

保险行业 2018 年中报综述

价值保持增长，看好估值修复

推荐（维持）

- 行业整体规模下降的情况下上市险企总保费维持正增长。上半年四家上市险企在市场环境恶化的情况下，总保费都保持了较稳定的正增长。平安、太保、新华、国寿分别同比增长：21.6%、17.6%、10.8%、4.1%。新业务方面，上半年四家险企都出现了不同程度的负增长：平安表现最优，同比-5%（寿险及健康险新单保费），其他3家新单增速都在-20%以下。但可以看出第二季度各家新单增速都有较大程度的收窄，特别是新华，从1季度的-46%收窄至中期的-26%。
- 险种、缴费期结构不同程度优化，价值率提升。上半年四家上市险企总体保费仍维持了较稳定的增速，主要得益于续期业务的拉动。健康险在市场波动较大的情况下依然保持了平稳的高增速，原因为健康险的保障和消费属性较强，需求较年金、分红等理财储蓄属性强的产品具有一定刚性。得益于缴费期结构和险种结构的调整优化，上市险企新业务价值率都有不同程度的提升。其中，新华和平安新业务价值率提升较为显著。
- 投资收益整体超预期，资产配置结构适时调整。上半年，国债收益率水平出现一定幅度的下行，但中低等级信用利差上升。股票市场受到内外外部多重因素的影响，整体表现疲弱。保险公司在抓住市场利率高位，增配固定收益类资产，减少股票资产的配置。固收类资产的收益增加一定程度上抵御了股票、基金公允价值下降、分红减少的风险。上半年上市险企投资收益率整体超预期。
- 基于剩余边际的稳定释放，上市险企当期利润保持高增速。750日平均国债收益率上行幅度较小，对净利润影响有限。剩余边际是存量业务在业务结束后可以实现的利润折现值，长期业务的剩余边际每年会以相对固定的比例释放即期利润，保证了寿险公司每年净利润的一定增速。近两年，国寿和新华每年剩余边际增速在20%左右，半年增速在10%左右。今年上半年由于新业务增速下降，国寿和新华剩余边际增长未达10%。平安和太保每年剩余边际增速在30%以上（平安可达35%以上），半年增速在15%以上，上半年太保和平安剩余边际增长都达到了15%。
- 新业务及投资回报差异影响内含价值，但仍能保持一定增长。上半年，寿险公司负债端和投资端表现承压，造成新业务价值对内含价值贡献减少，投资回报差异贡献负数，寿险及健康险业务内含价值增速放缓。但由于内含价值内在预期回报稳定贡献及运营经验优于假设，内含价值仍保持了一定的正增长。
- 手续费及佣金投入增加，综合成本率结构性变化，产险业务净利出现负增长。上半年，财产险行业竞争异常激烈，尤其是车险行业，“商车费改”放开定价在即。很多公司为了抢占市场份额，加大费用投入，导致盈利亏损。太保和平安财产业务综合成本率呈现结构向变化，费用率上升较大，佣金及手续费占比超出所得税抵扣比例，造成了净利润的较大负增长。
- 投资建议：展望下半年，寿险行业整体保费增速有望持平，健康险有较为确定的两位数增长。上市险企新业务价值2季度以来逐月修复，下半年新单保费基数较低，健康险新单预期维持高增速，拉升整体新业务的回升。预期平安新业务价值全年实现两位数增长，新华持平。目前四家公司PEV估值水平分别为：0.80（国寿）、0.95（太保）、1.24（平安）、0.87（新华），处于历史底部。市场将目前4.5%左右的投资收益率外推至内含价值长端投资收益率假设，当前的PEV水平已经隐含此种悲观预期。按照当前EV增速，动态PEV进一步被摊薄，估值修复逻辑较强。我们继续维持对中国平安、新华保险、中国太保的“推荐”评级。
- 风险提示：新单增速不及预期、资本市场动荡加剧、监管政策变动、宏观经济下行

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
中国平安	61.32	6.4	7.8	8.3	9.58	7.86	7.39	2.37	推荐
中国太保	32.24	2.1	3.0	4.0	15.35	10.75	8.06	2.12	推荐
新华保险	45.96	3.4	4.2	4.8	13.52	10.94	9.58	2.25	推荐
中国人寿	21.63	1.5	2.3	2.6	14.42	9.4	8.32	1.91	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2018年09月06日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

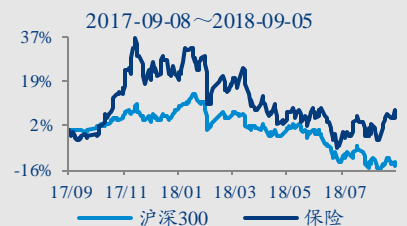
执业编号：S0360516110002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	6	0.17
总市值(亿元)	22,122.72	4.23
流通市值(亿元)	14,336.43	3.82

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	7.02	-15.5	12.99
相对表现	7.34	4.26	28.23



相关研究报告

《保险行业 2018 年度中期投资策略：水穷云起，前低后高》

2018-05-17

《广阔天地，大有作为：美国养老目标基金发展借鉴》

2018-06-04

《保险行业深度研究报告：保险行业的压力测试：如果危机真的来临》

2018-07-10

目 录

一、上市险企中报关键指标概览.....	5
二、行业整体规模下降情况下上市险企维持正增长.....	5
三、险种、缴费期结构不同程度优化，价值率提升.....	8
四、投资收益整体超预期，资产配置结构适时调整.....	10
五、基于剩余边际的稳定释放，上市险企当期利润保持高增速.....	12
六、新业务及投资回报差异影响内含价值，但仍能保持一定增长.....	14
七、手续费及佣金投入增加，综合成本率结构性变化，产险业务净利负增长.....	16
八、投资建议.....	17
九、风险提示.....	17

图表目录

图表 1 上市险企中报关键指标概览.....	5
图表 2 今年以来保险市场业务状况*.....	6
图表 3 上市险企累计保费及增速*.....	6
图表 4 上市险企单月保费，国寿波动较大.....	7
图表 5 上市险企上半年新业务状况：新华 2 季度修复最快*.....	7
图表 6 上市险企财产险保费规模及增速.....	7
图表 7 上市险企在财产险市场中占有较大份额.....	7
图表 8 非车险高速增长，但目前份额有限.....	8
图表 9 寿险行业竞争格局.....	8
图表 10 产险行业竞争格局.....	8
图表 11 续期占比均超 80%*.....	9
图表 12 平安长期保障型产品占比提升.....	9
图表 13 新华健康险占比提升 6pt.....	9
图表 14 太保长期健康险占比提升 3pt*.....	9
图表 15 国寿健康险新单占比提升 10pt.....	10
图表 16 上市险企新业务价值率有不同程度的提升.....	10
图表 17 健康险保持高速增长，上市险企平均增速超 30%*.....	10
图表 18 上市险企净投资收益率曲线.....	11
图表 19 上市险企总投资收益率曲线.....	11
图表 20 上市险企投资资产配置明细.....	12
图表 21 不同期限 750 日平均国债收益率同比变动.....	12
图表 22 上市险企长期保险合同准备金折现率同比变动及精算假设对税前利润的影响.....	12
图表 23 10 年期 750 日平均国债收益率同比变动幅度不大，对利润影响较小（单位：%）.....	13
图表 24 上市险企寿险业务剩余边际余额（单位：亿元）.....	13
图表 25 平安剩余业务每年摊销比例在 11% 左右（单位：亿元）.....	13
图表 26 平安寿险及健康险业务利润来源.....	14
图表 27 上市险企新业务价值出现不同程度负增长（单位：百万元）.....	14
图表 28 新业务贡献减小、投资收益贡献负数，内含价值仍能保持一定增长（单位：百万元）.....	14
图表 29 平安寿险及健康险业务内含价值贡献因素：新业务和投资影响内含价值增长放缓，运营经验表现优异.....	15
图表 30 新华内含价值贡献因素：新业务和投资影响内含价值增长放缓，运营经验优化贡献增加.....	15
图表 31 国寿内含价值贡献因素：新业务和投资影响内含价值增长放缓.....	15
图表 32 综合成本率变化趋势（单位：%）.....	16

图表 33 综合赔付率变化趋势：平安、太保赔付率下降、人保上升（单位：%）	16
图表 34 综合费用率变化趋势：平安、太保有较大上升（单位：%）	17

一、上市险企中报关键指标概览

- 上半年，上市险企净利润都保持了一定程度的高增长，上市险企实现的归母净利润和同比增速分别为：581 亿元/33.8%（平安）、57 亿元/79.2%（新华）、164 亿元/34.2%（国寿）、83 亿元/26.8%（太保）。
- 新业务价值除平安同比持平外，均出现负增长。上半年上市险企实现的新业务价值和同比增速分别为：388 亿元/+0.2%（平安）、64 亿元/-8.9%（新华）、282 亿元/-23.7%（国寿）、163 亿元/-17.5%（太保）。
- 净资产维持了较低增速，截至上半年四家上市险企净资产和较年初增速分别为：5160 亿元/+9%（平安）、658 亿元/+3.2%（新华）、3230 亿元/+0.7%（国寿）、1389 亿元/+1%（太保）。
- 截至上半年四家上市险企内含价值和较年初增速分别为：9274 亿元/+12.4%（平安）、1656 亿元/+7.9%（新华）、7692 亿元/+4.8%（国寿）、3092 亿元/+8.1%（太保）。

图表 1 上市险企中报关键指标概览

公司（单位：亿元）	新华保险	中国平安	中国人寿	中国太保
归母净利润	57	581	164	83
同比 (%)	79.2	33.8	34.2	26.8
净资产	658	5160	3230	1389
较年初 (%)	3.2	9.0	0.7	1.0
新业务价值	64	388	282	163
同比 (%)	(8.9)	0.2	(23.7)	(17.5)
新业务价值率	51	39	22	41
同比 (pt)	11	4	0	1
内含价值 (集团)	1656	9274	7692	3092
较年初 (%)	7.9	12.4	4.8	8.1
总投资收益率	4.8	4.0	3.7	4.5
同比 (pt)	(0.1)	(0.9)	(0.9)	(0.2)
净投资收益率	5.0	4.2	4.6	4.5
同比 (pt)	0.1	(0.7)	(0.1)	(0.6)
剩余边际	1841	7100	6533	2634
较年初 (%)	8.1	15.0	7.5	15.4
代理人规模 (万人)	33	140	144	89.4*
较年初 (%)	(4.0)	0.9	(8.7)	2.8*

资料来源：公司财报、华创证券

*注：太保代理人规模披露口径为月均人力，同比+2.8%，时点人力数量为 83.9 万。其他公司均为时点人数。

二、行业整体规模下降情况下上市险企维持正增长

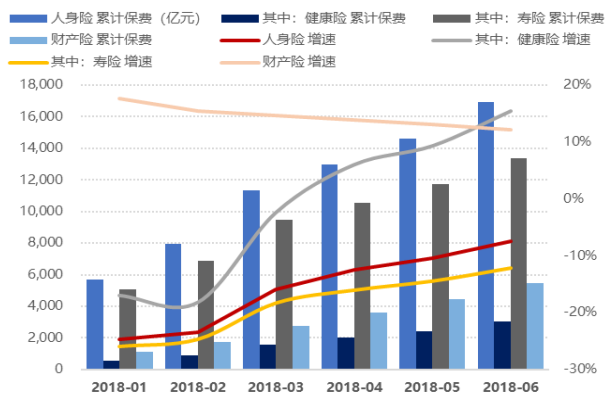
寿险行业整体规模出现负增长，3 月开始明显改善。今年上半年寿险行业由于外部环境改变（“134”号文，银行理财产品预期收益率上行、去年同期基数较大等原因）出现较大变化，行业承保保费多年以来首次出现负增长。但从数据来看，1、2 月过后寿险保费负增长趋势明显改善。截至上半年，寿险行业保费实现 16928 亿元，同比-7.4%。分险种来看，健康险销售情况在弱市下受影响较小，上半年达到+15.4%的增速，原因为健康险保障和消费的属性较强，需求较年金、分红等理财储蓄属性强的产品具有一定刚性。寿险业务从 3 月起出现较明显的改善，此后每月增速修复约 2pt，上半年同比增速为-12.2%。按此趋势，展望下半年，寿险行业整体保费有望持平，健康险预计有较为

确定的两位数增长。

上市险企整体保费保持稳定正增长，新单于 2 季度修复较大。 四家上市险企在市场环境恶化的情况下，上半年总保费都保持了较稳定的正增长。平安整体保费增速最为稳健，每月都保持在 20% 左右的高增速，上半年累计保费 2891 亿元，同比+21.6%；太保增速次之，上半年累计保费增速为+17.6%，累计保费收入 1300 亿元；新华从第二季度开始发力，上半年实现整体保费 679 亿元，同比+10.8%；国寿总保费在 3 月之后开始企稳，实现保费收入 3602 亿元，同比+4.1%。从单月来看，平安、太保增速较稳定，新华 3 月之后上了一个台阶。国寿波动较大，原因为国寿在 4 月之前销售了较多 3 年期缴规模类产品，保费增速呈现出“倒 V”趋势。

新业务方面，上半年四家上市险企都出现了不同程度的负增长：平安表现最优，寿险及健康险新单保费 1035 亿元，同比-5%。其他 2 家新单增速都在-20%以下，分别为：太保 292 亿元（个人代理渠道），同比-20%；新华 141 亿元，同比-26%；国寿 1253 亿元，同比-24%。但可以看出第二季度各家新单增速都有较大程度的收窄，特别是新华，从 1 季度的-46%收窄至半年-26%。

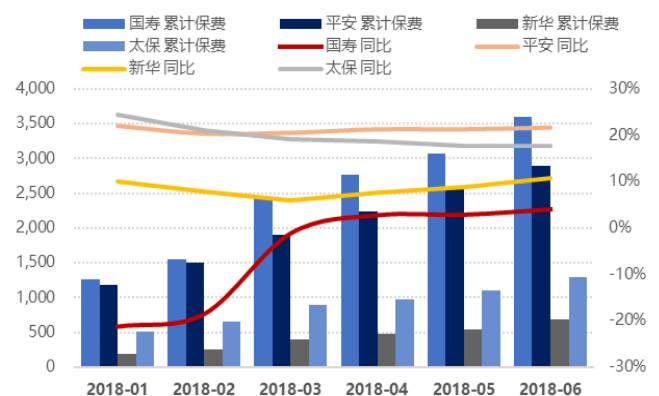
图表 2 今年以来保险市场业务状况*



资料来源：银保监会、华创证券

*原保险保费收入口径，人身险业务包括寿险公司（包括健康和养老）和财产险公司的人身险业务

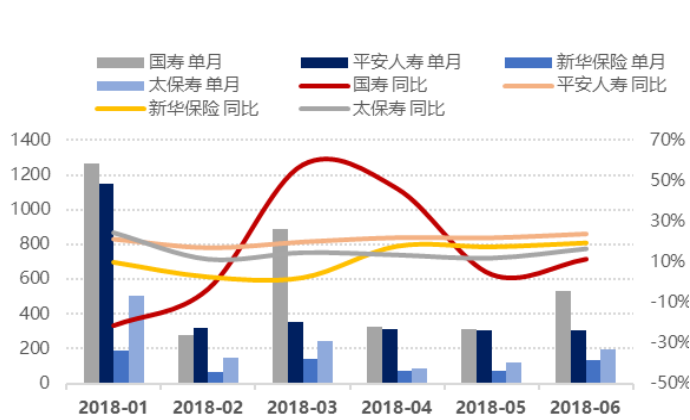
图表 3 上市险企累计保费及增速*



资料来源：公司财报、华创证券

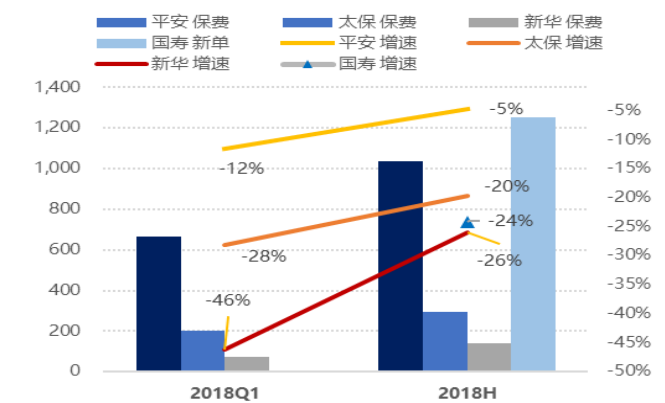
平安为寿险公司保费加总，太保为太保寿

图表 4 上市险企单月保费，国寿波动较大



资料来源：银保监会、华创证券

图表 5 上市险企上半年新业务状况：新华 2 季度修复最快*



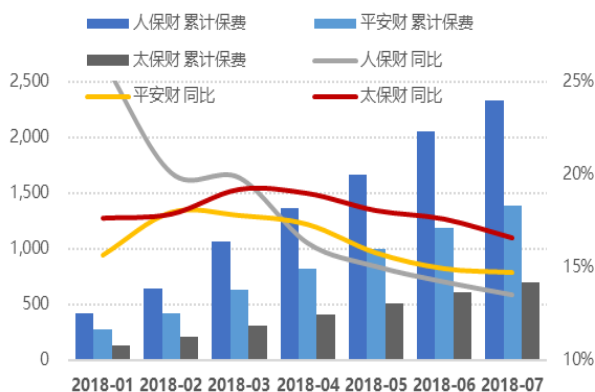
资料来源：公司财报、华创证券

*平安为寿险业务新单，太保为代理人渠道新单

产险市场增速相对稳定，非车险贡献高增速。 相比于寿险市场，产险市场增长较为稳定，呈增速缓慢下滑趋势。这是由于我国机动车产销量和保有量已经历完快速增长期，进入稳定期，未来新车增长空间较有限。而非车险如农险、责任险等险种正处于快速发展初期，但份额有限，拉动财产险增长作用有限。车险在财产险中份额超 70%，目前车险的增速决定整个产险行业增速。今年上半年财产险行业保费收入为 5442 亿元，同比+12.1%。展望全年，财产险市场将保持 10%-15% 的增长。

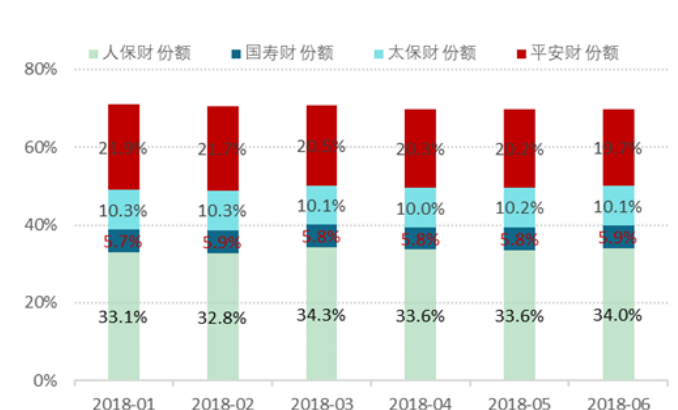
产险业务份额集中于上市险企，增速超行业。 目前财产险行业前三家公司份额占比为 3:2:1（人保：平安：太保），占据行业超过 60% 的份额，其平均增速都维持在 15% 左右，高于行业水平。上半年，份额前三的公司（人保、平安、太保）保费收入分别为 2329 亿元、1287 亿元和 700 亿元，同比增速分别为：13.5%、14.7%、16.5%。

图表 6 上市险企财产险保费规模及增速



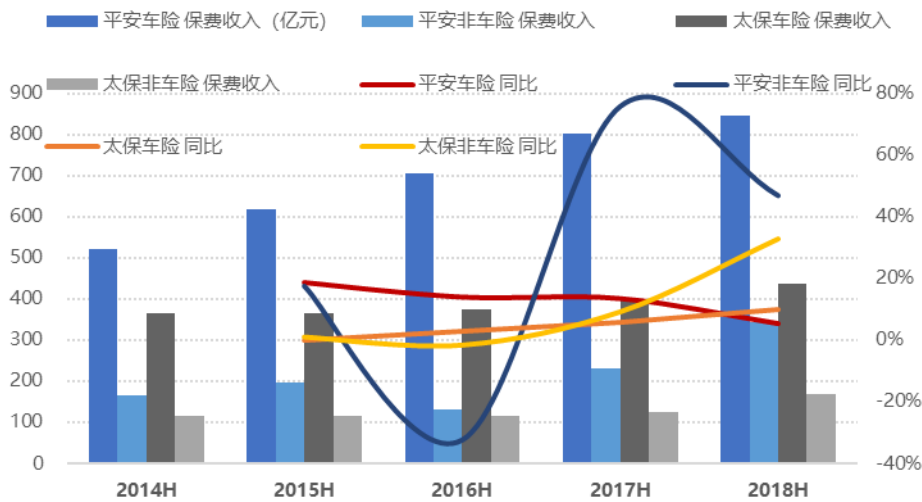
资料来源：银保监会、华创证券

图表 7 上市险企在财产险市场中占有较大份额



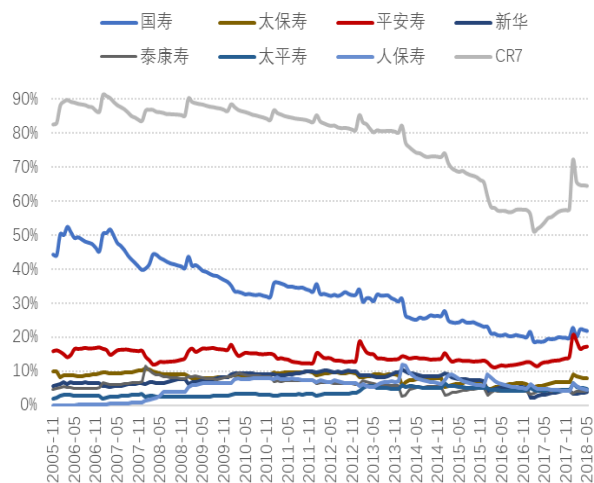
资料来源：银保监会、华创证券

图表 8 非车险高速增长，但目前份额有限



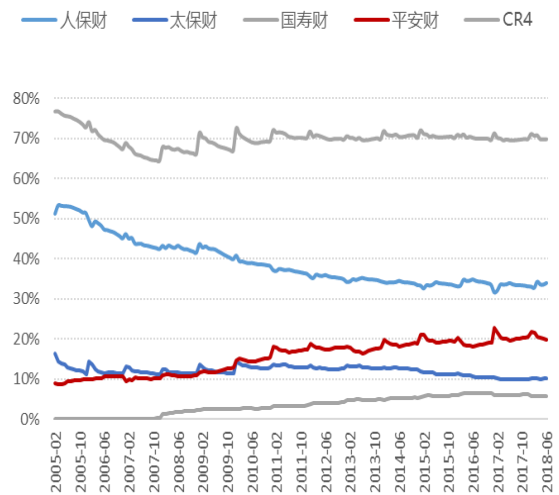
资料来源：公司财报、华创证券

图表 9 寿险行业竞争格局



资料来源：银保监会、华创证券

图表 10 产险行业竞争格局



资料来源：银保监会、华创证券

三、险种、缴费期结构不同程度优化，价值率提升

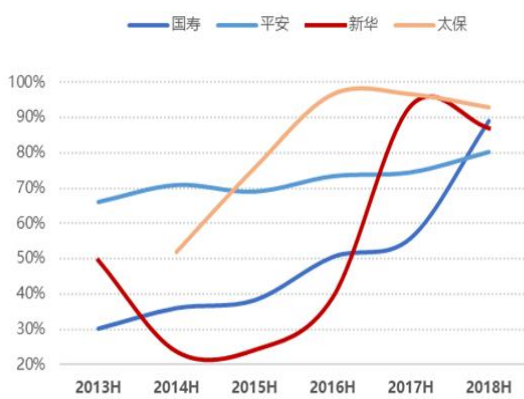
续期业务拉动整体保费稳健增长。 在上半年新业务承压的情况下，四家上市险企总体保费仍维持了较稳定的增速，主要得益于续期业务的拉动。四家上市险企新业务续期占比均超过 80%，其中平安最稳定，续期占比一直较高，近年平稳优化，目前险种和缴费期结构都已经处于一个相对稳定的状态，2018 年上半年续期占比 80%。太保缴费期结构稳定度次于平安，但于近两年个险渠道的期缴占比都保持在 90% 以上，2018 年上半年为 93%。国寿和新华近年来致力转型，续期保费占比都有非常明显的提升。新华已于 2017 年基本完成缴费期结构调整，今年上半年期缴占比 87%，下降 6pt。国寿上半年期缴占比从去年同期的 64% 提升到 89%，结构调整幅度较大。

“保障型”产品占比提升，健康险业务持续高增长。 “保障型”产品一般指保障成本占比较大的产品（行业没有统

一的概念，不便于横向比较），多为长期健康险、长期传统寿险等。随着行业回归保障，各家公司保障型产品占比逐渐提升。上半年，平安长期保障型产品新单保费同比提升 4pt 至 39%，短交储蓄型下降 5pt 至 52%；新华健康险总保费占比提升 6pt 至 33%；国寿健康险新单占比提升 10pt 至 24%；太保长期健康险总保费占比提升 3pt 至 14%。另外，健康险在市场波动较大的情况下依然保持了平稳的高增速，原因为健康险的保障和消费属性较强，需求较年金、分红等理财储蓄属性强的产品具有一定刚性。

得益于缴费期结构和险种结构的调整优化，上半年上市险企新业务价值率都有不同程度的提升。其中，新华和平安新业务价值率提升较为显著。尤其是新华，新业务价值率同比上升 11.2pt 至 50.5%，在四家中处于最高位。平安新业务价值率提升 4.1pt 至 38.5%，上半年太保和国寿的新业务价值率为 41.4% 和 22.82%，国寿新业务价值率在同业中处于较低水平。

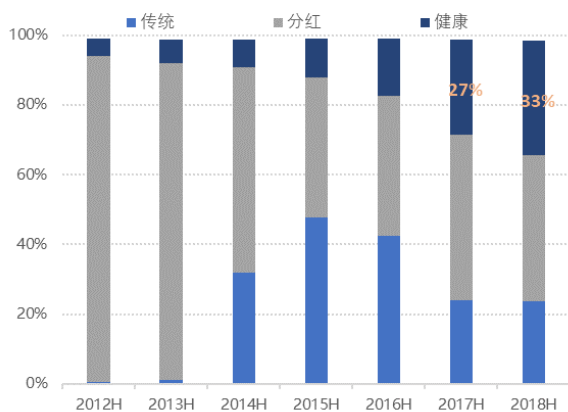
图表 11 续期占比均超 80%*



资料来源：公司财报、华创证券

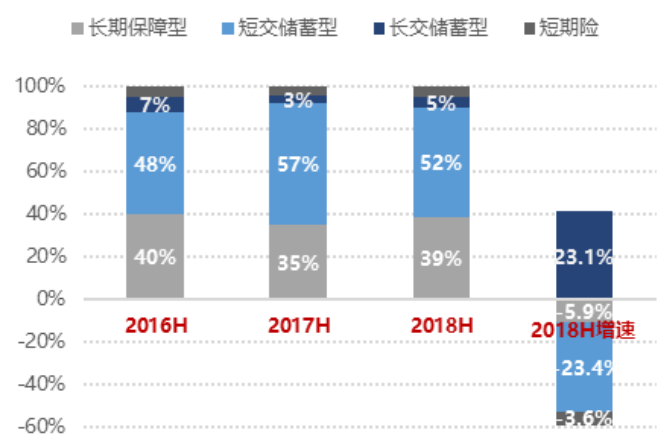
*太保为个险代理人渠道期缴占比

图表 13 新华健康险占比提升 6pt



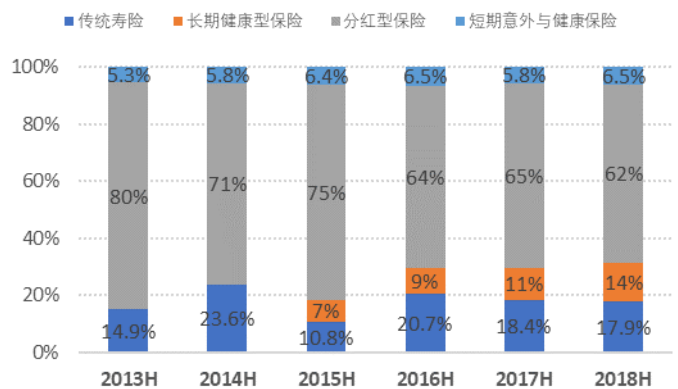
资料来源：公司财报、华创证券

图表 12 平安长期保障型产品占比提升



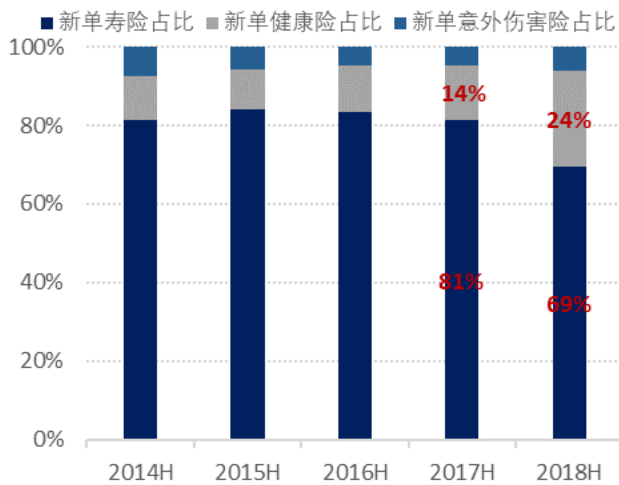
资料来源：公司财报、华创证券

图表 14 太保长期健康险占比提升 3pt*



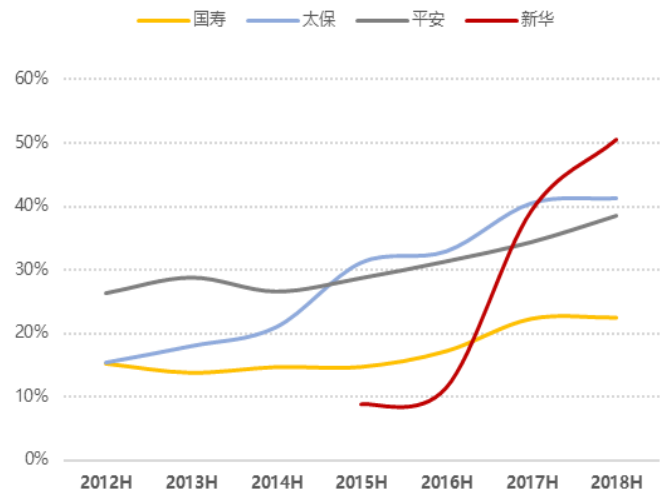
资料来源：公司财报、华创证券

图表 15 国寿健康险新单占比提升 10pt



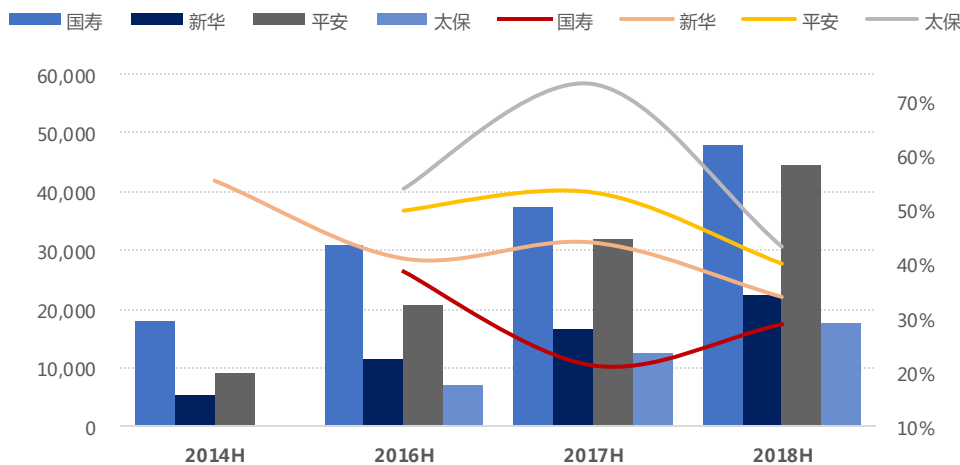
资料来源：公司财报、华创证券

图表 16 上市险企新业务价值率有不同程度的提升



资料来源：公司财报、华创证券

图表 17 健康险保持高速增长，上市险企平均增速超 30%*



资料来源：公司财报、华创证券

*平安为规保口径，太保、平安的健康险为长期健康险

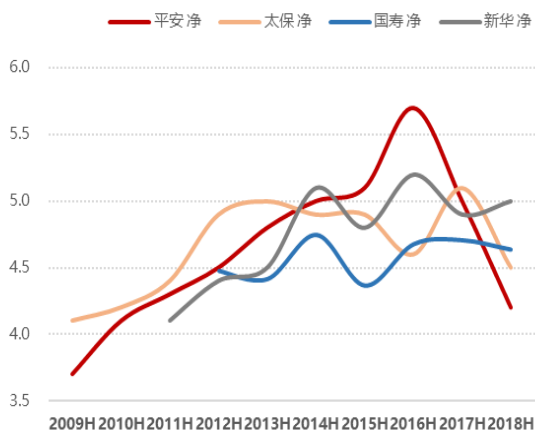
四、投资收益整体超预期，资产配置结构适时调整

投资收益整体超预期，资产配置结构适时调整。上半年，国债收益率水平出现一定幅度的下行，但中低等级信用利差上升，股票市场受到内外部多重因素的影响，整体表现疲弱。保险公司在此情况下抓住市场利率高位，增配固定收益类资产，减少股票资产的配置。固收类资产收益的增加一定程度上抵御了股票、基金公允价值下降、分红减少的风险。上半年上市险企投资收益率整体超预期，四家上市险企总投资收益率分别为：4%（平安）、4.5%（太保）、

3.7%（国寿）、4.8%（新华）。净投资收益率分别为：4.2%（平安），4.5%（太保），4.6%（国寿），5%（新华）。

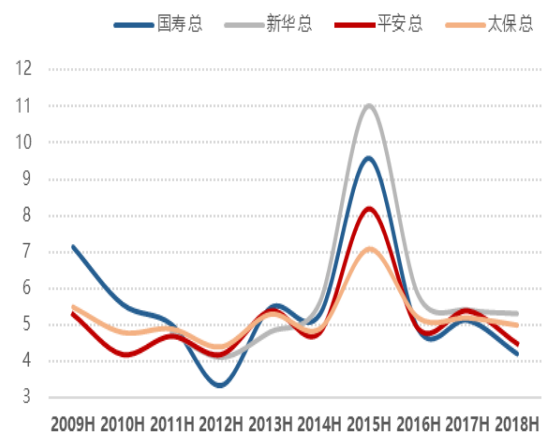
- 中国平安由于率先实行 IFRS9，部分投资资产面临重分类，公允价值变动直接影响利润，在权益市场下行情况对，对投资收益率有一定负面影响。上半年平安固收类投资占比上升 1.7pt 至 70.3%，权益工具占比下降 0.7pt 至 23%，总投资收益率和净投资收益率分别下降了 0.9pt 和 0.8pt。
- 新华保险一直以来固收类资产占比较大，所以上半年固收类资产配置比重并未增加，占比下降 2.12pt 至 71.29%。股权类资产占比下降 1.8pt 至 17.3%。新华上半年增量投资资产适配利率上行的协议存款（银行存款占比提升 1.7pt 至 7.8%）。固定收益类资产在上半市场行情动荡的情况下贡献稳定的投资收益，净投资收益率逆势上行，同比增加了 0.1pt，总投资收益率下降 0.1pt。
- 中国太保上半年固收类资产占比增加 1.5pt 至 83.3%，权益类资产下降 1.4pt 至 13.2%。受权益资产分红（同比 -61.4%）影响，太保净投资收益率同比下降 0.6pt。价差收入较去年扭亏为盈，收窄总投资收益率下降幅度：总投资收益率下降 0.2pt。交易类债券资产配置增加，其浮盈变动一定程度抵御权益市场下行造成的公允价值变动损失，投资收益率小幅超预期。
- 中国人寿上半年投资组合中固收类资产占比提升 1.1pt 至 80.76%，权益类投资下降 0.4pt 至 25.37%。净投资收益率小幅下滑 0.07pt，主要由于基金分红减少与债券与信托计划利息收入增加的共同作用：债券占比提升 1.4pt 至 47.21%，信托计划贡献利息收入 108 亿元，同比+64.6%。总投资收益率受公允价值变动损失、买卖价差影响下降 0.92pt。

图表 18 上市险企净投资收益率曲线

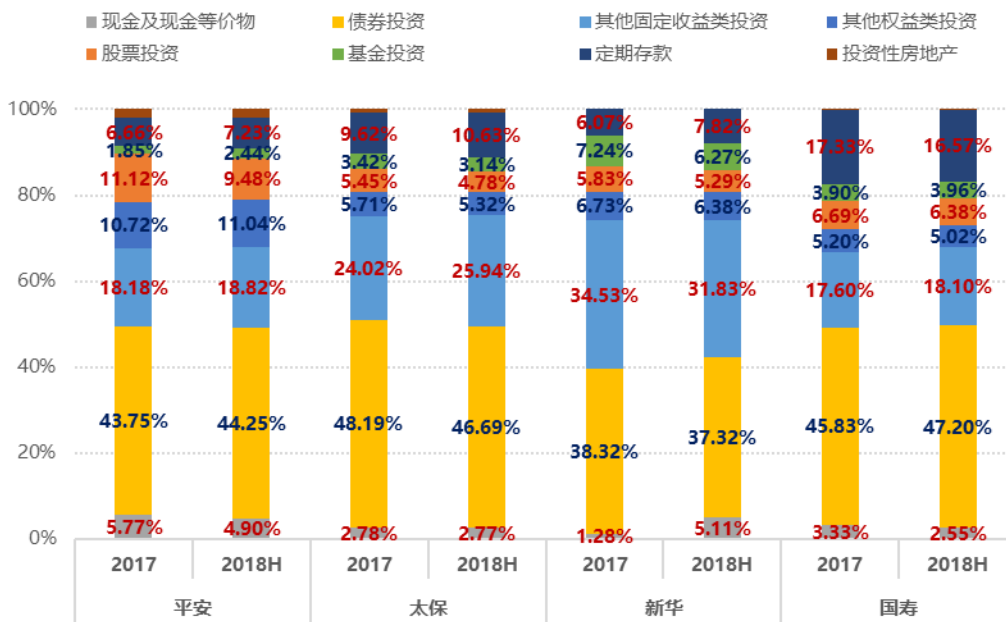


资料来源：公司财报、华创证券

图表 19 上市险企总投资收益率曲线



资料来源：公司财报、华创证券

图表 20 上市险企投资资产配置明细


资料来源：公司财报、华创证券

五、基于剩余边际的稳定释放，上市险企当期利润保持高增速

750 日平均国债收益率上行，对净利润影响有限。今年以来，1 年期、10 年期、20 年期 750 日平均国债收益率同比变化分别为：9bp、0.2bp、-4bp，对计提准备金有减少、净利润有增加的影响，但变动幅度较小，影响有限。精算假设变更（折现率/投资收益率、死亡率、费用率等）对平安、新华、太保影响都较小，分别影响其税前利润为：-0.02 亿元（平安）、+1.47 亿元（新华）、-5.37 亿元（太保）。国寿折现率假设同比变更相对较大，受投资收益率变化影响的保险合同短端折现率上行 20bp，不受投资收益率变化影响的保险合同折现率上行 19bp（短端）-6bp（长端），精算假设变动释放国寿税前利润 26.16 亿元，占国寿税前利润的 12%。

图表 21 不同期限 750 日平均国债收益率同比变动

期限	1 年	10 年	20 年
同比变动	9bp	0.2bp	-4bp

资料来源：wind、华创证券

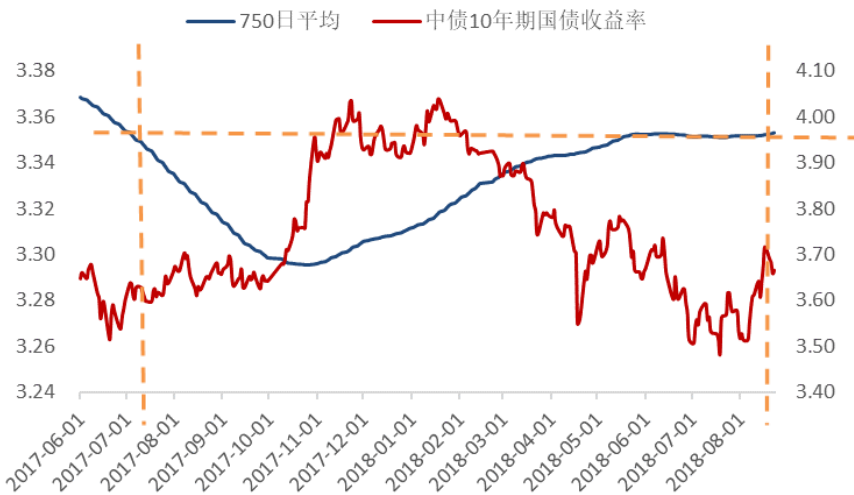
图表 22 上市险企长期保险合同准备金折现率同比变动及精算假设对税前利润的影响

单位：亿元	国寿		新华		太保		平安
	受影响*	不受影响**	受影响	不受影响	受影响	不受影响	
2017H 折现率假设	4.65%-4.85%	3.21%-4.80%	4.50%-5.00%	3.16%-4.75%	4.90%-5.00%	3.25%-4.80%	
2018H 折现率假设	4.85%	3.40%-4.86%	4.50%-5.00%	3.25%-4.75%	5.00%	3.34%-4.80%	/
同比变动	20bp-0bp	19bp-6bp	/	9bp-0	10bp-0	9bp-0	
精算假设(除了准备金折现率还包括费用率、死亡率等假设)变动对税前利润影响	+26.16		+1.47		-5.37		-0.02

资料来源：公司财报、华创证券

*受影响为保险利益受未来投资收益率影响的保险合同，不受影响为保险利益不受未来投资收益率影响的保险合同

图表 23 10 年期 750 日平均国债收益率同比变动幅度不大，对利润影响较小（单位：%）



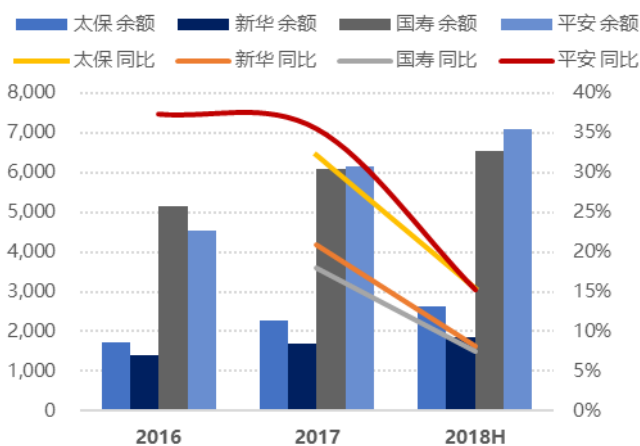
资料来源：公司财报、华创证券

剩余边际稳定释放，即期利润保持高增速。 剩余边际是存量业务在业务结束后可以实现的利润折现值，长期业务的剩余边际每年会以相对固定的比例释放即期利润，保证了寿险公司每年净利润的一定增速。截至上半年四家上市险企剩余边际余额分别为：2635 亿元，较年初+15.4%（太保）；1,842 亿元，较年初+8.1%（新华）；6,533 亿元，较年初+7.5%（国寿）；7,100 亿元，较年初+15.2%（平安）。剩余边际的增长主要由新业务贡献。近两年，国寿和新华每年剩余边际增速在 20% 左右，半年增长在 10% 左右。今年上半年由于新业务增速下降，上半年国寿和新华剩余边际增长未达到 10%。平安和太保每年剩余边际增速在 30% 以上（平安可达 35% 以上），半年增长在 15% 以上，上半年太保和平安剩余边际增长都达到了 15%。

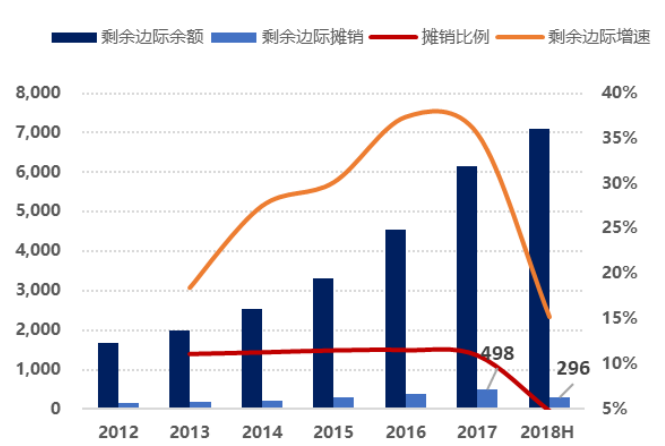
就平安而言，剩余边际每年 30% 以上的增长，摊销比例在 11% 左右，对寿险业务贡献近 70%（2016：71%，2017：68%，2018H：62%）的税前营运利润。剩余边际的平稳释放，是即期利润稳定增长的保证，再加上投资回报差异、营运偏差和会计政策变更等因素贡献，构成寿险业务利润总额。

图表 24 上市险企寿险业务剩余边际余额（单位：亿元）

图表 25 平安剩余边际每年摊销比例在 11% 左右（单位：亿元）



资料来源：公司财报、华创证券



资料来源：公司财报、华创证券

图表 26 平安寿险及健康险业务利润来源

平安利润来源	2016	2017	2018H
剩余边际摊销	71%	68%	62%
净资产投资收益	10%	10%	9%
息差收入	7%	8%	6%
营运偏差及其他	12%	14%	23%
寿险业务税前营运利润(亿元)	539	729	478

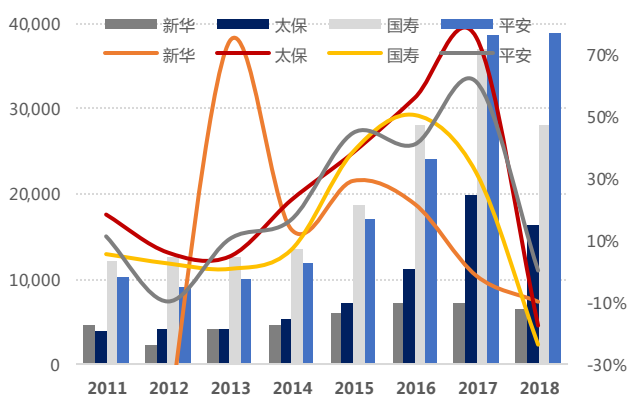
资料来源：公司财报、华创证券

六、新业务及投资回报差异影响内含价值，但仍能保持一定增长

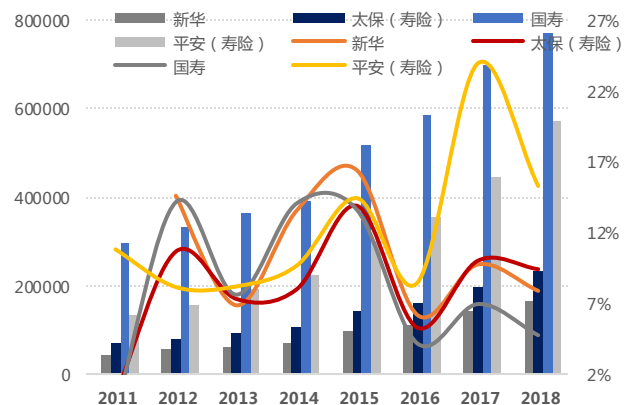
价值率提升修复新业务价值增长。由于四家上市险企新业务出现不同程度的负增长，造成除了平安新业务价值持平外，其他三家的新业务价值增速均为负。四家险企新业务价值和增速分别为：388 亿元，同比+0.2%（平安）；282 亿元，同比-23.7%（国寿）；163 亿元，同比-17.5%（太保）；64 亿元，同比-8.9%。国寿和太保新业务价值增速和新单增速大体保持一致。平安和新华由于价值率提升较大，（平安+4.1pt，新华+11.2pt）新业务价值增速较新单增速修复较多。特别是新华，价值率提升 11.2pt 使新业务价值增速较新单增速修复超过 10pt。

新业务价值及投资回报差异影响内含价值增长，但仍能保持一定增速。新业务价值和内含价值的预期回报是贡献内含价值的最大因素。今年上半年，寿险公司负债端和投资端表现承压，造成新业务价值对内含价值贡献减少，投资回报差异贡献负数，寿险及健康险业务内含价值增速放缓。但由于内含价值内在预期回报稳定贡献及运营经验优于假设，内含价值仍保持了一定增速。截至上半年四家上市险企内含价值分别为：

- 太保寿险健康险业务内含价值 2342 亿元，较年初+9.4%。
- 新华内含价值 1656 亿元，较年初+7.9%，增长较去年同期下降 1.9pt。主要由于新业务价值和投资回报贡献的增长分别下降 1.3pt 和 1.1pt，但运营经验大幅优化，贡献增长上升 0.7pt 至 1.4%。
- 国寿内含 7692 亿元，较年初+4.8%（国寿），增长较去年同期下降 2.2pt。主要由于新业务价值和投资回报贡献的增长分别下降 1.8pt 和 2pt。
- 平安寿险及健康险业务 5723 亿元，较年初+15.3%（平安寿险业务），增长较去年同期下降 8.6pt。主要由于新业务价值和投资回报贡献的增长分别下降 3.5pt 和 4.6pt。

图表 27 上市险企新业务价值出现不同程度负增长（单位：百万元）


资料来源：公司财报、华创证券

图表 28 新业务贡献减小、投资收益贡献负数，内含价值仍能保持一定增长（单位：百万元）


资料来源：公司财报、华创证券

图表 29 平安寿险及健康险业务内含价值贡献因素：新业务和投资影响内含价值增长放缓，运营经验表现优异。

内含价值贡献因素(亿元)	2017H	贡献增速	2018H	贡献增速
期初内含价值	3603		4964	
年初内含价值的预计回报	176	4.9%	226	4.6%
新业务价值创造	485	13.5%	494	10.0%
营运假设及模型变动	1	0.0%	0	0.0%
营运经验差异及其他	124	3.4%	154	3.1%
经济假设变动	0	0.0%	-	
市场价值调整影响	(21)	-0.6%	33	0.7%
投资回报差异	160	4.4%	(9)	-0.2%
股东注资	0	0.0%	0	0.0%
股东股息	(62)	-1.7%	(139)	-2.8%
期末内含价值	4466	23.9%	5723	15.3%

资料来源：公司财报、华创证券

图表 30 新华内含价值贡献因素：新业务和投资影响内含价值增长放缓，运营经验优化贡献增加

内含价值贡献因素(亿元)	2017H	贡献增速	2018H	贡献增速
期初内含价值	1295		1535	
新业务价值的影响	72	5.5%	65	4.2%
期望收益	61	4.7%	69	4.5%
运营经验偏差	9	0.7%	22	1.4%
经济经验偏差	(5)	-0.4%	(22)	-1.4%
运营假设变动	0	0.0%	0	0.0%
经济假设变动	0	0.0%	0	0.0%
注资及股东红利分配	(15)	-1.2%	(16)	-1.1%
其他	3	0.3%	3	0.2%
寿险业务以外的其他股东价值变化	1	0.1%	1	0.0%
期末内含价值	1421	9.8%	1656	7.9%

资料来源：公司财报、华创证券

图表 31 国寿内含价值贡献因素：新业务和投资影响内含价值增长放缓

内含价值贡献因素(亿元)	2017H	贡献增速	2018H	贡献增速
期初内含价值	6521		7342	
内含价值的预期回报	246	3.8%	277	3.8%
本期内的新业务价值	369	5.7%	282	3.8%
运营经验的差异	8	0.1%	19	0.3%
投资回报的差异	(28)	-0.4%	(182)	-2.5%
评估方法和模型的变化	(8)	-0.1%	(14)	-0.2%
市场价值和其他调整	(76)	-1.2%	60	0.8%
汇率变动	(2)	0.0%	1	0.0%
股东红利分配及资本注入	(70)	-1.1%	(115)	-1.6%

其他	16	0.2%	23	0.3%
期末内含价值	6975	7.0%	7692	4.8%

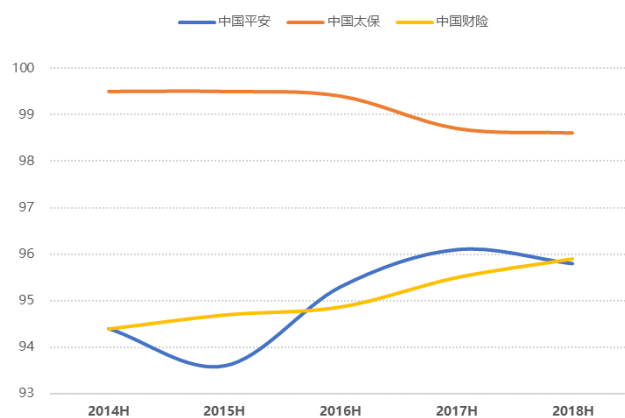
资料来源：公司财报、华创证券

七、手续费及佣金投入增加，综合成本率结构性变化，产险业务净利负增长

综合成本率结构性变化。上半年，平安和太保财产险业务综合成本率呈结构性变化趋势。平安财产险业务综合成本率为 95.8%，同比下降 0.3pt。其中，综合赔付率为 57.4%，下降 1.4pt；综合费用率为 38.4%，同比上升 1.1pt。太保财产险业务综合成本率为 98.6% 同比持平。其中综合赔付率和费用率分别为 58%/40.6%，同比下降 3pt 和上升 2.9pt。行业龙头人保财险综合成本率小幅上升 0.4pt，结构变化与平安和太保相反：综合赔付率上升 0.3pt 至 61.2%；综合费用率小幅上升 0.1pt 至 34.7%。人保财险具备核心优势，在行业竞争异常激烈的情况下能保持费用率不大幅增加，而不丧失市场份额。

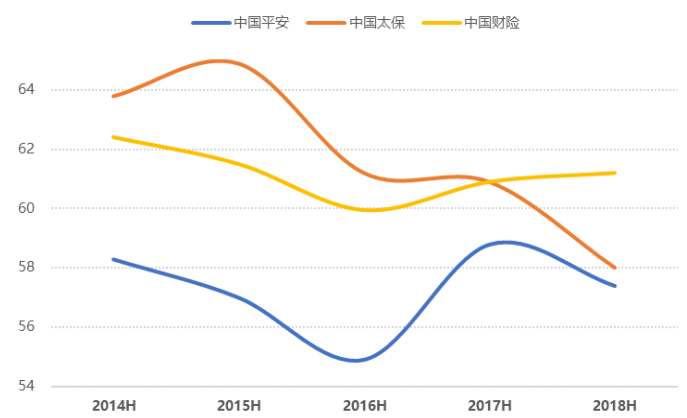
手续费及佣金投入增加，净利润出现负增长。上半年车险市场竞争激烈，各家手续费及佣金投入持续加大。平安和太保财产险业务由于手续费及佣金占比超出税前抵扣比例，导致所得税大幅增加，净利润出现负增长。平安财产险业务手续费及佣金支出同比+61.6%，占保费收入比例同比上升 6.3pt 至 21.7%；太保财产险业务手续费及佣金支出同比+57%，占保险收入比例同比增长 5.7pt 至 21.5%。太保和平安财产险业务上半年净利润为 16 亿元和 59 亿元，分别同比下降 22.5% 和 14.1%。

图表 32 综合成本率变化趋势（单位：%）



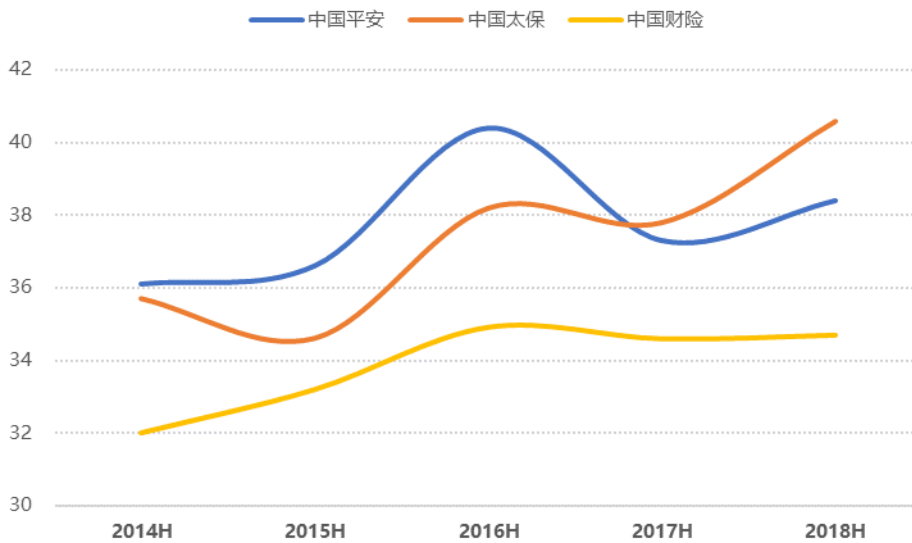
资料来源：公司财报、华创证券

图表 33 综合赔付率变化趋势：平安、太保赔付率下降、人保上升（单位：%）



资料来源：公司财报、华创证券

图表 34 综合费用率变化趋势：平安、太保有较大上升（单位：%）



资料来源：公司财报、华创证券

八、投资建议

展望下半年，寿险行业整体保费增速有望持平，健康险有较为确定的两位数增长。上市险企新业务价值 2 季度以来逐月修复，下半年新单保费基数较低，健康险新单预期维持高增速，拉升整体新业务的回升。预期平安新业务价值全年实现两位数增长，新华持平。

目预期前四家公司 PEV 估值水平分别为：0.80（国寿）、0.95（太保）、1.24（平安）、0.87（新华），处于历史底部。市场将目前 4.5% 左右的投资收益率外推至内含价值长端投资收益率假设，当前的 PEV 水平已经隐含此种悲观预期。按照当前 EV 增速，动态 PEV 进一步被摊薄，估值修复逻辑较强。继续维持对中国平安、新华保险、中国太保的“推荐”评级。

九、风险提示

新单增速不及预期、资本市场动荡加剧、监管政策变动、宏观经济下行

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2011-2013 年新财富上榜（前四团队），2015 年金牛奖非银金融第五名。2017 年金牛奖非银金融第四名。

高级分析师：王舫朝

英国杜伦大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500