

穿越利率周期, 紧盯价值增长

投资收益率下降为缓慢行为, 投资回报对价值贡献加速分化

进入 2019 年, 市场主要对保险股担忧之处在于长期国债收益率下行对上市险企投资收益的拖累。保险行业经营模式显著改变, 投资与负债通过现金流相互影响, 由负债驱动投资的商业模式逐步深化。投资收益分为投资收益率和投资资产规模影响价值增长。经测算, 上市险企在十年期国债较过去十年收益率中枢 3.5% 下行 100bp, 150bp 的情况下, 投资收益率下行至 4% 分别需要 10 年以上及 5 年的时间, 投资收益率下行是缓慢的行为。上市险企过去 5 年投资收益回报整体对内含价值形成正向贡献, 投资资产规模上升越快, 对内含价值的回报越高。上市险企投资资产规模的增速分化由承保利润占已赚保费的比例和新增投资资产占承保利润的比例共同加剧。中国平安、中国太保 2019 年保单集中到期满期给付压力更小。新华保险长久期险种占比提升最快, 边际改善最明显。新增投资资产占比随着期交保费的占比提升及保单期限的拉长, 现金流“大进大出”的现象逐步改善, 目前中国太保、中国平安占比最高, 2018 年上半年随着新华保险“惠福宝”的保单逐步到期, 已经呈现明显的改善。

负债端结构逐步优化, 剩余边际稳健增长

上市险企新业务价值逐步由靠代理人规模驱动, 转为靠优质代理人的产能驱动。上市险企新业务价值占内含价值的比例在过去 5 年显著提升, 新业务价值短期承压对内含价值增速影响有限。展望 2019 年, 在监管收紧, 快速返还型产品销售受限, 但理财产品收益率对保单结算利率冲击缩小的情况下, 预计储蓄型新单保费与 2018 年持平, 保障型保费同比上升 30%, 行业新业务价值预计同比上升 8%。相比净利润, 剩余边际更能反映企业未来利润的现值。假设剩余边际摊销比例稳定, 中国平安剩余边际 2019 年仍将维持 28% 的高增速。

内含价值假设不达预期下调空间有限

市场担忧投资收益率不达预期造成内含价值虚高。中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿的内含价值对投资收益率的敏感度分别为 0.09%、0.15%、0.15%、0.17%。在十年期国债中枢下行 100bp, 200bp 的情况下, 内含价值下调的比例在 5%~10%, 11%~20% 的区间之内。短期利率下行对于上市险企内含价值可信度的影响相对有限。

保险 II

维持

买入

张芳

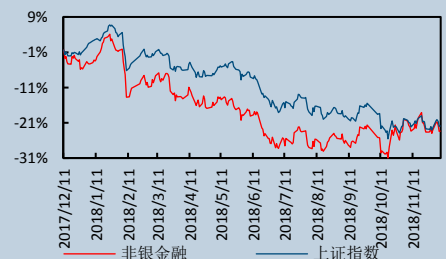
zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号: S1440510120002

发布日期: 2018 年 12 月 11 日

市场表现



相关研究报告

价值显著低估，推荐买入

使用相对估值法和绝对估值法对上市险企进行估值。相对估值法根据戈登模型，中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿合理的 P/EV 应为：2.13、1.88、1.75、1.63 倍，与当前上市险企股价与 2019 年每股内含价值的比 0.93 倍、0.68 倍、0.64 倍、0.64 倍大幅背离。绝对估值法下，假设 10 年为未来新签发保单年份，新业务价值增长率为 5%，合理新业务价值倍数应为 7.5，当前隐含新业务价值倍数中国平安-0.75、中国太保-8.6、新华保险-6.8、中国人寿-7.4 显著背离合理估值。保险股价值显著低估，推荐买入！个股推荐：新华保险、中国太保

风险提示

保单销售低于预期，资本市场大幅下行，政策放松不达预期

目录

前情回顾及 2019 年市场主要关注点	3
投资端：投资收益率下降为缓慢过程，投资回报对价值贡献呈现分化.....	5
投资收益率：存量资产规模决定短期内总投资收益下行速度较缓.....	6
承保利润率和负债结构加速上市险企投资资产规模增速分化.....	7
高投资资产规模增速推动龙头公司长期投资收益对内含价值贡献更高.....	10
负债端结构逐步优化，剩余边际稳健增长	11
内含价值假设不达预期下调空间有限	14
价值显著低估，推荐买入	15
相对估值法	15
绝对估值法	16

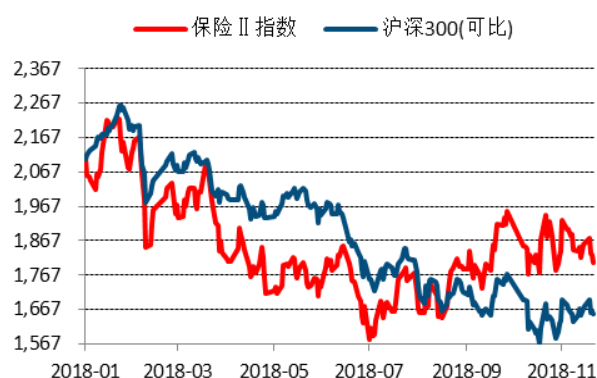
图表目录

图表 1： 本年保险指数与沪深 300 走势对比	5
图表 2： 十年期国债到期收益率	5
图表 3： 保险公司资产负债偿付能力影响闭环	6
图表 4： 上市险企一年内到期资产占比	6
图表 5： 总投资收益率敏感性分析	7
图表 6： 上市险企已赚保费	7
图表 7： 承保现金净流入比例	7
图表 8： 2014 年主销保险产品	8
图表 9： 新增投资资产规模占经营活动现金流量净额比例.....	8
图表 10： 不同险种资产、负债久期对比	9
图表 11： 中国平安险种结构	9
图表 12： 新华保险险种结构	9
图表 13： 新增投资资产占已赚保费比例	10
图表 14： 平安人寿内含价值增长因素分析	10
图表 15： 太保人寿内含价值增长因素分析	10
图表 16： 新华保险内含价值增长因素分析	11
图表 17： 中国人寿内含价值增长因素分析	11
图表 18： 新业务价值占内含价值比例	11
图表 19： 银行理财产品收益率（%）	12
图表 20： 新业务价值测算	12
图表 21： 上市险企剩余边际增长比例	13
图表 22： 增长贡献比例	13
图表 23： 中国平安新业务剩余边际贡献及比例	13
图表 24： 中国平安剩余边际分析（单位：亿元）	14
图表 25： 平均投资收益率敏感性测试	15

图表 26: 内含价值敏感性测试	15
图表 27: 2019 年 EVPS 预测.....	15
图表 28: 相对估值法估值	16
图表 29: 绝对估值法估值	16

前情回顾及 2019 年市场主要关注点

2018 年，保险股经历了多方面的利空影响后，股价和估值均遭受了大幅下调。从资产端来看，固收类资产投资方面，十年期国债收益率大幅下行，十年期国债收益率由年初的 3.9% 的高位下行至 3.3% 左右的低位。权益类资产投资方面，沪深 300 指数年初至今下调-21.6%，保险公司的投资端经受了较大的挑战和考验。从负债端来看，2018 年保险公司受 134 号文的影响，停止快速返还型保险产品的销售，新单保费和新业务价值同比增速大幅承压。股价上看，虽然保险行业基本面承压严重，但年初至今板块-14% 的收益仍然显著高于沪深 300 指数-21% 的收益，在 wind 二级行业中，行业指数位于第二位，仅次于银行，三季度开始，基本面改善叠加弱市中的防守属性，板块超额收益显著，值得密切关注。行至 2019 年，负债端转型之年已经度过，基数效应弱化，目前市场上对于保险股最主要的关注点在于利率的变化对保险资产端、负债端、利润、价值等方面的影响。保险股的长期投资逻辑包括渗透率较低，个人可支配收入增长等方面，我们已经在之前的报告中予以论述，本篇报告将对当前资本市场主要关注的影响保险股的核心利率对保险公司各方面的影响分部进行定性及定量分析，深入解读 2019 年保险股的投资机会。

图表1： 本年保险指数与沪深 300 走势对比


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

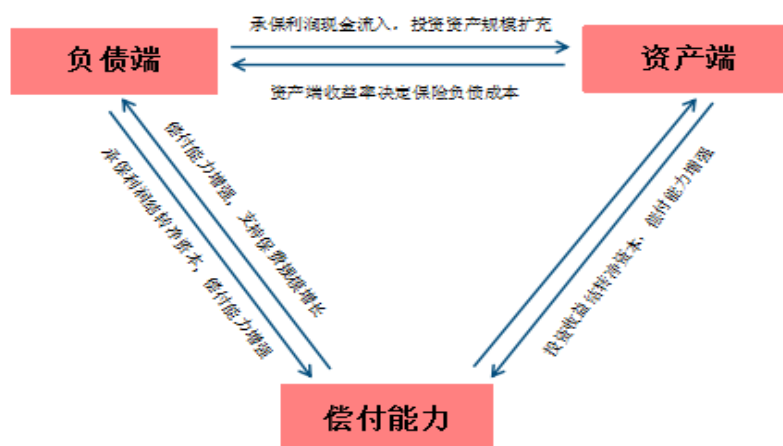
图表2： 十年期国债到期收益率 (%)


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

投资端：投资收益率下降为缓慢过程，投资回报对价值贡献呈现分化

保险公司的分析主要分为资产端和负债端的研究，但是资产端和负债端并非完全独立。保险公司负债端保费收入为投资端投资资产规模增量的最终来源，保险投资资产规模的增长主要来自于负债端已赚保费的增长，扣除掉赔付支出、费用以及不可投资的部分的增量。公司资产端的收益率最终决定保险公司长期的定价利率及结算利率，即决定了保险公司的负债成本。险资的资产负债端通过现金流来相互影响，并通过净利润结转净资产，实现偿付能力对负债端保费规模增长的支持的闭环。本报告将分别从投资收益率，投资资产规模两方面分别分析上市险企投资端对内含价值增长的影响。

图表3： 保险公司资产负债偿付能力影响闭环

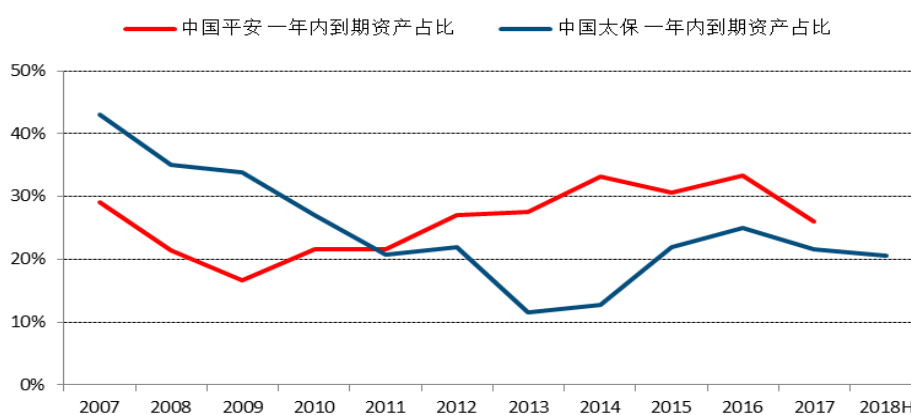


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

投资收益率：存量资产规模决定短期内总投资收益下行速度较缓

保险的投资资产从资金归属公司期限方面分为存量投资资产和新增投资资产。保险公司的久期,即资产的平均到期年限,一般在 5-7 年,但是每一年到期的资产都需要保险公司进行资产再配置。保险投资资产的长期性导致了每年到期再配置资产占投资资产的比例相对较低,回顾近 10 年上市险企一年内到期资产的占比情况可以看出,上市险企一年内到期资产占比范围位于 20%-30%之间,中枢位于 25%。

图表4： 上市险企一年内到期资产占比



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

2019 年,资本市场对保险股的担忧主要在于长端国债收益率下行的风险。对此,我们进行相应的投资收益率测算。在中性假设下,假设保险公司到期再配置资金比例 25%,固收类资产占比为 70%,存量固收类资产投资收益率 4.5%,总投资收益率中枢为 5%,以 3.5%、3%、2.5%、1.5%为不同的新增投资十年期国债收益率假设,考虑,得到总投资收益率的敏感性测试如下表所示:

图表5： 总投资收益率敏感性分析

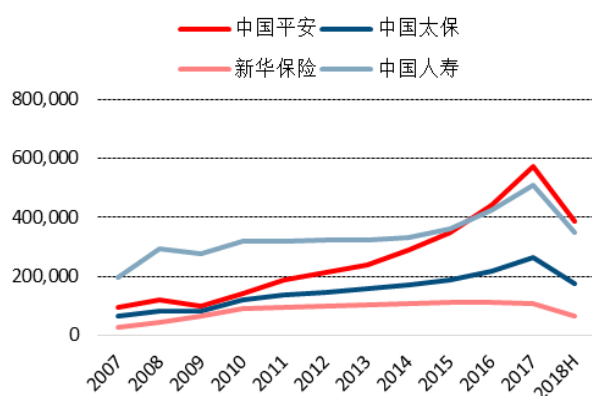
10年期国债收益率假设	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
3.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
3.0%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
2.5%	4.7%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
2.0%	4.6%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
1.5%	4.4%	4.1%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%

资料来源：中信建投证券研究发展部

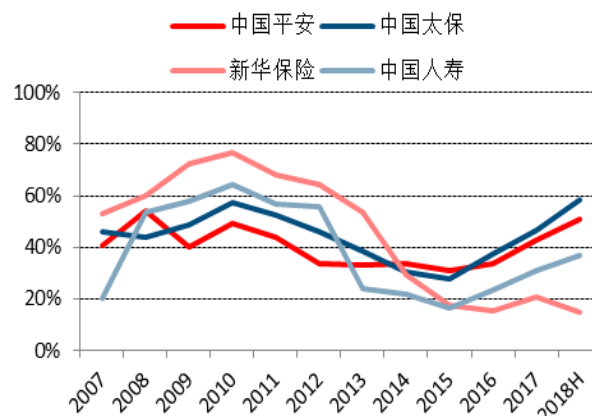
通过上表可以看出，投资收益率下行是缓慢渐进的过程。排除权益类资产投资收益率的扰动，仅由固收类资产投资收益率的下行带来的总投资收益率下行幅度和速度均非常有限。只要十年期国债收益率维持在 2.5% 以上，即在过去十年平均国债收益率中枢下行 100 个 bp 的情况下，总投资收益率下行至 4% 需要十年以上的时间。即使十年期国债收益率下行至 2%，即在过去十年平均国债收益率中枢下行 200 个 bp 的情况下，总投资收益率下行至 4% 也需要 5 年的时间。所以由于国债收益率下行对上市险企带来的总投资收益率下行的影响非常有限，展望 2019，由于固收类资产的投资收益率带来的总投资收益率的波动不必过度担忧。

承保利润率和负债结构加速上市险企投资资产规模增速分化

保险公司常规主要的投资资产规模的增长主要来自于经营活动产生的现金流量净额。研究保险公司现金流量表，主要的经营活动现金流入来自于保费收入取得的现金，主要的经营活动现金流出可以分为保单赔付、退保金及相关费用三大类，其中保单赔付支出包括支付原保险合同赔付款项及保单红利支出，费用主要包括为手续费及佣金，业务管理费等。保费收入反映保险公司保险业务的成长性，承保利润反映保险公司盈利能力的强弱。成长性方面，上市险企已赚保费 2007-2017CAGR 中国平安 (19.8%) > 中国太保 (14.9%) > 新华保险 (13.9%) > 中国人寿 (10%)。已赚保费的扩张速度主要决定于保险公司签发保单的能力，中国平安的成长性位于 A 股上市险企第一位。盈利能力方面，已赚保费与经营活动流出现金的差值反映公司实际获取承保利润的能力。为了排除已赚保费的规模对承保利润总量的影响，我们用 (已赚保费-经营活动现金流出) / 已赚保费作为衡量上市险企承保利润的比率。自 2015 年以来，上市险企承保利润率排序为中国太保 > 中国平安 > 中国人寿 > 新华保险，且维持稳定，因此从边际承保利润留存角度来看，中国太保位于上市险企之首。

图表6： 上市险企已赚保费（百万元）


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表7： 承保现金净流入比例


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

通过数据可以观察到，2013年、2014年两年，上市险企源自承保的利润占已赚保费的比例大幅下降，主要原因在于2008年中国人寿主销产品鸿丰两全保险产品当年获取保费1053亿，较2007年484.3亿的保费收入同比大幅上涨117%。鸿丰两全保险为趸交五年期/十年期的两全保险合同，其中保单期限较短的五年期产品为主销产品，因此2013年成为中国人寿满期给付的高峰，当期支付原保险合同赔付等款项的现金流出为1972.8亿，较2012年赔付支出同比上升78%，导致了当期经营现金流量净额的大幅下滑。

自2015年之后，上市险企承保利润不断增厚，仅有新华保险在2018年上半年出现承保利润的小幅下滑，主要原因是2016年银保渠道销售的中短存续期产品惠福宝二代年金保险达到退保高峰，退保金2018年上半年同比上升16.4%。但由于退保为保险客户一次性保单终止行为，不会对公司产生后续经营影响。我们认为，随着监管对中短存续期产品和快速返还型产品的叫停，保单期限将逐步拉长，在已销售的中短存续期产品逐步保单期满后，保险承保利润占已赚保费的比例将逐步抬升。

展望2019年，我们对于承保利润主要可以做的预判在于已售保险产品的满期给付方面。由于保险保障期限较多的为五年期和十年期，因此2009年及2014年的新单签发情况相对最为重要。由于2009年上市险企均未披露主销保险产品保费规模收入，我们以2014年为主要观测年份。中国平安、中国太保的主销产品的保单期限分别为投保之日至被保险人80岁、终身，保单期限较长，2019年中国平安和中国太保不会因为这两款产品的保单到期而面临大额给付压力。对于新华保险和中国人寿，由于公司当年主销产品惠福宝两全保险和国寿鑫丰新两全保险（A款）均为5年期两全保险，保单将在2019年面临集中满期给付压力，但由于惠福宝前期退保比例相对较高，我们认为新华保险到期保单比例和满期给付压力相对中国人寿更小。综上所述，综合考虑上市险企赔付和费用情况，我们预测2019年，中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿的当年承保利润与已赚保费的比例分别为55%、60%、20%、35%。

图表8： 2014年主销保险产品

	产品名称	产品类型	保费收入（百万）	新单标准保费（百万）	保单期限
中国平安	鑫利两全保险（分红型）	两全保险（分红型）	9942	2597	截至被保险人80周岁
中国太保	EM1A-金佑人生终身寿险（分红型）A款（2014版）	分红险	8029	未披露	终身
新华保险	惠福宝两全保险	两全保险	19641	471	5年
中国人寿	国寿鑫丰新两全保险（A款）	两全保险	62635	6263	5年

注释：由于中国平安2014年保费收入排名第一的金裕人生已停售，全部为续期保费，故选取第二大主销产品为研究目标

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

上市险企用于增加投资资产规模的现金来自于经营活动现金净量，扣除其中不可用于投资的部分。分析上市险企自2007年以来新增投资资产规模占经营活动现金流量净额的比例如表所示：

图表9： 新增投资资产规模占经营活动现金流量净额比例（%）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
中国平安	0.10	0.50	0.61	0.25	0.33	0.22	0.29	0.23	0.21	0.33	0.18
中国太保	0.01	0.45	0.34	0.33	0.33	0.10	0.17	0.14	0.15	0.25	0.32
新华保险	-	-	0.80	0.58	0.69	0.37	0.20	0.02	0.06	0.02	0.09
中国人寿	0.16	0.49	0.33	0.28	0.51	0.04	0.17	0.09	0.09	0.09	0.13

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

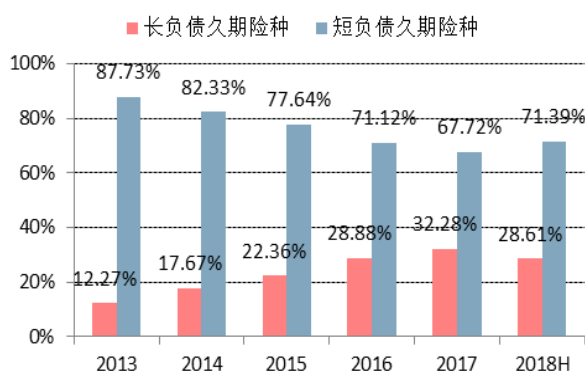
由于投资资产规模本身受上市险企负债结构影响较大，主要关注点在于保费收入带来的现金流入、现有保单结构的赔付支出情况，以及新增投资资产规模的占比这三个核心指标。目前上市险企新增投资资产规模占经营活动现金流量净额的比例为中国平安和中国太保远大于新华保险和中国人寿，主要的原因来自于期交保费占比的提升以及保单期限的拉长。保单期限越长，保险公司可用于增加投资资产的比例越高。对比传统险和分红险、万能险的资产久期和负债流出久期以及上市险企不同负债久期的保费占比，可以看出中国平安、中国太保、新华保险长久期险种保费占比均有 2 倍以上的提升。长久期保单占比的提升意味着上市险企现金流将进一步显著平滑，保险公司可用于增加投资资产规模的现金净流入流出将得到显著提升。

图表10：不同险种资产、负债久期对比

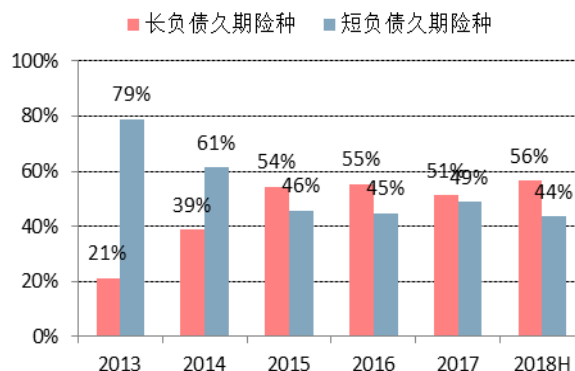
险种	资产久期	负债久期
传统险	7-8 年	15-20 年
分红险和万能险	7-8 年	3-6 年

资料来源：中信建投证券研究发展部

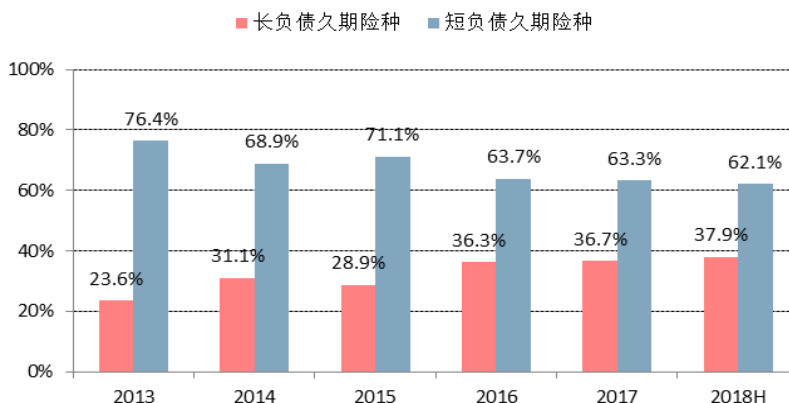
对上市险企分险种保费进行分类整合，可以看出：

图表11：中国平安险种结构


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表12：新华保险险种结构


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表13：中国太保险种结构


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

展望 2019 年，根据保费收入、退保金、满期给付、保单红利支出、手续费、以及新增投资资产规模占现金流入净额比例等多方面的影响。我们预计 2019 年上市险企新增投资资产占已赚保费的比例分别为中国平安 16.5%、中国太保 18%、新华保险 1.8%、中国人寿 3.9%。

图表14： 新增投资资产占已赚保费比例

公司名称	比例数值
中国平安	16.500%
中国太保	18.00%
新华保险	1.800%
中国人寿	3.900%

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

高投资资产规模增速推动龙头公司长期投资收益对内含价值贡献更高

投资收益通过净利润结转净资产，从而对保险公司的内含价值增长贡献增量。投资收益对内含价值的贡献在内含价值报告中分为两部分进行反映。内含价值驱动因素中，期初回报贡献包括两部分：期初调整净资产按照投资回报假设带来的净资产的增长和有效业务价值随着保单到期释放的价值。其中投资收益的贡献反应为投资资产乘以投资回报假设，我们可以认为是基准投资收益对内含价值的贡献。但保险公司的投资收益率受资本市场波动而变化，投资回报差异项则反映保险公司实际投资收益与基准投资收益之间的差值对内含价值的贡献。如果当年保险公司投资收益率高于投资回报假设，则反映为对内含价值的正向贡献，反之，如果保险公司当年投资收益率低于投资回报假设，则反映为对内含价值的负向贡献。

我们对上市险企自 2013 年以来的内含价值贡献进行分拆，平均投资回报差异贡献均为正向贡献，即上市险企投资收益率过去五年平均大于 5% 的投资回报假设，因此，对于投资资产规模增速越快的企业，其投资回报对内含价值的贡献度也将更高。剔除 2014 年新华保险当年大力投资信托计划（投资资产规模同比+132%）和债权计划（投资资产规模同比+466.7%）而获得投资利息收入大幅增加，上市险企投资回报差异对内含价值的长期贡献为中国平安（4.4%）>中国太保（1.3%）>新华保险（1.2%）>中国人寿（0.7%），与上市公司投资资产规模五年 CAGR 中国平安(18%)>中国太保（12%）>新华保险（8%）=中国人寿（8%），成正相关。因此上市险企负债端的保费增速，保单结构，与投资资产规模、投资端对内含价值的贡献相辅相成，负债驱动资产的模式逐步深化，上市险企负债投资联动性增强，其对内含价值的贡献也将呈现马太效应，分化加剧。

图表15： 平安人寿内含价值增长因素分析

平安人寿内含价值增长驱动因素	2013	2014	2015	2016	2017	2018H	2013-2017 平均收益
寿险预期回报贡献	9.3%	9.4%	9.3%	8.4%	8.8%	4.6%	9.1%
投资回报差异贡献	-0.3%	12.8%	1.2%	1.5%	7.0%	2.5%	4.4%
其他	5.4%	7.9%	13.2%	0.4%	21.9%	8.3%	9.8%
内含价值增速合计	14.4%	30.1%	23.7%	10.2%	37.8%	15.3%	23.3%

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表16： 太保人寿内含价值增长因素分析

太保寿险内含价值增长驱动因素	2013	2014	2015	2016	2017	2013-2017 平均收益
预期回报贡献	10.6%	10.7%	10.4%	9.3%	9.7%	10.1%
投资回报差异贡献	-4.6%	8.9%	5.0%	-1.6%	-1.4%	1.3%

太保寿险内含价值增长驱动因素	2013	2014	2015	2016	2017	2013-2017 平均收益
其他	8.0%	9.7%	5.4%	11.8%	9.6%	8.9%
集团内含价值增速	14.1%	29.2%	20.8%	19.5%	17.9%	20.3%

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表17：新华保险内含价值增长因素分析

新华保险内含价值增长驱动因素	2013	2014	2015	2016	2017	2018H	2013-2017 平均收益
预期回报贡献	10.1%	12.1%	10.1%	10.7%	9.7%	4.5%	10.6%
投资回报差异贡献	-0.4%	18.0%	9.2%	-4.3%	0.2%	-1.4%	4.5%
其他	3.5%	2.3%	1.8%	18.9%	8.6%	4.8%	7.0%
内含价值增速合计	13.3%	32.4%	21.1%	25.3%	18.6%	7.9%	22.1%

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表18：中国人寿内含价值增长因素分析

中国人寿内含价值增长驱动因素	2013	2014	2015	2016	2017	2018H	2013-2017 平均收益
预期回报贡献	10.5%	11.0%	9.9%	9.3%	8.0%	3.8%	9.7%
投资回报差异贡献	-12.4%	18.6%	7.6%	-8.0%	-2.4%	-1.7%	0.7%
其他	3.2%	3.3%	5.6%	15.1%	7.0%	2.7%	6.9%
内含价值增速	1.4%	32.9%	23.2%	16.4%	12.6%	4.8%	17.3%

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

负债端结构逐步优化，剩余边际稳健增长

新业务价值增长由量变到质变，2019 年行业有望实现接近 10% 增长

新业务价值作为最能反映保险公司业绩增长能力的指标，由新单保费和新业务价值率两部分构成。经过行业 20 年的高速发展，行业规模得到明显提升，新业务价值占内含价值的比重得到明显提升。截至 2017 年末，平安寿险、太保寿险、新华保险、中国人寿新业务价值占内含价值的比例已达 14%、12%、8%、8%，即使新业务价值保持 0 增长，每年依然可以形成对内含价值提升的显著贡献。

图表19：新业务价值占内含价值比例

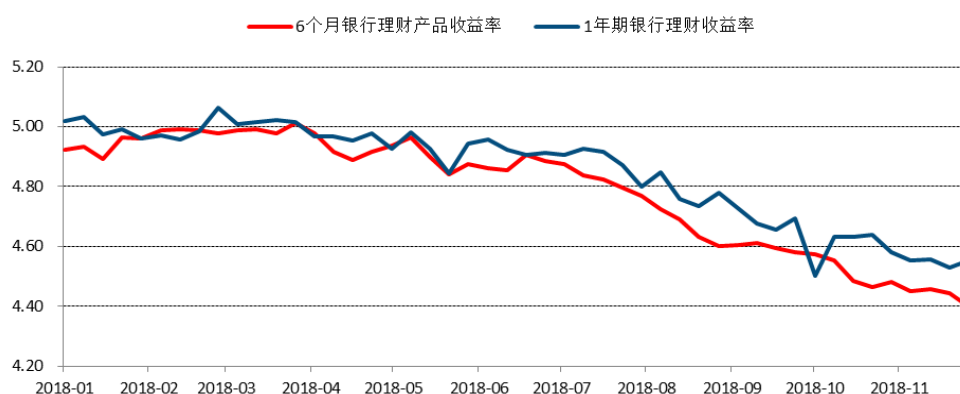
	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
平安寿险	8.9%	8.3%	9.4%	14.1%	13.6%	11.8%
太保寿险	8%	7%	8%	10%	12%	7%
新华保险	6.6%	5.8%	6.4%	8.1%	7.9%	3.9%
中国人寿	6.2%	5.1%	5.6%	7.6%	8.2%	3.7%

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

过去五年上市险企主要的新业务价值增长以代理人的规模增长为主要驱动力，贡献 80% 左右的新业务价值的增长，新业务价值的驱动以量为重，以代理人人均产能为代表的质的提升相对效应弱于规模带来的提升效应。我国保险公司负债端的主要特征为保费收入规模方面仍以储蓄类产品为主，分红险和万能险的保费收入占比超过总保费的 50%，保单平均负债期限与成熟保险市场相比仍然较短，平均负债年限仅 9-11 年。因此，在行业规模大幅由年保费收入 1300 亿左右上升至超过 36,000 亿，行业规模上升接近 30 倍之后，保险公司的发展方向将

呈现在规模稳健增长的基础上，逐步由粗放型增长，转化为优化结构，稳健型增长。由通过大力扩展代理人团队带来储蓄类产品新单保费的增长突破转为由培养对保险产品，尤其是保障类保险产品理解深刻的优质代理人的稳健经营。2019 年上市险企会加大对保障型产品的销售，并逐步开始实现对保险产品进行分类开发和销售，实现客户分类和产品分类，开门红效应会逐步弱化，预计保障类产品新单保费增速仍将维持 30% 左右。

储蓄类产品方面，保险公司面临的环境为监管收紧，快速返还型产品销售受限，同时理财产品收益率高于保单结算利率。回顾 2018 年，银行理财收益率由年初的 5% 的高位下行至 12 月 4.5% 中枢，银行理财产品对年金险的销售压力冲击在减弱。但是由于居民流动性仍然处于偏紧状态，叠加上市险企更加注重价值增长，“开门红”保费冲量效应在逐步减弱。面临利差益不断收窄的现状，上市险企将加大对利率风险的防范，降低负债成本。目前市场主要的储蓄类产品负债成本为 3.5% 左右，而保障类产品的负债成本仅为 2.5%。储蓄类产品相对较高的负债成本决定了上市险企对储蓄型产品的销售力度也会较长端利率上行的年份有所控制。展望 2019 年，我们认为储蓄类产品新单保费与 2018 年基本持平。

图表20： 银行理财产品收益率 (%)


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

展望 2019 年，我们按照分险种新单保费增速与新业务价值率分拆，预计 2019 年行业将实现 8% 的新业务价值增速，较 2018 年有所改善和回升。

图表21： 新业务价值测算

	新单保费增速	新业务价值率	新业务价值同比增速
寿险	0%	20%	0.0%
健康险	30%	75%	22.5%
意外险	20%	20%	4.0%
合计	5.5%		8.8%

资料来源: 中信建投证券研究发展部

2019 年剩余边际维持 20% 以上高速增长

寿险公司净利润受准备金的评估折现率的变动较大，且传统险准备金的评估利率由两部分构成：750 天移动平均收益率及综合溢价。750 天移动平均折现率的变更仅改变利润释放的节奏，并不改变利润总额。综合溢价受寿险公司主观意愿影响较大，我们认为对净利润的预测意义相对较小。因此，相比于净利润，我们认为剩余边际可以更加客观反映企业未来利润现值的的增长。剩余边际定义为保险公司不确认保单首日利得而计提的准

备金，贴现率基于国债收益率和投资收益率确定，更能反映保险公司未来利润的现值，主要的计算公式为：

$$\text{保险公司期末剩余边际} = \text{期初剩余边际} + \text{新业务剩余边际} + \text{预期利息增长} - \text{剩余边际摊销} + \text{营运偏差及其他}$$

以下我们根据上市险企中披露剩余边际情况的中国平安为例进行分析和预测。中国平安 2015 年至 2018 年上半年剩余边际增长比例如下表所示：

图表22： 中国平安剩余边际增长（亿元）

	2015	2016	2017	2018H
期初剩余边际	3,308	3,308	4,547	6,163
新业务贡献	1,299	1,299	1,684	925
预期利息增长	174	174	226	136
剩余边际摊销	-382	-382	-498	-296
营运偏差及其他	148	148	204	172
期末剩余边际	4,547	4,547	6,163	7,100

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表23： 增长贡献比例

	2015	2016	2017	2018H
新业务贡献	39.3%	39.3%	37.0%	15.0%
预期利息增长	5.3%	5.3%	5.0%	2.2%
剩余边际摊销	-11.5%	-11.5%	-11.0%	-4.8%
营运偏差及其他	4.5%	4.5%	4.5%	2.8%
期末剩余边际	37.5%	37.4%	35.5%	15.2%

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

通过分析可以看出，剩余边际的贡献最主要的来源在于新业务贡献和剩余边际摊销的影响，预期利息增长和营运偏差相对影响较小。新业务贡献方面，根据中国平安公布的 2017 年新业务剩余边际构成占比，可以看出新业务价值和贴现率等经济假设差异为新业务剩余边际的最主要构成部分，贡献占比接近 80%。新业务价值和剩余边际均反映当年新签发保单未来对保险公司贡献的利润现值。主要的区别在于：(1) 贴现率的使用：新业务价值计算时，以风险贴现率 11% 为贴现率，而新业务剩余边际以国债收益率和投资收益率为基准，一般为 5%~5.5% 为折现率。(2) 新业务价值不考虑税收资本和成本差异，而新业务剩余边际考虑税收和资本成本差异。新业务价值为当年新签发保单税后利润的折现值，而新业务剩余边际为当年新签发保单的税前利润的折现且考虑资本成本的折现。

图表24： 中国平安新业务剩余边际贡献（亿元）及比例

	2016	2017	2016 年占比	2017 年占比
新业务价值	506	674	39.0%	40.0%
税收和资本成本差异	325	398	25.0%	23.6%
贴现率等经济假设差异	516	684	39.7%	40.6%
其他差异	-48	-71	-3.7%	-4.2%
新业务剩余边际	1,299	1,684	100.0%	100.0%

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

由于保单数据的缺失,我们无法确切计算贴现率等经济假设差异和税收成本和资金成本差异。但是通过 2016、2017 年中国平安的数据,我们可以分析得出新业务价值在新业务剩余边际中所占比例稳定维持在 40%左右,由此预测中国平安 2019 年新业务剩余边际为 1,980 亿。

剩余边际摊销的种类分为保额类载体摊销和现价类载体摊销。保额类载体摊销为目前上市公司主要的剩余边际摊销方式。保额类载体摊销的方式与保单存续期大致相同,摊销节奏较为稳定。通过中国平安数据分析可以看出,剩余边际摊销释放占期初剩余边际的比例在 2015 年、2016 年、2017 年分别为 11.5%, 11.5%, 11%。由于高价值保单产生的剩余边际余额远高于低价值保单,预计 2018、2019 年剩余边际摊销占期初剩余边际的比例分别为 11%和 10.5%。经测算,我们认为中国平安剩余边际在 2019 年仍将维持 28%的同比增速。剩余边际的稳健增长将成为中国平安营运利润和净利润稳健释放的保证。

图表25: 中国平安剩余边际分析 (亿元)

	2018E	2019E
期初剩余边际	6,163	7,525.16
新业务贡献	1,768	1,980.30
预期利息增长	271.80	376.26
剩余边际摊销	-677.95	-790.14
营运偏差及其他	-	-
期末剩余边际	7,525	9,092
剩余边际同比增长	22.1%	28.0%

资料来源: 公司年报, 中信建投证券研究发展部

内含价值假设不达预期下调空间有限

内含价值作为衡量上市险企价值的主要指标,其计算依赖于投资收益率、风险贴现率、死亡率、保单失效率等评估假设的影响。上市险企在评估内含价值时使用的投资收益率假设一般为 5%,市场较为担忧的投资收益率不达预期造成上市险企实际内含价值低于其按照 5%投资收益率假设计算的内含价值,而造成内含价值不达预期。

为此,我们根据上市险企内含价值对投资收益率的敏感度进行情景分析。值得注意的上市公司内含价值报告中敏感性测试针对的评估内含价值使用的投资收益率假设为长期收益率假设,即每年的基准利率增加或减少时对应保险公司评估价值的变化。根据本报告第一部分关于利率方面的分析可以得出,计算不同国债收益率下十年平均投资收益率可以看出,在 3.5%中性假设,下调 100bp, 200bp, 的情况下,上市险企期望的十年投资收益率平均为 5%, 4.4%, 3.8%,基本上呈现 10 年期国债每下行 1 个 bp, 平均投资收益率下行 0.6 个 bp 的关系。

图表26： 平均投资收益率敏感性测试

10年期国债收益率假设	2019-2028 平均投资收益率
3.5%	5.0%
3.0%	4.7%
2.5%	4.4%
2.0%	4.1%
1.5%	3.8%

资料来源：中信建投证券研究发展部

根据 2018 年中报披露的内含价值敏感性测试结果,得到中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿的内含价值对投资收益率的敏感度分别为 0.09%、0.15%、0.15%、0.17%。在分别假设十年期国债中枢下行 100bp,200bp 的情况下,可以得出上市险企内含价值下调的比例在 5%~10%, 11%~20%的区间之内。因此,我们认为短期利率下行对于上市险企内含价值可信度的影响相对有限。

图表27： 内含价值敏感性测试

	EV /bp	下行 100bp 内含价值下调比例	下行 200bp 内含价值下调比例
中国平安	0.09%	-5%	-11%
中国太保	0.15%	-9%	-18%
新华保险	0.15%	-9%	-18%
中国人寿	0.17%	-10%	-20%

资料来源：中信建投证券研究发展部

图表28： 2019 年 EVPS 预测

	2019EVPS(E)	十年期国债收益率		
		3.50%	2.50%	1.50%
中国平安	67	67.41	63.77	60.13
中国太保	44	44.32	40.34	36.35
新华保险	69	68.61	62.44	56.26
中国人寿	34	33.75	30.31	26.86

资料来源：中信建投证券研究发展部

价值显著低估，推荐买入

展望 2019 年,我们分别使用相对估值法、绝对估值法对上市险企进行估值。其中,相对估值法以戈登模型为主要估值方法,绝对估值法以集团内含价值与新业务价值乘以新业务价值乘数的乘积为评估价值。

相对估值法

上市险企最主要的估值指标为 P/EV,即股价比每股内含价值。ROEV 是衡量寿险公司价值的重要指标。参考戈登模型:

保险公司 $P/EV = (ROEV - g) / (r - g)$, 其中 g 为分红增长率, r 为风险贴现率

根据估值模型计算结果，2019年中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿的 ROEV 期望值分别为：20%、18%、17%、16%，假设分红增长率为 3%，风险贴现率为 11%的情况下，对应 P/EV 的期望值分别为：2.13、1.88、1.75、1.63 倍，与当前上市险企股价与 2019 年每股内含价值的比 0.93 倍、0.69 倍、0.64 倍、0.64 倍大幅背离。我们认为保险股股价被显著低估，建议“买入”。

图表29： 相对估值法估值

	戈登模型合理 P/EV	当前 P/2019EVPS
中国平安	2.125	0.93
中国太保	1.875	0.68
新华保险	1.75	0.64
中国人寿	1.625	0.64

资料来源：中信建投证券研究发展部

绝对估值法

经过 2018 年行业在“134 号文”正本清源之后，我们认为保险行业将进入稳健增长，结构改善的阶段。假设风险贴现率 $r=11%$ ，保守假设新业务价值增长率为 5%，10 年为签发新业务年份，则新业务价值倍数为 7.5，对应 2019 年上市险企评估价值如表所示：

图表30： 绝对估值法估值

	2019 集团 EV (E)	2019NBV (E)	评估价值	当前市值	上涨空间	隐含新业务价值倍数
中国平安	1,232,165	79,211	1,826,247	1,172,800	56%	-0.75
中国太保	401,667	16,713	527,011	257,700	105%	-8.61
新华保险	214,004	13,667	316,509	121,300	161%	-6.78
中国人寿	953,836	53,654	1,356,244	556,100	144%	-7.41

资料来源：中信建投证券研究发展部

从绝对估值法的角度看，上市险企对应的股价距合理估值的上涨空间分别为中国平安 56%、中国太保 105%、新华保险 161%、中国人寿 144%。保险版块被显著低估，建议“买入”。

个股推荐

新华保险（601336.SH）

2019 坚持健康险为发力点，代理人团队稳健提升

新华保险坚持以健康险为导向，2018 年以附加险销售促进主险销售已经取得显著成效。2018 年附加险获得 30 亿保费收入，较 2017 年 8 亿附加险保费收入有显著提升，2019 年有望获得附加险保费收入再次翻倍。2019 年公司仍将大力发展健康险的销售，主险保费收入有望提升 30%。新华保险代理人团队质量逐步改善，12 个月以上代理人占比超过 52%，留存率 50%以上，人均件数 2.3 件。代理人团队稳定性的增强和人均件数及人均产能的提升在行业由量变到质变的阶段为公司的发展形成较强的竞争壁垒。

投资配置稳健，收益率表现优异

新华保险资产配置方面采取稳健的投资策略。截至 2018 年 9 月 30 日，新华保险投资资产规模为 7203.08 亿元，较 2017 年底增长 4.6%，公司采取稳健的投资策略，降低权益资产配置比例，避免了市场大幅波动造成的投资收益损失，实现年化总投资收益率达到 4.8%，综合投资收益率 4.78%，在上市险企中处于领先地位。

价值维持稳定，准备金计提充足

2018 年前三季度，公司总计实现归母净利润 77.02 亿元，同比增长 52.8%，其中 Q3 同比增长 5.43%，较半年报利润的同比上涨大幅收窄的原因主要来自于投资收益的下行。三季度资本市场下行，沪深 300 指数三季度下行 2.05%，且十年期国债收益率三季度平均较上半年平均下行 18bp。准备金的测算方面，上半年在中债登保险合同准备金 10 年期评估利率上行 40bp 的情况下，新华保险仍然坚持稳健的财务准则，增提准备金，造成税前利润减少 3 亿元，新华保险坚持高综合溢价来保持准备金的充足。公司 2018 年前三季度新业务价值维持稳健，在 2017 年三季度大力销售“快速返还型”产品的高基数基础上，仍然维持基本持平，预计 2019 年新业务价值增速有望获得两位数增长。

投资建议

新华保险投资策略稳健，健康险持续发力，2019 年有望实现内含价值增长 16%，实现每股内含价值 67 元，当前股价对应 2019 年每股内含价值仅为 0.64 倍，估值处于低位，给予“买入”评级。

中国太保（601601.SH）

寿险新单业务增速回升，代理人渠道稳健增长

寿险业务方面，2018 年以来在 134 号文政策限制、以及 17 年公司快速增长造就的高基数下，中国太保强化保障型产品训练、加强业务在季度间的平衡，前三季度新单保费收入 395.91 亿元，同比下降 15.4%，相较上半年同比下降 19.7%，降幅收窄，续期业务保费收入同比增长 34.3%，成为推动寿险保费同比增长 14.2% 的主要动力，前三季度寿险保费收入总计 1769.96 亿元，其中代理人渠道实现收入 1599.12 亿元，同比增长 17.2%，在总收入中占比进一步提升至 90.35%。

非车险增速提升明显，有望享受抵税政策放松带来的利润增长

太保产险车险、非车险双驱动，前三季度实现产险保费收入 889.83 亿元，同比增长 13.5%，其中车险保费收入 640.41 亿元，同比增长 8.0%，非车险业务在农险、新型责任险、个人贷款保证保险等新兴领域快速发展的推动下，实现 30.8% 的同比增长，收入达 249.42 亿元，占比提高至 28.03%，同比增长 3.7 个百分点。公司一方面加强车险业务品质管控、构建有质量的车险增长模式，另一方面巩固非车险新业务领域强劲发展势头，预计未来在持续提升保费收入及降低综合成本率方面将有良好表现。2018 年，产险行业受监管手续费抵税上限规定为 15% 的政策影响，利润同比增速受到抑制。2019 年，行业有望享受手续费抵税比例提升的政策放松带来的利润显著增长。

配置结构优化，投资收益稳健

截止 2018 年三季度末，中国太保总投资资产规模上升至 11836.88 亿元，较年初增长 9.5%，大类资产配置

基本稳定，公司把握利率相对高位的窗口期加大固定收益类资产配置，较年初增长 11.9%，占比增加 1.9 个百分点至 83.7%，其中定期存款、债权投资计划、理财产品占比分别提高 0.9pt、2.3pt、0.2pt。为避免股市疲弱带来的波动性过高，公司减少了权益投资类资产配置，权益类资产占比下滑至 13.3%，其中股票和权益基金合计占比 6.4%，较上年末下降 1 个百分点；长期股权投资、贷款及其他类资产分别较年初增加 0.3pt、2.9pt。前三季度公司实现年化净投资收益率 4.8%，总投资收益率 4.7%，综合投资收益 4.69%，投资收益稳健。

投资建议

中国太保坚持代理人渠道寿险核心业务的稳健增长，积极主动根据资本市场变动调节资产配置结构，公司 2019 年内含价值增长 20%，实现每股内含价值 44 元，当前股价对应 2019 年每股内含价值仅为 0.68 倍，估值处于低位，给予“买入”评级。

风险提示

保单销售低于预期，资本市场大幅下行，政策放松不达预期

分析师介绍

张芳：中国人民大学管理学硕士，十年以上行业研究经验。

报告贡献人

韩雪 18612109722 hanxuezs@csc.com.cn

王欣 18518181321 wangxin@csc.com.cn

庄严 18511554388 zhuangyan@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859