

保险行业 2018 年中报综述

投资担忧缓解，代理人稳定提振预期 增持（维持）

2018 年 09 月 06 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **债市浮盈对冲股市波动，投资端及 EV 增速优于预期缓解市场担忧。**上半年股市波动令市场担忧保险投资业绩及 EV 增速，中报披露投资收益率下滑，但仍优于预期：1) 净投资收益率降低源于基金分红受市场行情影响同比下滑，同时部分高收益固收类资产到期后再配置收益率降低，考虑未来低利率环境预期下，险资将继续拉长资产久期，同时 IFRS9 逐步实施导致权益资产配置更加注重分红，我们预计净投资收益率能够保持稳定；2) 总投资收益率受股市波动冲击，国寿/平安/太保/新华/太平分别变动 -92/-90/-20/-10/+39 BP（仅太平通过年初兑现股票浮盈提升收益率），但债市回暖贡献显著浮盈，对冲部分股票下跌影响后，综合投资收益率优于预期（太保达到 4.8%）。截至 6 月末，国寿/平安/太保/新华/太平内含价值较期初分别增长 4.8%/12.4%/8.1%/7.9%/7.2%，投资负偏差的扰动可控，叠加 NBV 及营运正偏差贡献，保险公司估值基础仍然相当坚实。

■ **寿险代理人稳定提振新单预期，龙头 NBV 增速反转提升市场信心。**NBV 增速及其可持续性为衡量寿险成长性的核心指标，也是提升 EV 增速及寿险估值水平的重要指标，而代理人规模及其状态（产能、收入水平等）是核心驱动力。上半年代理人状态优于预期，平安、太平人力规模逆势小幅正增长（平安队伍质态领先同业，虽然 2018H1 产能同比下滑 24%至 9453 元，但人均月收入仅下滑 4.8%至 6870 元，鲜明体现集团交叉销售优势），表明一季度新单保费大幅下滑对代理人队伍的冲击影响可控，这将有力提升市场对下半年及明年保单销售能力的信心。此外，平安上半年 NBV 增速已先行反转，实现正增长 0.2%，在寿险销售导向由储蓄型转向保障型的过程中，产品结构变化带来件均保费的降低和新业务价值率的提升（新华、太保价值率分别升至历史新高的 50.5%、41.4%），而 NBV 重归正增长表明寿险销售在转型过渡期后重新步入成长轨道。

■ **税收因素冲击财产险净利润，车险费改深化推动行业供给侧改革。**上半年财产险行业保费增速升至 14.2%，延续 2017 年回暖趋势，其中人保/平安/太保/太平增速分别为 14.1%/14.9%/15.6%/26.8%，但车险和非车险显著分化，人保/平安/太保车险分别仅增长 3.9%/5.6%/10.1%，而非车险行业保费高增长 32.7%，我们强调后续非车险的持续扩张有望驱动财产险行业迈入新一轮复苏周期。盈利角度，综合成本率基本稳健，但车险营销费用普遍超标导致所得税大幅增长、净利润下滑，人保/平安/太保/太平的税前利润分别增长 10.6%/15.6%/15.8%/44.5%，但平安/太保净利润下滑 14.1%/22.6%，人保持平，太平小幅微增 1.5%（市场预期相关税率政策将调整，但目前尚无具体规划）。此外，考虑车险费改深化推动行业供给侧改革，我们判断中小公司受困于承保压力逐步退出后，车险集中度将进一步提升。

■ **投资建议：**根据中报情况，我们认为**保险行业基本面向好**，投资端对 EV 的扰动优于预期，且寿险代理人队伍相对稳定，由此判断全年新单及 NBV 降幅将进一步收窄，提振行业成长性预期。目前 A 股平均估值约 0.9 倍 2018PEV，H 股则为 0.66 倍 2018PEV（含中国太平），位于历史底部，估值安全，考虑长期成长性，我们认为目前是最佳配置时点，积极看好。个股重点推荐**中国平安、中国财险**，同时建议关注**新华保险、中国太平**。

■ **风险提示：**1) 寿险新单保费持续下滑；2) 财产险费用管控成效不及预期；3) 股市波动导致投资收益下滑；4) 长端利率持续下行。

行业走势



相关研究

- 1、《**保险行业投资策略：产险周期复苏，寿险细水长流**》
2018-07-30

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 投资：债市对冲股市波动，EV 优于预期提振估值 | 4 |
| 1.1. 投资收益率降幅有限，缓解市场对投资端担忧..... | 4 |
| 1.2. 内含价值增长优于预期，保险估值基础依然稳健..... | 6 |
| 1.3. 准备金补提影响出清，净利润高增长兑现预期..... | 7 |
| 2. 寿险：代理人稳定提振预期，期待 NBV 反转 | 9 |
| 2.1. NBV 增速反转比新业务价值率提升更重要 | 9 |
| 2.2. 代理人是核心，队伍稳定提振新单增长预期..... | 10 |
| 3. 财险：税收因素冲击净利润，保费回暖推动复苏 | 11 |
| 3.1. 新兴险种驱动非车险扩张，行业保费增速回暖..... | 11 |
| 3.2. 综合成本率保持平稳，税收因素冲击净利润..... | 12 |
| 3.3. 车险费改深化，供给侧改革提升集中度..... | 13 |
| 4. 投资建议：基本面预期向好，首推中国平安 | 15 |
| 5. 风险提示 | 16 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1: 2009~2018H1 上市保险公司净投资收益率 | |
| 图 2: 2018H1 上市保险公司净投资收益 (亿元) | |
| 图 3: 2012~2018H1 上市保险公司总投资收益率 | |
| 图 4: 2018H1 上市保险公司价差收益及公允价值变动 | |
| 图 5: 2018/06 上市保险公司资产负债表-其他综合收益余额 (亿元) | |
| 图 6: 2018/01~2018/09 十年期国债及国开债到期收益率走势 | |
| 图 7: 2012~2018/06 上市保险公司内含价值 (亿元) | |
| 图 8: 2012~2018/06 上市保险公司内含价值增速 | |
| 图 9: 2018/06 上市保险公司内含价值及增速 (亿元) | |
| 图 10: 2018H1 上市保险公司内含价值中的投资偏差 | |
| 图 11: 2018H1 上市保险公司内含价值中的新业务价值 | |
| 图 12: 2018H1 上市保险公司内含价值中的营运偏差 | |
| 图 13: 2018H1 上市保险公司寿险业务分部的净利润及增速 (亿元) | |
| 图 14: 2018H1 上市保险公司准备金补提对税前利润的影响 (亿元) | |
| 图 15: 2006/01~2018/09 十年期国债收益率及 750 日移动平均收益率 | |
| 图 16: 上市保险公司利润表中投资收益及公允价值变动损益 (亿元) | |
| 图 17: 2014~2018H1 寿险代理人渠道新单保费增速 | |
| 图 18: 2018H1 上市保险公司 NBV 及增速 (亿元) | |
| 图 19: 2012~2018H1 寿险 NBV 增速 | |
| 图 20: 2012~2018H1 上市保险公司新业务价值率 | |
| 图 21: 2018/06 寿险代理人及其增速 (万人) | 1 |
| 图 22: 2012~2017 年寿险代理人产能 (元) | 1 |
| 图 23: 2011~2018H 财产险保费收入同比增速 | 1 |
| 图 24: 2017H、2018H 行业及公司财产险保费收入结构 | 1 |
| 图 25: 2011~2018H 车险保费收入同比增速 | 1 |
| 图 26: 2011~2018H 非车险保费收入同比增速 | 1 |
| 图 27: 2017H、2018H 保险公司财产险综合成本率 | 1 |
| 图 28: 2017H、2018H 保险公司车险综合成本率 | 1 |
| 图 29: 2018H 保险公司财险净利润/税前利润及增速 | 1 |
| 图 30: 2018H 保险公司财险所得税及同比增速 | 1 |
| 图 31: 2005~2018H 前五大财产险公司市场份额 | 1 |
| 图 32: 2005~2018H 财产险市场份额 CR3、CR5 | 1 |
| 图 33: 2007 年至今 A 股保险公司历史估值 (P/EV) | 1 |
| 图 34: 2007 年至今 H 股保险公司历史估值 (P/EV) | 1 |
| 表 1: 2018H1 上市保险公司投资收益率 | |
| 表 2: 2018H 人保、平安和太保财产险的非车险业务结构及各险种同比增速 | 1 |
| 表 3: 2018 年以来保监会开启新一轮“监管潮” | 1 |
| 表 4: A 股/H 股上市保险公司估值表 (股价采用 2018 年 9 月 5 日收盘价) | 1 |

1. 投资：债市对冲股市波动，EV 优于预期提振估值

1.1. 投资收益率降幅有限，缓解市场对投资端担忧

2018H1 保险投资收益率下滑但优于预期，得益于债市表现+资产负债管理。上半年股市明显波动（尤其是蓝筹股下跌）导致投资者担忧保险公司投资端表现，在负债端新单保费下滑背景下，投资压力进一步压制保险股估值。但从中报披露情况来看，虽然三大投资收益率均同比降低，但仍优于预期，主要受益于债市回暖（收益率下行）及保险公司主动管理资产负债（例如降低权益资产仓位、兑现部分股票盈利等），我们认为市场对投资端的短期担忧将缓解。

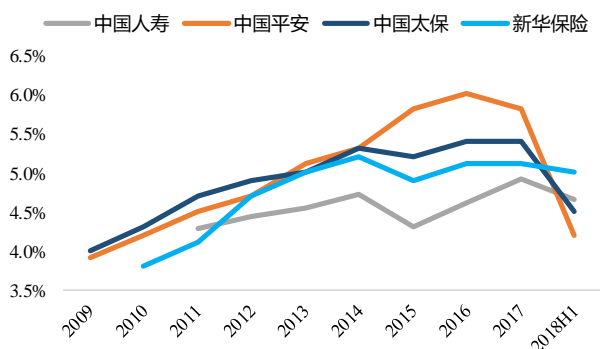
表 1：2018H1 上市保险公司投资收益率

| | 净投资收益率 | 总投资收益率 | 综合投资收益率 | 同比变动 (pct.) | | |
|------|--------|--------|---------|-------------|-------|-------|
| | | | | 净投资 | 综合 | 综合 |
| 中国人寿 | 4.64% | 3.70% | 3.52% | -0.07 | -0.92 | -1.06 |
| 中国平安 | 4.20% | 4.00% | - | -0.80 | -0.90 | - |
| 中国太保 | 4.50% | 4.50% | 4.80% | -0.60 | -0.20 | +0.30 |
| 新华保险 | 5.00% | 4.80% | - | +0.10 | -0.10 | - |
| 中国太平 | - | 4.40% | - | - | +0.39 | - |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

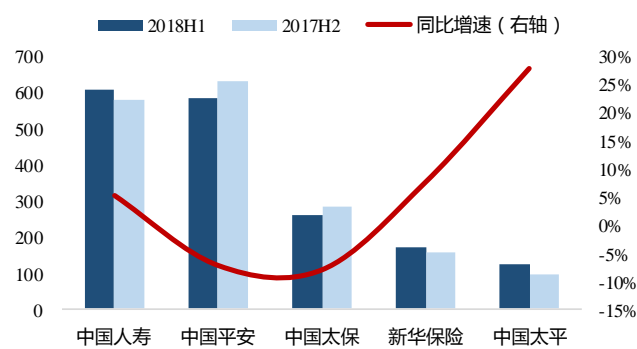
净投资收益率降低系分红波动影响，低利率环境下有能力维持收益率稳定。上半年保险公司股息分红下滑（主要是基金分红受市场波动影响较大），叠加前期布局的部分高收益率资产到期（再配置收益率较低），冲击净投资收益率，国寿、平安、太保分别降低 7、80、60 BP，仅新华提升 10 BP。实际上，净投资收益主要源于利息收入+股息分红，2014~2018 年“降息—升息”周期中，险企通过“拉长固收类资产久期+增配分红型权益资产”，实现净投资收益率在 4.3%~6% 区间内稳中有升，其中平安前瞻性布局高收益率的固收类资产，表现显著领先同业。未来，一方面 IFRS9 逐步实施（保险公司暂缓至 2021 年）将鼓励险资权益配置更加注重分红，另一方面低利率环境的预期继续推动险资拉长固收类资产久期，据此判断，净投资收益率有能力维持稳定水平。

图 1：2009~2018H1 上市保险公司净投资收益率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2018H1 上市保险公司净投资收益 (亿元)

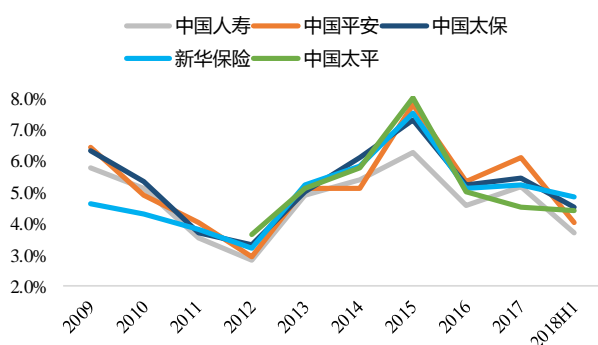


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：仅中国太平的金额单位为港元

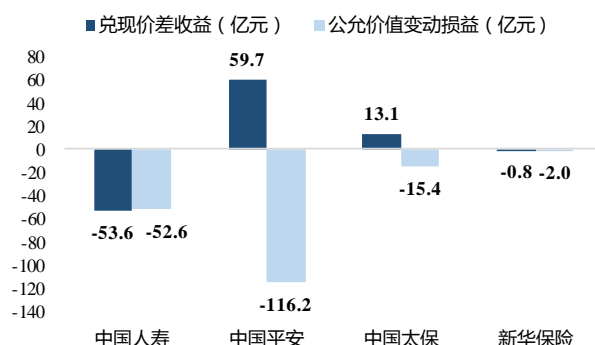
总投资收益率受股市波动影响符合预期，平安先行实施 IFRS9 加剧波动。上半年 A 股明显调整对总投资收益造成负面影响，国寿、平安、太保、新华、太平总投资收益率分别变动-92、-90、-20、-10、+39 BP，其中：1) 平安下滑明显（降至 4%），主要系权益资产配置比例较高，且 IFRS9 放大价值波动，采用可比会计准则的总投资收益率为 4.5%；2) 新华受益于高比例配置固定收益类资产，总投资收益稳健；3) 太平年初积极兑现股票盈利，总投资收益率逆势提升至 4.4%。分拆收益来源，交易性金融资产的公允价值普遍亏损符合预期，而平安、太保、太平均兑现股票盈利（即价差收益）以平滑总投资收益率，体现主动资产负债管理能力。

图 3：2012~2018H1 上市保险公司总投资收益率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

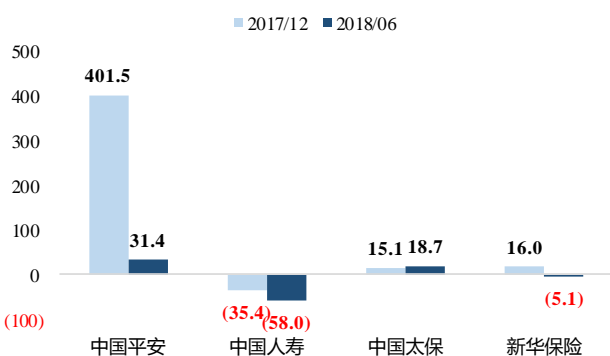
图 4：2018H1 上市保险公司价差收益及公允价值变动



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

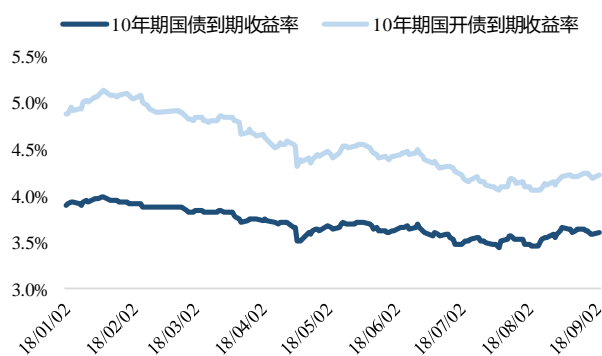
债市投资优异贡献浮盈，综合投资收益率分化源于金融资产分类差异性。由于保险公司大量权益类资产计入“可供出售金融资产”科目，导致综合投资收益率受浮盈/浮亏波动影响较大，而上半年股市、债市反向波动（债券收益率下行），导致权益浮盈显著缩水、债券投资贡献显著，因而高比例配置固收类资产的太保受益，浮盈逆势提升导致其综合投资收益率优异（4.8%），而新华由于将大部分国债资产放入“持有至到期投资”科目，导致其价值浮盈未充分体现，因此报表反映的综合投资收益低于实际情形（平安数据大幅变动源于实施 IFRS9 的会计准则变更影响）。我们认为，未来随着 IFRS9 逐步实施，权益类资产普遍计入交易性金融资产，虽然会放大利润表波动程度，但将明显简化财务报表的信息披露体系，有利于更清晰地展现保险公司投资业绩。

图 5：2018/06 上市保险公司资产负债表-其他综合收益余额 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：2018/01~2018/09 十年期国债及国开债到期收益率走势

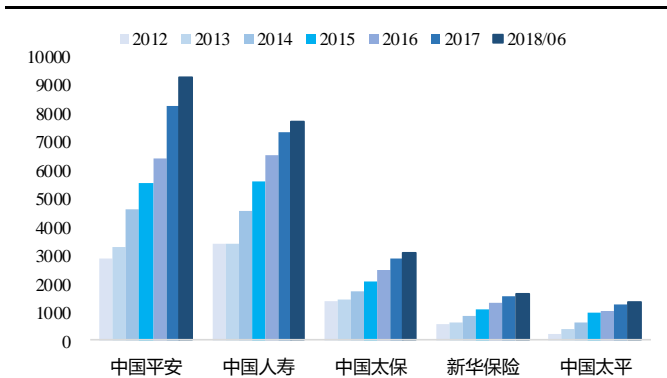


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 内含价值增长优于预期，保险估值基础依然稳健

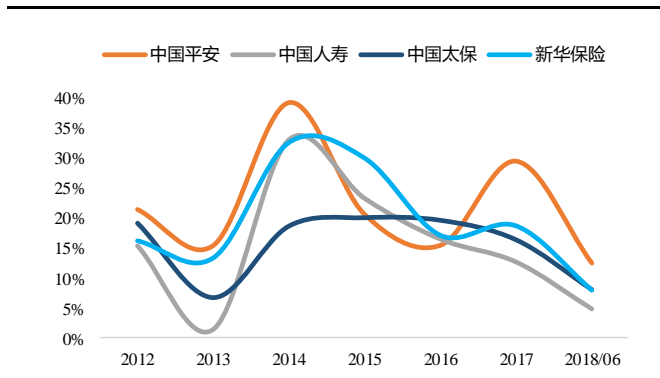
投资负偏差对 EV 影响优于预期，债券投资+分红险吸收效应稳定 EV 增速。保险投资端承压不仅影响利润表投资收益，更重要的是会对内含价值形成投资负偏差（即实际投资收益率小于投资回报假设），继而影响寿险估值基础。从中报披露情况来看，内含价值增量中的投资负偏差优于预期，一方面源于债券投资盈利对冲股市波动，另一方面分红险的吸收效应也有所体现（分红型保单对投资收益率的敏感度相对较低，因为分红水平可自主调节），平安、新华投资负偏差分别为 8.9、21.9 亿元，占期初内含价值比重仅 0.1%、1.4%。增速角度，国寿、平安、太保、新华、太平内含价值较期初分别增长 4.8%、12.4%、8.1%、7.9%、7.2%，平安增速超预期。

图 7：2012~2018/06 上市保险公司内含价值（亿元）



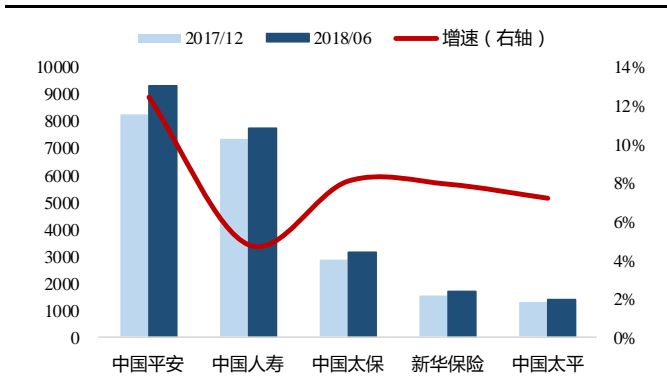
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：2012~2018/06 上市保险公司内含价值增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

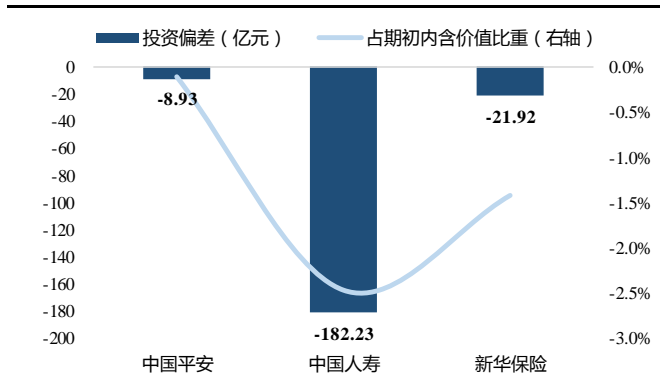
图 9：2018/06 上市保险公司内含价值及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：仅中国太平的金额单位为港元

图 10：2018H1 上市保险公司内含价值中的投资偏差

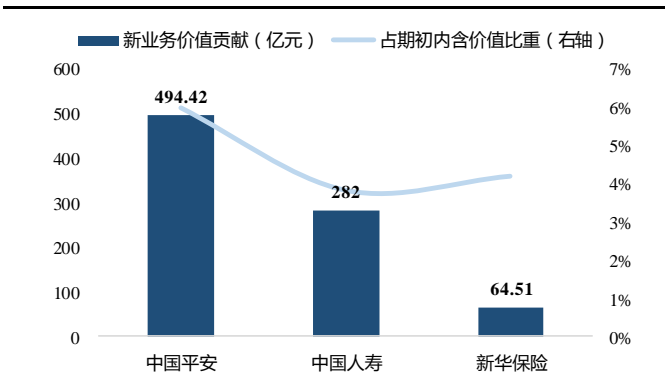


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新业务价值稳定贡献 EV 增量，营运经验正偏差显著拉升平安 EV 增速。保险公司内含价值除了内生释放及投资偏差扰动以外，还包括每年新业务价值的稳定贡献和营运偏差扰动。虽然上半年大部分保险公司新业务价值同比下滑，但仍对内含价值带来增量，平安、国寿、新华的新业务价值贡献（考虑偿二代下的风险分散效应）占期初内含价值的比重达到 6%、3.8%、4.2%。此外，营运偏差受益于较保守的精算假设，普遍带来正向贡献，2018H1 平安、国寿、新华的营运正偏差占期初内含价值

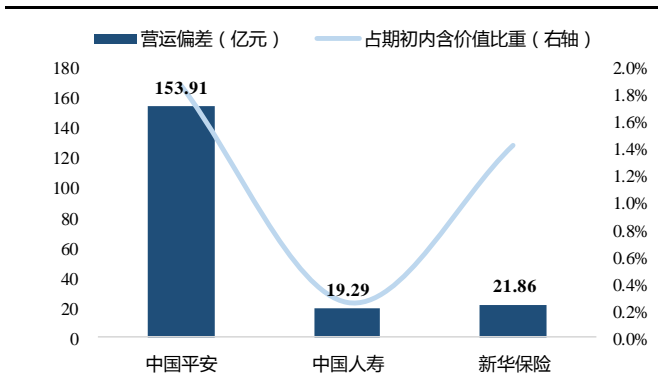
的比重分别为 1.9%、0.3%、1.4%，平安的正向贡献尤为显著，受益于集团优异的经营管控成效。

图 11：2018H1 上市保险公司内含价值中的新业务价值



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：2018H1 上市保险公司内含价值中的营运偏差

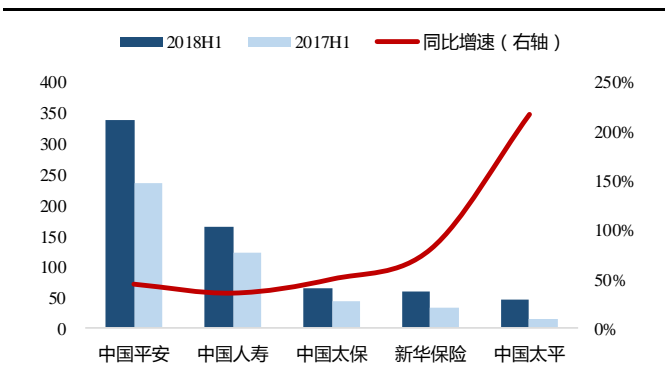


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 准备金补提影响出清，净利润高增长兑现预期

准备金补提影响出清，当前利率水平下准备金对利润的正向贡献仍将持续。上半年寿险业务净利润普遍高速增长，主要系准备金补提对税前利润的影响基本消除，国寿、平安、太保、新华准备金假设变更对税前利润的影响分别为+26.2、-0.02、-5.37、+1.47 亿元，较去年同期大幅改善。假设国债收益率维持当前水准(9月4日10年期、20年期国债收益率分别为3.61%、3.94%)，则750日移动平均收益率预计在2020年三季度前均将稳步上行，将对寿险利润释放构成持续积极影响。

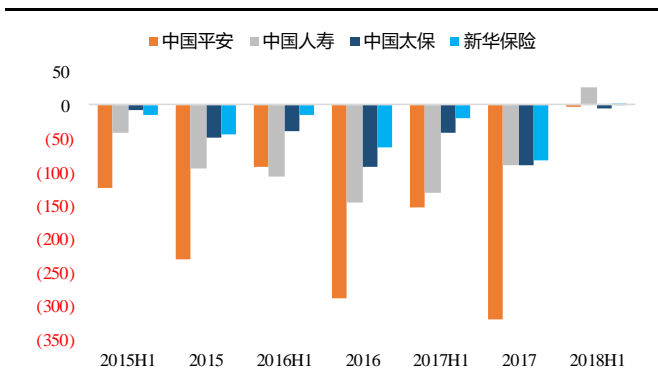
图 13：2018H1 上市保险公司寿险业务分部的净利润及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：仅中国太平的金额单位为港元

图 14：2018H1 上市保险公司准备金补提对税前利润的影响（亿元）



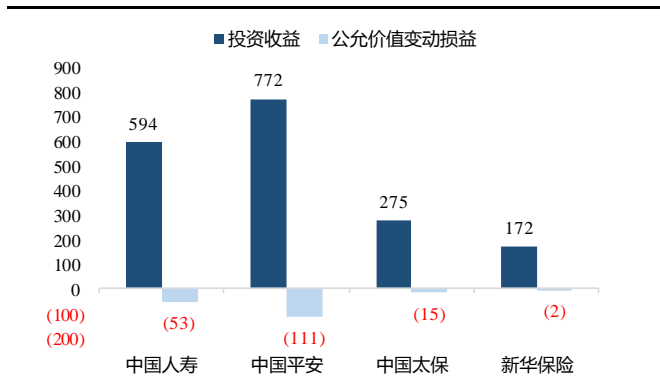
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15: 2006/01~2018/09 十年期国债收益率及 750 日移动平均收益率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 16: 上市保险公司利润表中投资收益及公允价值变动损益 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

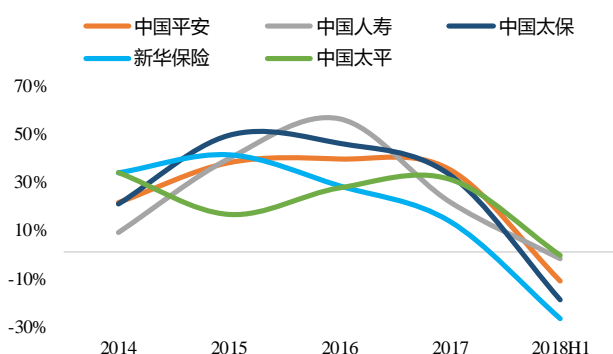
公允价值亏损影响有限, 寿险公司主动兑现价差收益以对冲价值波动。上半年股票市场波动令“交易性金融资产”中的权益资产价值大幅收缩, 尤其是平安率先实施 IFRS9 后放大投资波动, 公允价值亏损达 111 亿元, 太保亦亏损 15 亿元, 间接导致业绩增速较一季度大幅放缓 (一季度增长 87.6%)。为维持账面利润稳定, 保险公司主动管理资产负债, 兑现部分股票盈利, 以实现价差收益, 对冲公允价值波动, 同时维持总投资收益率相对稳定。

2. 寿险：代理人稳定提振预期，期待NBV反转

2.1. NBV 增速反转比新业务价值率提升更重要

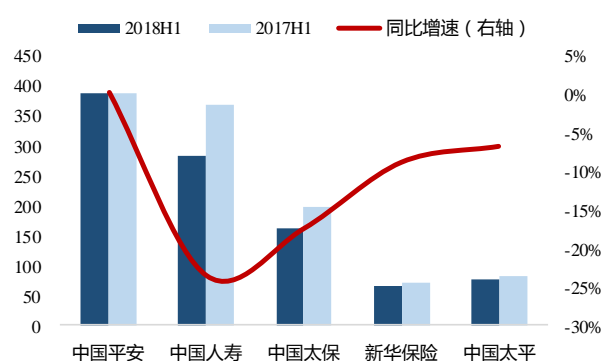
新单保费降幅逐步收窄，健康险等保障型业务新单二季度以来强劲增长。上半年年金险等储蓄型产品受监管等多种因素影响销售不力，保费大幅下滑，国寿、平安、太保、新华、太平代理人渠道新单保费增速分别为-2.7%、-12%、-19.7%、-27.3%、-1.4%，但降幅较一季度明显收窄（新华、太保一季度代理人渠道新单分别下滑47%、28%），以健康险为主的保障型保单是核心驱动力。例如，新华健康险新单逆势增长12.8%至78.4亿元，占比55.5%（同比提升19.1个pct.）；太保二季度代理人渠道新单增长8%至91.8亿元，且其新单标准保费中，长期保障型占比提升至50.2%。

图 17：2014~2018H1 寿险代理人渠道新单保费增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

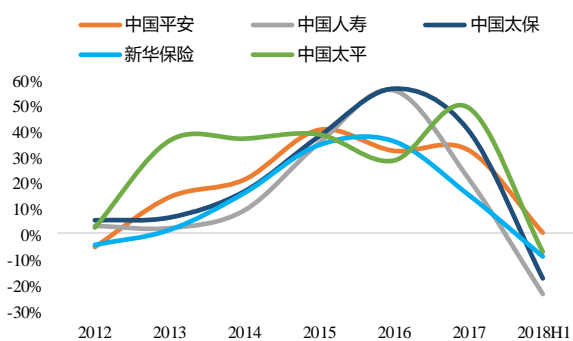
图 18：2018H1 上市保险公司 NBV 及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

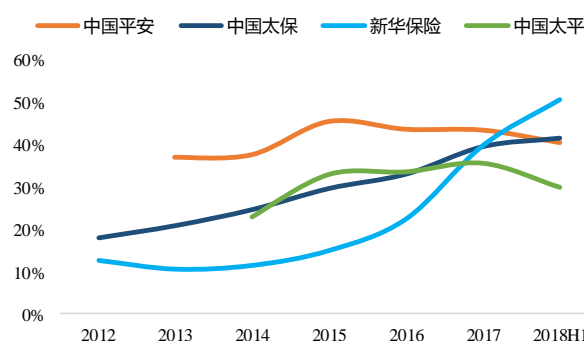
新业务价值率提升源于保障型产品占比提升，NBV 增速转正更具意义。随着寿险销售产品导向由储蓄型转为保障型，产品结构改变会带来件均保费的下滑和新业务价值率的提升（因此 NBV 降幅低于新单保费降幅），上半年新华、太保新业务价值率分别创历史新高至 50.5%、41.4%，平安、太平较去年同期亦有所提升，符合市场预期。我们认为，无论产品结构如何改变，NBV 增速及其可持续性才是衡量寿险成长性的核心指标，也是提升 EV 增速及寿险估值水平的核心，因此上半年平安 NBV 增速率先转正，新华、太平降幅优于预期（分别为-8.9%、-6.8%），将有力提振市场对寿险成长性的信心。展望全年，寿险全年价值增长有望显著优于预期。

图 19：2012~2018H1 寿险 NBV 增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 20：2012~2018H1 上市保险公司新业务价值率

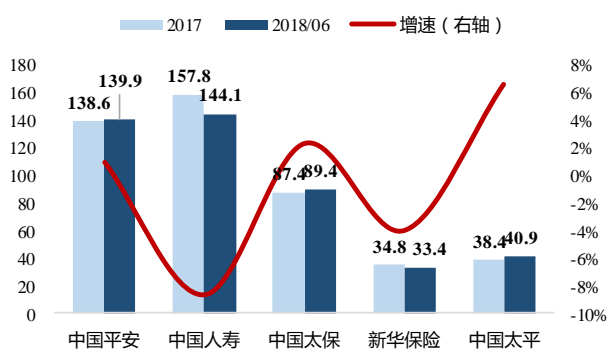


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 代理人是核心，队伍稳定提振新单增长预期

代理人是寿险核心竞争力，上半年队伍状态优于预期，利于后续保单销售。寿险代理人是目前大型传统保险公司最牢固的护城河（队伍体系建设需要大量时间及投入成本），但上半年新单保费（尤其是高件均保费的储蓄型保单）的大幅下滑令市场担忧代理人队伍快速脱落（工资收入可能受到保费下滑冲击），进而影响未来保单销售预期。根据中报披露情况，6月末平安、太平代理人数量分别小幅增长至139.9、40.9万人，新华小幅下滑至33.4万人，上市保险公司整体代理人状态优于预期，表明一季度新单保费大幅下滑对代理人队伍的冲击影响可控，市场对下半年及明年保单销售能力信心提升。

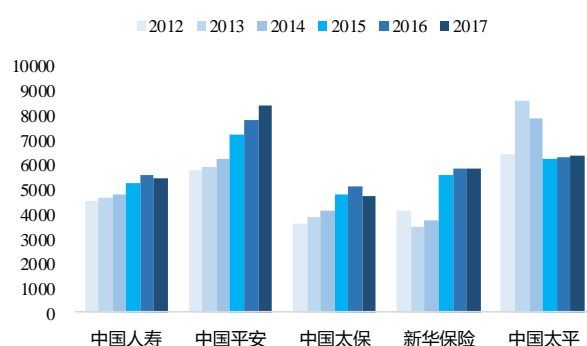
图 21：2018/06 寿险代理人及其增速（万人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：中国太保数据为月均人力规模

图 22：2012~2017 年寿险代理人产能（元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：产能统计口径存在差异，1) 平安：每月人均首年规模保费；2) 太保：每月人均首年保费收入；3) 新华：月均首年保费收入/月均规模人力；4) 国寿/太平为自行估算数据，即每月人均首年保费收入

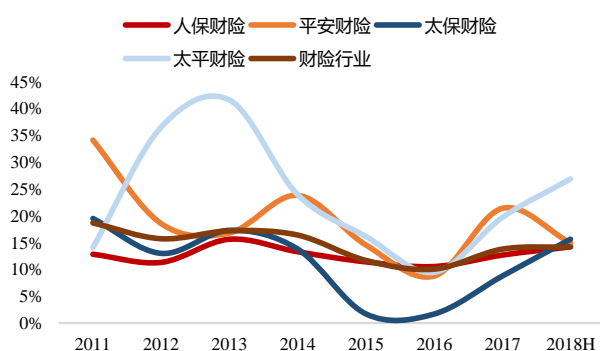
代理人产能及工资收入水平将成为寿险公司核心竞争优势，平安领先同业。随着未来代理人规模增长趋缓（短期内预计仍有望维持一定增速），且产能难以快速提升，我们认为工资收入水平及队伍稳定程度将拉开各家寿险公司的业绩差距。目前，平安代理人质态领先同业（部分原因可能是平安采用首年规模保费统计口径），虽然2018H1产能同比下滑24%至9453元，但人均月收入仅下滑4.8%至6870元，体现出集团交叉销售优势（代理人对集团体系内非寿险产品的销售带来额外提成），有利于维持整体代理人体系的稳定和增员的吸引力。

3. 财险：税收因素冲击净利润，保费回暖推动复苏

3.1. 新兴险种驱动非车险扩张，行业保费增速回暖

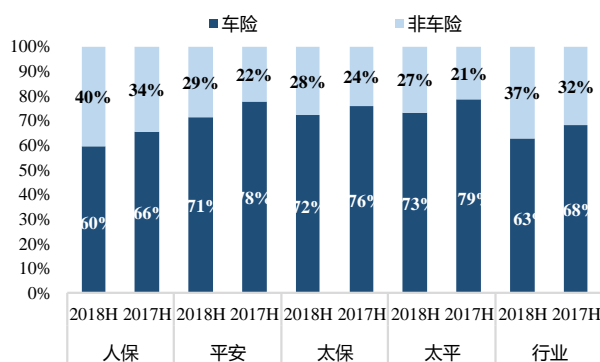
2017年以来财产险保费增速持续回暖，非车险驱动行业迈入复苏周期。上半年财产险行业保费增长14.2%，其中人保、平安、太保、太平分别增长14.1%、14.9%、15.6%、26.8%。分险种来看，车险和非车险显著分化，上半年行业车险保费增速仅5.5%，可能受到新车销量增速下滑及费改后车险件均保费下降影响，人保、平安、太保车险分别增长3.9%、5.6%、10.1%；非车险行业保费高增32.7%，保费占比已经从2017年上半年的32%大幅上升至37%。我们判断，后续非车险业务的持续扩张叠加车险业务平稳增长，将驱动行业迈入新一轮复苏周期。

图 23：2011~2018H 财产险保费收入同比增速



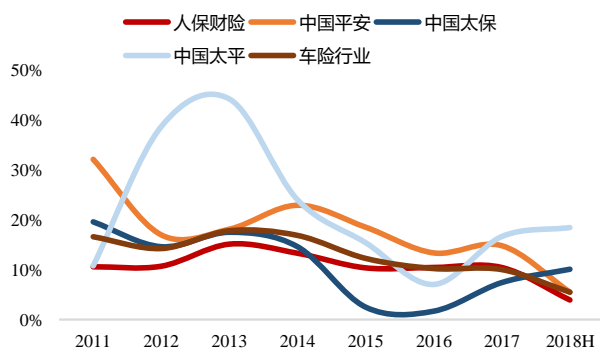
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 24：2017H、2018H 行业及公司财产险保费收入结构



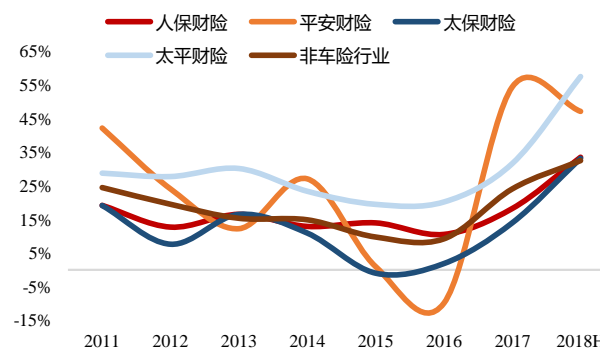
数据来源：公司公告，银保监会，东吴证券研究所

图 25：2011~2018H 车险保费收入同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26：2011~2018H 非车险保费收入同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

非车险高增长主要源于保证险、意外健康险、农险等新兴险种扩张。上半年人保、平安和太保财险的非车险业务保费分别同比增长33.6%、52.6%、33.1%，根据三家合计的分险种数据来看（行业分险种数据未披露，但2018H1非车险CR3高达57.1%，可反映行业情况），目前非车险中保证险、意外伤害与健康险、农险、责任险四大险种增速较快，分别同比增长78.1%、38.7%、35.6%、35.3%，其中保证险高增长主要系平安财险通过线上保证险模式为平安普惠业务提供风险担保，意外险主要源于社保护理、医疗救助、补充工伤等新兴业务的拓展+线上创新型短期健康险蓬

勃发展，农险和责任险则受益于政策推动。在车险增速持续放缓趋势下，未来非车险中的新兴险种有望成为行业扩张的主要驱动力。

表 2：2018H 人保、平安和太保财产险的非车险业务结构及各险种同比增速

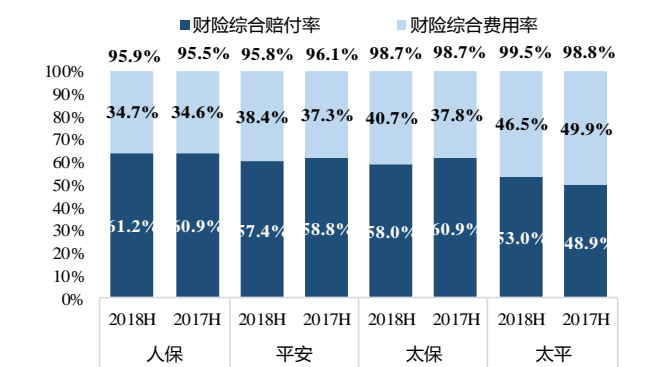
| 人保财险 | | | 平安财险 | | | 太保财险 | | |
|------|-------|-------|------|-------|-------|------|--------|-------|
| 险种 | 同比增速 | 占比 | 险种 | 同比增速 | 占比 | 险种 | 同比增速 | 占比 |
| 意健险 | 37.0% | 35.1% | 保证险 | 69.8% | 57.8% | 保证险 | 219.8% | 10.5% |
| 责任险 | 33.1% | 14.3% | 意健险 | 52.4% | 14.1% | 农险 | 63.6% | 15.2% |
| 农险 | 32.5% | 22.6% | 责任险 | 43.9% | 16.1% | 责任险 | 32.0% | 17.4% |
| 货运险 | 21.5% | 2.5% | 企财险 | 8.6% | 12.0% | 企财险 | 11.4% | 18.4% |
| 企财险 | 9.6% | 10.0% | | | | 其他险种 | 17.1% | 38.4% |
| 其他险种 | 51.4% | 15.4% | | | | | | |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 综合成本率保持平稳，税收因素冲击净利润

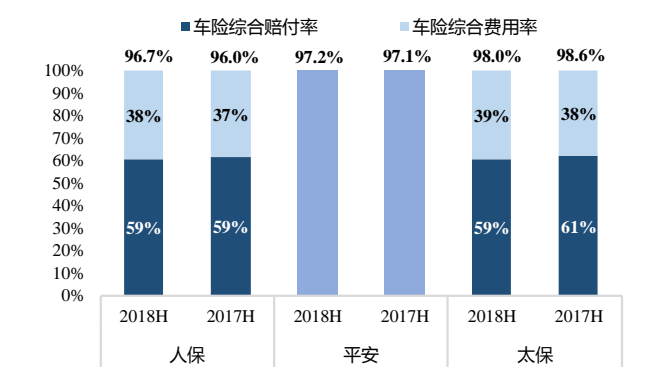
综合成本率同比持平但费用率小幅上行，非车险业务表现分化。上半年人保、平安、太保财产险综合成本率分别为 95.9%、95.8%、98.7%，人保上升 40 BP、平安下降 30 BP、太保同比持平。总体而言，大型产险公司综合成本率仍保持稳健，其中赔付率小幅下降，费用率小幅上行，可能源于车险费改影响下，短期小额赔付案件的报案次数减少，改善赔付率（但部分定价能力较弱的中小公司由于保费充足度下降导致赔付率仍承压，例如太平赔付率上行 4 个 pct.）。但由于费改压低保费后市场竞争更激烈，财产险公司普遍加大费用投入以维持市占率，费用率有所上行（平安、太保费用率分别+1.1pct.、+2.9pct.）。此外，由于非车险保费加速增长，逐步成为影响综合成本率的重要因素。目前来看，人保、平安的非车险业务承保利润率较高，而太保非车险业务承保亏损（综合成本率 101.7%，导致其承保利润阶段性承压）。

图 27：2017H、2018H 保险公司财产险综合成本率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

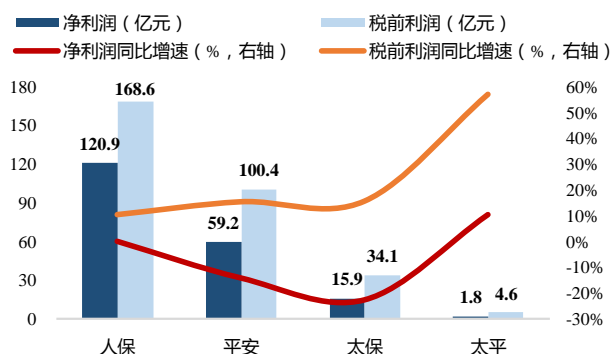
图 28：2017H、2018H 保险公司车险综合成本率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

车险营销手续费普遍超标，所得税大幅增长冲击净利润。由于保费增速回升+综合成本率稳健，产险税前利润普遍增长（人保、平安、太保、太平财险同比增速分别为10.6%、15.6%、15.8%、44.5%），但净利润下滑（平安、太保下滑14.1%、22.6%，人保同比持平，太平小幅微增1.5%），主要系车险营销手续费超标导致所得税大幅增长（规定财产险手续费及佣金支出在保费扣除退保金后15%以内部分，可税前列支，超出部分不得抵扣）。车险激烈竞争下，各公司加码营销费用，人保、平安、太保手续费占比均超15%，所得税分别同比大幅增长51%、130%、105%，导致税后盈利承压。目前市场预期相关税率政策将有所调整，但尚无具体时间表。

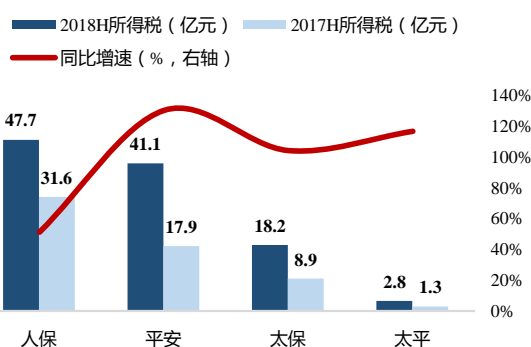
图 29：2018H 保险公司财险净利润/税前利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：太平数据采用当期平均人民币兑港元中间价换算

图 30：2018H 保险公司财险所得税及同比增速



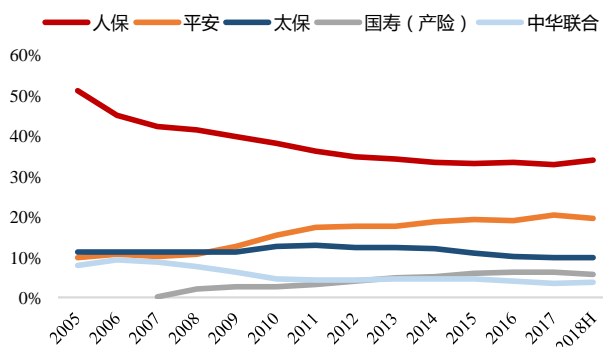
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：太平数据采用当期平均人民币兑港元中间价换算

3.3. 车险费改深化，供给侧改革提升集中度

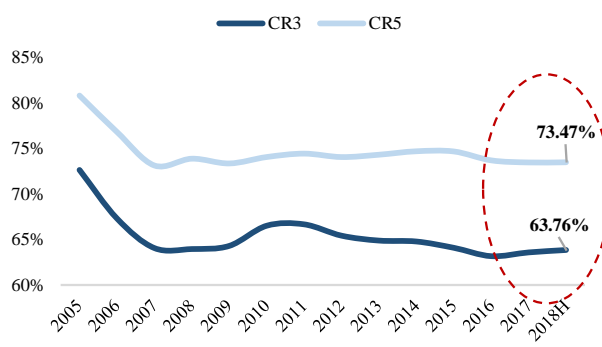
人保、太保产险市场份额已开始提升，行业 CR3 小幅上升。产险市场份额方面，2018 年上半年人保、平安、太保财市占率分别为 34.0%、19.7%、10.0%，其中人保、太保市场份额自近年持续下滑后出现回升，较 2017 年分别同比上升 0.86pct.、0.16pct.（平安财险市场份额下降 0.76pct.，我们预计可能因为前期通过费用投入快速提升市场份额，监管升级后车险份额扩张短期受到影响）。综合来看，产险 CR3 仍呈现上行趋势，较 2017 年+0.3pct.至 63.8%。

图 31：2005~2018H 前五大财产险公司市场份额



数据来源：公司公告、保监会，东吴证券研究所

图 32：2005~2018H 财产险市场份额 CR3、CR5



数据来源：公司公告、保监会，东吴证券研究所

长期而言，车险费改深化供给侧改革，中小公司退出市场后集中度提升。年初以来，银保监会针对财产险销售端市场乱象的监管持续升级，8月1日起57号文正式实施（要求产品费率“报行合一”），监管压力将倒逼产险公司强化费用管控，预计未来车险费用率将企稳向下，而赔付率长期将上行（费改初衷即让利于消费者），“跷跷板”效应下龙头公司的综合成本率维持稳健，但中小公司承保压力可能导致逐步退出车险市场（车险控费后以“价格战”扩张市场份额的策略受限，无法形成规模效应，导致承保利润率微薄），而龙头公司凭借对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势，预计市占率将提升，我们认为车险市场的寡头垄断将深化。

表 3：2018 年以来保监会开启新一轮“监管潮”

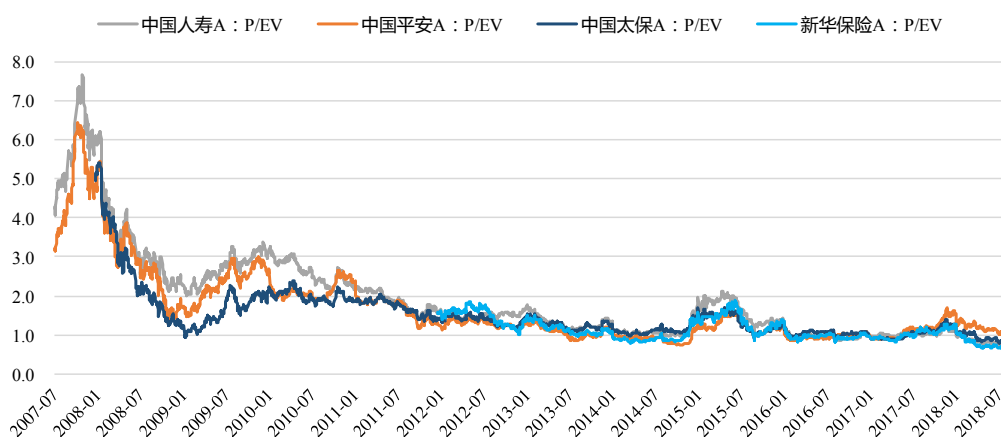
| 时间 | 监管事项 |
|-----------|---|
| 2018-1-3 | 保监会发布关于“开门红”保险销售的风险提示，提示谨防“炒停”营销、夸大宣传等现象 |
| 2018-1-8 | 1) 安心产险高管不具备任职资格； 2) 中华联合产险、渤海产险在现场检查中被发现未严格落实监管制度，责令整改； 3) 太保产险某款意外伤害保险产品不符合监管规定，责令停止使用。 |
| 2018-1-11 | 1) 农银人寿、交银康联人寿、长城人寿三家寿险公司总精算师违规计算产品现金价值，不符合《人身保险公司保险条款和保险费率管理办法》等规定； 2) 安盛天平产险电销、网销不符合规定，责令整改。 |
| 2018-1-23 | 光大永明人寿、招商信诺人寿、中美联泰大都会人寿、华安产险、紫金产险在现场检查中被发现电销、网销不合规，责令整改。 |
| 2018-2-13 | 1) 保监会披露前期 84 家产险公司在自查整改阶段自查产品 16.2 万个，发现问题产品 8495 个，清理注销“僵尸”产品 1.07 万个； 2) 保监会抽查发现，建信财险、富德财险、日本财险、信达财险等 19 家财产险公司存在问题产品 1672 个，主要问题包括产品命名不规范、条款表述不清晰、违反保险原理或保险法规定、费率调整条件不明确、调整范围无上限等。 |
| 2018-2-23 | 1) 保监会依法接管安邦保险集团，并责令调整其董事长、总经理吴小晖职务； 2) 人保产险、平安产险、太保产险、太平产险、紫金产险（合计对应 10 家分支机构）分别出现“给予投保人保险合同约定以外的保险费回扣或者其他利益、编制提交虚假报表”等违规情况。 |
| 2018-2-24 | 平安人寿、新华人寿、中再资管违反《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》，责令整改 |
| 2018-3-9 | 存在电话销售业务和网络销售业务不符合保险监管规范性文件要求等问题 |
| 2018-3-12 | 阳光财险、中华联合财险、人保财险、华农财险等四家险企因农险自查报告存在编制虚假资料的违规行为，3 名高管取消任职资格，3 家分公司被责令禁止接受农险新业务一年 |
| 2018-3-14 | 中华联合财险因存在编制提供虚假资料等行为责令罚款 |
| 2018-3-21 | 人保财险因存在编制提供虚假资料等行为责令罚款 |
| 2018-5-29 | 华海财险多款产品因存在保险责任表述不清晰、不符合保险原理及险种分类错误等问题，禁止其在 6 个月内备案新的保险条款和费率 |
| 2018-6-28 | 紫金财险、安诚财险、民生通惠资管、众安在线、幸福人寿、中华联合等 6 家公司因为保险资金运用、保险资产管理业务等违规被责令整改。 |
| 2018-7-26 | 1) 易安财险存在技术服务费比例偏高、经营费用水平不合理等问题； 2) 众安财险存在部分案件未按规定时限立案、部分注销、零赔付案件未按规定留存相关信息、案件存在估损不谨慎等问题 |

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4. 投资建议：基本面预期向好，首推中国平安

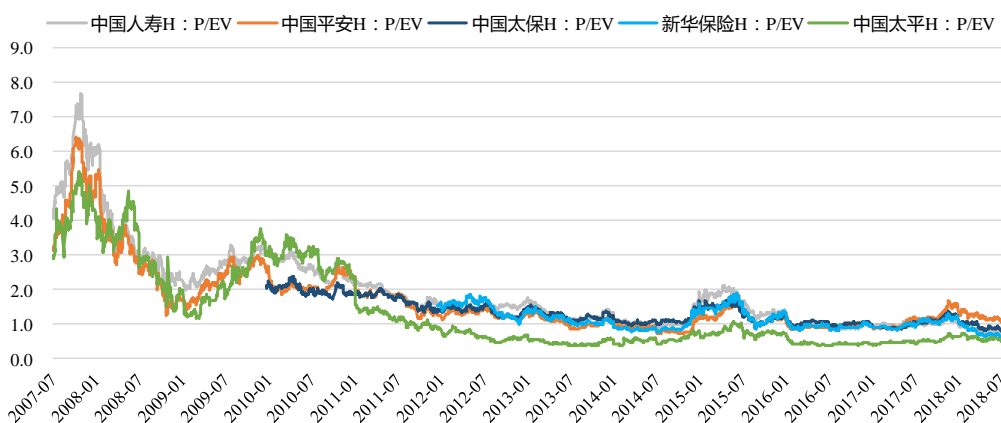
2018年以来保险股估值调整主要源于三类担忧：1) 短期股市波动影响投资端表现；2) 中短期新单保费及NBV下滑影响成长性预期；3) 中长期长端利率下行趋势影响未来利差空间。当前时点，对投资端的短期担忧已有所缓解（中报投资收益率优于预期），而考虑代理人队伍稳定程度优于预期，优质公司人力规模小幅增长，且上半年NBV降幅可控，行业龙头平安增速率先转正，我们预计全年新单保费及NBV降幅均将进一步收窄，提振行业成长性预期。目前A股保险公司平均估值约0.9倍2018PEV，H股则为0.66倍2018PEV（含中国太平），位于历史底部，估值安全。当前时点，考虑保险行业基本面预期向好，叠加长期成长性，我们认为目前是最佳配置时点，积极看好。个股重点推荐**中国平安、中国财险**，同时建议关注**新华保险、中国太平**。

图 33：2007 年至今 A 股保险公司历史估值 (P/EV)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 34：2007 年至今 H 股保险公司历史估值 (P/EV)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 4: A 股/H 股上市保险公司估值表 (股价采用 2018 年 9 月 5 日收盘价)

| 公司名称 | 股价 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|------------|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | EVPS | | | | | 1Yr VNB | | | | |
| 中国人寿 | 21.71 | 19.82 | 23.07 | 25.97 | 28.84 | 32.67 | 1.12 | 1.74 | 2.13 | 1.80 | 1.93 |
| 中国平安 | 62.80 | 30.17 | 34.88 | 45.14 | 55.47 | 69.13 | 2.10 | 2.78 | 3.68 | 4.10 | 4.99 |
| 中国太保 | 32.50 | 22.69 | 27.14 | 31.58 | 36.28 | 41.94 | 1.34 | 2.10 | 2.95 | 2.99 | 3.31 |
| 新华保险 | 46.01 | 35.47 | 41.50 | 49.20 | 56.85 | 66.51 | 2.46 | 3.35 | 3.87 | 3.98 | 4.50 |
| 中国太平 (港币) | 24.40 | 27.23 | 28.97 | 34.89 | 39.95 | 47.45 | 1.67 | 2.54 | 3.79 | 3.97 | 4.54 |
| | | P/EV | | | | | VNBX | | | | |
| 中国人寿 A | 21.71 | 1.10 | 0.94 | 0.84 | 0.75 | 0.66 | 19.46 | 12.44 | 10.21 | 12.07 | 11.22 |
| 中国平安 A | 62.80 | 2.08 | 1.80 | 1.39 | 1.13 | 0.91 | 29.88 | 22.60 | 17.04 | 15.31 | 12.59 |
| 中国太保 A | 32.50 | 1.43 | 1.20 | 1.03 | 0.90 | 0.77 | 24.20 | 15.47 | 11.02 | 10.86 | 9.83 |
| 新华保险 A | 46.01 | 1.30 | 1.11 | 0.94 | 0.81 | 0.69 | 18.73 | 13.74 | 11.90 | 11.56 | 10.23 |
| 平均 | | 1.48 | 1.26 | 1.05 | 0.90 | 0.76 | 23.07 | 16.06 | 12.54 | 12.45 | 10.97 |
| 中国人寿 H | 17.38 | 0.71 | 0.61 | 0.54 | 0.49 | 0.43 | 12.56 | 8.03 | 6.59 | 7.79 | 7.24 |
| 中国平安 H | 76.00 | 2.03 | 1.76 | 1.36 | 1.10 | 0.89 | 29.15 | 22.04 | 16.62 | 14.93 | 12.28 |
| 中国太保 H | 28.55 | 1.01 | 0.85 | 0.73 | 0.63 | 0.55 | 17.13 | 10.95 | 7.80 | 7.69 | 6.96 |
| 新华保险 H | 34.45 | 0.78 | 0.67 | 0.56 | 0.49 | 0.42 | 11.30 | 8.29 | 7.18 | 6.97 | 6.17 |
| 中国太平 H | 24.40 | 0.90 | 0.84 | 0.70 | 0.61 | 0.51 | 14.61 | 9.61 | 6.44 | 6.15 | 5.37 |
| 平均 | | 1.09 | 0.94 | 0.78 | 0.66 | 0.56 | 16.95 | 11.78 | 8.93 | 8.71 | 7.61 |
| | | EPS | | | | | BVPS | | | | |
| 中国财险 | 8.72 | 0.98 | 0.81 | 0.89 | 1.05 | 1.26 | 4.90 | 5.36 | 5.98 | 6.72 | 7.60 |
| 中国人民保险集团 | 3.30 | 0.46 | 0.34 | 0.38 | 0.41 | 0.45 | 2.74 | 2.97 | 3.33 | 3.72 | 4.28 |
| | | P/E | | | | | P/B | | | | |
| 中国财险 H | 8.72 | 7.16 | 8.68 | 7.89 | 6.73 | 5.58 | 1.43 | 1.31 | 1.17 | 1.05 | 0.93 |
| 中国人民保险集团 H | 3.30 | 5.78 | 7.82 | 7.00 | 6.49 | 5.91 | 0.97 | 0.89 | 0.80 | 0.72 | 0.62 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 寿险新单保费持续下滑:** 如果保障型保单后续销售不力, 将影响寿险业务成长预期及 NBV、EV 增速预期;
- 2) 财产险费用管控成效不及预期:** 如果行业继续加大费用投入, 可能造成费用率、赔付率双升的情形, 影响财产险承保利润率及综合业绩;
- 3) 股市波动导致投资收益下滑:** 股市波动会对保险公司净利润及 EV 增长造成负面冲击。
- 4) 长端利率持续下行:** 长端利率下行会导致保险公司利差收窄, 影响盈利能力及未来投资收益率。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

