

保险

财险利润增长反转降至，寿险开门红承压不改全年价值增长趋势

证券研究报告

2018年12月16日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《保险-行业深度研究:中国寿险深度将于2032年达到峰值,把握黄金增长15年!》2018-12-06
- 《保险-行业专题研究:高性价比的保险产品配置建议:医疗险+重疾险+寿险+意外险》2018-11-18
- 《保险-行业点评:10月保费端改善加速,全年NBV增长有望超预期》2018-11-15

寿险: 11月上市公司保费端持续改善,开门红承压不改价值增长趋势。1) 10月,行业人身险保费增长持续改善,当月同比增长30.8%。其中健康险保持快速增长,剔除和谐健康,当月同比增长45.3%,累计同比增长35.3%;健康险保费占比19.5%,同比提升3.7pct。2) 11月,5家上市公司保费端改善加速,平安11月当月个人业务新单保费同比增长14.8%,累计负增长幅度缩小至-0.8%;预计太保、新华、国寿当月个险新单保费同比增长分别为150%、40%、-10%,累计同比增长为-10%、-21%、-22%。结构优化可以使得新业务价值增长好于新单保费增长,我们预计平安、太保、新华、国寿2018年NBV增速+6%、-2%、0%、-15%,对应EV增速+20%、+16%、+17%、+10%。3) 预计2019年开门红,国寿新单保费可实现较快增长,平安、太保等公司或将面临负增长的压力,将通过加强保障型产品推动来以价补量。我们预计,在经历1月新单保费同比增长的低点后,平安、太保等公司的新单保费和新业务价值将逐月好转,预计全年新业务价值同比增长或可达到5-10%。

产险: 2019年财险利润有望触底回升,继续推荐中国财险。1) 2018年1-10月,产险业务保费收入同比增长10.6%,增速持续放缓,主要由车险保费增长放缓带来。农险保费收入累计同比增长19.3%,预计其他非车险业务也实现较快增长,有利于提升财险整体承保盈利能力。行业集中度提升,人保财险、平安财险、太保财险保费收入占比63.9%,同比提升0.4pct。1) 报行合一实施后手续费率下降,监管对费用的管控力度将进一步强化,这将带来费用率+实际税率双重下降,叠加投资收益见底和大灾损失底已过,同时,非车险占比将进一步提升,预计财险利润有望于2019年触底回升。3) 在费改深化+报行合一的进程中,大型险企拥有的风险筛选与定价优势、规模经济优势、服务能力与品牌优势,可以使得费用率和赔付率低于其他公司,保费和利润的集中度提升。中国财险深入农村、乡镇的网点布局有助于更好地把握二三线城市、乡镇车市的稳健发展期,其股东优势、政府与大企业关系优势有利于发展农险、责任险等非分散化业务,预计中国财险保费和盈利都将保持较好增长。

投资: 股票投资承压,长端利率的走势不确定性较大。1) 2018年10月,在保险资产配置中,债券配置环比增长438亿,占比上升0.5pct,银行存款、基金和股票、非标及另类资产配置环比均有所下降。3) 11月以来,10年期国债收益率处于震荡下行区间,截至12月14日,累计下跌16bps至3.35%;国债期限利差扩大,截至12月14日,累计扩大16bps,1年期企业债信用利差累计扩大33bps,而10年期企业债信用利差缩窄。4) 11月来,银行理财收益率呈震荡下降趋势,目前收益率为4.5%,较去年同期下降约40bps。新发行的银行理财产品中,收益率为3-5%的理财产品占比81%,收益率为5-8%的产品占比从2018年2月的47%下降至12月的6%。新发行的信托产品收益率仍维持高位,平均预期收益率为7.76%。

投资建议: 车险净利率提升(源自手续费率下降)+非车险保费与承保利润增长+行业集中度提升(较平安更具优势)+投资收益率及大灾损失底已过,2019年财险利润增速有望出现大幅反转。中国财险依托网点优势、风险筛选与定价优势、服务能力和品牌优势、股东背景优势等,有望实现保费和盈利的双提升,预计2019、2020年ROE可稳定高于15%,目前股价对应1.1倍2018PB,明显低估。寿险方面,部分公司开门红个险新单面临负增长压力,但其在业务节奏上提前布局保障型产品,寻求保费月度结构及产品结构均衡,预计2019年保障型产品仍将实现较快增长,1月后新单保费和新业务价值增长将逐月好转,全年NBV有望同比增长5-10%、对应EV增长15%-20%,目前保险股估值处于历史低位,充分体现了对利率下行趋势及寿险开门红保费增长不及预期的担忧。推荐中国财险,关注新华保险、中国太保、中国平安。

风险提示: 权益市场下跌导致业绩及估值双重下滑;开门红新单保费同比增长大幅低于预期

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
02328.HK	中国财险	7.93	买入	1.34	0.65	0.92	1.22	7.66	10.52	7.39	5.59
601336.SH	新华保险	43.58	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	25.19	17.02	12.86	10.63
601601.SH	中国太保	30.40	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	18.77	15.35	11.34	9.62
601318.SH	中国平安	61.94	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	12.72	10.72	7.80	6.54

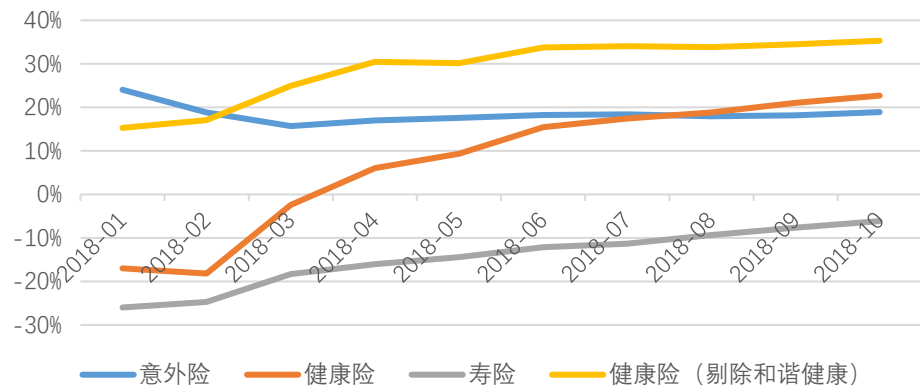
资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 人身险：11月保费端持续改善，开门红承压不改价值增长趋势

健康险快速增长，业务结构优化显著。10月人身险保费增长情况加速改善，当月同比增长30.8%，累计负增长幅度逐月缩小，截至10月，人身险原保险保费收入同比增长-0.8%，负增长幅度较9月缩小1.6pct。其中寿险、健康险、意外险保费累计同比增长分别为-6.1%、22.7%、18.9%，剔除和谐健康保费，健康险累计同比增长35.3%，健康险占比19.5%，同比提升3.7pct。2017年我国商业健康险占医疗卫生支出的比重约为2.5%，而美国商业健康险占全国医疗赔付的比例是37%，有较大的提升空间。随着居民健康保险需求不断释放、保险公司在供给端完善产品及相关服务，预计健康险在中长期将保持快速发展，保费和价值贡献将进一步提升。

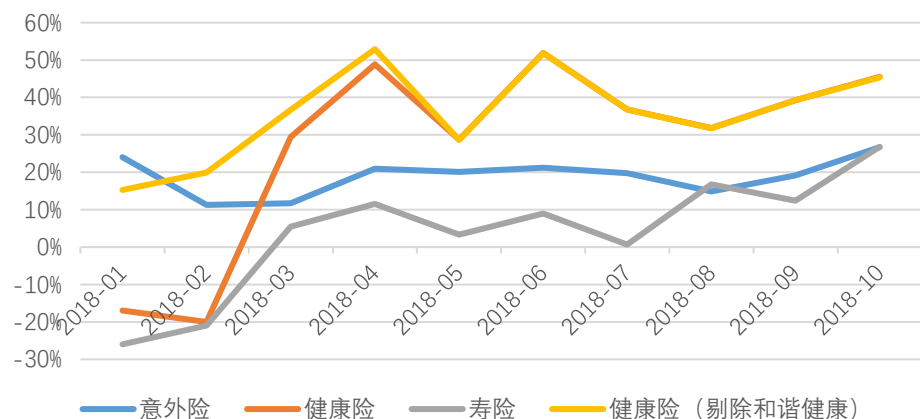
上市保险公司保费端持续改善，2018年NBV增长有望超预期。11月前5家上市公司保费端改善加速，合计原保险保费收入累计同比增长11.5%，当月同比增长11.9%。其中，平安11月当月寿险个人业务新单保费同比增长14.8%，累计负增长幅度缩小至-0.8%，预计全年新单保费可实现同比正增长。同时，预计11月太保、新华、国寿个险新单保费同比增长分别为150%、40%、-10%，累计个险新单同比增长为-10%、-21%、-22%。结构优化可以使得新业务价值增长好于新单保费增长，我们预计平安、太保、新华、国寿2018年NBV增速+6%、-2%、0%、-15%，对应EV增速+20%、+16%、+17%、+10%。

图1：人身险分险种累计同比增长



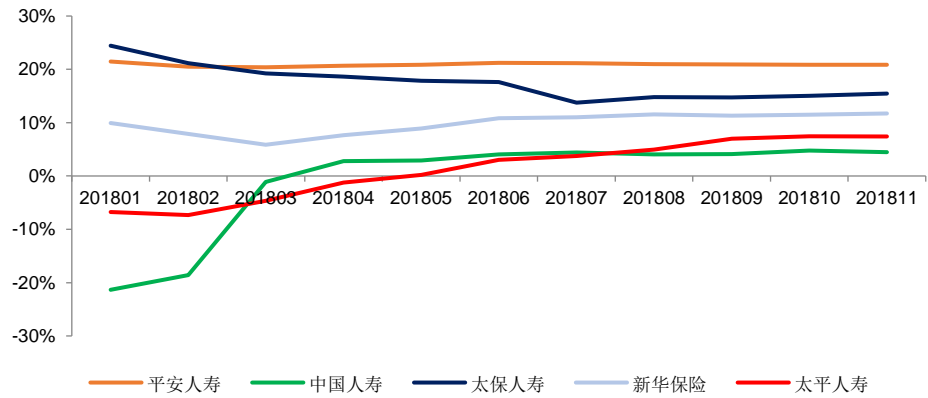
资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

图2：人身险分险种当月同比增长



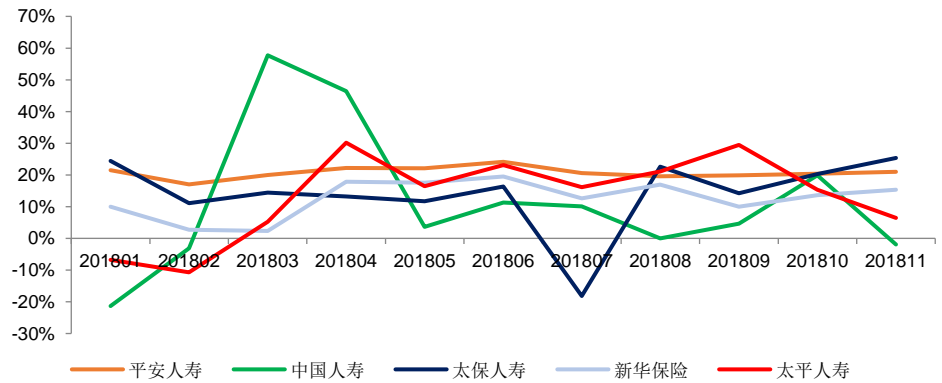
资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

图 3：上市保险公司寿险保费收入累计同比增长



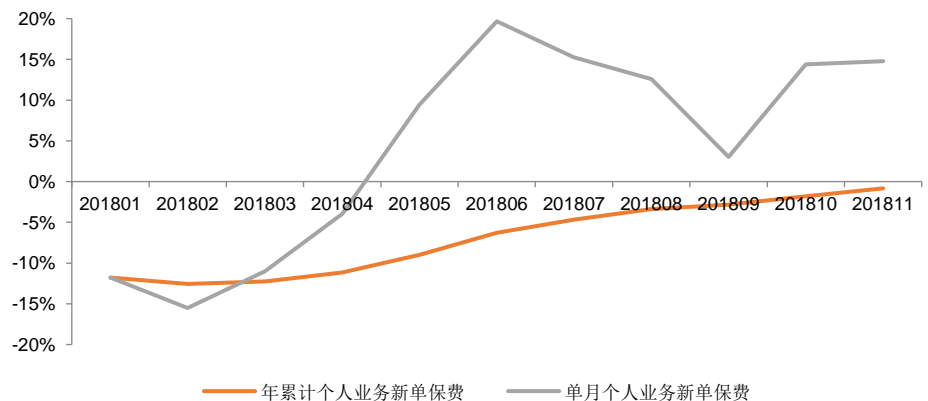
资料来源：保费收入公告，天风证券研究所

图 4：上市保险公司寿险保费收入当月同比增长



资料来源：保费收入公告，天风证券研究所

图 5：平安寿险个人业务新单保费同比增长



资料来源：保费收入公告，天风证券研究所

预计 2019 年开门红预售将形成分化格局，各家提前布局保障型产品销售进行“以价补量”。国寿、太平、平安、太保已开始进行 2019 年开门红产品预售，我们预计国寿 2019 年开门红预售保费可实现较高增长，主要源自吸引力较强的年金保险产品（预定利率较高的定期年

金)，预计会对定价策略稳健的保险公司造成短期冲击，平安、太保等公司或将面临开门红新单保费负增长的压力。开门红期间销售的理财属性较强的年金险价值率低，对新业务价值的影响有限，各家公司将加强保障型产品的推动，通过提升新业务价值率来实现“以价补量”。我们预计，在经历1月新单保费同比增长低点后，平安、太保等公司的新单保费和新业务价值将会逐月好转，预计全年新业务价值同比增长或可达到5-10%。

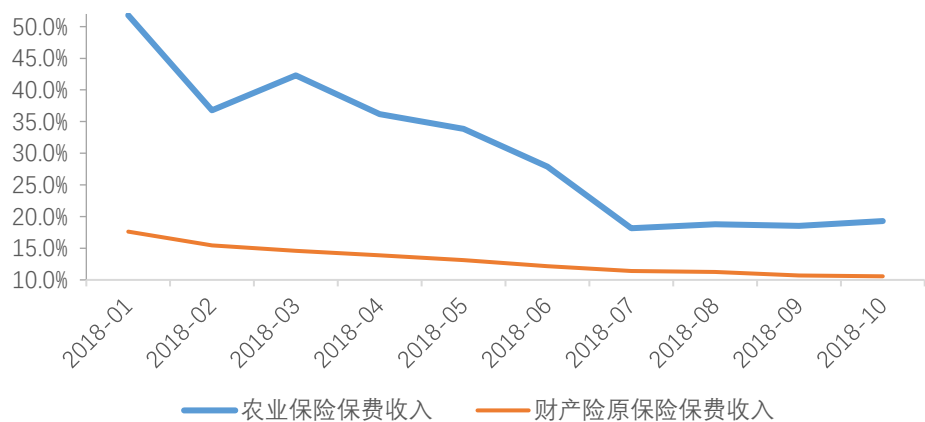
2. 财产险：2019年财险利润有望触底回升，继续推荐中国财险

产险业务保费收入增速放缓，预计农险等非车险可实现较快增长。2018年1-10月，产险业务保费收入同比增长10.6%，增速持续放缓，主要由车险保费增长放缓带来。1-10月农险保费收入同比增长19.3%，预计其他非车险业务也实现较快增长，农险、责任险等非车险业务承保利润率更高，有利于提升财险整体承保盈利能力。财险保费集中度提升，前三大财险公司（人保财险、平安财险、太保财险）保费收入占比63.9%，同比提升0.4pct。11月当月，平安产品保费收入增速大幅放缓，太保增速保持稳定，预计前三家公司2018年全年保费收入同比增长10-15%。

报行合一将带来费用率+实际税率双重下降，叠加投资收益率底和大灾损失底已过，同时，非车险占比将进一步提升，预计财险利润有望于2019年触底回升。2017年下半年至2018年8月，监管整治以及竞争加剧，导致费用率大幅上升，从而带来费用成本和实际税率双升，净利润承压。今年8月开始实施报行合一，且银保监会对于报行合一执行的监管力度将会加强，赔付率上升+费用率下降是商车费改深化的中长期趋势，费用率下降带来的双重利好（成本、税率）可使得净利润增长情况大幅好转。同时，责任险、信用保证保险、农险等非车险得益于政策支持、居民需求旺盛等影响因素，成长空间较大，预计中长期，非车险保费可保持较快增长，拉动整体产险保费的增长及盈利水平的提升。

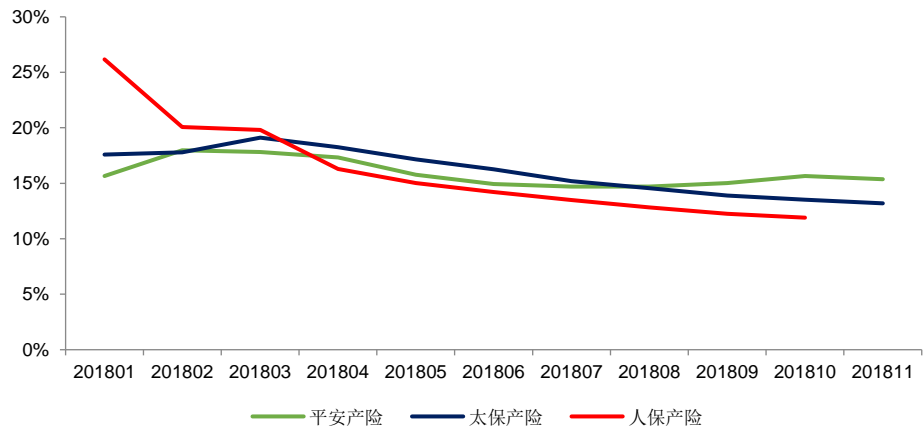
在费改深化+报行合一的进程中，大型险企拥有的风险筛选与定价优势、规模经济优势、服务能力与品牌优势，可以使得费用率和赔付率低于其他公司，保费和利润的集中度提升。中国财险深入农村、乡镇的网点布局有助于更好地把握二三线城市、乡镇车市的稳健发展期，而且其车险综合成本率一直以来低于平安和太保，另外，股东优势、政府与大企业关系优势有利于发展农险、责任险等非分散化业务，预计中国财险在车险和非车险领域保费和盈利都将保持较好增长。

图6：财产险和农险保费收入累计同比增长



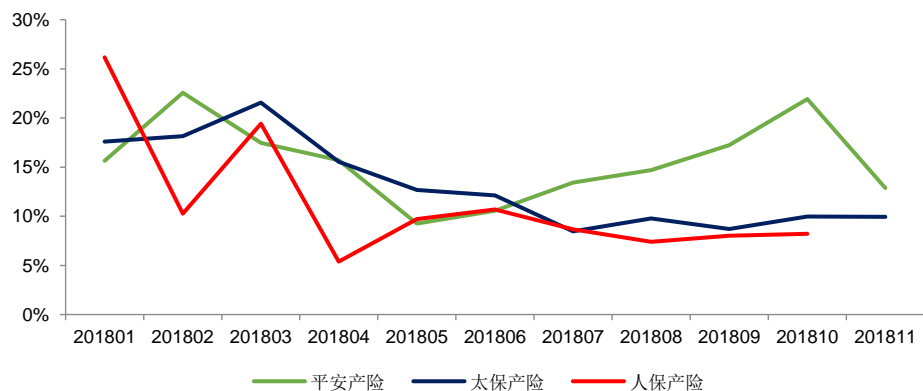
资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

图 7：上市保险公司产险保费收入累计同比增长



资料来源：保费收入公告，天风证券研究所

图 8：上市保险公司产险保费收入当月同比增长

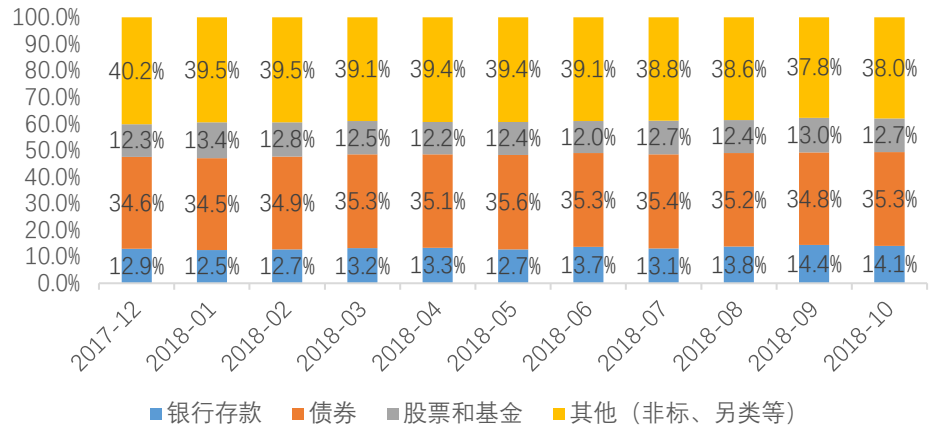


资料来源：保费收入公告，天风证券研究所

3. 投资：股票投资承压，长端利率的走势不确定性较大

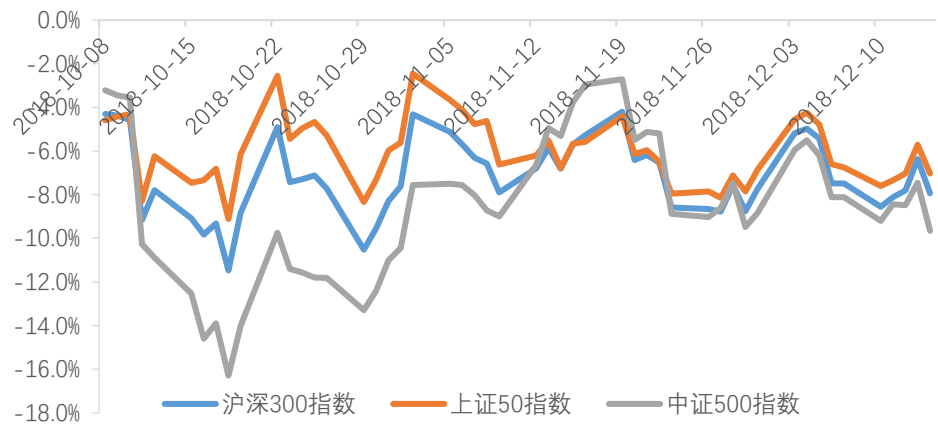
保险公司资金配置情况：2018 年 10 月，在保险资金配置中，债券配置环比增长 438 亿，占比上升 0.5pct，银行存款、基金和股票、非标及另类资产配置环比均有所下降，我们预计一方面是由于保险公司在对利率走势悲观的预期下，提前配置债券锁定当前收益；另一方面，高收益银行理财及信托产品有所减少。**投资环境：**2018 年 10 月至 12 月 14 日，沪深 300 指数下跌 7.9%，预计会对保险公司 2018 年全年的利润和 EV 增速造成压力。11 月以来，10 年期国债收益率处于震荡下行区间，截至 12 月 14 日，累计下跌 16bps 至 3.35%；国债期限利差震荡扩大，截至 12 月 14 日，累计扩大 16bps，企业债期限利差缩窄；1 年期企业债信用利差扩大，截至 12 月 14 日，累计扩大 33bps，而 10 年期企业债信用利差累计缩窄 15bps。

图 9：行业保险资金配置



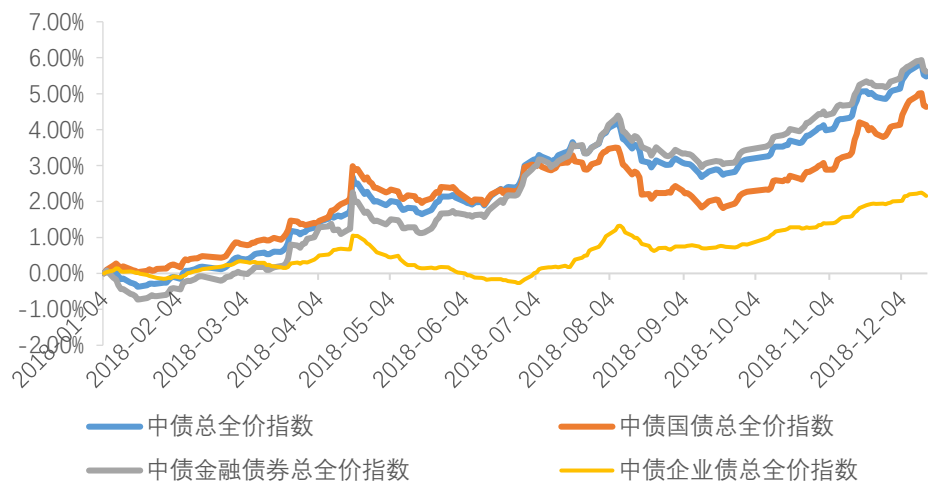
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：中国股市的 4 季度表现



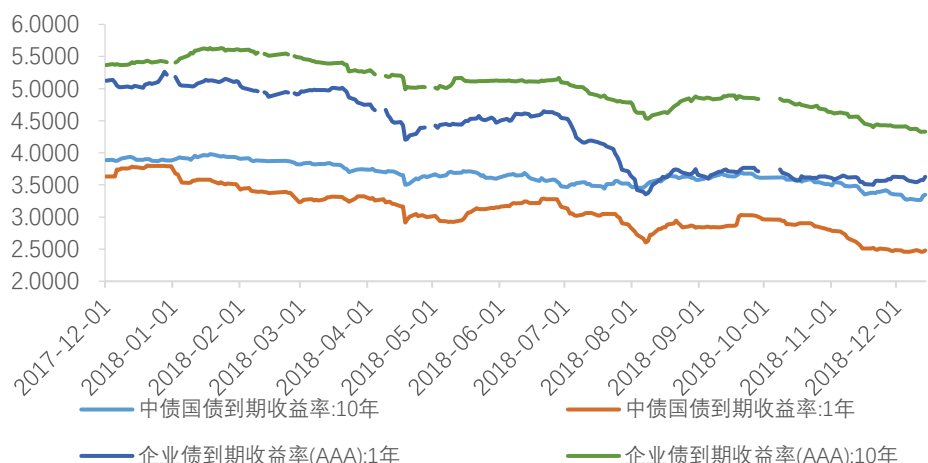
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：债券指数变动情况



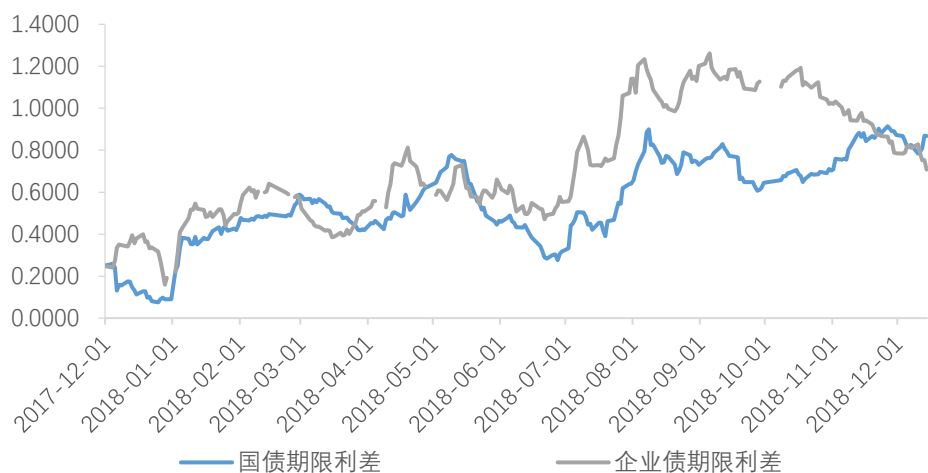
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12: 中债债券收益率情况(%wind,)



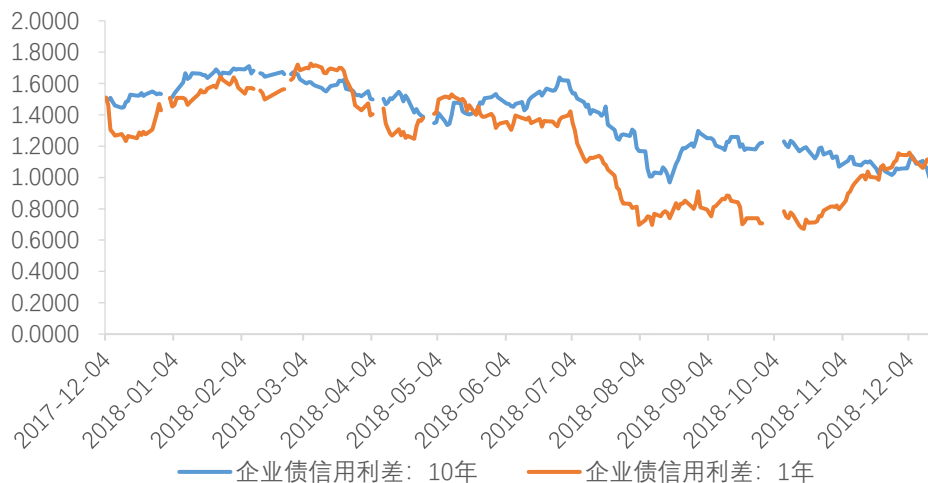
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 债券期限利差 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

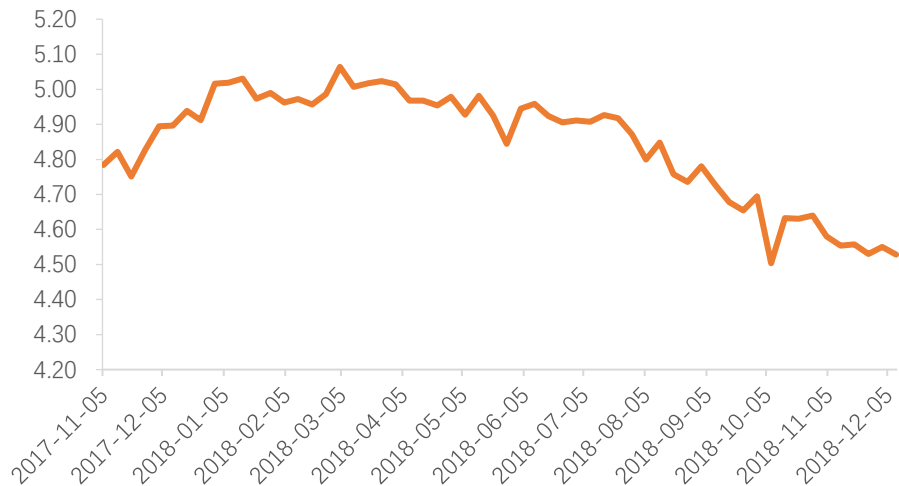
图 14: 企业债信用利差 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

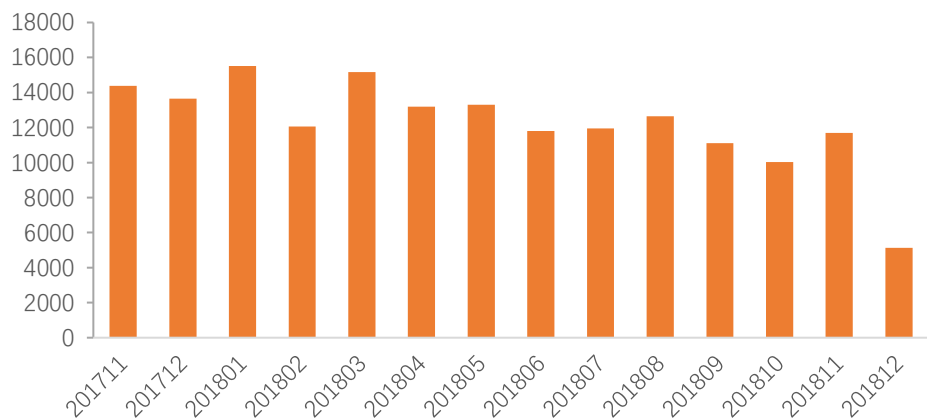
银行理财产品收益率下降，新发行的高收益理财产品占比降低。11月来，银行理财收益率呈震荡下降趋势，目前收益率为4.5%，较去年同期下降约40bps。从新发行的产品来看，收益率为3-5%的理财产品占比81%，收益率为5-8%的产品占比持续下滑，从2018年2月的47%下降至12月的6%。**新发行的信托产品收益率仍维持高位。**11月新发产品收益率环比下滑20bps，12月小幅回升，与5月前的收益率水平相比，仍处于高位。

图 15: 1 年期银行理财收益率 (%)



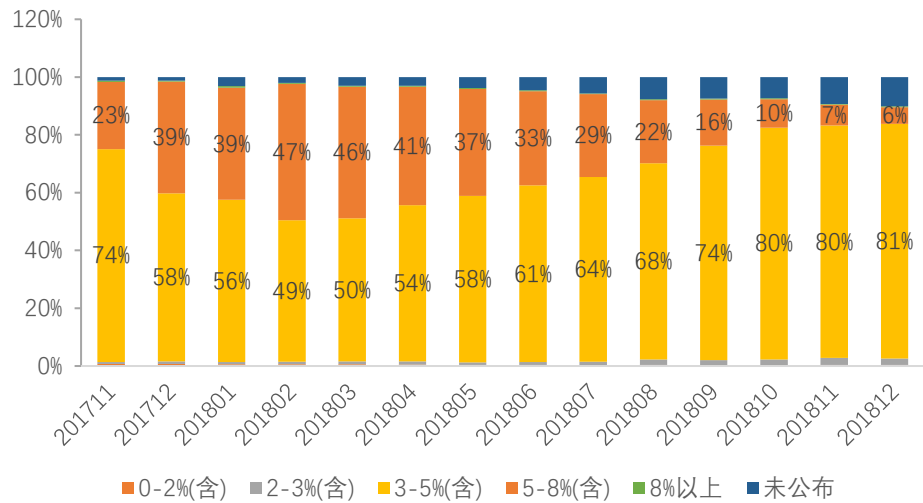
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 16: 银行理财产品发行数量 (单位: 个)



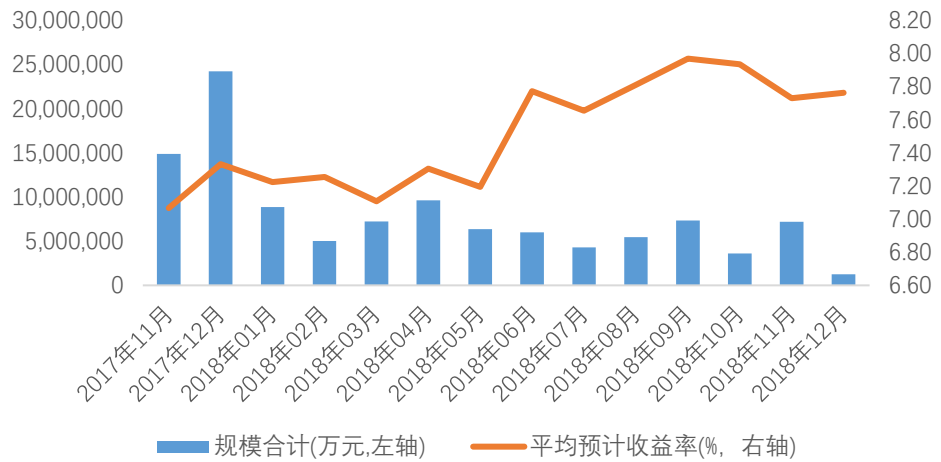
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 17: 新发行理财产品收益率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18: 新发行信托产品规模及收益率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

评估利率处于上升期。预计 2018 年 4 季度, 除 20 年国债收益率外, 750 日均线环比均有所提升, 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期评估利率分别提升 1.61 bps、2.69 bps、2.94 bps、3.56bps。

表 1: 750 天移动平均国债收益率的环比变动测算 (bps)

	实际				预测				
	2017-12-31	2018-03-30	2018-06-29	2018-09-28	2018-12-31	2019-03-29	2019-06-28	2019-09-30	2019-12-31
1 年	2.77	2.38	6.35	5.37	1.61	2.15	1.30	2.67	0.30
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.69	3.65	3.28	4.41	2.63
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.94	3.60	2.95	4.43	2.70
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.56	4.49	3.91	5.57	3.31
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.30	1.56	1.66	4.33	2.55
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.79	3.47	3.54	5.30	4.19

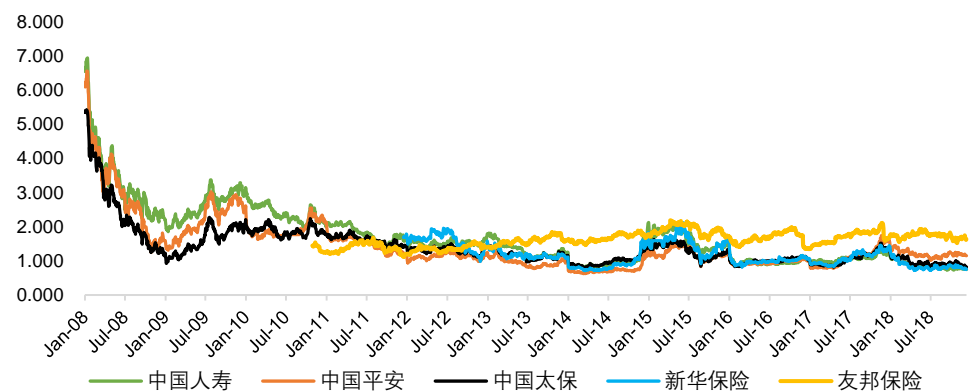
资料来源：wind，天风证券研究所

4. 投资建议

预计部分公司开门红个险新单同比负增长，但其主动弱化开门红，在业务节奏上提前布局保障型产品，寻求保费月度结构及产品结构均衡，预计 2019 年保障型产品仍将实现较快增长。在经历 1 月新单保费增速的低谷后，预计新单保费和新业务价值增长将逐月好转，全年 NBV 有望同比增长 5-10%、对应 EV 增长 15%-20%。目前保险股估值处于历史地位，已充分体现对利率下行趋势及寿险开门红预收情况不及预期的担忧，建议关注新华、太保、平安。

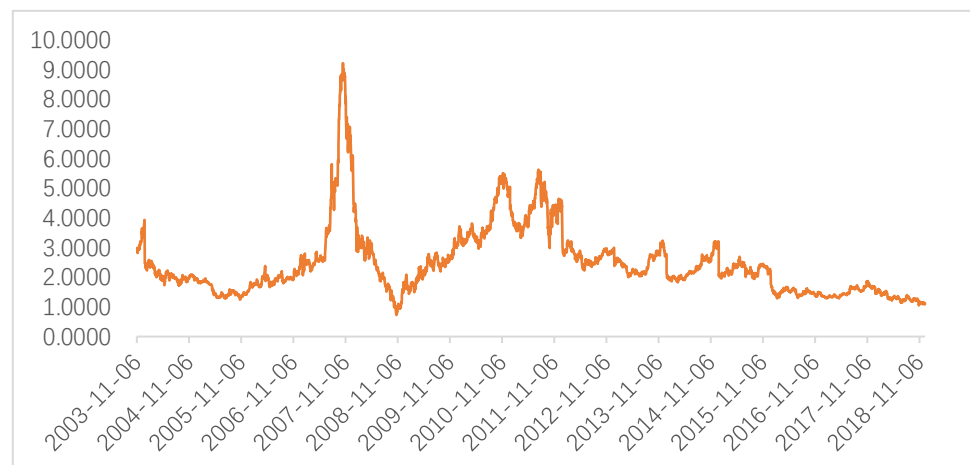
车险净利润率提升(源自手续费率下降)+非车险保费与承保利润增长+行业集中度提升(较平安更具优势)+投资收益率及大灾损失底已过，2019 年财险的利润增速有望出现大幅反转。中国财险依托网点优势、风险筛选与定价优势、服务能力和品牌优势、股东背景优势等，可以在车险和非车险领域实现保费和盈利的双提升，预计 2019、2020 年 ROE 可稳定高于 15%，目前股价对应 1.1 倍 2018PB，明显低估，给予 1.5PB，“买入”评级。

图 19：保险公司估值 (P/EV)



资料来源：wind，上市公司年报，天风证券研究所

图 20：中国财险公司估值 (PB)



资料来源：wind，天风证券研究所

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com