

2019年04月15日

看好

资产端底部反转，负债端平稳过渡

——上市险企 2019 年一季报前瞻

本期投资提示：

- 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险和中国人保预计将于 4 月 26 日至 4 月 30 日期间披露 2019 年一季报。
- **负债端平稳过渡，以价换量成为行业共识。** 2019 年行业淡化“开门红”时点数据考核，聚焦长期储蓄型业务和长期保障型业务，强化新单全年均衡贡献。预计 1Q19 平安寿、国寿、太保寿和新华新单同比增速分别为 -18%、+38%、-8%、+8%，1Q19NBV 增速为 +4%、+25%、-2%和+8%；预计全年新单增速为+10%、+19%、+10%和+15%，全年 NBV 增速为+10%、+13%、+5%和+10%，全年前低后高，负债端逐步向好。展望全年，银行理财等替代性产品收益率逐步下行，股市向好提升分红/万能型产品吸引力但也在一定程度上分流部分资金并对继续率产生一定压力；随着居民可支配收入增速回暖，保障型产品供需结构有望继续向好，看好对新单的量价贡献。财险业务方面，预计人保财、平安财和人保财原保费增速分别为 17.5%、9.5%和 10.2%。预计财险综合成本同比继续提升，人保财和平安财分别为 96.2%和 96.1%。
- **资产端底部反转，投资收益或将持续超预期。** 1Q19 沪深 300、创业板指数分别上涨 28.6%和 35.4%；10 年国债到期收益率较去年年末下行 16BP 至 3.07%，在经济数据全面回暖下 4 月以来上行 27BP 至 3.33%，确立 3.1%附近的底部支撑，整体来看资产端表现远超过去年末市场极度悲观的预期，底部反转态势得到基本确立。根据 2018 年年报中披露的以公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产和可供出售金融资产中股票和基金的持仓，我们假设分别上涨 28%和 20%，对平安、国寿、太保、新华和中国人保集团合并报表中净利润影响分别为 331.29、126.63、9.88、15.05 和 25.93 亿元，对其他综合收益的影响分别为不适用、586.32、213.09、156.76、196.41 亿元（由于中国平安已实施 IFRS9，已不再有可供出售金融资产科目，其中 FVOCI 科目中主要持仓的汇丰控股 1Q19 上涨 1.2%，预计对 OCI 带来 30.84 亿元正贡献）。
- **利润端。** 中国平安营运利润预计同比上涨 18.4%，其中寿险、财险、银行及资管业务营运利润增速分别为 18.0%、8.0%、7.0%和 40.0%。预计平安、国寿、太保、新华和中国人保合并报表营业收入同比增速分别为 9.4%、21.3%、6.1%、10.5%和 18.2%；归母净利润同比增速分别为 44.8%、34.0%、9.5%、42.4%和 4.2%。
- **投资建议：**从社融底到经济底，长端利率筑底；经济数据指标同步改善，3 月 CPI 达 2.3%进一步托底长端利率；权益市场持续催化下保险板块β有望加速展现。值得注意的是，复盘可知，M1 同比增速的回升&PMI 拐点往往伴随着“连续降准”的末期，长端利率拐点再次得以验证，当前平安、国寿、太保和新华对应 2019 年 PEV 分别为 1.24、0.88、0.81 和 0.90X，对应历史估值分位数分别为 52.9%、11.0%、2.6%和 26.6%。**重申保险板块“看好”评级，推荐顺序：新华保险、中国平安和中国人寿，关注低估值补涨标的中国太保。**
- **风险提示：**保障型产品销量不及预期，经济复苏低于预期

证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002
makp@swsresearch.com
王丛云 A0230516090001
wangcy@swsresearch.com

研究支持

葛玉翔 A0230118070005
geyx@swsresearch.com
华天行 A0230117120002
huatx@swsresearch.com
许旖珊 A0230118070006
xuys@swsresearch.com

联系人

葛玉翔
(8621)23297818×7412
geyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

表 1：上市险企权益类持仓对投资收益影响分析

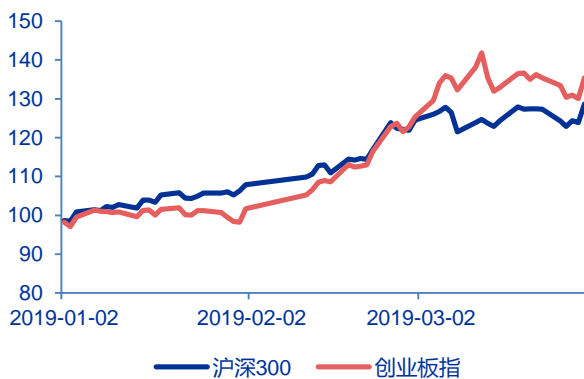
单位：百万元	以公允价值计量且其变动计入当期		可供出售金融资产		投资收益增量	
	损益					
公司名称	期末基金持仓	期末股票持仓	期末基金持仓	期末股票持仓	对净利润影响	对其他综合收益影响
中国平安	40,151	89,640	-	-	33,129	-
中国人寿	13,991	35,230	92,304	143,469	12,663	58,632
中国太保	2,018	2,087	38,068	48,913	988	21,309
新华保险	5,170	1,681	37,127	29,466	1,505	15,676
中国人保	10,629	1,669	51,315	33,492	2,593	19,641

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：上市险企 1Q19 原保费收入及净利润同比增速预测表

单位：亿元，%	原保费收入			净利润		
	1Q18	1Q19	同比增速	1Q18	1Q19	同比增速
公司名称						
平安	2530	2734	8.1%	257.0	372.2	44.8%
国寿	2434	2872	18.0%	135.2	181.2	34.0%
太保	1206	1284	6.4%	37.5	41.1	9.5%
新华	394	428	8.5%	26.1	37.2	42.4%
人保	1701	1959	15.1%	52.5	54.7	4.2%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

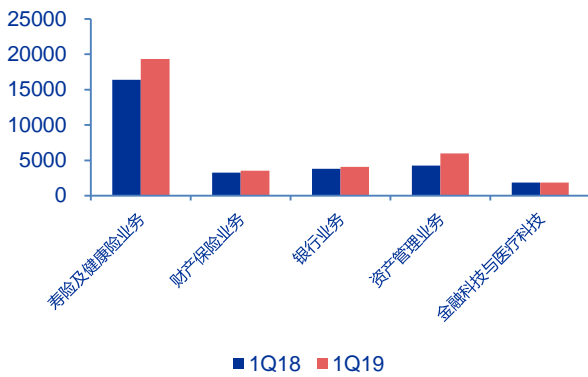
图 1：1Q19 权益市场持续上涨


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：10 年期国债到期收益率在 1Q19 末触底，4 月快速上行

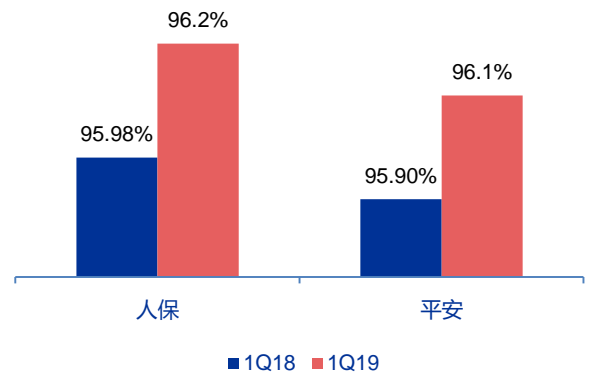

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：中国平安营运利润（单位：百万元）



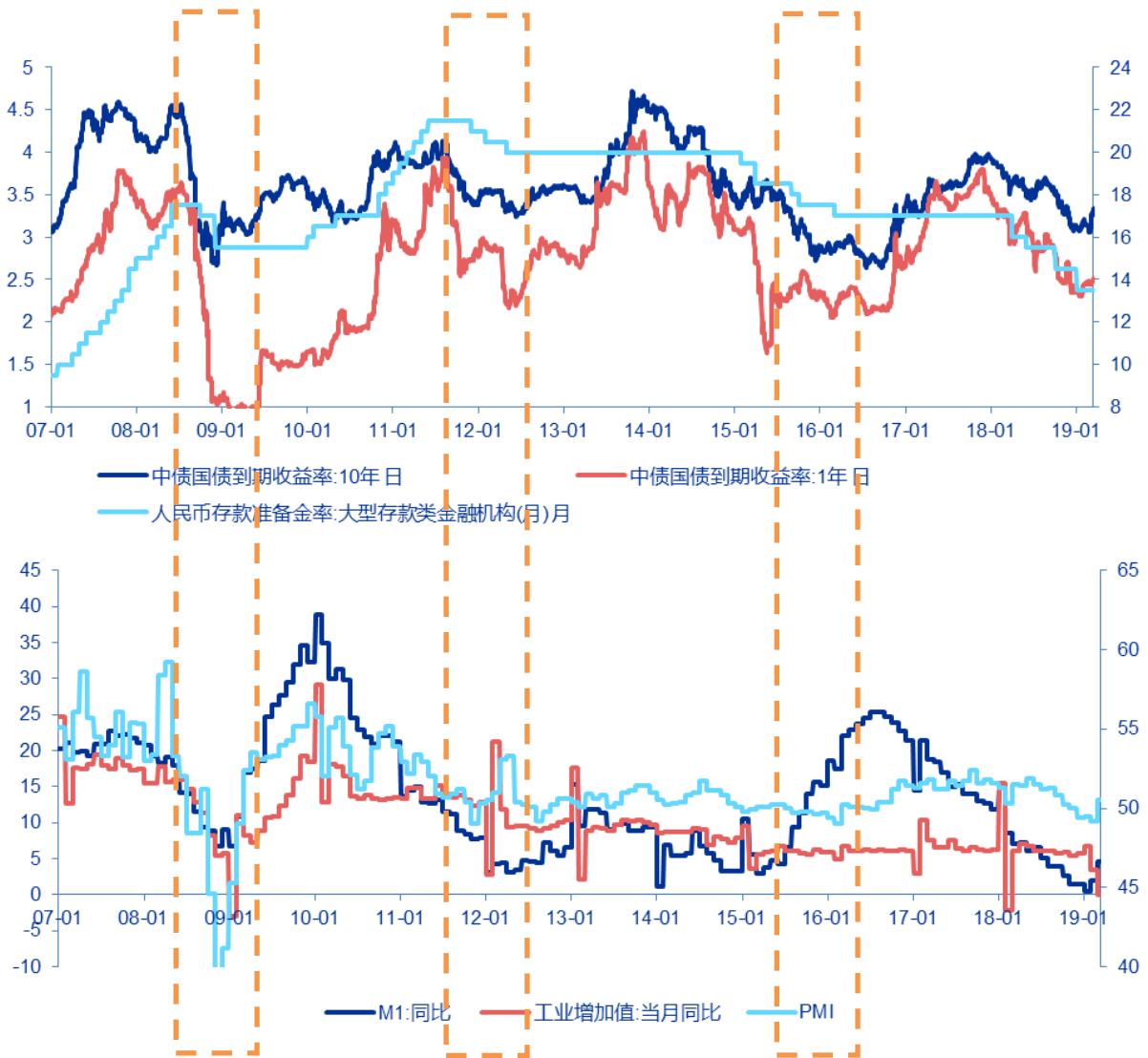
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：人保财险及平安财险综合成本率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：M1 同比增速的回升&PMI 拐点往往伴随着“连续降准”的末期



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：保险行业重点公司估值表（截止 2019 年 4 月 12 日）

EVPS	最新收盘价	2017A	2018A	2019E	2020E	P/EV	2017A	2018A	2019E	2020E
中国平安	80.4	45.14	54.84	64.82	78.18	中国平安	1.78	1.47	1.24	1.03
中国人寿	28.6	25.97	28.13	32.35	37.20	中国人寿	1.10	1.02	0.88	0.77
中国太保	35.0	31.58	37.15	43.46	50.71	中国太保	1.11	0.94	0.81	0.69
新华保险	57.2	49.19	55.49	63.81	73.38	新华保险	1.16	1.03	0.90	0.78
EPS	最新收盘价	2017A	2018A	2019E	2020E	P/E	2017A	2018A	2019E	2020E
中国平安	80.4	4.87	5.88	7.13	8.43	中国平安	16.51	13.69	11.28	9.54
中国人寿	28.6	1.14	0.41	1.17	1.50	中国人寿	25.05	69.04	24.46	19.01
中国太保	35.0	1.62	1.87	2.57	3.03	中国太保	21.63	18.66	13.60	11.55
新华保险	57.2	1.73	2.57	3.90	4.84	新华保险	33.15	22.25	14.65	11.83
中国人保	9.6	0.39	0.32	0.44	0.51	中国人保	24.34	30.26	21.64	18.74

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 4：上市险企历史估值（截止 2019 年 4 月 12 日）

	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
最大值	7.09	8.40	5.41	2.12
最小值	0.62	0.62	0.63	0.61
平均值	1.63	1.96	1.39	1.15
中位数	1.21	1.52	1.24	1.09
最新	1.24	0.89	0.81	0.90
分位数	52.9%	11.0%	2.6%	26.6%

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。