

2019年05月15日

看好

高基数扰动人身险单月增速，价值率仍有提升空间

——上市险企 2019 年 4 月保费数据点评

本期投资提示：

- **事件** 国寿、平安、太保和新华披露 19 年 4 月保费数据，产寿险合计实现原保费收入 2,949、3316、1484 和 515 亿元，累计同比增速分别为 6.9%、8.4%、6.8%和 9.6%，4 月单月同比增速分别为-30.6%、8.3%、11.4%和 10.4%。
- **国寿去年同期销售臻品系列年金使得基数畸高拖累增速，太保寿险原保费单月重回两位数增长，新华新单继续保持两位数增长。**国寿、平安寿、太保寿和新华 4 月单月原保费同比增速分别为-30.6%、10.0%、13.0%和 10.4%。平安寿个人业务新单保费 1 至 4 月单月逐月同比增速分别为-20.2%、-2.2%、+1.2%和-0.4%，累计同比增速为-11.3%，边际向好趋势延续，期末个人业务续期占比为 73.0%（去年同期为 67.1%），**4 月新单单月未能延续同比转正主要系：1.去年二季度基数较高；2.公司持续聚焦长期储蓄型和长期保障型产品，4 月加大产品投放力度。**4 月平安人寿上线疾病保险、终身寿险、医疗险和两全产品数量分别为 9 款、3 款、1 款和 1 款，其中主险 2 款、附加险 12 款。18 年 3 月至 4 月，国寿销售了约 200 亿元的 3 年期缴的臻品系列年金，推高基数使得增速承压（3 月和 4 月单月，国寿原保费同比增速分别为-6.4%和-30.6%，但考虑到臻品系列年金价值率极低，对全年 NBV 增速扰动影响不大，剔除该影响后预计 3-4 月合计原保费增速为 4.4%）。太保 1Q19 个人业务新单同比-13.1%，弱于同业主要系公司淡化开门红和 4Q18 新单同比增长 164%提前消耗部分资源有关，19 年 1 至 4 月，太保寿险单月原保费同比增速分别为 2.9%、2.6%、6.9%和 13.0%，有逐步回暖的趋势。新华保险继续坚持以附促主和聚焦保障战略，4 月加强分支机构费用投入和有效增员考核，预计新单继续保持两位数稳健增长，全年新单增速有望领跑上市险企。
- **人身险行业保费增速快于上市险企主要系部分银保系和平台类公司高增长有关，持续性有待进一步观察，预计全年行业保费维持 10%的增长。**1Q19 结合行业经营数据，我们将不同类型人身险公司进行分类，3 月单月/1Q19 累计增速分别如下：老 7 家（+3.3%/+8.8%）、平台型（+3.6%/+21.8%）、银行系（+11.7%/+24.0%）、健康险公司（+26.1%/+28.7%）和养老保险公司（+17.3%/+16.8%）。
- **太保产险和平安财险 4 月单月原保费同比增速分别为 9.8%和 5.2%。**平安产险 4 月单月原保费同比增长 5.2%，其中车险、非车、意健险同比增速分别为+11.4%、-15.8%和+28.6%。1 至 4 月公司累计非车业务占比达 29.6%（去年同期为 29.9%）；非车业务增速较低主要系公司调整业务结构所致。4 月新车销量同比增速为-14.6%，1 至 4 月累计为-12.1%，数据低于预期或与国 5 国 6 换代导致部分需求延迟有关并且增值税改革对于汽车终端价格的影响尚未显现，预计全年增速前低后高。
- **投资建议：**今年保险投资的核心矛盾仍在资产端，负债端超预期表现概率不大，继续关注宏观经济扰动对长端利率的影响。当前平安、国寿、太保和新华对应 2019 年 PEV 分别仅为 1.25X、0.81 X、0.77 X 和 0.82 X，处于历史分位数的 52.9%、3.5%、2.0%和 15.9%，继续维持行业“看好”评级。**推荐顺序：新华保险、中国平安和中国太保。**
- **风险提示：**长端利率快速下行，保障类产品销售不及预期。

证券分析师

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

研究支持

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

联系人

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

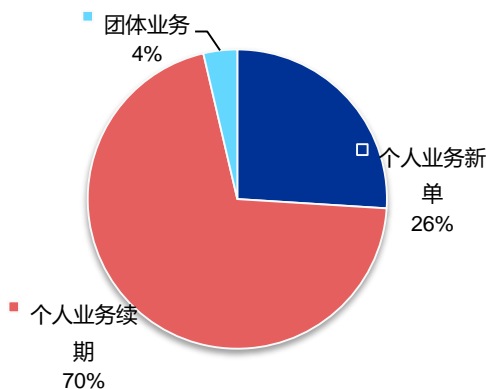


申万宏源研究微信服务号

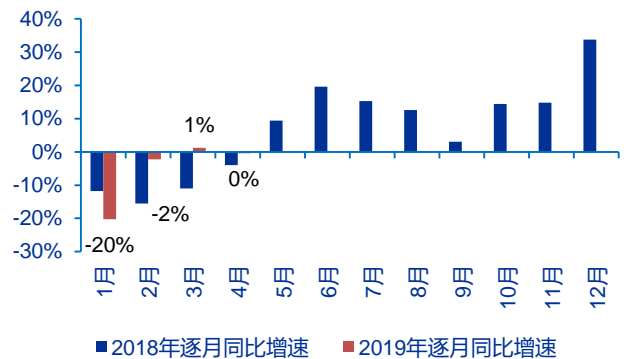
表 1：2019 年 4 月上市险企月度保费数据（单位：亿元）

寿险业务	累计原保费收入	累计同比增速	当月原保费收入	当月同比增速
中国人寿	2,949	6.9%	225	-30.6%
中国太保	1,028	4.8%	99	13.0%
中国平安合计	2,426	8.4%	376	10.0%
中国平安-人寿	2,306	8.0%	348	12.0%
中国平安-健康	20	75.5%	5	66.0%
中国平安-养老	100	7.5%	23	-17.5%
新华保险	515	9.6%	84	10.4%
产险业务				
中国太保	457	11.7%	105	9.8%
中国平安	890	8.5%	198	5.2%
集团合计				
中国人寿	2,949	6.9%	225	-30.6%
中国平安	3,316	8.4%	574	8.3%
中国太保	1,484	6.8%	204	11.4%
新华保险	515	9.6%	84	10.4%

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 1：平安寿险 4 月续期占比维持高位


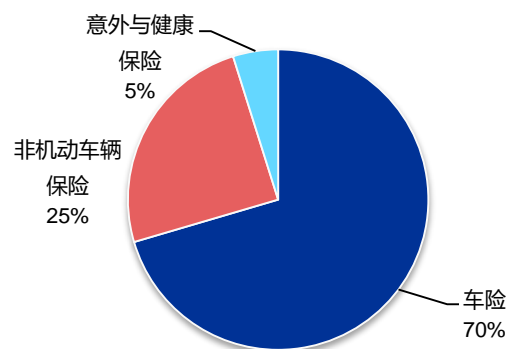
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：平安寿险 4 月个人业务新单增速持平


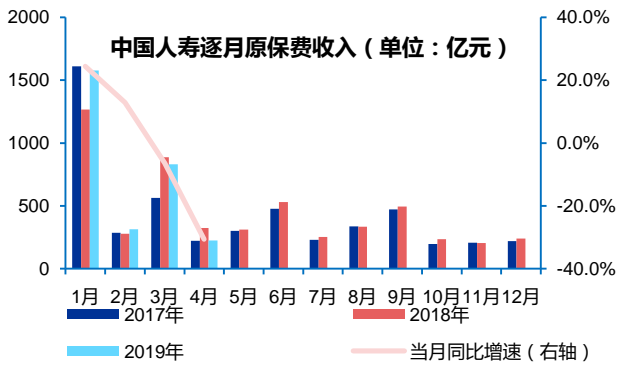
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：新车销量增速底部企稳（万辆，%）

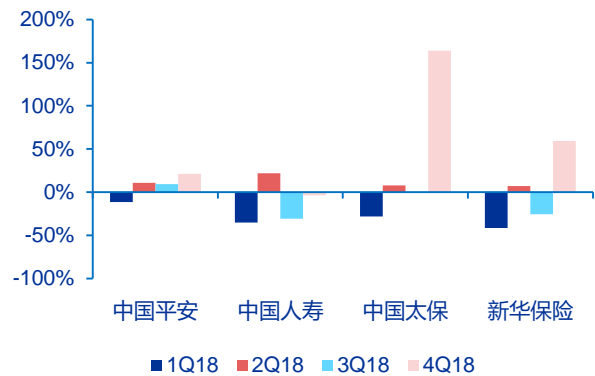

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：平安产险 4 月原保费构成


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：国寿因去年同期基数较高拖累保费增速


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：1Q18 至 4Q18 上市险企公司新单同比增速


资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：平安人寿 2019 年 4 月新产品发布表

产品代码	产品名称	发布时间
1367	平安附加豁免保险费 (C18II) 重大疾病保险	2019/4/22
3094	平安附加爱康保恶性肿瘤疾病保险	2019/4/12
3093	平安爱康保两全保险	2019/4/12
2059	平安民佑安康重大疾病保险	2019/4/8
1366	平安附加豁免保险费 (C19II) 重大疾病保险	2019/4/1
1365	平安附加肝肾疾病保险	2019/4/1
1364	平安附加心脑血管疾病保险	2019/4/1
1363	平安附加白血病疾病保险	2019/4/1
1354	平安附加少儿福保提前给付重大疾病保险	2019/4/1
1353	平安附加少儿福保终身寿险	2019/4/1
1352	平安附加福保提前给付重大疾病保险	2019/4/1
1351	平安附加福保终身寿险	2019/4/1
1057	平安附加倍享百万两全保险	2019/4/1
1056	平安附加 e 生保 (保证续保版) 医疗保险	2019/4/1

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：上市险企估值表（2019 年 5 月 15 日）

EVPS	最新收盘价	2017A	2018EA	2019E	2020E	P/EV	2017A	2018A	2019E	2020E
中国平安	80.5	45.14	54.84	64.54	77.32	中国平安	1.78	1.47	1.25	1.04
中国人寿	26.1	25.97	28.13	32.35	37.20	中国人寿	1.01	0.93	0.81	0.70
中国太保	33.6	31.58	37.15	43.46	50.71	中国太保	1.06	0.90	0.77	0.66
新华保险	52.4	49.19	55.49	63.81	73.38	新华保险	1.06	0.94	0.82	0.71
EPS	最新收盘价	2017A	2018A	2019E	2020E	P/E	2017A	2018A	2019E	2020E
中国平安	80.5	4.87	5.88	8.07	10.18	中国平安	16.53	13.71	9.98	7.91
中国人寿	26.1	1.14	0.41	1.17	1.50	中国人寿	22.89	63.08	22.35	17.37
中国太保	33.6	1.62	1.87	2.57	3.03	中国太保	20.74	17.89	13.04	11.08
新华保险	52.4	1.73	2.57	3.90	4.84	新华保险	30.34	20.36	13.41	10.83

资料来源：Wind，申万宏源研究

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@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.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。