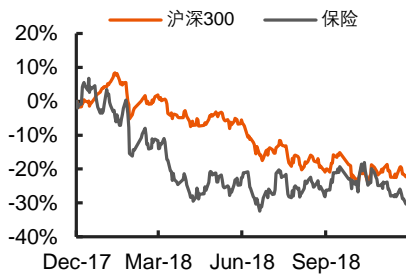


# 年度猜想/猜心系列报告之 2019年度保险行业十大猜想

## 强于大市 (维持)

## 投资要点

### 行情走势图



### 相关研究报告

《行业专题报告\*保险\*车险：商车费改持续深化 车险行业盈利有待验证》  
2018-12-19  
《行业快评\*保险\*行业寿险保费收入全年有望转正 产险同比增速趋稳》  
2018-12-16  
《行业年度策略报告\*保险\*供需寻转型，估值有空间》 2018-12-10  
《保险行业2018年三季度报综述\*保险\*保险三季度报符合预期 投资稳健全年NBV有望转正》 2018-10-31  
《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

### 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。

### 2019年保险业10大猜想

**猜想 1：保障型产品仍将成为销售重点。**供给端看上市险企逐渐增加保障型产品销售。需求端方面额度的差距反映保障需求的差距，我国客观的医疗保障环境对健康险也产生需求，相互宝、微保等新型保障形式同样反映了保障需求，而重疾发生率仍然在逐年上升，客观的统计数据也从侧面反映市场的潜在需求。

**猜想 2：上市险企代理人数量整体呈个位数稳健增长。**当前上市险企代理人数量有所企稳，后期看将通过加强代理人筛选、强化培训等方式提升代理人质量，预计上市险企代理人数量呈个位数增长。

**猜想 3：上市险企全年新单增速达到两位数。**预测 19 年上市险企代理人数量将取得 5-10%的稳定增长，同时质量将有进一步提升，而新单=代理人数量(+8%)×活动率(+10%)×件数(+8%)×件均(-14%)，优质险企预计新单保费增速可以达到 10%以上，同时全年同样将呈现前低后高、逐期改善的趋势。

**猜想 4：开门红新单保费承压。**年金类产品销售环境虽然有所改善，但整个宏观形势之下大单年金的减少仍然会对总新单产生比较明显的影响，对开门红新单规模维持相对谨慎态度，后期关注新单转好的投资机会。

**猜想 5：上市险企价值率提升但趋势放缓。**价格战对价值率形成负面影响，但暂时不会形成全面的趋势；上市险企价值率当前已经达到较高水平，未来上升趋势降趋缓，而长期看有降价需求。

**猜想 6：产险手续费税率有望调整。**税改背景之下保险公司积极与税务部门 and 行业监管部门进行沟通，目前来看获得了较为积极的反馈，我们猜想财险公司手续费税前抵扣比例有望在 19 年获得调整，所得税缴纳金额有望大幅下降。

**猜想 7：19 年产险盈利改善。**18 年是产险公司盈利的低点，预期的手续费税率改革有望使得行业明显受益，同时监管加强之下车险手续费有望逐步回落，预计 19 年行业盈利有所改善。

**猜想 8：净投资收益率有所下滑。**明年长端利率仍然有向下的趋势，这将直接影响保险公司的净投资收益率，由于保险公司 80%左右的资产均为固定收益型产品，新增资产配置收益率恐进一步下降，19 年上市险企净投资收益率将继续下滑。

**猜想 9: 总投资收益率好于 18 年。**今年保险公司投资端继续放开, 股票市场估值处于相对低位, 19 年权益类资产投资收益率有相对改善的空间且权益资产对投资收益率的影响往往更大。我们预计 19 年上市险企的投资收益有望改善, 整体达到 4.8% 以上。

**猜想 10: 内含价值稳健增长且增速优于 18 年。**考虑到 2019 年优质险企 NBV 增速有望达到两位数、投资收益率预计到达 4.8% 以上以及保单质量持续改善, 我们判断上市险企 19 年整体 EV 增速有望较今年略有提升, 预计可以达到 18% 以上。

- **投资建议:** 我们认为 2019 年保险行业的整体形势将优于 2018 年, 主要体现在: 1) 开门红方面经验及产品准备更为充分, 代理人经验提升, 销售环境转好, 虽然新单正增长仍有一定压力, 但是市场已有预期且结果预计显著优于 18 年。2) 期缴占比持续增加使得保费收入方面增速优于今年; 全年新单预计依然会持续改善, 全年预期有望实现两位数增长; 3) 价值率当前已经较高, 19 年增速趋缓, 但是仍有一定的空间; NBV 预计两位数增长, EV 增速预计 17%+, 两者均优于今年水平。4) 投资收益方面略有承压, 但是权益资产方面空间优于今年, 总投资收益率预计 4.8% 以上; 5) 剩余边际规模保障持续利润, 明年 NBV 增速优于今年使得摊销加速, 利润情况预计优于今年且准备金仍产生正向贡献; 6) 当前估值处于历史低位; 基于以上的考虑, 我们维持保险行业 2019 年“强于大市”的判断, 个股方面重点推荐深化健康险转型同时成效将进一步体现并获得认可的纯寿险标的新华保险, 以及负债和投资经营稳健、产险盈利有望好转的中国太保。
- **风险提示:** 1) 开门红销售不及预期风险: 市场当前对开门红较为关注, 虽然整体预期较为谨慎, 但如果开门红销售情况同比负增长缺口较大, 仍可能对股价造成负面影响。2) 利率持续下行风险: 19 年对于利率端的担忧可能成为保险公司的潜在风险, 长端利率下降将使得保险公司投资收益率受到影响, 同时也会影响当期利润。3) 权益市场下跌风险: 保险公司股价走势与权益市场呈现一定的相关性, 权益市场的下跌将会使得保险公司股价下跌, 同时可能使得保险公司投资收益下降且浮亏增加。

## 正文目录

一、	猜想一：保障型产品仍将成为销售重点.....	5
二、	猜想二：代理人数量整体呈个位数稳健增长.....	7
三、	猜想三：上市险企全年新单增速达到两位数.....	8
四、	猜想四：开门红新单保费承压.....	9
五、	猜想五：上市险企价值率提升但趋势放缓.....	11
六、	猜想六：产险手续费税率有望调整.....	11
七、	猜想七：19年产险盈利改善.....	12
八、	猜想八：净投资收益率有所下滑.....	13
九、	猜想九：总投资收益率好于18年.....	14
十、	猜想十：内含价值稳健增长且增速优于18年.....	14
十一、	投资建议.....	15
十二、	风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1	2018 年上市险企主要保障型产品类型 .....	5
图表 2	部分国家及地区人均寿险保单数量（张） .....	5
图表 3	部分国家及地区人均寿险保额情况（万元） .....	5
图表 4	我国社会医疗保障体系 .....	6
图表 5	2015 年各国医疗费用支出结构情况 .....	6
图表 6	6 种疾病累计发生率及死亡率 .....	7
图表 7	25 种疾病累计发生率及死亡率 .....	7
图表 8	上市险企总保费中个险渠道占比 .....	7
图表 9	上市险企总新单保费经历了快速增长阶段（亿元） .....	7
图表 10	上市险企代理人实际产能增速情况（元/月） .....	8
图表 11	上市险企总新单保费增长主要受代理人数量增长的驱动 .....	8
图表 12	我国代理人数量及增幅情况（万人） .....	8
图表 13	上市险企代理人数量及增速（万人） .....	8
图表 14	复盘 2018 全年保险股走势及影响因素情况 .....	9
图表 15	18 年前五月保险股涨跌和新单情况明显正相关 .....	9
图表 16	2018 年保险股个股走势分化情况 .....	9
图表 17	行业开门红期间人身险保费收入占比 .....	10
图表 18	保险产品结算利率当前具备一定吸引力（%） .....	10
图表 19	上市险企价值率持续提升 .....	11
图表 20	价格战对价值率形成一定的负面影响 .....	11
图表 21	产险手续费及佣金占保费收入比重持续上升 .....	12
图表 22	上市险企综合费用率呈上升趋势 .....	12
图表 23	财险 TOP3 净利润情况持续恶化 .....	12
图表 24	2018 年产险公司净利润将会明显负增长（亿元） .....	13
图表 25	上市险企非标资产配置情况 .....	13
图表 26	上市险企净投资收益率情况 .....	13
图表 27	近年来股票市场涨跌幅情况（%） .....	14
图表 28	中国人保各类资产年化投资收益率情况（%） .....	14
图表 29	2018 年上市险企 EV 的变动情况预测（百万元） .....	14
图表 30	上市险企 EV 增速情况 .....	15
图表 31	运营经验偏差对上市险企 EV 持续形成正向贡献 .....	15

## 一、猜想一：保障型产品仍将成为销售重点

### ■ 监管之下上市险企加大保障型产品销售力度

去年 134 号文之下对年金类保险产品的形态做出调整,同时大幅延长了首次返还时间点至 5 年以后,叠加包括流动性、银行理财产品收益率的影响,18Q1 年金销售大幅不及预期,在此背景之下,各家上市险企从 Q2 开始基本转向销售保障型产品,并获得了较为明显的成效:新单负增长幅度不断收窄,同时价值率继续出现较为明显的提升。

图表1 2018 年上市险企主要保障型产品类型

公司	平安	太保	新华
主要保障型产品	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 平安福 (主力产品)</li> <li>➢ 爱满分 (18 年推出,少儿传统险)</li> <li>➢ 安鑫保 (17 年下半年开始推,主险两全,附加重疾)</li> <li>➢ 福满分 (18 年 10 月推出,爱满分成人版,主险两全附加重疾)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 金佑人生 (英式分红重疾)</li> <li>➢ 金诺人生 (19 号文下合规主力重疾产品)</li> <li>➢ 爱无忧 (防癌险)</li> <li>➢ 幸福安康 (18 年初推出,消费型重疾)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 健康无忧</li> <li>➢ 多倍保</li> <li>➢ 附加险 (以医疗、意外等提升保额为主)</li> </ul>

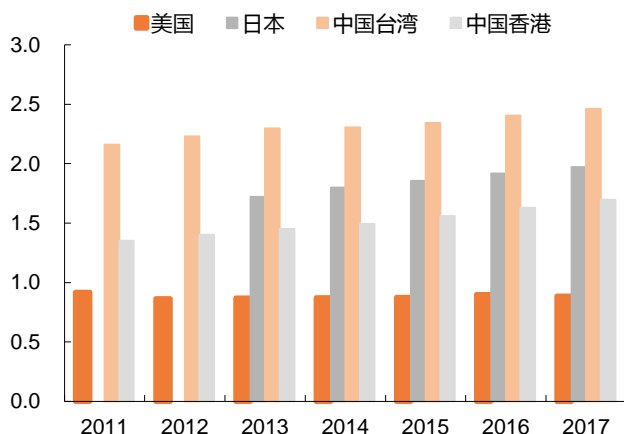
资料来源:公司官网、平安证券研究所

需求端也为保障型产品提供了足够大的发展空间:

### ■ 需求端一:保险密度与深度的差距客观存在,而保额的差距更能反映保障需求的差距

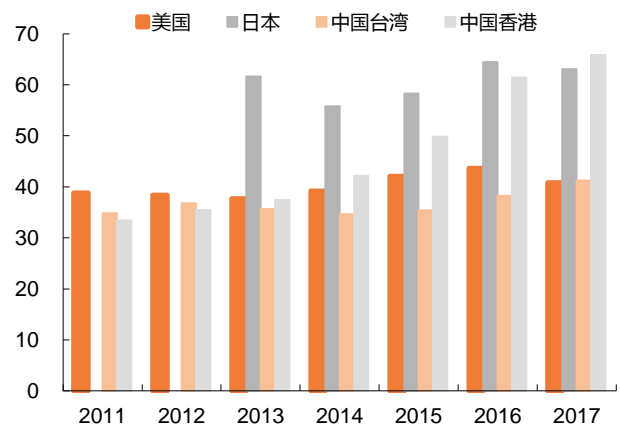
从保费收入的角度,保险密度与深度的差距已经讲了数十年,而其实寿险人均保额这一指标更能体现保险所承担的人身保障职能,原保监会数据显示 2017 年我国寿险行业总风险保障 31.73 万亿元,人均寿险保额仅为 2.3 万元,而人均寿险保单数量仅 0.13 张,这与主要的国家和地区人均寿险保额 40-60 万元、人均寿险保单数量 1-2.5 张有更为明显的差距。

图表2 部分国家及地区人均寿险保单数量 (张)



资料来源:各国寿险网站、平安证券研究所

图表3 部分国家及地区人均寿险保额情况 (万元)

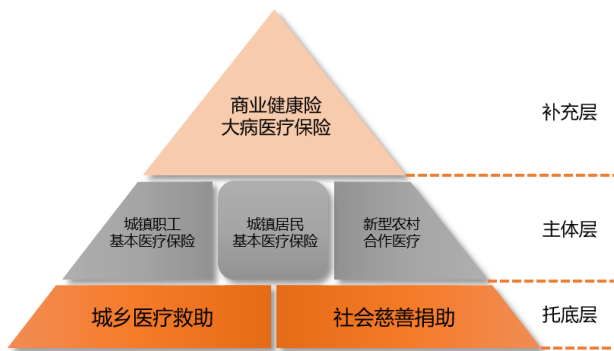


资料来源:各国寿险网站、平安证券研究所

### 需求端二：我国客观的医疗保障环境对健康险产生需求

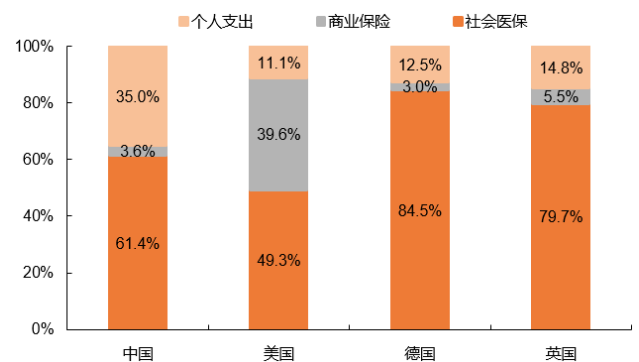
在我国社会医疗保障体系中，主体是由政府牵头、个人和组织共同参与的城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗，而在此之上是商业健康险和大病医疗的补充。但从我国的实际情况看以医保为主体的保障体系并不能完全满足个人对医疗保障的需求，我国个人医疗支出占比仍然较高，对补充的商业保险和大病医保有客观的需求。

图表4 我国社会医疗保障体系



资料来源: 中国商业健康险白皮书、平安证券研究所

图表5 2015 年各国医疗费用支出结构情况



资料来源: WHO、平安证券研究所

### 需求端三：新保障形式的激发（相互宝、微保）

#### ➢ 上线 9 天参与者超千万的类一年期重疾险：相互宝

10月16日，支付宝联手信美人寿推出0元参保、30万保额的重疾项目相互保，上线短短9天参与人数就超过1000万，获得消费者的追捧，一度成为市场的热点。相互保官方称法为大病互助计划，实质为一款覆盖99种大病+恶性肿瘤、保额为30万/10万的一年期类重疾险。

在产品推出一个多月以后，最终监管部门以信美人寿涉嫌在保险条款和费率、误导性宣传和信息披露等方面违规暂停了此款产品，最终信美人寿退出，蚂蚁金服将“相互保”升级为“相互宝”，与保险产品脱离关系，并在管理费率、成立条件和分摊费用方面进行了改善。但即便是新的产品，短短五天仍然再次吸引了超过700万新用户，保障需求仍旺盛。

#### ➢ 上线一年月活近 2000 万的互联网保险渠道：微保

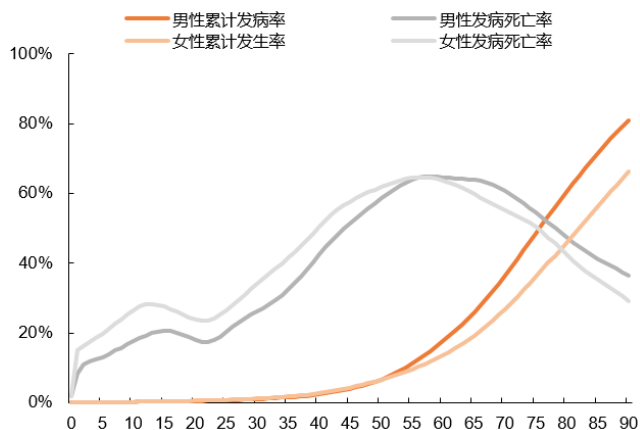
微保为腾讯控股的保险平台，于2017年11月正式上线，用户可以在微信与QQ上进行保险购买、查询和理赔。与一般的互联网保险平台有所差异，微保聚焦精品产品，坚持“严选+定制”路线，平台上每个类型的险种只选择2-3个产品，并匹配用户需求、简化条款、增强理赔跟进。

上线一年以来，微保的月活用户接近2000万，48%用户重复回访，平均每人拥有3.5张保单，同时大部分微保用户愿意将产品分享给朋友，收到朋友推荐的医疗险后购买几率提升了2.5倍。此外用户也呈现年轻化趋势，24岁以下的互联网用户中近四成购买了人生第一张保单，其中80%的用户是80后、90后，对保险产品的普及起到积极作用。

### 需求端四：疾病发生率以及保险意识的提升

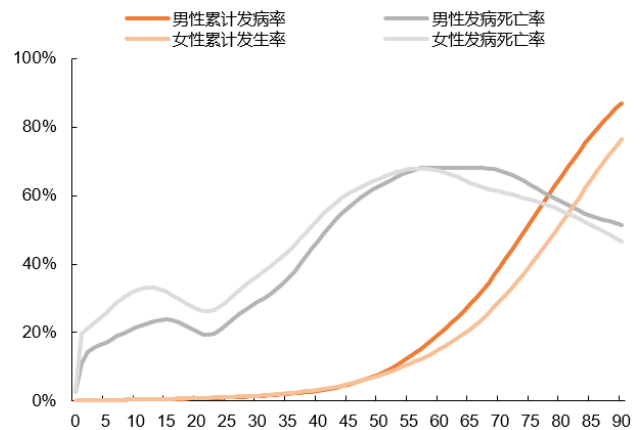
我们依据《中国人身保险业重大疾病经验发生率表(2006-2010)》进行简单的测算，男性70岁累计发生重疾的概率为39.2%、80岁累计发生重疾概率为65.5%；30岁男性在70岁累计发生重疾的概率为38.6%，同时这一发生率仍然在逐年上升，客观的统计数据也从侧面反映市场的潜在需求。同时，高的发病率也逐渐使意识到保险的重要性，购买保险的意识逐步提升，保险覆盖率有望进一步加大。

图表6 6种疾病累计发生率及死亡率



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

图表7 25种疾病累计发生率及死亡率



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

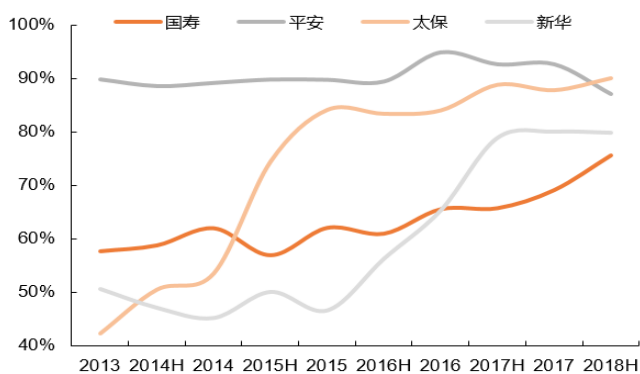
## 二、猜想二：代理人数量整体呈个位数稳健增长

■ 大个险布局之下，代理人数量增长支撑新单增长，而代理人实际规模保费产能提升并不明显

由于近年来各大上市险企都已经基本完成了个险渠道的转型，当前个险渠道已经成为最主要的销售渠道，保费收入基本占到总保费的80%以上，在此背景之下代理人成为上市险企保费收入的关键因素。受益于2015年保险代理人考试的取消，代理人数量开始出现大幅增长的同时上市险企新单保费经历了快速的增长，15H、16H四大上市险企总个险新单保费收入均实现了50%左右的增速。

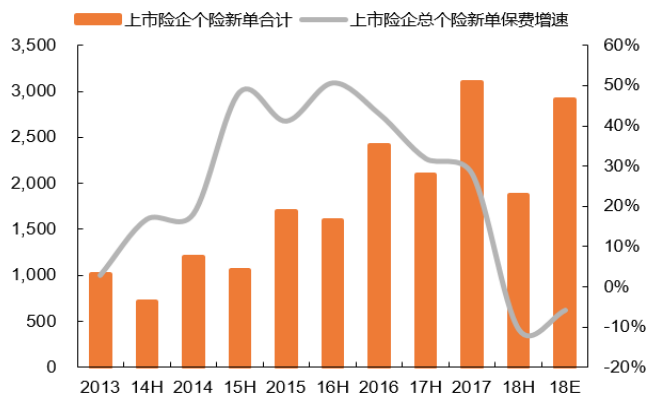
我们测算上市险企代理人月均新单保费发现，13-15年代理人产能的提升主要受益于理财类保险产品销售的推动，而15年到17年上市险企新单保费的增长主要依靠代理人数量增长的支撑，代理人实际的规模保费产能提升并不明显，行业发展明显粗放。2013年开始理财型保险的大量销售提升了代理人产能并拉动新单保费增长，2015年开始叠加代理人数量大幅增长上市险企个险新单保费增速进一步提升；而2016年3月原保监会开始规范中短存续产品以后代理人月均新单保费同比增速出现了大幅下滑，2017年10月开始执行的134号文在此使得代理人产能出现明显负增长，同时数量也出现一定的下降。

图表8 上市险企总保费中个险渠道占比



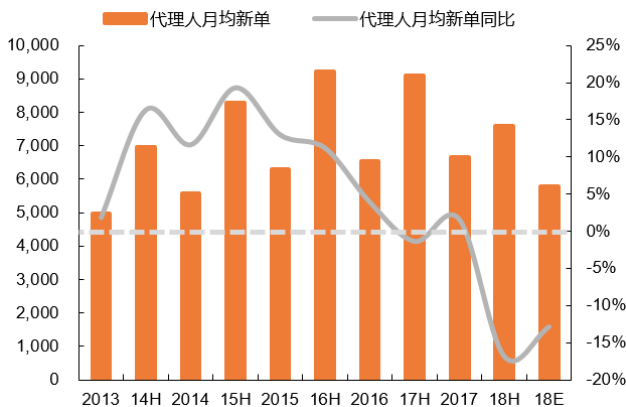
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表9 上市险企总新单保费经历了快速增长阶段(亿元)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

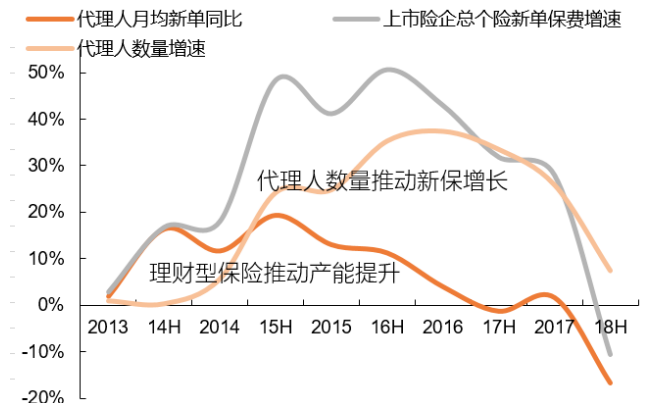
图10 上市险企代理人实际产能增速情况（元/月）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：代理人数量为年初至年中/年末均值，由于部分上市险企未披露时点数因此存在一定误差；

图11 上市险企总新单保费增长主要受代理人数量增长的驱动



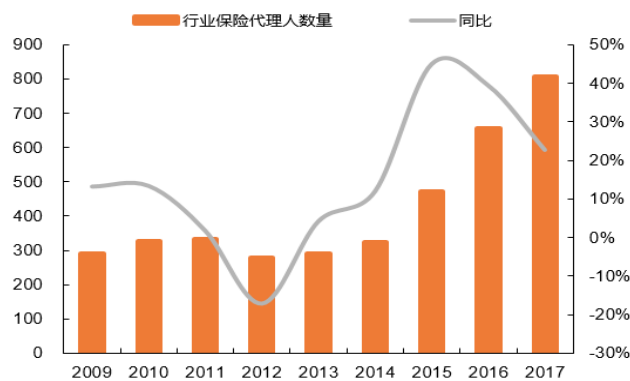
资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：代理人数量为半年或全年均值；

■ 代理人数量大幅增长已不现实，上市险企更加重视代理人的优化与提质

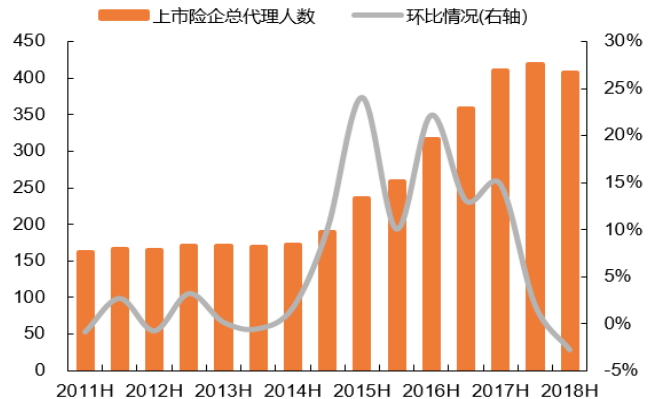
我国代理人数量已处于相对高位，17年末代理人数量已经达到807万人，预计18年行业代理人数量仍将接近800万人。后期我们认为代理人方面的监管规定将逐步出台，代理人准入门槛将有一定提升，同时在银保监会强化对保险公司管控职责追究之下，大型保险公司也将进一步加强对代理人的培训与管理。上市险企方面虽然今年一季度代理人数量有所脱落，但是二季度开始代理人数量基本企稳，Q3单季度国寿、平安代理人数量较Q2末分别提升0.1%、2.2%，预计Q4代理人数量仍然会有一定的增长。后期来看各家险企也都有望维持代理人数量稳健增长，同时通过加强代理人筛选、强化培训等方式提升代理人质量。预计19年上市险企整体代理人数量呈现个位数稳健增长。

图12 我国代理人数量及增幅情况（万人）



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图13 上市险企代理人数量及增速（万人）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 三、 猜想三：上市险企全年新单增速达到两位数

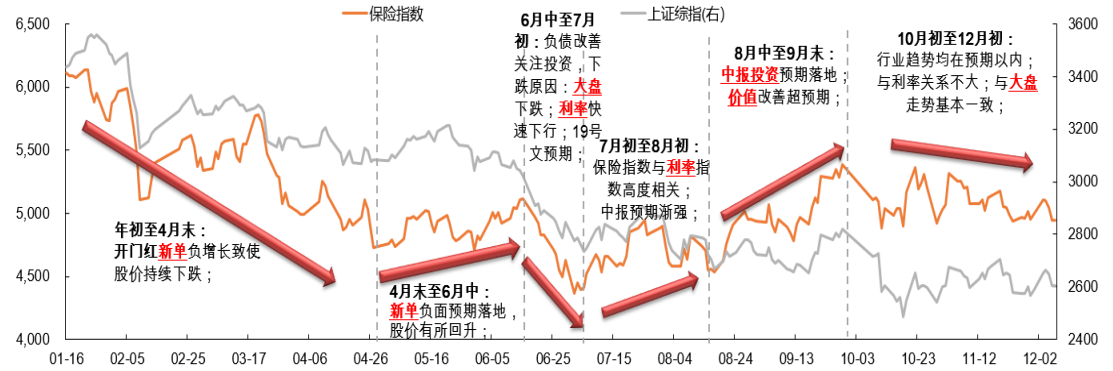
■ 18年新单对保险股股价影响周期更长

对于影响2018年保险股走势的因素，通常资本市场对于上市险企的负债端主要关注新单保费、新业务价值、总保费收入、新业务价值率这几个主要指标，梳理18年行业走势我们发现，新单数据对股



价影响持续的周期更长，因为上半年周期中对于价值率的判断只能基于单个或者一类产品，而并没有确切数据的体现因而很长一段时间内不会产生预期差，只能从7月以后的中报中获得反馈；而对于新单保费可以从一季报、部分上市险企的月度数或者渠道数据中观察到。

图表14 复盘 2018 全年保险股走势及影响因素情况

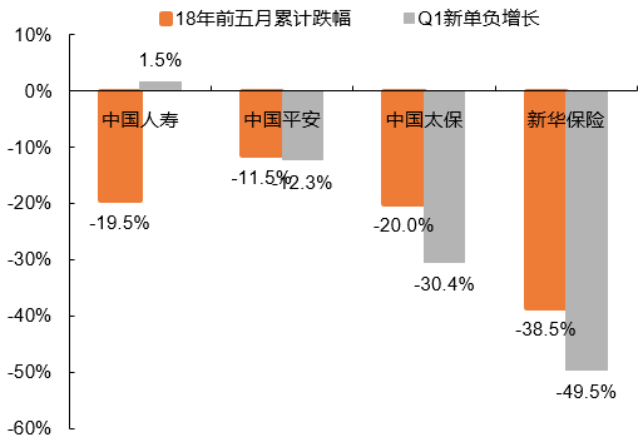


资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 19 年优质上市险企新单增速预计达到 10% 以上

基于以上的判断，市场同样会关注 19 年上市险企新单的情况，由于前文我们预测 19 年上市险企代理人数量将取得 5-10% 的稳定增长，同时质量将有进一步提升，由于新单=代理人数量 (+8%) × 活动率 (+10%) × 件数 (+8%) × 件均 (-14%)，优质险企预计新单保费增速可以达到 10% 以上，同时同样将呈现前低后高、逐期改善的趋势。

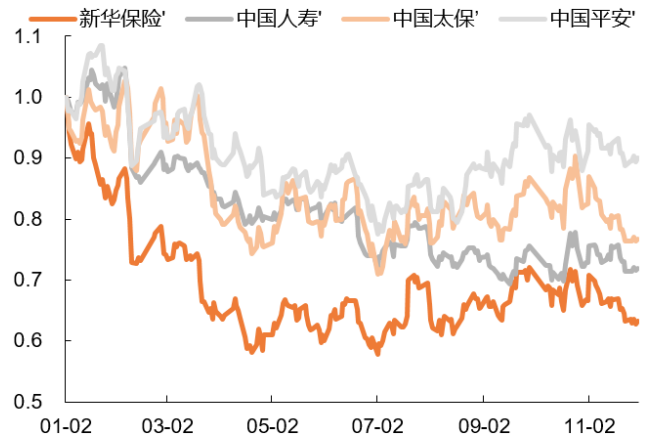
图表15 18 年前五月保险股涨跌和新单情况明显正相关



资料来源：公司公告、Wind、平安证券研究所

注：国寿为首年期交；平安为个险新单；新华及太保为个险期交新单；

图表16 2018 年保险股个股走势分化情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

注：2018 年初股价基准均统一为 1；

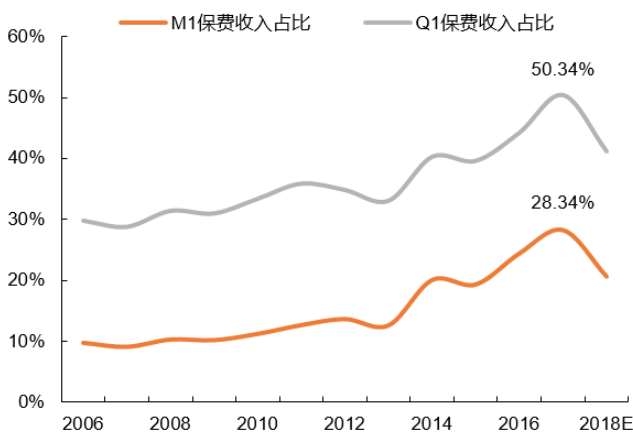
## 四、 猜想四：开门红新单保费承压

■ 详解开门红产品：年金为主各家策略呈现一定差异

19 年开门红产品已经逐步开始推出销售，从产品上看，整体上以年金险搭配万能账户为主，但各家的策略呈现一定的差异性。

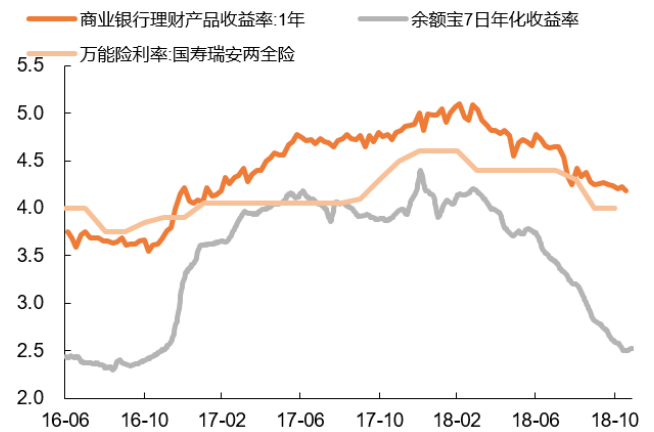
- **中国人寿：**最早推出并布局开门红产品鑫享金生系列，且是上市险企唯一一家主推预定利率 4.025% 的产品，且搭配的万能险账户预期结算最高达 5.3%，从目前销售情况看表现较好。在完成一定的规模以后在转向长期保障和长期期缴类产品，并重视价值因素。
  - **太保及新华：**布局相对稍晚，有所淡化开门红概念，仍在抓紧进行四季度的收官工作。其中新华并未特意推出开门红产品，明年仍然将聚焦在健康险+附加险方面，但同样也准备了 4.025% 的产品以适时满足规模需求，并且针对不同类型群体进行养老年金/重疾+附加险的组合销售；太保整体相对更为稳健。
- **19 年上市险企开门红新单整体仍然承压**
- **开门红概念虽然在淡化但是长期过程，同时开门红对股价走势的影响将被放大：**18 年由于监管等诸多因素影响，行业开门红出现了较为明显的负增长，致使上市险企的股价出现了大幅下跌，同时市场对于险企“开门红”关注度明显提升。但由于多年的开门红使得行业保费收入结构非常不均衡：17 年 M1 保费收入占全年的 28.3%，Q1 保费收入占全年半数以上，且开门红大量销售年金险使得期间价值率偏低。在此背景之下部分上市险企也在逐步淡化开门红概念，但我们认为开门红概念的淡化是一个长期的过程，尤其是对于资深的代理人而言开门红还是具备比较重要的意义，且年初阶段也是通常家庭经济状况较为宽裕的时期。
  - **年金类产品销售环境虽然有所改善，但整个宏观形势之下大单年金的减少仍然会对总新单产生比较明显的影响，对开门红新单规模维持相对谨慎态度，低预期中关注超预期机会：**19 年年金险的销售环境出现了相对的改善，包括代理人更加熟悉 134 号文之下新产品的形态、销售技巧和市场环境、同时短期利率下降使得银行理财产品等收益率优势削减，此外今年大量的 P2P 平台暴雷使得投资者的有效投资途径减少。从产品端来看，部分上市险企主推预定利率 4.025% 的产品以及万能险账户 5% 左右的结算利率均还是具备一定的吸引力，各家基本同时都在搭配以保障型产品；但是整体的经济环境之下大额保单的数量依然会较少，对总新单规模还是会产生一定影响，对此我们持相对谨慎态度，预计太保、新华开门红新单保费规模可能会有个位数负增长的缺口，国寿规模有望取得正增长，整体的价值有望获得相对稳定的增长。但在整体市场低预期之中关注后期新单转好的投资机会，如果消费者对产品更为认可使得“开门红”数据后期有所转好，有望对股价形成明显的正面刺激。

图表17 行业开门红期间人身险保费收入占比



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

图表18 保险产品结算利率当前具备一定吸引力 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

## 五、 猜想五：上市险企价值率提升但趋势放缓

### ■ 价格战对价值率形成负面影响，但暂时不会形成全面的趋势

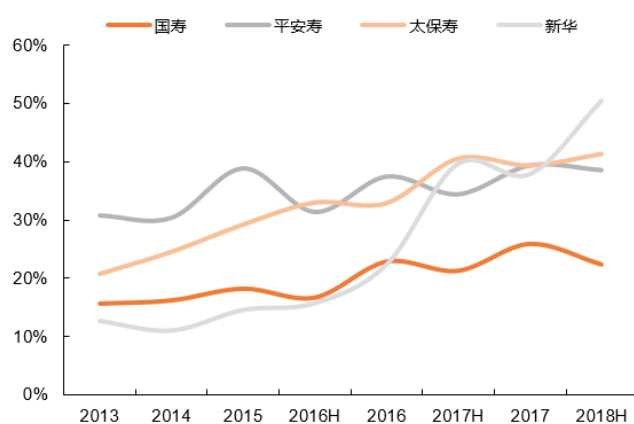
今年市场同样对于部分上市险企的价格战产生担忧，我们认为此影响比较有限，只是部分公司的短期行为，主要原因在于：

- **低价的保障型产品不符合保险公司的经营目标：**保险公司在进行保单销售过程中会考虑目标，如销售年金类做大规模保费，利用中短存续产品缓解现金流压力；如果销售低价的保障型产品对规模保费帮助并不明显，同时会使得价值率受到影响，且由于其保障期限较长潜在经营风险也较大，并不符合保险公司的经营目标。
- **消费者对保障型产品的价格敏感度相对不高。**对保障型产品价格较为敏感的更多为行业从业人员或者相对熟悉保险产品的人士，而大部分群体对保障型产品的价格敏感性并不高，且从具体销售情况来看，低价产品销售规模后期也并没有很大，边际效应下降明显。
- **上市险企也基本表示不会采取跟随的策略：**年末同样看到市场上部分非上市中小险企开始通过一定程度的降价、放宽核保条件等方式冲刺全年业绩或者销售 2019 年开门红产品，对此我们同样认为这是部分中小公司为了完成全年规模保费目标以及备战 2019 年开门红而做出的短期产品策略，上市险企方面仍然不会有明显的降价策略。

### ■ 上市险企价值率当前已经到达较高水平，未来上升趋势将趋缓且有降价需求

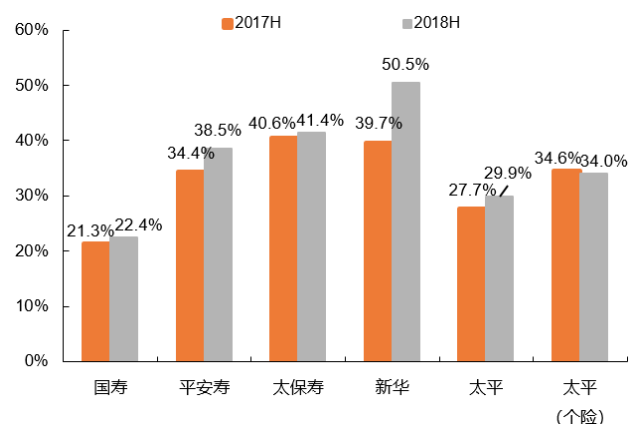
截至 2018H 上市险企整体价值率已经达到了相对较高的水平，国寿、平安、太保、新华分别为 22.4%、38.5%、41.4%、50.5%，新华由于 Q2 重点推高价值产品使得价值率上升较为明显，而下半年看由于销售竞争加剧、激励政策增加以及附加险价值率相对稍低，全年价值率可能会略有下降，而其他上市险企全年价值率仍有望提升。但是后期看由于各家均转型保障型产品，且明年开门红提升了保障型产品的推动力度，大多数险企在完成一定规模之后即转向保障型产品销售，预计价值率仍会有一定上升但是增速有所趋缓，更长远看竞争之下保障型产品会有降价需求，价值率可能会有下降。

图表19 上市险企价值率持续提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表20 价格战对价值率形成一定的负面影响



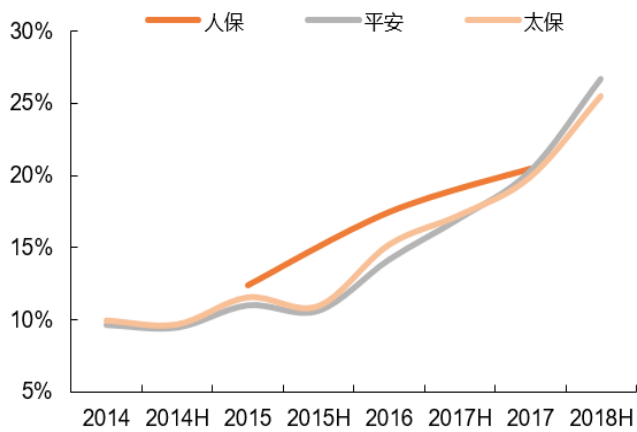
资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 六、 猜想六：产险手续费税率有望调整

今年以来由于手续费投入的增加使得财产险净利润出现了较为明显的负增长。财险公司手续费及佣金在（保费-退保金）的 15%以内可在税前列支，超过部分需要补缴所得税。因此在当前赔付率稍有

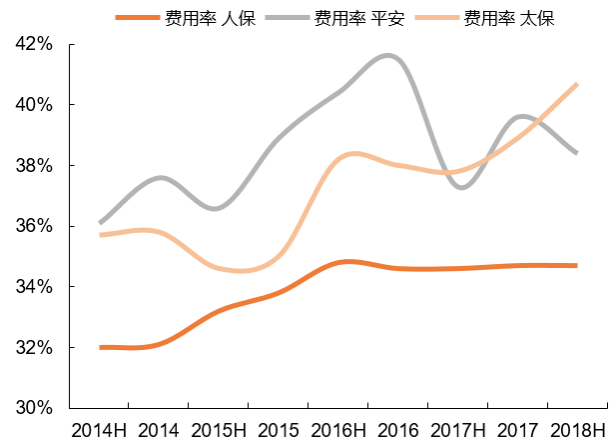
下降的情况下，保险公司费用端灵活性更强，同时出于对市场份额的追逐，手续费及佣金大幅增长以获取渠道资源，从而使得所得税大幅增长（2018 上半年，人保财险上半年缴纳所得税 47.65 亿元，同比增长 51.03%；平安产险和太保财险缴纳所得税数额增长均超过 1 倍）、净利润明显下降。

图表21 产险手续费及佣金占保费收入比重持续上升



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表22 上市险企综合费用率呈上升趋势



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表23 财险 TOP3 净利润情况持续恶化

	人保财险			平安产险			太保产险		
	2017	2016	YoY	2017	2016	YoY	2017	2016	YoY
已赚保费	3097.26	2702.33	14.6%	2160.9	1780.0	21.4%	889.9	835.7	6.5%
手续费及佣金	597.25	465.57	28.3%	389.7	254.1	53.4%	190.4	140.5	35.5%
税前利润	272.82	227.47	19.9%	189.0	153.1	23.4%	59.3	60.2	-1.5%
所得税	73.0	44.5	64.1%	55.3	26.1	111.4%	22.3	14.4	55.0%
净利润	197.1	180.9	9.0%	133.7	127.0	5.3%	37.4	45.4	-17.6%
	2018H	2017H	YoY	2018H	2017H	YoY	2018H	2017H	YoY
保费收入	2050.41	1796.83	14.1%	1189.1	1035.3	14.9%	606.9	525.0	15.6%
手续费及佣金	375.9	257.4	46.1%	257.4	159.3	61.6%	130.4	83.1	57.0%
税前利润	168.6	152.4	10.6%	100.4	86.8	15.6%	34.1	29.4	15.8%
所得税	47.7	31.6	51.0%	41.1	17.9	130.0%	18.3	8.9	105.4%
净利润	120.9	120.8	0.1%	59.24	68.95	-14.1%	15.9	20.5	-22.5%

资料来源:公司公告、平安证券研究所

一方面监管加强以及行业自律的预期之下，财险公司手续费率自 8 月达到高点之后，9 月开始逐步下降，而同时行业对手续费税前抵扣比例调整的呼声也越来越强，当前较高的所得税缴纳比例确实并不合理，税改背景之下保险公司积极与税务部门和行业监管部门进行沟通，目前来看获得了较为积极的反馈，我们猜想财险公司手续费税前抵扣比例有望在 19 年获得调整，所得税缴纳金额有望大幅下降。

## 七、猜想七：19 年产险盈利改善

### ■ 18 年是产险公司盈利的低点

18 年由于所得税问题使得产险公司盈利出现明显下降，CR3 前三季度累计净利润同比降幅均超过 20%，其中三季度单季度净利润下降尤为明显，而四季度费用率仍处于相对高位，预计单季度净利润仍有较为明显的负增长，今年预计大型财险公司 ROE 仅略高于 10%，成为近年来低点。

图表24 2018年产险公司净利润将会明显负增长(亿元)

	人保产险			平安产险			太保产险		
	2018	2017	YoY	2018	2017	YoY	2018	2017	YoY
Q3 累计	131.9	177.0	-25.5%	86.3	110.5	-21.9%	21.0	29.1	-27.7%
Q3 单季度	14.8	55.4	-73.2%	20.9	34.2	-39.0%	3.8	9.8	-61.3%

资料来源:公司公告、平安证券研究所

■ 手续费税率改革有望使得行业明显受益, 盈利将会明显改善

当前影响行业盈利的最主要问题在手续费补缴所得税方面, 前文也提及行业正与税务部门进行积极沟通, 如果税率改革手续费抵扣比例提升, 将会直接使得产险公司的税后利润和 ROE 有明显的提升。

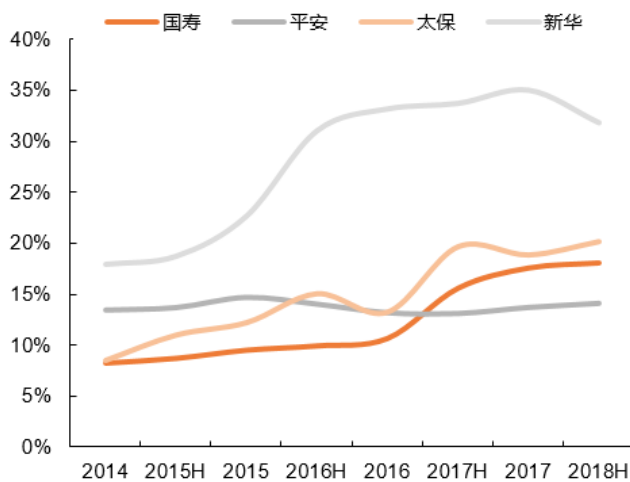
■ 监管加强之下车险手续费有望明显回落, 行业盈利有望短期改善

对于压降手续费、提升财险公司盈利的另一个方面在于监管。虽然监管机构出台了 57 号文要求报行合一, 同时行业也推出自律公约, 但是由于各地银保监局尚处在三定阶段, 监管暂时处于空窗期, 因此对于部分违规的险企并未进行严格的监管与处罚。伴随着监管机构的逐步落实及下放, 手续费问题有望缓解, 险企综合费用率将逐步下降, 使得行业税后利润及 ROE 在 19 年逐步改善。

## 八、猜想八: 净投资收益率有所下滑

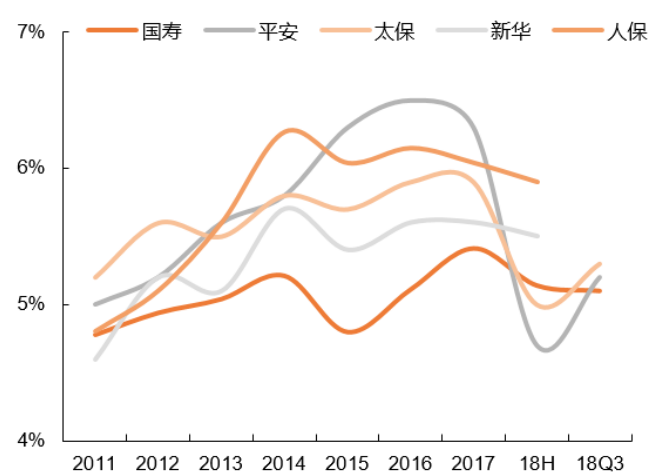
对于明年的长端利率, 考虑到整体经济下行压力、风险偏好的下降、货币政策放松以及包括海外的情况, 明年长端利率仍然有向下的趋势, 这将直接影响保险公司的净投资收益率。保险公司净投资收益率主要来自于股票、基金、债券、存款、非标等的分红和利息收入, 而由于保险公司 80%左右的资产均为固定收益型产品, 在整体长端利率下降的背景下新增资产配置收益率恐进一步下降, 19 年上市险企净投资收益率将继续下滑。

图表25 上市险企非标资产配置情况



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表26 上市险企净投资收益率情况

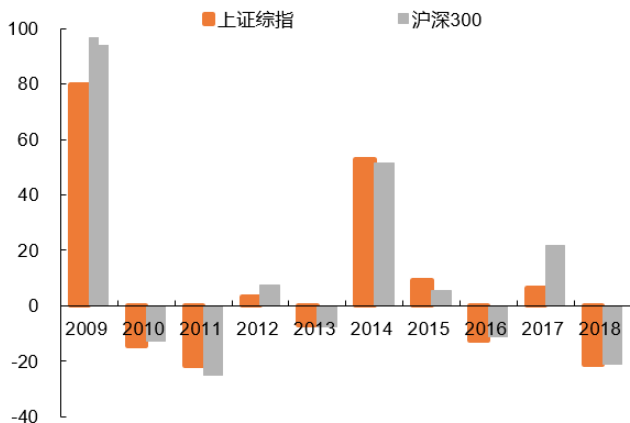


资料来源:公司公告、平安证券研究所

## 九、猜想九：总投资收益率好于 18 年

展望 19 年保险行业投资端，虽然利率潜在下行空间对净投资收益率及总投资收益率会产生一定的负面影响，但是今年投资端继续放开，保险资金股权投资不再限制行业范围，而优质的股权投资往往能获得稳定且可观的投资收益率；此外今年权益市场表现处在近年内的较低水平，当前股票市场估值处于相对低位，19 年权益类资产投资收益率有改善空间且权益资产对投资收益率的影响往往更大。我们预计 19 年上市险企的投资收益有望改善，整体达到 4.8% 以上。

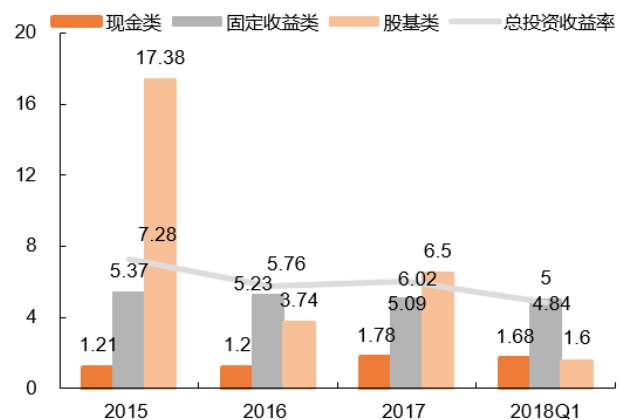
图表27 近年来股票市场涨跌幅情况 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

注: 2018 年截至 12 月 8 日;

图表28 中国人保各类资产年化投资收益率情况 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

注: 2018Q1 为基于 Q1 的年化收益率;

## 十、猜想十：内含价值稳健增长且增速优于 18 年

历史上看上市险企的 EV 增速基本维持在 15-20% 的区间内，但是个别年份受投资收益致使投资回报差异的较大影响以及部分其他原因使得 EV 增速存在一定波动，18 年由于部分上市险企投资收益率未及假设预计从而明显拉低 EV 增速，而预计整体仍然能达到 16% 以上。同时由于保单质量改善使得退保率指标明显降低且优于假设，运营经验偏差从 2016 年起逐步对 EV 形成正向贡献且贡献比例不断增加。

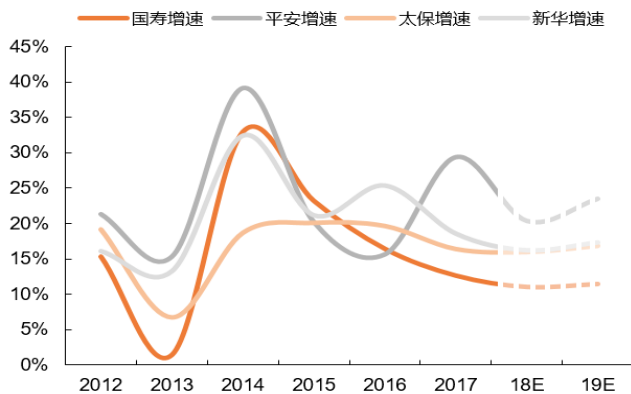
图表29 2018 年上市险企 EV 的变动情况预测 (百万元)

	国寿		太保寿		太保		新华	
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%	2997	1.4%	2997	1.0%	3646	2.4%
2018 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%
2018EV	814844	11.0%	254039	18.7%	331767	15.9%	178338	16.2%

资料来源: 平安证券研究所

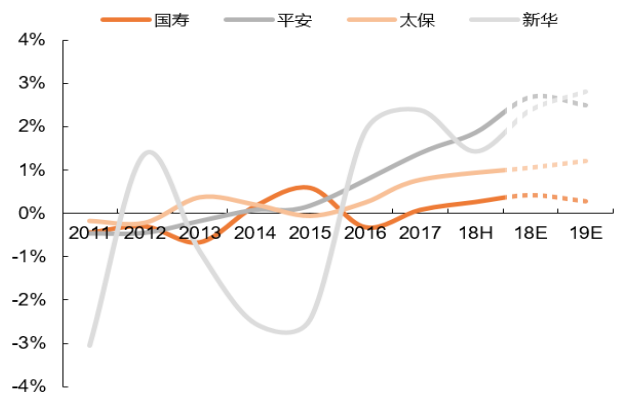
考虑到 2019 年优质险企 NBV 增速有望达到两位数 (NBV 及分散效应贡献增加)、投资收益率预计到达 4.8% 以上 (投资回报差异和 EV 预期回报贡献增加) 以及保单质量持续改善 (运营经验偏差贡献增加), 我们判断上市险企 19 年整体 EV 增速有望较今年提升, 预计可以达到 18% 以上。

图表30 上市险企 EV 增速情况



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表31 运营经验偏差对上市险企 EV 持续形成正向贡献



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

## 十一、 投资建议

我们认为 2019 年保险行业的整体形势将优于 2018 年, 主要体现在:

- 1) 开门红方面经验及产品准备更为充分, 代理人经验提升, 销售环境转好, 虽然新单正增长仍有一定压力, 但是: 市场有预期; 结果预计显著优于 18 年; 股价向下空间较小。
- 2) 期缴占比持续增加使得保费收入方面增速优于今年; 全年新单预计依然会持续改善, 全年预期有望实现两位数增长。
- 3) 价值率当前已经较高, 19 年增速趋缓, 但是仍有一定的空间; NBV 预计两位数增长, EV 增速预计 17%+, 两者均优于今年水平。
- 4) 投资收益方面略有承压, 但是权益资产方面空间优于今年, 总投资收益率预计 4.8% 以上。
- 5) 剩余边际规模保障持续利润, 明年 NBV 增速优于今年使得摊销加速, 利润情况预计优于今年且准备金仍产生正向贡献。
- 6) 当前估值处于历史低位。

基于以上的考虑, 我们维持保险行业 2019 年“强于大市”的判断, 个股方面重点推荐深化健康险转型同时成效将进一步体现并获得认可的纯寿险标的新华保险, 以及负债和投资经营稳健、产险盈利有望好转的中国太保。

## 十二、 风险提示

- 1) 开门红销售不及预期风险

市场当前对开门红较为关注, 虽然整体预期较为谨慎, 但如果开门红销售情况同比负增长缺口较大, 仍可能对股价造成负面影响。

## 2) 利率持续下行风险

19 年对于利率端的担忧可能成为保险公司的潜在风险，长端利率下降将使得保险公司投资收益率受到影响，同时也会影响当期利润。

## 3) 权益市场下跌风险

保险公司股价走势与权益市场呈现一定的相关性，权益市场的下跌将会使得保险公司股价下跌，同时可能使得保险公司投资收益下降且浮亏增加。



## 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