



保险

2018.09.02

价值增长略超预期，强者恒强格局延续

--上市保险公司 2018 年半年报综述

	刘欣琦 (分析师)	曾广荣 (研究助理)
	021-38676647	021-38674875
	liuxinqi@gtjas.com	zengguangrong@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880118040020

本报告导读:

四家 A 股上市保险公司已陆续披露 2018 年半年报，整体而言好于市场预期，价值略有超预期，投资收益率方面受资本市场波动带来负面影响，维持行业增持评级。

摘要:

- **四家公司业绩整体符合预期，价值增速略超预期。** 1) 归母净利润增速：新华保险 (79.1%) > 中国人寿 (34.2%) > 中国平安 (33.8%) > 中国太保 (26.8%)；2) 归母净资产增速：中国平安 (9.0%) > 新华保险 (3.2%) > 中国太保 (1.0%) > 中国人寿 (0.6%)；3) 内含价值增速：中国平安 (12.39%) > 中国太保 (8.06%) > 新华保险 (7.90%) > 中国人寿 (4.77%)。
- **承保端：寿险受行业周期性因素影响新单出现负增长，产险业务增长稳健但险种分化明显。** 1) **寿险业务：**行业上半年由于受市场周期性因素影响，新单保费出现较大幅度负增长：中国平安 (-10.35%) > 中国太保 (-19.24%) > 中国人寿 (-24.26%) > 新华保险 (-26.07%)，总保费由于受续期保费拉动实现正增长；业务品质方面，中国平安和中国太保退保率维持低位的较优水平，新华保险和中国人寿相对较高，且相比去年同期略有抬升，四家公司 2018 年上半年退保率分别为：中国平安 (0.8%) < 中国太保 (0.9%) < 新华保险 (4.0%) < 中国人寿 (4.3%)。2) **产险业务：**平安产险和太保产险总保费收入增速相当：太保产险 (15.6%) > 平安产险 (14.9%)，略优于行业整体增速，两家公司的非车险增速均远高于车险增速；两家公司的综合成本率稳中有降，平安产险和太保产险分别为 95.8% (下降 0.3 个百分点) 和 98.7% (持平)，两家公司均出现综合赔付率下降但综合费用率提升的现象，这与行业上半年激烈的费用竞争相关。
- **投资端：投资资产规模稳健增长，收益率受益股票市场下跌有所下降。** 四家上市险企的投资资产规模较年初增速情况为：中国太保 (8.88%) > 新华保险 (5.71%) > 中国平安 (5.43%) > 中国人寿 (4.57%)；总投资收益率情况为：新华保险 (4.8%) > 中国太保 (4.5%) > 中国平安 (4.0%/若采用 IFRS9 之前的准则总投资收益率为 4.5%) > 中国人寿 (3.7%)；净投资收益率情况为：新华保险 (5.0%) > 中国人寿 (4.6%) > 中国太保 (4.5%) > 中国平安 (4.2%)。
- **投资建议：维持行业“增持”评级，推荐新华保险和中国平安。** 现阶段在美联储加息预期强烈下后续阶段性利率下行空间不大，对投资端的担忧暂缓；下半年各公司将持续加大保障型产品的销售力度叠加低基数将有望带来下半年新价值增长超预期，当前板块估值处于历史低位，安全边际较高。
- **风险提示：**利率下行；股票市场波动；新单增长不及预期

评级: **增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

相关报告

保险:《新单如预期改善，低基数将带来下半年改善持续》

2018.08.16

保险:《保险新业务价值及龙头券商利润增速有望超预期》

2018.07.30

保险:《未恢复考试略超预期，强化监管利好龙头》

2018.07.15

保险:《行业保费降幅如预期收窄，上市险企持续优于行业》

2018.07.05

保险:《非车险将为后续增长点，龙头优势将持续》

2018.06.30

目录

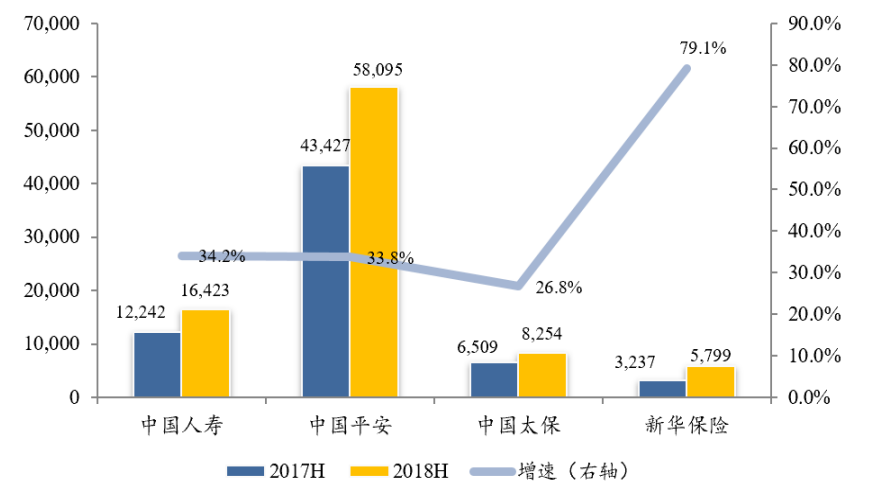
1. 上市保险公司 2018 半年报关键业绩综述	3
1.1. 折现率效应持续，净利润实现较快增长	3
1.2. 净资产平安增速较高，其他三家增速较低	5
1.3. 价值增速略超预期	5
2. 负债端：寿险受周期性因素影响新单保费负增长，财险增长稳健但险种分化	6
2.1. 寿险业务	6
2.1.1. 保费收入：续期拉动总保费增长，新单保费下降幅度较大	6
2.1.2. 退保率：平安太保较优，国寿新华略有抬升	8
2.2. 产险业务	8
2.2.1. 保费收入：整体保持稳健，非车增速远高于车险	8
2.2.2. 综合成本率：整体略有改善，赔付率和费用率一降一升 ...	9
3. 资产端投资资产稳健增长，投资收益受资本市场影响	10
3.1. 投资资产：规模稳健增长，配置结构有所调整	10
3.2. 投资收益率：受资本市场波动影响同比有所下降	11
4. 投资建议	12
4.1. 美联储加息预期支撑现阶段长端利率，负债端改善将延续	12
4.1.1. 长端无风险利率成股价催化剂，美联储加息支撑长端利率	12
4.1.2. 各公司在加大对保障型产品推动叠加下半年基数低，新单边际改善将延续	13
4.2. 推荐后续价值增长有望超预期的新华保险和中国平安	15
5. 风险提示	16

1. 上市保险公司 2018 半年报关键业绩综述

1.1. 折现率效应持续，净利润实现较快增长

2018 年上半年四家上市保险公司归母净利润均实现较高正增长，其中中国平安增速超预期，主要是由于尽管上半年投资收益率有所下降（折现率变动对利润影响已在市场预期之中），但由于平安寿险业务险种结构（传统、分红、万能）较为均衡，分红险和万能险的损失吸收效应使得投资收益率下降对公司利润的负面影响较小（非营运利润中短期投资波动仅 12.33 亿），以及科技板块和资管业务利润高增长对公司利润增速的贡献。其他三家净利润增速符合预期，高增长原因主要是由于折现率曲线变动影响：新华保险（79.1%）>中国人寿（34.2%）>中国平安（33.8%）>中国太保（26.8%）。

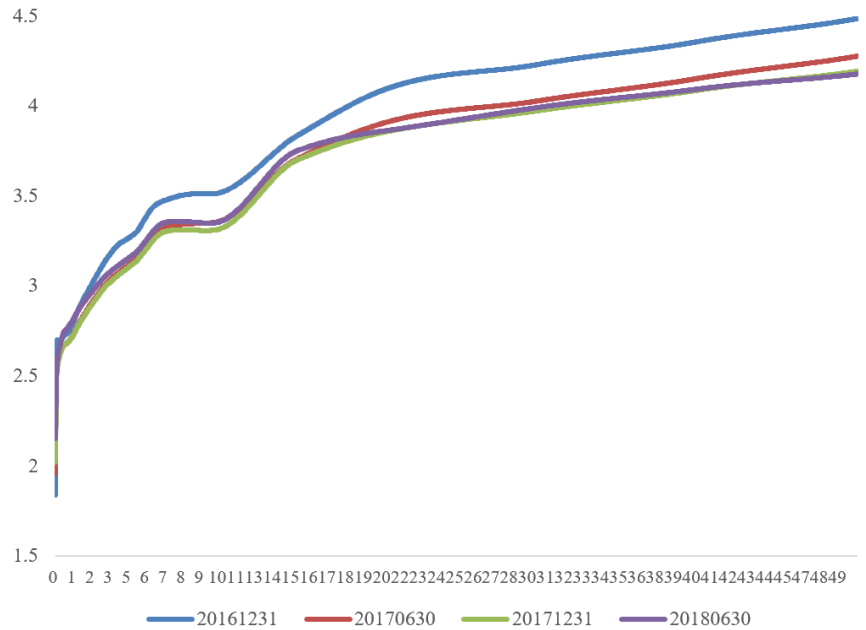
图 1 上市险企归母净利润（百万）及增速对比



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

由于我国国债收益率在 2015-2016 年处于阶段性底部，而在 2017 年持续攀升并在 2017 年底迎来高点，使得 2017 年中的 750 日移动平均国债收益率曲线相对 2016 年底降低幅度较大导致去年上半年补提较多准备金，降低公司税前利润，而 2018 年由于上半年国债收益率有所回调使得 2018 年中的 750 日移动平均国债收益率曲线相对 2017 年底提升幅度较小导致上半年减提准备金较少，以十年期 750 日移动平均国债收益率为例，2017 年中相比 2016 年底下降 16 个基点，而 2018 年中相比 2017 年底仅下降 4 个基点。

图 2 750 日移动平均国债收益率 (%) 变动情况



数据来源：中债登，国泰君安证券研究

从各家公司披露的会计估计变更（公司整体的会计估计变更除了折现率曲线变化还包括发生率、退保率等的变动）公告中可以看到，跟去年同期相比，中国人寿和新华保险由于会计估计变更对税前利润的影响由负转正，中国平安和中国太保则由大幅负面影响转为小幅负面影响，均带来了各公司利润的同比正贡献。

表 1: 会计估计变更减少税前利润 (百万) 情况

	2017 年上半年	2017 年全年	2018 年上半年
中国人寿	13,181	9,023	-2616
中国平安	15,417	32,193	2
中国太保	4,188	9,024	537
新华保险	1,994	8,282	-147

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

备注：负数表示增加利润

寿险公司利润的主要来源为剩余边际的摊销，2018 年上半年各公司剩余边际余额稳健增长：中国太保（15.4%）>中国平安（15.2%）>新华保险（8.1%）>中国人寿（7.5%），为公司后续的利润增长奠定了基础。

表 2: 剩余边际 (百万) 增长情况

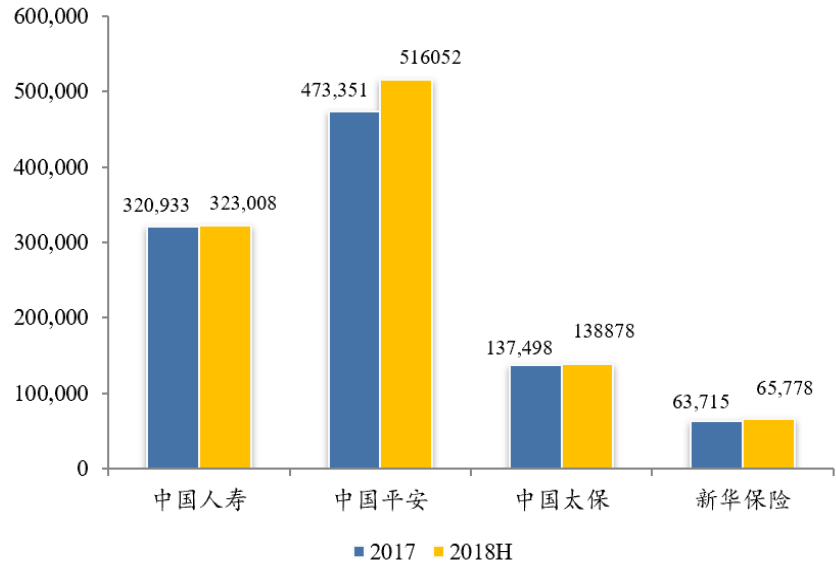
	2017 年底	2018 年中	增速
中国人寿	607,941	653,331	7.5%
中国平安	616,319	710,032	15.2%
中国太保	228,370	263,470	15.4%
新华保险	170,435	184,168	8.1%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

1.2. 净资产平安增速较高，其他三家增速较低

2018年中中国平安的归母净资产较去年底增长9.0%，增速居首，主要是由于中国平安ROE较高（非年化ROE为11.6%，高于新华的8.8%、太保的5.9%、国寿的5.1%），其他三家增速较低：中国平安（9.0%）>新华保险（3.2%）>中国太保（1.0%）>中国人寿（0.6%）。

图3 归母净资产（百万）增长情况



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

1.3. 价值增速略超预期

总体来看2018年上半年各家公司内含价值保持了稳健增长，从增长的变动分析来看各家公司内含价值的增长主要还是来自于期初内含价值预计回报和当期新业务价值的贡献，各家公司内含价值增速保持稳健：中国平安（12.39%）>中国太保（8.06%）>新华保险（7.90%）>中国人寿（4.77%）。

表3: 内含价值（百万）增长情况

	2017 年底	2018 年中	增速
中国人寿	734,172	769,225	4.77%
中国平安	825,173	927,376	12.39%
中国太保	286,169	309,242	8.06%
新华保险	153,474	165,601	7.90%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表4: 2017 年底-2018 年中内含价值增长分析

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
内含价值预计回报	3.8%	2.7%		4.5%
新业务价值贡献	3.8%	6.0%	未披露	4.2%
营运经验偏差	0.3%	1.9%		1.4%
投资回报差异	-2.5%	-0.1%		-1.4%

非寿险业务利润贡献		2.9%		
股东分红	-1.6%	-2.7%		-1.1%
其他	1.0%	1.6%		0.2%
合计	4.8%	12.4%	8.1%	7.9%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2018年上半年由于受到行业外部（与储蓄型险种作为可替代品的银行理财收益率高企）和内部（134号文限制了快返形式的年金销售）环境的影响，各公司新单保费均出现较大幅度的负增长：中国平安（-10.35%）>中国太保（-19.24%）>中国人寿（-27.34%）>新华保险（-28.15%），带来除中国平安同比实现新业务价值正增长外，其他三家公司均出现负增长：中国平安（0.20%）>新华保险（-8.90%）>中国太保（-17.51%）>中国人寿（-23.66%），可以看到各公司新业务价值的增速均不同程度优于新单的增速，这主要是由于2018年上半年储蓄型险种新单保费大幅下降带来保障型产品新单占比提升，使得各公司新业务价值率同比均有所提升。

表 5：新业务价值相关指标（百万）变化情况

新业务价值	2017H1	2018H1	增速
中国人寿	36,895	28,166	-23.66%
中国平安	38,551	38,757	0.20%
中国太保	19,746	16,289	-17.51%
新华保险	7,153	6,451	-8.90%
计算新业务价值的新业务保费	2017H1	2018H1	增速
中国人寿	172,812	125,567	-27.34%
中国平安	112,147	100,544	-10.35%
中国太保	48,671	39,307	-19.24%
新华保险	7,798	12,788	-28.15%
新业务价值率	2017H1	2018H1	提升
中国人寿	21.3%	22.4%	1.10%
中国平安	34.5%	38.5%	4.00%
中国太保	40.6%	41.4%	0.80%
新华保险	39.3%	50.5%	11.20%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2. 负债端：寿险受周期性因素影响新单保费负增长，财险增长稳健但险种分化

2.1. 寿险业务

2.1.1. 保费收入：续期拉动总保费增长，新单保费下降幅度较大

尽管行业上半年由于市场周期性因素影响，新单保费出现较大幅度负增长：中国平安（-10.35%）>中国太保（-19.24%）>中国人寿（-24.26%）>

新华保险 (-26.07%)，但上市保险公司由于存量业务中期缴业务居多带来续期保费高增长，拉动总保费实现正增长：中国平安 (21.63%) > 中国太保 (18.53%) > 新华保险 (10.83%) > 中国人寿 (4.20%)。各公司新单保费和个险新单保费均出现负增长，中国人寿由于银保渠道趸交业务比去年同期减少了 500 亿，使得新单中个险渠道的占比大幅提升 12.8 个百分点 (从去年同期的 41% 提升至 53.8%)，其他三家公司个险渠道新单占比略微有所下降。

表 6: 总保费及新单保费 (百万) 增长情况

总保费	2017H1	2018H1	增速
中国人寿	345,967	360,482	4.20%
中国平安	237,705	289,120	21.63%
中国太保	110,551	131,037	18.53%
新华保险	61,239	67,870	10.83%
新单保费	2017H1	2018H1	增速
中国人寿	165,472	125,321	-24.26%
中国平安	112,147	100,544	-10.35%
中国太保	48,671	39,307	-19.24%
新华保险	19,101	14,122	-26.07%
个险新单保费	2017H1	2018H1	增速
中国人寿	67,814	67,452	-0.53%
中国平安	84,596	72,089	-14.78%
中国太保	36,440	29,247	-19.74%
新华保险	13,711	9,966	-27.31%
个险新单保费占比	2017H1	2018H1	提升
中国人寿	41.0%	53.8%	12.8%
中国平安	75.4%	71.7%	-3.7%
中国太保	74.9%	74.4%	-0.5%
新华保险	71.8%	70.6%	-1.2%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2018 年上半年在严峻的市场环境下各公司新单保费的负增长带来人均产能及收入的下滑使得代理人脱落较为严重，上市险企中只有中国平安代理人数量较年初略有增长，其他三家公司 (中国太保未披露年中存量人力) 较年初均有所下降。

表 7: 代理人收入/产能变化情况

代理人收入/产能	2017H1	2018H1	增速
中国人寿		未披露	
中国平安	7,218	6,870	-4.8%
中国太保	1,564	1,217	-22.2%
新华保险	7,028	5,187	-26.2%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

备注：中国平安为代理人月均收入，中国太保为代理人人均首年佣金收入，新华保险为月均产能

表 8: 代理人数量及增长情况

代理人数量 (万)	2015	2016	2017	2018H1
中国人寿	97.9	149.5	157.8	144.1
中国平安	87.0	111.1	138.6	139.9
中国太保	48.2	65.3	87.4	89.4
新华保险	30.1	32.8	34.8	33.4
增速	2015	2016	2017	2018H1
中国人寿	31.8%	52.7%	5.6%	-8.7%
中国平安	36.9%	27.7%	24.8%	0.9%
中国太保	40.1%	35.5%	33.8%	2.3%
新华保险	46.1%	9.0%	6.1%	-4.0%

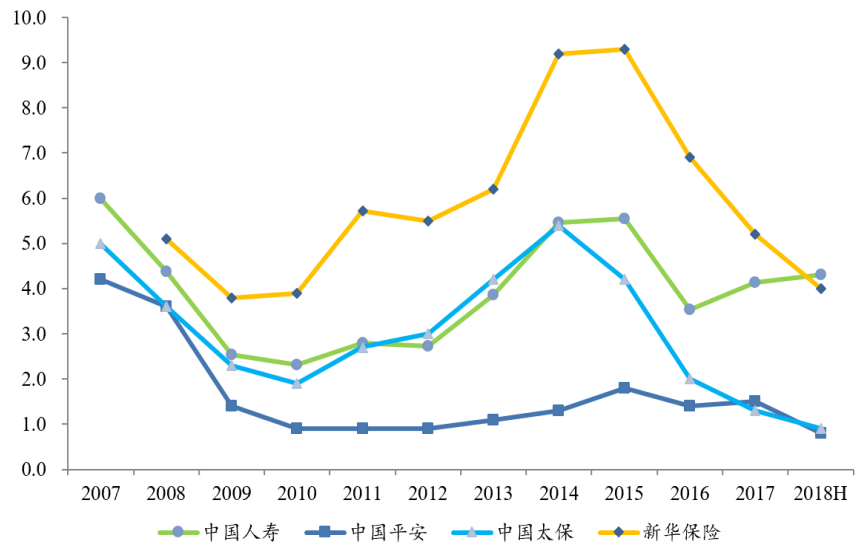
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

备注: 2018H1 的增速为与去年底相比, 中国太保的数据为月均人力

2.1.2. 退保率: 平安太保较优, 国寿新华略有抬升

2018 年上半年中国平安和中国太保退保率维持低位的较优水平, 新华保险和中国人寿相对较高, 且相比去年同期略有抬升, 预计原因为中国人寿和新华保险在前期销售的中短存续期产品在今年上半年迎来退保高峰, 带来退保金支同比增加。各家公司 2018 年上半年退保率情况: 中国平安(0.8%)<中国太保(0.9%)<新华保险(4.0%)<中国人寿(4.3%), 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险 2018 年上半年相比 2017 年同期退保率变化情况分别为+0.9%/-0.3%/+0.1%/+0.3%。

图 4 各公司历年退保率 (%) 变化情况



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

2.2. 产险业务

2.2.1. 保费收入: 整体保持稳健, 非车增速远高于车险

2018 年上半年平安产险和太保产险总保费收入增速相当: 太保产险

(15.6%)>平安产险(14.9%)，略优于行业整体增速。分险种大类来看，车险和非车险增速开始出现分化，两家公司非车险增速远高于车险增速：平安产险(47.4%)>太保产险(33.1%)，而车险增速仅为：太保产险(10.1%)>平安产险(5.6%)，使得公司的非车险保费占比分别提升6个百分点(平安产险)和4个百分点(太保产险)。其中平安产险车险保费增速较低的原因预计为公司今年3-5月期间在四川和宁波两地的车险新业务被停止。

表 9: 产险业务保费(百万)及结构情况

	中国平安			中国太保		
	2017H1	2018H1	增速	2017H1	2018H1	增速
总保费	103,443	118,878	14.9%	52,485	60,685	15.6%
车险	80,260	84,717	5.6%	39,843	43,855	10.1%
非车险	23,183	34,161	47.4%	12,642	16,830	33.1%

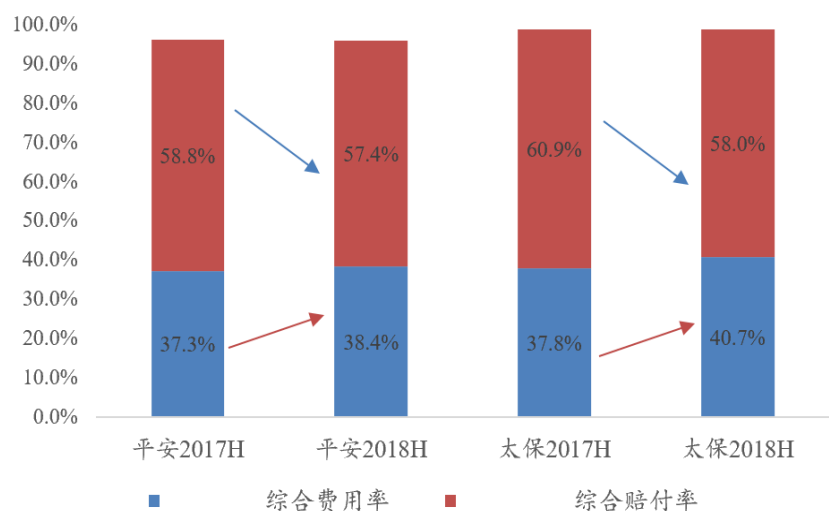
	中国平安			中国太保		
	2017H1	2018H1	变动	2017H1	2018H1	变动
占比						
车险	78%	71%	-6%	76%	72%	-4%
非车险	22%	29%	6%	24%	28%	4%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2.2.2. 综合成本率：整体略有改善，赔付率和费用率一降一升

2018年上半年中国平安/中国太保的综合成本率分别为95.8%/98.7%，较2017年同期分别下降0.3个百分点和持平，其中平安持续保持低位，太保保持稳定，两家公司均出现综合赔付率下降但综合费用率提升的现象，这与行业上半年激烈的费用竞争相关。

图 5 综合成本率变化及构成



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

平安产险前五大险种在2018年上半年均实现承保盈利，其中保证保险综合成本率相比去年同期有较大改善，但意外伤害保险和企业财产保险综合成本率出现较大幅度抬升。中国太保前五大险种除企业财产保险外

也均实现承保盈利，太保产险非车险业务整体综合成本率超过 100% 达 101.7%，原因预计为费用支出增加以及准备金计提原因导致。

表 10: 前五大险种综合成本率情况

	中国平安			中国太保			
	2016 年	2017 年	变动	2016 年	2017 年	变动	
机动车辆保险	97.1%	97.2%	0.1%	机动车辆保险	98.6%	98.0%	-0.6%
保证保险	91.5%	87.5%	-4.0%	企财险	99.0%	101.5%	2.5%
责任保险	89.3%	89.6%	0.3%	责任保险	94.9%	94.6%	-0.3%
意外伤害保险	69.7%	76.2%	6.5%	农业险	95.3%	96.4%	1.1%
企业财产保险	91.9%	98.2%	6.3%	保证险	-	93.9%	-

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

3. 资产端投资资产稳健增长，投资收益受资本市场影响

3.1. 投资资产：规模稳健增长，配置结构有所调整

2018 年上半年四家上市险企的投资资产规模相比年初实现了稳健增长，增速情况为：中国太保（8.88%）>新华保险（5.71%）>中国平安（5.43%）>中国人寿（4.57%）。

表 11: 投资资产规模及增速情况

单位：百万	中国人寿			中国平安		
	2017	2018H1	增速	2017	2018H1	增速
固定收益类	2,094,276	2,220,136	6.01%	1,680,071	1,815,562	8.06%
权益投资类	409,540	416,727	1.75%	580,305	592,841	2.16%
投资性房地产	3,064	5,514	79.96%	47,769	47,532	-0.50%
现金及其他	86,373	69,274	-19.80%	141,329	126,587	-10.43%
投资资产合计	2,593,253	2,711,651	4.57%	2,449,474	2,582,522	5.43%
	中国太保			新华保险		
	2017	2018H1	增速	2017	2018H1	增速
固定收益类	884,769	980,195	10.79%	505,277	518,729	2.66%
权益投资类	157,745	155,868	-1.19%	136,266	130,490	-4.24%
投资性房地产	8,727	8,567	-1.83%	0	0	0.00%
现金及其他	30,041	32,619	8.58%	46,772	78,396	67.61%
投资资产合计	1,081,282	1,177,249	8.88%	688,315	727,615	5.71%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

在大类资产配置结构上，各公司在上半年均不同程度加大了固收类资产的配置比例，整体上对固收类资产的配置仍保持在在 70%-80% 左右的范围内。其中新华保险固收类资产占比下降是因为上半年非标资产到期带来债权类非标资产规模下降导致，可以看到新华保险考虑现金及等价物在内的固收类资产的占比已超过 80%。

表 12: 投资资产配置占比情况

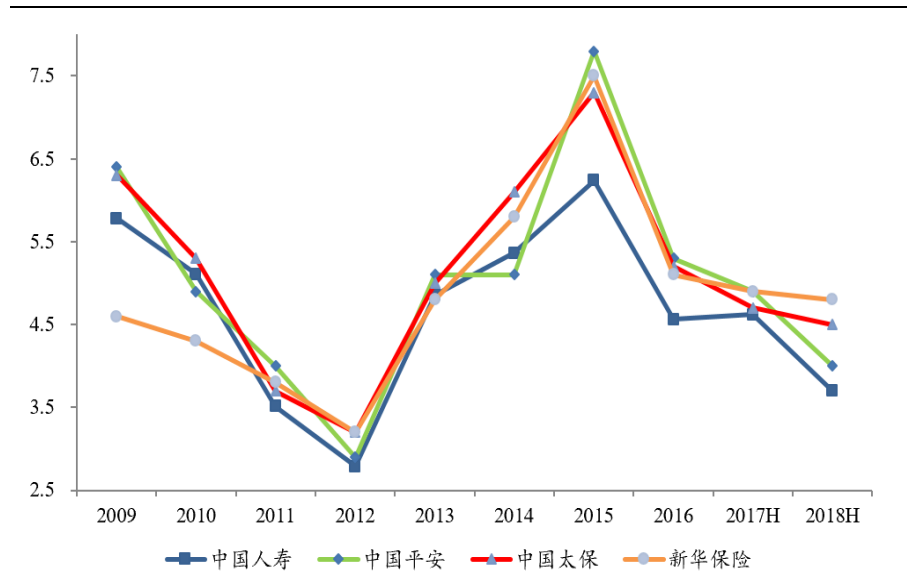
	中国人寿			中国平安		
	2017	2018H1	变动	2017	2018H1	变动
固定收益类	80.76%	81.87%	1.12%	68.59%	70.30%	1.71%
权益投资类	15.79%	15.37%	-0.42%	23.69%	22.96%	-0.74%
投资性房地产	0.12%	0.20%	0.09%	1.95%	1.84%	-0.11%
现金及其他	3.33%	2.55%	-0.78%	5.77%	4.90%	-0.87%
投资资产合计	100.00%	100.00%	0.00%	100.00%	100.00%	0.00%
	中国太保			新华保险		
	2017	2018H1	变动	2017	2018H1	变动
固定收益类	81.83%	83.26%	1.44%	73.41%	71.29%	-2.12%
权益投资类	14.59%	13.24%	-1.35%	19.80%	17.93%	-1.86%
投资性房地产	0.81%	0.73%	-0.08%	0.00%	0.00%	0.00%
现金及其他	2.78%	2.77%	-0.01%	6.80%	10.77%	3.98%
投资资产合计	100.00%	100.00%	0.00%	100.00%	100.00%	0.00%

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

3.2. 投资收益率: 受资本市场波动影响同比有所下降

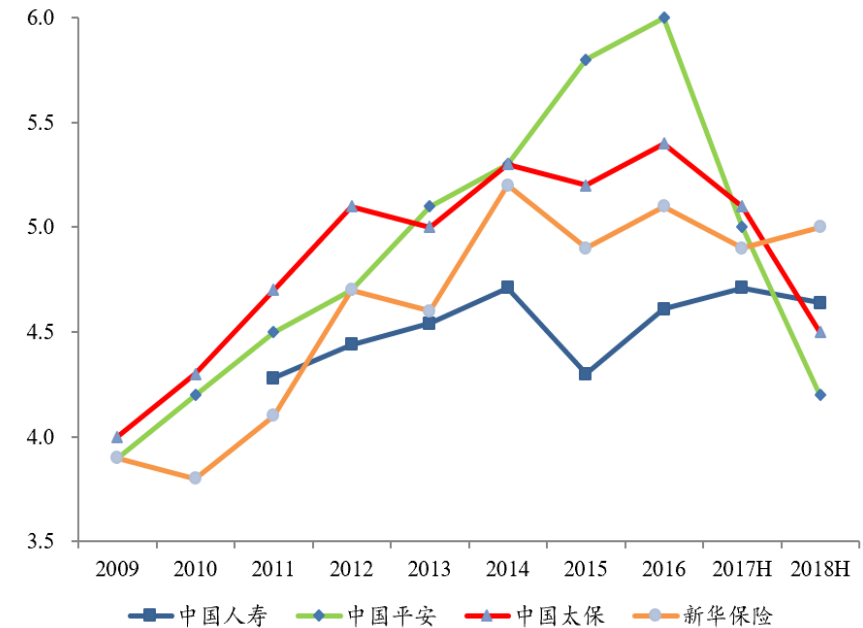
2018 年上半年由于股票市场大幅波动带来上市保险公司整体投资收益率出现下降, 总投资收益率情况为: 新华保险 (4.8%/比 2017 年同期下降 0.1%) > 中国太保 (4.5%/比 2017 年同期下降 0.2%) > 中国平安 (4.0%/比 2017 年同期下降 0.9%), 若采用 IFRS 之前的准则总投资收益率为 4.5%, 同比下降 0.4%) > 中国人寿 (3.7%/比 2017 年同期下降 0.9%), 净投资收益率情况为: 新华保险 (5.0%/比 2017 年同期提升 0.1%) > 中国人寿 (4.6%/比 2017 年同期下降 0.1%) > 中国太保 (4.5%/比 2017 年同期下降 0.6%) > 中国平安 (4.2%/比 2017 年同期下降 0.8%)。根据中国太保和中国人寿披露的考虑其他综合收益的综合投资收益率以及测算的新华和平安的年化综合投资收益率: 中国太保 (4.8%) > 新华保险 (3.8%) > 中国平安 (3.7%) > 中国人寿 (3.52%)。

图 6 总投资收益率与去年同期均有所下降



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 7 净投资收益率仅新华保险略有上升



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 13: 新华和平安 2018 年上半年年化综合投资收益率计算过程

项目号	项目	新华保险	中国平安
(1)	总投资收益	16,528	53,728
(2)	AFS 公允价值变动	-7,542	-5,654
(3)	前期计入其他综合收益当期转入损益	525	-1,701
(4)=(1)+(2)+(3)	综合投资收益	9,511	46,373
(5)	总投资收益率	4.8%	4.0%
(6)=(5)/2	半年度总投资收益率	2.4%	2.0%
(7)=(6)*(4)/(1)	上半年综合投资收益率	1.4%	1.7%
(8)=(7)+(6)	年化综合投资收益率	3.8%	3.7%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

4. 投资建议

4.1. 美联储加息预期支撑现阶段长端利率，负债端改善将延续

4.1.1. 长端无风险利率成股价催化剂，美联储加息支撑长端利率

目前市场核心的担忧在于资产端，上半年十年期国债收益率持续下行以及股票市场的下跌带来对保险公司投资端的担忧，从半年报的数据来看确实有所体现。保险公司由于大类资产配置中以固收类资产为主使得保险公司的投资收益率中枢取决于市场长端的无风险利率，步入 7 月份以来，我国十年期国债收益率已企稳回升，后续在美联储加息预期强烈的背景下，长端无风险利率阶段性的下降空间不大，有利于保险公司今

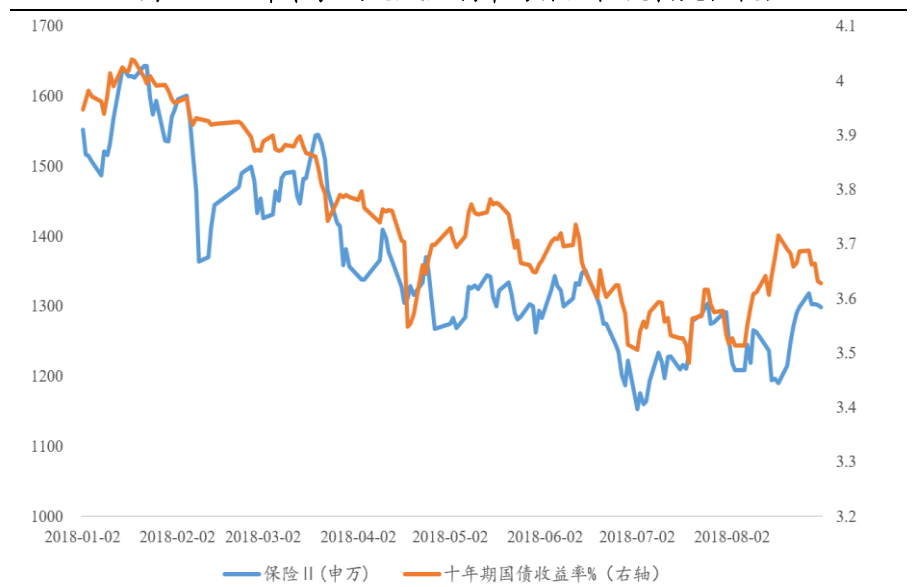
年的投资收益预期企稳。

图 8 下半年以来十年期国债收益率企稳回升



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 9 2018 年来长端无风险利率与保险板块相关性较强



数据来源：wind，国泰君安证券研究

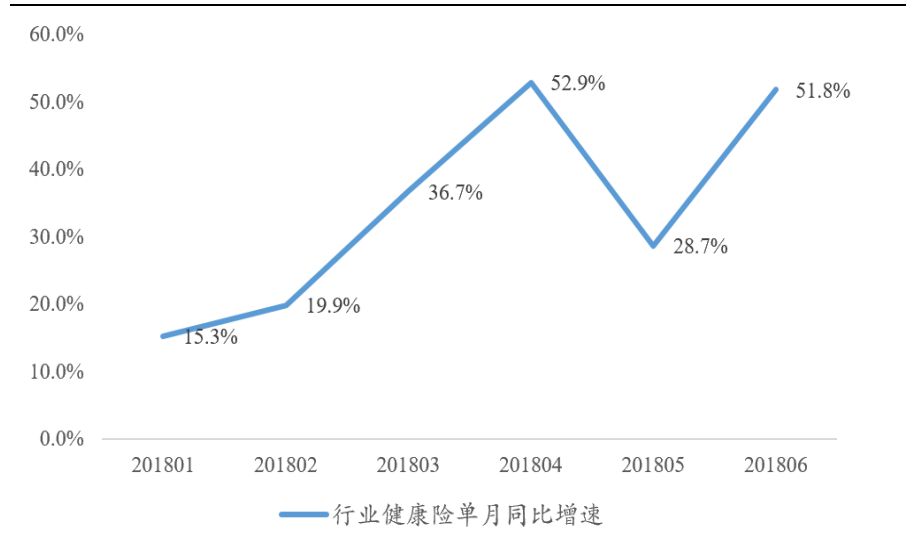
4.1.2. 各公司在加大对保障型产品推动叠加下半年基数低，新单边际改善将延续

基数原因是 2018 年上半年新单和新业务价值同比增速大幅下滑的一大重要因素。进入到下半年后负债端基数同比大幅下降，下半年同比数据有望迎来改善。

同时，理财型保险保费增速大幅下滑是新单保费增速大幅下滑的另一大

重要原因。但健康险保费增速依然维持相对稳定的增速，目前健康险保费单月同比增速再次回升到 30% 左右增长，健康险的需求依然强劲，是支撑下半年新单数据改善的另一大催化因素。

图 10 行业 2018 年单月健康险保费增速逐步回暖



数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：剔除了主要销售理财型健康险的公司数据

2018 年二季度以来，各公司根据对市场环境的研判，均加大了保障型产品的销售力度和产品投放，在下半年将继续加大对相关主力保障型产品的推动，当前各公司人力短期内已经企稳，预计下半年在公司的持续推动下公司新业务将持续边际改善，由于去年下半年各公司新业务价值占全年比例较低，基数较低将有助于各公司下半年新业务价值的改善带来全年新业务价值改善。

表 14: 上市公司下半年主力保障型产品分析

公司名称	主力保障型产品	主要责任
中国人寿	国寿福优享版（终身寿险+终身重疾险）	1.身故：1 倍保额 2.重疾：1 倍保额 3.特定疾病：20%保额
中国平安	平安福 2018（终身寿险+终身重疾险）	1.身故：1 倍保额（有平安 run），身故前发生特定轻症，额外给付（特定轻症次数*20%保额） 2.重疾：1 倍保额（有平安 run），身故前发生特定轻症，额外给付（特定轻症次数*20%保额） 3.特定轻症：20%保额（有平安 run）
中国太保	金诺人生（2018）终身重大疾病保险	1.重疾：1 倍保额 2.特定疾病：额外给付 20%保额（最高可赔付 3 次） 3.身故/全残：1 倍保额（与重疾赔付独立） 4. 特定疾病豁免保费
新华保险	多倍保障终身重大疾病保险	1.身故：1 倍保额（与重疾赔付独立） 2.重疾：分五组，第一组赔付 3 倍保额，其他四组赔付 1 倍保额

3.轻症：第一组可以赔2次，其他四组分别可赔5次；每次赔付0.2倍保额；累计理赔达到100%保额可豁免保费

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

表 15: 各公司 2017 年上半年 NBV 占比情况

单位：百万	新业务价值		占比	
	2017H1	2017H2	2017H1	2017H2
中国人寿	36,895	23,222	61%	39%
中国平安	38,551	28,806	57%	43%
中国太保	19,746	6,977	74%	26%
新华保险	7,153	4,910	59%	41%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

4.2. 推荐后续价值增长有望超预期的新华保险和中国平安

1) 新华保险：2016 年以来新华保险进入结构调整期，通过聚焦发展保障型业务和长期期交业务，带来公司的新业务价值率持续提升，2018 年上半年的新业务价值率超过 50%，在上市保险公司中位列第一，带来新业务价值增速超市场预期，表明公司的业务结构正在不断改善，2018 年公司有望进入收获期（负债端和资产端预计均将优于同业），公司全年的业务及价值增长有望超预期。估值方面目前新华保险的 2017 年 P/EV 为 0.94，处于历史低点，具有较高的安全边际。

2) 中国平安：2018 年上半年公司寿险板块业绩持续高增长，公司完善的培训体系使得代理人素质领先同业，相对同业较高的代理人收入（上半年代理人收入中来自于综合金融的收入部分同比增长 29%）使得公司在 2018 年上半年行业整体增员困难较大的背景下代理人数量较年初实现了正增长，代理人的稳定为后续公司业务的发展奠定了基础，从而推动公司保障型产品的销售和新业务价值的增长，集团科技板块已在 2017 年开始步入收获期，在 2018 年将会持续贡献利润，带来公司业绩的稳健增长。

目前四家保险公司的估值水平已处于历史较低位置，估值安全。

表 16: 上市险企估值水平及评级

EVPS	2017A	2018E	2019E	2020E	P/EV	2017A	2018E	2019E	2020E	评级
中国人寿	25.97	30.06	34.66	39.93	中国人寿	0.85	0.74	0.64	0.55	增持
中国平安	45.14	55.13	66.62	80.45	中国平安	1.40	1.14	0.95	0.78	增持
中国太保	31.58	36.63	42.30	49.28	中国太保	1.04	0.89	0.77	0.66	增持
新华保险	49.19	57.59	67.64	79.98	新华保险	0.93	0.80	0.68	0.57	增持
EPS	2017A	2018E	2019E	2020E	P/E	2017A	2018E	2019E	2020E	评级
中国人寿	1.14	1.65	2.23	2.44	中国人寿	19.37	13.42	9.90	9.07	增持
中国平安	4.87	6.76	8.52	10.57	中国平安	12.92	9.32	7.39	5.96	增持
中国太保	1.62	2.33	2.93	3.08	中国太保	20.25	14.04	11.19	10.62	增持
新华保险	1.73	2.90	4.27	4.51	新华保险	26.57	15.83	10.75	10.16	增持
BVPS	2017A	2018E	2019E	2020E	P/B	2017A	2018E	2019E	2020E	评级
中国人寿	11.35	12.51	14.07	15.78	中国人寿	1.95	1.77	1.57	1.40	增持
中国平安	25.89	31.30	38.11	46.57	中国平安	2.43	2.01	1.65	1.35	增持

中国太保	15.17	17.04	19.38	21.85	中国太保	2.16	1.92	1.69	1.50	增持
新华保险	20.42	22.45	25.44	28.60	新华保险	2.25	2.04	1.80	1.60	增持

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

备注：股价为8月31日收盘价

5. 风险提示

- 1) 利率持续下行；
- 2) 股票市场大幅波动；
- 3) 新单增长不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		