

证券研究报告

2018.11.05

保险股：股价（相对收益）反应滞后于 保费与利率的动态变化

分析师 罗钻辉 SAC执业证书编号：S1110518060005

风险提示：股市下跌导致投资大幅下滑、相关上市公司业绩
低于预期



行业评级：强于大市

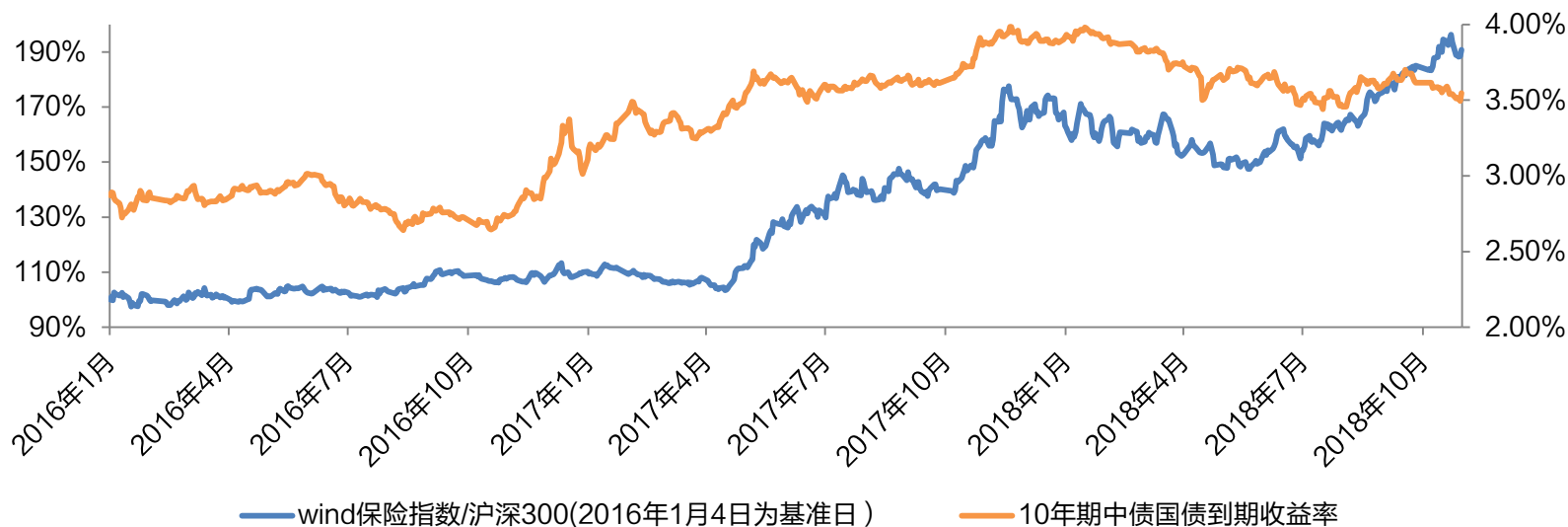
总结：保险股的相对收益一般滞后于利率与保费的动态变化

- 1、我们观察并归纳保险股的相对收益规律。股票和基金在保险公司投资资产中的占比一般是10%左右（保险公司的权益乘数很高），股市表现直接影响着保险公司EV，因此保险股的Beta较高。所以研究相对收益的合理性更高。
- 2、利率和保费（规模与结构）是影响保险公司业绩（EV）和估值（PEV）的关键因素，我们的核心研究结论是“保险股的相对收益一般滞后于利率与保费的动态变化”。
 - 1) 利率趋势完全确立以后，才会开始对保险股价有显著的同向影响。例如2017年4月末利率上升趋势完全确立以后，保险股价才开始攀升；2018年下半年利率震荡，保险股价已和利率脱钩。
 - 2) 新单保费的同比变化，一般在2-3个月后开始影响保险股价。比如2017年1月新单保费攀升，保险股价在2017年4月下旬上涨；2018年4月新单保费改善，保险股价在2018年6月开始回升。
- 3、配置保险股的最佳时机（Alpha 机会）：1) 利率上行或反转的趋势完全确立；2) NBV增速改善的趋势完全确立。

保险股价（相对收益）受到利率的影响

- 现象：利率趋势完全确立以后，才会开始对保险股价有显著的同向影响。例如2017年4月末利率上升趋势完全确立以后，保险股价才开始攀升；2018年下半年利率震荡，保险股价已和利率脱钩。
- 解释：影响EV的核心假设是长期投资收益率假设，对应的是“长端利率的长期预期”，而并非是短期利率的波动。1) 若利率在“长期下行通道”中下降，PEV估值理应下降；2) 若利率在“震荡通道”中下降，PEV估值理应不受任何影响，当期EV反而会受益。
- 关键点：判断是“长期下行通道”抑或“震荡通道”能且仅能通过观察利率趋势是否“确立”。

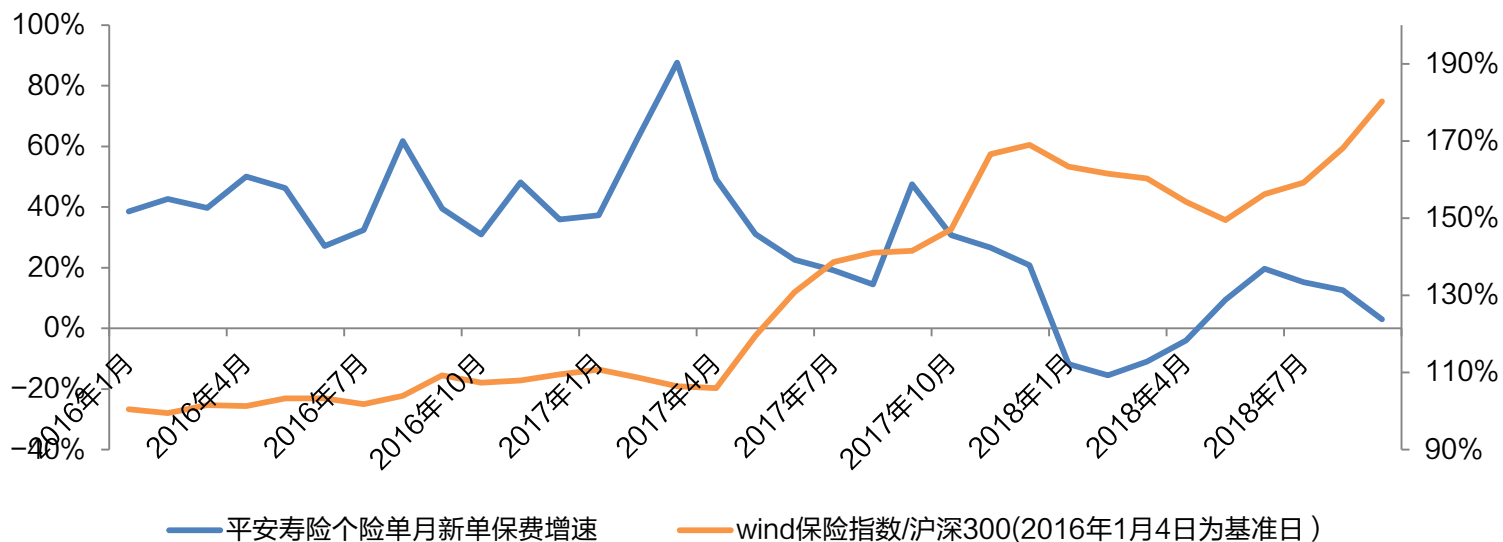
图1：保险股价（相对收益）与利率的关系



保险股价（相对收益）受到保费的影响

- 现象：新单保费的同比变化，一般在2-3个月后才开始影响保险股价。比如2017年1月新单保费攀升，保险股价在2017年4月下旬上涨；2018年4月新单保费改善，保险股价在2018年6月开始回升。
- 解释：保险公司负债端的不透明性很强，公开数据仅在季报、半年报、年报中才会披露，大部分投资机构无法及时获知新单保费与NBV的动态变化情况。

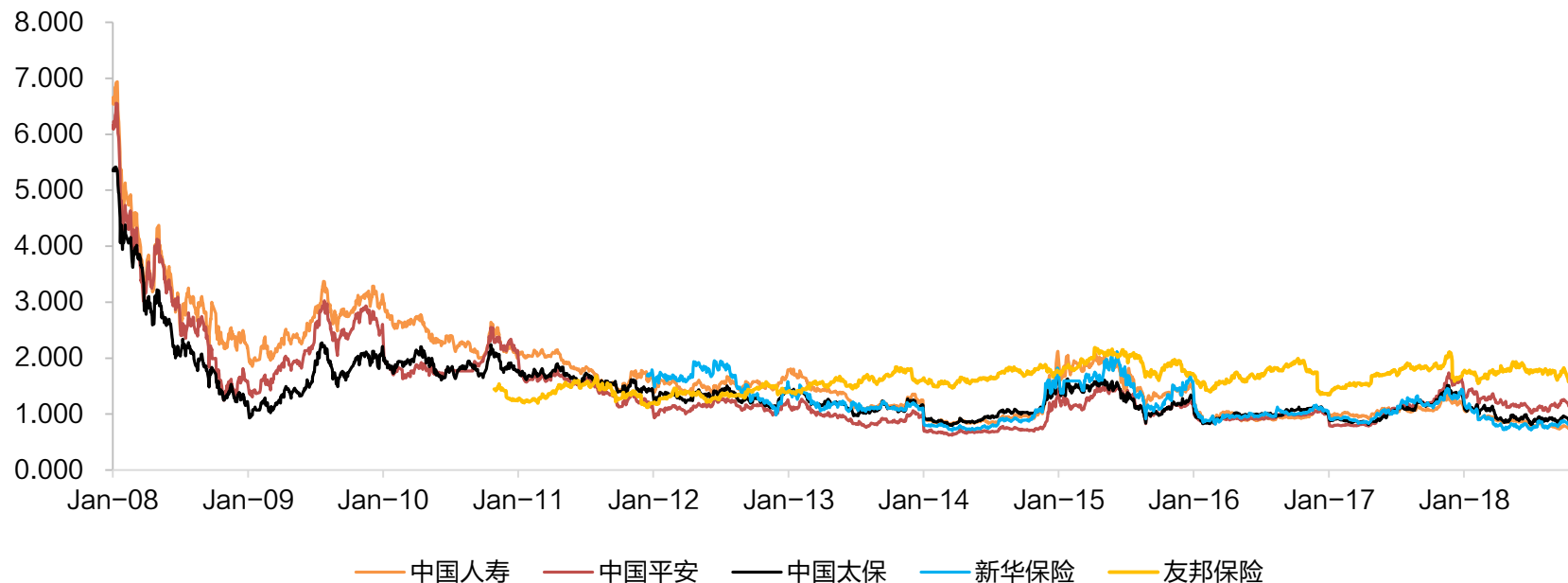
图2：保险股价（相对收益）与新单保费增速的关系



4季度投资策略：利润与19开门红新单保费承压，长期价值增长不变

- 4季度保费端有望持续改善。4季度低基数叠加各公司大力推动业务发展，预计保费和NBV改善将会加速。预计国债收益率下半年大概率维持平稳。“个险转型+保险科技” & “健康险+医养产业”的人身险供给侧改革正在进行，将伴随人身险需求的扩大持续推动行业发展。寿险保障型业务进入黄金增长期，保险公司的利润与EV均已进入中长期增长阶段，估值处于历史低位，给予“强于大市”评级。

图3：上市保险公司动态PEV估值水平（倍）



分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下