

# 保险行业 2018 年三季报综述

2018 年 10 月 31 日

## 保险三季报符合预期 投资稳健全年 NBV 有望转正

### 强于大市（维持）

### 投资要点

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《行业快评\*保险\*Q3行业保费持续改善 Q4有望进一步延续》 2018-10-20
- 《行业快评\*保险\*负债改善投资企稳估值修复价值彰显》 2018-09-19
- 《行业动态跟踪报告\*保险\*投资端负面预期落地 价值率再创新高》 2018-08-30
- 《行业深度报告\*保险\*养老金专题报告之三：海外养老金及主权基金运作模式和投资研究》 2018-08-22
- 《行业快评\*保险\*负债端无须担忧19号文影响有限》 2018-08-18

#### 证券分析师

**陈雯** 投资咨询资格编号  
S1060515040001  
0755-33547327  
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**赵耀** 一般从业资格编号  
S1060117090052  
010-56800143  
ZHAOYAO176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

目前上市险企均已披露完三季报，总体来看上市险企三季报符合预期，负债端和投资端均有一些亮点：

- **亮点之一：**投资端保持稳健，总投资收益率整体维持 4.5%以上：市场从五六月份负债逐步改善以后开始担忧投资端，而中报中上市险企维持 4.5%以上的投资收益率使得市场对投资端的担忧打消，中报后期保险股也迎来一小波估值修复，但是 Q3 权益市场仍然相对低迷，在此背景之下，IAS39 口径下平安、太保、新华年化总投资收益率达到 4.9%、4.7%、4.8%，整体较 Q2 有所提升。但在 IAS39 总投资收益率的数据之下，也需要关注可供出售类金融资产的浮亏以及 I9 之下对利润的影响。
- **亮点之二：**代理人数量相对企稳，后期有望稳步提升：对于代理人问题也是行业一直以来关注的问题，今年上半年上市险企代理人数量有较为明显的脱落，但从三季度的情况来看代理人数量已经有明显的企稳迹象：除尚未披露数据的太保外，另三家代理人数据均较 Q2 有一定增长。其中国寿、平安三季度末代理人数量分别较二季度末增长 1.0%、2.2%，且新华、平安均较年初实现正增长。后期看代理人将逐步适应保障类产品的销售，未来上市险企代理人数量有望实现健康稳步提升。
- **亮点之三：**Q3 新单保持稳定，Q4 低基数之下 NBV 有望转正：上市险企三季度新单数据整体保持稳定，单季度新单数据均优于上半年整体情况，同时 Q4 来看太保、新华新单基数均非常低，Q4 单季度改善幅度有望大超预期，叠加上市险企 Margin 的增长，全年我们预期太保、新华 NBV 均有望实现转正。
- **后期展望：**EV 稳健增长，关注 19 年开门红：往后看短期我们认为保险股预期以外的因素已较为有限，上市险企 18 年全年 EV 预计维持 11%-16.2%的稳健增速；如按照 18E 的 EV，太保、新华、国寿 P/EV 分别仅为 0.92 倍、0.81 倍和 0.75 倍，处于历史低位；而对于市场后期更为关注的 19 年开门红，我们判断保障类产品将成为主推，开门红价值率提升，同时 NBV 数据较今年有望实现正增长，但需要警惕由于年金销售下降而对首年保费数据产生的负面影响。
- **投资建议：**我们认为当前上市险企整体处在投资企稳、负债改善的阶段，而在 17 年 Q4 明显低基数的背景之下，上市险企依然主推保障类产品，有望进一步改善 NBV 数据，结合当前行业较低的估值水平，我们认为当前保险股估值修复的逻辑仍将会持续，维持行业“强于大市”评级，重点推荐新华保险、中国太保。

■ 风险提示

1): 开门红不及预期风险

如果行业监管持续加强，或者公司明年开门红准备销售不及预期，将可能直接对公司股价产生负面影响，尤其是明年开门红新单保费数据方面潜在的影响。

2): 资本市场震荡风险

前三季度整体权益市场低迷，对上市险企投资收益率造成一定负面影响，如权益市场持续下行可能使得保险公司投资收益下降、浮亏增加致使对业绩产生影响。

3): 全年 NBV 改善不及预期风险

上市险企 Q4 也在积极完成全年目标，高价值率的产品在 Q4 低基数的基础上预计将对 NBV 产生显著贡献，如部分公司 Q4NBV 改善不及预计将可能导致股价下跌。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS				P/EV				评级
		2018-10-30	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
新华保险	601336	46.50	1.73	2.57	3.37	4.46	0.95	0.81	0.69	0.60	强烈推荐	
中国太保	601601	32.92	1.62	1.98	2.38	2.84	1.06	0.92	0.80	0.69	推荐	

# 正文目录

一、	<b>三季度整体符合预期，投资及负债端均有一定亮点</b> .....	5
	■ 亮点之一：投资端保持稳健，总投资收益率整体维持 4.5%以上 .....	5
	■ 亮点之二：代理人数量相对企稳，后期有望稳步提升 .....	5
	■ 亮点之三：Q3 新单保持稳定，Q4 低基数之下 NBV 有望转正 .....	6
二、	<b>后期展望：EV 稳健增长，关注 19 年开门红</b> .....	6
	■ 优质标的全年 NBV 转正，上市险企 18 年全年 EV 稳健增长 .....	7
	■ 估值仍处低点，后期有望逐步修复 .....	7
	■ 关注 19 开门红：保障产品促使开门红价值率提升，但需关注 FYP 数据表现 .....	7
三、	<b>投资建议</b> .....	8
四、	<b>风险提示</b> .....	8

## 图表目录

图表 1	2018 权益市场季度涨跌情况 .....	5
图表 2	10 年期国债收益率情况 (%) .....	5
图表 3	上市险企净投资收益率情况 .....	5
图表 4	上市险企总投资收益率情况 .....	5
图表 5	上市险企 Q3 个险代理人数量已企稳回升 (万人) .....	6
图表 6	上市险企 Q3 新单增速保持相对稳定 (亿元) .....	6
图表 7	上市险企 17Q4 新单基数明显较低 (亿元) .....	6
图表 8	预计 2018 年上市险企 EV 稳健增长 (百万元) .....	7
图表 9	当前保险股估值处于历史低位 (截至 10 月 29 日) .....	7
图表 10	当前理财产品收益率下降较为明显 (%) .....	8

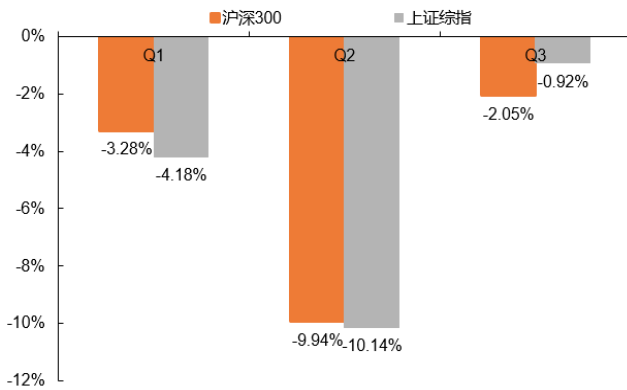
## 一、 三季度报整体符合预期， 投资及负债端均有一定亮点

目前上市险企均已披露完三季度报， 总体来看上市险企三季度报符合预期， 但负债端和投资端均有一些亮点：

### ■ 亮点之一： 投资端保持稳健， 总投资收益率整体维持 4.5%以上

市场从五六月份负债逐步改善以后开始担忧投资端， 而中报中上市险企维持 4.5%以上的投资收益率使得市场对投资端的担忧打消， 中报后期保险股也迎来一小波估值修复， 但是 Q3 权益市场仍然相对低迷， 沪深 300 及上证综指分别下跌 2.05%和 0.92%， 同时十年期国债到期收益率处于今年的相对低点。 在此背景之下， 上市险企中大多数总投资收益率仍能维持 4.5%以上， 其中 IAS39 口径下平安、 太保、 新华年化总投资收益率达到 4.9%、 4.7%、 4.8%， 较 18H 分别提升 0.4、 0.2、 0 个百分点； 平安、 太保净投资收益率分别为 4.7%、 4.8%， 较 18H 分别提升 0.5、 0.3 个百分点。 但在 IAS39 总投资收益率的数据之下， 也需要关注可供出售类金融资产的浮亏以及 19 之下对利润的影响。

图表1 2018 权益市场季度涨跌情况



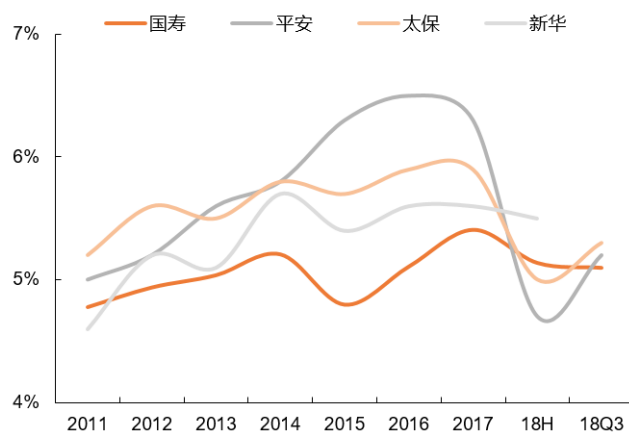
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表2 10 年期国债收益率情况 (%)



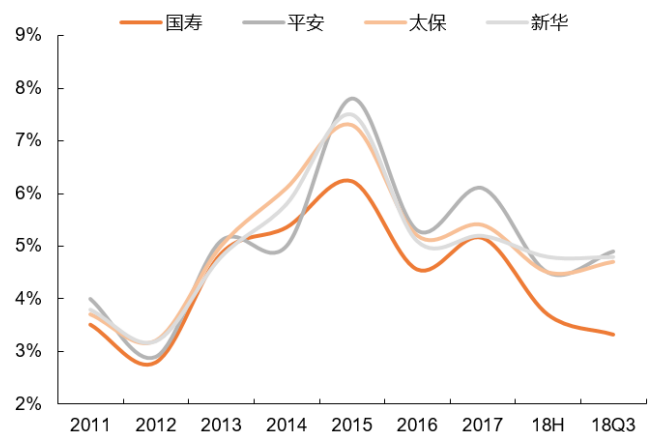
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表3 上市险企净投资收益率情况



资料来源: 公司年报及半年报、平安证券研究所

图表4 上市险企总投资收益率情况



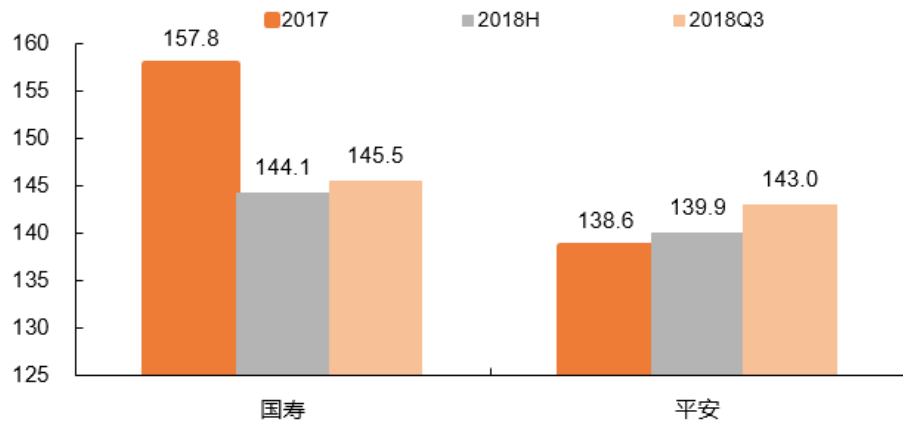
资料来源: 公司年报及半年报、平安证券研究所

注: 均统一为 IAS39 准则下数据;

### ■ 亮点之二： 代理人数量相对企稳， 后期有望稳步提升

对于代理人问题也是行业一直以来关注的问题，今年上半年上市险企代理人数量有较为明显的脱落，除平安外另三家上市险企国寿、太保和新华分别有不同程度的脱落，但从三季度的情况来看代理人数量已经有明显的企稳迹象：除尚未披露数据的太保外，另三家代理人数据均较 Q2 有一定增长。其中国寿、平安三季度末代理人数量分别较二季度末增长 1.0%、2.2%，且新华、平安均较年初实现正增长。后期看代理人将逐步适应保障类产品的销售，未来上市险企代理人数量有望实现健康稳步提升。

图表5 上市险企 Q3 个险代理人数量已企稳回升（万人）

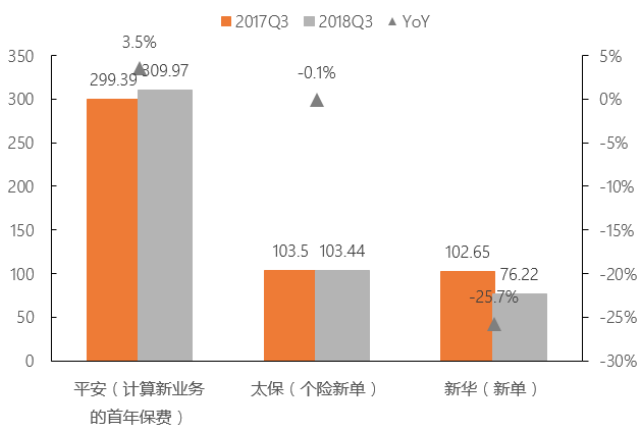


资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 亮点之三：Q3 新单保持稳定，Q4 低基数之下 NBV 有望转正

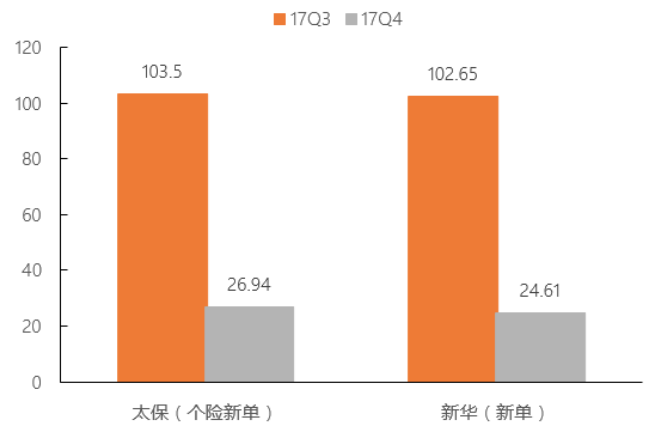
上市险企三季度新单数据整体保持稳定，截至上半年平安（计算新业务的首年保费）、太保（个险新单）、新华（首年保费）YoY 分别为-10.3%、-19.7%、-26.1%，而 Q3 单季度新单数据均优于上半年整体情况，同时 Q4 来看太保、新华新单基数均非常低，Q4 单季度改善幅度有望大超预期，叠加上市险企 Margin 的增长，全年我们预期太保、新华 NBV 均有望实现转正。

图表6 上市险企 Q3 新单增速保持相对稳定（亿元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 上市险企 17Q4 新单基数明显较低（亿元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 二、 后期展望：EV 稳健增长，关注 19 年开门红

往后看短期我们认为保险股预期以外的因素已较为有限，后期股价更多是在投资端及负债端稳步改善的态势下低估值的逐步修复。

■ 优质标的全年 NBV 转正，上市险企 18 年全年 EV 稳健增长

对于全年而言，我们预期太保、新华全年 NBV 有望实现转正，在此基础之上，上市险企 18 年 EV 预计增速在 11%-16.2%之间，维持相对稳健的增长。

图表8 预计 2018 年上市险企 EV 稳健增长 ( 百万元 )

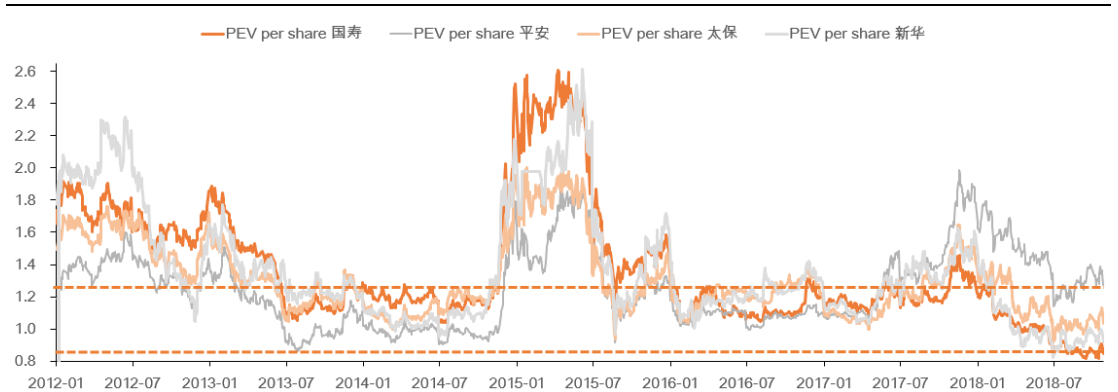
	国寿	较17年末	太保寿	较17年末	太保	较17年末	新华	较17年末
2017EV	734172		214037		286169		153474	
EV预期回报	54596	7.4%	20441	9.6%	20441	7.1%	14273	9.3%
NBV	51680	7.0%	26839	12.5%	26839	9.4%	12351	8.0%
分散效应	-	-	4067	1.9%	4067	1.4%	-	-
评估方法、模型和假设变化	-3736	-0.5%	-566	-0.3%	-566	-0.2%	-307	-0.2%
运营经验差异	3093	0.4%	2442	1.1%	2442	0.9%	3646	2.4%
投资回报差异	-22759	-3.1%	-2354	-1.1%	-2354	-0.8%	-2609	-1.7%
市场价值和其他调整	9544	1.3%	1926	0.9%	1431	0.5%		
股东红利分配	-12481	-1.7%	-13387	-6.3%	-9444	-3.3%	-2763	-1.8%
其他业务当年利润	-	-	-	-	2289	0.8%	-	-
其他	734	0.1%	40	0.0%	-101	0.0%	273	0.2%
2018E EV	814844	11.0%	253484	18.4%	331212	15.7%	178338	16.2%

资料来源: wind, 平安证券研究所

■ 估值仍处低点，后期有望逐步修复

按照 2018H 的 EV 值计算，上市险企中太保、新华、国寿 P/EV 分别为 0.98 倍、0.87 倍和 0.80 倍，如按照 2018E 的 EV，则分别仅为 0.92 倍、0.81 倍和 0.75 倍，处于历史低位，并且当前上市险企业务结构持续改善，价值率显著提升，后期在资产及负债端趋稳改善的状态下估值有望逐步修复。

图表9 当前保险股估值处于历史低位 ( 截至 10 月 29 日 )

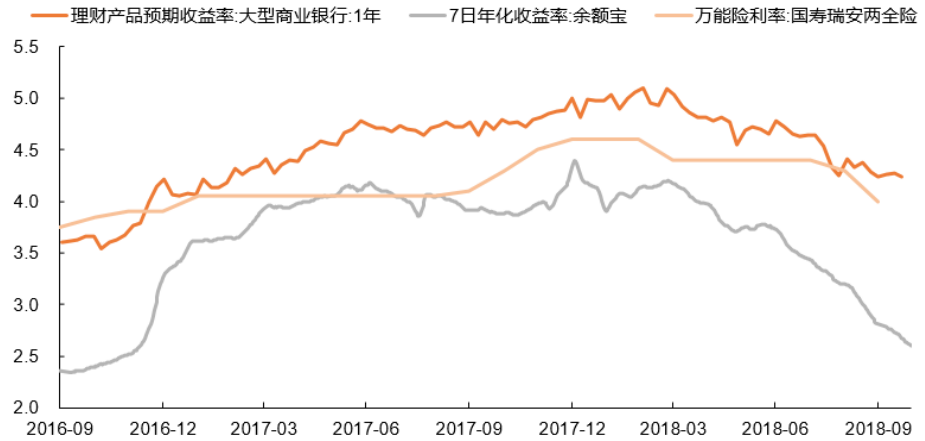


资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 关注 19 开门红：保障产品促使开门红价值率提升，但需关注 FYP 数据表现

对于市场后期更为关注的 19 年开门红，今年整体的推动计划都有明显推迟，整体来看保障类险种将会成为主要推动的产品类型。当前看代理人销售保障类产品的技巧不断提升，同时保障需求仍非常广阔，预计在 19 年开门红中将加大推动力度，一改往年 Q1 主推年金、Q2 开始推保障型产品的销售结构。保障型产品推动力度加强预计将使得开门红价值率提升，同时 NBV 数据较今年有望实现正增长，但需要警惕由于年金销售下降而对首年保费数据产生的负面影响；年金类产品上市险企仍整体保持相对谨慎，但今年银行理财产品收益率对年金类的冲击将有明显减小，年金经营环境或有相对改善，同时部分客户也存在年金类产品的需求。

图表10 当前理财产品收益率下降较为明显 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

### 三、 投资建议

我们认为当前上市险企整体处在投资企稳、负债改善的阶段,而在 17 年 Q4 明显低基数的背景之下,上市险企依然主推保障类产品,有望进一步改善 NBV 数据,结合当前行业较低的估值水平,我们认为当前保险股估值修复的逻辑仍将会持续,维持行业“强于大市”评级,重点推荐新华保险、中国太保。

### 四、 风险提示

#### 1): 开门红不及预期风险

如果行业监管持续加强,或者公司明年开门红准备销售不及预期,将可能直接对公司股价产生负面影响,尤其是明年开门红新单保费数据方面潜在的影响。

#### 2): 资本市场震荡风险

前三季度整体权益市场低迷,对上市险企投资收益率造成一定负面影响,如权益市场持续下行可能使得保险公司投资收益下降、浮亏增加致使对业绩产生影响。

#### 3): 全年 NBV 改善不及预期风险

上市险企 Q4 也在积极完成全年目标,高价值率的产品在 Q4 低基数的基础上预计将对 NBV 产生显著贡献,如部分公司 Q4NBV 改善不及预计将可能导致股价下跌。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PINGAN SECURITIES

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033