

保险

行业重大事件快评

超配

2019年01月08日

经济起伏，不改价值回归大势

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002

联系人：王鼎

0755-81981000

wangding1@guosen.com.cn

事项：

新华保险因为换帅传闻，股价重挫，盘中一度下跌至 9%。同时，相关的传闻亦引起投资者对于明年保费收入预期的调整，波及到其他上市险企的股价。

评论：

■新华保险：层云遮眼

经济波动中快节奏转型，增质不增量

保险转型到这个时点，处境确实比较尴尬。一方面，新华保险回归保障的转型比较激进，银保渠道的趸交全部及个人渠道的趸交全部弱化，销售团队全力冲刺期缴的保障型产品。在这一系列的动作之下，业务质量提升明显，公司年中的新业务价值率目前为上市险企中最高，为 50%，高于中国太保的 41%以及中国平安的 40%。但是另一方面，新华保险在转型的过程中恰好遇到宏观经济整体下调的局面，居民收入及就业率波动大，以及负债率高，所以对保险行业的首年保费有所冲击，致使新华保险的转型只是提质不提量。

销售团队实力的提升被经济形势遮掩

经济环境的波动着实掩盖了新华保险销售团队的整体实力，令投资者难以判断。新华保险近年来持续执行“三高”的政策，其销售团队不会差，我们对新华保险的转型成效抱有信心。

目前行业内的竞争，仍然是销售团队的竞争，产品相对来讲容易开发。保险企业的转型，其实是销售团队的转型，所以一旦开始转型，销售团队肯定受影响，公司首年保费也肯定会经历过山车。新华保险只不过转型比较晚，也比较激进，同时恰好又碰到经济环境剧烈波动，造成现在公司比较尴尬的局面。

维持评级，淡化事件影响，高质量的新增业务更能驱动股价提升

我们认为投资者有必要淡化管理层的影响。目前回归保障是监管层的意图，是大势所趋，同时也是行业的价值回归，所以管理层的人事变动对于公司执行价值回归的趋势不会有影响，只是节奏会有快慢。

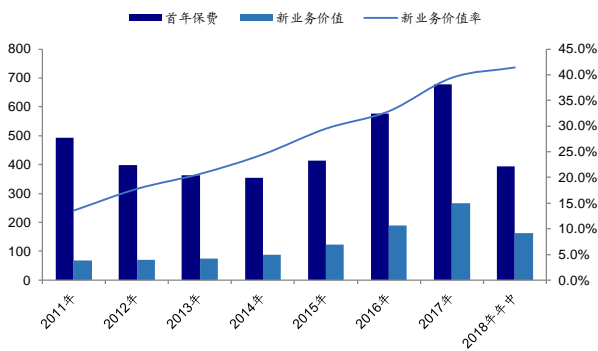
对于行业保费层面，我们聚焦上市险企的首年保费，特别是期缴的保障型产品。我们仍然需要看到，上市险企在 2017 年的保费收入增长过高，其基数效应也在一定程度上放大了 2018 年的保费降低的效应。新华 2017 年新业务价值同比增长 15.4%，个险期缴保费占比总首年保费 71%，同比增长 19%，其中十年期以上保费占比 78%，同比增长 29.6%。太保 2017 年新业务价值同比增长 40.3%，首年保费同比增长 17%，长期保障型首年保费同比增长 34.5%，占比提升至 41%，推动剩余边际增长 32.3%。

■行业：聚焦价值回归

行业价值回归成效显著

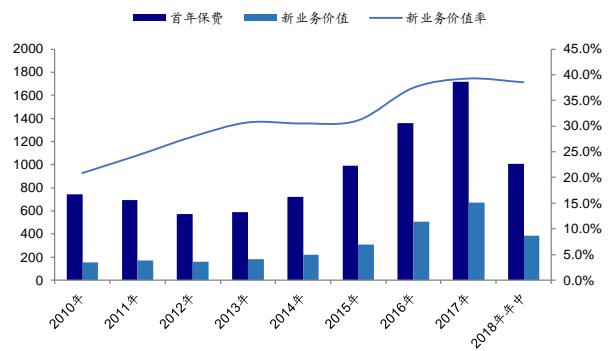
寿险企业的转型成效，以新业务价值率为核心前导指标，之后再带动首年保费规模，驱动新业务价值的迅速上升。我们梳理了截至 2018 年年中，A 股四家寿险龙头企业的转型成效，其中以中国太保转型成效最为迅速，趋势最为稳固；其次是中国平安，其受益于较早的转型和代理人渠道的建设，新业务价值率逐年稳步提升；再次是新华保险，其新业务价值率提升最为迅速，但代理人渠道首年保费的增长需要时间，以弥道转型中银保渠道首年保费的下滑；最后是人寿，因为保费规模较大，转型的成效并不明显，但就业务结构及渠道占比而言，中国人寿的转型确在结构性趋优。

图 1：中国太保历年新业务价值率



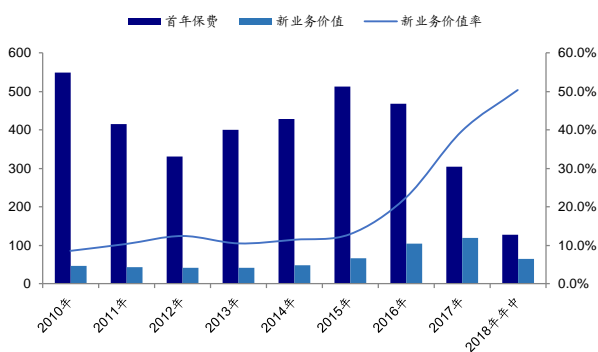
资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（左侧单位：亿元）

图 2：中国平安历年新业务价值率



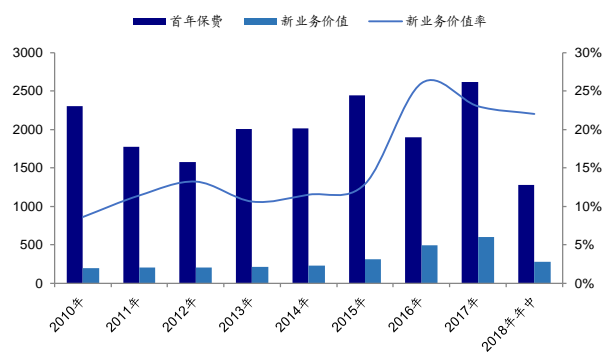
资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（左侧单位：亿元）

图 3：新华保险历年新业务价值率



资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（左侧单位：亿元）

图 4：中国人寿历年新业务价值率

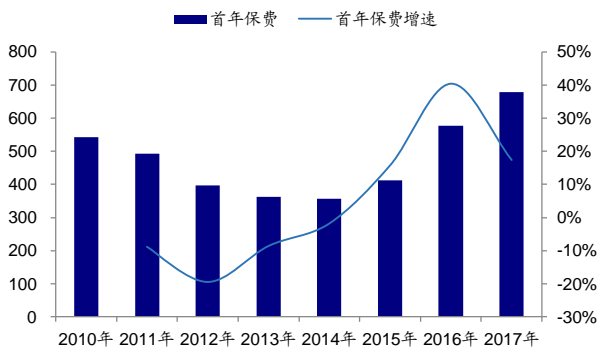


资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（左侧单位：亿元）

收入层面的首年保费

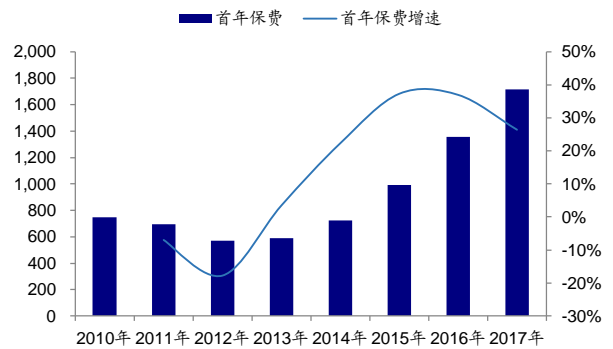
目前居民收入有所波动，负债率居高，肯定是对保险公司首年保费有所影响，但这个肯定不是趋势。我们人均 GDP 仍然很低，世界银行数据是 8000 美金，发达国家基本都在 24000 美金以上，保障型产品的需求仍然在积蓄。同时，随着新业务价值率的提升，未来新增业绩肯定比以往的业绩更能驱动股价。2018 年保费的下滑，不是趋势性的，也不是本质问题。

图 1：中国太保寿险及健康险业务首年保费



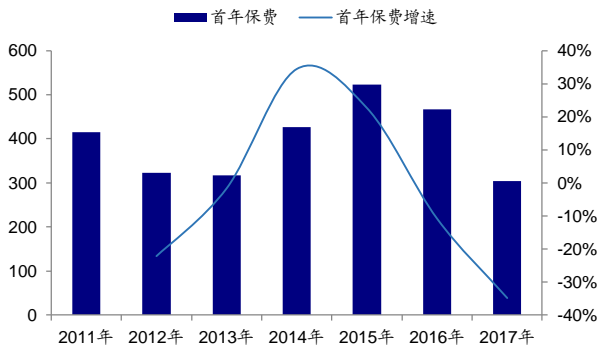
资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图 2：中国平安寿险及健康险业务首年保费



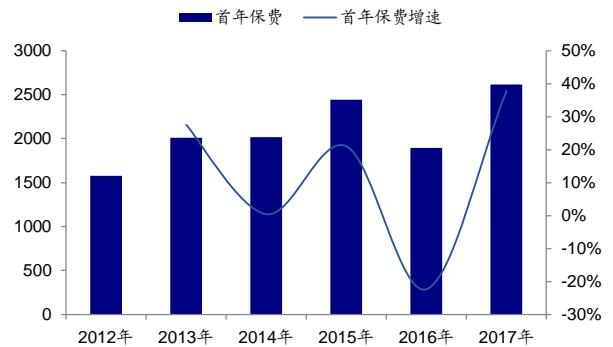
资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图 3：新华保险寿险及健康险业务首年保费



资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图 4：中国人寿寿险及健康险业务首年保费



资料来源：上市险企历年年报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

重点公司投资评级及业绩预测

公司名称	收盘价格	P/EV (集团, 倍)			NBM (倍)			投资评级
		17A	18E	19E	17A	18E	19E	
中国太保	28.36	0.8	0.7	0.6	-1.63	-1.63	-1.43	买入
中国平安	56.30	1.3	1.1	0.9	2.60	2.75	2.48	买入
新华保险	40.51	0.7	0.6	0.5	-3.19	-3.41	-3.12	买入
中国人寿	20.23	0.7	0.6	0.5	-3.4	-3.6	-3.2	买入

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

- 《保险行业 2019 年投资策略: 无限风光在险峰》 ——2018-12-25
- 《保险行业深度研究之一: 寿险: 值所归处, 价所往矣》 ——2018-12-06
- 《保险行业-2018 年中报综述: 新单改善趋势有望延续》 ——2018-09-03
- 《保险资产负债管理研究: 资负管理硬约束, 利好龙头》 ——2018-06-05
- 《保险行业 2018 年一季报综述: 寿险新单销售承压, 财险竞争格局持续优化》 ——2018-05-02

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。