



强于大市

保险行业 2018 年半年报综述

利润增长势头良好，新业务价值仍有压力

上半年上市险企受益于准备金释放，净利润表现亮眼。但是受政策环境变化影响，新单保费和新业务价值增速仍然承压。

- 准备金释放带动利润增长，新业务价值仍然承压：**上半年上市险企净利润表现亮眼，人寿/平安/太保/新华归母净利润分别同比增长 34.2%/33.8%/26.8%/79.1%，得益于准备金释放和剩余边际摊销平稳增长（7.5%/15.2%/15.4%/8.1%）。新业务价值同比增速分别为 -23.7%/0.2%/-17.5%/-8.9%，受政策影响经营环境发生较大变化，开门红表现大幅下滑，各公司新单保费普遍下降。二季度在费用投入、代理人加强培训等努力下，新业务价值降幅收窄，其中平安上半年实现 0.2% 的正增长，领先于行业率先转正。
- 负债端新单乏力续期强劲，代理人增员进入瓶颈期：**受市场环境影响，上半年新单出现下滑，但得益于续期保费的拉动作用，人寿/平安/太保/新华上半年寿险总保费收入分别同比增长 4.2%/22.6%/18.5%/10.8%。代理人人数、代理人人均产能及人均收入全线下降。四家上市险企代理人合计 406.8 万人，较 2017 年底下滑 3%。保险产品结构继续逐步优化，其中健康险表现优异，人寿/新华/平安健康险业务新单保费为 481/447/222 亿元。平安/太保/人寿寿险新业务价值率分别为 38.5%/41.4%/32.3%，同比变化 -11.8/4.0/0.8 个百分点。
- 资产端受制于市场环境，收益率下滑：**人寿/平安/太保/新华上半年总投资收益率分别为 3.7%/4.5%/4.5%/4.8%，净投资收益率分别为 4.64%/4.2%/4.5%/5%。资产配置上，各家公司均下调了股权类资产配置的占比，股权类资产变动分别为 -0.4%/-0.7%/-1.3%/-1.8%，债券类资产占比为 81.9%/70.3%/83.3%/71.3%。
- 产险：综合成本率下降，但所得税大增影响净利润：**上半年太保财险/平安财险的综合成本率为 98.7%/95.8%，环比分别下降 0.1%/0.4%，同比分别下降 0.0%/0.3%。产险净利润分别为 15.87/59.24 亿元，同比下滑 23%/14%，主要原因是所得税的大幅提升，手续费率增加导致税前可抵扣的部分减少，所得税大幅提升造成净利润下滑。

投资建议

- 短期：**政策变化带来的短期变革阵痛正在逐步渡过，通过费用投入二季度保费环比改善，重点关注今年第四季度保费结构和增速、代理人留存及增员情况、四季度开门红预售情况。
- 长期：**供给端产品结构调整优化价值率，需求端保障型需求增加趋势明确，保费结构调整和价值率的提升是长期持续的过程。
- 估值：**行业估值回到底部，经营情况已开始改善，进入估值修复通道。首推新单和新业务价值率先转正的的领军公司**中国平安**。

风险提示

- 监管趋紧对于保险产品销售的压力；资管新规下非标投资受限，股市、债市波动对资产端投资收益率带来的压力；利率变化超预期对保险行业产生的影响；代理人增员困难程度超预期。**

相关研究报告

《证券行业 2018 年中期策略》20180626

《保险行业 2018 年中期策略》20180626

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融

王维逸

(8621) 20328592

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

目录

2018 年主要财务指标回顾	5
1. 归母净利润高增长，准备金释放贡献业绩	5
2. 剩余边际稳步增长.....	7
3. 新业务价值降幅收窄，内含价值增长放缓	8
4. 偿付能力充足率稳定充足.....	10
寿险——负债端.....	12
1. 新单承压，续期保费拉动保费收入平稳增长.....	12
2. 个险渠道占比继续提升	12
3. 代理人数量增幅放缓，佣金收入回归价值	13
4. 产品结构调整，健康险发力	15
寿险——资产端.....	18
1. 投资收益率受大环境影响普遍下降	18
2. 资产配置结构显现谨慎原则	19
产险.....	20
1. 综合成本率下降	20
2. 财险保费保持增长，净利润略有下滑.....	21
3. 车险占比略有收缩，产品结构现多样化趋势.....	22
投资建议.....	23
风险提示.....	24

图表目录

图表 1. 上市保险公司归母净利润.....	5
图表 2. 上市保险公司归母净利润同比增速	5
图表 3. 营运利润——中国平安	6
图表 4. 2018H1 中国平安营运利润调整（亿元）	6
图表 5. 上市保险公司净资产	6
图表 6. 上市保险公司净资产同比增速	6
图表 7. 上市保险公司总资产	7
图表 8. 上市保险公司总资产同比增速	7
图表 9. 上市保险公司剩余边际	8
图表 10. 上市保险公司剩余边际环比增速	8
图表 11. 上市保险公司新业务价值	8
图表 12. 上市保险公司新业务价值同比增速	9
图表 13. 上市保险公司个险新单	9
图表 14. 2018H1 上市保险公司个险新单同比增速	9
图表 15. 上市保险公司内含价值	10
图表 16. 上市保险公司内含价值同比增速	10
图表 17. 上市保险公司综合偿付能力充足率	11
图表 18. 上市保险公司综合偿付能力充足率环比变化	11
图表 19. 上市保险公司寿险保费收入及其同比增速	12
图表 20. 个险渠道保费收入	12
图表 21. 个险渠道新单保费占比变化情况	12
图表 22. 银保渠道新单保费占比变化情况	13
图表 23. 团险渠道新单保费占比变化情况	13
图表 24. 2008-2018 年行业保险代理人情况（万人）	13
图表 25. 上市保险公司代理人人数	14
图表 26. 上市保险公司代理人人数环比增速	14
图表 27. 上市保险公司代理人人均产能	15
图表 28. 2018H1 上市保险公司代理人人均产能环比增速	15
图表 29. 上市保险公司新业务价值率	16
图表 30. 2018H1 上市保险公司新业务价值率同比变动	16
图表 31. 传统型保险保费收入情况	16
图表 32. 传统型保险新单保费同比增速	17
图表 33. 健康险保费	17

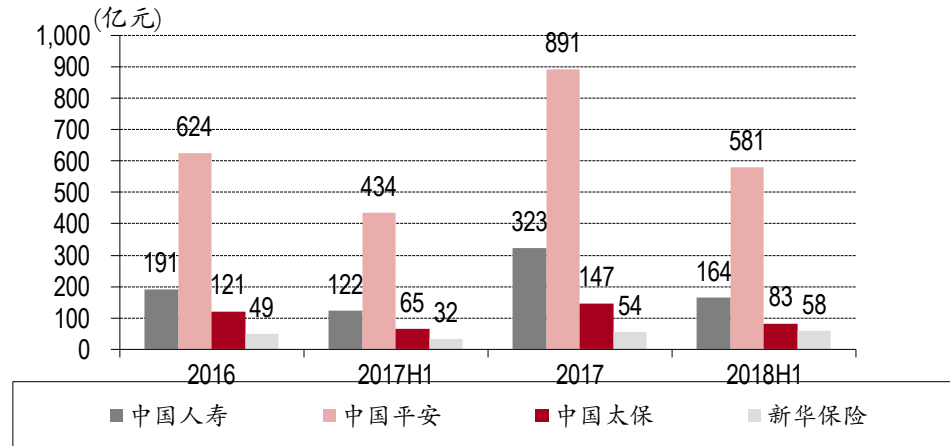
图表 34. 2018 年上半年健康险保费同比增速	17
图表 35. 2018 年上证综合指数、沪深 300 指数、上证 50 指数走势	18
图表 36. 上市保险公司总投资收益率	18
图表 37. 上市保险公司净投资收益率	18
图表 38. 上市保险公司资产配置变化(%)	19
图表 39. 上市保险公司财险业务综合成本率	20
图表 40. 上市保险公司财险业务综合成本率同比变化	20
图表 41. 太保财险综合成本率	21
图表 42. 平安财险综合成本率	21
图表 43. 上市保险公司财险净利润	21
图表 44. 上市保险公司财险保费收入	22
图表 45. 2017H1 太保财险保费收入占比	22
图表 46. 2018H1 太保财险保费收入占比	22
图表 47. 2017H1 平安财险保费收入占比	22
图表 48. 2018H1 平安财险保费收入占比	22
图表 49. 保险行业估值表	23

2018 年主要财务指标回顾

1. 归母净利润高增长，准备金释放贡献业绩

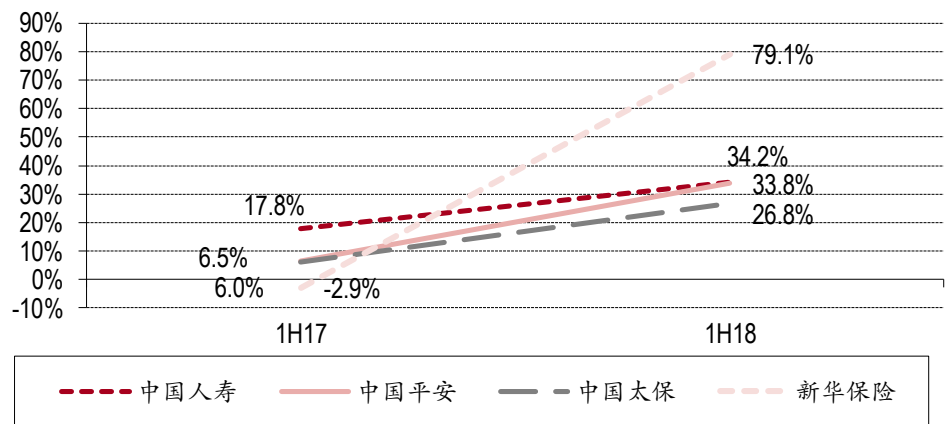
2018 年上半年上市保险公司净利润表现亮眼，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险上半年归母净利润分别为 164/581/83/58 亿元，同比增速为 34.2%/33.8%/26.8%/79.1%。优异的业绩表现主要得益于准备金释放和剩余边际摊销平稳增长。

图表 1. 上市保险公司归母净利润



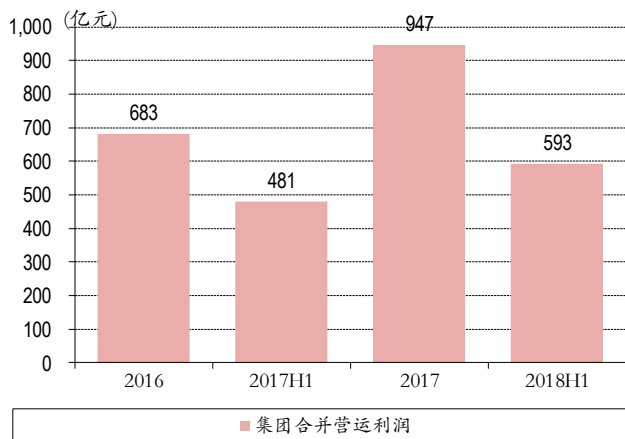
资料来源：万得数据及中银证券

图表 2. 上市保险公司归母净利润同比增速



资料来源：万得数据及中银证券

从中国平安披露的营运利润口径来看，公司 2018 年上半年的归母营运利润为 593 亿元，同比增长 23.3%，主要来自于剩余边际摊销和营运偏差的贡献，同时陆金所实现盈利，科技金融与医疗科技布局贡献大幅提升 9 倍。营运利润剔除了短期投资波动和折现率变动的影响，更好的体现了公司当期真实盈利情况。

图表 3. 营运利润——中国平安


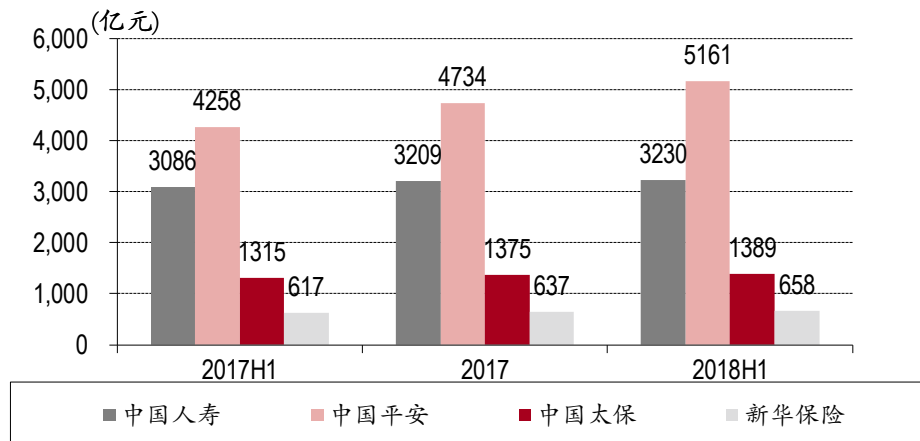
资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 2018H1 中国平安营运利润调整 (亿元)

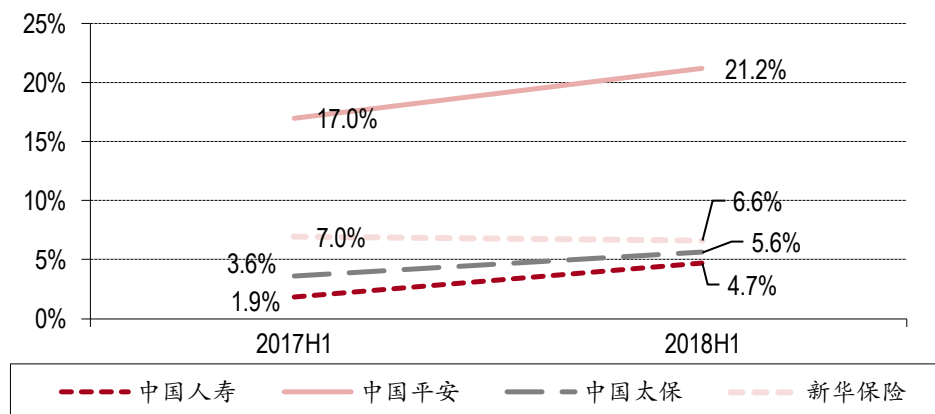
净利润	归母净利润	581
	少数股东权益	67
剔除项目	短期投资波动	(12)
	折现率变动影响	0
营运利润	归母营运利润	593
	少数股东营运利润	67

资料来源：万得数据及中银证券

中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险上半年归母净资产分别为 3230/5161/1389/658 亿元, 同比增速分别为 4.7%/21.2%/5.6%/6.6%。

图表 5. 上市保险公司净资产


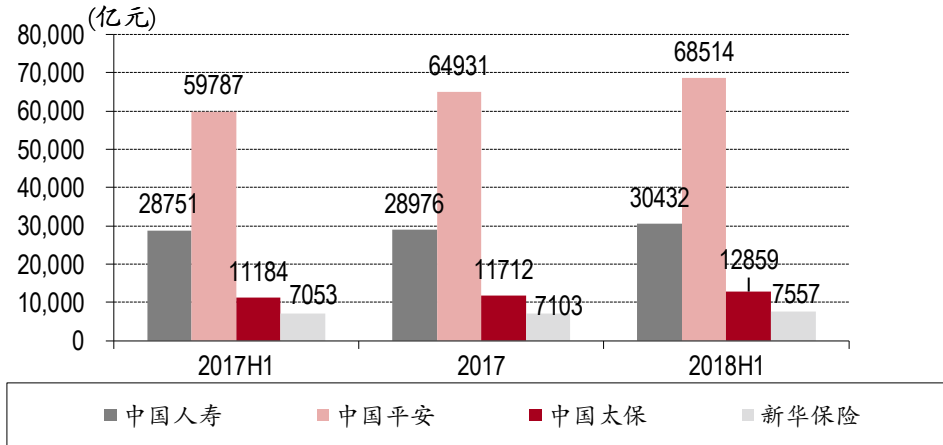
资料来源：万得数据及中银证券

图表 6. 上市保险公司净资产同比增速


资料来源：万得数据及中银证券

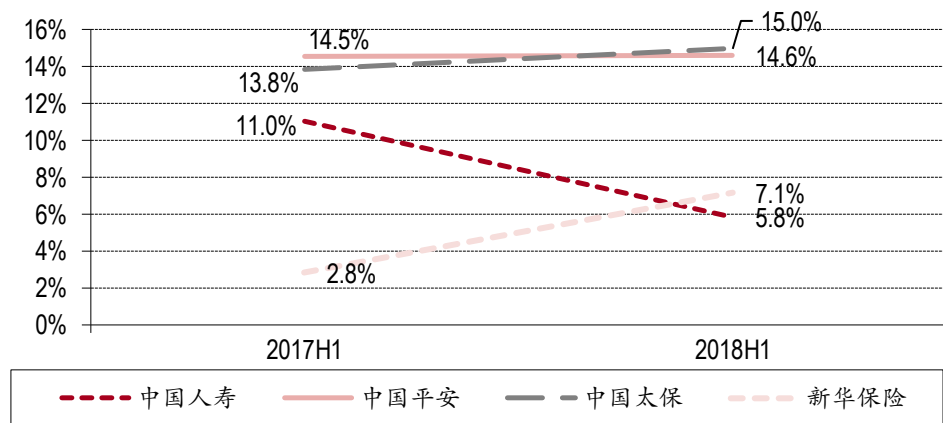
中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险上半年总资产分别为 30432/68514/12859/7557 亿元，同比增速分别为 5.8%/14.6%/15.0%/7.1%。

图表 7. 上市保险公司总资产



资料来源：万得数据及中银证券

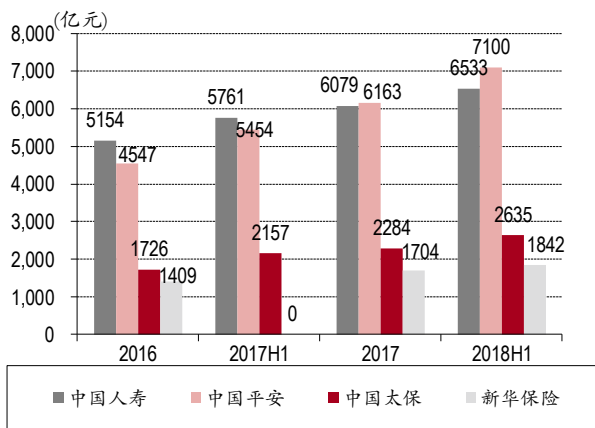
图表 8. 上市保险公司总资产同比增速



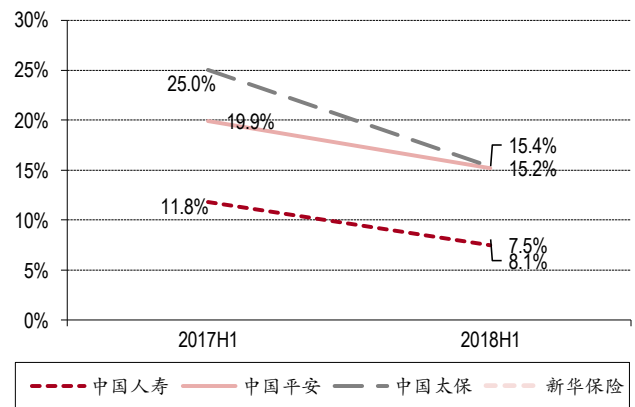
资料来源：万得数据及中银证券

2. 剩余边际稳步增长

2018 年上半年保险公司的剩余边际摊销稳健增长，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险上半年剩余边际余额为 6533/7100/2635/1842 亿元，较年初环比增速分别为 7.5%/15.2%/15.4%/8.1%。剩余边际的增速的差异主要来自今年以来各家公司的新业务贡献区别和营运偏差。

图表 9. 上市保险公司剩余边际


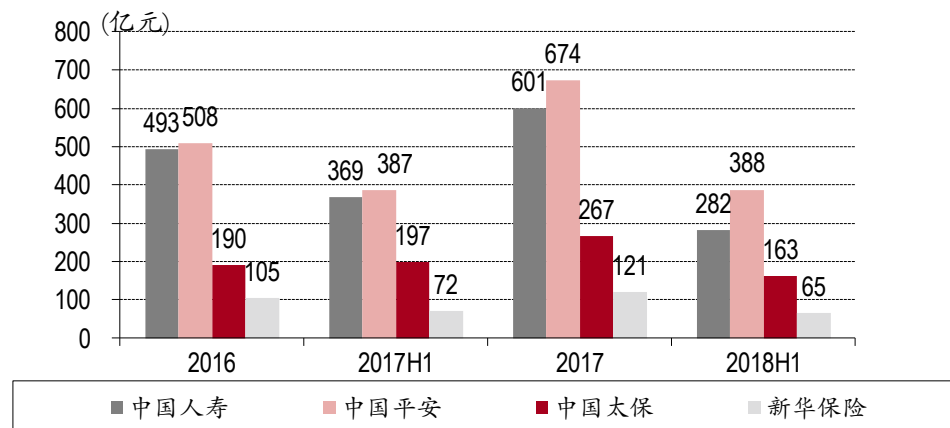
资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. 上市保险公司剩余边际环比增速


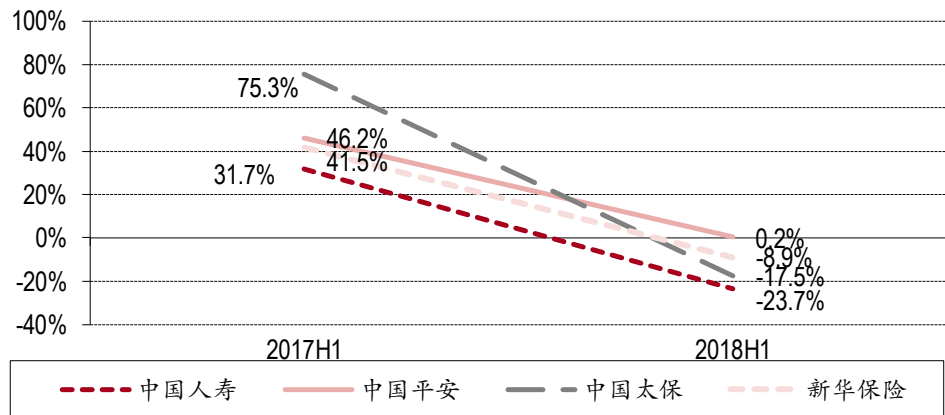
资料来源：万得数据及中银证券

3. 新业务价值降幅收窄，内含价值增长放缓

2018 年上半年中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险新业务价值分别为 282/388/163/65 亿，同比增速分别为-23.7%/0.2%/-17.5%/-8.9%。2018 年上半年的保险受政策影响经营环境发生较大变化，134 号文限制快返型年金销售，代理人建设转型提质等因素影响下，开门红表现大幅下滑，各公司新单保费普遍下降。一季度的新业务价值全部负增长，二季度在费用投入、代理人加强培训等努力下，新业务价值降幅收窄。尤其中国平安实现 0.2% 的正增长，领先于行业率先转正。

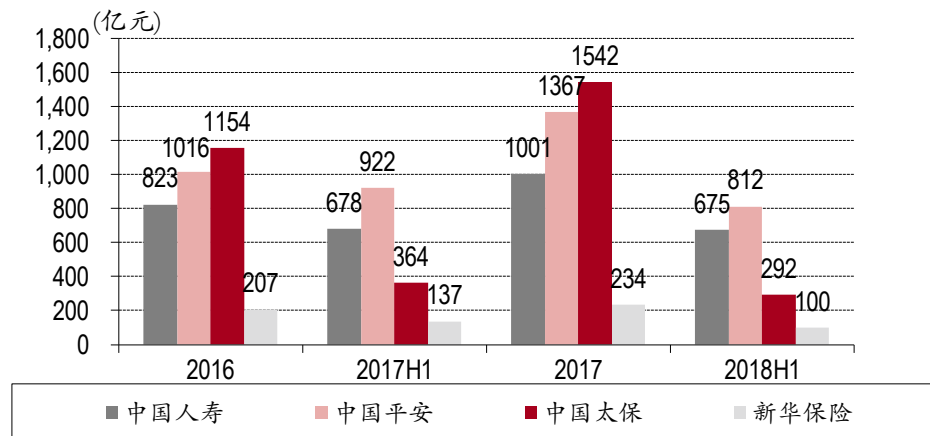
图表 11. 上市保险公司新业务价值


资料来源：万得数据及中银证券

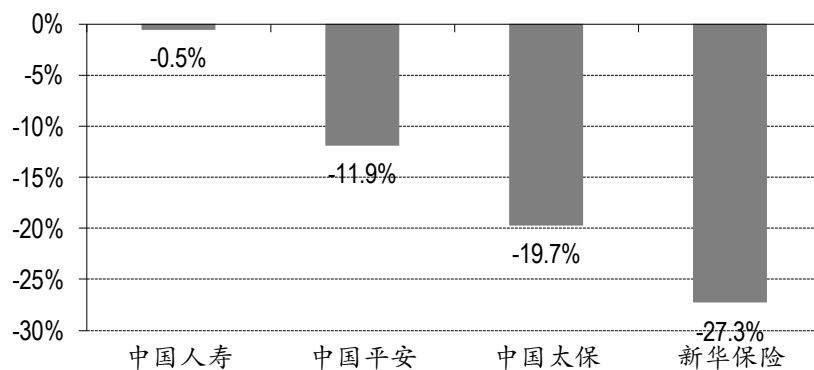
图表 12. 上市保险公司新业务价值同比增速


资料来源：万得数据及中银证券

2018年上半年中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险个险新单分别为675/812/292/100亿元，同比增速分别为-0.5%/-11.9%/-19.7%/-27.3%。

图表 13. 上市保险公司个险新单


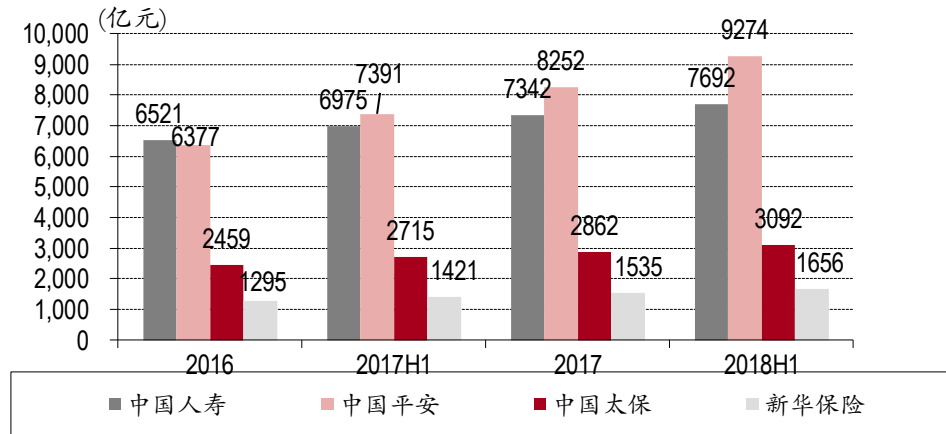
资料来源：万得数据及中银证券

图表 14. 2018H1 上市保险公司个险新单同比增速


资料来源：万得数据及中银证券

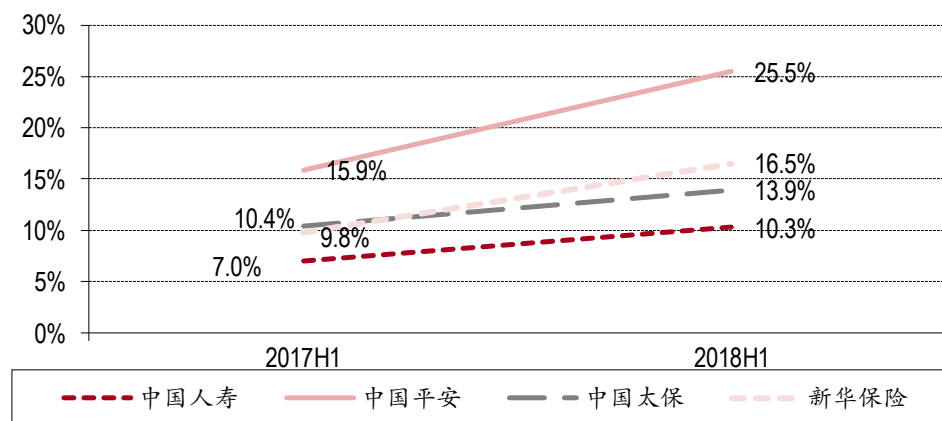
2018年上半年中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险的内含价值分别为7690/9270/3090/1660亿元，同比增速分别为10.3%/25.5%/13.9%/16.5%。

图表 15. 上市保险公司内含价值



资料来源：万得数据及中银证券

图表 16. 上市保险公司内含价值同比增速

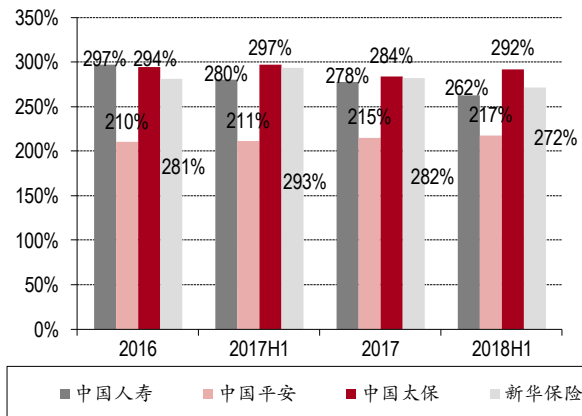


资料来源：万得数据及中银证券

4. 偿付能力充足率稳定充足

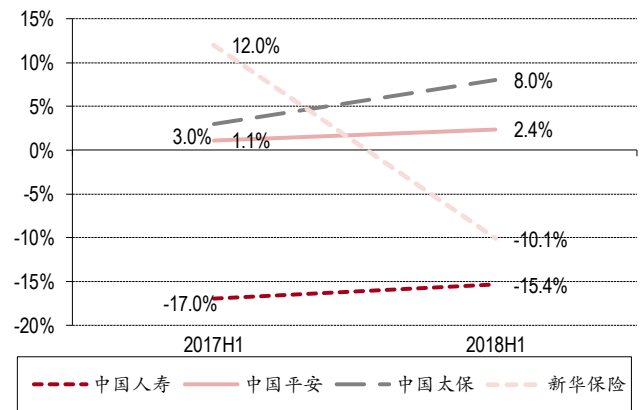
2018年上半年保险公司的偿付充足率较为稳定，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险上半年的偿付能力充足率分别为262%/217%/292%/272%，较年初环比分别变动-15.4/2.4/8.0/-10.1个百分点。在监管政策趋严以及公司管理经营稳健审慎的情况下，预计未来偿付能力充足率仍旧保持充足，维持稳定。

图表 17. 上市保险公司综合偿付能力充足率



资料来源：万得数据及中银证券

图表 18. 上市保险公司综合偿付能力充足率环比变化



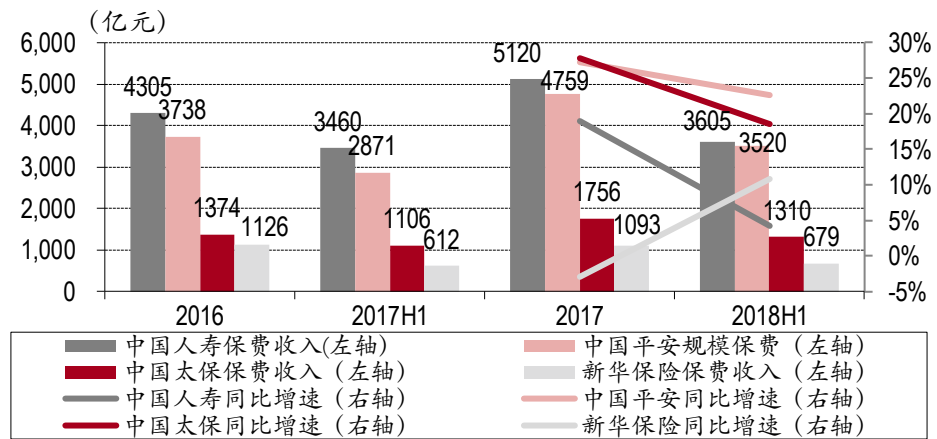
资料来源：万得数据及中银证券

寿险——负债端

1. 新单承压，续期保费拉动保费收入平稳增长

2018年上半年，四家上市保险公司的寿险保费收入均实现正增长。受市场环境影响，上半年保险公司的新单保费均有大幅度下滑，但得益于续期保费的拉动作用，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险上半年寿险保费收入分别为3605/3520/1310/679亿元，实现同比增速分别为4.2%/22.6%/18.5%/10.8%。

图表 19. 上市保险公司寿险保费收入及其同比增速

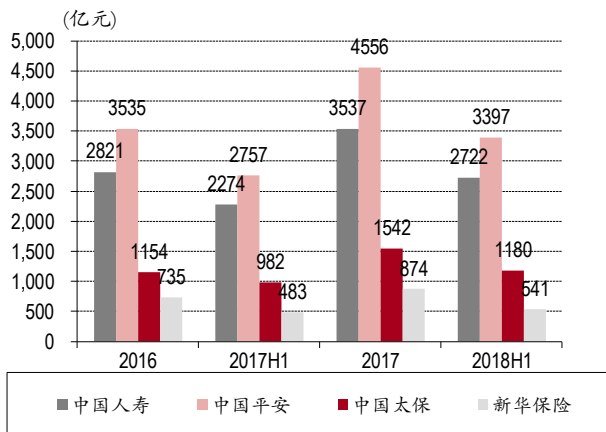


资料来源：万得数据及中银证券

2. 个险渠道占比继续提升

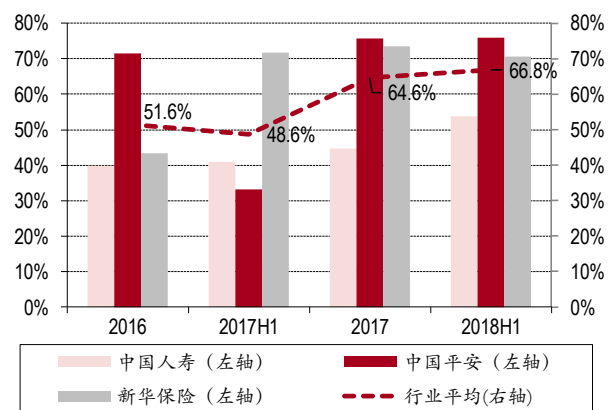
2018年上半年中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险的个险渠道的保费收入为2722/3397/1180/541亿元，同比增长分别为19.7%/23.2%/20.2%/12.2%。上半年中国人寿/中国平安/新华保险的个险渠道新单保费占比分别为53.9%/76.0%/70.6%。从行业平均水平来看，个险渠道是保险公司的最重要的销售渠道，个险渠道新单保费占比同比增加18.2%，环比增加2.2%，增长银保渠道和团险渠道重要性进一步下降。

图表 20. 个险渠道保费收入



资料来源：万得数据及中银证券

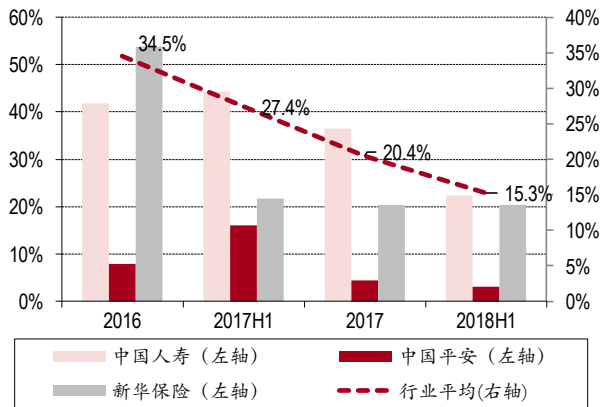
图表 21. 个险渠道新单保费占比变化情况



资料来源：万得数据及中银证券

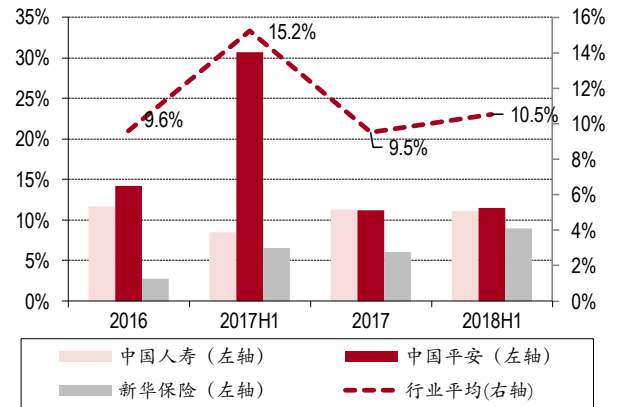
2018 年上半年中国人寿/中国平安/新华保险的银保渠道新单保费占比分别为 22.4%/3.1%/20.4%，团险渠道新单保费占比分别为 11.1%/11.5%/9.0%。从行业平均水平来看，2018 年上半年个险渠道新单保费/银保渠道新单保费/团险渠道新单保费占比分别为 66.8%/15.3%/10.5%。银保渠道新单保费占比近两年持续下降，其中上半年中国人寿和中国平安的银保渠道新单保费占比小幅度缩水，分别从 36.5%降至 22.4%/4.5%降至 3.1%，新华保险的银保渠道新单保费占比保持 20.4%水平未变。2018 年上半年团险渠道新单保费占比较 2017 年末有 1.0%的小幅度提升，但同比 2017 年上半年的 15.2%占比，有 4.7%的明显下降。

图表 22. 银保渠道新单保费占比变化情况



资料来源：万得数据及中银证券

图表 23. 团险渠道新单保费占比变化情况



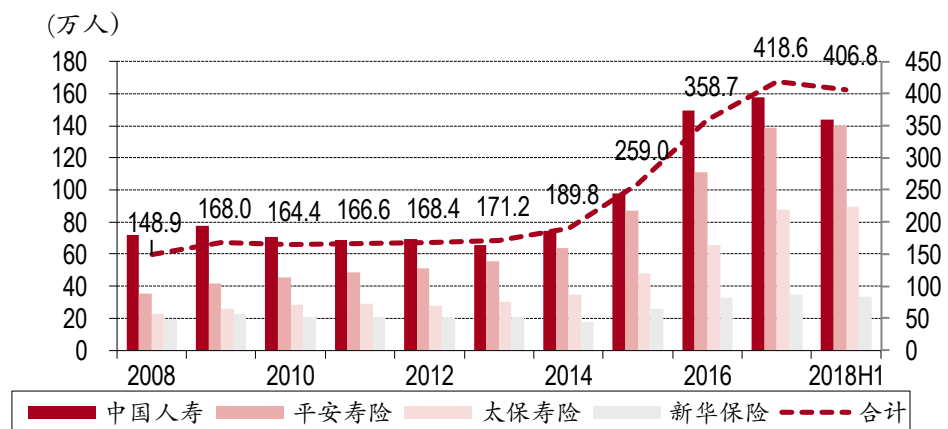
资料来源：万得数据及中银证券

3. 代理人数量增幅放缓，佣金收入回归价值

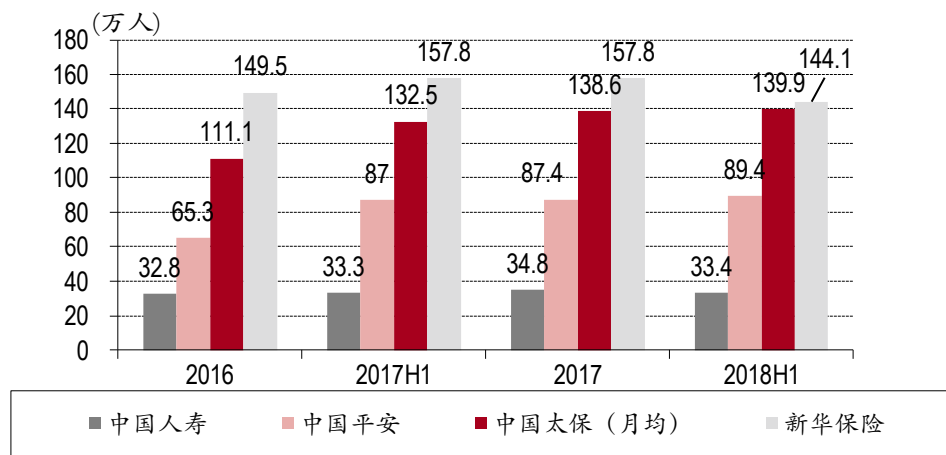
2018 年上半年受市场环境的影响，保险行业代理人人数、代理人人均产能及人均收入表现较差。新的政策导向下产品结构有所调整，过渡期新单销售困难，形成产品销售困难-代理人产能下降-代理人收入下降-代理人留存率下降的负向反馈，进入行业增员瓶颈期。

2018 年上半年中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险的保险代理人规模分别为 144.1/139.9/89.4/33.4 万人，上市险企代理人合计 406.8 万人。2014 年开始，保险行业代理人开始大幅度的增员，持续到 2017 年达到顶峰，四家上市险企代理人合计 418.6 万人。2018 年上半年代理人数量出现回落，进入增员瓶颈期。

图表 24. 2008-2018 年行业保险代理人情况 (万人)

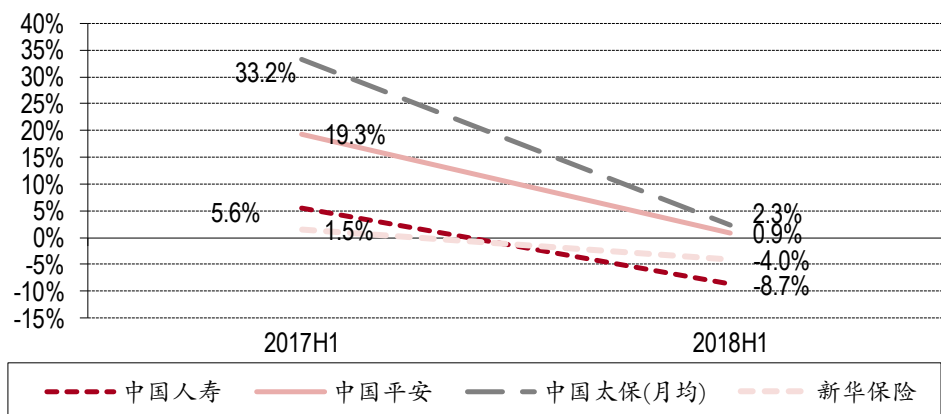


资料来源：万得数据及中银证券

图表 25. 上市保險公司代理人人數


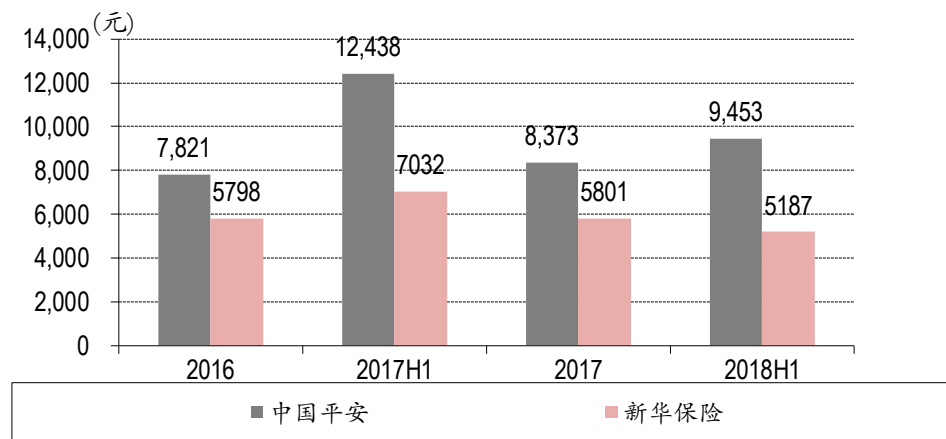
资料来源：万得数据及中银证券

2018 年上半年中国人寿/中国平安/中国太保 (月均) /新华保险的保险代理人人数较年初环比增速为 -8.7%/0.9%/2.3%/-4.0%，行业普遍出现增员困难，留存率下降等问题。

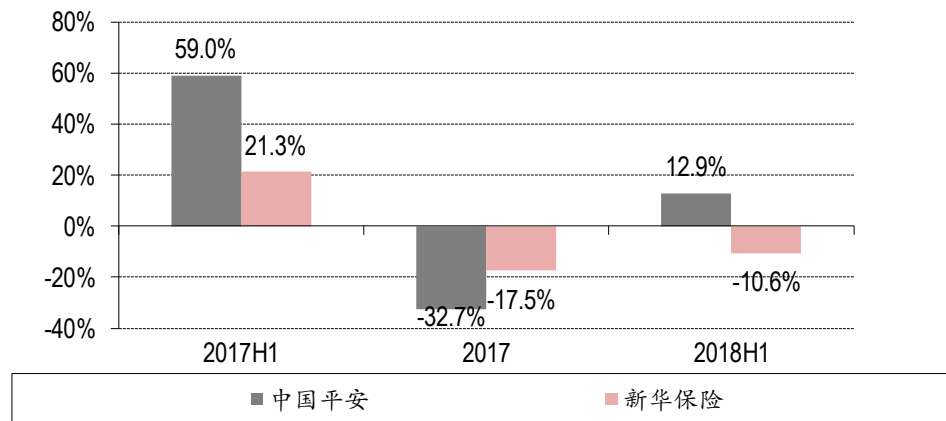
图表 26. 上市保險公司代理人人數环比增速


资料来源：万得数据及中银证券

2018 年上半年受市场环境的影响，保险代理人产能及收入表现较差，同比出现下滑。各保险公司除了增加对代理人的培训之外，普遍借助科技手段，加强代理人效率和业务水平。代理人素质的提高有利于保障型产品的销售，符合目前行业的产品结构调整转型的规划。平安更加强调件均保费数，新华多次着墨业绩率等非数量指标，均反映了国内保险公司销售的产品回归保障趋势。

图表 27. 上市保险公司代理人人均产能


资料来源：公司公告及中银证券

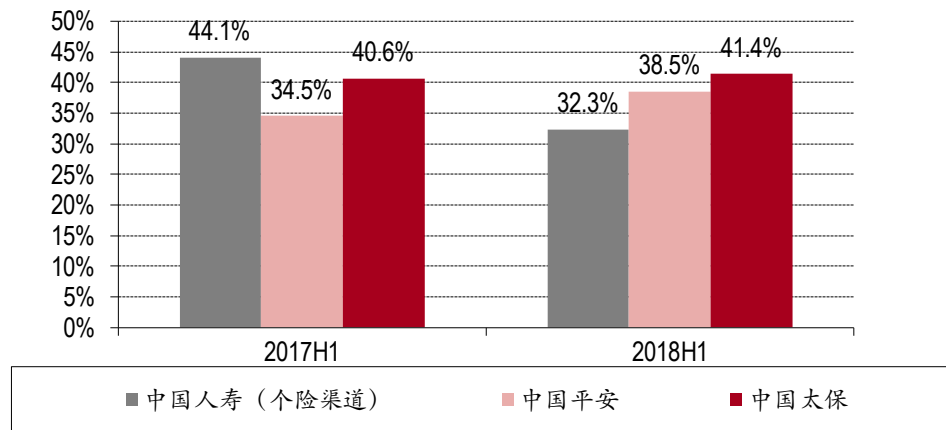
图表 28. 2018H1 上市保险公司代理人人均产能环比增速


资料来源：公司公告及中银证券

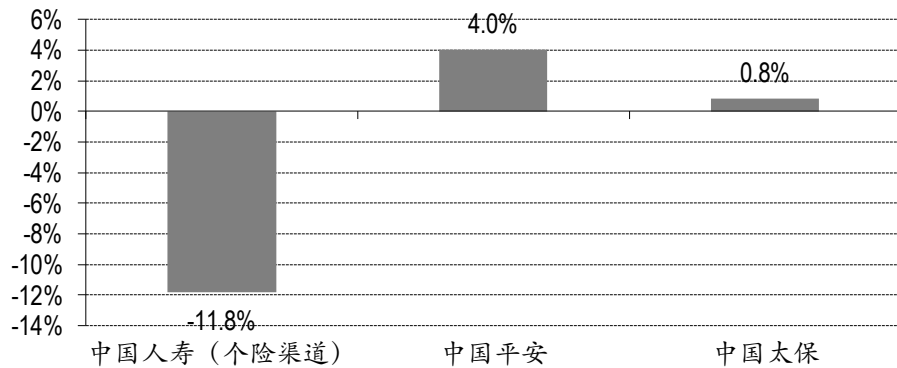
4. 产品结构调整，健康险发力

2018 年上半年保障型产品占比提升，主要得益于新政策环境下产品结构调整，储蓄型产品新单有所下滑。保障型产品的新业务价值率高于储蓄型产品，拉动行业新业务价值率同比均有所提升，保障型产品拉动新业务价值不断改善。

2018 年上半年中国平安/中国太保的寿险新业务价值率分别为 38.5%/41.4%，中国人寿的个险渠道新业务价值率为 32.3%。2018 年上半年中国人寿/中国平安/中国太保的新业务价值率同比变化-11.8/4.0/0.8 个百分点。

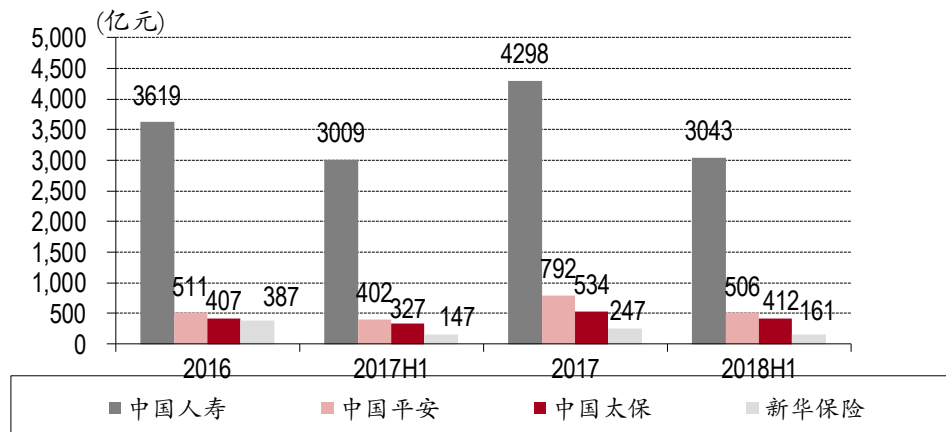
图表 29. 上市保险公司新业务价值率


资料来源：万得数据及中银证券

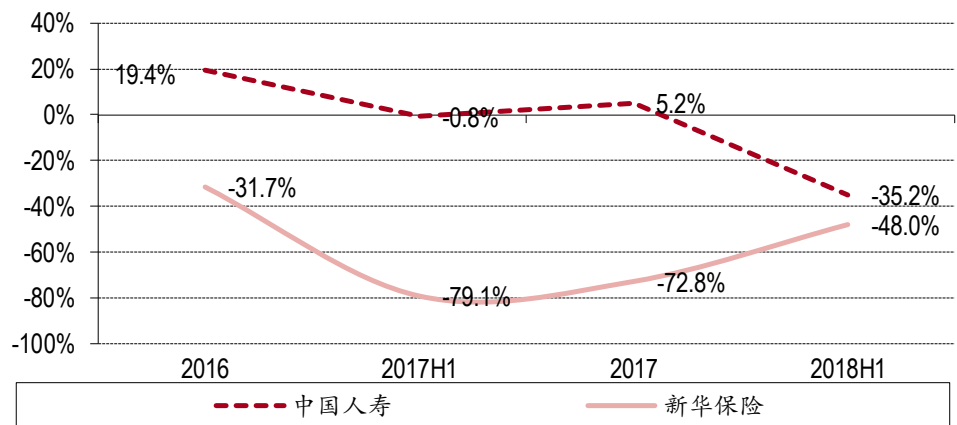
图表 30. 2018H1 上市保险公司新业务价值率同比变动


资料来源：万得数据及中银证券

2018 年上半年中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险的传统型保险保费收入分别为 3043/506/412/161 亿元。中国人寿和新华保险的传统型保险新单保费同比增速分别为-35.2%和-48%，上半年新单保费承压明显。

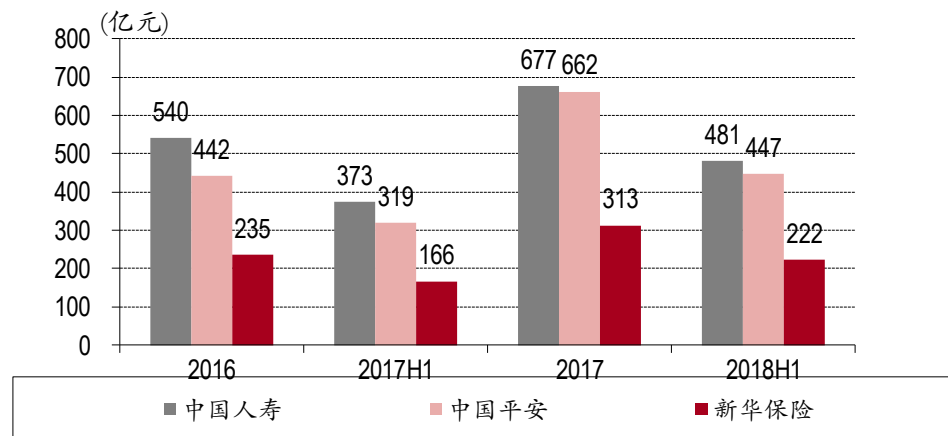
图表 31. 传统型保险保费收入情况


资料来源：公司公告及中银证券

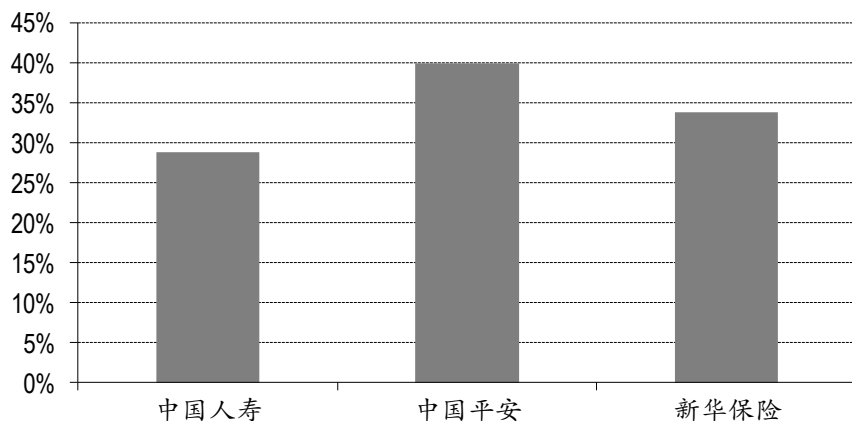
图表 32. 传统型保险新单保费同比增速


资料来源：公司公告及中银证券

2018年上半年中国人寿/中国平安/新华保险的健康险业务新单保费为481/447/222亿元，中国人寿和新华保险的健康险新业务保费同比增速分别为29.5%和12.9%。健康险产品的需求不断扩大，成为上半年保险公司的亮点产品类型。

图表 33. 健康险保费


资料来源：公司公告及中银证券

图表 34. 2018年上半年健康险保费同比增速


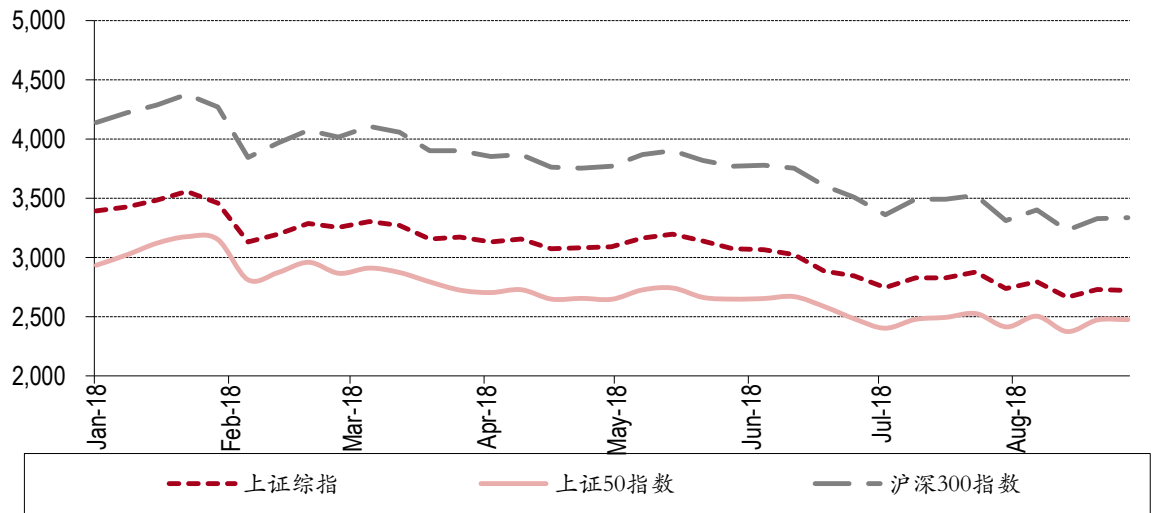
资料来源：公司公告及中银证券

寿险——资产端

1. 投资收益率受大环境影响普遍下降

2018年上半年资本市场环境不佳，保险公司投资收益率普遍承压。2018年上半年行业总投资收益率的平均水平为4.3%，净投资收益率的平均水平为4.6%。

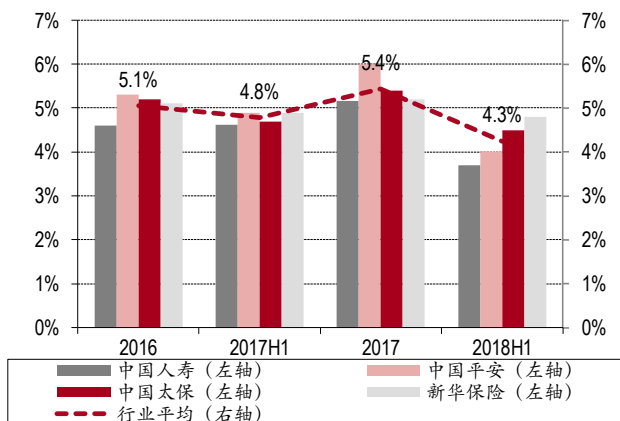
图表 35. 2018 年上证综合指数、沪深 300 指数、上证 50 指数走势



资料来源：Wind，中银证券

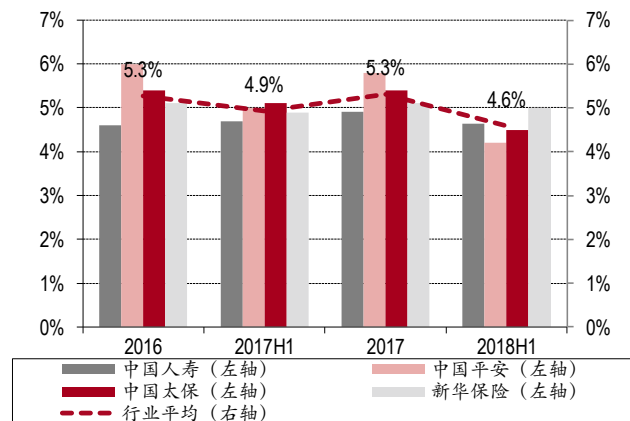
中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险上半年总投资收益率分别为 3.7%/4.5%/4.5%/4.8%，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险上半年净投资收益率分别为 4.64%/4.2%/4.5%/5%。新华保险的投资收益率领先行业，整体来看行业的投资收益率普遍不乐观。

图表 36. 上市保险公司总投资收益率



资料来源：万得数据及中银证券

图表 37. 上市保险公司净投资收益率



资料来源：万得数据及中银证券

2. 资产配置结构显现谨慎原则

在资产配置上，各家公司均下调了股权类资产配置的占比，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险股权类资产变动为-0.4%/-0.7%/-1.3%/-1.8%。债券类资产的配置仍旧是保险投资的重点，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险上半年债券类资产占比为 81.9%/70.3%/83.3%/71.3%。预计未来上市保险公司继续坚持稳健谨慎的投资原则。

图表 38.上市保险公司资产配置变化(%)

保险公司	项目	2016	2017H1	2017	2018H1	变化
中国人寿	现金及存款	4.5	2.7	3.3	2.5	(0.8)
	债券类资产	78.3	78.2	80.8	81.9	1.2
	股权类资产	17.2	19.1	15.8	15.4	(0.4)
	其他	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1
中国平安	现金及存款	6.2	4.4	5.8	4.9	(0.9)
	债券类资产	73.4	73.0	68.6	70.3	1.7
	股权类资产	18.3	20.4	23.7	23.0	(0.7)
	其他	2.2	2.2	2.0	1.8	(0.1)
中国太保	现金及存款	4.5	3.8	2.8	2.8	0.0
	债券类资产	82.2	80.4	81.8	83.3	1.4
	股权类资产	12.3	14.9	14.6	13.2	(1.3)
	其他	0.9	0.8	0.8	0.7	(0.1)
新华保险	现金及存款	2.1	2.3	1.3	5.1	3.8
	债券类资产	76.0	74.9	73.4	71.3	(2.1)
	股权类资产	15.8	16.1	19.1	17.3	(1.8)
	其他	6.1	6.7	6.2	6.3	0.1

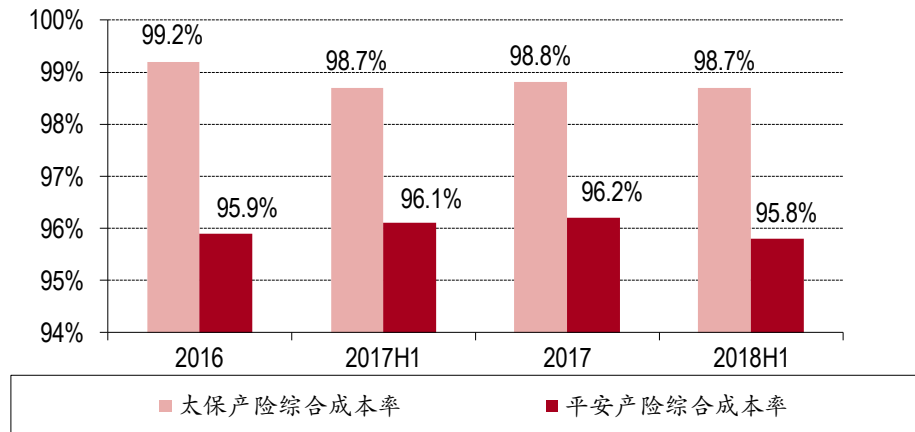
资料来源：万得数据及中银证券

产險

1. 综合成本率下降

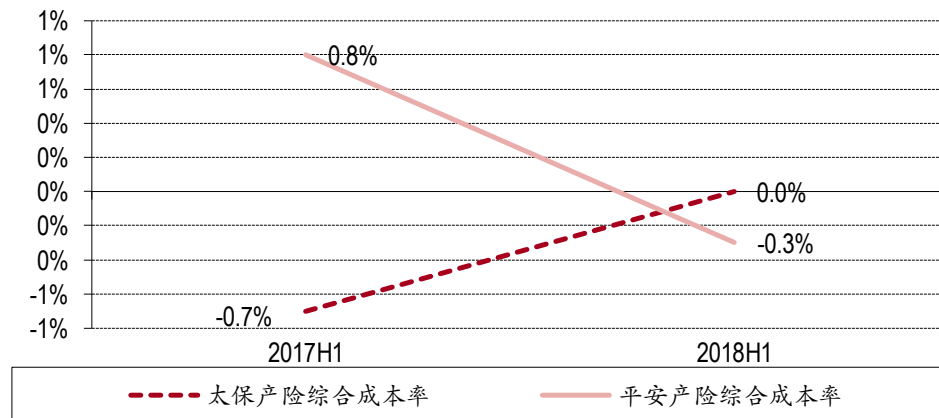
2018年上半年太保财险/平安财险的综合成本率为98.7%/95.8%，环比分别下降0.1%/0.4%，同比分别下降0.0%/0.3%。

图表 39. 上市保险公司财险业务综合成本率



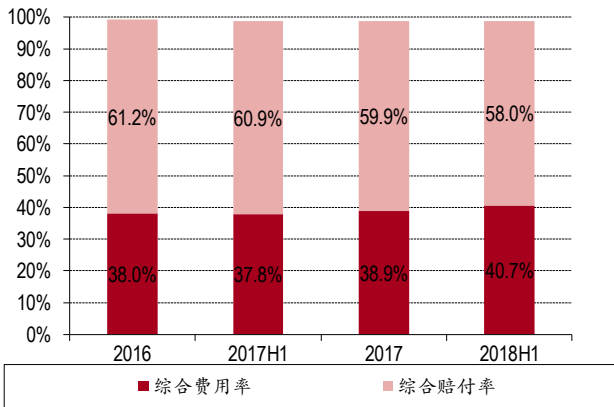
资料来源：万得数据及中银证券

图表 40. 上市保险公司财险业务综合成本率同比变化

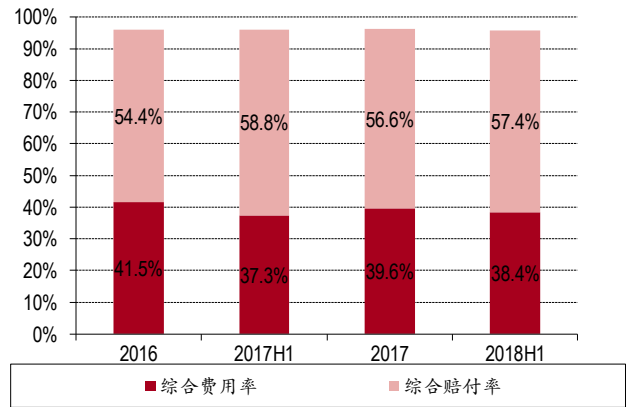


资料来源：万得数据及中银证券

2018年上半年太保财险/平安财险的综合费用率分别为40.7%/38.4%，综合赔付率分别为58.0%/57.4%。较2017年上半年，太保财险的综合成本率维持稳定，其中综合费用率有2.9%的上升，综合赔付率有2.9%的下降。平安财险的综合成本率有0.3%的下降，其中综合费用率有1.1%的上升，综合赔付率有1.4%的下降。

图表 41. 太保财险综合成本率


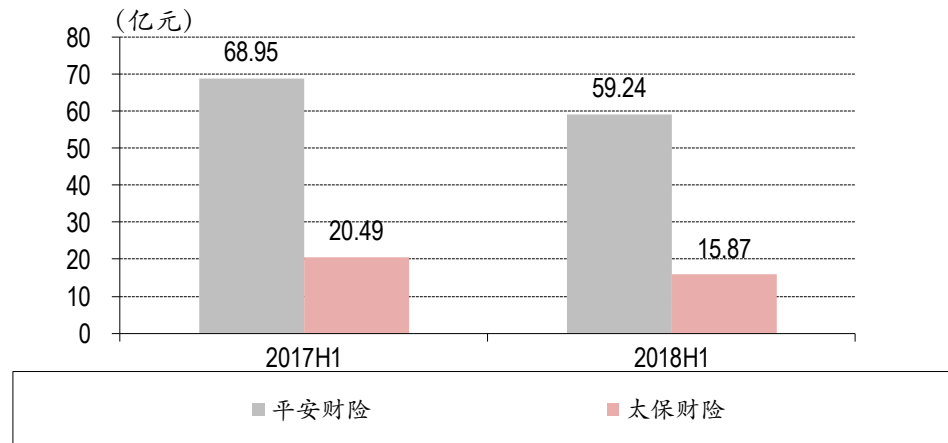
资料来源：万得数据及中银证券

图表 42. 平安财险综合成本率


资料来源：万得数据及中银证券

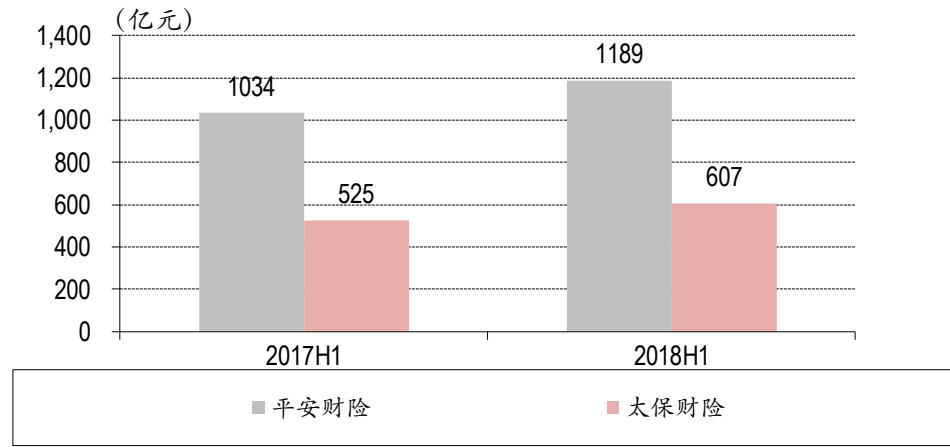
2. 财险保费保持增长，净利润略有下滑

2018年上半年中国平安/太保财险的净利润分别为 59.24/15.87 亿元，同比下滑 14%/23%。而保费收入分别为 607/1189 亿元，同比均有提升，但净利润有小幅下滑，主要原因是所得税的大幅提升，“手续费及佣金支出”的税前扣除政策为财险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 15% 计算上限，手续费率增加导致税前可抵扣的部分减少，所得税大幅提升造成净利润下滑。

图表 43. 上市保险公司财险净利润


资料来源：万得数据及中银证券

图表 44. 上市保险公司财险保费收入

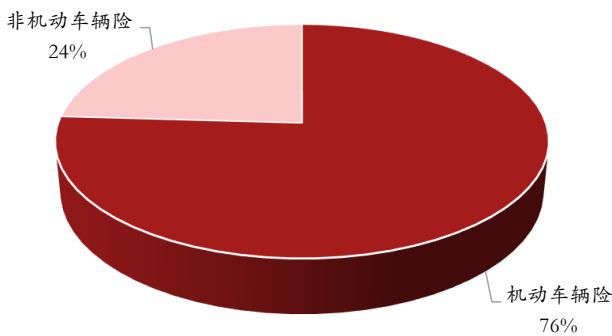


资料来源：万得数据及中银证券

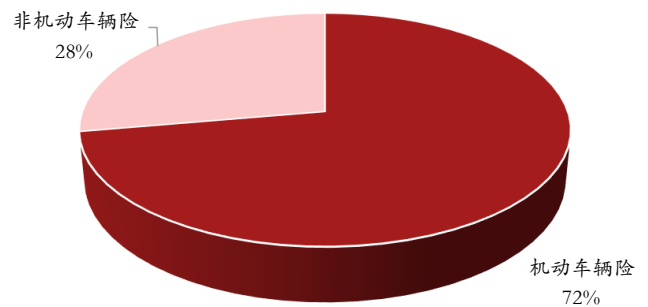
3. 车险占比略有收缩，产品结构现多样化趋势

2018 年上半年太保财险/平安财险的车险保费收入占比分别为 72%/71%，非车险保费收入占比分别为 28%/29%。对比 2017 年上半年太保财险/平安财险的车险保费收入占比的 76%/78%，2018 年上半年的车险保费收入在财险中的占比呈现下降趋势。

图表 45. 2017H1 太保财险保费收入占比



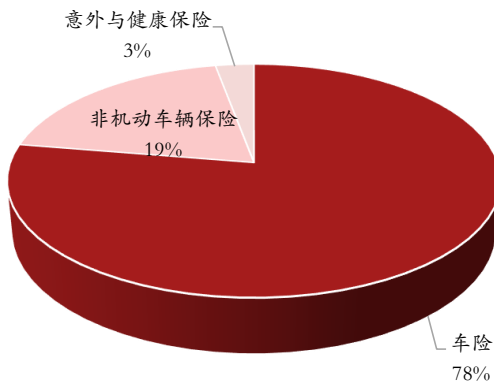
图表 46. 2018H1 太保财险保费收入占比



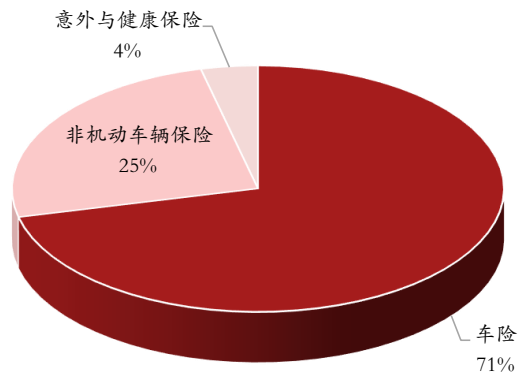
资料来源：万得数据及中银证券

资料来源：万得数据及中银证券

图表 47. 2017H1 平安财险保费收入占比



图表 48. 2018H1 平安财险保费收入占比



资料来源：万得数据及中银证券

资料来源：万得数据及中银证券

投资建议

短期：政策变化带来的短期变革阵痛正在逐步渡过，通过费用投入二季度保费环比改善，重点关注今年第四季度保费结构和增速、代理人留存及增员情况、四季度开门红预售情况。

长期：供给端产品结构调整优化价值率，需求端保障型需求增加趋势明确，保费结构调整和价值率的提升是长期持续的过程。

估值：行业估值回到底部，经营情况已开始改善，进入估值修复通道。首推新单和新业务价值率先转正的的领军公司**中国平安**。

图表 49. 保险行业估值表

代码	公司	股价		2016	2017	2018E	2019E	评级
601628.SH	中国人寿	22.26	EVPS	23.07	25.97	29.09	33.46	未有评级
			P/EV	0.96	0.86	0.77	0.67	
			NBVPS	1.74	2.13	2.17	2.39	
			NBVX	12.76	10.47	10.26	9.33	
601318.SH	中国平安	64.8	EVPS	34.88	45.14	54.17	67.71	买入
			P/EV	1.86	1.44	1.20	0.96	
			NBVPS	3.76	3.68	4.05	4.66	
			NBVX	17.24	17.59	15.99	13.90	
601601.SH	中国太保	33.68	EVPS	27.14	31.58	36.32	43.58	未有评级
			P/EV	1.24	1.07	0.93	0.77	
			NBVPS	2.10	2.95	3.18	3.57	
			NBVX	16.03	11.42	10.58	9.44	
601336.SH	新华保险	47.18	EVPS	41.50	49.13	56.50	64.98	未有评级
			P/EV	1.14	0.96	0.83	0.73	
			NBVPS	3.35	4.35	4.70	5.41	
			NBVX	14.09	10.83	10.03	8.72	

资料来源：万得数据及中银证券

*数据基于2018年9月4日收盘价

风险提示

- 1) 监管趋紧对于保险产品销售的压力；
- 2) 资管新规下非标投资受限，股市、债市波动对资产端投资收益率带来的压力；
- 3) 率变化超预期对保险行业产生的影响；
- 4) 代理人增员困难程度超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371