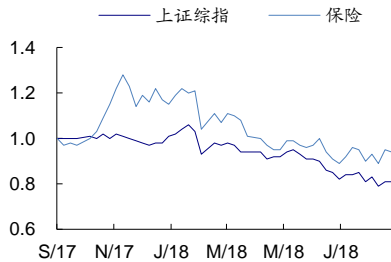


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《保险资产负债管理研究: 资产管理硬约束, 利好龙头》——2018-06-05  
 《保险行业 2018 年一季报综述: 寿险新单销售承压, 财险竞争格局持续优化》——2018-05-02  
 《行业重大事件快评: 保险业开放对市场格局影响有限》——2018-04-11  
 《保险行业 2017 年报综述: 保障产品景气周期仍将持续》——2018-04-02  
 《行业重大事件快评: 中国平安: 寿险 EV 增长提速, 财险成本结构优化》——2018-03-21

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165  
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 李锦儿

电话: 0755-81981002  
 E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

新单改善趋势有望延续

● 二季度新单及 NBV 改善趋势有望延续至下半年

2018 年上半年, 四家上市险企共实现净利润 885.71 亿元, 同比增长 35.4%; 实现寿险新业务价值 896.63 亿元, 同比减少 12.4%。虽然一季度开门红期间新单销售不理想, 影响上半年新业务价值增速, 但二季度以来, 各家险企加大保障型产品销售力度, 长期保障型业务新保占比已有所提升, 新业务价值增长出现改善。下半年新单及 NBV 改善空间仍然明显, 优质险企全年 NBV 有望实现正增长。

● 寿险业务结构优化, 新业务价值率创新高

**业务结构方面:** (1) 从渠道结构来看, 上半年代理人渠道保费收入占比提升, 但新单销售承压。平安、太保、国寿、新华代理人渠道新单保费分别下降 11.9%、19.7%、2.7% 和 27.3%, 受此影响, 代理人队伍增员承压, 代理人产能和收入也出现下滑; (2) 从期限结构来看, 上半年平安和国寿首年期交保费收入占首年保费的比重提升, 太保和新华首年期交保费占比下降, 主要是由于代理人渠道首年期交保费的下滑; (3) 从产品结构来看, 二季度以来各家险企纷纷主动调整产品结构, 长期保障型业务新保占比均有所提升。

**价值创造方面:** (1) 上半年, 平安、太保、国寿、新华 NBV 同比增速分别为 0.2%、-17.5%、-23.7% 和 -8.9%。通过 NBV 的拆分可以看出, 上半年, 四家保险公司的效率贡献均为正 (新业务价值率同比提升), 但规模贡献均为负 (首年保费负增长), 且影响程度较大; (2) 二季度以来 NBV 改善效果显著, 中国平安和中国太保二季度单季 NBV 增速分别为 9.9%、35.2%, 相比一季度的 -7.5% 和 -32.5% 呈现显著好转; (3) 2018 年上半年, 平安、太保、国寿、新华的寿险 EV 分别相较年初增长 15.3%、9.4%、4.8% 和 7.9%, 新业务价值对 EV 增长的贡献分别为 10.0%、7.6%、3.8% 和 4.2%。

● 产险业务质量稳定, 所得税影响净利润下滑

2018 年上半年, 平安产险综合成本率为 95.8%, 同比改善 0.3 个百分点; 太保产险综合成本率为 98.7%, 与去年同期持平。平安产险和太保产险上半年均实现正的承保利润, 但产险净利润分别下滑 14.1% 和 22.5%, 主要原因是手续费超支导致的所得税大幅增加。

● 投资端年化投资收益率下滑

受今年整体市场环境的影响, 上半年平安、太保、国寿、新华年化总投资收益率分别为 4.0%、4.5%、3.7% 和 4.8%, 分别同比下降 0.9、0.2、0.9 和 0.1 个百分点。

● 投资建议

目前保险行业处于估值低位, 具备较大吸引力。按最新收盘价计, 中国平安、中国太保、新华保险 A 股对应 2018 年 P/EV 估值分别为: 1.19 倍、0.90 倍、0.82 倍; H 股对应 2018 年 P/EV 分别为 1.17 倍、0.65 倍和 0.52 倍, 价值属性明显。

● 风险提示

保费增速超预期下滑以及国债收益率短期大幅下滑; 商车费改导致车险竞争恶化程度超出预期。

## 内容目录

中报业绩：利润增长符合预期，NBV 增速放缓 .....	4
寿险：产品结构优化，新业务价值率提升 .....	5
渠道结构：代理人渠道保费收入占比提升，但新单销售承压 .....	5
期限结构：持续加大期交业务发展力度 .....	7
产品结构：长期保障型业务新保占比提升 .....	8
新业务价值：首年保费下滑影响显著 .....	9
内含价值：维持稳健增长 .....	11
产险：承保利润提升，净利润下降 .....	12
投资：年化总投资收益率下滑 .....	14
投资建议 .....	15
风险提示 .....	15
国信证券投资评级 .....	16
分析师承诺 .....	16
风险提示 .....	16
证券投资咨询业务的说明 .....	16

## 图表目录

图 1: 四家上市险企代理人渠道保费收入/寿险保费收入 .....	5
图 2: 四家上市险企代理人渠道新单保费收入 (单位: 百万元) .....	6
图 3: 中国平安代理人产能: 人均每月首年规模保费 .....	7
图 4: 中国平安代理人收入水平 .....	7
图 5: 四家上市险企首年期交保费/首年保费 .....	8
图 6: 中国平安: 长期保障型新单保费/首年保费 (百万元) .....	9
图 7: 中国太保: 长期保障型新单保费/首年保费 (百万元) .....	9
图 8: 新华保险: 健康险新单保费/首年保费 (百万元) .....	9
图 9: 中国人寿: 健康险新单保费/首年保费 (百万元) .....	9
图 10: 四家上市险企新业务价值率 .....	10
图 11: 2018 年上半年四家上市险企 NBV 增长来源拆解 .....	10
图 12: 二季度寿险 NBV 增长明显改善 .....	11
图 13: 商车费改后产险行业集中度回升 .....	13
图 14: 平安产险综合成本率结构 .....	13
图 15: 太保产险综合成本率结构 .....	13
图 16: 上市险企历年净投资收益率 .....	14
图 17: 上市险企历年总投资收益率 .....	14
图 18: 2017 年、2018 年上半年上市保险公司投资资产结构 .....	15
表 1: 上市险企历年新业务价值及增速 (单位: 百万元) .....	4
表 2: 上市险企历年寿险内含价值及增速 (单位: 百万元) .....	4
表 3: 上市险企历年代理人数量及增速 (单位: 万人) .....	6
表 4: 平安寿险 EV 及增长分解 (不考虑分红、注资) .....	11
表 5: 太保寿险 EV 及增长分解 (不考虑分红、注资) .....	12
表 6: 中国人寿 EV 及增长分解 (不考虑分红、注资) .....	12
表 7: 新华保险 EV 及增长分解 (不考虑分红、注资) .....	12

## 中报业绩：利润增长符合预期，NBV 增速放缓

**2018 年上半年，四家上市保险公司共实现净利润 885.71 亿元，同比增长 35.4%。**四家险企净利润均实现正增长，中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险净利润同比增速分别为 33.8%、26.8%、34.2%和 79.1%。其中，平安寿险、太保寿险净利润同比增长 43.3%、48.4%。净利润的提升主要受益于准备金重估对利润的释放，以及剩余边际摊销规模的稳健增长。

其中，新华保险净利润大幅增长 79.1%，一方面是由于会计估计变更导致保险责任准备金调整，增加税前利润 1.47 亿元(去年同期减少税前利润 19.94 亿元)，另一方面是由于其业务及管理费较去年同期大幅减少 14.88 亿元，同比降低了 21.2%。此外，中国平安执行了新金融工具相关会计准则，如果按保险子公司执行修订前的金融工具会计准则的法定财务报表利润数据计算，则归母净利润同比增长 43.7%。

**2018 年上半年，四家上市保险公司共实现寿险新业务价值 896.63 亿元，同比减少 12.4%。**四家险企中，仅有中国平安一家维持 NBV 正增长，中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险 NBV 同比增速分别为 0.2%、-17.5%、-23.7%和 -8.9%。上半年 NBV 整体负增长的原因主要是受产品切换、市场利率变化以及去年高基数等多因素影响，导致个险新单保费增长承压。

2018 年上半年，中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险寿险 EV 分别较年初增长 15.3%、9.4%、4.8%和 7.9%。其中，中国平安、中国太保集团 EV 增幅分别为 12.4%和 8.1%。

**表 1：上市险企历年新业务价值及增速（单位：百万元）**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H	2018H
中国平安	15,507	16,822	15,915	18,163	21,966	30,838	50,805	67,357	38,670	38,757
YOY%		8.5%	-5.4%	14.1%	20.9%	40.4%	64.7%	32.6%		0.2%
中国太保	6,100	6,714	7,060	7,499	8,725	12,022	19,041	26,723	19,746	16,289
YOY%		10.1%	5.2%	6.2%	16.3%	37.8%	58.4%	40.3%		-17.5%
中国人寿	19,839	20,199	20,834	21,300	23,253	31,528	49,311	60,117	36,895	28,166
YOY%		1.8%	3.1%	2.2%	9.2%	35.6%	56.4%	21.9%		-23.7%
新华保险		4,360	4,172	4,236	4,912	6,621	10,449	12,063	7,080	6,451
YOY%			-4.3%	1.5%	16.0%	34.8%	57.8%	15.4%		-8.9%

资料来源：上市险企历年年报及中报，国信证券经济研究所整理

**表 2：上市险企历年寿险内含价值及增速（单位：百万元）**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
中国平安	121,086	144,400	177,460	203,038	264,223	326,814	360,312	496,381	572,336
YOY%		19.3%	22.9%	14.4%	30.1%	23.7%	10.2%	37.8%	15.3%
中国太保	70,613	72,992	85,266	97,298	125,737	151,918	181,603	214,037	234,215
YOY%		3.4%	16.8%	14.1%	29.2%	20.8%	19.5%	17.9%	9.4%
中国人寿	298,099	292,854	337,596	342,224	454,906	560,277	652,057	734,172	769,225
YOY%		-1.8%	15.3%	1.4%	32.9%	23.2%	16.4%	12.6%	4.8%
新华保险		48,991	56,870	64,407	85,260	103,280	129,450	153,474	165,601
YOY%			16.1%	13.3%	32.4%	21.1%	25.3%	18.6%	7.9%

资料来源：上市险企历年年报及中报，国信证券经济研究所整理；注：2018H 增速为相较 2017 年末增速

## 寿险：产品结构优化，新业务价值率提升

2018年上半年，受134号文带来的产品形态变化以及去年的高基数效应影响，代理人渠道新单销售承压，使新业务价值增速放缓甚至出现同比下滑。但同时，二季度各家险企主动调整产品结构，加大保障型产品销售力度，新业务价值率出现明显改善。下文将主要从渠道、期限、产品结构三个方面对各家险企承保端的差异进行分析。

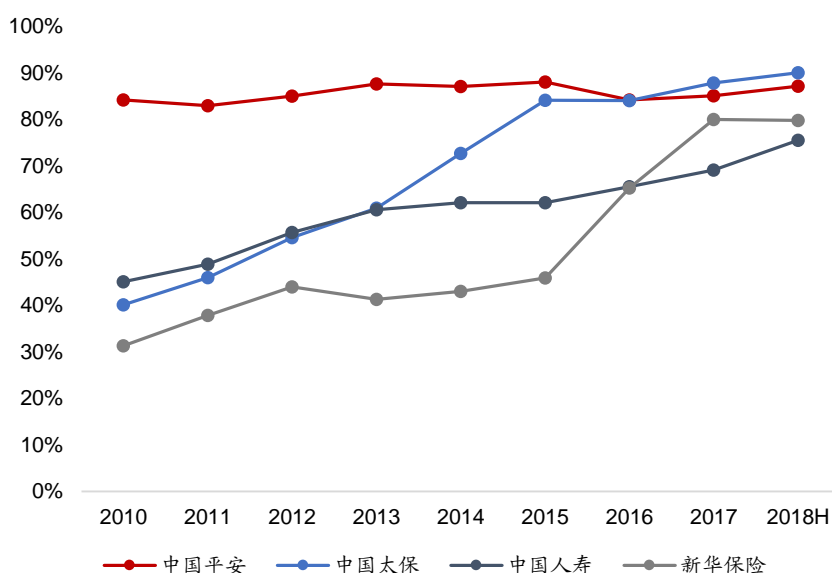
### 渠道结构：代理人渠道保费收入占比提升，但新单销售承压

**渠道结构持续优化，代理人渠道保费收入占比提升。**由于个人代理渠道所销售的保单具有更高的新业务价值率，近年来各家寿险公司始终着力于个险渠道建设，通过构建大个险格局以期提高积累价值的效率。从渠道结构指标来看，2018年上半年，中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险四家保险公司的代理人渠道保费收入占寿险总保费收入的比重分别为87.1%、90.0%、75.5%和79.8%，分别同比提升0.04、1.2、9.8和1.0个百分点。

具体来看：

- 平安作为最早搭建代理人体制的保险公司，近十年来代理人渠道保费占比一直维持在80%以上，位于行业领先地位；
- 太保自2011年启动渠道结构转型后，个险建设步伐不断加快，代理人渠道保费占比已超越平安跃至行业首位；
- 国寿上半年注重个险渠道价值导向，着力推进销售管理转型升级，个险渠道保费贡献占比显著提升9.8个百分点，逐步接近行业领先水平；
- 新华自2016年开启价值转型以来，个险渠道围绕建设“三高”队伍的发展目标，保费贡献占比不断提升，边际改善最为显著。

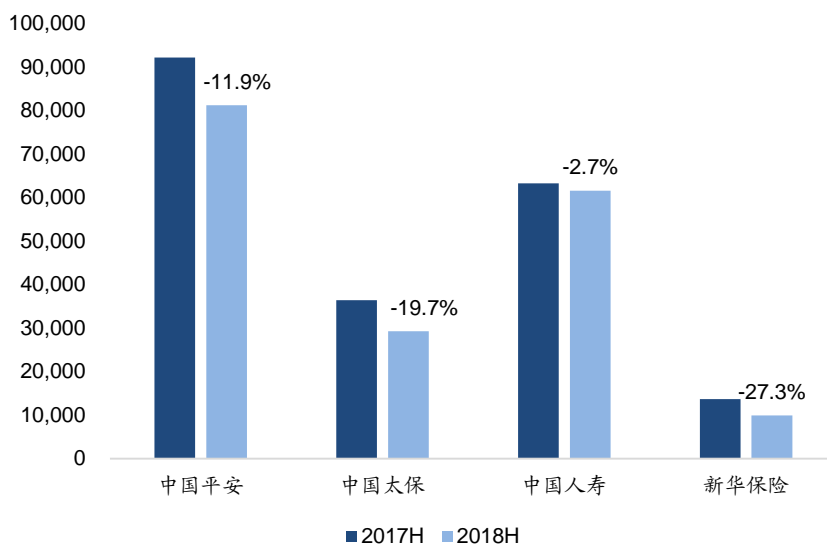
图 1：四家上市险企代理人渠道保费收入/寿险保费收入



资料来源：上市险企历年年报及中报，国信证券经济研究所整理

受市场环境的影响，代理人渠道新保增长承压。由于134号文带来的产品形态变化以及去年的高基数效应，各家险企在开门红期间的新单销售均不尽如人意。尽管二季度以来，各家公司积极应对新单保费负增长的不利局面，主动调整产品结构，加大保障型产品的销售力度，使新单保费增长有所改善，但未能扭转上半年代理人渠道新单保费负增长的态势。上半年，平安、太保、国寿、新华代理人渠道新单保费增速分别为-11.9%、-19.7%、-2.7%和-27.3%。

图 2: 四家上市险企代理人渠道新单保费收入 (单位: 百万元)



资料来源: 上市险企 2018 年中报, 国信证券经济研究所整理

代理人队伍增员承压。受一季度开门红不达预期的影响，今年寿险代理人增员压力较大。上半年，平安、太保、国寿、新华的个险代理人规模分别为 139.9、89.4、144.1 和 33.4 万人，同比增速分别为-8.7%、5.5%、2.8%和 0.3%。上半年，四家险企代理人总量增速为-0.9%，相较于过去三年代理人增速显著放缓（2015、2016、2017 年四家险企代理人总量增速分别为 36.5%、38.5%和 16.7%）。

表 3: 上市险企历年代理人数量及增速 (单位: 万人)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H	2018H
代理人数量 (万人)										
中国平安	45.3	48.7	51.3	55.7	63.6	87.0	111.1	138.6	132.5	139.9
中国太保	28.0	29.2	27.4	28.6	34.4	48.2	65.3	87.4	87.0	89.4
中国人寿	70.6	68.5	69.3	65.3	74.3	97.9	149.5	157.8	157.8	144.1
新华保险		20.2	20.4	17.7	17.5	25.9	32.8	34.8	33.3	33.4
代理人数量增速 (%)										
中国平安		7.4%	5.3%	8.6%	14.1%	36.9%	27.7%	24.8%		5.5%
中国太保		4.3%	-6.2%	4.4%	20.3%	40.1%	35.5%	33.8%		2.8%
中国人寿		-3.0%	1.2%	-5.8%	13.8%	31.7%	52.7%	5.6%		-8.7%
新华保险			1.0%	-13.2%	-1.1%	48.0%	26.6%	6.1%		0.3%

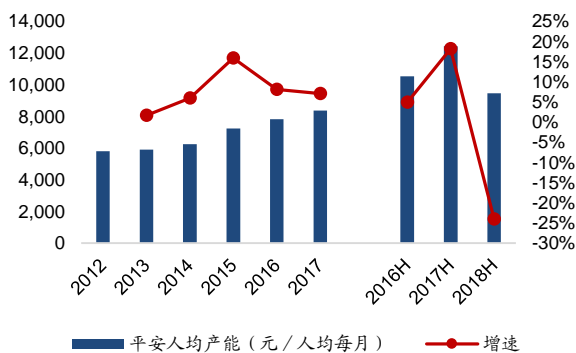
资料来源: 上市险企历年年报及中报, 国信证券经济研究所整理



代理人产能和收入下滑，保障类产品销售仍是产能提升的关键。由于代理人渠道新单保费负增长，代理人产能和收入也出现普遍下滑。上半年，平安代理人每月人均寿险规模保费为 9453 元，同比下滑 24%，这也使得代理人收入由 2017 年上半年的人均每月 7218 元下滑至 2018 年上半年的 6870 元，下降幅度达 4.8%，这也是平安近年来代理人收入的首次下滑。太保代理人每月人均首年佣金收入为 1217 元，同比下滑 22.2%。新华个险渠道月人均综合产能为 5187 元，同比下滑 26.2%。

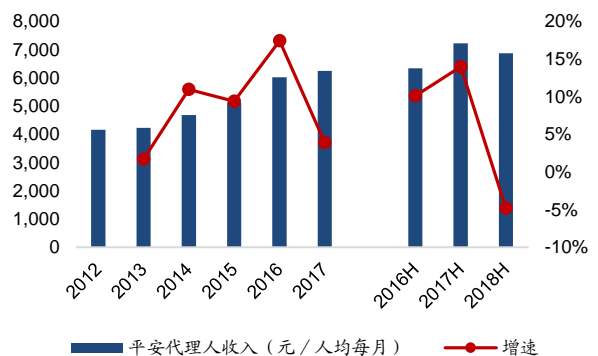
代理人的佣金收入一般根据新单销售额和佣金率来确定，保障类产品的佣金率通常高于理财型和储蓄类产品。目前我国保障类产品的渗透率仍处于较低水平，加大对保障类业务的发展力度，不仅能优化产品结构，同时也能通过带动佣金率的抬升，使代理人收入水平得到增长，从而提升代理人队伍的稳定性和留存率。

图 3：中国平安代理人产能：人均每月首年规模保费



资料来源：中国平安历年年报及中报，国信证券经济研究所整理

图 4：中国平安代理人收入水平



资料来源：中国平安历年年报及中报，国信证券经济研究所整理

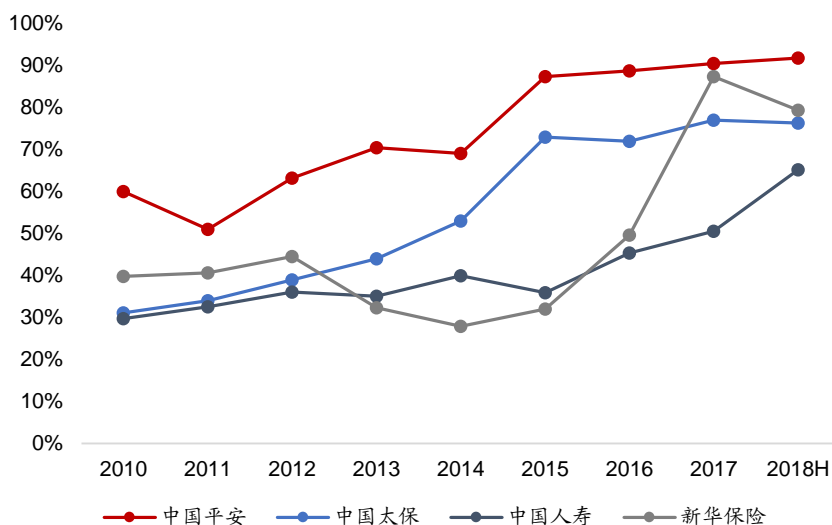
### 期限结构：持续加大期交业务发展力度

渠道结构影响缴费结构变化，期交业务保费占比趋势出现分歧。缴费结构的差异实际上也是渠道结构差异的另一种表现方式，由于个险业务中期交占比较高，而银保渠道多销售高现金价值的趸交产品，所以代理人渠道保费占比的提升可以带动缴费结构的改善。2018 年上半年，平安、太保、国寿、新华的首年期交保费收入占首年保费的比重分别为 91.9%、76.4%、65.2%和 79.4%，其中平安、国寿占比分别同比提高 0.3 和 18.2 个百分点，太保和新华分别下降 3.1 和 7.8 个百分点。

具体来看：

- 平安代理人渠道优势明显，保单质量优于同业，新单保费中期交业务占比始终位于行业领先水平；
- 国寿上半年大幅压缩趸交保费，首年期交保费同比增长 5.1%，首年期交拉动效应进一步显现；
- 太保大个险格局构建完成后，首年期交业务占比不断提升，平均交费期限也持续提高，但上半年代理人渠道首年期交业务同比减少 22.8%，带动首年期交保费占比出现下滑；
- 新华银保渠道的趸交业务已基本消化完毕，上半年银保渠道首年期交保费占比与同期持平，维持在 99.2%的水平，个险渠道首年期交保费占比下滑 8 个百分点至 83.4%。

图 5： 四家上市险企首年期交保费/首年保费



资料来源：上市险企历年年报及中报，国信证券经济研究所整理

### 产品结构：长期保障型业务新保占比提升

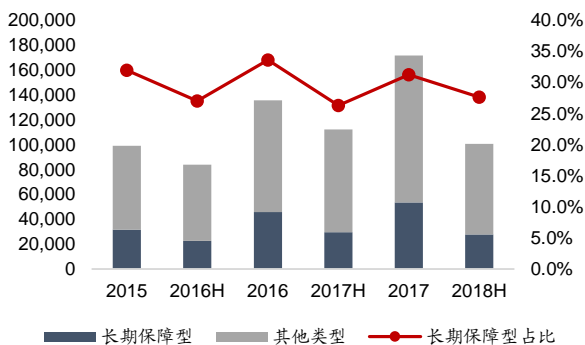
上市险企加大长期保障型产品销售力度，业务结构持续优化。2018 年一季度，受产品切换、市场利率变化以及去年高基数等因素影响，个险新保增长承压，二季度以来，各家险企纷纷主动调整产品结构，着力发展拥有更高新业务价值率的保障类业务。根据中国平安公布的中报数据来看，长期保障型新业务价值率高达 93.6%，远高于其他类型业务(长交储蓄型、短交储蓄型、短期险新业务价值率分别为 42.6%、15.7%、35.6%)。

具体来看：

- 平安上半年实现长期保障型业务新单保费收入 277.79 亿元，占首年保费的 27.6%，同比提升 1.3 个百分点，长期保障型业务贡献的新业务价值达 259.94 亿元，占总新业务价值的 67.1%；
- 太保二季度以来加大了保障型产品的创新和服务供给，推动上半年长期保障型业务新保占比提升 7.8 个百分点至 50.2%；
- 新华保险自转型以来始终坚持以健康险为核心的产品优势，上半年实现健康险首年保费 78.44 亿元，在首年保费中的占比达 55.5%，同比大幅提升 19.1 个百分点；
- 国寿上半年实现健康险保费收入 304.79 亿元，占首年保费的 24.3%，同比提升 10.1 个百分点。

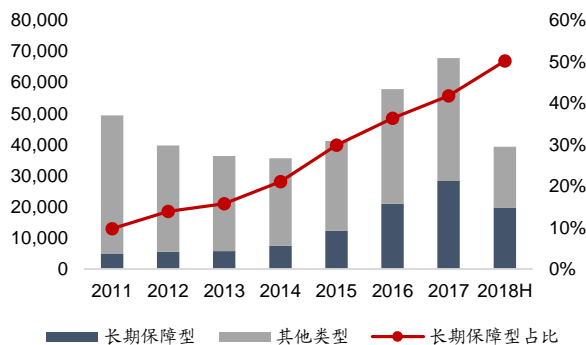


图 6: 中国平安: 长期保障型新单保费/首年保费 (百万元)



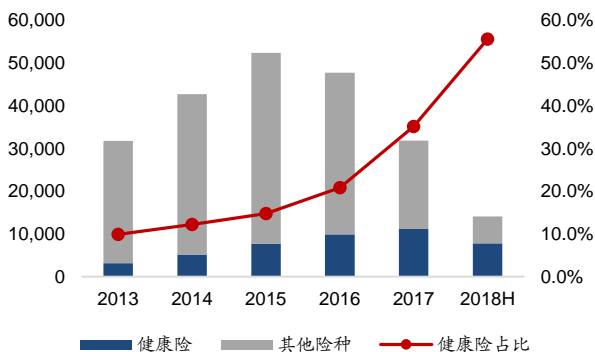
资料来源: 中国平安历年年报, 国信证券经济研究所整理; 注: 上半年保障类占比往往低于全年平均

图 7: 中国太保: 长期保障型新单保费/首年保费 (百万元)



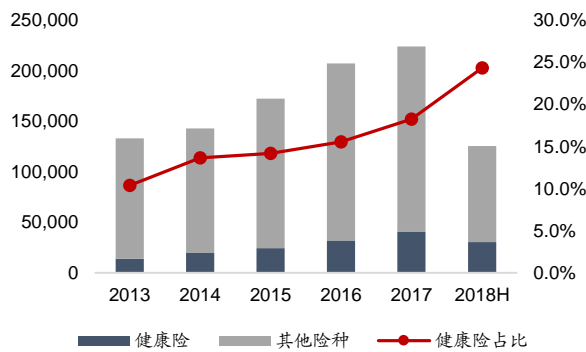
资料来源: 中国太保历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 8: 新华保险: 健康险新单保费/首年保费 (百万元)



资料来源: 新华保险历年年报, 国信证券经济研究所整理

图 9: 中国人寿: 健康险新单保费/首年保费 (百万元)



资料来源: 中国人寿历年年报, 国信证券经济研究所整理

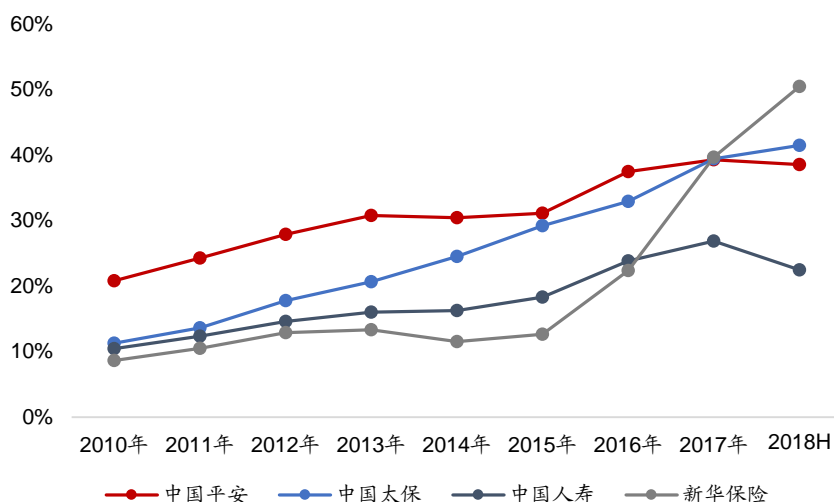
### 新业务价值: 首年保费下滑影响显著

作为衡量渠道结构和产品结构差异性的结果性指标, 上半年各家险企新业务价值率均有所提升。由于产品结构的优化, 各家保险公司以包括终身寿险、长期健康险为主的保障型产品新保占比提升, 对新业务价值率的提高做出强力支撑。2018 上半年, 平安、太保、国寿、新华的新业务价值率分别为 38.5%、41.4%、22.5%和 50.4%, 分别同比提升 4.1、0.8、0.2 和 11.1 个百分点。

具体来看:

- 平安上半年新业务价值率改善幅度较大, 主要受益于高价值率的长期保障产品占比的不断提高, 其代理人渠道上半年新业务价值率达 48.1%, 同比提升了 6.5 个百分点;
- 太保上半年长期保障型业务新保占比同样有所提升, 推动新业务价值率提高 0.8 个百分点至 41.4%, 在行业中处于较高水平;
- 国寿上半年新业务价值率小幅提升 0.2 个百分点, 相较其他竞争对手仍有差距;
- 新华产品结构转型成果明显, 新业务价值率大幅改善 11.1 个百分点达 50.4%, 创下公司乃至行业新高。

图 10: 四家上市险企新业务价值率

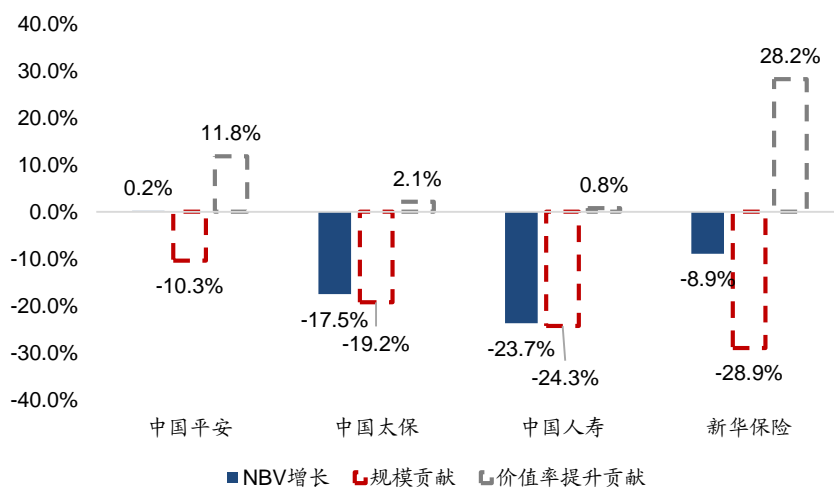


资料来源: 上市险企历年年报及中报, 国信证券经济研究所整理

平安新业务价值保持正增长, 太保、国寿、新华 NBV 均出现同比下滑, 主要受首年保费下滑影响。2018 年上半年, 平安、太保、国寿、新华分别实现寿险新业务价值 387.57 亿元、162.89 亿元、281.66 亿元和 64.51 亿元, 分别同比增长 0.2%、-17.5%、-23.7%和-8.9%。

新业务价值的增长可以拆解为首年保费的规模贡献和价值率提升的效率贡献。价值率的分析我们上文已经提到, 对应的平安、太保、国寿、新华的价值率提升贡献分别为 11.8%、2.1%、0.8%和 28.2%。对于规模贡献, 上半年平安、太保、国寿、新华分别实现首年保费 1005.44 亿元、393.07 亿元、1253.21 亿元和 127.88 亿元, 分别同比下滑 10.3%、19.2、24.3%和 28.9%。通过 NBV 的拆分可以看出, 上半年, 四家保险公司的效率贡献为正, 但规模贡献均为负, 且影响程度较大。

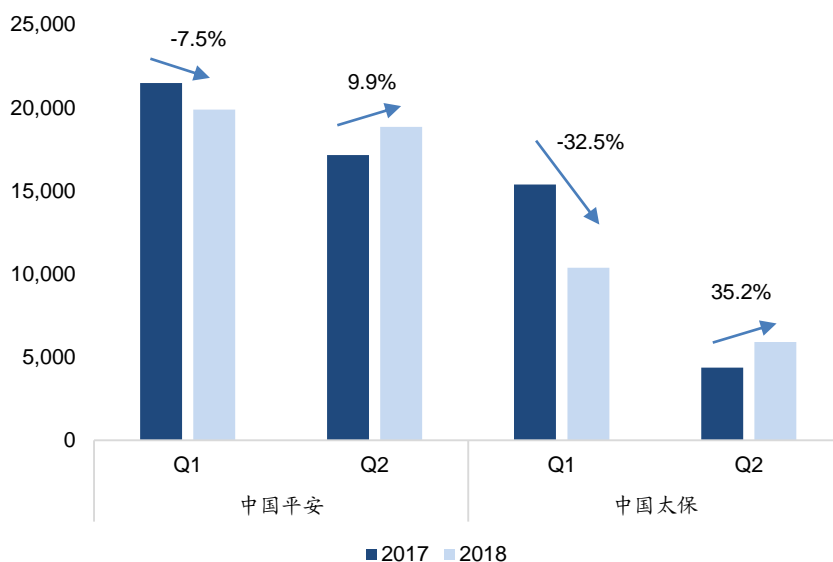
图 11: 2018 年上半年四家上市险企 NBV 增长来源拆解



资料来源: 上市险企 2018 年中报, 国信证券经济研究所整理

二季度以来 NBV 改善效果显著。分季度来看，二季度以来由于保障型产品新保占比的提升，新业务价值单季增速明显改善。中国平安二季度实现新业务价值 188.60 亿元，同比增长 9.9%，高于一季度-7.5%的增速；中国太保二季度新业务价值为 59.04 亿元，较同期大幅增长 35.2%，相比一季度-32.5%的增速也呈现显著好转。下半年，NBV 增速将延续二季度改善趋势，优质险企全年 NBV 有望实现正增长。

图 12: 二季度寿险 NBV 增长明显改善



资料来源：中国平安、中国太保 2018 年中报，国信证券经济研究所整理

### 内含价值：维持稳健增长

2018 年上半年，平安、太保、国寿、新华的寿险 EV 分别较年初增长 15.3%、9.4%、4.8%和 7.9%，资本变动前(即分红前)的寿险 EV 分别较年初增 18.1%、9.4%、6.3%和 9.0%。内含价值的增长源，主要包括源于存量内含价值的内生增长(有效业务回报加调整净资产预期利益)、新业务价值的贡献，以及实际投资收益率与假定收益率偏差产生的影响。我们重点关注新业务价值对 EV 增长的推动作用，上半年平安、太保、国寿、新华的新业务价值贡献分别为 10.0%、7.6%、3.8%和 4.2%。

表 4: 平安寿险 EV 及增长分解 (不考虑分红、注资)

单位: 百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
EV (分红前)	183,443	209,025	269,210	333,142	377,601	513,099	586,262
EV 增长	27.0%	17.8%	32.6%	26.1%	15.5%	42.4%	18.1%
1.内含价值预期回报	10.4%	9.3%	9.4%	9.3%	8.4%	8.8%	4.6%
2.新业务价值贡献	11.3%	10.4%	11.0%	11.8%	21.0%	24.5%	10.0%
3.投资收益偏差	-4.9%	0.8%	10.5%	4.4%	-0.2%	8.4%	-0.2%
4.其他	10.2%	-2.8%	1.7%	0.6%	-13.7%	0.8%	3.8%

资料来源：中国平安历年年报，国信证券经济研究所整理

**表 5: 太保寿险 EV 及增长分解 (不考虑分红、注资)**

单位: 百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
EV (分红前)	86,102	99,274	123,973	156,970	190,024	226,667	234,215
EV 增长	18.0%	16.4%	27.4%	24.8%	25.1%	24.8%	9.4%
1.内含价值预期回报	10.6%	10.6%	10.7%	10.4%	9.3%	9.7%	-
2.新业务价值贡献	9.7%	8.8%	9.0%	9.6%	15.3%	16.8%	7.6%
3.投资收益偏差	0.6%	-3.6%	6.3%	2.8%	-0.6%	0.5%	-
4.其他	-2.9%	0.6%	1.5%	2.1%	1.2%	-2.1%	-

资料来源: 中国太保历年年报, 国信证券经济研究所整理

**表 6: 中国人寿 EV 及增长分解 (不考虑分红、注资)**

单位: 百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
EV (分红前)	344,097	346,181	463,385	563,976	664,314	741,336	780,719
EV 增长	17.5%	2.5%	35.4%	24.0%	18.6%	13.7%	6.3%
1.内含价值预期回报	10.3%	10.5%	11.0%	9.9%	9.3%	8.0%	3.8%
2.新业务价值贡献	7.1%	6.3%	6.8%	6.9%	8.8%	9.2%	3.8%
3.投资收益偏差	3.3%	-6.8%	11.5%	4.5%	-5.5%	-0.7%	-2.5%
4.其他	-3.2%	-7.5%	6.2%	2.6%	6.0%	-2.9%	1.2%

资料来源: 中国人寿历年年报, 国信证券经济研究所整理

**表 7: 新华保险 EV 及增长分解 (不考虑分红、注资)**

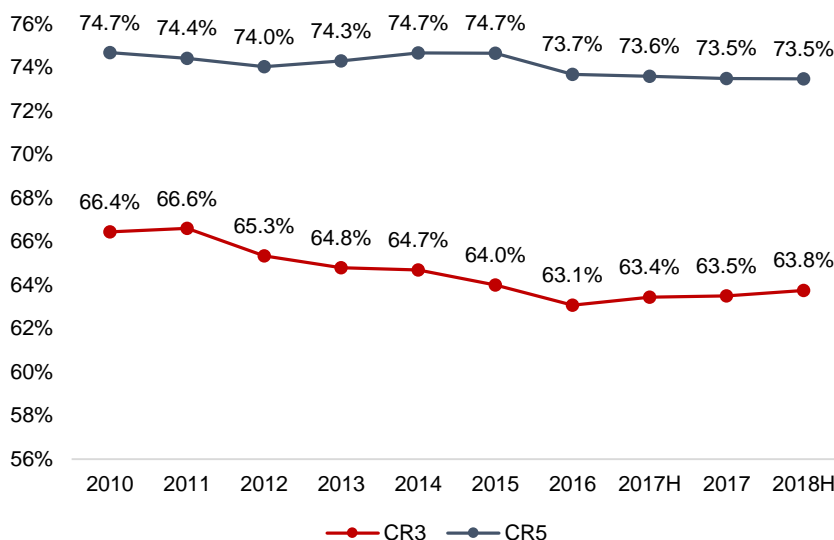
单位: 百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
EV (分红前)	58,091	64,407	85,728	103,935	130,323	154,971	167,223
EV 增长	18.6%	13.3%	33.1%	21.9%	26.2%	19.7%	9.0%
1.内含价值预期回报	9.9%	10.1%	12.1%	10.1%	10.7%	9.7%	4.5%
2.新业务价值贡献	9.1%	7.4%	7.6%	7.8%	10.1%	9.3%	4.2%
3.投资收益偏差	-0.2%	-0.4%	18.0%	9.2%	-4.3%	0.2%	-1.4%
4.其他	-0.2%	-3.9%	-4.6%	-5.2%	9.6%	0.5%	1.7%

资料来源: 新华保险历年年报, 国信证券经济研究所整理

## 产险: 承保利润提升, 净利润下降

**保费收入稳步增长, 市场集中度进一步提升。**2018 年上半年, 平安产险、太保产险分别实现原保险保费收入 1188.78 亿元和 606.85 亿元, 同比增长 14.9% 和 15.6%, 保费增速均优于行业。平安产险市场占有率达 19.7%, 同比提升 0.1 个百分点; 太保产险市场占有率达 10.0%, 同比提升 0.2 个百分点。商车费改以来, 产险行业集中度持续提升, 2017 年上半年, TOP3 市场份额已出现回升势头, 至 2018 年上半年已提升至 63.8%。

图 13: 商车费改后产险行业集中度回升

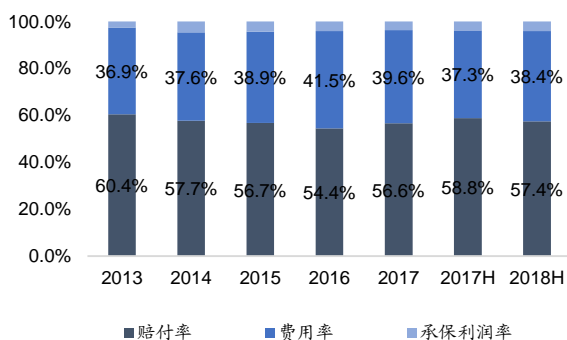


资料来源: 中国保监会, 国信证券经济研究所整理

**平安产险: 龙头优势显著, 综合成本率改善。**平安产险作为市占率排名第二的龙头财险, 成本管控能力突出, 盈利能力始终优于行业。2018 年上半年, 平安产险综合成本率 95.8%, 同比改善 0.3 个百分点, 其中费用率 38.4%, 上升 1.1 个百分点, 赔付率 57.4%, 下降 1.4 个百分点。保费收入居前的前五位险种(车险、保证保险、责任保险、企业财产保险和意外伤害保险)综合成本率均小于 100%, 实现承保盈利。其中车险综合成本率 97.2%, 同比提升 0.1 个百分点; 保证保险综合成本率 87.5%。同比降低 4 个百分点。

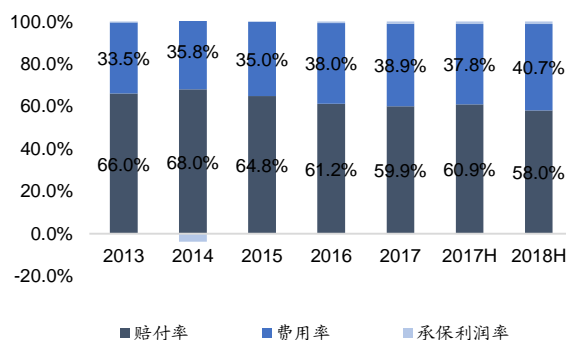
**太保产险: 车险综合成本率小幅改善, 非车险承保亏损。**上半年, 太保产险综合成本率为 98.7%, 与去年同期持平, 其中费用率 40.7%, 上升 2.9 个百分点, 赔付率 58.0%, 下降 2.9 个百分点。分险种来看, 车险综合成本率为 98.0%, 同比下降 0.6 个百分点; 非车险综合成本率为 101.7%, 同比提升 2.4 个百分点, 主要是受企财险、信用险、意外险等险种承保亏损影响。

图 14: 平安产险综合成本率结构



资料来源: 中国平安历年年报及中报, 国信证券经济研究所整理

图 15: 太保产险综合成本率结构



资料来源: 中国太保历年年报及中报, 国信证券经济研究所整理

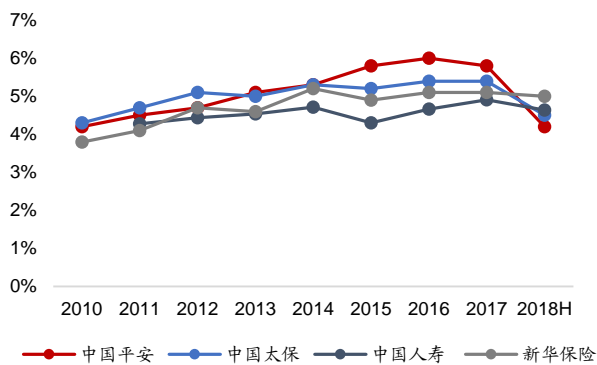
**所得税大幅提升，产险净利润下滑。**平安产险和太保产险上半年综合成本率均低于 100%，实现正的承保利润，但产险净利润分别下滑 14.1%和 22.5%，主要原因是所得税支出的大幅增加，分别同比增长 130.0%和 105.4%。所得税的增加主要是由于免税收入同比减少以及业务增长导致手续费超支使得应纳税所得额上升。

## 投资：年化总投资收益率下滑

2018 年上半年，平安、太保、国寿、新华的年化净投资收益率分别为 4.2%、4.5%、4.6%和 5.0%，其中，新华净投资收益率同比提高 0.1 个百分点，表现优于同业，平安、太保、国寿分别同比下滑 0.7、0.6 和 0.1 个百分点。净投资收益率下降主要是受今年整体市场环境的影响，权益投资资产分红收入减少所致。

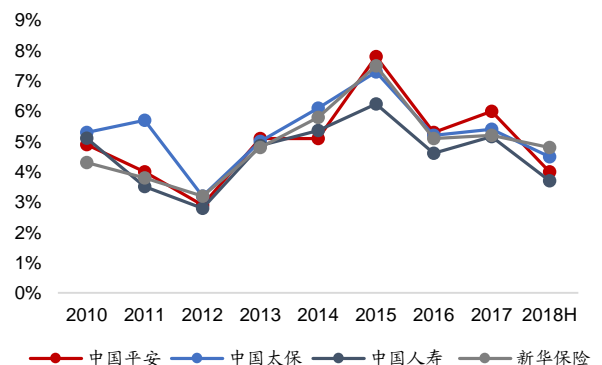
总投资收益率方面，平安、太保、国寿、新华分别为 4.0%、4.5%、3.7%和 4.8%，分别同比下降 0.9、0.2、0.9 和 0.1 个百分点。

图 16：上市险企历年净投资收益率



资料来源：上市险企历年年报及中报，国信证券经济研究所整理

图 17：上市险企历年总投资收益率

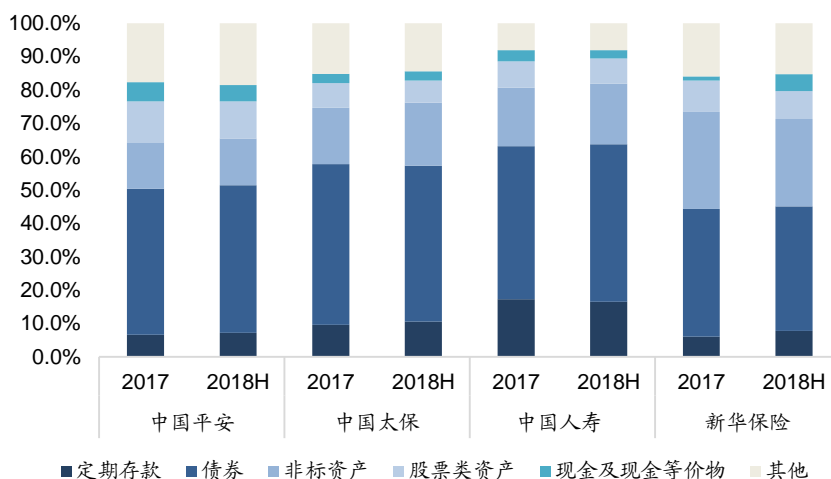


资料来源：上市险企历年年报及中报，国信证券经济研究所整理

**保险资金投资资产结构方面，股票类资产占比下滑。**2018 年上半年，平安、太保、国寿、新华股票类资产占比（股票+权益类基金）分别为 11.1%、6.7%、7.6%和 8.4%，较年初分别降低 1.4、0.7、0.3 和 1.0 个百分点。非标类资产方面，平安、太保、国寿、新华占比分别为 14.0%、18.9%、18.1%和 26.2%，其中，新华保险降低非标资产投资 2.9 个百分点，其他三家非标资产占比均有所提升。此外，上半年新华保险投资策略总体以防御为主，定期存款和现金及现金等价物占比分别提升 1.7 和 3.8 个百分点。



图 18: 2017 年、2018 年上半年上市保险公司投资资产结构



资料来源: 各上市公司历年年报, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议

**承保端新单改善趋势将延续, 下半年 NBV 有望转正。**虽然一季度开门红期间新单销售不理想, 影响上半年新业务价值增速, 但二季度以来, 各家险企加大保障型产品销售力度, 长期保障型业务新保占比已有所提升, 新业务价值增长出现改善。我们认为下半年新单及 NBV 改善空间仍然明显, 优质险企全年 NBV 有望实现正增长, 从而对 EV 和净利润增长提供支撑。

**保险行业处于估值低位, 具备较大吸引力。**按最新收盘价计, 中国平安、中国太保、新华保险 A 股对应 2018 年 P/EV 估值分别为: 1.19 倍、0.90 倍、0.82 倍; H 股对应 2018 年 P/EV 分别为 1.17 倍、0.65 倍和 0.52 倍, 价值属性明显。

**标的选择上:** 1) 中国平安: 平安寿险拥有最好的存量保单质量, EV 增速优于同业, 新业务价值始终保持正增长; 平安产险综合成本率保持优良, 承保利润的获得具有较强持续性; 2) 中国太保: 作为行业第二家完成个险转型的险企, 近几年保障类产品占比持续提升, 推动新业务价值率走高, 长期价值凸显; 3) 新华保险: 坚持战略转型, 聚焦保障型业务和长期期交业务, 高质量发展路径明确。

## 风险提示

保障型业务增长不及预期; 国债收益率短期大幅下滑; 商车费改导致车险竞争恶化程度超出预期。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032