

证券研究报告

2018.12.24

2019年保险行业策略报告：寿险股的底在哪里？

分析师：

夏昌盛 SAC执业证书编号：S1110518110003

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；长期利率下行超预期



行业评级：强于大市

目前市场对于寿险股最大的担忧因素是利率趋势，利率趋势性下行对于寿险公司未来的长期投资收益、利润、内含价值会带来负面影响。长期低利率环境下，保险公司内含价值中的长期投资收益率假设（5%）的可信度降低。基于此，我们对保险公司内含价值的投资收益率假设进行敏感性测算，发现目前股价反映的投资收益率假设非常悲观：平安股价反映的投资收益率假设在3.3%-3.7%，对应的10年期国债收益率预期为2%-2.5%；太保、新华股价反映的投资收益率假设在3.3%以下，对应的10年期国债收益率预期为2%以下；国寿股价反映的投资收益率假设在3.7%-4.2%，对应的10年期国债收益率预期2.5%-3%。目前10年期国债收益率为3.3%，高于当前股价隐含的国债收益率预期，因此寿险股的安全边际较高，目前可能已是寿险股的底部。

我们对过往两次低利率时期保险股表现进行了复盘，发现在利率趋势性下行期，保险股的相对收益走低；而利率在低位震荡时，保险股的相对收益与利率的相关性减弱。

➤ 2018年经营回顾

2018年，年金险销售受挫导致寿险公司新单保费出现负增长，且代理人收入下滑导致代理人数量增速放缓。但行业产生了结构性的优化：保险公司夯实队伍管理、强化队伍考核，队伍质量优化；通过保障型产品“以价补量”，新业务价值率提升。预计2018年平安、太保、新华、国寿NBV同比增长分别为+7%、-3%、+1%、-16%，对应EV增速（剔除资本事项影响）分别为22%、16%、17%、11%。

产险公司保费平稳增长，行业集中度提升，非车险保费占比大幅提升。行业面临盈利困局：手续费率大幅上升，导致费用成本+实际税率上升，财险公司净利润出现大幅下滑。

利率下行叠加股市下跌，保险公司投资承压，上市公司总投资收益率同比下滑。

➤ 2019年发展展望

寿险业长期发展逻辑不变，经测算，寿险深度将在2032年达到峰值，行业仍有15年的黄金发展期。但短期来看，行业面临两大挑战：长期低利率预期、部分公司开门红年金险保费负增长叠加负债成本上升。年金险保费负增长对NBV的影响有限，保障型产品将成为价值成长的支撑，2019年保障型产品仍将保持较快增长，我们预计，平安、太保、新华、国寿2019年NBV同比增长分别为10%、6%、8%、15%，对应EV增速分别为22%、19%、17%、16%。

2019年，报行合一的强有力实施将带来手续费率下降，将导致费用率+实际税率双重下降，叠加投资收益率底和大灾损失底已过，预计财险利润将于2019年触底回升。同时，非车险保费占比将继续提升，提高财险整体盈利能力。

➤ 投资建议

目前保险股股价已充分反映长期低利率预期的悲观预期，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的当前股价对应2018年P/EV分别仅为1.05、0.74、0.78和0.72倍，处于历史估值底部。预计待2019年利率底部和保费底部得到确认，估值将向上修复。保险公司的EV同比增速仍能整体保持在15-20%的高水平，公司推荐中国平安、中国太保、新华保险。

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+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（2328.HK）2010-2017年平均ROE高达21.13%，预计ROE在2018年触底后将回升，19年、20年ROE将持续提升，目前股价对应1.05倍2018PB，明显低估，结合其历史估值和美国同业比较，给予1.5PB，继续推荐！

1.2018年经营情况回顾

2.2019年发展展望

3.当前股价对应的投资收益率假设与10年期 国债收益率预期

4.投资建议

1.2018年经营情况回顾-寿险：行业保费收入出现负增长，但业务结构优化

- 寿险行业在经历5年的快速发展后，进入结构调整期，2018行业保费出现负增长,由理财型产品保费收入大幅下滑带来。
- 行业结构不断优化，2014年以来，健康险（剔除和谐健康）增速保持在30%以上，保费占比从2013年的10.2%提升9.3pct至2018年的19.5%（截至10月）。

图1：寿险公司保费收入及同比增长



图2：行业分险种保费收入及同比增长

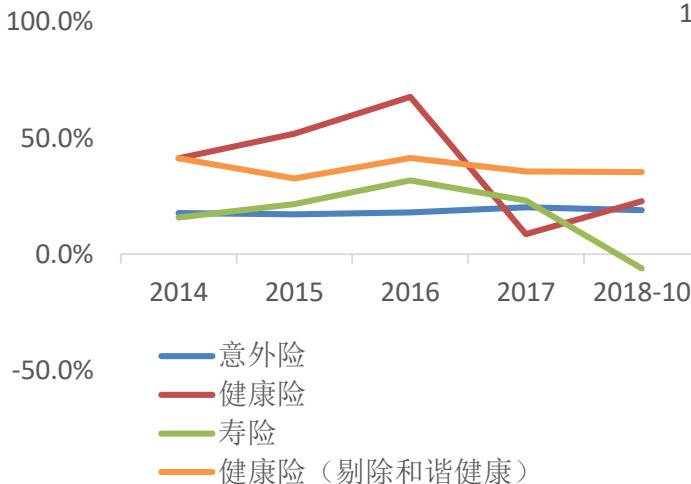
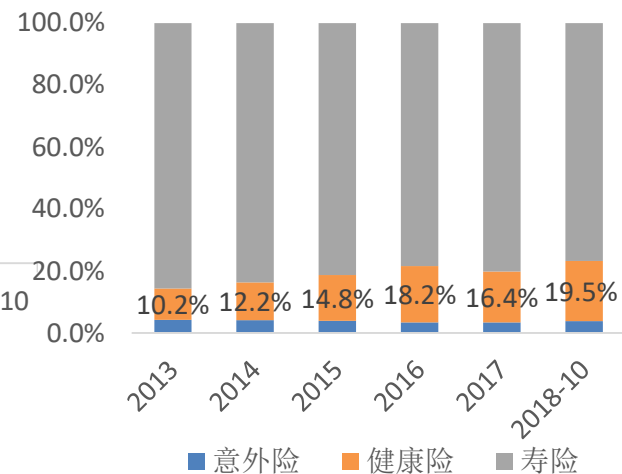


图3：行业险种结构



1.2018年经营情况回顾-寿险：上市公司新单保费出现负增长，但负增长幅度逐月缩窄

- 2018年上市公司新单保费出现负增长，由年金险销售受挫带来：年金险形态改变（134号文规定，年金险产品首次返还需在5年之后，每次返还比例不超过所交保费的20%），且2017年11月-2018年初银行理财产品的收益率较高，年金险吸引力降低。同时，经历2014-2017年高速增长阶段的累积，保费基数较高。
- 在开门红之后，保险公司通过大力推动保障型产品销售，使得新单保费同比增长情况逐月好转，负增长缺口不断缩窄。

图4：上市公司个险渠道新单保费增速

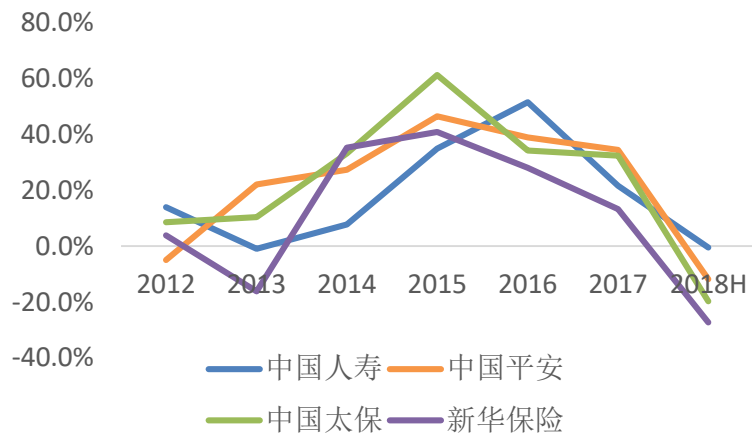


图5：平安分月个人业务新单保费增速

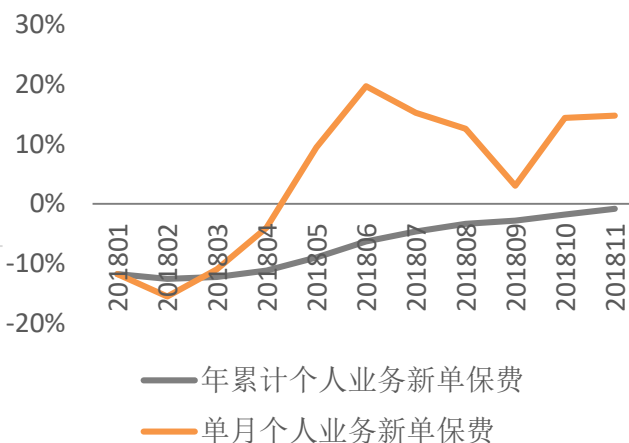
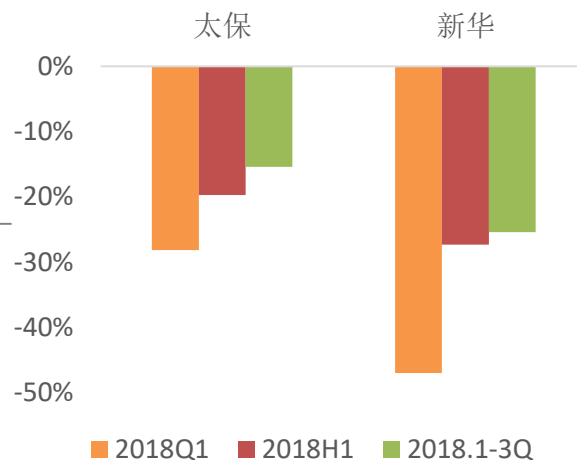


图6：太保、新华个险渠道新单保费增速



1.2018年经营情况回顾-寿险：人力发展放缓，产能下降，但队伍质量优化（1/2）

- 在政策利好（2015年下半年取消代理人资格考试）和行业景气的环境下，2015-2017年保险公司人力规模大幅增长，2018年，由于年金险销售难度加大、健康险销售竞争加剧等原因，代理人收入下滑，人力脱落加剧，增员放缓。同时，代理人产能下滑，主要由年金险销售不佳带来。

图7：上市公司人力规模较上年末增长情况

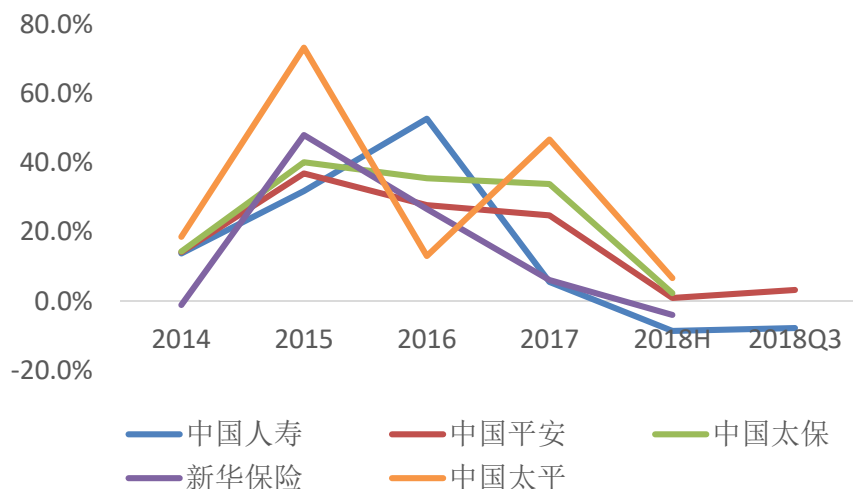
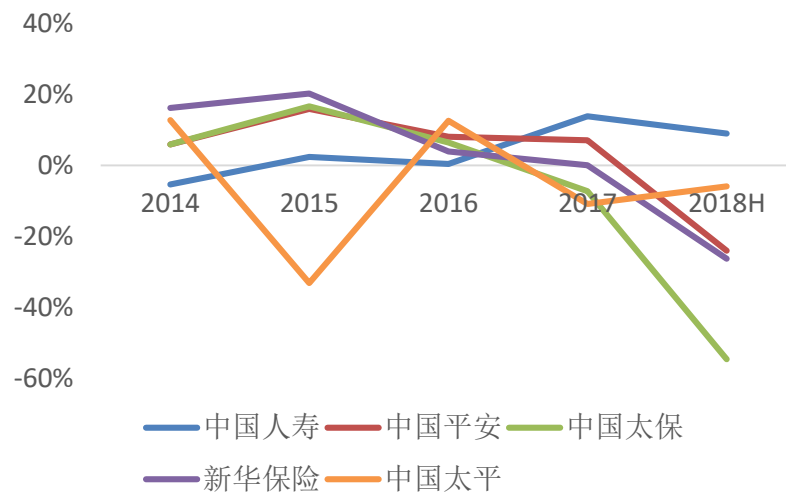


图8：上市公司人均首年新单保费同比增长情况



1.2018年经营情况回顾-寿险：人力发展放缓，产能下降，但队伍质量优化（2/2）

- 保险公司通过夯实队伍基础管理、强化队伍考核等举措，提升队伍质量，太保、新华等公司举绩率、健康人力占比较2017年提升。

图9：太保健康人力占比

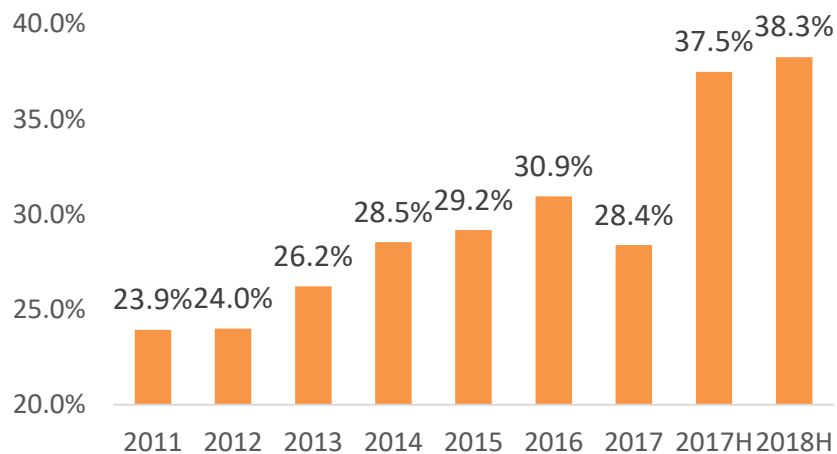
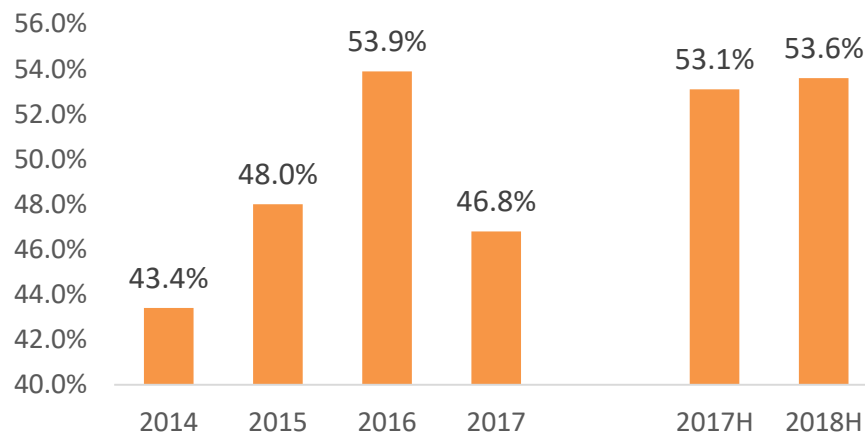


图10：新华队伍举绩率



1.2018年经营情况回顾-寿险：产品结构转型取得初步成效

- 保险公司通过大力推动长期保障型产品“以价补量”，长期保障型产品的新单保费占比及NBV占比提升。
- 2018年上半年，平安长期保障型产品占比+长期储蓄型产品新单保费（大部分为保障型产品组合中两全形态主险）占比同比提升5pct，NBV占比同比提升4pct；太保长期健康险新单保费和NBV占比较17年末分别提升9pct；新华健康险占比较17年末占比提升20pct。

图11：平安长期保障型+长期储蓄型产品保费和NBV占比

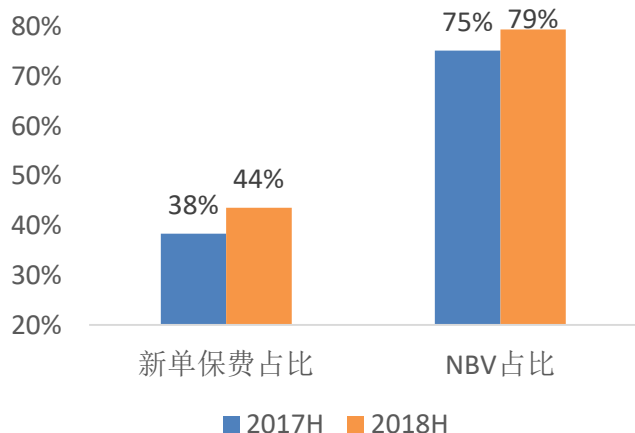


图12：太保长期健康险新单保费和NBV占比

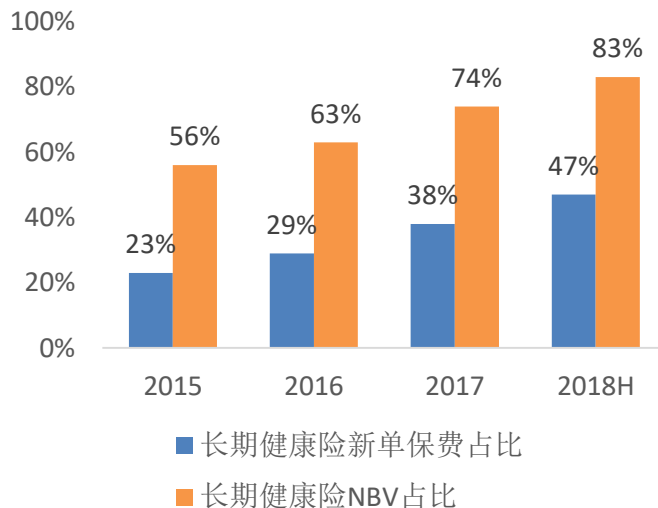
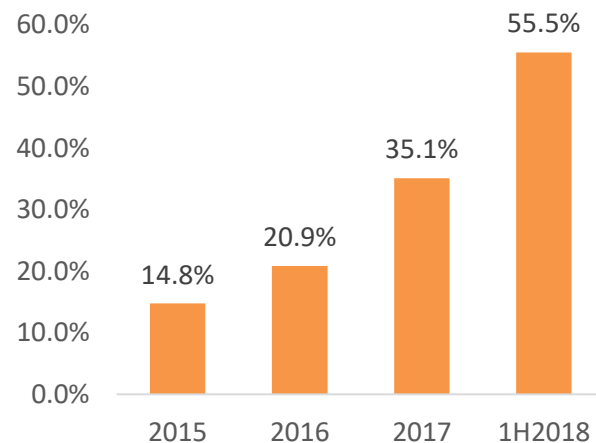


图13：新华健康险首年保费占比



1.2018年经营情况回顾-寿险：新业务增速放缓，但新业务价值率提高

- 年金险大幅负增长带来的新业务价值缺口，通过保障型产品“以价补量”，新业务价值同比增长情况将好于新单保费，预计平安、太保、新华、国寿新业务价值同比增长分别为7%、-3%、1%、-16%，对应EV增速（剔除资本事项影响）分别为22%、16%、17%、11%。
- 产品结构优化带来新业务价值率提升，预计除中国人寿外，其他公司的新业务价值率均有较大提升。

图14：上市公司新业务价值同比增长

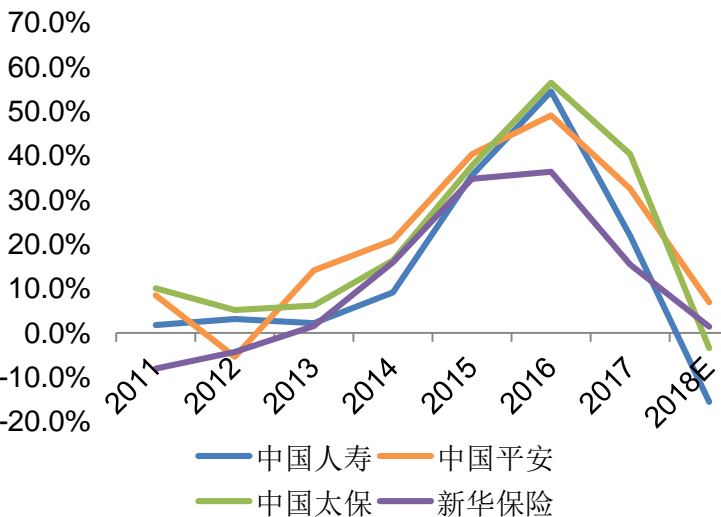


图15：上市公司新业务价值率

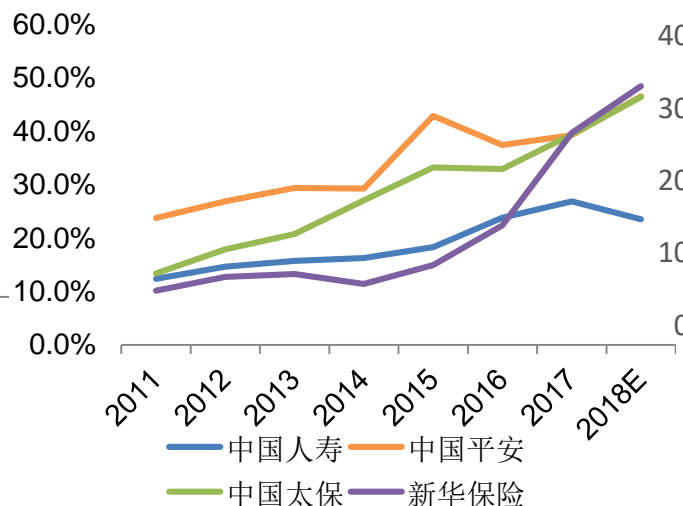
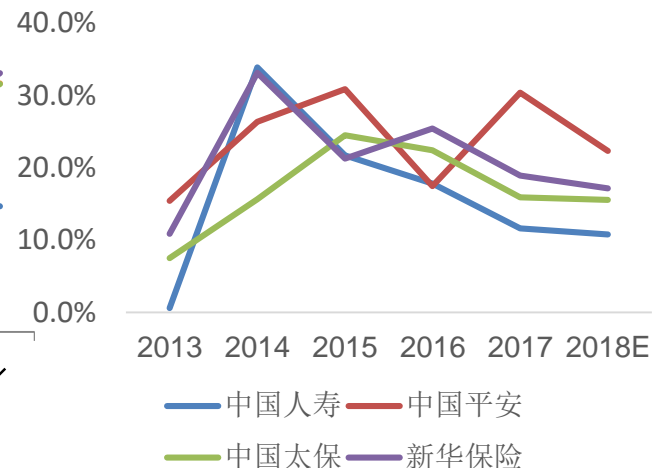


图16：上市公司内含价值同比增长



1.2018年经营情况回顾-财险：行业保费平稳增长，预计非车险占比提升，行业集中度提升

- 行业财险保费增速稳中趋缓，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。
- 自2016年来，前三大财险公司（人保财险、平安财险、太保财险）保费收入占比持续提升，截至2018年10月，前三家保费占比提升至63.9%。

图17：行业财险及农险保费收入同比增长

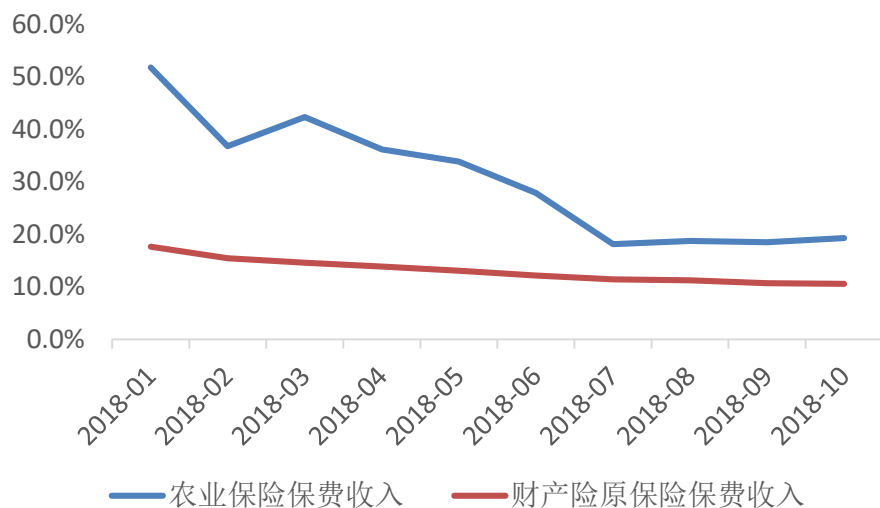
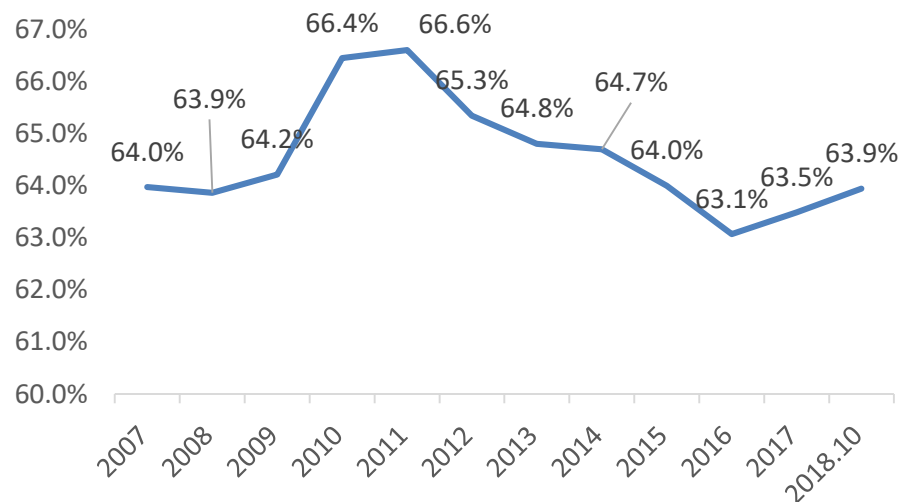


图18：前三家保费收入占比



1.2018年经营情况回顾-财险：前三家公司保费收入平稳增长，非车险保费占比提升

- 前三家财险保费收入平稳增长，预计2018年全年保费收入同比增长10-15%。非车险占比有较大幅度提升，截至2018年6月末，人保财险非车险保费占比34%，较上年末提升10pct；截至9月末，平安财险、太保财险非车险保费占比分别为28%，较上年末分别提升7pct、6pct。

图19：分月累计保费收入增速

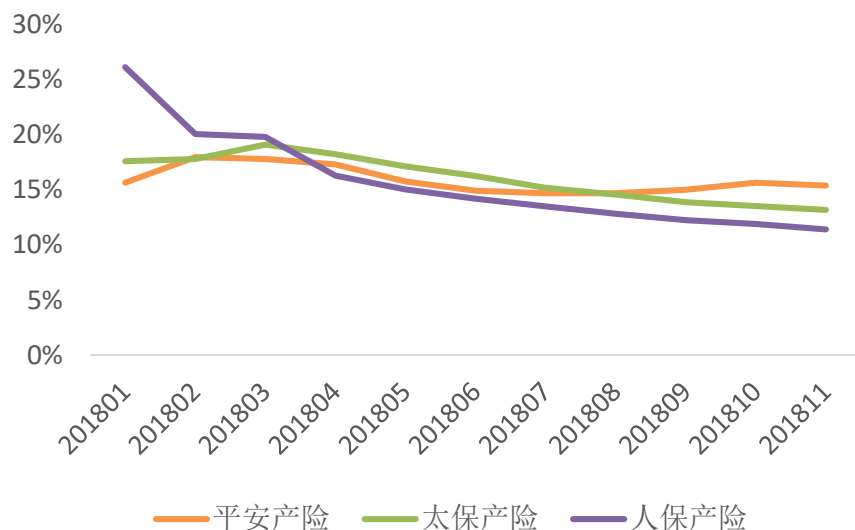
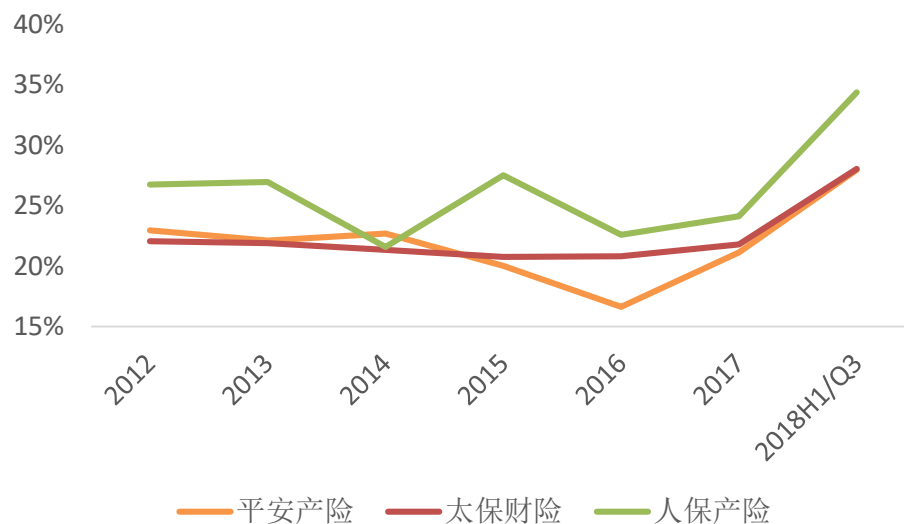


图20：非车险保费收入占比



1.2018年经营情况回顾-财险：受手续费率提升影响，利润大幅下滑

- 监管约束+竞争加剧导致2018年手续费率大幅上升。2017年7月，银保监会下发《中国保监会关于整治机动车辆保险市场乱象的通知》，禁止将与车险销售收入挂钩的费用计入“宣传费”“广告费”等其他科目，使保险公司在科目间挪动手续费更加困难。
- 在2015上半年开启的新一轮的商车费改中，无赔款优待系数等引进，对多年不出险的折扣幅度更大，使得整个行业的赔付率快速下降，保险公司有更大的空间进行前端费用投入，为扩大保费规模 and 市场份额，“费用竞争”日益激烈，车险费用率持续上升导致成本率居高不下以及实际税率大幅提升。2018年前三季度，平安产险和中国财险所得税高速增长导致净利润同比负增长，这也是行业普遍经历的盈利困局。

表1：平安产险、中国财险利润情况

单位：百万	平安产险			中国财险		
	2018年1-9月	2017年1-9月	同比	2018年1-9月	2017年1-9月	同比
手续费率(%)	/	/	/	21%	16%	5%
税前利润	14,303	13,438	6%	21,024	22,778	-8%
净利润	8,121	10,410	-22%	13,190	17,696	-25%
所得税	6,182	3,028	104%	7,833	5,082	54%
实际税率	43.2%	22.5%	21%	37.3%	22.30%	15%

1.2018年经营情况回顾-投资：保险资金运用承压，投资收益率下滑（1/2）

- 10年期国债收益率处于震荡下行区间，截至12月21日，2018年累计下跌60bps至3.32%；国开债、企业债下跌幅度更大，2018年累计下跌133bps、121bps。沪深300指数从年初至2018年12月21日累计下跌24.8%，上证50指数累计下跌19.4%。保险投资端承压，预计会对保险公司2018年全年的利润和EV增速造成压力。

图21：中债到期收益率曲线（%）

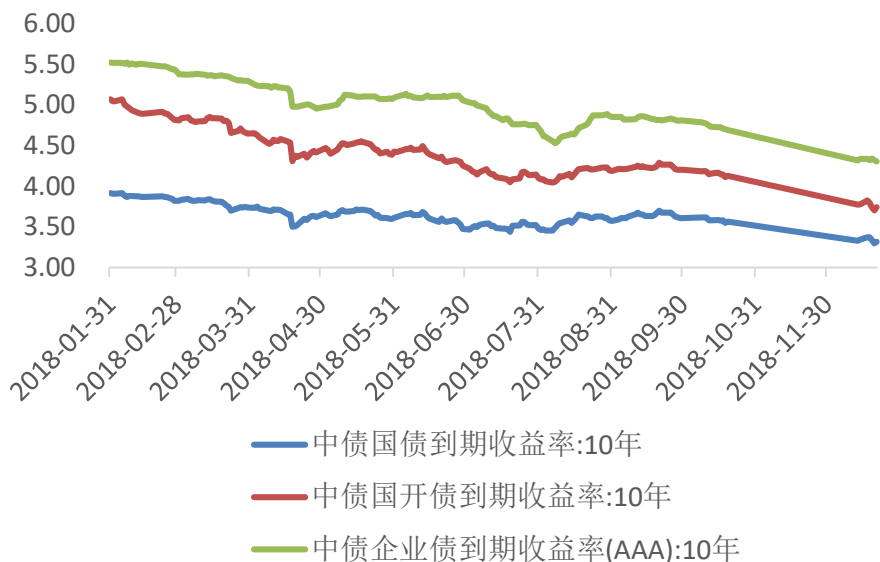
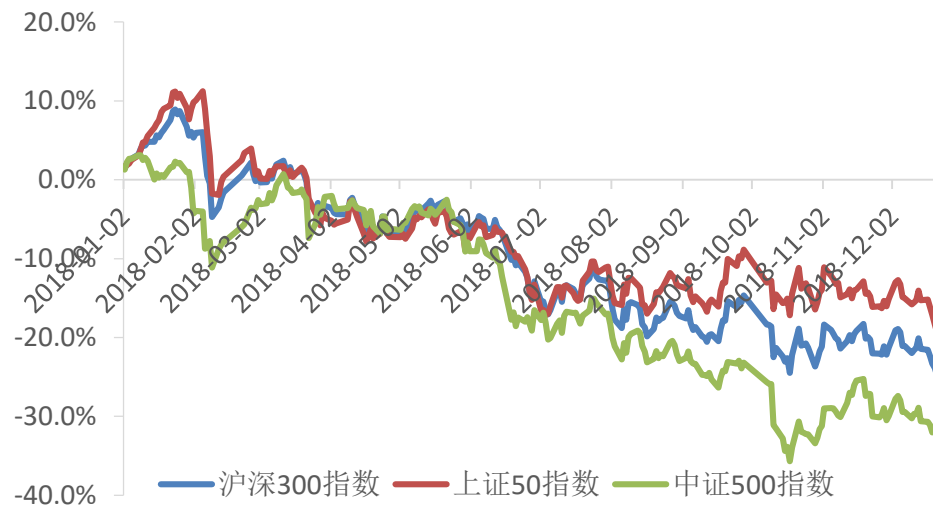


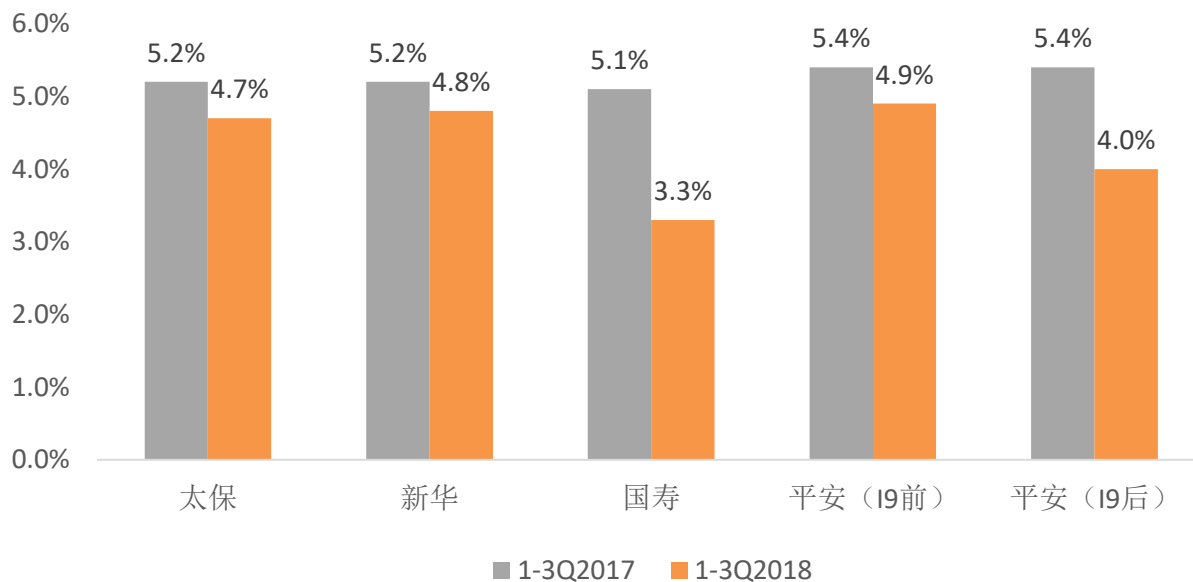
图22：股市涨跌情况



1.2018年经营情况回顾-投资：险资金运用承压，投资收益率下滑（2/2）

- 主要受到股票市场下跌影响，前三季度保险公司投资收益均出现不同程度的下滑。前三季度平安、国寿、太保、新华年化总投资收益率分别为4.9%、3.3%、4.7%、4.8%，分别同比下降0.5pct、1.8pct、0.5pct、0.4pct，其中平安在I9准则下的收益率为4.0%。中国人寿投资收益率大幅下降，主要是由于权益工具公允价值大跌，大量计提资产减值损失。

图23：上市公司投资收益率情况



1.2018年经营情况回顾

2.2019年发展展望

3.当前股价对应的投资收益率假设与10年期国债收益率预期

4.投资建议

2.2019年展望-寿险：经测算，中国寿险深度将于2032年达到峰值，至少有15年的黄金增长期

- 2017年中国寿险深度(2.68%)低于全球平均水平(3.3%)，与发达国家有较大差距。从影响寿险的经济社会因素来看，人均GDP、城市化水平、教育水平处在长期提升期，叠加人口结构红利、中长期利好、居民杠杆率的稳中有升及温和通胀水平，可以使得寿险业（尤其是保障型业务）在未来中长期仍可实现平稳较快增长。根据模型测算，在中性假设下中国寿险深度将在2032年达到6.68%的峰值，仍有15年的黄金增长期。保险公司的利润与EV均处于中长期增长阶段。

表2：中国寿险深度测算结果

年份	保守情形测算 寿险深度	中性情形测算 寿险深度	乐观情形测算 寿险深度	年份	保守情形测算 寿险深度	中性情形测算 寿险深度	乐观情形测算 寿险深度
2018	2.69%	2.67%	2.64%	2034	4.79%	6.35%	8.81%
2019	2.60%	2.77%	2.69%	2035	4.71%	6.20%	8.51%
2020	2.62%	2.90%	2.78%	2036	4.69%	6.06%	8.23%
2021	2.73%	3.06%	2.92%	2037	4.62%	5.93%	7.97%
2022	2.88%	3.28%	3.13%	2038	4.59%	5.80%	7.72%
2023	3.08%	3.56%	3.46%	2039	4.53%	5.68%	7.50%
2024	3.33%	3.96%	3.80%	2040	4.51%	5.57%	7.28%
2025	3.64%	4.36%	4.40%	2041	4.44%	5.46%	7.08%
2026	4.13%	4.88%	5.03%	2042	4.42%	5.36%	6.90%
2027	4.51%	5.48%	5.67%	2043	4.36%	5.26%	6.72%
2028	4.90%	5.99%	6.46%	2044	4.34%	5.17%	6.55%
2029	4.98%	6.34%	6.77%	2045	4.29%	5.08%	6.40%
2030	5.00%	6.54%	7.31%	2046	4.27%	4.99%	6.25%
2031	4.92%	6.66%	7.68%	2047	4.22%	4.91%	6.11%
2032	4.84%	6.68%	7.95%	2048	4.26%	4.84%	5.97%
2033	4.81%	6.51%	8.80%	2049	4.21%	4.76%	5.85%

2.2019年展望-寿险：2019年开门红产品负债成本有所提升，部分公司新单保费增长或承压

- 开门红年金险呈现定期、预定利率上升的新特点，行业或将面临负债成本略有上行，以及竞争格局的变化。
- 2019年上市保险公司的部分年金险产品的预定利率有所上升（高于2018年初产品），附加万能险的结算利率一般高于5%。预计预售开启时间早、产品预定利率高的公司（如国寿）开门红将实现较好增长，平安、太保等公司开门红新单保费面临负增长压力。

表3：保险公司开门红产品介绍

公司	产品策略	开门红产品	产品形态
中国人寿	高预定利率高现价产品+常规年金产品	鑫享金生A+高结算利率万能险（最高达5.3%）	主打3年交，15年期传统年金（4.025%定价）
		鑫享金生B	主打10年交，15年期传统年金（3.5%定价）
中国平安	储蓄型产品更加多元化，新增传统定期年金	财富金尊/金玺人生	3/5年交终身分红年金
		财富金瑞/金瑞人生	3/5/10年交15年期传统年金（3.5%定价）
		丰盈年年	10年交15年期传统年金（3.5%定价）
中国太保	高现价+高价值年金搭配，新增终身寿险	利赢年年升级版	3/5交高现价终身分红年金
		鑫满意	3/5/10交终身分红年金
		长相伴	趸、5/10/15/20年交增额终身寿险（3.5%定价）
中国太平	高现值+高价值年金	卓越智臻	趸、3/5/10交高现价终身分红年金
		福寿连连2019	趸、3/5/10/20交分红年金（至88岁）
新华保险	以健康险为主，年金险为辅	惠添富	3/5年交15或20年定期年金（4.025%定价）
		健康无忧	终身重疾
		附加特定心脑血管疾病保险	一年期附加险

2.2019年展望-寿险：预计平安、太保开门红承压，全年新单保费和NBV增长呈前高后低趋势

- 开门红概念逐步被弱化，月度保费规模更加均衡、保障型产品价值贡献进一步提升是2019年的发展趋势。我们预计，在经历1月新单保费同比增长低点后，平安、太保的新单保费和新业务价值增速将会逐月好转，预计全年新业务价值同比增长或可达到5-10%。同时，我们预计保险公司吸纳就业的优势将在明年得到更大发挥，2019年增员情况将好于2018年。

表4：平安2018、2019年新业务价值预估

单位：百万元	2017	2018E	2019E	
长期保障型	新单保费	53588	55196	63475
	同比增速	17%	3%	15%
	新业务价值率	88%	94%	94%
	NBV	46933	51663	59413
储蓄型	新单保费	68209	57666	44335
	同比增速	53%	-15%	-23%
	新业务价值率	20%	23%	27%
	NBV	13853	13325	12027
代理人渠道 NBV	新单保费	121797	112862	107810
	同比增速	34.8%	-7.3%	-4.5%
	NBV	60786	64988	71439
	同比增速	31%	7%	10%
NBV margin	49.9%	57.6%	66.3%	
渠道占比	90%	90%	90%	
整体NBV	67357	72014	79162	

表5：太保2018、2019年新业务价值预估

单位：百万元	2017	2018E	2019E	
长期健康险	新单保费	25773	26695	30366
	同比增速	54%	4%	14%
	新业务价值率	77%	75%	75%
	NBV	19775	20021	22774
其他	新单保费	42050	28920	20244
	同比增速	2%	-31%	-30%
	新业务价值率	17%	20%	22%
	NBV	6948	5784	4454
合计	新单保费	67823	55615	50610
	同比增速	17%	-18%	-9%
	NBV	26723	25805	27228
	同比增速	40%	-3%	6%
NBV margin	39%	46.4%	54%	

2.2019年展望-寿险：预计国寿、新华开门红开篇良好，全年新业务价值可实现较快增长

- 得益于2018年的低基数，预计新华2019年新单保费可实现正增长，但2018年产品结构已有大幅优化，2019年优化空间有限，预计新业务价值率较2018年持平或略有下降，新业务价值增长通过新单保费增长拉动。
- 国寿开门红开启时间早、产品预定利率较高，年金险可实现较好增长，且可以提前进行保障型产品销售，预计新业务价值同比增长有望达到15%左右。

表6：新华2018、2019年新业务价值预估

单位：百万元		2017	2018E	2019E
健康险	新单保费	11751	15164	16681
	同比增速	18%	29%	10%
	新业务价值率	75%	70%	70%
	NBV	8813	10615	11676
其他	新单保费	20651	10109	11120
	同比增速	-45%	-51%	10%
	新业务价值率	16%	16%	14%
	NBV	3250	1618	1557
合计	新单保费	32402	25274	27801
	同比增速	-33%	-22%	10%
	NBV	12063	12232	13233
	同比增速	15%	1%	8%
	NBV margin	37%	48.4%	48%

表7：国寿2018、2019年新业务价值预估

单位：百万元		2017	2018E	2019E
长期保障型	新单保费	29807	32191	38630
	同比增速	10%	8%	20%
	新业务价值率	95%	95%	95%
	NBV	28316	30582	36698
储蓄型	新单保费	82842	74557	79776
	同比增速	30%	-10%	7%
	新业务价值率	30%	19%	19%
	NBV	24852	14315	15158
个险渠道NBV	新单保费	112648	106749	118406
	同比增速	24.0%	-5.2%	11%
	NBV	53169	44897	51856
	同比增速	31%	-16%	15%
	NBV margin	47.2%	42.1%	43.8%
渠道占比		88%	88%	88%
整体NBV		60117	51019	58927

2.2019年展望-寿险：预计2019年内含价值仍保持平稳增长

- 基于以上对新业务价值的预估，仅考虑较为确定的EV预期回报和NBV（含分散效应）贡献，预计国寿、平安寿险、太保寿险、新华寿险EV增速分别为16%、25%、22%、17%，但利率下行环境下，保险公司投资承压，预计投资偏差负贡献对EV增长有所拉低。

表8：上市公司内含价值增速预估

	中国人寿	平安	太保	新华保险
EV预期回报/期初EV	9.0%	9.0%	9.5%	10.0%
NBV（分散效应）/期初EV	7.2%	15.8%	12.0%	7.3%
EV增速（仅考虑EV预期回报和NBV贡献）	16.2%	24.8%	21.5%	17.3%
集团EV增速	16.2%	21.8%	19.3%	17.3%

2.2019年展望-产险：手续费率下降将带来利润增长的反转

- 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，叠加投资收益率底和大灾损失底已过，预计财险利润将于2019年触底回升。从所得税角度测算，如手续费率已超过15%的可抵扣上限，每下降1个百分点，将带来利润提升4%-10%。

表9：人保财险手续费率对利润影响测算

单位：百万元	2016H	2016	2017H	2017	2018H
手续费及佣金支出/保费收入	19.1%	20.2%	17.9%	21.2%	21.7%
手续费及佣金支出-保费收入*15%	6588	16280	5217	21801	13752
对所得税的影响	1647	4070	1304	5450	3438
手续费率下降1个百分点对净利润的影响	3.8%	4.3%	3.7%	4.4%	4.2%

表10：平安财险手续费率对利润影响测算

单位：百万元	2016H	2016	2017H	2017	2018H
手续费及佣金支出/保费收入	14.00%	14.30%	15.40%	18.00%	21.60%
手续费及佣金支出-保费收入*15%	-843	-1258	397	6560	7903
对所得税的影响	0	0	99	1640	1976
手续费率下降1个百分点对净利润的影响	0	1%	4%	4%	5%

表11：太保财险手续费率对利润影响测算

单位：百万元	2016H	2016	2017H	2017	2018H
手续费及佣金支出/保费收入	13.40%	14.60%	15.80%	18.20%	21.50%
手续费及佣金支出-保费收入*15%	-770	-382	432	3346	3938
对所得税的影响	0	0	108	836	985
手续费率下降1个百分点对净利润的影响	0.00%	3.20%	6.40%	7.00%	9.60%

2.2019年展望-产险：非车险利润贡献将进一步提升

- 我国产险保费中，约70%为车险，农险、健康意外险、责任险占比提升，企财险占比逐年减小。中长期来看，车险、企财险、工程险等传统业务与GDP增速、汽车保有量等密切相关，我们预计其未来增速平稳（5-10%）；但责任险、信用保证保险、农险、健康意外险的发展，得益于政策支持、居民需求旺盛等影响因素，成长空间较大。农险、责任险、信用保证保险等非车险的承保利润率一般高于车险，有助于提升财险整体盈利能力。

图24：财险行业分险种保费收入结构

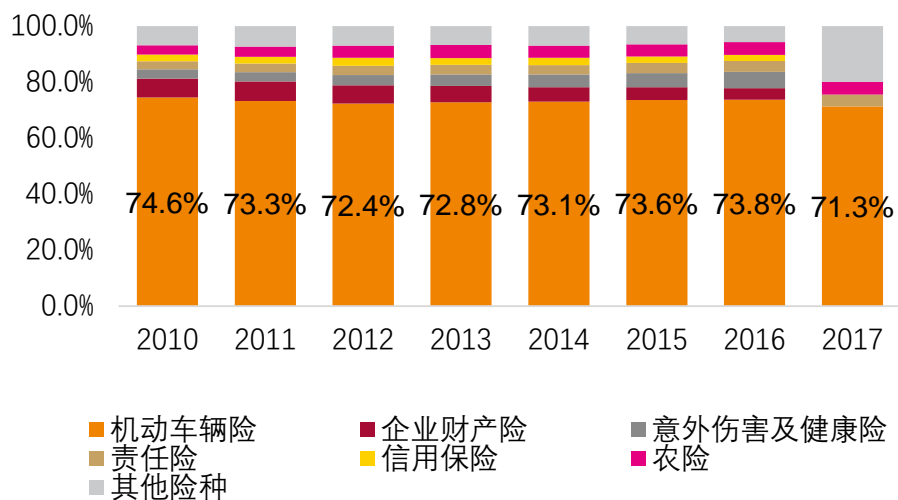
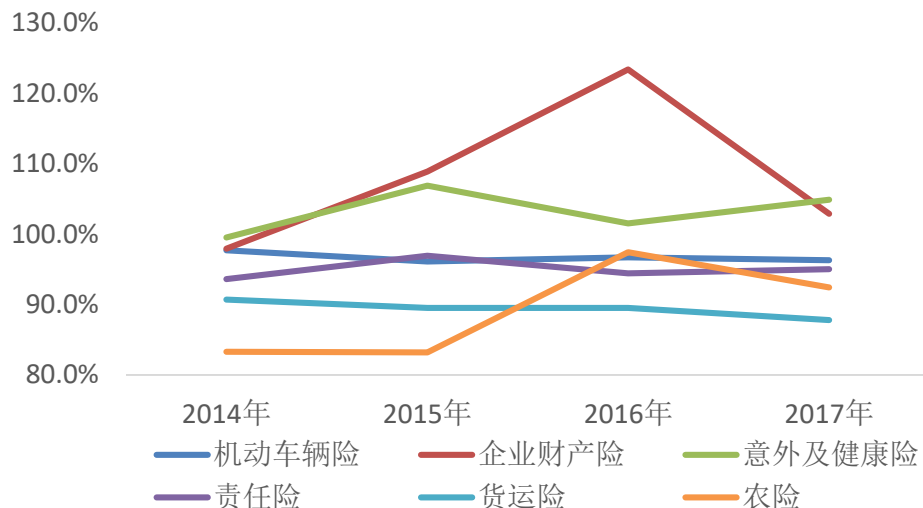


图25：人保财险分险种综合成本率



1.2018年经营情况回顾

2.2019年发展展望

3.当前股价对应的投资收益率假设与10年期国债收益率预期

4.投资建议

3.当前股价对应的投资收益率假设与10年期国债收益率预期

- 利率下降，尤其是中长期处于低利率环境，对寿险公司的投资收益率、利润、内含价值带来一定的负面影响，是市场对于2019年寿险公司的最大担忧。
- 低利率与投资收益率：低利率环境下，新增固收、非标类资产收益率下降，从而拉低整体投资收益率。但从历史数据来看，投资收益率与长端利率的相关性较低，对权益资产的涨跌弹性更高。
- 低利率与利润：利率下行从利差、准备金计提两方面来影响利润。
 - 1) 利率下行初期利差收窄。利差=（投资收益率-保单资金成本）*投资资产规模，在利率下降初期，由于预定利率调整存在滞后性，预定利率下调的进程慢于投资收益率（类似于2019年开门红产品的情况），从而导致利差收窄。
 - 2) 中长期低利率环境下，评估利率在利率下降中期逐步下滑，传统险准备金计提规模增加，从而减少当期利润。
- 低利率与内含价值：低利率对内含价值的影响分为当期和长期影响。
 - 1) 从当期内含价值来看，利率下降影响当年的实际投资收益率及投资资产的公允价值，通过“投资收益偏差”、“市场价值调整”项目来影响当年的内含价值。
 - 2) 中长期的低利率环境下，内含价值的长期投资收益率假设（目前为5%）的置信度下降，内含价值的可信度打折。

3.当前股价对应的投资收益率假设与10年期国债收益率预期：敏感性测算（1/5）

- 基于此，我们对内含价值中投资收益率假设进行敏感性测算，发现目前股价反映的投资收益率假设较为悲观：平安股价反映的投资收益率假设在3.3%-3.7%，太保、新华股价反映的投资收益率假设在3.3%以下，国寿股价反映的投资收益率假设在3.7%-4.2%，对应的10年期国债收益率预期均在3%以下。具体测算方式见下页。

表12：当期股价隐含投资收益率测算结果

	平安	太保	新华	国寿
当期股价（单位：元）	58.25	28.98	42.06	20.93
隐含投资收益率假设	3.3%-3.7%	3.3%以下	3.3%以下	3.7%-4.2%
对应长期利率预期	2%-2.5%	2%以下	2%以下	2.5%-3%

3.当前股价对应的投资收益率假设与10年期国债收益率预期：敏感性测算（2/5）

- 我们通过假设保险资金的配置比例及不同投资产品的收益率，来测算出不同的十年期国债收益率情形对应的理论上的长期投资收益率，测算出：投资收益率=十年期国债收益率+120-130bps。

以下测算基于3点重要假设：1、由于测算的是长端利率水平对内含价值假设中长期投资收益率假设的影响，而不是对当期投资收益的影响，因此不考虑存量投资资产，假设所有资金都需要重新投资；2、不考虑权益资产价格涨跌带来的投资损益，仅考虑股票股息和基金分红；3、在实际中，往往十年期国债收益率越高，对应的企业债及地方政府债（含政策性金融债）的利差也会越大，因此基于不同的十年期国债收益率水平，设定阶梯式利差，具体见表15。

表13：保险公司投资收益率测算

对应十年期国债收益率	国债收益率：2%	国债收益率：2.5%	国债收益率：3%	国债收益率：3.5%	国债收益率：4%
定期存款	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
债券					
国债	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
地方政府机构债（含政策性金融债）	2.3%	2.8%	3.5%	4.2%	4.7%
企业债	2.7%	3.2%	4.0%	5.0%	5.5%
股票和基金	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
非标	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
现金及其他	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
合计	3.3%	3.7%	4.2%	4.7%	5.2%

3.当前股价对应的投资收益率假设与10年期国债收益率预期：敏感性测算（3/5）

表14：险资大类配置假设

	假设配置比例
定期存款	10.0%
债券	45.0%
国债	10.0%
地方政府机构债（含政策金融债）	17.5%
企业债	17.5%
股票和基金	10.0%
非标	30.0%
现金及其他	5.0%
合计	100.0%

表15：不同配置种类收益率与十年期国债收益率的利差

收益率	十年期国债收益率为2.5%及以下	十年期国债收益率为3%	十年期国债收益率为3.5%及以上
定期存款	1%	1%	1%
债券			
国债			
地方政府机构债（含政策金融债）	0.3%	0.5%	0.7%
企业债	0.7%	1.0%	1.5%
股票和基金			
非标	2.0%	2.0%	2.0%
现金及其他			

3.当前股价对应的投资收益率假设与10年期国债收益率预期：敏感性测算（4/5）

- 敏感性测算基于以下关键假设，测算结果见表16。

1、保险公司的评估价值=内含价值+未来各年新业务价值的贴现值。基于保守原则，我们假设各公司经营年限为20年，2019年及以后的新业务价值同比维持0增长。

2、内含价值对投资收益率的敏感性测算方面，我们基于各公司财报数据进行线性外推，即投资收益率变动与内含价值变动呈线性关系（利率下降某一固定幅度导致的内含价值变动规模是常数）。

3、我们假定“调整后净资产”保持不变，即净资产规模不受投资收益率假设的影响。

4、我们始终统一应用11%的“风险贴现率”水平进行NBV的折现。理论上利率下行将导致风险贴现率的向下调整，但基于保守原则，我们不对风险贴现率进行调整。但我们将国寿(原贴现率为10%)、新华(原贴现率为11.5%)的贴现率调整为11%，使得各家的贴现率一致。

总结：基于EV报表的敏感性分析，我们测算出不同投资收益率假设下的内含价值、未来20年的新业务价值，并统一应用11%的风险贴现率水平进行贴现并加总，从而得到了各家保险公司在不同投资收益率假设下的“评估价值”。

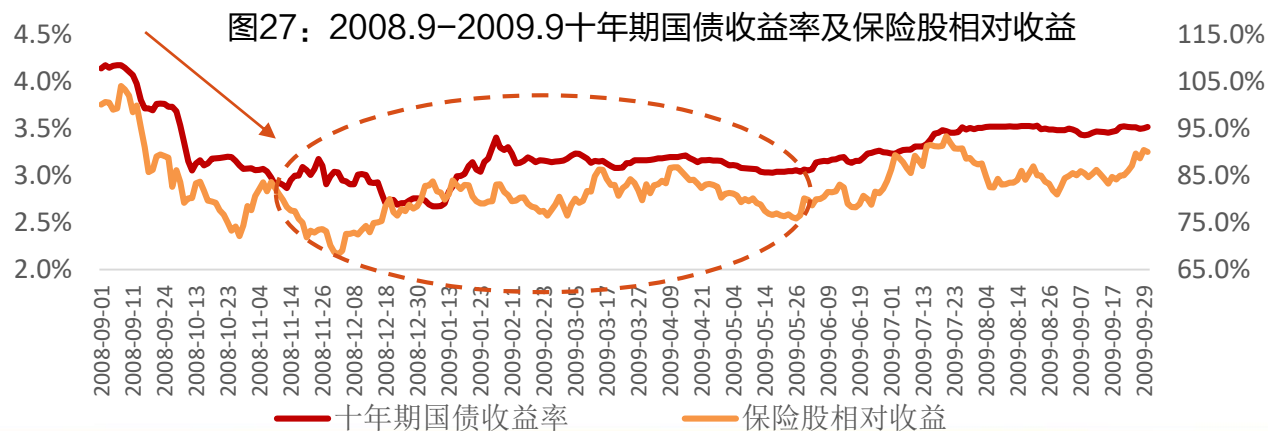
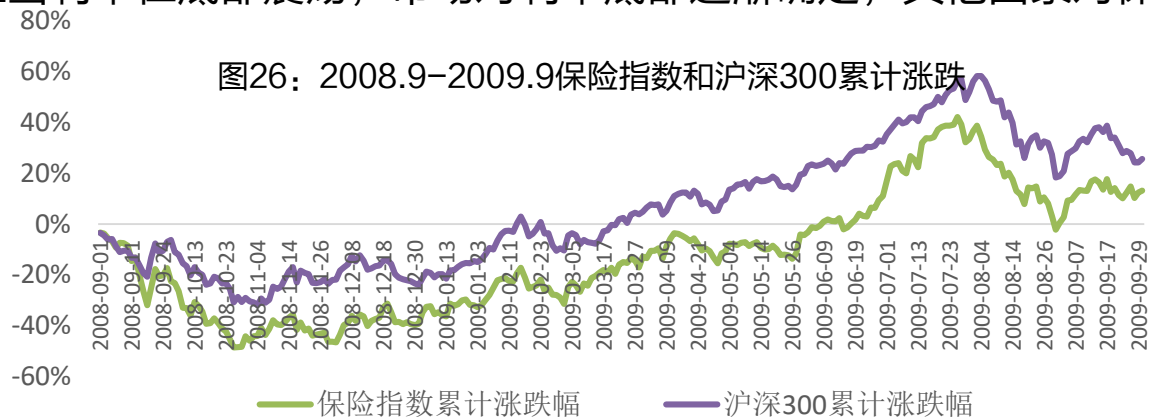
3.当前股价对应的投资收益率假设与10年期国债收益率预期：敏感性测算（5/5）

表16：投资收益率假设敏感性测算

测算情形	项目	平安	太保	新华	国寿
基础情形：投资收益率5%	2018年新业务价值（百万元）	72014	25805	12803	46294
	2018年内含价值（百万元）	1011756	336862	183984	774370
	每股评估价值(元)	71.22	44.57	64.16	28.31
	当前股价（元）	58.25	28.98	42.06	20.93
	总市值/评估价值	0.82	0.65	0.66	0.74
	PEV	1.05	0.78	0.71	0.76
情形1：10年期国债收益率预期3%；投资收益率4.2%	2018年新业务价值（百万元）	60874	21091	10443	35748
	2018年内含价值（百万元）	931474	294862	160313	670128
	每股评估价值(元)	64.75	38.48	54.63	23.65
	总市值/评估价值	0.90	0.75	0.77	0.89
情形2：10年期国债收益率预期2.5%；投资收益率3.7%	2018年新业务价值（百万元）	53912	18145	8969	29157
	2018年内含价值（百万元）	881299	268612	145519	604977
	每股评估价值(元)	60.71	34.67	48.68	20.73
	总市值/评估价值	0.96	0.84	0.86	1.01
情形3：10年期国债收益率预期2%；投资收益率3.3%	2018年新业务价值（百万元）	48342	15788	7789	23884
	2018年内含价值（百万元）	841158	247612	133684	552856
	每股评估价值(元)	57.47	31.62	43.92	18.40
	总市值/评估价值	1.01	0.92	0.96	1.14

3.当前股价对应的投资收益率假设与10年期国债收益率预期：低利率环境下保险股表现复盘

- 我们选取两次低利率时期：2008年9月-2009年10月（10年期国债收益率最低为2.67%）和2015年1月-2016年12月（10年期国债收益率最低为2.64%），对这两个时期的保险股表现进行复盘，我们发现，在利率下行的时期，保险股的相对收益走低；而当利率在低位震荡时，保险股的相对收益与利率的走势相关性减弱。我们猜测有如下原因：在利率下行时期，市场对利率底部的不确定性有较大担忧，但当利率在底部震荡，市场对利率底部逐渐确定，其他因素对保险股走势的影响更大。



3.当前股价对应的投资收益率假设与10年期国债收益率预期：低利率环境下保险股表现复盘

图28：2015.1-2016.12保险指数和沪深300累计涨跌

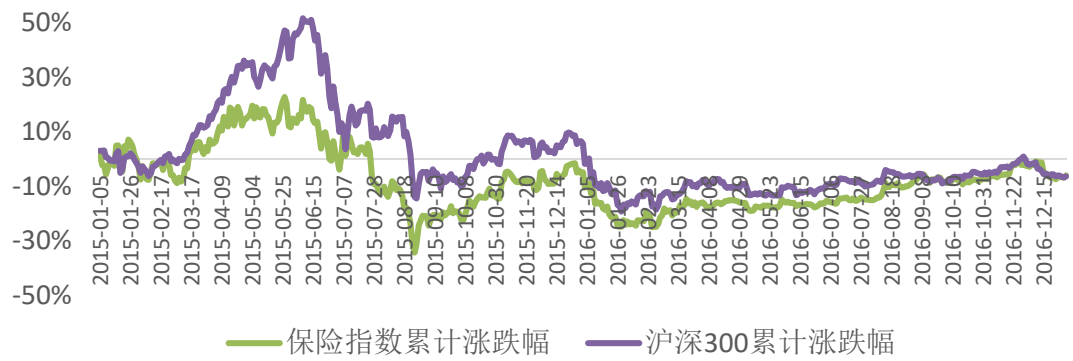
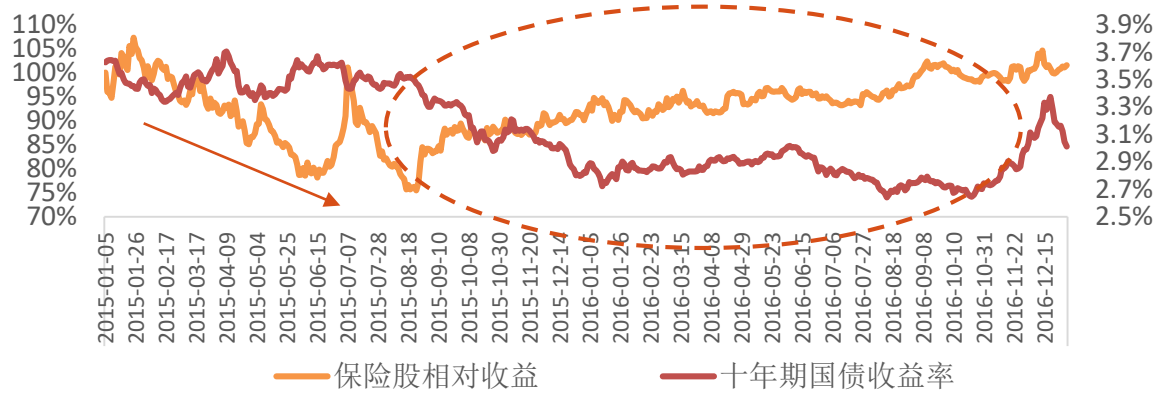


图29：2015.1-2016.12十年期国债收益率及保险股相对收益



资料来源：wind，天风证券研究所；保险指数为wind行业指数：保险 II

1.2018年经营情况回顾

2.2019年发展展望

3.低利率对于寿险估值的敏感性分析

4.投资建议

4.投资建议-寿险：历史估值底部，股价已反应对于长期利率和保费端的悲观预期

- 寿险业长期发展逻辑不变：中国人均GDP仍处于较低水平（相当于日本1978年的水平），城市化水平、教育水平处在长期提升期，以及人口结构红利中长期利好、居民杠杆率的稳中有升，可以使得寿险业在中长期仍可实现平稳较快发展，保险公司的利润与EV 均已进入了中长期增长阶段。
- 短期来看，对长期低利率预期和2019年新单保费负增长、负债成本有所上升的担忧压制保险股股价，目前股价已充分反映悲观预期，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的当前股价对应2018年P/EV 分别仅为1.05、0.74、0.78和0.72倍，处于历史估值底部。预计待2019年初利率底部和保费底部得到确认，估值将向上修复，公司推荐中国平安、中国太保、新华保险。

图30：上市公司PEV估值



4.投资建议-产险：2019年财险利润将触底回升，龙头企业优势凸显

- 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。人保财险依托网点优势、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。人保财险2010-2017年五年平均ROE高达21.13%，预计ROE在2018年触底后将回升，19年、20年ROE将持续提升，目前股价对应1.05倍2018PB，明显低估，结合其历史估值和美国同业比较，给予 1.5PB，继续推荐！

图31：中国财险PB估值



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