

行业深度 ● 保险 II

2018 年 09 月 10 日 星期一

**爱建证券有限责任公司**
**研究所**
**分析师：张志鹏**

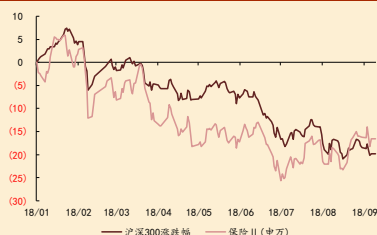
Tel: 021-32229888-25311

E-mail: zhangzhipeng@ajzq.com

**执业编号：S0820510120010**
**联系人：张赢**

TEL: 021-32229888-25514

E-mail: zhangying0927@ajzq.com

**行业评级：同步大市  
(维持)**


数据来源：Wind，爱建证券研究所

| (%)  | 1 个月 | 6 个月   | 12 个月 |
|------|------|--------|-------|
| 绝对表现 | 2.35 | -13.08 | 4.90  |
| 相对表现 | 5.88 | 7.15   | 19.23 |

**相关公司数据**

| 公司   | 评级 | EPS  |      |      |
|------|----|------|------|------|
|      |    | 17A  | 18E  | 19E  |
| 中国平安 | 推荐 | 4.87 | 6.77 | 8.72 |
| 新华保险 | 推荐 | 1.73 | 3.22 | 5.62 |

数据来源：Wind，爱建证券研究所

**相关报告：**

《中国平安 2018 半年报点评：NBV 扭转实现正增长，业绩增速超预期》2018.08.22

《中国太保 2018 半年报点评：新业务价值增速改善，投资收益表现亮眼》2018.08.27

《新华保险 2018 半年报点评：业务结构优化，新业务价值超预期》2018.08.29

## 新业务价值改善，投资表现好于预期

### 投资要点：

□ 2018 年上半年，受监管政策变化冲击、同期银行理财收益率较高叠加去年高基数影响，各大险企保费收入增速承压。加上股市波动影响投资收益，险企营业收入增速下滑。而因传统险准备金折现率调整改善利润总额+剩余边际摊销规模稳步提升，险企净利润增速可观。四大险企内含价值较 2017 年末增速分别为 15.3%/9.4%/4.8%/7.9%，较 2017 年全年增速均有所下滑，主要是新业务价值创造和经济经验偏差对增速贡献减少所致。

□ 2018 上半年，上市险企代理人渠道业务收入占比较同期稳中有升，上市险企保障型产品占比也进一步提升。受益于此，公司新业务价值率提升。再加上二季度各大险企纷纷改变销售战略，发力保障型产品，新保业务收入同比增速开始好转，二季度新业务价值增速明显改善。

□ 险企代理人规模下滑，主要系新单销售承压下代理人产能下滑导致部分营销员脱落。对比来看，平安代理人规模保持小幅提升且好于同业表现。伴随产品调整基本到位，下半年险企代理人规模有望保持平稳。考虑到目前代理人规模高速增长阶段已结束，未来代理人增速将趋于平稳并逐渐达到饱和状态，因此提升代理人质量是险企未来发展重点。

□ 财产险业务方面，非车发力助推保费增长，其中中农险表现不俗，较同期大幅增长，且未来发展潜力巨大，有望成为非车险重要保费收入来源。另外两家产险综合成本率整体保持平稳，且远优于行业平均。虽然平安产险和太保产险承保利润大幅提升，但由于摊薄手续费的业务占比相对较少，例如农险总量仍然较低，随着保费收入整体增长，公司所得税出现大幅提升，进而导致净利润水平出现下滑。

□ 因权益投资分红收入下降影响，除新华保险逆市提升 0.1 个百分点外，其他险企净投资收益率较去年同期均有所下滑。而叠加证券买卖收益和公允价值变动冲击，四大上市险企总投资收益率较去年同期均下滑，但整体表现在预期之上，尤其是新华保险投资收益率远超市场预期，这受益于险企主动减少权益类投资配置比例。

□ 投资建议：目前各大险企产品战略调整基本到位，下半年同期基数较低，新业务价值增速有望进一步改善，进而推动内含价值增速提升。业绩表现可以进一步消除市场对于保费端和投资端的悲观预期，有助于上市险企估值抬升。目前上市险企 PEV 水平均处于低位，维持行业“推荐”评级，维持中国平安（601318），新华保险（601336）“推荐”评级。

## 目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1、概况：悲观预期下业绩表现相对亮眼.....       | 4  |
| 2、寿险：新业务价值率提升，关注代理人产能.....    | 6  |
| 2.1 业务结构优化，推动新业务价值率提升.....    | 6  |
| 2.2 代理人增速趋于平稳，质量提升成关键.....    | 9  |
| 3、产险：非车发力助推保费增长，税收影响利润水平..... | 10 |
| 4、投资：权益配置比例下降，收益率整体好于预期.....  | 13 |
| 5、投资建议.....                   | 15 |
| 6、风险提示.....                   | 16 |

### 图标目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1: 2018H1 上市险企原保费收入及同比变化 .....     | 4  |
| 图表 2: 2018H1 四大险企营业收入和归母净利润 YoY ..... | 4  |
| 图表 3: 会计估计变更对利润总额影响情况 .....           | 4  |
| 图表 4: 2018 上半年上市险企内含价值及增速 .....       | 5  |
| 图表 5: 2018 上半年中国平安内含价值变动分析 .....      | 5  |
| 图表 6: 国寿和新华健康险占总保费收入比重 .....          | 7  |
| 图表 7: 中国平安长期保障型首年保费及占比 .....          | 7  |
| 图表 8: 中国太保长期保障型首年年化保费及占比 .....        | 7  |
| 图表 9: 上市险企代理人渠道保险业务收入占比 .....         | 8  |
| 图表 10: 上市险企新业务价值增速变动 .....            | 8  |
| 图表 11: 中国平安新业务价值及新业务价值率变动 .....       | 8  |
| 图表 12: 上市险企代理人规模变化 .....              | 9  |
| 图表 13: 平安代理人人均首年规模保费及同比变动 .....       | 10 |
| 图表 14: 平安人均代理人收入及同比变动 .....           | 10 |
| 图表 15: 新华保险人均综合产能及同比变化 .....          | 10 |
| 图表 16: 平安产险不同险种原保费收入情况(百万元) .....     | 11 |
| 图表 17: 平安产险不同险种原保费收入占比 .....          | 11 |
| 图表 18: 平安产险赔付率和费用率变动情况 .....          | 12 |
| 图表 19: 太保产险赔付率和费用率变动情况 .....          | 12 |
| 图表 20: 平安产险和太保产险承保利润变动(百万元) .....     | 12 |
| 图表 21: 上市险企净投资收益率变动 .....             | 13 |
| 图表 22: 上市险企总投资收益率变动 .....             | 13 |
| 图表 23: 上市险企资产配置情况 .....               | 14 |
| 图表 24: 新华保险资产配置情况 .....               | 14 |
| 图表 25: 上市险企历史 PEV 水平 .....            | 15 |

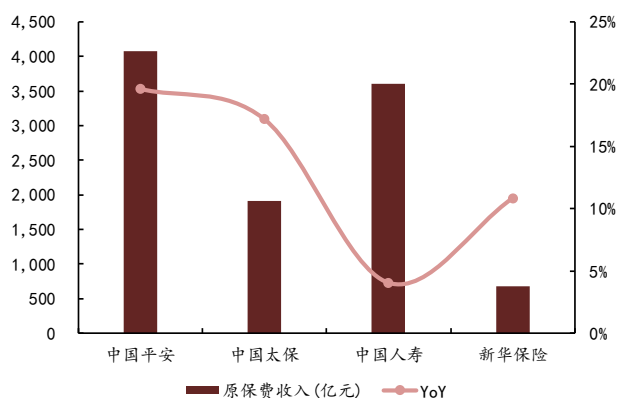
### 表格目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 表格 1: 中国平安寿险及健康险内含价值增速分解 .....   | 5  |
| 表格 2: 中国人寿内含价值增速分解 .....         | 6  |
| 表格 3: 新华保险内含价值增速分解 .....         | 6  |
| 表格 4: 太保产险分险种保险业务收入情况(百万元) ..... | 11 |

## 1、概况：悲观预期下业绩表现相对亮眼

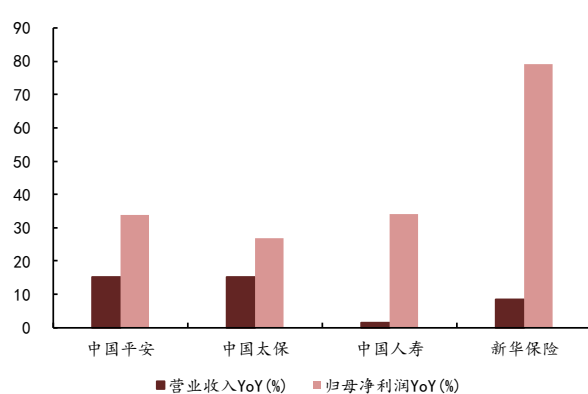
新单销售不佳拖累营收增速，准备金改善增厚净利润。2018 年上半年，受监管政策变化冲击、同期银行理财收益率较高叠加去年高基数影响，各大险企保费收入增速承压。2018 年 1-6 月，行业累计原保费收入同比下降 3.33%，上市险企中国平安/中国太保/中国人寿/新华保险对应同比增长 19.6%/17.2%/4.1%/10.8%。2018 年上半年沪深 300 下跌 12.90%，中债总指数上涨 3.06%。受股市波动影响，险企投资收益表现不佳，双重影响下险企营业收入增速下滑，上述险企营收分别同比+15.32%/+15.28%/+1.43%/+8.53%。而因传统险准备金折现率调整改善利润总额+剩余边际摊销规模稳步提升，险企净利润增速可观，中国平安/中国太保/中国人寿/新华保险实现归母净利润同比+33.78%/+26.81%/+34.15%/+79.15%。

图表 1：2018H1 上市险企原保费收入及同比变化



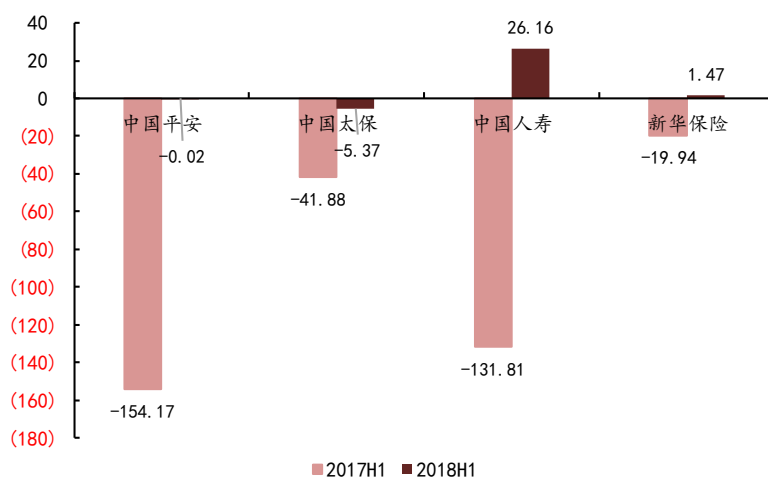
数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：2018H1 四大险企营业收入和归母净利润 YoY



数据来源：Wind，爱建证券研究所

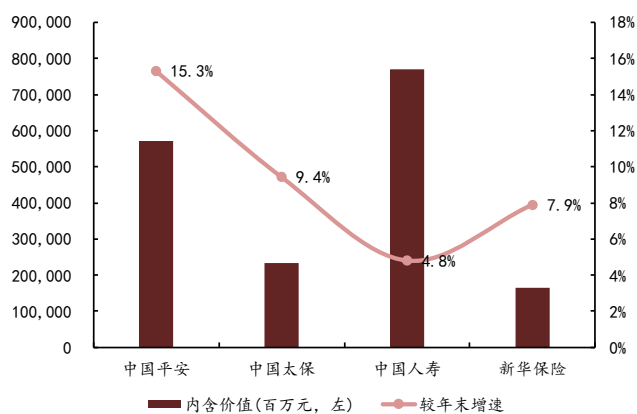
图表 3：会计估计变更对利润总额影响情况



数据来源：公司公告，爱建证券研究所

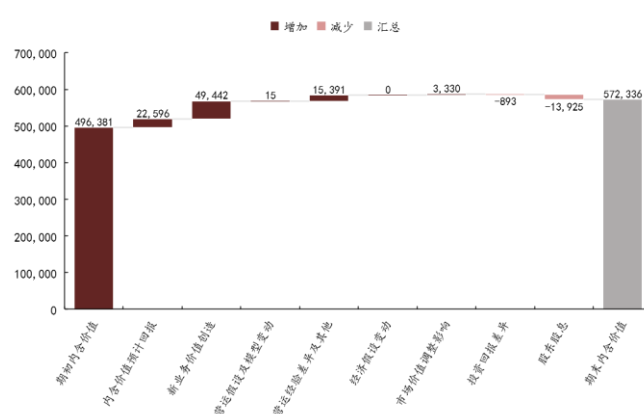
**内含价值增速下滑但好于预期。**截至报告期末，中国平安（寿险及健康险）/中国太保（寿险及健康险）/中国人寿/新华保险内含价值较 2017 年末增速分别为 15.3%/9.4%/4.8%/7.9%，较 2017 年全年增速均有所下滑，主要是新业务价值创造和经济经验偏差(含投资回报差异和市值调整影响)对增速贡献减少所致。以中国平安为例，2018 年内含价值增量主要来自于新业务价值创造+内含价值预期回报+营运经验差异，对内含价值增速贡献分别为 10.0%、4.6%、3.1%，较去年同期均有所下滑。但公司新业务价值创造对内含价值增速贡献仍然高于同业水平，且超市场预期。中国人寿和新华保险运营经验偏差对内含价值增速贡献较去年同期有所提升，分别提升了 0.2pc、0.7pc。另外，新华保险新业务价值创造对内含价值增速贡献较去年同期下降幅度较小，多因素叠加使公司内含价值增速好于市场预期。

图表 4：2018 上半年上市险企内含价值及增速



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 5：2018 上半年中国平安内含价值变动分析



数据来源：公司公告，爱建证券研究所

表格 1：中国平安寿险及健康险内含价值增速分解

| 单位：百万元   | 2017H1  | 对增速贡献 | 2018H1  | 对增速贡献 |
|----------|---------|-------|---------|-------|
| 期初内含价值   | 360,312 |       | 496,381 |       |
| 内含价值预计回报 | 17,641  | 4.9%  | 22,596  | 4.6%  |
| 新业务价值创造  | 48,544  | 13.5% | 49,442  | 10.0% |
| 运营经验偏差   | 12,380  | 3.4%  | 15,391  | 3.1%  |
| 经济经验偏差   | 13,856  | 3.8%  | 2,437   | 0.5%  |
| 股东股息     | -6,223  | -1.7% | -13,925 | -2.8% |
| 其他       | 90      | 0.0%  | 15      | 0.0%  |
| 期末内含价值   | 446,600 | 23.9% | 572,336 | 15.3% |

数据来源：公司公告，爱建证券研究所

表格 2：中国人寿内含价值增速分解

| 单位：百万元   | 2017H1  | 对增速贡献 | 2018H1  | 对增速贡献 |
|----------|---------|-------|---------|-------|
| 期初内含价值   | 652,057 |       | 734,172 |       |
| 内含价值预计回报 | 24,559  | 3.8%  | 27,668  | 3.8%  |
| 新业务价值创造  | 36,895  | 5.7%  | 28,166  | 3.8%  |
| 运营经验偏差   | 827     | 0.1%  | 1,929   | 0.3%  |
| 经济经验偏差   | -10,418 | -1.6% | -12,178 | -1.7% |
| 股东股息     | -6,977  | -1.1% | -11,494 | -1.6% |
| 其他       | 575     | 0.1%  | 962     | 0.1%  |
| 期末内含价值   | 697,520 | 7.0%  | 769,225 | 4.8%  |

数据来源：公司公告，爱建证券研究所

表格 3：新华保险内含价值增速分解

| 单位：百万元   | 2017H1  | 对增速贡献 | 2018H1  | 对增速贡献 |
|----------|---------|-------|---------|-------|
| 期初内含价值   | 129,450 |       | 153,474 |       |
| 内含价值预计回报 | 6,114   | 4.7%  | 6,935   | 4.5%  |
| 新业务价值创造  | 7,153   | 5.5%  | 6,451   | 4.2%  |
| 运营经验偏差   | 908     | 0.7%  | 2,186   | 1.4%  |
| 经济经验偏差   | -462    | -0.4% | -2,192  | -1.4% |
| 股东股息     | -1,497  | -1.2% | -1,622  | -1.1% |
| 其他       | 424     | 0.3%  | 368     | 0.2%  |
| 期末内含价值   | 142,089 | 9.8%  | 165,601 | 7.9%  |

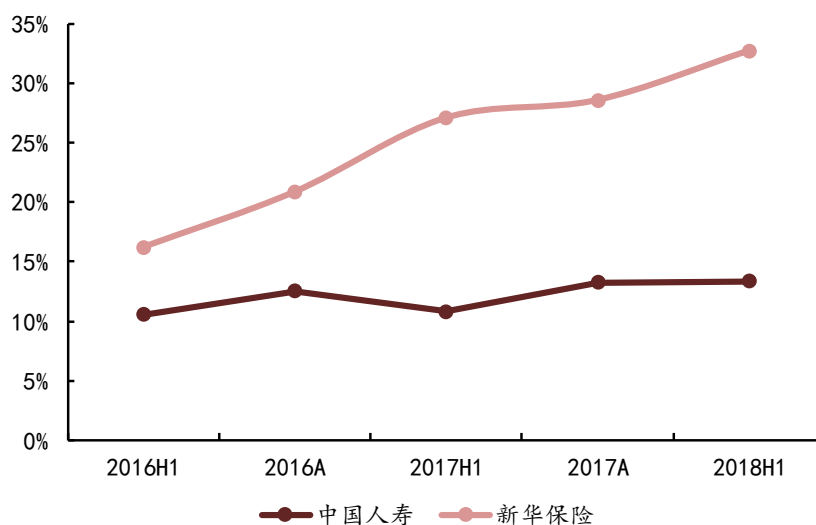
数据来源：公司公告，爱建证券研究所

## 2、寿险：新业务价值率提升，关注代理人产能

### 2.1 业务结构优化，推动新业务价值率提升

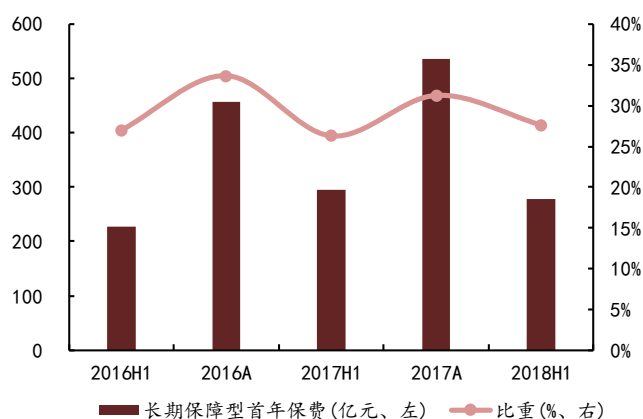
**长期保障型产品占比稳步提升。**自 2017 年以来，监管层不断强调“保险姓保，行业回归本源”，引导行业发展风险保障型和长期储蓄型产品。2018H1 上市险企保障型产品占比进一步提升，其中中国平安长期保障型首年保费占比提升 1.3% 至 27.6%；中国太保长期保障型首年年化保费占比提升 7.8% 至 50.2%。对于新华保险而言，上半年着力发展健康险产品，公司 2018H1 健康险占总保费收入比重达 32.8%，较去年同期提高 5.6 个百分点；其中健康险首年保费在首年保费中占比为 55.5%，较去年同期提升 19.1 个百分点。中国人寿健康险产品占总保费收入比重也有所提升，较去年同期提升 2.6% 至 13.3%。

图表 6：国寿和新华健康险占总保费收入比重



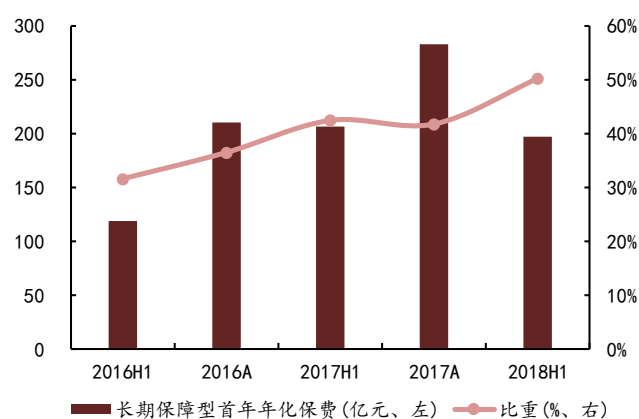
数据来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 7：中国平安长期保障型首年保费及占比



数据来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 8：中国太保长期保障型首年年化保费及占比

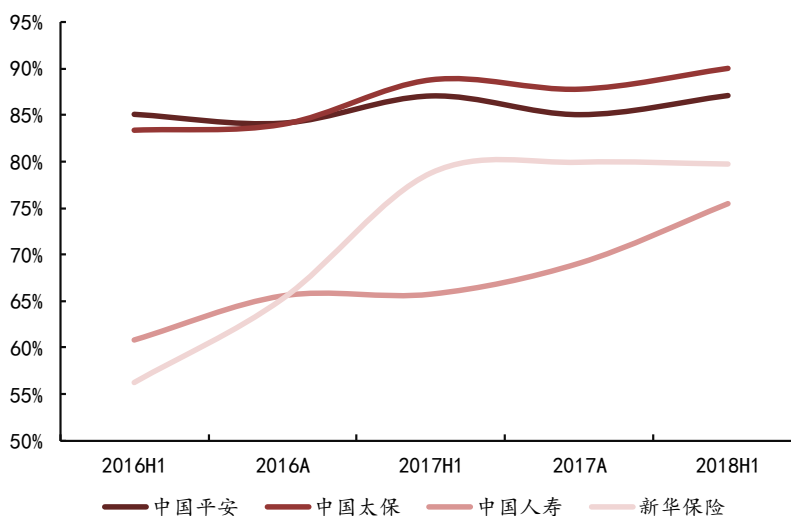


数据来源：公司公告，爱建证券研究所

**渠道结构持续优化。**由于长期保障型产品更大程度上依托代理人销售渠道，险企产品结构优化与渠道结构优化相辅相成。2018 上半年，上市险企代理人渠道保险业务收入占比较同期稳中有升，中国平安/中国太保/中国人寿/新华保险分别为 87.1%/90.0%/75.5%/79.8%。其中国寿较同期提高近 10 个百分点，变动幅度最大，这主要系国寿上半年大幅压缩银保渠道下趸交业务，优化业务结构。



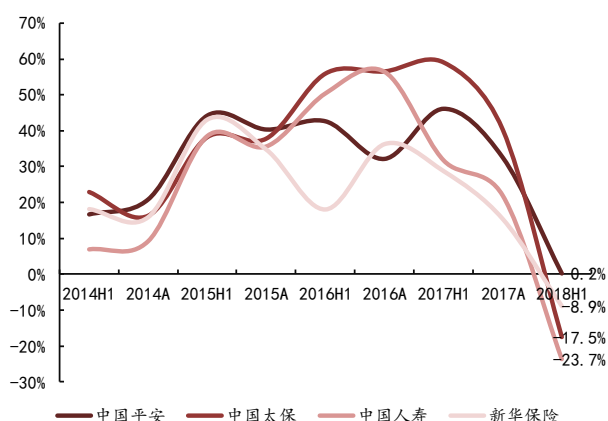
图表 9：上市险企代理人渠道业务收入占比



数据来源：公司公告，爱建证券研究所

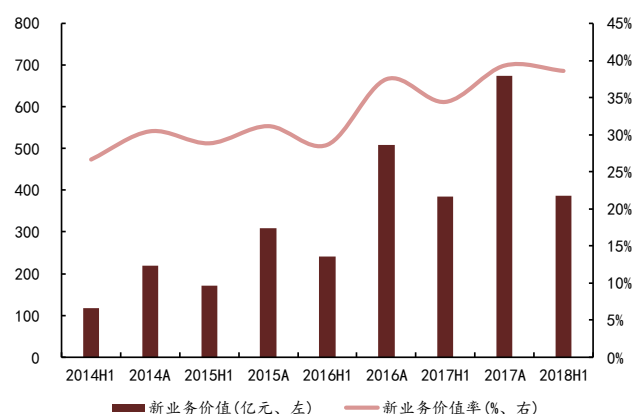
**2018Q2 新保业务改善+价值率提升推动新业务价值增速好转。**上半年新保业务承压，其中平安/国寿/新华新保业务收入同比-8.7%/-24.3%/-26.1%，太保个险渠道新保业务同比-19.7%。但受益于上市险企产品结构和渠道结构优化，公司新业务价值率提升，其中平安提升 4.1pc 至 38.5% 助推新业务价值同比增速扭转翻正，而新华大幅提升 11.1pc 至 50.4% 推动新业务价值同比-8.9%，好于同业和市场预期。分季度来看，在一季度开门红表现不佳的情况下，二季度各大险企纷纷改变销售战略，发力保障型产品，新保业务收入同比增速开始好转，叠加保障型产品新业务价值率高，二季度新业务价值增速明显改善。平安二季度 NBV 同比增长 9.9%，太保 NBV 单季增速由一季度的-32.5% 转为二季度的 35.2%。

图表 10：上市险企新业务价值增速变动



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 11：中国平安新业务价值及新业务价值率变动



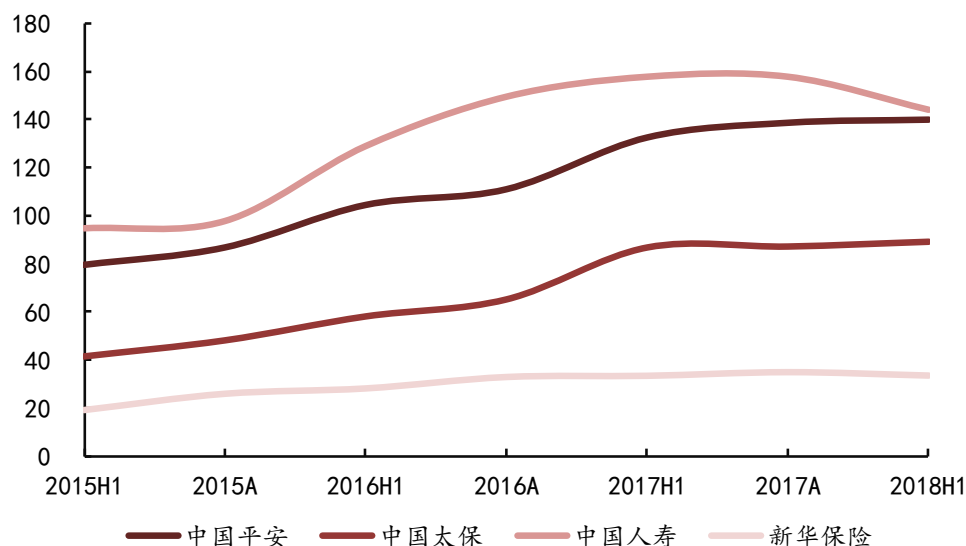
数据来源：公司公告，爱建证券研究所



## 2.2 代理人增速趋于平稳，质量提升成关键

**代理人规模增长承压。**代理人方面，截至2018年6月底，中国人寿个险销售队伍规模达144.1万人，较2017年末下滑8.7%，仍位居上市险企之首。中国平安代理人规模较年末小幅提升0.9%至139.9万人，与中国人寿差距进一步收窄。新华保险个险渠道规模人力较年末下滑4.0%，与去年同期基本持平。而中国太保月均人力同比有所提升，但期末人力规模环比下滑。整体来看，代理人规模下滑主要系新单销售承压下代理人产能下滑导致部分营销员脱落。对比来看，平安代理人规模保持小幅提升且好于同业表现，这与公司代理人收入多元化有密切关系。伴随产品调整基本到位，下半年险企代理人规模有望保持平稳。考虑到目前我国保险行业代理人规模已高达806万人（截至2017年末），代理人规模高速增长阶段已结束，未来代理人增速将趋于平稳并逐渐达到饱和状态，因此提升代理人质量是险企未来发展重点。

图表 12：上市险企代理人规模变化

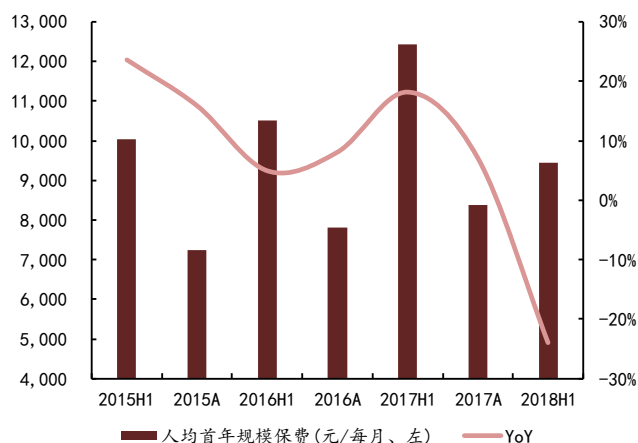


数据来源：公司公告，爱建证券研究所

（其中中国太保为报告期月均人力，其余为报告期末规模）

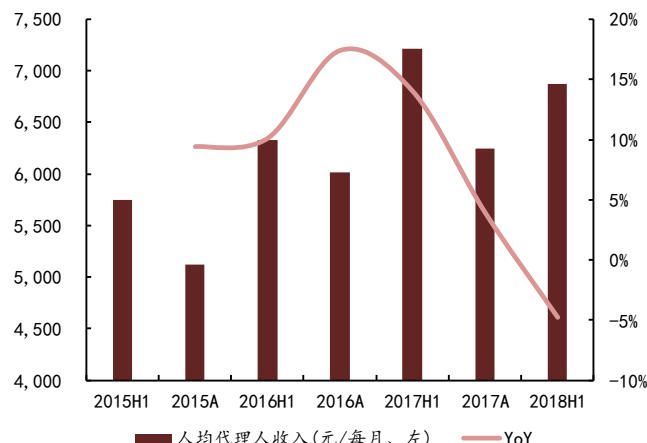
**代理人质量有待提升。**因上半年新单销售表现不佳叠加2017年高基数影响，代理人产能和收入均出现下滑。2018H1平安代理人人均首年规模保费同比下滑24.0%至9453元/每月；人均代理人收入为6870元/每月，同比下滑4.8%。新华保险人均综合产能为5187元/每月，同比下滑26.2%。太保人均首年佣金收入也同比下滑22.2%至1217元/每月。多家险企也表示针对代理人收入下滑情况会采取一定措施，例如通过增加销售件数、提高交叉销售收入、加强培训等方式优化代理人质量和收入，未来代理人质量提升仍然可期。

图表 13: 平安代理人人均首年规模保费及同比变动



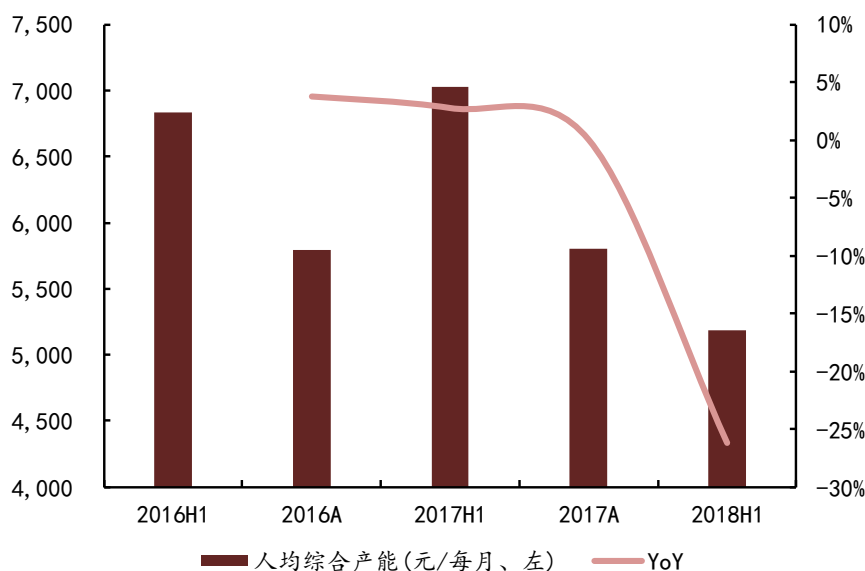
数据来源: 公司公告, 爱建证券研究所

图表 14: 平安人均代理人收入及同比变动



数据来源: 公司公告, 爱建证券研究所

图表 15: 新华保险人均综合产能及同比变化

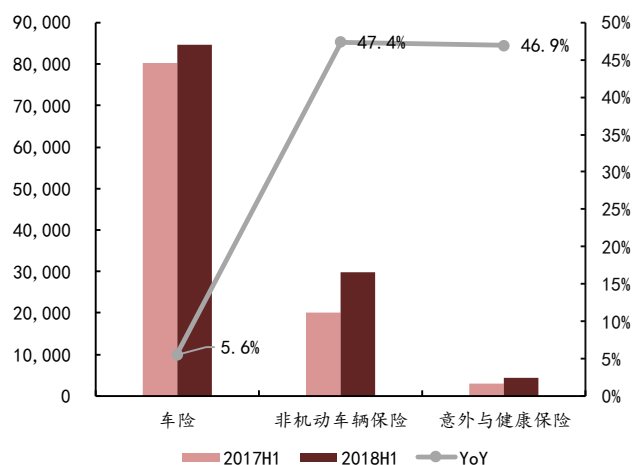


数据来源: 公司公告, 爱建证券研究所

### 3、产险: 非车发力助推保费增长, 税收影响利润水平

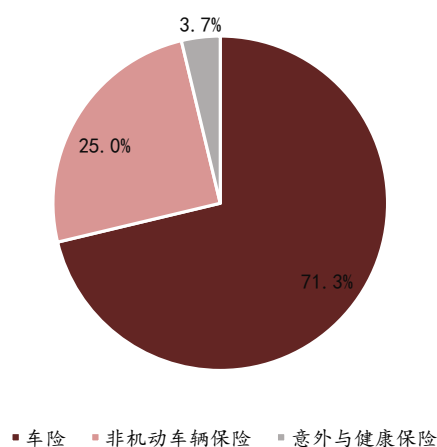
**非车险业务发力增长。**财产险业务方面, 平安产险上半年实现原保险保费收入 1188.78 亿元, 同比增长 14.9%; 其中车险同比增长 5.6%, 非车险同比增长 47.4%。非车险业务快速增长使其原保费收入占比较去年同期提高 5.5 个百分点至 25.0%。太保产险上半年实现保险业务收入 606.85 亿元, 同比增长 15.6%; 其中车险同比增长 10.1%, 优于平安产险, 非车险同比增长 33.1%。非车险中农险表现不俗, 较同期大幅增长, 且未来发展潜力巨大, 有望成为非车险重要保费收入来源。

图表 16: 平安产险不同险种原保费收入情况(百万元)



数据来源: 公司公告, 爱建证券研究所

图表 17: 平安产险不同险种原保费收入占比



数据来源: 公司公告, 爱建证券研究所

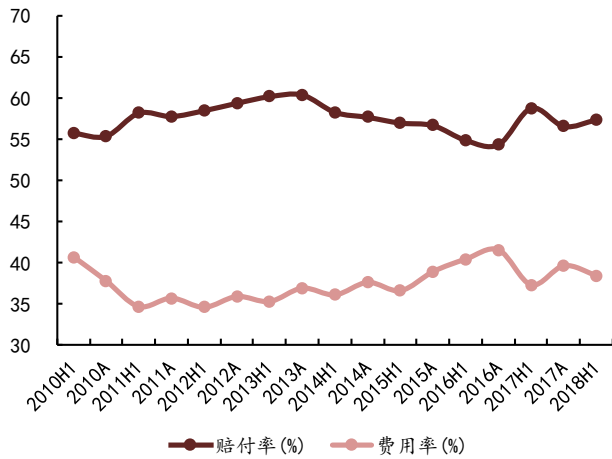
表格 4: 太保产险分险种保险业务收入情况(百万元)

| 保险业务收入        | 2017H1        | 2018H1        | YoY          |
|---------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>机动车辆险</b>  | <b>39,843</b> | <b>43,855</b> | <b>10.1%</b> |
| 交强险           | 8,418         | 9,764         | 16.0%        |
| 商业险           | 31,425        | 34,091        | 8.5%         |
| <b>非机动车辆险</b> | <b>12,642</b> | <b>16,830</b> | <b>33.1%</b> |
| 企财险           | 2,774         | 3,090         | 11.4%        |
| 责任险           | 2,223         | 2,935         | 32.0%        |
| 农险            | 1,564         | 2,559         | 63.6%        |
| 保证险           | 555           | 1,775         | 219.8%       |
| 其他            | 5,526         | 6,471         | 17.1%        |
| <b>合计</b>     | <b>52,485</b> | <b>60,685</b> | <b>15.6%</b> |

数据来源: 公司公告, 爱建证券研究所

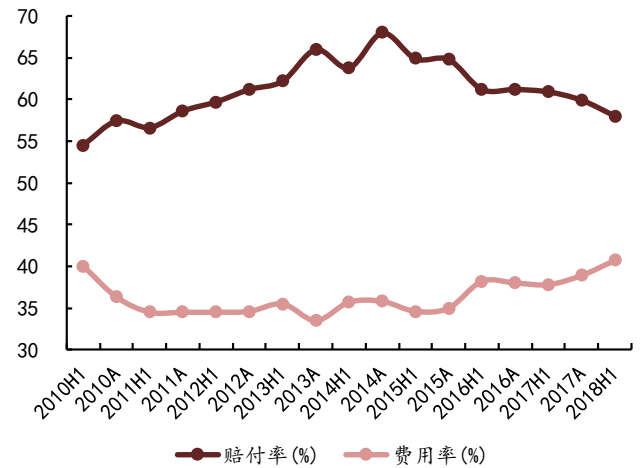
**综合成本率保持优势。**综合成本率方面,平安产险较去年同期下降0.3个百分点至95.8%,其中赔付率下降1.4个百分点至57.4%,费用率提升1.1个百分点至38.4%。而太保产险综合成本率为98.7%,与去年同期持平,其中赔付率下降2.9个百分点至58.0%,而费用率提升2.9至40.7%。两家产险综合成本率整体保持平稳,且远优于行业平均(大多数产险公司综合成本率超100%)。事实上,市场份额小且综合成本率高一直是中小产险发展面临的困境。而在商车费改深化的背景下,未来车险市场化程度或将进一步加深,行业集中度有望持续提升。人保财险、平安产险和太保产险作为财险“老三家”竞争优势明显。

图表 18: 平安产险赔付率和费用率变动情况



数据来源: 公司公告, 爱建证券研究所

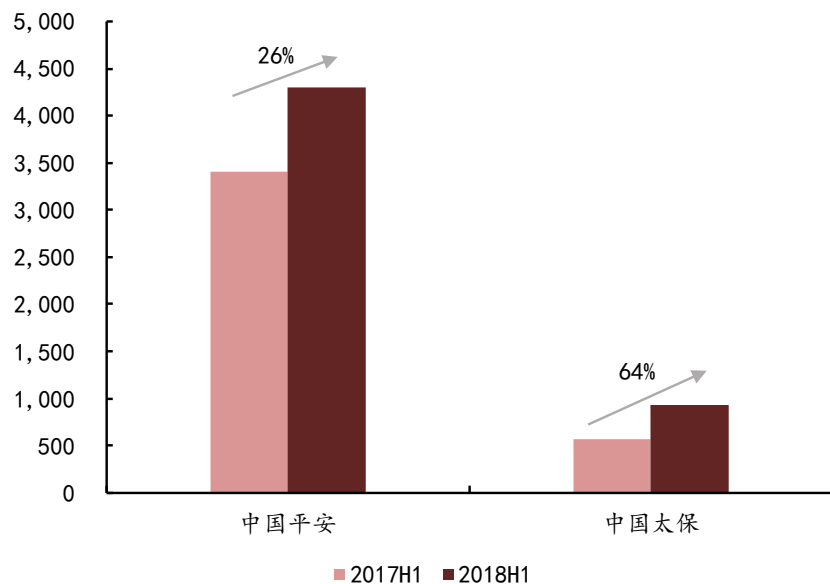
图表 19: 太保产险赔付率和费用率变动情况



数据来源: 公司公告, 爱建证券研究所

**承保利润提升, 所得税影响净利润水平。**2018 年上半年, 平安产险净利润同比下降 14.1%至 59.24 亿元 (按修订前会计准则则同比下降 5.1%), 太保产险净利润同比下降 22.5%至 15.87 亿元, 但两者承保利润分别同比增长 26.0%、64.1%, 主要是纳税调整大幅增加所致。由于摊薄手续费的业务占比相对较少, 例如农险总量仍然较低, 随着保费收入整体增长, 公司所得税出现大幅提升, 进而导致净利润水平出现下滑。

图表 20: 平安产险和太保产险承保利润变动(百万元)

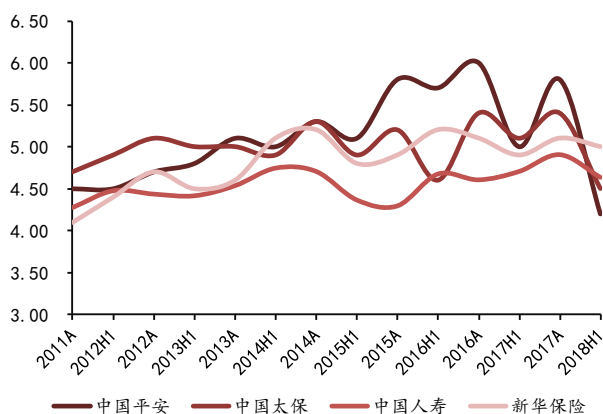


数据来源: 公司公告, 爱建证券研究所

#### 4、投资：权益配置比例下降，收益率整体好于预期

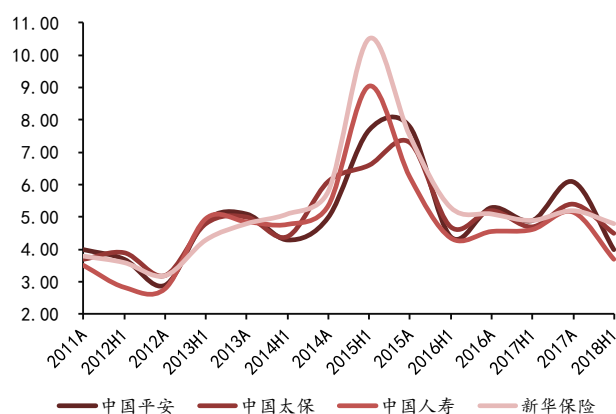
投资收益率整体表现好于预期。2018 年上半年，A 股市场表现低迷，其中沪深 300 下跌 12.90%，受此影响险企投资收益率较去年同期有所下滑。受权益投资分红收入下降影响（主要是基金分红下降），中国平安/中国太保/中国人寿净投资收益率较去年同期分别下滑 0.8pc、0.6pc、0.07pc。而新华保险 2018H1 股权型投资股息和分红收入逆市增长推动公司净投资收益率提升 0.1 个百分点至 5.0%，高于行业平均和同业表现。叠加证券买卖收益和公允价值变动冲击，四大上市险企中国平安/中国太保/中国人寿/新华保险总投资收益率分别为 4.0%/4.5%/3.7%/4.8%，较去年同期分别下滑 0.9%/0.2%/0.9%/0.1%，但整体表现在预期之上，尤其是新华保险投资收益率远超市场预期。

图表 21：上市险企净投资收益率变动



数据来源：公司公告，爱建证券研究所

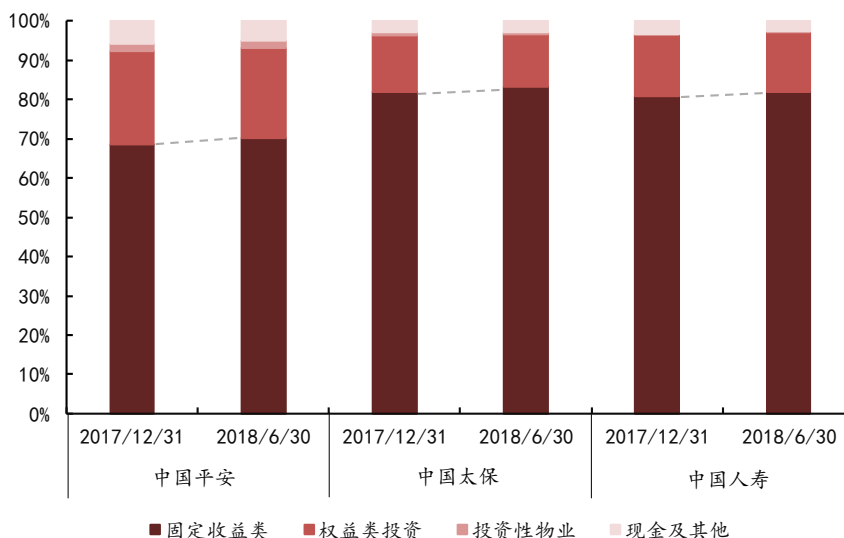
图表 22：上市险企总投资收益率变动



数据来源：公司公告，爱建证券研究所

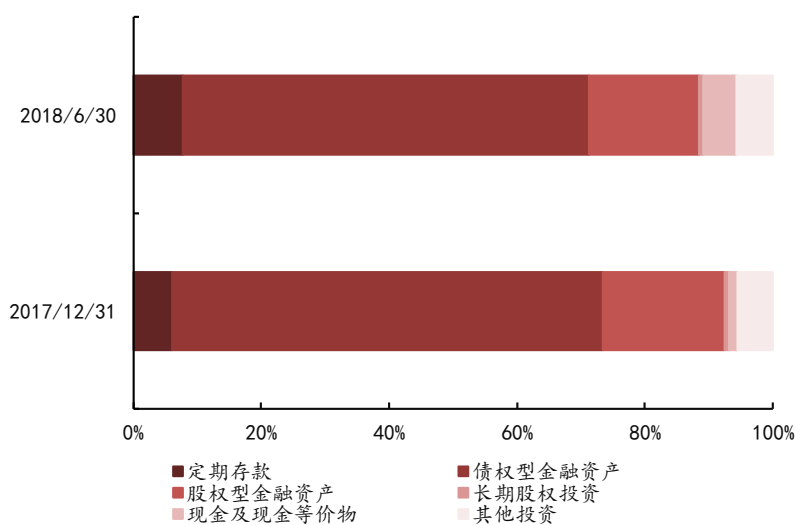
险企主动减少权益类投资配置比例。资产配置方面，上市险企均减少了权益类投资配置比例，截至 2018 年 6 月底，中国平安/中国太保/中国人寿/新华保险权益类投资比重分别为 22.96%/13.24%/15.37%/17.27%，较 2017 年末下降 0.74pc、1.35pc、0.42pc、1.82pc。相应地，四大险企固定收益类投资占比均有所提升。得益于权益类投资配置比例下降，险企总投资收益率降幅表现好于预期。对比来看，四家险企中平安权益类投资占比最高，中国人寿权益类投资配置比例下降幅度最小，而因上半年股市低迷，中国平安和中国人寿总投资收益率较太保和新华而言表现稍差。

图表 23：上市险企资产配置情况



数据来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 24：新华保险资产配置情况



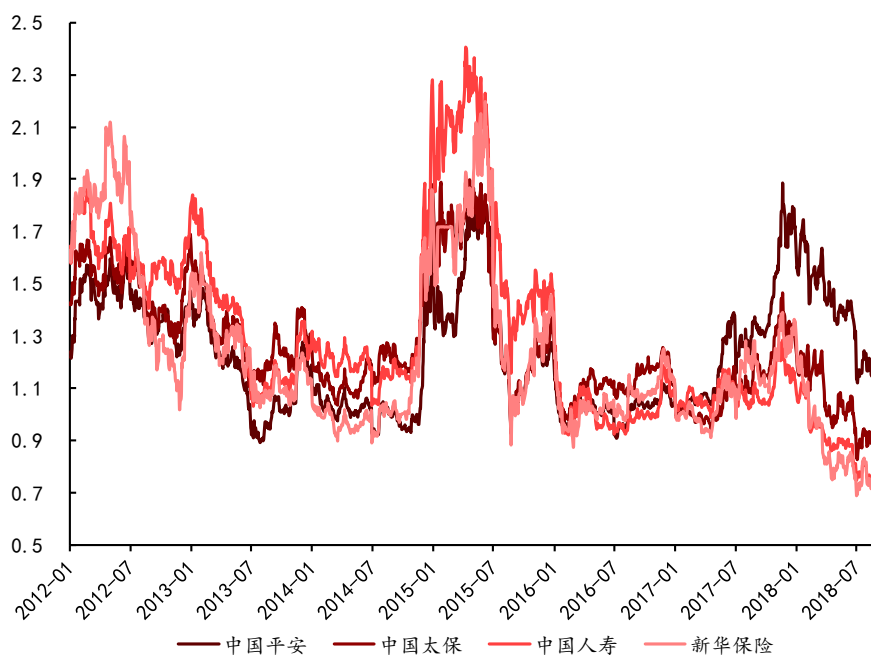
数据来源：公司公告，爱建证券研究所

**资管新规下险企非标投资面临机遇。**截至 2018 年 6 月底，中国平安非标准化债权类资产规模为 3624.84 亿元，在可投资资产中占比 14.1%；中国太保非标资产投资 2362.45 亿元，在投资资产中占比达 20.1%，较上年末上升 1.3 个百分点；而新华保险因上半年部分非标资产到期及提前还本，非标资产投资金额在总投资资产中占比，较上年末减少 3.2 个百分点至 31.8%。事实上，随着资管新规推进，短期理财资金无法配置长久期非标资产，但保险资金具有长久期、体量大特点，与非标资产有较高的匹配度，未来有望获得新发展。

## 5、投资建议

2018 年上半年，在国内外不确定性因素频发的情况下，市场整体信心不足，蓝筹股均表现不佳。前期市场因担忧保费销售不佳、股市低迷影响投资收益以及利率水平下行，保险股自年初以来也处于持续下跌态势。目前，保险行业中报出炉，整体表现亮眼。具体来看：1) 在开门红销售不佳后，各大险企调整销售战略，发力保障型产品，二季度险企新单销售开始好转；2) 险企产品结构和渠道结构持续优化，新业务价值率抬升推动新业务价值同比降幅收窄；3) 资产配置方面，主动降低权益配置比例，总投资收益率表现整体好于预期；4) 财险方面，非车发力助推保费收入增长，综合成本率保持平稳，龙头产险公司优势明显；5) 受益于准备金折现率变更以及剩余边际稳步增长，险企净利润同比大幅提升。展望下半年，各大险企产品战略调整基本到位，叠加同期基数走低，下半年新业务价值增速有望进一步改善，进而推动内含价值增速提升。业绩表现可以进一步消除市场对于保费端和投资端的悲观预期，有助于上市险企估值抬升。目前上市险企 PEV 水平均处于低位，维持行业“推荐”评级。

图表 25：上市险企历史 PEV 水平



数据来源：Wind，爱建证券研究所

个股方面，中国平安凭借自身优秀的代理人队伍实现新业务价值正增长，表现好于同业，且公司代理人规模稳步提升。另外公司金融科技板块已然成为公司新的利润增长点，看好公司长期发展。新华保险转型已显成效，公司大力发展健康险产品，产品结构持续优化，再加上公司突出的投资能力，业绩整体表现亮眼，因此维持中国平安（601318），新华保险（601336）“推荐”评级。



## 6、风险提示

- 长端利率持续下行
- 股市持续低迷
- 代理人规模和产能不及预期
- 财险综合成本率大幅提升

## 注册证券分析师简介

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

### 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

### 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在~5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在~5%以下。

### 重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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我公司和研究员无关。我公司及研究员对所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com