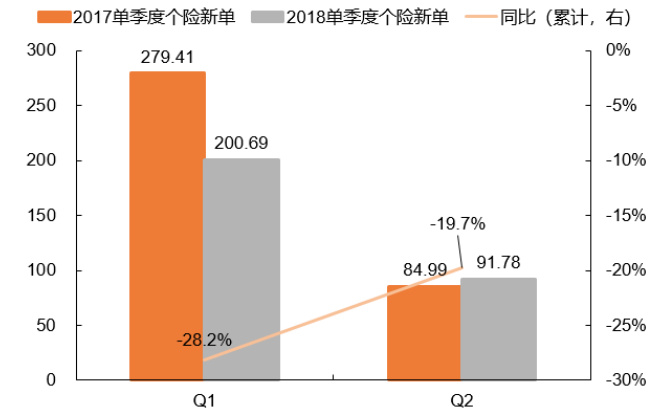
上市险企新单数据在中报以前基本已披露，二季度以来改善明显。国寿由于三四月份为了弥补银保趸交渠道的总保费收入，三四月份限时限量销售了三年期分红年金产品“盛世臻享年金”，因此个险渠道保费数据可比性不强。平安五月至七月单月个险新单保费收入分别同比增长9.4%、19.7%、15.2%，截止7月总个险新单负增长收窄至-4.7%。太保及新华Q1个险新单分别负增长-28.2%和-47.0%，二季度单月新单分别实现8.0%和23.8%正增长，上半年总个险新单负增长幅度分别收窄至-19.7%和-27.3%。

图表10 平安4月开始新单逐月改善（亿元）



资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

图表11 太保二季度新单数量明显改善（亿元）

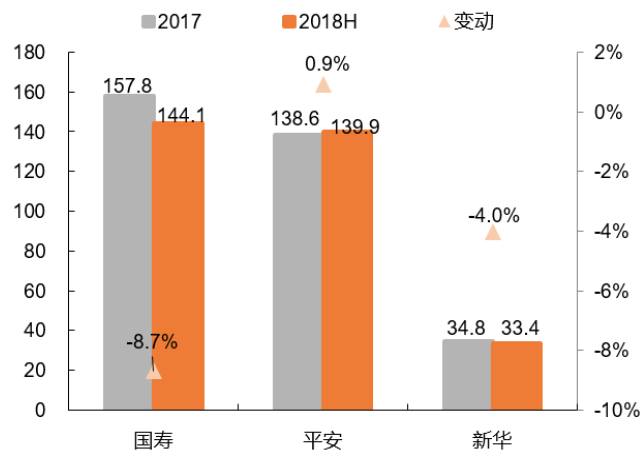


资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

2.2 代理人数量持续脱落，后期关注核心指标变化

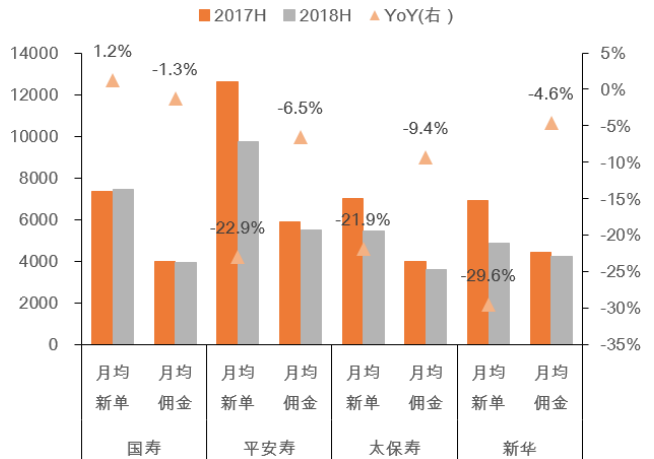
代理人数量方面今年由于新单的普遍负增长，代理人人均新单及佣金数出现明显下降，行业代理人尤其是低举绩人力开始明显脱落，时点数看18年上半年国寿/平安/新华个险代理人分别变动-8.7%、0.9%、-4.0%，另根据太保披露其上半年月均人力89.4万人以及6月末时点数83.9万人，我们预计太保上半年代理人负增长超过5%。由于上半年新单的普遍负增长，代理人月均新单数量也出现了较为明显的负增长，月均佣金及手续费负增长幅度相对较小。往后看短期人力两位数增长恐难以实现，后期人力方面的核心指标需要持续关注。

图表12 2018H上市险企人力及变动情况



资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

图表13 2018H人均新单及佣金情况



资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

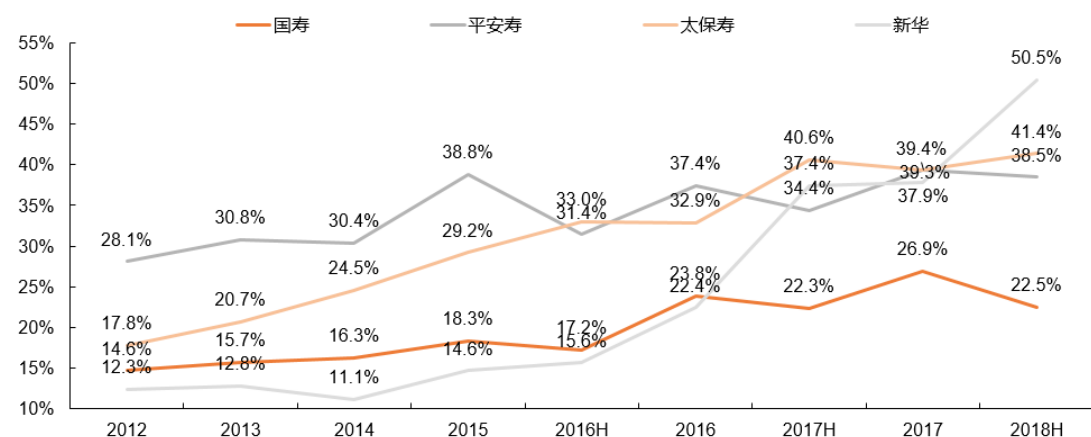
注：数据均为计算得出；

2.3 价值率再创新高，下半年优质险企 NBV 仍有望实现转正

■ 上市险企上半年价值率持续增长

在新单持续改善的同时，今年上半年上市险企的价值率提升依然明显。监管引导、收益率以及流动性等因素作用下，今年一季度由于年金类产品销售不理想，各家险企在二季度开始加大了对健康险的销售力度，长期保障型产品占比有明显提升，上半年国寿/平安/太保/新华 NBV Margin 分别为 22.5%/38.5%/41.4%/50.5%，同比分别提升 0.2pt/4.1pt/0.8pt/13.1pt，价值率整体创新高。

图表14 2018H 上市险企价值率同比继续提升

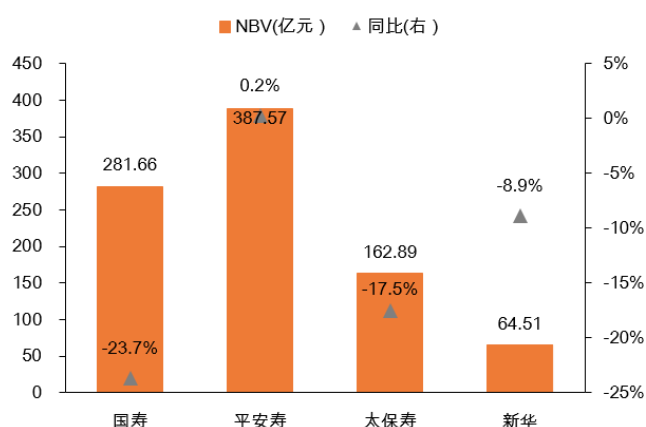


资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

■ NBV 持续改善，下半年改善空间依然明显

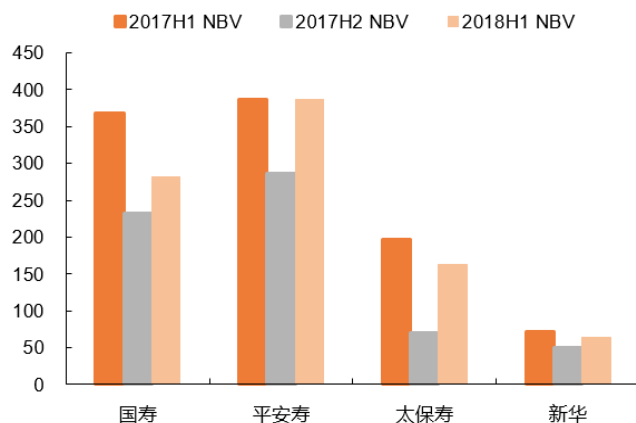
在新单收窄、价值率提升的共同作用之下，NBV 收窄幅度更为明显，其中平安实现了率先转正，新华 NBV 同比负增长幅度收窄至-8.9%，较 Q1 明显好转。由于去年下半年 NBV 基数相对较低，占上市险企 17 年全年比重为 26.1%-42.6%；此外 7 月份新单数据依然同比在改善，19 号文影响较为有限，我们认为下半年新单及 NBV 改善空间仍然明显。

图表15 2018H 上市险企 NBV 及同比情况



资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

图表16 17 年下半年 NBV 基数较低 (亿元)

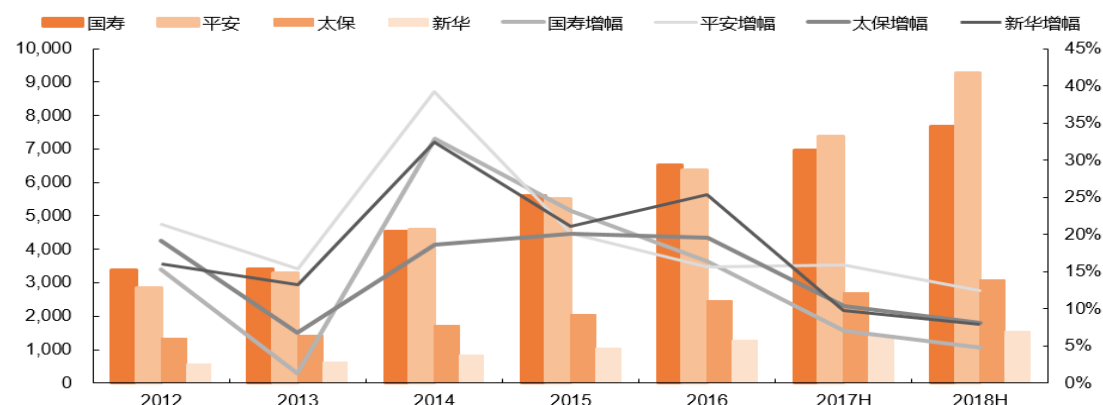


资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

■ 上半年 EV 维持稳健增长

对于价值的判断最终需要归结到计算估值的 EV 上来，截至 18H 上市险企国寿/平安/太保/新华 EV 分别同比增长 4.8%/12.4%/8.1%/7.9%，同比均有所下降，主要受到 NBV 增速、投资收益率下降等影响，但是仍然实现稳健增长。

图表17 2018H 上市险企 EV 稳健增长



资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

注：2017H 和 2018H 增幅数据均为较当年年初的增幅

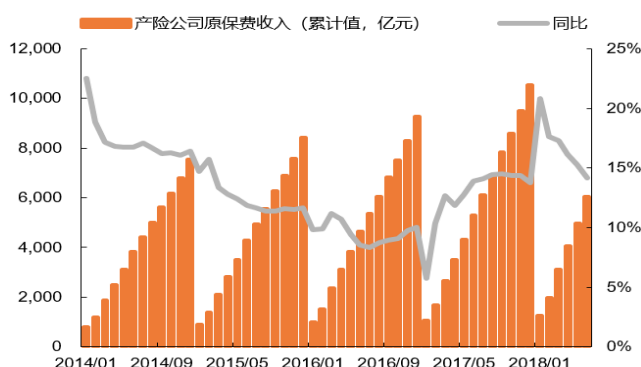
三、产险业务增速提升但净利润表现不理想

在人保回归 A 股预期之下，产险业务今年以来逐渐受到投资者关注，主要逻辑在于产险业务非车险保费收入快速增长带动产险保费收入提升、权益类资产影响相对较小以及 57 号文及行业自律之下预期费用率的改善。

3.1 产险保费增速高增长，承保利润整体稳定

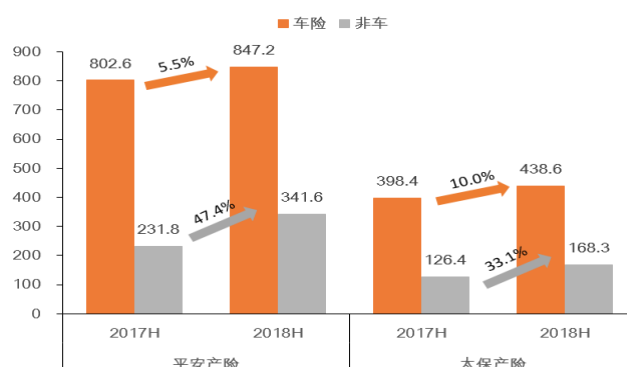
行业产险保费收入今年以来保持明显较快的增速，上半年保费增速 14.18%，较前几年有明显提升。主要是由于非车险保费收入的快速增长拉动总保费收入的提升，其中以农险等政策性保险以及保证保险等增速居前，平安产险、太保产险上半年总保费收入分别同比提升 14.92%、15.62%。

图表18 今年产险保费收入保持高增长



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表19 上市险企非车险保费收入大幅提升（亿元）

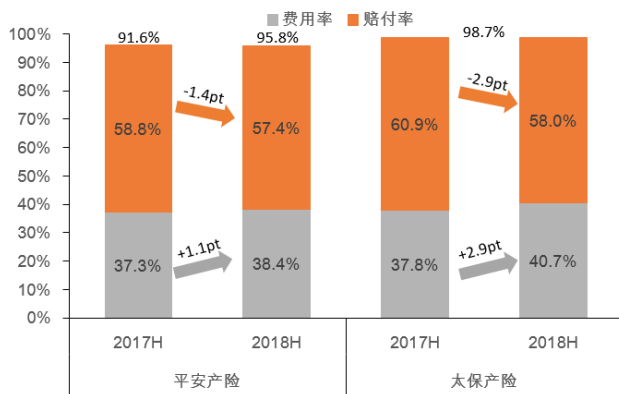


资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

上半年上市产险公司综合成本率稳中有降，平安产险、太保产险分别为 96.1%、98.7%，同比下降 0.3pt/持平，整体税前利润保持稳定，CR3 都保持了 10%以上的增长，但是由于所得税大幅提升，平安产险、太保产险同口径（IAS39）下净利润分别同比-5.1%/-22.5%，主要是纳税要求手续费税前列支不超过（当期保费收入-退保）×15%，而随着费改持续、竞争加强，费用率出现明显上升。

在商车费改之下，监管层希望通过逐步放开定价权，匹配费率与风险水平，让利消费者同时降低市场风险成本，提升产险公司赔付率，从而促使各家险企不断优化承保端并提升费用管理能力，最终降低费用率。但是目前来看逐渐远离了监管的初衷，由于市场竞争甚至是恶性竞争加强，费用率显著提升，而赔付率却有下降，致使盈利大幅下降。

图表20 上市产险公司综合成本率稳中有降



资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

图表21 纳税因素调整致使产险公司盈利不好（亿元）

	人保产险	平安产险	太保产险
保费收入	1690.8	1188.8	838.55
YoY	17.2%	14.9%	10.1%
税前利润	175.59	100.38	34.06
YoY	11.4%	15.6%	15.8%
所得税	47.64	41.14	18.32
YoY	54.0%	130.0%	105.4%
净利润	127.95	59.24	15.87
YoY	1.0%	-14.1%	-22.5%

资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

3.2 57 号文+行业自律之下有望转好

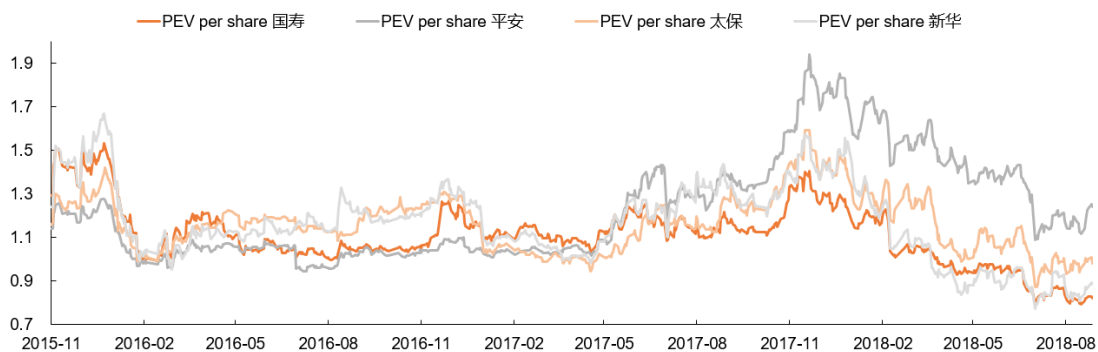
由于行业盈利性出现明显下降，行业以及监管都进行了积极应对。行业监管以银保监会 7 月中旬发布的 57 号文为主，要求各家报送手续费的取值范围和使用规则，产品、费率“报行合一”，严控费用真实性；行业自律主要是将行业公司依据规模等分为不同档次，采取不同的手续费上限标准。以上举措可能会使得费用率上升趋势得到一定的控制，而消费者返佣现象将下降，车险变相涨价。

但是我们认为不论是数据真实性自查、57 号文、行业自律或者修订纳税准则，费用端的改善仍有待观察，行业能否进入盈利周期还需要关注后期行业自律的执行力度以及监管力度，最终还要确定性数据的体现。

四、投资建议

我们认为当前保险股具备较好的配置价值，中报来看市场对于投资端的负面预期落地，上市险企整体实现了 4.5%以上的年化总投资收益率；此外负债端 NBV 及价值率数据有所超预期，且下半年来看仍然有持续改善的空间，全年优质险企有望继续实现 NBV 的正增长。我们认为当前保险股的估值同样处于较低的水平，国寿、平安、太保、新华 P/EV 估值分别仅为 0.82 倍、1.24 倍、0.97 倍、0.88 倍，维持行业“强于大市”评级，重点推荐新华保险、中国太保。

图表22 上市险企 P/EV 估值处于相对低位



资料来源：公司年报及半年报、wind、平安证券研究所

五、风险提示

1) 新单改善不及预期风险

如果行业下半年新单改善未能持续，或受到 19 号文冲击较大，新单保持较大的负增长缺口，则会对股价直接造成负面影响。

2) 投资收益不及预期风险

18 年以来权益类投资同比出现明显下滑，同时利率整体有一定的下行，可供出售金融资产普遍浮亏，如果后期投资收益不及预期将会给公司利润带来持续的负面影响。

3) 代理人数量增长及产能提升不及预期风险

行业目前代理人数量已有脱落，如果代理人数量增长及产能提升不及预期将会对同样对后期新单产生负面影响。

4) 产险业务净利润改善不及预期

产险业务归母净利润受市场竞争加剧、费用率上升影响而负增长，如果这一趋势后期不能改善，则会对产险板块估值产生负面影响。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033