

## 保险 II 行业

2018-9-2

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

# 保险行业 2018 年中报综述： 从中报看保险的消费周期二象性

## 报告要点

### ■ 消费周期二象性与三因素框架分析

随消费属性的提升，权益、利率和保费三因素分析框架中的保费因素将扮演更重要的作用。保险板块兼具消费周期双重属性，但受限于过往的储蓄业务较多，周期性仍然表现强势，权益市场和利率环境成为左右板块走势的关键因素，消费属性不过小荷尖角、土破萌芽。但上半年的业绩表现在印证一个趋势，即保险的消费属性持续提升，或将逐渐成为超过周期属性的核心特质，而保费及价值的成长性将成为更重要的分析因素，左右板块的估值震荡中枢是否提升。

### ■ 保障业务增长，板块消费属性强化

消费属性的理解在于其业务是否具备稳健的成长和盈利能力，保障业务的发展是基础。从中报来看，4 点表现反应出消费属性的强化：第一，渠道结构稳定，续期业务保证流动性，险种结构持续优化，保障类业务渐成主力；第二，代理人发展由量增向质优转变，注重举绩率、件均保费、人均件数等提升，对于发展保障类业务打下基础；第三，受保障业务增长的推动，NBV 增速降幅收窄，价值率明显提升，创历史新高；第四，新业务的投资敏感性下降，死亡发病费用等变动敏感性增加，保险风险最低资本占比上升，未来盈利的利差波动影响减弱，营运偏差对于 EV 增长存在正贡献。

### ■ 市场弱势下，周期属性拉低板块估值

储蓄业务和投资表现仍然体现出较强的周期属性。第一，利率和监管环境对于储蓄业务形成压制，从而带来整体新单的下降，预期这种波动会随着利率下降和监管影响消化的呈现底部回升的态势；第二，权益市场较弱导致投资收益率和权益配置普遍下滑，基金分红减少降低了净投资收益率的水平，权益资产价值缩减导致了部分浮亏生成，而债券交易的良好表现有所对冲；第三，准备金评估利率随利率环境变化，准备金计提同比改善推动利润增长改善，预计将持续到 2019 年。板块的周期属性直接反应为较强的β走势，估值被弱势市场拉低。

### ■ 投资展望：消费属性的成长与周期底部的改善

消费属性强化，周期属性弱化，新周期已经启动。权益、利率、保费的三大分析因素框架下，随着行业消费属性的提升，保费及价值增长将呈现更加重要的地位，决定估值震荡中枢；而储蓄业务回暖、权益市场和利率相对企稳、利率期限溢价的拉大给予板块周期底部改善的趋势。看好板块估值中枢提升，EV 平稳增长下，估值提升的空间相应增厚。个股推荐新华保险和中国平安。

**风险提示：**

1. 行业结构转型不及预期；
2. 监管政策收紧节奏超出预期。

分析师 周晶晶

☎ (8621) 61118727

✉ zhouji1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514070005

联系人 孙寅

☎ (8621) 61118727

✉ sunyin@cjsc.com.cn

分析师 徐一洲

☎ (8621) 61118727

✉ xuyiz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070002

联系人 吴一凡

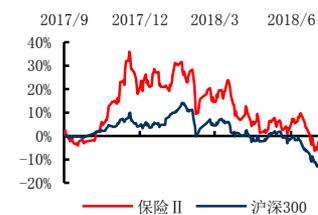
☎ (8621) 61118727

✉ wuyf4@cjsc.com.cn

## 行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
601318	中国平安	买入
601336	新华保险	买入

## 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《保险行业 8 月投资策略：评估利率调整推升利润，关注价值增长表现》2018-8-18

《保险基本面梳理六十四：美国寿险资金何以获取超额收益率？》2018-8-1

《保险行业 7 月投资策略：信用溢价陡峭化，聚焦 19 号文下保障新产品》2018-7-11

## 目录

半年报核心要点分析.....	4
中报业绩概览 .....	5
保险公司的消费属性是否提升? .....	6
看点一：保费结构持续优化，回归保障势在必行.....	6
渠道缴费结构平稳，续期保费保证流动性 .....	7
险种结构优化，保障类业务占比提升.....	8
看点二：代理人由量向质演变，夯实发展基础 .....	11
看点三：保障型业务助推 NBV 改善，价值率明显提升.....	12
保障型业务对 NBV 贡献加大.....	12
价值率受结构改善影响创新高 .....	13
看点四：价值的投资敏感性下降，死费差贡献提升 .....	14
NBV 和 VIF 投资敏感性下降.....	14
死费差贡献有所提升.....	14
保险公司的周期属性如何体现? .....	15
表现一：利率和监管周期下的储蓄业务回落 .....	15
表现二：市场影响下的投资收益率和资产配置变化 .....	17
投资收益率有所下滑，权益浮亏生成较多 .....	17
资产配置格局变化 .....	20
新准则下的资产持有形态变化 .....	22
表现三：准备金假设变动下的利润变化 .....	24
投资展望：消费属性的成长与周期底部的改善 .....	26

## 图表目录

图 1：2018 年上半年十年期及以上期缴产品规模占期缴新单比例略有下行（单位：%） .....	8
图 2：国寿、新华健康险新单保费增速（单位：%） .....	9
图 3：中国平安个险渠道下分险种新单保费增速（单位：%） .....	9
图 4：国寿、新华健康险新单保费占总新单比（单位：%） .....	10
图 5：长期保障型新单保费占总新单（单位：%） .....	10
图 6：上市险企退保率持续下降（单位：%） .....	10
图 7：太保、平安产险累计保费增速（单位：%） .....	11
图 8：太保、平安综合成本率（单位：%） .....	11
图 9：上市险企代理人数量（单位：万人） .....	12
图 10：上市险企代理人首年新单报费（单位：元/人/月） .....	12

图 11: 平安代理人渠道新业务价值险种结构 (单位: %)	13
图 12: 平安长期保障型产品 NBV 及增速 (单位: 亿元, %)	13
图 13: 太保分季度 NBV 及增速 (单位: 亿元, %)	13
图 14: 平安分季度 NBV 及增速 (单位: 亿元, %)	13
图 15: 投资收益率+50BP 下新业务价值敏感性 (单位: %)	14
图 16: 投资收益率+50BP 下有效业务价值敏感性 (单位: %)	14
图 17: 上市险企寿险最低资本/最低资本 (单位: %)	15
图 18: 内含价值变动中运营经验偏差的变动情况 (单位: %)	15
图 19: 行业保费增速与 1 年期国债收益率变动关系 (单位: %)	16
图 20: 2018 年开门红寿险保费下滑明显 (单位: 亿元, %)	17
图 21: 中国人寿资产配置结构 (单位: %)	22
图 22: 中国平安资产配置结构 (单位: %)	22
图 23: 中国太保资产配置结构 (单位: %)	23
图 24: 新华保险资产配置结构 (单位: %)	23
图 25: 中性假设下基准利率变动预期 (单位: %)	24
表 1: 公司经营情况概览 (单位: 亿元, %)	6
表 2: 新单保费和续期保费规模及占比情况 (单位: 亿元, %)	7
表 3: 新单渠道规模情况 (单位: 亿元, %)	8
表 4: 保费产品结构情况 (单位: 亿元, %)	9
表 5: 中国太保分业务综合成本率及保费 (单位: 百万元, %)	11
表 6: 中国平安分业务综合成本率及保费 (单位: 百万元, %)	11
表 7: 上市险企代理人主要数据	12
表 8: 上市险企业务价值率对比 (单位: %)	13
表 9: 上市险企主要假设敏感性变化 (单位: %)	14
表 10: 上市险企 134 号新规下新设计产品情况	16
表 11: 公司投资收益情况 (单位: 亿元, %)	17
表 12: 投资收益率及资产价差收益率 (单位: %)	17
表 13: 上市险企投资收益结构 (单位: 百万元)	18
表 14: 利润表其他综合收益规模 (单位: 亿元, %)	19
表 15: 权益表其他综合收益规模 (单位: 亿元, %)	20
表 16: 可供出售资产中累计计入其他综合损益 (单位: 百万元)	20
表 17: 2017-2018H 大类资产配置情况 (单位: 亿元)	20
表 18: 上市险企非标资产配置结构 (单位: 亿元, %)	21
表 19: 平安非标资产相关数据 (单位: %, 年)	21
表 20: 上市险企非标资产评级情况 (单位: %)	22
表 21: 中国平安 2018 年中报资产重分类情况 (单位: 百万元, %)	23
表 22: 上市险企准备金折现率变化 (单位: %)	24
表 23: 国债 750 日均线变动幅度 (单位: BP)	24
表 24: 2017 年以来多计提责任准备金情况及利润占比 (单位: 百万元, %)	25
表 25: 行业重点上市公司估值指标与评级变化	26

## 半年报核心要点分析

2017 年起，市场对于保险板块到底是消费还是周期的讨论不绝于耳。我们认为这两种属性均在板块上有所体现，但受限于过往的储蓄业务较多，周期性仍然表现出强势一面，权益市场和利率环境成为左右板块走势的关键因素；而消费属性不过小荷尖角、土破萌芽。

2018H 保险业绩我们围绕保险的消费周期二象性展开，上半年的表现也在印证一个趋势，即保险的消费属性持续提升，或将逐渐成为超过周期属性的核心特质。首先，我们讨论了为何消费属性在提升，其表现大致在以下几点：

第一，渠道结构稳定，续期业务保证流动性，险种结构持续优化，保障类业务渐成主力；

第二，代理人发展由量增向质优转变，注重举绩率、件均保费、人均件数等提升，对于发展保障类业务打下基础；

第三，受保障业务增长的推动，NBV 增速降幅收窄，价值率明显提升，创历史新高；

第四，新业务的投资敏感性下降，死亡发病费用等变动敏感性增加，保险风险最低资本占比上升，未来盈利的利差波动影响减弱，营运偏差对于 EV 增长存在正贡献。

基于以上四点，我们认为消费属性确实在持续增强，但不可否认板块的周期属性仍然主导了上半年的板块走势：

第一，利率和监管环境对于储蓄业务形成压制，从而带来整体新单的下降，预期这种波动会随着利率下降和监管影响的消化呈现底部回升的态势；

第二，权益市场较弱导致投资收益率和权益配置普遍下滑，基金分红减少降低了净投资收益率的水平，权益资产价值缩减导致了部分浮亏生成，而债券交易的良好表现有所对冲；

第三，准备金评估利率随利率环境变化，准备金计提同比改善推动利润增长改善，预计将持续到 2019 年。

展望下半年及明年，我们认为消费属性强化，周期属性弱化，新周期已经启动。权益、利率、保费的三大分析因素框架下，随着消费属性的提升，保费及其关联的价值增长将逐渐改变其对走势影响较弱的地位，成为决定估值中枢的重要支撑因素；而储蓄业务回暖、权益市场和利率相对企稳、利率期限溢价的拉大给予板块周期底部改善的趋势。看好板块估值震荡中枢提升，EV 平稳增长下，估值提升的空间增厚。

## 中报业绩概览

我们对于中报业绩的整体概括是：新单增速较弱导致 NBV 增速放缓，但保障型业务仍是主要支撑，总保费收入、EV 增长平稳，投资和净资产增速略有分化，净利润趋势性持续改善。

新单增速表现不佳，NBV 增速放缓。2018 年上半年，4 家上市险企实现新单保费收入 2,803.9 亿元，同比下降 17.9%，其中国寿、新华大幅下滑 24.3%、26.1%。上半年国寿、平安、太保、新华实现 NBV 为 281.7、387.6、162.9、64.5 亿元，除平安同比微增 0.2%外，国寿、太保、新华分别下滑 23.7%、17.5%、8.9%。

保费收入、内含价值增速平稳。从数据来看，国寿、平安、太保、新华分别实现保费收入 3,604.8、4,081.9、1,926.3、678.7 亿元，同比增长 4.2%、19.6%、17.6%、10.8%。内含价值分别较年初增长 4.8%、12.4%、8.1%、7.9%。

净利润趋势性持续改善。4 家上市险企合计实现归属净利润 885.71 亿元，同比上升 35.4%，国寿、平安和太保实现归属净利润 164.2、581.0、82.5 亿元，分别上升 34.2%、33.8%、26.8%，新华实现归属净利润 58 亿元，同比大幅提升 79.1%。净利润表现较好一方面由于责任准备金同比大幅改善，考虑到 2018 年下半年到 2019 年底，国债 750 日均线将加速上行，公司责任准备金释放空间较大，下半年净利润改善趋势或更加明显。另一方面，虽然投资收益受市场环境增长放缓，但整体好于前期预期。

投资和净资产表现略有分化。四家上市险企合计实现投资收益 1,813.1 亿元，同比增长 11.3%。平安、太保分别实现投资收益 771.6、275.4 亿元，同比增长 20.5%、15.0%，国寿、新华分别实现投资收益 593.9、172.2 亿元，同比分别微增 1.9%、3.8%，各家联营及合营企业投资收益表现良好，为投资收益的重要增量。投资的分化体现在净投资收益中固定收益类资产和权益类资产收益率贡献分化，2018 年上半年固定收益类资产收益率较为平稳，而权益市场波动较大，部分公司基金分红下降较为明显，权益价差投资受市场环境均有较大下滑；上半年净资产普遍较年初有所提升，平安提升近 9%，新华提升 3.2%，国寿、太保微增 0.6%、1.0%，主要受权益资产价格缩减影响。从投资收益率的角度来看，国寿、平安、太保和新华净投资收益率 4.2-5.0%，总投资收益率在 3.7-4.8%。

提取责任准备金规模在 2018 年上半年表现有所不同，平安、太保、新华责任准备金计提规模分别为 1,408.4、821.0、121.9 亿元，同比上升 3.6%、25.0%、40.0%。国寿计提责任准备金 1,190.9 亿元，同比小幅下降 0.2%。

资产减值除平安（剔除银行）外均大幅减少。上市险企上半年的资产减值规模合计达 27.3 亿元，相比去年同期大幅减少 27.0%，资产减值压力均有所放缓，国寿、平安、太保、新华同比分别下降 24.8%、36.3%、10.0%、32.0%，资产减值规模较小，约在 4-13 亿之间，对于净利润影响压力较小。

保费结构向好，新业务价值率有所提升。2018 年上半年，在行业回归保障的趋势下，险种结构不断优化，保障型产品占比的提升带来了新业务价值率的增长，国寿、平安、太保新业务价值率分别提升 1.1、4.1、0.8 个百分点，新华大幅提升 11.2 个百分点至 50.5%。新业务价值率的提升体现了保险业务质量向好，保障属性有所提升。

表 1：公司经营情况概览（单位：亿元，%）

亿元	中国人寿			中国平安			中国太保			新华保险		
	2018H	2017H /2017A	同比									
新单保费	1,253.2	1,654.7	-24.3%	1,067.6	1,170.0	-8.8%	341.7	400.4	-14.7%	141.4	191.2	-26.1%
保费收入	3,604.8	3,459.7	4.2%	4,081.9	3,413.9	19.6%	1,926.3	1,637.9	17.6%	678.7	612.4	10.8%
投资收益	593.9	582.7	1.9%	771.6	640.2	20.5%	275.4	239.6	15.0%	172.2	165.9	3.8%
责任准备金计提	1,190.9	1,193.6	-0.2%	1,408.4	1,358.9	3.6%	821.0	656.8	25.0%	121.9	87.1	40.0%
资产减值 <sup>1</sup>	12.7	16.9	-24.8%	5.5	8.6	-36.3%	4.2	4.7	-10.0%	4.9	7.2	-32.0%
归属净利润	164.2	122.4	34.2%	581.0	434.3	33.8%	82.5	65.1	26.8%	58.0	32.4	79.1%
基本EPS	0.6	0.4	32.6%	3.3	2.4	34.2%	0.9	0.7	26.4%	1.9	1.0	78.8%
净资产 <sup>2</sup>	3,230.1	3,209.3	0.6%	5,160.5	4,733.5	9.0%	1,388.8	1,375.0	1.0%	657.8	637.2	3.2%
EV <sup>2</sup>	7,692.3	7,341.7	4.8%	9,273.8	8,251.7	12.4%	3,092.4	2,861.7	8.1%	1,656.0	1,534.7	7.9%
有效业务价值 <sup>2</sup>	3,875.9	3,636.7	6.6%	3,662.1	3,124.6	17.2%	1,533.8	1,344.1	14.1%	686.4	602.6	13.9%
NBV	281.7	369.0	-23.7%	387.6	386.7	0.2%	162.9	197.5	-17.5%	64.5	70.8	-8.9%
新业务价值率 <sup>3</sup>	22.4%	21.3%	1.1pct	38.5%	34.4%	4.1pct	41.4%	40.6%	0.8pvt	50.5%	39.3%	11.2pct

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所；1：平安资产减值中剔除平安银行影响；2：净资产、EV、有效业务价值和 2017 年底对比；3：除太保采用首年年化保费口径外，新业务价值率采用首年保费口径衡量

总结 2018 年中报，最值得关注的是保障回归的加速与投资端的表现。从行业净利润来看，上半年利润持续改善，准备金计提压力同比改善是主要原因，预计这种趋势仍将持续到 2019 年。从产品结构来看，保险行业加快了由储蓄向保障型转型的步伐，保障型业务的二季度增长部分扭转了一季度的负增长局面，保费结构持续优化，新业务价值增速较一季度回升明显，新业务价值率也有较大提升，保险业务质量向好。而投资端受权益市场表现影响，整体投资收益有所下滑，但债券交易部分对冲了一定影响，基金分红收益的下滑对于净投资收益有一定负面影响，但其他固收资产收益平稳。

中报的业绩可以从两个方面阐述，一方面是保障业务增长带来的消费属性提升，另一方面是储蓄业务和投资表现带来的周期属性显现。我们认为，中报所体现出的结果，是消费属性进一步提升的反映，或将逐渐成为强于周期性的板块主导因素。

## 保险公司的消费属性是否提升？

保险到底有没有消费属性？消费属性有没有提升？这是市场普遍关注的问题。我们对于消费属性的理解在于其业务是否具备稳健的成长和盈利能力，保障业务的兴起为这一界定的成立打下了基础。从中报来看，我们认为上半年保险公司的消费属性得到前所未有的提升，主要是以下四点考量：1、保障业务占比提升进一步优化保费结构，续期业务增强了总保费跨越周期的能力；2、代理人渠道由量向质转变，是行业由粗放向精细化经营迈进的开始，销售能力提升将支撑稳健的业务增长；3、保障业务带动 NBV 增速回暖，价值率持续优化，业务的稳定性和盈利质量均在提升；4、盈利的投资敏感性下降，死费差收益贡献增加，抵御周期波动的能力显性增强。

### 看点一：保费结构持续优化，回归保障势在必行

## 渠道缴费结构平稳，续期保费保证流动性

个险期缴保费已成各家公司的核心，今年在行业保费承压下，个险期缴保费增速放缓，但仍是新单保费的主要缴费渠道，同时受益于过往个险期缴保费的大幅提升，今年上半年续期保费增速良好，支撑总保费收入较好增长。偏重于理财储蓄类的银保渠道保费占比已处于绝对低位，且新增银保渠道保费也多以期缴保费为主，趸交型银保产品占比极低。

从上市险企的半年报来看，上半年保费结构呈现 3 个特征：1、个险新单占总新单比例较高；2、十年期及以上期缴产品占个险新单比重较高，续期保费增速发力；3、银保保费占比较低。以个险渠道为核心的发展路径已确立。

1、个险新单占总新单比例较高。2018 年上半年，国寿、平安、太保、新华的个险新单保费收入分别实现 674.5、811.9、292.5、99.7 亿元，较去年同期分别下滑 0.5%、11.9%、19.7%、27.3%，增速表现较弱；从个险新单占新单比例来看，平安、太保、新华占比分别达到 76.0%、85.6%、70.5%，同比略有下滑 2.7、4.2、1.2 个百分点，基本保持平稳，国寿个险新单占比大幅提升 12.8 个百分点左右，受益于银保渠道的大幅缩减；

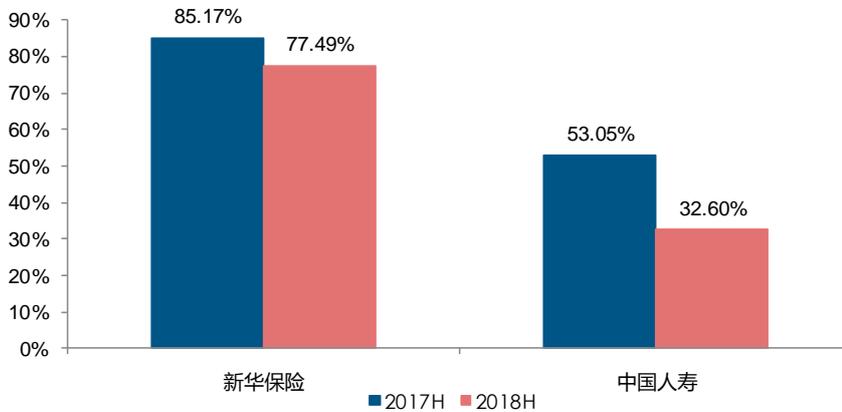
表 2：新单保费和续期保费规模及占比情况（单位：亿元，%）

	中国人寿			中国平安			中国太保			新华保险		
	2018H	2017H		2018H	2017H		2018H	2017H		2018H	2017H	
总保费	3,605	3,460	4.2%	3,520	2,871	22.6%	1,310	1,106	18.5%	679	612	10.8%
新单保费	1,253	1,655	-24.3%	1,068	1,170	-8.8%	342	400	-14.7%	141	191	-26.1%
新单保费/总保费	34.8%	47.8%		30.3%	40.8%		26.1%	30.3%		20.8%	31.2%	
个险新单	675	678	-0.5%	812	922	-11.9%	292	364	-19.7%	100	137	-27.3%
个险新单/总新单	53.8%	41.0%	12.8%	76.0%	78.8%	-2.7%	85.6%	89.8%	-4.2%	70.5%	71.7%	-1.2%
个险期缴	614	631	-2.7%	779	870	-10.5%	272	352	-22.8%	83	125	-33.7%
个险期缴/个险新单	91.1%	93.1%		96.0%	94.4%		93.0%	96.0%		83.4%	91.4%	
续期保费	2,352	1,805	30.3%	2,452	1,701	44.2%	969	705	37.4%	537	421	27.6%
续期保费/总保费	65.2%	52.2%		69.7%	59.2%		73.9%	63.8%		79.2%	68.8%	

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

2、十年期及以上期缴产品占个险新单比重较高，续期保费增速发力。四家险企个险期缴新单占个险新单比例普遍较高，达到 80% 以上，整体保费结构较优。同时，期缴保费中十年期及以上期缴保费占比虽略有下滑，占比仍较高，其中新华占比达到 77.5%。受过往期缴保费增长的推动，续期保费表现良好，增速在 28%-44%，占比提升明显，在 70% 左右；

图 1：2018 年上半年十年期及以上期缴产品规模占期缴新单比例略有下行（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

3、银保渠道新单保费占比已处于较低位置。在回归保障和个险渠道为核心的发展路径下，银保渠道已经处于非常弱势的地位，随着今年上半年国寿完成对银保趸交产品的压缩，上市险企以个险渠道为核心的发展路径已经基本完成。同时，上半年的银保新单保费中也以期缴为主，趸交新单占比极低。

表 3：新单渠道规模情况（单位：亿元，%）

	中国人寿				中国平安		
	2018H	2017H	同比		2018H	2017H	同比
个险渠道	674.5	678.1	-0.5%	代理人	720.9	846.0	-14.8%
团险渠道	138.8	140.5	-1.2%	银行保险	28.0	57.9	-51.6%
银保渠道	280.2	734.6	-61.9%	电销	80.1	67.8	18.1%
其他渠道	159.6	101.5	57.2%	团体寿险	176.47	149.78	17.8%
	中国太保				新华保险		
	2018H	2017H	同比		2018H	2017H	同比
代理人渠道	292.5	364.4	-19.7%	个险渠道	99.7	137.1	-27.3%
				银保渠道	28.9	41.5	-30.4%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

### 险种结构优化，保障类业务占比提升

行业回归保障的大趋势下，虽然上半年保费略有承压，但保障属性较强的健康险保费仍实现高增长。从总保费看，2018 年上半年，国寿、太保、平安、新华的健康险保费分别实现 28.8%、40.0%、43.2%、33.9% 的同比高增速，占总保费比重分别提升 2.6、1.6、2.3、5.6 个百分点。从新单保费看，从 2014 年起，国寿健康险新单保费增速均在 20% 以上，新华新单保费增速在 12%-66% 区间内，平安的长期保障型产品 2016-2017 年新单保费增速在 17% 以上，今年上半年略有下滑，但仍明显强于储蓄类业务增速；上市险企健康险新单保费占总新单保费的比重均超过 20%，且占比持续提升，其中新华健康险新单占比已达到 55.5%。

表 4：保费产品结构情况（单位：亿元，%）

中国人寿	寿险	健康险	意外险					合计
2017H	3,008.6	373.2	77.8					3,459.7
2018H	3,043.4	480.9	80.5					3,604.8
同比	1.16%	28.84%	3.43%					4.20%
2017H占比	86.96%	10.79%	2.25%					100.00%
2018H占比	84.43%	13.34%	2.23%					100.00%

中国平安	分红险	万能险	传统寿险	长期健康险	意外及短期健康险	投资连接险	年金	合计
2017H	1,355.7	560.2	402.0	319.1	186.3	9.6	38.2	2,871.2
2018H	1,559.0	700.4	505.9	446.9	244.3	9.2	54.4	3,520.0
同比	15.00%	25.03%	25.84%	40.04%	31.13%	-4.67%	42.23%	22.60%
2017H占比	47.22%	19.51%	14.00%	11.12%	6.49%	0.34%	1.33%	100.00%
2018H占比	44.29%	19.90%	14.37%	12.70%	6.94%	0.26%	1.54%	100.00%

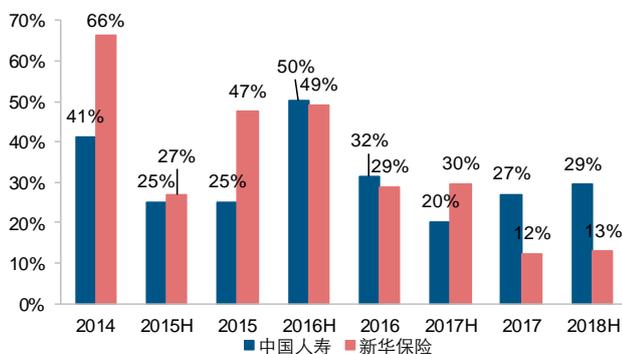
中国太保	分红险	万能险	意外及短期健康险	传统寿险	其中：长期健康型保险	合计
2017H	714.4	0.2	63.9	327.0	124.1	1,105.5
2018H	813.1	0.4	84.6	412.2	177.7	1,310.4
同比	13.82%	82.61%	32.52%	26.04%	43.17%	18.53%
2017H占比	64.62%	0.02%	5.78%	29.58%	11.22%	100.00%
2018H占比	62.05%	0.03%	6.46%	31.46%	13.56%	100.00%

新华保险	传统险	分红险	万能险	健康险	意外险	合计
2017H	146.8	291.6	0.2	166.0	7.8	612.4
2018H	160.8	285.4	0.2	222.3	10.0	678.7
同比	9.50%	-2.12%	0.00%	33.89%	29.42%	10.83%
2017H占比	23.97%	47.62%	0.03%	27.11%	1.27%	100.00%
2018H占比	23.69%	42.06%	0.03%	32.75%	1.48%	100.00%

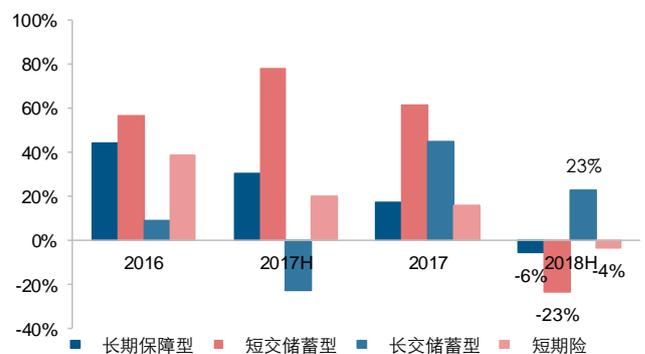
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 2：国寿、新华健康险新单保费增速（单位：%）

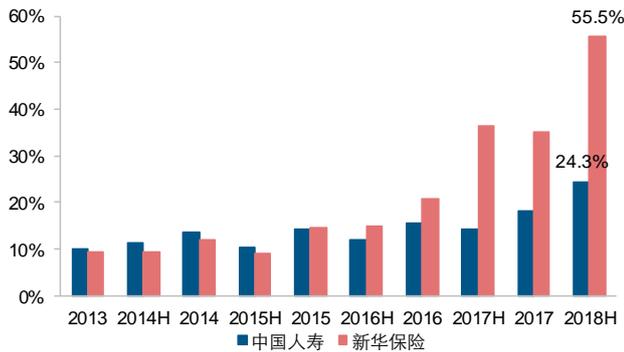


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

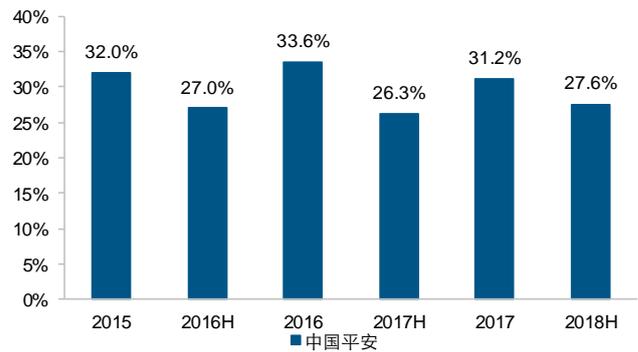
图 3：中国平安个险渠道下分险种新单保费增速（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

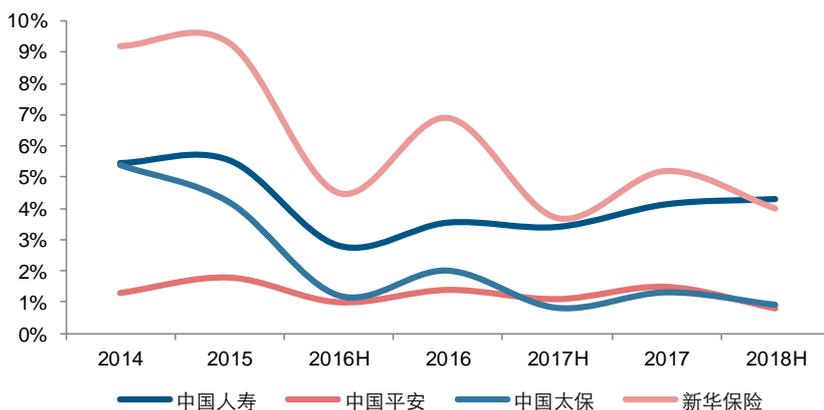
**图 4：国寿、新华健康险新单保费占总新单比（单位：%）**


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

**图 5：长期保障型新单保费占总新单（单位：%）**


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

受益于保障类业务占比提升，保费结构持续优化，上市险企退保率呈下降趋势，目前平安、太保退保率仅为 0.8%、0.9%，预期新华在今年消化完前期高退保业务后，明年退保率也将大幅下降。业务结构持续优化有助于公司长期稳健经营。

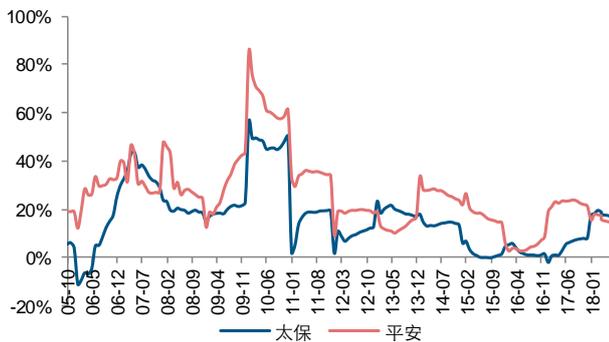
**图 6：上市险企退保率持续下降（单位：%）**


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

2018 年上半年产险增速良好，平安、太保产险 1-6 月累计保费增速为 16.5%、14.7%，增速平稳。平安、太保综合成本率分别为 95.8%、98.7%，平安同比下降 0.3 个百分点，太保与去年同期持平。分拆综合成本率看，受到商车费改影响，产险综合费用率提升，但同时赔付率下降，是以整体盈利能力保持较好水平。

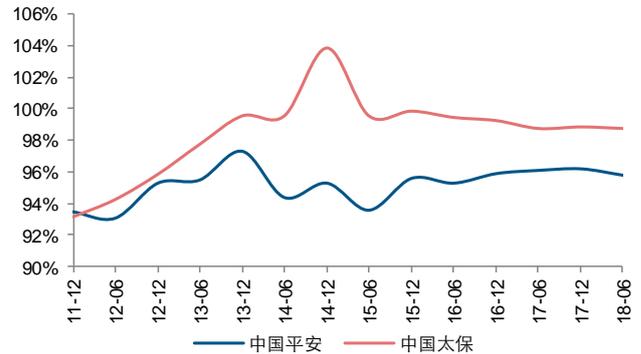
分拆业务看，车险保费增速较为平稳，平安、太保车险保费同比分别增加 5.6%、10.1%，而非车险保费增速较快，平安保证保险、意外伤害保险、责任保险保费同比增速在 44%-70%，太保农险保费增速达到 64%。车险综合成本率较为平稳，而非车险中，部分险种盈利能力较强，如责任险、保证保险、意外险等。

图 7：太保、平安产险累计保费增速（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 8：太保、平安综合成本率（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 5：中国太保分业务综合成本率及保费（单位：百万元，%）

综合成本率	2017H	2018H	同比变动	保费收入	2017H	2018H	同比增速
机动车辆险	98.60%	98.00%	-0.60%	机动车辆险	39,843	43,855	10.1%
企财险	99.00%	101.50%	2.50%	企财险	2,774	3,090	11.4%
责任险	94.90%	94.60%	-0.30%	责任险	2,223	2,935	32.0%
农险	95.30%	96.40%	1.10%	农险	1,564	2,559	63.6%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 6：中国平安分业务综合成本率及保费（单位：百万元，%）

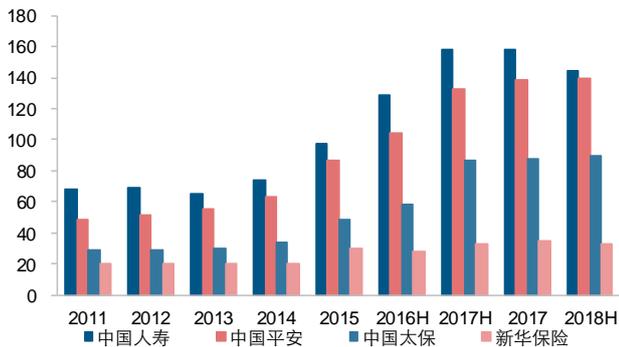
综合成本率	2017H	2018H	同比变动	保费收入	2017H	2018H	同比增速
车险	97.10%	97.20%	0.10%	车险	80,260	84,717	5.6%
保证保险	91.50%	87.50%	-4.00%	保证保险	9,515	16,161	69.8%
责任保险	89.30%	89.60%	0.30%	责任保险	3,126	4,497	43.9%
企业财产保险	91.90%	98.20%	6.30%	企业财产保险	3,100	3,366	8.6%
意外伤害保险	69.70%	76.20%	6.50%	意外伤害保险	2,578	3,928	52.4%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 看点二：代理人由量向质演变，夯实发展基础

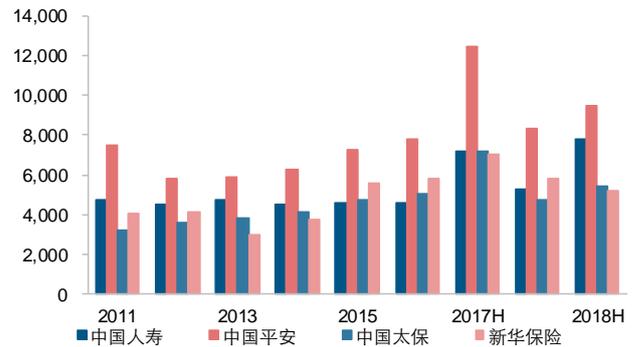
代理人发展策略由数量扩张转为质量提升。2018 年上半年代理人数量基本保持稳定，相比年初，国寿、新华代理人数量下降 8.7%、4.0%，而平安、太保则微增 0.9%、2.3%。囿于新单增速放缓，除国寿代理人产能提升 8.9%外，平安、太保、新华分别下滑 24.0%、24.2%、26.2%。在行业整体承压背景下，上市险企在代理人数量保持稳定的前提下，强化代理人的考核和培训机制，上半年代理人效率有所提升，太保月均健康人力提升 4.9 个百分点至 34.2 万人，新华月均举绩率提升 0.5 个百分点至 53.6%，健康险人均件数同比提升 13.0%。

图 9：上市险企代理人数量（单位：万人）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 10：上市险企代理人首年新单报费（单位：元/人/月）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所；国寿，2017-2018 太保的代理人产能数据为新单保费/代理人/月份数的计算值，其余为公司披露值

表 7：上市险企代理人主要数据

中国太保	2014	2015	2016H	2016	2017H	2017	2018H
客均保单件数（件）	1.52	1.58	1.62	1.64	1.69	1.73	1.78
保险营销员每月人均首 年佣金收入（元）				987	1,564	1,012	1,217
保险营销员每月人均寿 险新保长险件数	1.21	1.37	2.31	1.72	2.54	1.68	2.22
月均健康人力（万人）					32.6		34.2
月均绩优人力（万人）					19.1		17.5
新华保险	2014	2015	2016H	2016	2017H	2017	2018H
月均举绩率（%）		52.8%	56.6%	54.1%	53.1%	47.0%	53.6%
月均举绩人力（万人）				15	17	15	17
举绩人力人均件数					2.34		2.13
健康险人均件数					1.88		2.13
综合件均保费					5,657.11		4,537.00
健康险件均保费					3,535.71		3,465.00
中国平安	2014	2015	2016H	2016	2017H	2017	2018H
代理人件均新单数量	1.1	1.2	1.32	1.2	1.39	1.2	1.29
月均收入（元）	4683.7	5,124.0	6333	6,016.0	7,218	6,250	6,870

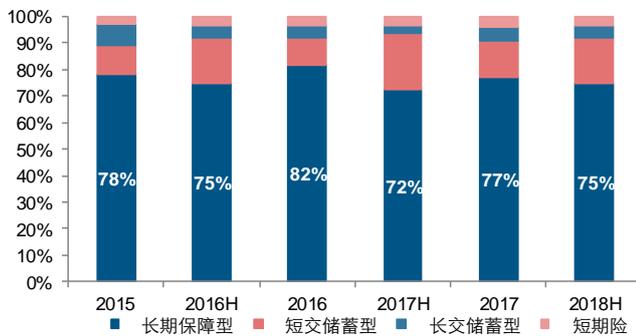
资料来源：Wind，公司公告，公司中报推介材料，长江证券研究所

## 看点三：保障型业务助推 NBV 改善，价值率明显提升

### 保障型业务对 NBV 贡献加大

在新单保费承压下，国寿、平安、太保、新华分别实现新业务价值 281.7、387.6、162.9、64.5 亿元，除平安同比微增 0.2% 外，国寿、太保、新华分别下滑 23.7%、17.5%、8.9%。NBV 增速降幅明显小于新单保费增速，原因在于价值率更高的保障型业务占比提升，平安长期保障型产品 NBV 占代理人渠道 NBV 比重同比提升 2.8 个百分点至 75%。逐季度看，在一季度开门红不利的情况下，各公司纷纷调整业务节奏，加大对保障型产品的激励，是以二季度以来 NBV 明显改善，太保 NBV 单季增速由一季度的 32.5% 转为二季度的 35.2%，平安由一季度的 -7.5% 转为二季度的 9.9%。

图 11: 平安代理人渠道新业务价值险种结构 (单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 12: 平安长期保障型产品 NBV 及增速 (单位: 亿元, %)



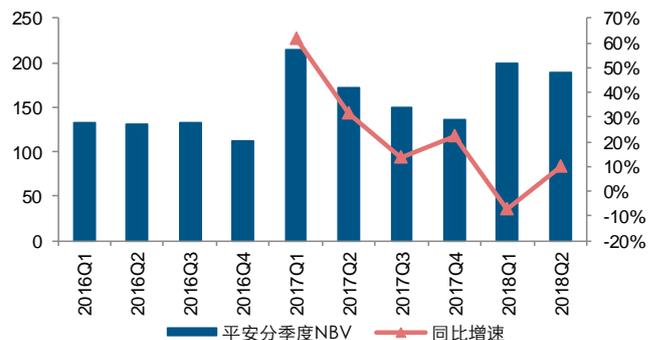
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 13: 太保分季度 NBV 及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 14: 平安分季度 NBV 及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

## 价值率受结构改善影响创新高

上半年, 保费结构改善, 新业务价值率提升明显。国寿、平安、太保、新华新业务价值率分别达到 22.4%、38.5%、41.4%、50.5%, 同比分别提升 1.1、4.1、0.8、11.2 个百分点, 受益于健康险保费增速和占比的大幅提升, 新华新业务价值率上升幅度最大。

分渠道看新业务价值率, 国寿整体价值率提升主要为银保渠道贡献, 个险渠道价值率下滑明显; 中国太保传统险价值率大幅提升 10.9 个百分点, 是推动整体价值率提升的关键; 平安和新华个险、银保渠道价值率均有提升, 结构改善带动整体上行。

 表 8: 上市险企业务价值率对比<sup>1</sup> (单位: %)

中国人寿	2017H	2018H	中国平安	2017H	2018H
个险渠道	44.1%	32.3%	代理人渠道	41.5%	48.1%
团险渠道	1.2%	0.9%	银保渠道	7.6%	15.9%
银保渠道	4.0%	13.6%	电销、互联网及其他渠道	42.9%	44.4%
			团险业务	0.8%	0.6%
合计	21.3%	22.4%	寿险及健康险业务合计	34.4%	38.5%

<sup>1</sup> 国寿、平安和新华均为首年保费口径, 太保为年化保费口径。

中国太保	2017H	2018H	新华保险	2017H	2018H
传统寿险	68.6%	79.5%	个险渠道	51.0%	59.7%
分红寿险	43.4%	40.7%	银保渠道	5.3%	18.4%
			团险渠道	-4.6%	-2.5%
合计	40.6%	41.4%	合计	39.3%	50.5%

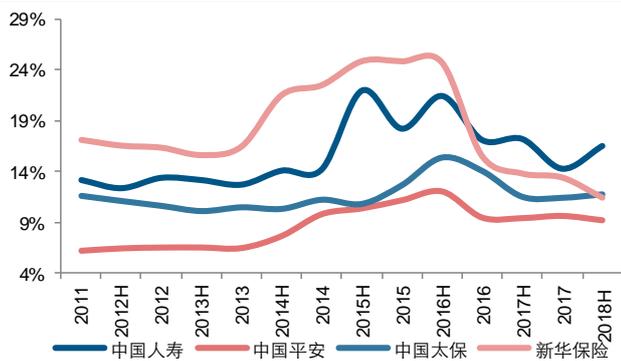
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 看点四：价值的投资敏感性下降，死费差贡献提升

### NBV 和 VIF 投资敏感性下降

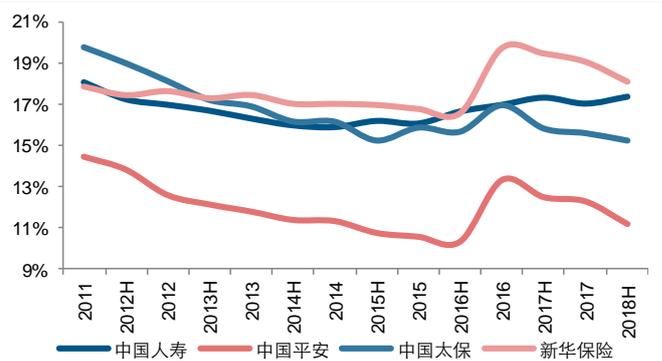
在保障业务的良好增长及占比提升下，NBV 和 VIF 对投资收益率的敏感性明显减弱。假设投资收益率增加 50BP，国寿、平安、太保、新华的新业务价值敏感性百分比有明显调整，相较于去年同期敏感性分别变动+2.25、-0.42、+0.34、-1.97 个百分点；有效业务价值敏感性分别变动+0.34、-1.10、-0.36、-0.96 个百分点，平安和新华下降幅度较为明显。

图 15：投资收益率+50BP 下新业务价值敏感性（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 16：投资收益率+50BP 下有效业务价值敏感性（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

### 死费差贡献有所提升

死费差贡献在上半年有一定提升。一方面，上市险企对于死亡率-10%的敏感性同比变动-0.14 到 0.74 个百分点，对于发病率-10%的敏感性同比增加 0.63-2.50 个百分点，对于费用率的敏感性同比变化-0.48 到 0.24 个百分点，整体来看，上市险企对于死费差的敏感性增强。

表 9：上市险企主要假设敏感性变化（单位：%）

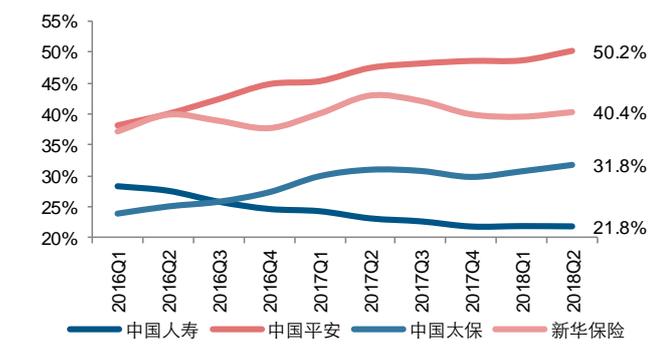
新业务价值			
死亡率-10%	2017H	2018H	同比变动 (pct)
中国人寿	1.06%	1.36%	0.30
中国平安	7.81%	8.54%	0.74
中国太保	0.81%	0.67%	-0.14
新华保险	0.96%	0.99%	0.03
发病率-10%	2017H	2018H	同比变动 (pct)
中国人寿	1.80%	2.44%	0.63
中国平安	7.81%	8.54%	0.74

中国太保	3.58%	4.47%	0.89
新华保险	4.18%	6.68%	2.50
<b>费用率-10%</b>	<b>2017H</b>	<b>2018H</b>	<b>同比变动 (pct)</b>
中国人寿	5.61%	5.40%	-0.22
中国平安	0.90%	0.92%	0.02
中国太保	5.26%	5.50%	0.24
新华保险	10.01%	9.53%	-0.48

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所；平安将死亡率与发病率合并披露，太保 2016 年年报开始发病率、费用率披露+10%的敏感性，这里做了绝对值处理

另一方面，上市险企寿险资本/最低资本占比有所提升，在一定程度上反映出死费差对于公司盈利的贡献上升。同时，从 2018 年内含价值增长来看，运营经验偏差（即实际运营经验与期初假设间的差异，包括死亡、发病、失效和退保、费用及税等）均为正贡献，且同比增长较快。

图 17：上市险企寿险最低资本/最低资本（单位：%）



资料来源：中国保险行业协会，长江证券研究所；太保未披露寿险最低资本，这里选取的是保险风险最低资本进行计算

图 18：内含价值变动中运营经验偏差的变动情况（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

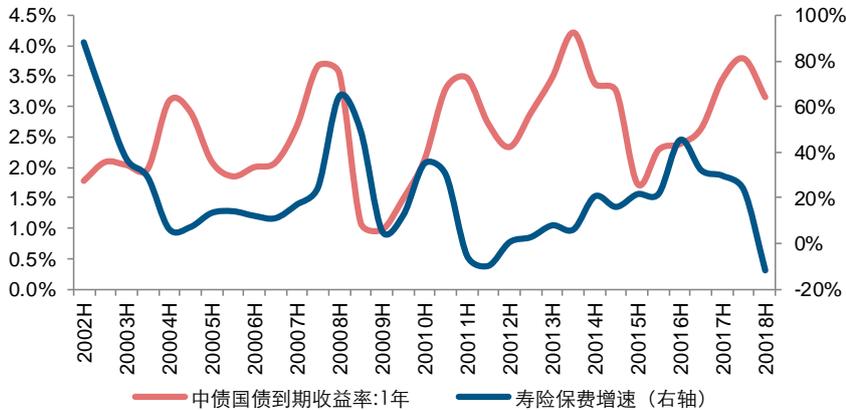
## 保险公司的周期属性如何体现？

储蓄业务多年的发展决定了保险公司仍然具有很强的周期属性，表现为弱势市场下的估值下行，而业绩方面体现在储蓄业务本身的增长变化与受市场环境下的利差收益。从中报来看，保险的周期性主要体现在下面几点：1、利率波动叠加监管周期，保险公司储蓄业务上半年有明显回落；2、权益市场环境较差，投资收益率明显下滑，浮亏生成较多，资产配置结构有所调整；3、随着利率周期的变化，评估利率回升带动利润进入改善周期。

### 表现一：利率和监管周期下的储蓄业务回落

储蓄型业务增长与利率环境有一定相关性。由于储蓄类业务与其他理财产品形成直接竞争，收益率与短端利率的高低决定了产品的吸引力。年初较高的利率水平使得银行理财等产品收益率较优，相比之下储蓄业务的收益并无明显优势，因此销售在一定程度上受阻。

图 19: 行业保费增速与 1 年期国债收益率变动关系 (单位: %)



资料来源: Wind, 银保监会, 长江证券研究所

同时, 2017 年 134 号文的出台, 规定两全、年金保险产品, 首次生存保险金给付应在保单生效满 5 年之后, 且每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的 20%, 储蓄保险吸引力下降, 也是引发行业开门红普遍下滑的核心因素之一。

表 10: 上市险企 134 号新规下新设计产品情况

	新华保险	新华保险	中国平安	中国人寿	中国人寿	中国人寿
产品名称	惠添利两全保险	华实人生终身年金保险	平安玺越人生年金保险 (分红型)	鑫福稳盈年金保险	鑫禧宝年金保险	福瑞安康年金保险 (分红型) (优享版)
保险期间	15/20 年	至终身	至终身	至 90 岁	10/15/20 年	至 85 岁
投保年龄	30 天-60 周岁	30 天-61 周岁	18-65 周岁	28 天-74 周岁	28 天-75 周岁	28 天-60 周岁
缴费期限	3/5 年	3/5/10 年	3/5/10 年	3/5/10 年	3/5/10 年	5/10/15/20 年
关爱金	合同生效满 5 年, 给付首次交纳保险费的金额*关爱金给付比例 (3 年 15%; 5 年 20%)	保单生效满 5 年, 给付基本保额	18-50 岁投保: 在第 5、6 保单年度末分别返还 51-65 岁投保: 在第 5 保单年度末返还年交保费的 50%	满 5 年后, 给付=本合同首次交纳保险费 (不计利息) × 比例 (交费无利息) 的 30% 给付期间 3 年 60%, 5 年 70%, 10 年 100%)	满 5 年后, 给付=本合同首次交纳保险费 (不计利息) × 比例 (交费期间 3 年 60%, 5 年 70%, 10 年 100%)	满 5 年后, 给付=本合同首次交纳保险费 (不计利息) × 比例 (交费期间 3 年 60%, 5 年 70%, 10 年 100%)
生存保险金	合同生效满 5 年起, 每年给付首次交纳保险费的金额*生存保险金给付比例 (3 年 7%; 5 年 10%)	第 6 年起, 每年给付基本保额的 30%	18-50 岁投保: 在第 7 年至 64 周岁, 每年按本合同基本保险金额的 30% 给付。51-65 岁投保: 在第 6 年至 64 周岁, 每年按本合同基本保险金额的 30% 给付。	满 5 年后至约定的祝寿金领取日前, 每年按本合同基本保险金额的 30% 给付。自本合同约定的祝寿金领取日起每年按本合同基本保险金额的 3% 给付。	满 5 年起, 至本合同约定的祝寿金开始领取日前, 若被保险人存活至本合同的生存对应日, 本公司每年按基本保险金额的 3% 给付生存保险金。	满 5 年起, 至本合同约定的祝寿金开始领取日前, 若被保险人存活至本合同的生存对应日, 本公司每年按基本保险金额的 3% 给付生存保险金。
产品特色	属于年金理财保障产品, 含满期保险金, 含满期保险金, 身故有公共交通工具、航空	属于年金理财保障产品, 身故有	属于年金理财保障产品, 含养老金, 身故有	属于年金理财产品, 属于年金理财产品, 含	属于年金理财产品, 属于年金理财产品, 含	属于年金理财产品, 属于年金理财产品, 身故有



	2017H	2017H		2018H	2018H		2018H
中国人寿	4.62%	4.71%	-0.09	中国人寿	3.70%	4.64%	-0.94
中国平安	4.90%	4.90%	0.00	中国平安	4.00%	4.20%	-0.20
中国太保	4.70%	5.10%	-0.40	中国太保	4.50%	4.50%	0.00
新华保险	4.90%	4.90%	0.00	新华保险	4.80%	5.00%	-0.20

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

2018 年上半年, 上市险企净投资收益的下滑主要是股权型投资股息和分红收入大幅下滑; 同时, 公允价值变动损失有明显负贡献, 联营及合营企业确认收益的提升带来了一定的收益增量。

表 13: 上市险企投资收益结构 (单位: 百万元)

中国太保	2012	2013	2014	2015	2016	2017H	2017	2018H
固定息投资利息收入	24,646	28,398	33,185	36,274	37,523	20,184	41,815	22,727
权益投资资产分红收入	1,852	2,554	3,010	2,937	8,508	<b>7,972</b>	10,963	<b>3,081</b>
投资性房地产租金收入	380	456	523	588	576	322	686	361
净投资收益	26,878	31,408	36,718	39,799	46,607	28,478	53,464	26,169
证券买卖损失	-4,244	1,231	7,938	15,906	-930	-4,577	-1,571	1,310
公允价值变动收益	99	16	713	52	-768	<b>767</b>	1,443	<b>-1,540</b>
计提资产减值准备	-4,413	-1,321	-3,672	-282	-965	-297	-658	-211
其他收益	201	248	276	435	529	380	739	423
总投资收益	18,521	31,582	41,973	55,910	44,473	24,751	53,417	26,151
新华保险	2012	2013	2014	2015	2016	2017H	2017	2018H
现金及现金等价物利息收入	101	81	220	105	83	61	113	54
定期存款利息收入	8,455	8,835	8,611	7,924	5,501	1,565	2,564	1,188
债权型投资利息收入	9,929	12,616	17,789	18,292	19,989	11,119	23,338	11,852
股权型投资分红收入	1,111	1,630	1,635	2,830	5,482	2,510	6,262	3,267
其他投资资产利息收入	278	411	782	1,033	1,081	627	1,310	714
净投资收益	19,874	23,573	29,037	30,184	32,136	15,882	33,587	17,075
投资资产买卖价差收益	-1,559	2,414	3,714	16,026	1,243	589	1,766	-79
公允价值变动损失	505	-31	324	-9	-373	<b>138</b>	124	<b>-200</b>
投资资产减值损失	-5,281	-1,318	-1,023	-610	-1,356	-716	-1,097	-489
丧失子公司控制权的影响					481	-	-	
联营企业权益法确认损益	1	96	271	12	148	<b>118</b>	296	<b>221</b>
总投资收益	13,540	24,734	32,323	45,603	32,279	16,011	34,676	16,528
中国平安	2012	2013	2014	2015	2016	2017H	2017	2018H
利息收入						41,929		44,849
股息收入								
基金						<b>16,528</b>		<b>3,317</b>
股票及其他权益投资						6,360		8,601
其他净投资收益(i)						572		4,790
已实现收益 / (损失)								

债券及债权投资	-145	878
基金	-11,866	372
股票及其他权益投资	9,635	5,727
衍生金融工具	341	478
票据转让价差收益	321	455
贵金属买卖收益	402	382
占联营企业和合营企业的净收益	<b>1,329</b>	<b>8,798</b>
卖出回购证券及拆入资金利息支出	-1,386	-1,486

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

截止 2018 年二季度末，国寿、平安、太保和新华利润表中的其他综合收益规模分别为 -22.49、+1.30、+3.66、-21.04 亿元，国寿和新华受权益投资影响为负，太保由于权益资产配置较少，加之债券投资对冲，取得正收益，而平安则是会计准则调整后计量方式有所变化。

拆分其他综合收益，上半年国寿、太保、新华的债券型可供出售金融资产转入其他综合收益的金额分别为 76.9、13.5、106.6 亿元，而股权型金融资产则分别为 -48.1、-83.6、-130.1 亿元，利率下行，债券型可供出售金融资产实现浮盈，而股权型金融资产则亏损较多。

累积浮盈表现有所分化。2018 年二季度末，国寿、平安、太保和新华累积浮盈分别为 -57.95、31.36、18.74、-5.07 亿元，占净资产比重分别为 -1.79%、0.61%、1.35%、-0.77%。随着权益市场走势稳定，利率走势振幅收窄，险企浮盈也将保持平稳。

表 14：利润表其他综合收益规模（单位：亿元，%）

累计值	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
2015Q1	57.20	1.89%	-35.72	-1.13%	17.57	1.42%	19.57	3.63%
2015Q2	66.88	2.15%	0.71	0.02%	47.99	3.73%	24.73	4.34%
2015Q3	-156.24	-5.23%	-131.61	-4.01%	-54.23	-4.27%	-22.66	-4.19%
2015Q4	71.37	2.21%	7.52	0.22%	30.66	2.30%	15.30	2.65%
2016Q1	-132.51	-4.21%	-112.46	-3.23%	-31.98	-2.42%	-25.88	-4.52%
2016Q2	-178.97	-5.91%	-91.29	-2.51%	-35.42	-2.79%	-25.40	-4.40%
2016Q3	-149.76	-4.85%	-59.17	-1.56%	-21.38	-1.63%	-19.47	-3.26%
2016Q4	-257.76	-8.49%	-75.67	-1.97%	-46.74	-3.55%	-27.41	-4.64%
2017Q1	-6.59	-0.21%	63.11	1.53%	-10.33	-0.78%	6.46	1.05%
2017Q2	-3.88	-0.13%	99.27	2.33%	-4.26	-0.32%	8.24	1.34%
2017Q3	-7.64	-0.24%	178.46	3.98%	-5.98	-0.44%	9.07	1.43%
2017Q4	-79.26	-2.47%	218.81	4.62%	-24.96	-1.82%	6.76	1.06%
2018Q1	8.42	0.25%	-6.58	-0.13%	3.51	0.25%	-8.12	-1.24%
2018Q2	-22.49	-0.70%	1.30	0.03%	3.66	0.26%	21.04	-3.20%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 15: 权益表其他综合收益规模 (单位: 亿元, %)

累积其他综合损益	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
国寿	122.59	151.48	43.68	37.21	39.93	36.26	-35.44	-26.86	-57.95
平安	171.49	202.41	185.62	247.45	282.88	359.43	401.46	24.65	31.36
太保	50.69	64.50	39.61	29.46	35.45	33.65	15.05	18.5	18.74
新华	11.22	17.15	9.21	15.67	17.45	18.28	15.97	7.85	-5.07
累积浮盈占净资产比重	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
国寿	4.05%	4.90%	1.44%	1.20%	1.29%	1.12%	-1.10%	-0.80%	-1.79%
平安	4.71%	5.34%	4.84%	6.01%	6.64%	8.02%	8.48%	0.49%	0.61%
太保	3.99%	4.92%	3.01%	2.22%	2.70%	2.48%	1.09%	1.31%	1.35%
新华	1.94%	2.87%	1.56%	2.54%	2.83%	2.87%	2.51%	1.20%	-0.77%

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

表 16: 可供出售资产中累计计入其他综合损益 (单位: 百万元)

可供出售资产中累计计入其他综合损益				半年度变化值
中国太保	2016	2017H	2017	2018H
债权型投资	-102	-5061	-12144	-4453
股权型投资	7415	11167	13395	8585
新华保险	2016	2017H	2017	2018H
债权型投资	1581	523	-875	479
股权型投资	1519	5443	5830	-2534
中国人寿	2016	2017H	2017	2018H
债权型投资	13177	3132	-9877	785
股权型投资	151	9705	8160	-4849

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

## 资产配置格局变化

从大类资产配置来看, 上市险企在 2018 上半年降低了权益配置规模, 同时增加配置定存和债券类资产。截至上半年末, 定存占比在 7-17% 区间, 债券类资产配置占比在 40% 左右, 而股基类资产配置占比在 8-12%。

表 17: 2017-2018H 大类资产配置情况 (单位: 亿元)

	2017	2018H	较年初	2017占比	2018H占比
<b>中国人寿</b>					
定存	4,494.00	4,493.19	-0.02%	17.33%	16.57%
债券	11,885.93	12,800.16	7.69%	45.83%	47.20%
股基	2,746.98	2,804.82	2.11%	10.59%	10.34%
其他	6,805.62	7,018.34	3.13%	26.24%	25.88%
合计	25,932.53	27,116.51	4.57%	100.00%	100.00%
<b>中国平安</b>					
定存	1630.74	1867.79	14.54%	6.66%	7.23%
债券	10,716.88	11,428.51	6.64%	43.75%	44.25%

股基	3,176.73	3,077.01	-3.14%	12.97%	11.91%
其他	8,970.39	9,451.91	5.37%	36.62%	36.60%
合计	24,494.74	25,825.22	5.43%	100.00%	100.00%
<b>中国太保</b>					
定存	1,039.89	1,250.98	20.30%	9.62%	10.63%
债券	5210.63	5496.7	5.49%	48.19%	46.69%
股基	959.89	932.10	-2.90%	8.88%	7.92%
其他	3,602.41	4,092.71	13.61%	33.32%	34.77%
合计	10,812.82	11,772.49	8.88%	100.00%	100.00%
<b>新华保险</b>					
定存	418.09	568.90	36.07%	6.12%	7.87%
债券	2637.82	2715.19	2.93%	38.60%	37.57%
股基	899.30	840.86	-6.50%	13.16%	11.63%
其他	2,878.98	3,102.53	7.76%	42.13%	42.93%
合计	6,834.19	7,227.48	5.75%	100.00%	100.00%

资料来源：公司年报，长江证券研究所

非标配置保持平稳，不同险企节奏迥异。非标资产在进行了一轮扩容后，非标固收资产增长在 2018 年中仍有较好增长，除新华因上半年部分非标资产到期及提前还本，非标资产较年初下降 3.8%，国寿、平安、太保则继续增长 3.7%、14.4%、15.1%。另一方面，四大险企在非标固收资产中的配置仍然呈上升趋势。太保 2018 上半年大力增加配置了非标固收类产品，非标配置正在向同业看齐。平安非标准化债权类资产的名义投资收益率达到 5.85%，相较于上一年有所下行，但是收益水平依然可观。同时，上市险企非标资产的安全性较好，AAA 占比超过 90%。

表 18：上市险企非标资产配置结构（单位：亿元，%）

非标固收	2017-06	2017-12	2018-06	相较于年初
国寿	2,438.2	3,017.6	3,172.1	5.1%
平安	2,904.6	3,359.3	3,624.8	7.9%
太保	1,664.8	1,825.1	2,221.4	21.7%
新华	2,015.5	1,996.9	1,903.2	-4.7%
非标权益	2017-06	2017-12	2018-06	相较于年初
国寿	756.1	403.3	375.3	-6.9%
平安	693.2	868.9	1,212.1	39.5%
太保	375.9	205.8	115.3	-44.0%
新华	327.9	414.4	415.4	0.2%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 19：平安非标资产相关数据（单位：%、年）

2018H	投资占比(%)	名义投资收益率(%)	期限(年)	剩余到期期限(年)
基建	35.8	5.82	8.54	4.82
高速公路	17.7	5.93	9.85	5.85
电力	6.1	5.53	7.42	2.9

基础设施及园区开发	5.5	5.77	7.1	4.58
其他（水务、环保、铁路投资等）	6.5	5.84	7.22	4.01
非银金融	29.9	5.7	7.35	4.25
不动产	19.8	6.12	5.48	2.62
煤炭开采	3	6.16	7.48	2.41
其他	11.5	5.78	8.03	5.26
总计	100	5.85	7.49	4.22

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 20：上市险企非标资产评级情况（单位：%）

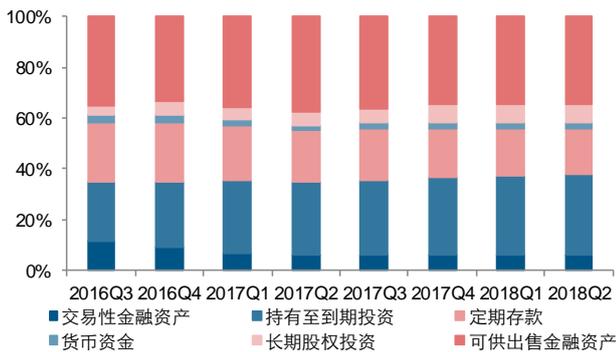
2017年	AAA	AA+	AA
中国平安	95.0%	5.0%	
中国太保	91.0%	8.7%	
新华保险	95.4%	3.0%	1.6%
2018H	AAA	AA+	AA
中国平安	97.0%	3.0%	
中国太保	91.8%	8.1%	
新华保险	95.3%	3.0%	1.7%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 新准则下的资产持有形态变化

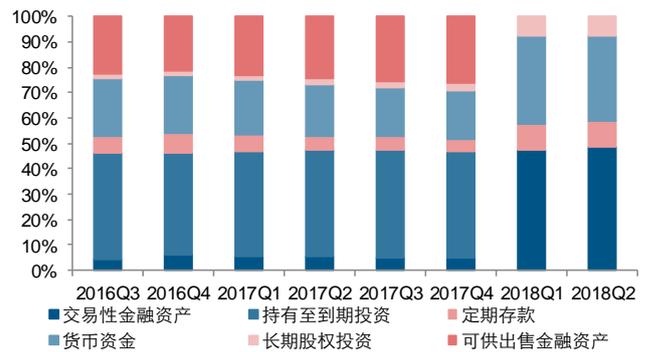
从资产形态来看，上市险企配置的主要特征为增加配置部分交易性金融资产，同时下调可供出售类金融资产。2018 年前两个季度，上市险企普遍提高了交易性金融资产的占比，二季度占比提升幅度在 0.33%-4.32%。在可供出售金融资产方面，国寿、太保和新华分别占比为 34.62%、46.63%、49.43%，较一季度占比变化-3.09、+2.41、-2.98 个百分点。

图 21：中国人寿资产配置结构（单位：%）



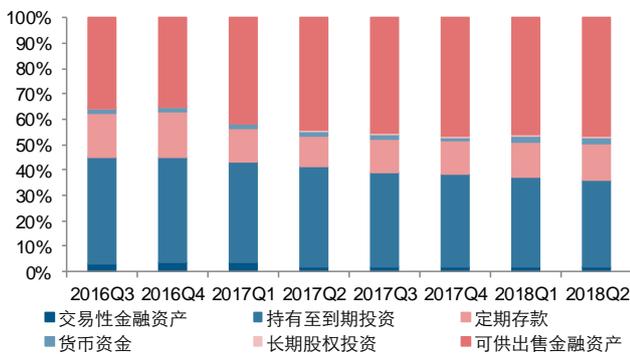
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 22：中国平安资产配置结构（单位：%）



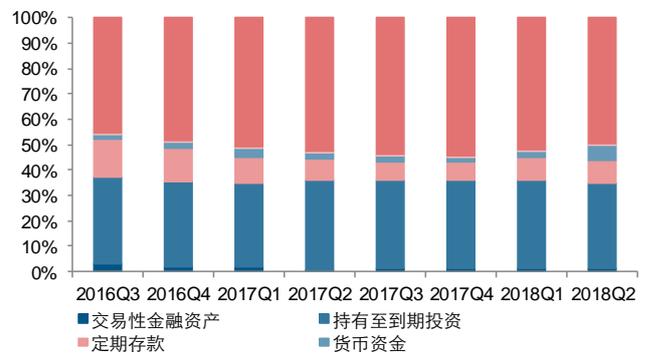
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 23: 中国太保资产配置结构 (单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 24: 新华保险资产配置结构 (单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

中国平安首次实施 IFRS9 新准则披露半年报。新准则下, 金融资产按照“合同现金流量特征”和“业务模式”作为分类标准, 划分为以摊余成本计量的金融资产 (AC)、以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产 (FVTOCI)、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL) 三大类, 提高了分类的客观性和会计处理的一致性。

从中报来看, 调整前以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产分别占比 2.18%、11.94%, 调整后以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的权益工具分别占比 11.31%、3.25%、2.97%; 调整后以摊余成本计量的金融资产占比约 28.61%。因此, 新准则下当期损益将受到较多市场波动的影响, 投资选择或趋于稳健, 长期股权投资是较好选择。

表 21: 中国平安 2018 年中报资产重分类情况 (单位: 百万元, %)

	2018H		2017 回溯		2017	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	7,749.3	11.31%	6,923.9	10.67%	1,412.5	2.18%
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具	2,225.9	3.25%	2,195.6	3.38%	-	-
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的权益工具	2,034.4	2.97%	2,152.3	3.32%	-	-
以摊余成本计量的金融资产	19,599.4	28.61%	19,479.7	30.03%	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	7,751.0	11.94%
持有至到期投资	-	-	-	-	12,437.7	19.16%
应收款项类投资	-	-	-	-	8,472.0	13.05%
小计	31,609.0	46.13%	30,751.5	47.41%	30,073.1	46.32%
资产总计	68,514.3	100%	64,867.6	100%	64,930.8	100%

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

### 表现三：准备金假设变动下的利润变化

从险企披露的折现率数据来看，2018 年上半年不受资产组合收益率影响的准备金折现率存在一定的上行，评估利率以国债收益率 750 日均线为主要基准利率。

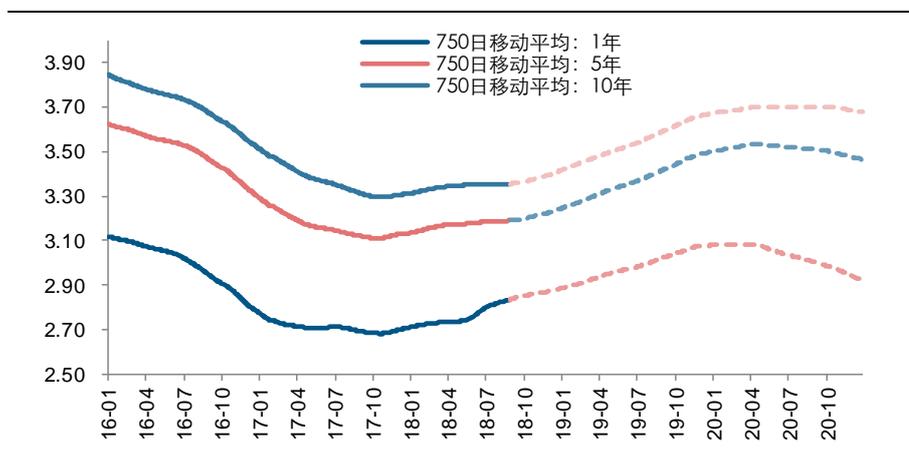
表 22：上市险企准备金折现率变化（单位：%）

折现率假设		2018H	2017
新华保险	受对应资产组合投资收益影响	4.50%-5.00%	4.50%-5.00%
	不受对应资产组合投资收益影响	3.25%-4.75%	3.16%-4.75%
中国太保	受对应资产组合投资收益影响	5.00%	4.90% 至 5.00%
	不受对应资产组合投资收益影响	3.34%-4.80%	3.25%-4.80%
中国人寿	受对应资产组合投资收益影响	4.85%	4.85%
	不受对应资产组合投资收益影响	3.40%-4.86%	3.31%-4.86%
中国平安	受对应资产组合投资收益影响		4.75%-5.00%
	不受对应资产组合投资收益影响		3.16%-4.75%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

从基准评估利率的表现来看，1-10 年期国债收益率 750 日移动平均变动在去年四季度已达到拐点，今年上半年上升幅度为 4.08-8.88BP 区间内，去年同期下行 6.58-16.14BP，因此将对利润的改善幅度较大。假设未来利率水平以 8 月 31 日的水平延续，2018 年将继续迎来评估利率的大幅回升，预计 2018 年三季度上升幅度将在 1.0-5.3BP 区间内，全年上升幅度在 10-17BP 区间内，评估利率提升将持续到 2020 年，2019 年是中长端评估利率提升的大年。

图 25：中性假设下基准利率变动预期（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 23：国债 750 日均线变动幅度（单位：BP）

	1年期	5年期	10年期
2017Q1	-6.17	-10.30	-10.28
2017Q2	-0.41	-4.55	-5.86
2017Q3	-2.70	-3.59	-5.48
2017Q4	2.43	2.17	1.17
2018Q1	2.53	3.70	3.21

2018Q2	6.22	1.35	0.92
2018Q3E	5.30	1.36	1.10
2018Q4E	3.53	4.64	5.15
2018E	17.57	11.06	10.37
2019E	18.93	23.55	24.52
2020E	-16.43	-5.49	-0.57

资料来源：Wind, 长江证券研究所

从实际多提准备金规模来看，去年下半年计提规模较大，预计下半年同比将有较大改善；因上半年 750 日均线变动较小，上半年多提准备金占归属净利润的比例并不算高，占比在-12%到 4%区间内，随着中长端评估利率提升的加速，接下来的利润改善弹性较大。

表 24：2017 年以来多计提责任准备金情况及利润占比（单位：百万元，%）

	多计提责任准备金				2018 上半年税前利润	上半年计提责任准备金/税前利润
	2017H1	2017H2	2017A	2018H		
中国人寿	13,181	-4,158	9,023	-2,616	21,447	-12.2%
中国平安	15,417	16,776	32,193	2	86,763	0.0%
中国太保	4,188	4,836	9,024	537	13,712	3.9%
新华保险	1,994	5,336	8,282	-147	7,748	-1.9%

资料来源：Wind, 公司公告, 长江证券研究所

## 投资展望：消费属性的成长与周期底部的改善

对于保险板块的投资分析，权益、利率和保费仍是重要的三大因素，其中权益市场表现直接影响短期投资弹性，利率环境影响中长期投资判断，保费及其相关的价值成长表现影响市场对于其中长期成长性的考量。因此，权益市场表现和利率阶段性趋势决定短期板块走势与波动，视为周期性的特征；利率水平和保费等因素决定了中长期的估值中枢，是消费属性的表现。可以看到，上半年较弱的权益市场使得板块估值也呈现出β式的下跌，而下滑的利率叠加负增长保费令板块估值的波动中枢维持在 0.8-0.9 倍附近，保费增长相对更好的中国平安，估值在 1-1.1 倍中枢震荡。

消费属性强化，周期属性弱化，新周期已经启动。三大分析因素中，由于过往较多储蓄业务存在，权益表现和利率走势是影响板块的最重要因素，保费及价值等表现对于估值影响反而相对弱势。对于下半年到明年的判断，我们认为保障业务占比提升、代理人由量转质、价值率提升和投资敏感性降低等变化，仍将保持平稳或持续改善的态势，消费属性的成长将逐步抬升行业的估值中枢，并成为更强势的影响因素；而利率下降和监管政策消化等或将带来储蓄业务较今年上半年的回暖，权益市场和利率较上半年也相对企稳，利率期限溢价的拉大给予保险公司更友好的利率环境，板块已经来到周期底部并有改善的趋势。当前估值仍处于较低位置，不利因素基本得到反应，随着行业负债端的优化，消费属性将带动估值中枢进一步提升，考虑到 EV 增长平稳，估值切换下提升空间将进一步增厚。看好板块后续发展，个股推荐新华保险和中国平安。

表 25：行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	上次	本次
601318	中国平安	62.98	4.99	6.07	6.99	12.62	10.38	9.01	2.51	1.84	1.59	买入	买入
601601	中国太保	32.76	1.62	2.09	1.98	20.22	15.68	16.57	2.16	1.96	1.80	增持	增持
601336	新华保险	45.85	1.73	2.15	2.74	26.50	21.34	16.76	2.24	1.84	1.51	买入	买入

资料来源：Wind，长江证券研究所；股价为 2018 年 8 月 31 日收盘价

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。