

行业评级:

非银行金融 增持(维持)
保险 II 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

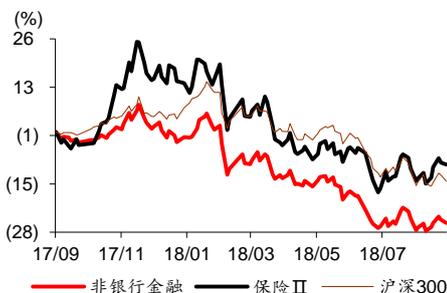
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

刘雪菲 执业证书编号: S0570517110003
研究员 0755-82713386
liuxuefei@htsc.com

相关研究

- 1《银行/非银行金融: 行业周报(第三十五周)》2018.09
- 2《招商证券(600999,买入): 机构业务优势巩固, 蓄势积力发展》2018.09
- 3《光大证券(601788,买入): 经纪投行改善, 稳中求进发展》2018.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

耐得压力释尽, 终得拨云见日

上市险企 2018 年半年报综述

利润增长超预期, 价值平稳增信心

上市险企 1H18 归母净利润合计同比增长 35.4%, 主要来源于折现率提升导致的准备金加速释放。我们认为折现率有继续抬升趋势, 准备金有望持续释放, 利润提升空间值得期待。上市险企新业务价值率大幅改善, 其中新华、平安分别达到 50.5% 和 38.5%, 增长大超预期, 推动内含价值平稳增长。全年展望 NBV 将继续逐步改善, EV 增长较为平稳, 行业经历开门红压力后有望拨云见日, 对板块维持增持评级, 推荐新华、平安。

人身险: 个险渠道持续发力, 结构优化回归本源

上市险企市场份额不断提升, 在行业总保费下滑中实现逆势增长, 规模优势日益突出。个险渠道持续发力, 占总保费 80% 左右, 高质量发展道路稳步推进; 首年保费季度环比改善, “期缴推动、续期拉动” 效应有望逐步显现; 储蓄险销售不力, 保障险加速推进, 大型险企保障险新单占比约 50% 以上, 推动价值率显著抬升。上半年产能不及预期导致佣金下滑, 代理人脱落率有所抬升, 但更注重队伍质态提升, 业务品质有所改善。展望下半年政策调整到位, 储蓄险、保障险有望齐发力。

财产险: 保费平稳增长, 维持承保盈利

上市产险保费收入平稳增长, 产品结构有所改变。其中车险保费增速为 10% 左右, 而非车险增速达到 30% 以上。综合成本率整体优化, 继续保持承保盈利。在三次商车费改和新车销售增速放缓背景下, 车险市场增速有望保持平稳, 大型险企竞争优势突出。非车险中的农险、信用险、责任险等市场需求旺盛, 增长动能转变, 有望引来发展契机。

资产端: 优化资产配置, 收益边际回暖

由于上半年资本市场长期处于低迷状态, 特别是蓝筹股股价持续走低, 投资收益波动较大, 收益率同比有所下滑, 但季度环比来看有所改善。以债券投资和以债权为主的非标投资为特色的险企优势突出, 逆境下表现更为优异。展望下半年, 信用风险逐步缓释, 期限利差触底回升, 资本市场行情对投资端影响有限。我们认为投资端整体风险可控, 下行压力已释放充分, 前景乐观。

边际回暖, 大型险企优势突出, 推荐新华、平安

上市险企中报表现亮眼, 准备金释放作用下利润表现超预期, 新单虽下滑明显, 但季度环比改善显著, 保费结构优化推动价值率抬升, NBV 降幅表现优于新单, 进而推动 EV 平稳增长。代理人增速放缓, 但更注重质态的提升。投资端风险整体可控, 收益率二季度边际回暖。上市险企仍处历史估值低位, 我们认为市场超跌后有望逐步企稳, 看好发展前景, 对板块维持增持评级, 推荐新华、平安。

风险提示: 市场波动风险、利率风险、政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
601336	新华保险	47.18	买入	1.73	2.77	3.65	4.51	27	17	13	10
601318	中国平安	64.80	买入	4.87	6.70	8.43	10.01	13	10	8	6
601601	中国太保	33.17	买入	1.62	2.09	2.51	2.98	21	16	13	11
601628	中国人寿	22.26	买入	1.14	1.51	1.97	2.24	20	15	11	10

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

利润增长超预期，价值平稳竖信心.....	4
准备金加速释放，业绩表现超预期.....	4
价值率高企缓解 NBV 下滑压力，内含价值稳健增长.....	5
人身险：个险渠道持续发力，结构优化回归本源.....	7
高质量个险发展，渠道占比进一步提升.....	7
聚焦保险本源，优化产品结构.....	7
代理人扩张趋缓，质态持续改善.....	9
高速扩张后代理人增长趋缓.....	9
注重质态提升，业务品质改善.....	9
市场展望：业务调整到位，储蓄保障齐发力.....	10
财产险：保费平稳增长，维持承保盈利.....	12
保费收入平稳增长，非车险增速较快.....	12
综合成本率优良，维持承保盈利.....	12
增长动能转换，非车险迎来增长契机.....	13
资产端：优化资产配置，收益边际回暖.....	14
收益率回暖显著，结合行情优化配置.....	14
三维度展望：利差益前景可期.....	15
信用风险逐步缓释，信用背书增强.....	15
期限利差触底回升.....	16
资本市场行情对投资端影响有限.....	16
投资建议.....	18
风险提示.....	19

图表目录

图表 1：上市险企 1H18 归母净利润增长超预期.....	4
图表 2：折现率逐步抬升.....	4
图表 3：上市险企准备金新增计提逐步减少.....	4
图表 4：上市险企 1H18 剩余边际平稳增长.....	5
图表 5：上市险企 1H18 新业务价值增长乏力.....	5
图表 6：上市险企 1H18 价值率大超预期.....	5
图表 7：上市险企 1H18 内含价值.....	6
图表 8：上市险企 1H18 寿险业务内含价值较期初变动的贡献情况.....	6
图表 9：上市险企 1H18 非寿险业务内含价值及其增速.....	6
图表 10：上市险企寿险保费收入及增速.....	7
图表 11：个险渠道保费收入及增速.....	7
图表 12：个险渠道保费收入占总保费比例.....	7

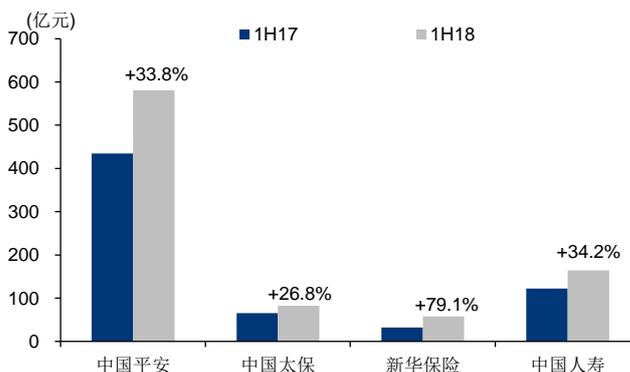
图表 13: 上市险企首年保费同比下滑.....	8
图表 14: 上市险企二季度新单增速环比改善.....	8
图表 15: 上市险企首年期交保费.....	8
图表 16: 上市险企首年期交占新单比例.....	8
图表 17: 上市险企保障型产品比例逐渐提升.....	9
图表 18: 上市险企代理人规模.....	9
图表 19: 上市险企代理人规模同比增速放缓.....	9
图表 20: 上市险企月均代理人产能.....	10
图表 21: 上市险企月均代理人收入.....	10
图表 22: 上市险企 13 个月保单继续率.....	10
图表 23: 上市险企 25 个月保单继续率.....	10
图表 24: 1 年期国债收益率走势图.....	11
图表 25: 上市险企 1H18 产险保费收入.....	12
图表 26: 1H17 及 1H18 平安产险综合成本率.....	12
图表 27: 1H17 及 1H18 太保产险综合成本率.....	12
图表 28: 机动车销售数量.....	13
图表 29: 机动车保有量.....	13
图表 30: 我国第三产业占比稳步提高.....	13
图表 31: 2013-2017 年上市险企总投资收益率.....	14
图表 32: 2013-2017 年上市险企净投资收益率.....	14
图表 33: 上市险企投资股票、基金占比.....	14
图表 34: 上市险企投资债券占比情况.....	14
图表 35: 上市险企 1H18 非标资产规模及资产质量情况.....	15
图表 36: 上市险企投资现金及现金等价物占比情况.....	15
图表 37: 上市险企投资定期存款占比情况.....	15
图表 38: 保险资管计划分产品单月设立规模.....	16
图表 39: 期限利差走势图.....	16
图表 40: 中国平安权益资产公允价值-10%对价值的影响.....	17
图表 41: 上市险企静态 P/EV 估值处历史低位.....	18

利润增长超预期，价值平稳增信心

准备金加速释放，业绩表现超预期

利润大幅增长，整体表现超预期。四家上市险企 1H18 归母净利润合计为 886 亿元，YoY+35.4%；其中平安、太保、新华和国寿归母净利润分别为 581 亿元 (+33.8%)、83 亿元 (+26.8%)、58 亿元 (+79.1%) 和 164 亿元 (+34.2%)。上半年资本市场表现低迷，投资端整体承压，业绩大幅增长主要来源于折现率提升导致的准备金释放。

图表1：上市险企 1H18 归母净利润增长超预期



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

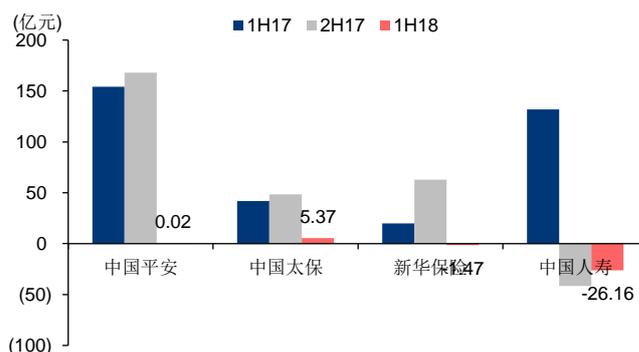
受益于折现率提升，准备金加速释放。由于保险合同准备金计量基准收益率 1H18 提升了 4.08bps (1H17 为-16.14bps, 2H17 为-4.31bps)，寿险及健康险准备金加速释放，平安、太保、新华和国寿 1H18 分别新增计提准备金 0.02 亿元、5.37 亿元、-1.47 亿元和-26.16 亿元。我们认为 10 年期中债国债收益率大概率保持在 3.5%-3.7% 区间 (8 月 31 日收于 3.58%)，全年折现率有继续抬升趋势，准备金有望持续释放，利润提升空间值得期待。

图表2：折现率逐步抬升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

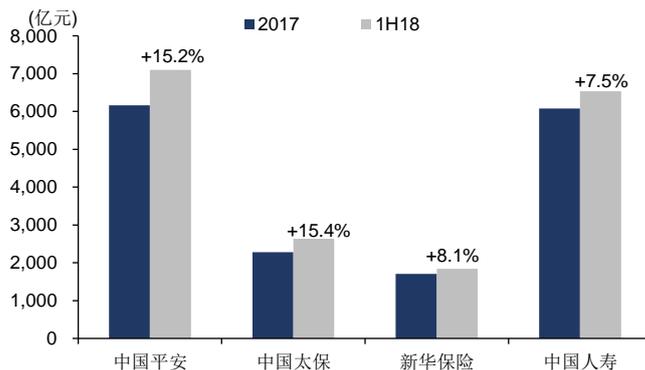
图表3：上市险企准备金新增计提逐步减少



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

剩余边际平稳增长，利润空间可观。剩余边际的增量主要源于新业务的贡献，此外还包括预期利息增长、剩余边际摊销、营运偏差及其他影响因素。平安、太保、新华和国寿 1H18 剩余边际余额分别为 7100 亿元 (较年初+15.2%)、2635 亿元 (较年初+15.4%)、1842 亿元 (较年初+8.1%) 及 6533 亿元 (较年初+7.5%)，保持平稳增长。利润增长来源于剩余边际摊销和良好的经营管控，中国平安 1H18 剩余边际摊销 296 亿元，YoY+23.2%，与归母营运利润同比+23.9%的增速有较强的相关性。

图表4：上市险企 1H18 剩余边际平稳增长

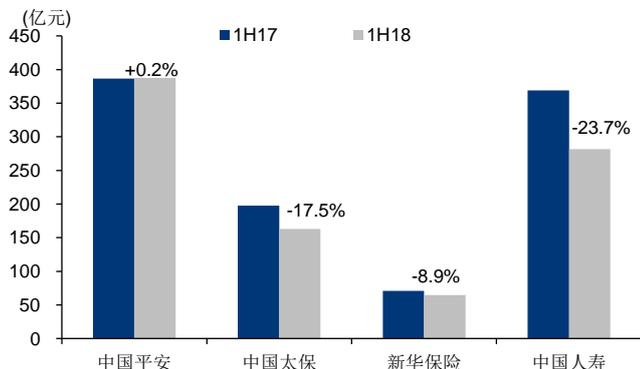


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

价值率高企缓解 NBV 下滑压力，内含价值稳健增长

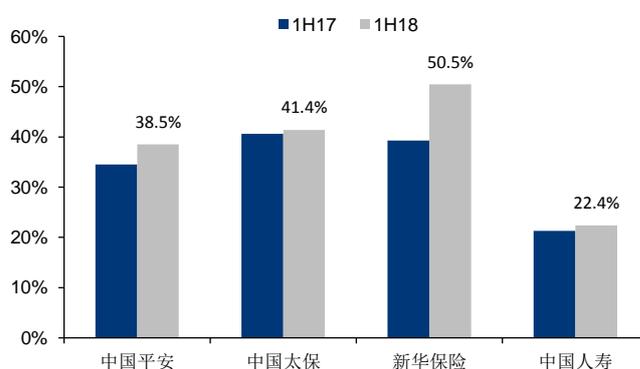
NBV 增长乏力，价值率大超预期。新单同比大幅下滑背景下，新业务价值受到明显拖累，平安、太保、新华、国寿 1H18 上半年新业务价值分别为 388 亿元 (+0.2%)、163 亿元 (-17.5%)、65 亿元 (-8.9%) 和 282 亿元 (-23.7%)；其中平安、新华凭借优秀的业务能力与产品结构，整体表现优于同业。受产品结构调整影响，新业务价值率大幅改善，平安、太保、新华、国寿的价值率 1H18 分别达到 38.5% (+4pct)、41.4% (+0.8pct)、50.5% (+11.2pct) 和 22.4% (+1.1pct)，其中平安和新华的价值率增长大超预期。

图表5：上市险企 1H18 新业务价值增长乏力



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

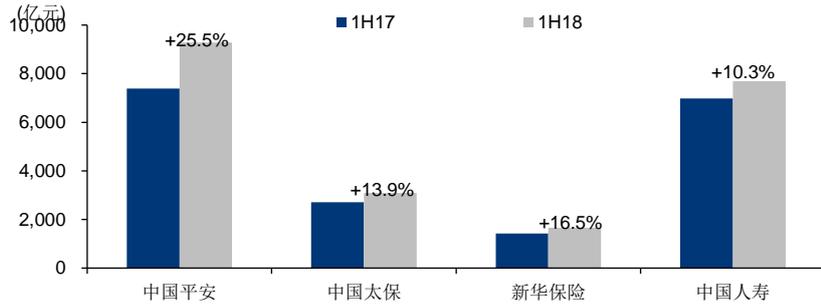
图表6：上市险企 1H18 价值率大超预期



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

内含价值增速平稳，行业有所分化。平安、太保、新华、国寿 1H18 集团内含价值分别为 9274 亿元 (+25.5%)、3092 亿元 (+13.9%)、1656 亿元 (+16.5%) 和 7692 亿元 (+10.3%)，整体增长有所分化。平安综合金融优势突出，协同效应推动价值表现优于行业；新华转型持续推进，保守的精算假设给予超预期的价值增长。相较之下，中国人寿增长较为乏力，与上市同业相比尚有一定差距。

图表7：上市险企 1H18 内含价值及同比增长率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

新业务价值贡献显著，其他偏差影响各异。平安、太保、新华、国寿 1H18 新业务价值对寿险内含价值增长的贡献率分别为 7.8%、7.6%、4.2%和 3.8%，从贡献度上来看，平安、太保的新业务价值贡献更为突出，但是由于太保未披露详细变动项，我们推测在内含价值预计回报贡献 4%-5%的区间水平时，其他假设偏差大约带来 2%左右的负向贡献。中国人寿投资回报差异负向贡献 2.5%，对 EV 的增速拖累较为明显。

图表8：上市险企 1H18 寿险业务内含价值较期初变动的贡献情况

	中国平安	中国太保	新华保险	中国人寿
内含价值预计回报	4.6%	-	4.5%	3.8%
新业务价值贡献	7.8%	7.6%	4.2%	3.8%
投资回报差异	-0.2%	-	-1.4%	-2.5%
营运经验差异	3.1%	-	1.4%	0.3%
注资及股东红利分配	-2.8%	-	-1.1%	-1.6%
其他	2.8%	-	0.2%	1.0%
期末内含价值较年初增长	15.3%	9.4%	7.9%	4.8%

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

非寿险业务价值增长动力不足，对集团内含价值有一定负面效应。平安和太保为综合保险公司，非寿险业务对内含价值有一定贡献，通过拆分可以发现非寿险内含价值增速分别为 8.0%和 4.0%，与寿险业务增速相比，增长动力不足，对总价值有一定负面影响。

图表9：上市险企 1H18 非寿险业务内含价值及其增速

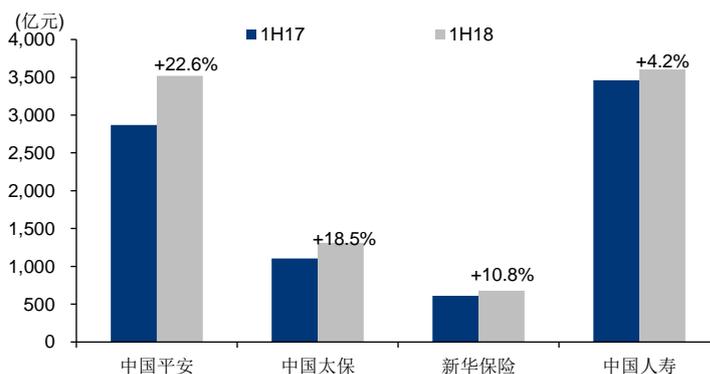
(百万元)	中国平安	中国太保
2017 年非寿险内含价值	328,792	72,132
1H18 非寿险内含价值	355,041	75,027
较年初增速	8.0%	4.0%

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

人身险：个险渠道持续发力，结构优化回归本源

保费逆势增长，市场份额不断提升。平安、太保、新华、国寿 1H18 年寿险保费收入分别为 3520 亿元(+22.6%)、1310 亿元(+18.5%)、679 亿元(+10.8%)及 3605 亿元(+4.2%)，在银保监会披露的行业总保费同期增速-7.44%的背景下，实现较高的增长，规模优势日益突出。据银保监会披露数据，6 月末保险行业 CR4 达 50.9%，较年初提升 6.2pct，开门红承压下市场格局进一步集中，大型险企优势凸显；其中平安、国寿、太保份额分别提升 2.6pct、2.4pct 和 1.3pct，分别达 22.0%、16.8%和 8.0%。

图表10：上市险企寿险保费收入及增速

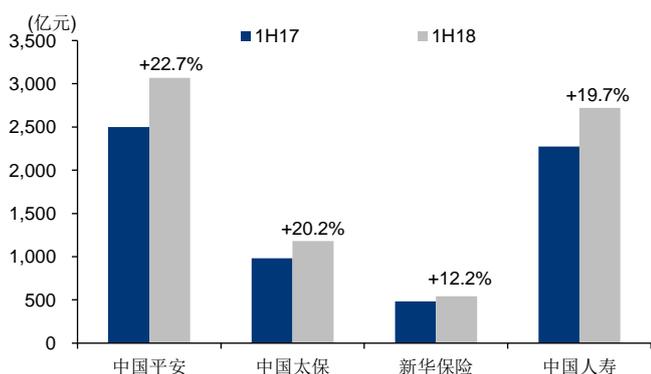


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

高质量个险发展，渠道占比进一步提升

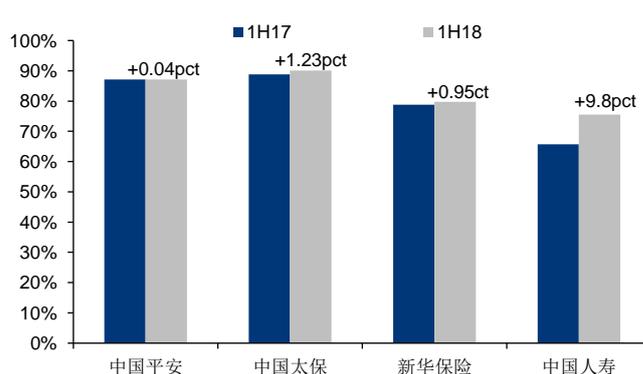
个险渠道持续发力，占比进一步提升。平安、太保、新华、国寿 1H18 个险渠道保费收入分别为 3067 亿元 (+22.7%)、1180 亿元 (+20.2%)、541 亿元 (+12.2%) 和 2722 亿元 (+19.7%)，占总保费收入的 87.1% (+0.04pct)、90.0% (+1.23pct)、79.8% (+0.95pct) 及 75.5% (+9.8pct)。中国人寿去年主动减少的银保业务导致基数较低，今年产生较高的个险占比提升。上市险企大多保持在 80%左右的个险渠道业务占比，高质量发展道路稳步推进。

图表11：个险渠道保费收入及增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表12：个险渠道保费收入占总保费比例

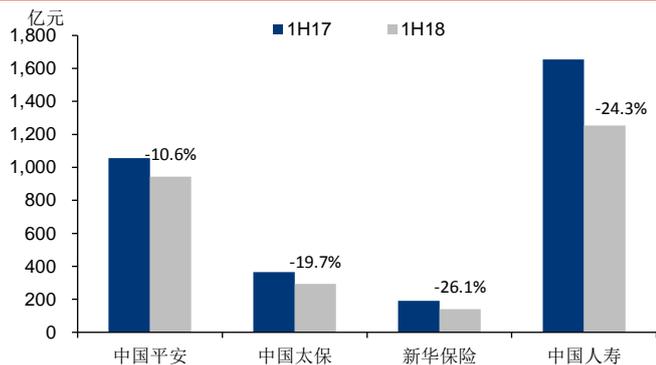


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

聚焦保险本源，优化产品结构

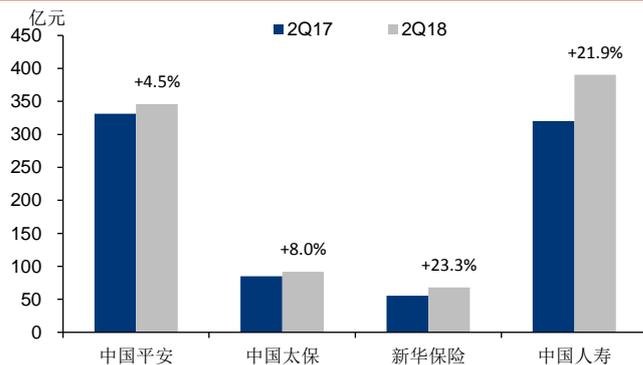
首年保费下滑，但环比改善明显。受一季度开门红拖累，平安、太保、新华、国寿 1H18 首年保费收入 945 亿元 (-10.6%)、292 亿元 (-19.7%)、141 亿元 (-26.1%) 和 1253 亿元 (-24.3%)。但单从二季度来看，平安、太保、新华、国寿单季度分别实现+4.5%、+8%、+23.3%和+21.9%的同比增长，主要源于去年二季度低基数和今年及时转变的产品营销策略。

图表13: 上市险企首年保费同比下滑



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表14: 上市险企二季度新单增速同比正增长

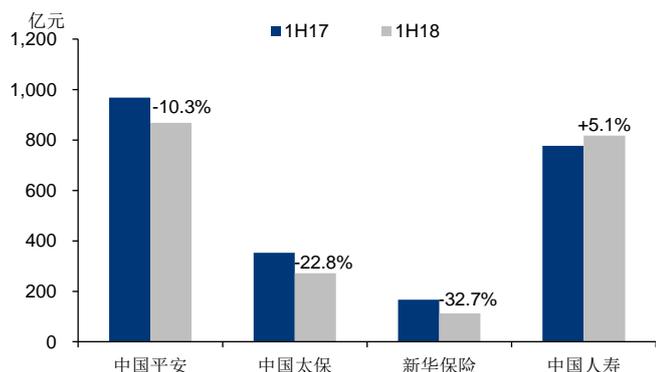


注: 平安为用于计算新业务价值的首年保费。

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

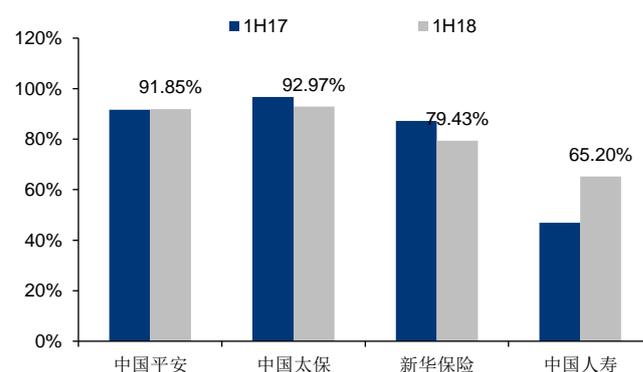
期交占比维持高位, 续期拉动效应有望逐步显现。平安、太保、新华、国寿 1H18 首年期交保费分别达 868 亿元 (-10.3%)、272 亿元 (-22.8%)、112 亿元 (-32.7%) 和 817 亿元 (+5.1%); 首年期交在首年保费占比分别为 91.9%、93.0%、79.4% 和 65.2%。其中国寿占比提升最高, 达 18.2pct, 主要源于主动压缩 512 亿元银保趸交产品, 以推动业务转型。期交占比提升有利于险企未来续期业务的稳定保费现金流入, 续期拉动效应有望逐步显现, 同时推动内含价值增长, 助力险企可持续健康发展。

图表15: 上市险企首年期交保费及增速



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

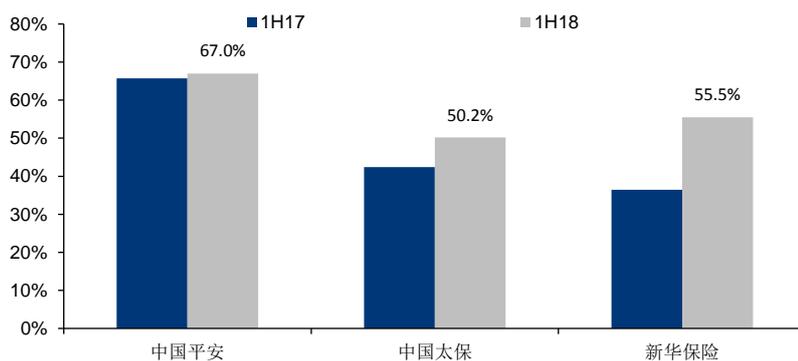
图表16: 上市险企首年期交占新单比例



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

回归保障本源, 保障型产品占比提升。储蓄险销售不力的背景下, 各大险企积极进行产品转型, 加速保障险业务推进。中国平安 1H18 长期保障险 NBV 占比为 67%, YoY+1.3pct; 中国太保长期保障型产品新单占比 50.2%, YoY+7.8pct; 新华保险健康险首年新保占比 55.5%, YoY+19.1pct。在“保险姓保”的大环境下, 我们认为我国保障型保险产品需求仍有较大缺口, 保障险业务推进值得期待。

图表17：上市险企保障型产品比例逐渐提升



注：平安为长期保障型NBV占比，太保为长期保障型新单占比，新华为健康险首年保费占比。

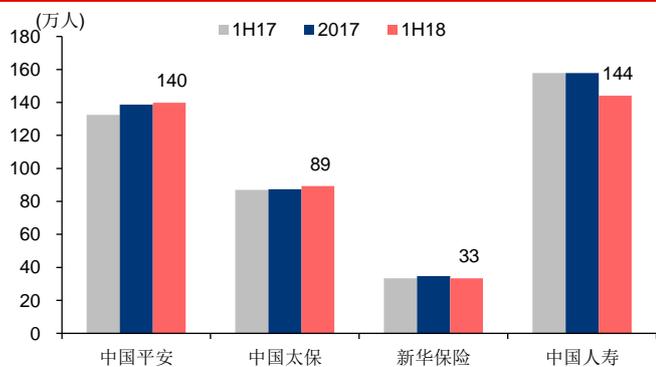
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

代理人扩张趋缓，质态持续改善

高速扩张后代理人增长趋缓

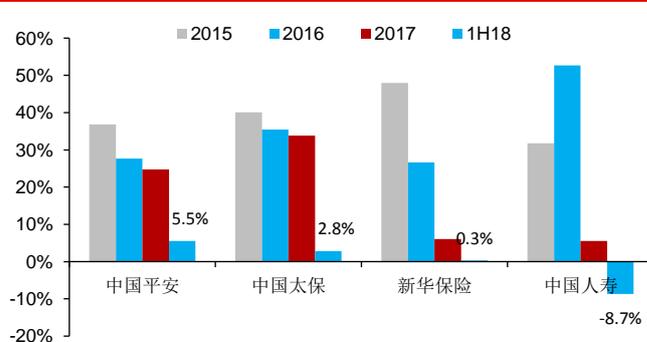
代理人规模扩大，增长速度趋缓。平安、太保、新华、国寿 1H18 寿险代理人数量分别为 139.9 万人（较年初+0.9%）、89.4 万人（较年初+2.3%）、33.4 万人（较年初-4%）和 144.1 万人（较年初-8.7%）。2015 年代理人考试取消后，队伍规模在经过两年高增长后，规模增速逐步放缓，今年上半年产能不及预期导致代理人佣金收入下滑，队伍脱落率有所抬升，整体规模上仅有小幅增长。中国人寿由于新单压力更为突出，叠加队伍高基数影响，规模降幅较大。

图表18：上市险企代理人规模



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表19：上市险企代理人规模同比增速放缓

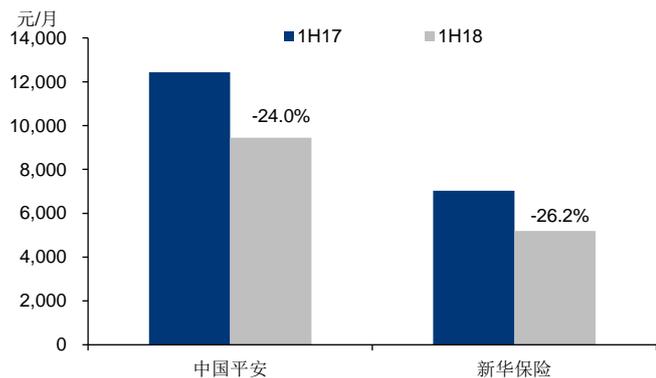


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

注重质态提升，业务品质改善

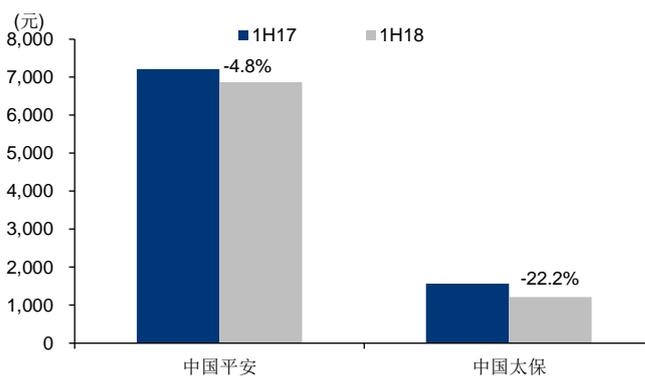
代理人产能承压，更注重质态提升。开门红受市场环境的影响，储蓄险销售难度加大，产能整体承压，中国平安 1H18 人均每月产能达 9453 元，YoY-24%，导致收入同步下滑，但由于综合金融协同效应显现，收入下滑幅度有限，上半年人均每月收入 6870 元，YoY-4.8%。新华保险 1H18 月均人均综合产能为 5187 元，YoY-26.2%，但队伍质态有所提升，月均举绩人力达 17.1 万人，较年初+13.2%；举绩率 53.6%，较年初+6.8pct。中国太保月人均首年佣金收入 1217 元，YoY-22.2%。

图表20: 上市险企月均代理人产能



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表21: 上市险企月均代理人收入

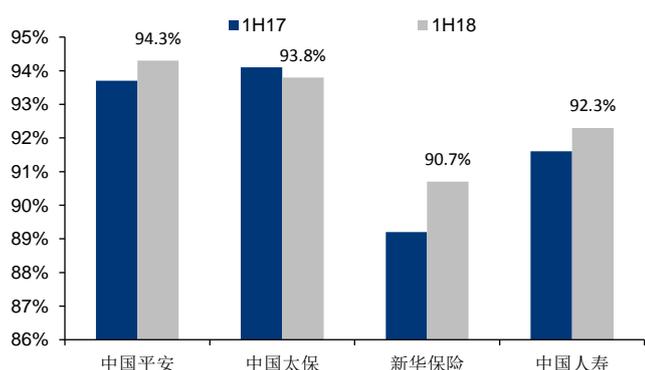


注: 中国太保是月人均首年佣金收入, 中国平安是月人均收入

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

保单继续率稳中向好, 保单质量稳步提升。代理人业务能力的提升, 也推动保单质量持续提升, 平安、太保、新华和国寿 1H18 的 13 个月保单继续率分别为 94.3% (+0.6pct)、93.8% (-0.3pct)、90.7% (+1.5pct) 及 92.3% (+0.7pct), 25 个月保单继续率分别为 90.9% (+0.8pct)、91.5% (+2.6pct)、84.7% (+2.4pct) 及 86.8% (+1.0pct)。

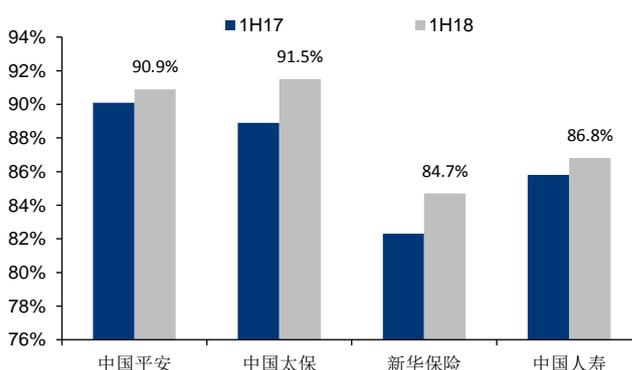
图表22: 上市险企 13 个月保单继续率



注: 中国人寿为 14 个月保单继续率

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表23: 上市险企 25 个月保单继续率



注: 中国人寿为 26 个月保单继续率

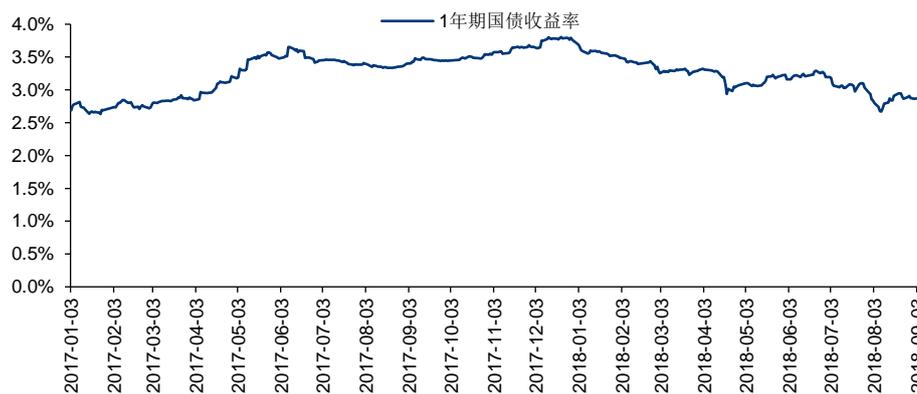
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

市场展望: 业务调整到位, 储蓄保障齐发力

19 号文调整到位, 业务规范发展。据调研得知, 在 19 号文的专项核查下, 各大险企已完成对受影响产品的调整, 目前已按监管要求推进业务。中国人寿受影响产品主要是健康险和寿险, 主要整改条目包括在短期健康保险中引入了“连续投保”等长期保险概念, 还有分红利益演示方面的调整, 由于不是主打产品, 整体影响不大; 中国平安的主打产品平安福已整改完成; 新华保险的主险没有受影响, 19 号文主要明确医疗险的原位癌保障范围, 而附加险是一年一签, 续保采用新合同, 对存量也无影响; 中国太保已上线新的产品金诺人生来替代金佑人生, 采取传统寿险的产品形式。

短端利率回落缓解储蓄险销售压力。年初由于利率上升推动理财产品竞争力增强, 随着短端利率 (1Y 国债) 从 3.7% 逐步回落至近期的 3.0% 附近, 结合资管新规下保本产品的逐步整改, 兼具保障与收益的储蓄险竞争力重回, 有利于缓解销售压力。我们认为各大险企下半年仍将以储蓄险作为主推产品, 部分年金险缺口将在 Q4 集中填补, 此外部分险企还将银保渠道的托管规模与保费目标相挂钩, 适当转移了业绩压力, 我们认为银保渠道的目标达成无需过度担忧。

图表24： 1年期国债收益率走势图



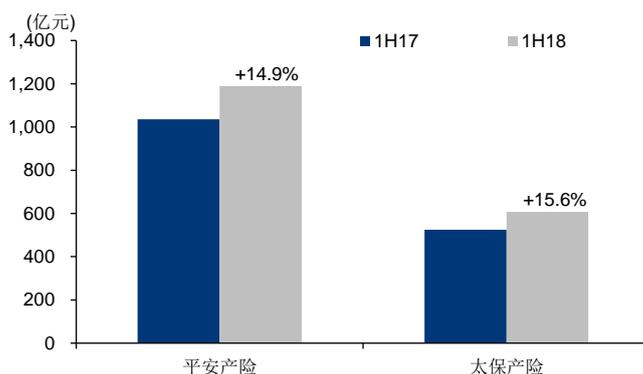
资料来源：Wind，华泰证券研究所

财产险：保费平稳增长，维持承保盈利

保费收入平稳增长，非车险增速较快

保费持续平稳增长，非车险增幅高于车险。平安产险 1H18 保费收入达 1181 亿元，YoY+14.9%。其中非车险原保费收入 342 亿元，YoY+47.4%，非车险快速增长的主要原因是平安产险大力推进线上保证保险业务，保证保险保费收入大幅增长 69.9%。太保产险 1H18 保费收入达 607 亿元，YoY+15.6%，其中车险收入 439 亿元 (+10.1%)，非车险收入 168 亿元 (+33.1%)。车险业务虽仍占较大比重，但由于非车险业务快速发展，非车险业务占比已在不断提升，产险业务结构持续优化。

图表25：上市险企 1H18 产险保费收入

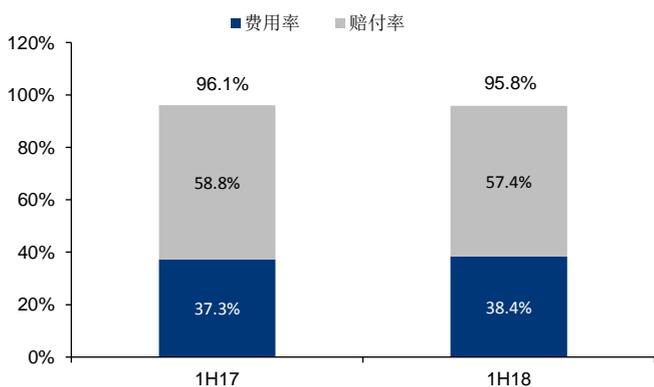


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

综合成本率优良，维持承保盈利

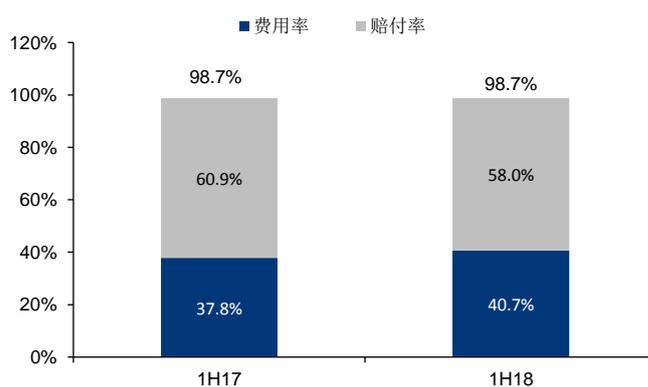
盈利能力优良，商车费改利好发展。平安产险 1H18 综合成本率达 95.8% (-0.3pct)，太保产险综合成本率达 98.7%，整体盈利能力优良。其中太保产险非车险业务近四年来首次实现承保盈利，业务品质持续改善。我们认为随着第三次商车费改逐步推行，龙头险企可充分发挥自身科学定价及风险控制能力，提升市场份额，拓展利润空间。

图表26：1H17 及 1H18 平安产险综合成本率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表27：1H17 及 1H18 太保产险综合成本率

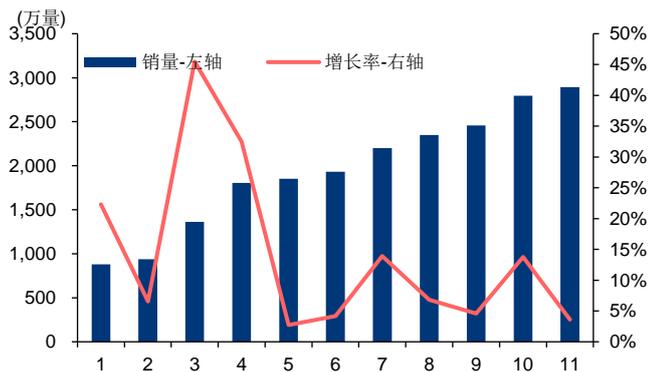


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

增长动能转换，非车险迎来增长契机

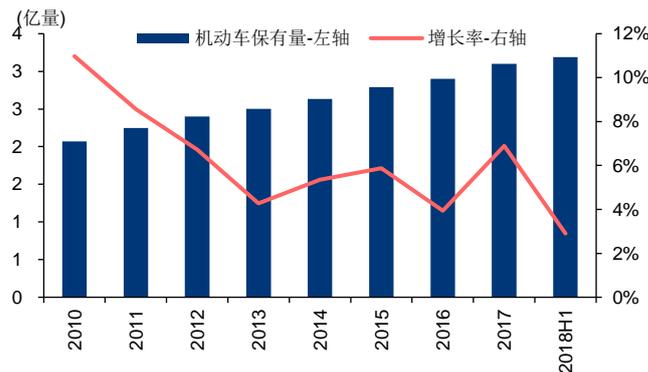
车险一险独大，增长率放缓。车险在我国财产保险中占比一直处于高位，支撑起我国财产保险市场的增长。在现有强制险运作模式下，车险的保费增长的内生因素为车险收费价格，外生因素主要为机动车市场的增加。商车费改增加了保险公司的灵活性，客观上降低了保险的价格，减少保费收入。截至2017年底，我国机动车保有量为3.1亿辆，户均拥有机动车0.65辆，机动车普及度较高。同期新车销售额也呈现放缓趋势，2017年新车销售2894万辆，增速为3.6%，在近年来处于较低的位置。费改和机动车数量双因素共振，预计我国未来车险保费有望呈现增速放缓趋势。

图表28： 机动车销售数量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

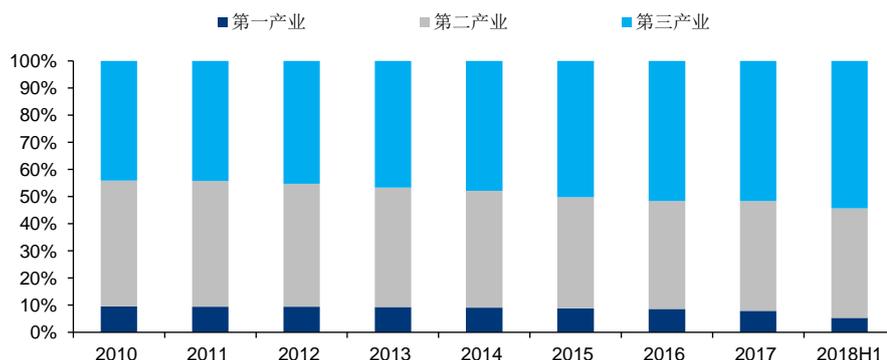
图表29： 机动车保有量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

经济发展催生应用场景，保险意识推动产业发展。随着我国经济的发展，第三产业占比越来越高，截至2018年6月底，我国GDP中第三产业占比为54.3%。随着第三产业的发展，居民间经济往来更为密切，信用违约风险和责任风险积聚，责任险和信用险等非车险保险需求有了更多的应用场景。责任保险是受保险意识最为显著的保险业务，在经济发展和车险的消费者教育双因素推动下，居民承保意识逐渐加强，为财产保险的发展提供更为广阔的空间。

图表30： 我国第三产业占比稳步提高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

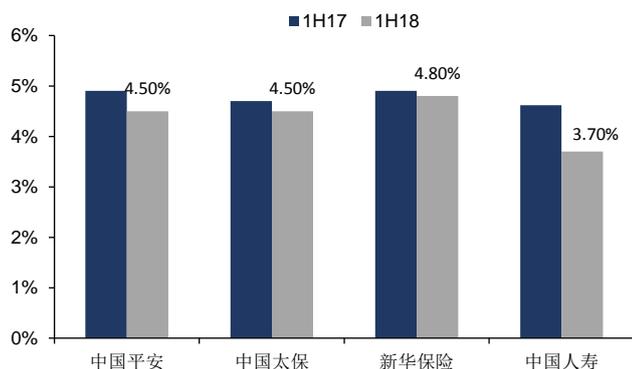
增长动能转变，险种格局重塑。受益于机动车数量的增长，车险市场规模快速发展，成为财产险市场第一大险种。在现有保费续保和机动车数量增长放缓正负双因素影响下，车险规模有望增速放缓，稳步发展。在经济发展和承保意识提高的带动下，财产保险中非车险险种有望迎来发展契机，需求不断提升。随着车险市场竞争加剧和保险公司精算能力的加强，非车财险的产品供给能力进一步提高，需求潜力不断得到释放，动能转换，推动非车险的发展。未来产险中车险规模有望稳步上升，占比逐渐下降，非车财险种类和数量进一步得到释放，占比不断增加，推动财产险的发展。

资产端：优化资产配置，收益边际回暖

收益率回暖显著，结合行情优化配置

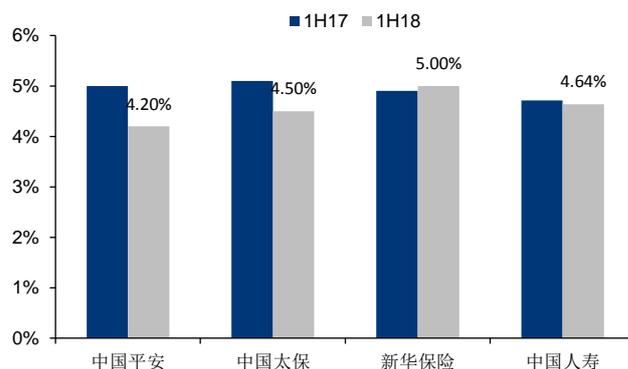
资产规模扩大，投资收益率边际改善明显。平安、太保、新华和国寿 1H18 投资资产分别达 2.58 万亿元(较年初+5.4%)、1.18 万亿元(较年初+8.9%)、7176 亿元(较年初+5.7%)和 2.71 万亿元(较年初+4.6%)，保险投资资产规模不断扩大。今年上半年由于资本市场处于长期低迷状态，特别是蓝筹股股价持续走低，险企投资收益波动较大，平安、太保、新华、国寿净投资收益率分别为 4.2%、4.5%、5.0%和 4.6%，总投资收益率分别为 4.5%、4.5%、4.8%和 3.7%，业绩有所承压。但边际来看，平安、新华均在逐步改善，总投资收益率分别较 1Q18 的 3.7%、4.3%有所提升。

图表31： 2013-2017 年上市险企总投资收益率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表32： 2013-2017 年上市险企净投资收益率



注：平安采用模拟准则修订前数据。

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

顺应市场风格变化，适当降低权益投资占比。今年上半年资本市场情绪低迷，险企顺应市场风格，适度调整权益类投资占比，平安、太保、新华、国寿 1H18 股票于基金投资资产占比分别为 14.9% (较年初-1.3pct)、8.5% (较年初-1.1pct)、11.6% (较年初-1.5pct)、10.3% (较年初-0.3pct)，通过减少股票基金投资比例以降低敞口风险。

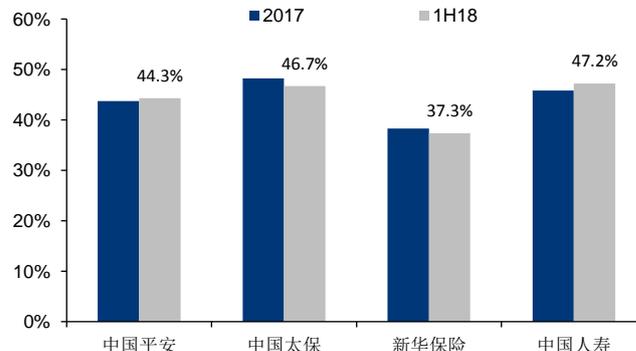
把握利率高位机遇，优化资产负债匹配。上市险企把握债券市场配置机会，增配国债、政策性金融债等低风险债券，拉长资产久期，进一步优化资产负债匹配，目前信用状况良好。平安、太保、新华、国寿 1H18 投资债券占比分别为 44.3% (较年初+0.6pct)、46.7% (较年初-1.5pct)、37.3% (较年初-1.0pct) 和 47.2% (较年初+1.5pct)。

图表33： 上市险企投资股票、基金占比



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表34： 上市险企投资债券占比情况



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

增投非标资产，严格把控风险，提升整体收益水平。中国平安 1H18 非标资产占比 14.1%，较年初+0.4pct，优选非标项目，资产多选择北京、上海等经济发达地区及政策支持的行业，比如基建行业（占比 35.8%）等，规避高风险，服务实体经济，AAA 评级占比 97%以上。平安非标债权类资产总投资收益率达 5.85%，较好的提升了保险资金运用能力；平均期限 7.49 年，有效拉长资产久期。新华保险 1H18 非标占比 31.8%，较年初-3.2pct，主要由于部分非标资产到期及提前还本，非标资产均为 AA 级及以上评级，整体信用风险很小，安全性较高。中国太保 1H18 非标资产占比 20.1%，较年初+1.3pct，99.8%资产评级在 AA+ 及以上，风险把控严格。

图表35：上市险企 1H18 非标资产规模及资产质量情况

	非标资产/总投资资产	非标占比较年初变动	AAA/非标	AA+/非标	AA/非标
中国平安	14.1%	+0.4pct	97%	AA 及以上占比 3%	-
中国太保	20.1%	+1.3pct	92.1%	7.7%	-
新华保险	31.8%	-3.2pct	95.3%	3.0%	1.7%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

存款占比提升，被动管理优势突出。资本市场表现低迷的背景下，各险企增加定期存款配置，平安、太保、新华、国寿 1H18 定期存款占比分别为 7.2%（较年初+0.6pct）、10.6%（较年初+1.0pct）、7.8%（较年初+1.7pct）和 16.6%（较年初-0.7pct）。新华上半年新增较多银行协议存款，整体收益率达 5%以上，但存量固定收益类资产和以债权为主的非标资产，贡献主要的投资收益，也是在同业中收益率表现更为优秀的原因，被动管理的优势开始显现。

图表36：上市险企投资现金及现金等价物占比情况



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表37：上市险企投资定期存款占比情况



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

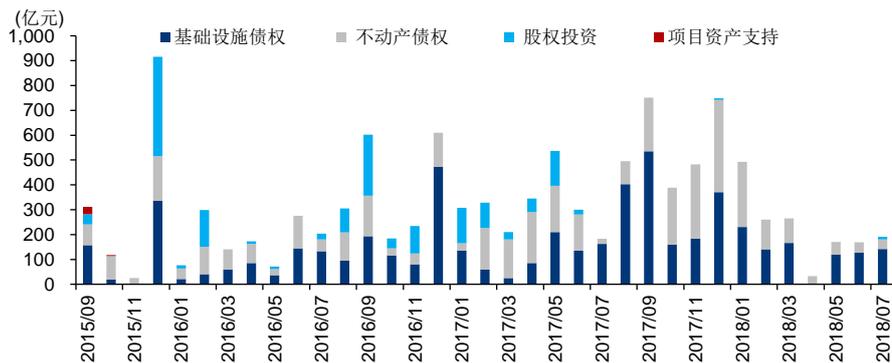
三维度展望：利差益前景可期

我国目前上市险企利润来源主要来自于利差益，信用风险、利率走势和资本市场行情将不同程度地影响信用债、利率债和权益资产的投资损益。结合 1H18 的资产配置情况的回顾，我们将分别从三方面来分析资产端未来的发展态势。

信用风险逐步缓释，信用背书增强

风险防范加强，保险资管计划设立进展放缓。保监会 2018 年 1 月出台《关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方债务风险的指导意见》，要求强化保险机构责任意识，支持保险机构更加安全高效地服务实体经济，防范化解地方债务风险。保险资金多以各类债权、股权投资计划等另类投资的形式参与到实体经济建设中，2018 年 7 月末累计注册规模约 2.2 万亿元，占保险资金运用余额约 14%，规模相对较小，且受 1 月政策影响，设立进展放缓，风险控制更为严格，今年来每月新设立规模整体仅保持在 200 亿元左右，与过往几年相比规模明显下滑。

图表38： 保险资管计划分产品单月设立规模



资料来源：保险资产管理业协会，华泰证券研究所

政策推进地方债发行，背书增强降低风险。财政部于8月14日发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，提出加快地方政府专项债券发行和使用进度，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用。银保监会9月发布《关于商业银行承销地方政府债券有关事项的通知》，要求银行承销地方债风险管理参照国债。通过对业务推进和风险管理多角度的政策疏导，风险整体处于较低水平，信用背书的增强给予险企更大的投资意愿和更丰富的投资选择，以满足风险收益匹配。

期限利差触底回升

保险公司的利差来源主要由资产端的投资收益和负债端的资金成本共同决定。资产端上大约有80%投向固定收益类产品，且为了与负债久期适度匹配，各大险企也在年初高利率环境下不断加配长久期债券，十年期国债成为优先标的，因此投资收益与长端利率的变动呈正相关。而负债端久期虽然更长，但资金成本在保单签订时已经确定，与短端利率的变动关系更为紧密，且呈负相关关系。因此我们用（10Y国债-1Y国债）的期限利差来衡量保险公司的利差水平，可以看出期限利差整体处在0.5%-1%区间水平且保持稳定，对投资端表现有较好的支撑作用。

图表39： 期限利差走势图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

资本市场行情对投资端影响有限

通过对中国平安的内含价值的敏感性分析，我们发现权益资产公允价值下降10%的背景下，上半年寿险EV及集团EV的变动较基准约下降2%左右，且与去年末相比影响幅度边际减弱，我们认为权益资产的变动对投资端的影响可控。今年利率呈下行趋势，固收类资产价值抬升带来的市场价值调整正向贡献显著，我们认为相较占比更大的固收类资产价值抬升能抵消费权益资产的价值下滑，总体带来正向假设偏差。

图表40： 中国平安权益资产公允价值-10%对价值的影响

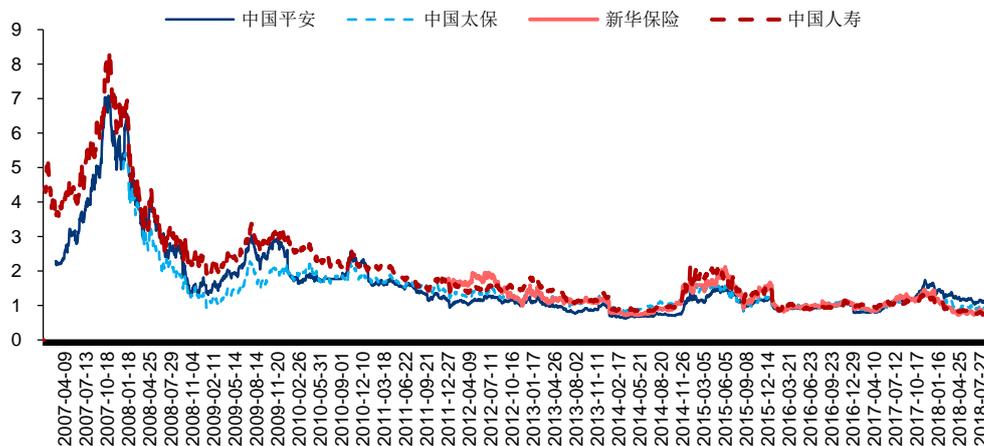
	2017	1H18
基准		
寿险 EV 同比增速	37.8%	28.2%
集团 EV 同比增速	29.4%	25.5%
权益资产公允价值-10%下，寿险 EV 影响		
较基准变动	-3.0%	-2.3%
同比增速	33.6%	25.2%
权益资产公允价值-10%下，集团 EV 影响		
较基准变动	-2.3%	-1.9%
同比增速	26.4%	23.1%

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

投资建议

上市险企中报表现亮眼，准备金释放作用下利润表现超预期，新单虽下滑明显，但季度环比改善显著，保费结构优化推动价值率抬升，NBV降幅表现优于新单，进而推动EV平稳增长。代理人增速放缓，但更注重质态的提升。投资端风险整体可控，收益率二季度边际改善，下半年趋于稳健。上市险企仍处历史估值低位，我们认为市场超跌后有望逐步企稳，看好发展前景。

图表41：上市险企静态 P/EV 估值处历史低位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

新华保险：公司加速推进价值转型，已由转型期迈入发展期，1H18 归母净利润同比+79.1%。期交、续期占比稳步提升，期交推动+续期拉动模式成效显著，健康险新单占比已达到 55.5%，推动价值率攀上新高峰，达到 50.4%，看好公司价值转型的发展前景。预计 2018-20 年 EVPS 分别为 57.5、67.5 和 78.9 元，对应 P/EV 分别为 0.82x、0.69x 和 0.59x，维持“买入”评级。

中国平安：综合金融稳健运行凸显协同效应，科技金融赋能提升业务质态。寿险业务价值持续增长，1H18 归母营运利润同比增长 23.3%，新业务价值率逆势提升 4pct 至 38.5%；产险综合成本率较年初下降 0.3pct，三次费改下大型产险有望受益政策红利。预计 2018-20 年 EVPS 分别为 56.6、68.3 和 82.2 元，对应 P/EV 为 1.05x、0.87x 和 0.72x，维持“买入”评级。

中国太保：公司第一步战略转型已落地，已开启“转型 2.0”模式，1H18 归母净利润增速达 26.8%，寿险保费收入增速达 18.5%，大个险格局进一步巩固，长期保障险新单占比提升 7.8pct 至 50.2%，保费结构优化；产险增速亮眼，大平台控费优势将持续凸显。未来公司将逐步深化优势，优化渠道结构，提升业务价值的多元化发展。预计 2018-20 年 EVPS 分别为 36.4、42.8 和 50.8 元，对应 P/EV 为 0.94x、0.80x 和 0.67x，维持“买入”评级。

中国人寿：公司保费结构持续优化，大幅压缩趸交业务，大幅压缩趸交业务 512 亿元，首年期交 817 亿元，占长险首年保费 89%，YoY+33.12pct，缴费模式持续优化；二季度新单同比提升 22%，边际改善显著。代理人规模下滑，但长期保障型产品销售人力规模大幅增长，同比提升 31%。预计 2018-20 年 EVPS 分别为 28.81、33.02 和 37.94 元，对应 P/EV 为 0.78x、0.68x 和 0.59x，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差来源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com