

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年04月09日

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

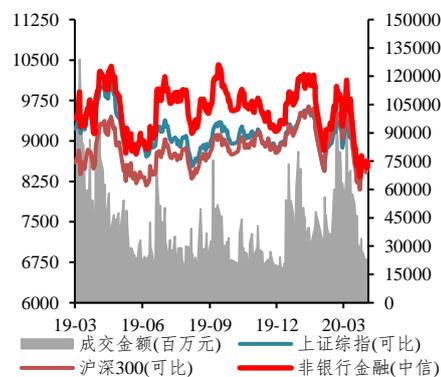
✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

股价走势图



数据来源：wind

相关报告

<<政策利好+市场回暖增厚业绩，逆周期政策催化保险股配置价值>>2019-09-08

<<资本市场改革持续推进，仍战略性看好证券公司板块配置价值>>2019-08-25

<<风控、两融新规优化，行业向上空间有望打开>>2019-08-11

投资助力价值稳健增长，改革推进业务转型升级

——保险行业2019年年报综述及2020Q1展望

核心观点

■ 要点1：业绩超预期增长主要源于权益市场回暖及行业减税降费政策

2019年，在权益投资收益高增长和税优政策红利双重利好作用下，上市险企迎来业绩超预期增长。中国人寿、中国平安、新华保险、中国太保、中国人保和中国太平实现归母净利润同比大幅增长，其中中国人寿以411.5%的增速在行业内一骑绝尘，其余五家险企同比增速分别为39.11%、83.8%、54.0%、66.6%和20.9%，远超行业平均水平。受权益市场回暖影响（沪深300指数上涨36.1%，2018年同期下跌26.3%），可供出售的金融资产公允价值上升，累计浮盈增厚，显著拉升上市险企总投资收益率水平。国寿、平安、新华、太保、人保和平安的总投资收益率（变动幅度）分别为5.2%（1.9pct）、6.9%（3.2pct）、4.9%（0.3pct）、5.4%（0.8pct）和5.4%（0.5pct）。税优政策出台使上市险企实际税率下降，推动净利润增长。中国人寿、中国平安、新华保险、中国太保、中国人保和中国太平2019年实际税率分别为1.31%、11.03%、-10.13%、-1.39%、-6.43%、5.88%，较同期均下降10pct以上。

■ 要点2：内含价值增长稳健，新业务价值增速出现分化

2019年上市险企寿险内含价值大幅增长。绝对值上，中国人寿和中国平安领先同业，内含价值分别为9420.87亿元、7574.9亿元；同比增速上，上市险企增速均保持在两位数以上，中国人保和中国太平增速领先，分别达到26.1%、21.3%。其中，内含价值预期回报对EV增长的贡献介于7.9%~9.5%之间，维持基本稳定的贡献水平，得益于有效业务价值预计回报和净资产预计回报稳定的风险贴现率和投资收益率假设。投资及经营偏差影响显著上升，贡献率由负转正。

2019年上市险企NBV增速分化，中国人寿保持较高增长，其他上市险企增速放缓，并出现负增长现象。中国人寿NBV增速18.6%领先同业，主要得益于公司积极优化业务结构，聚焦长期期缴业务，大力发展保障型保险，以及个险渠道队伍驱动业务增长；中国人保、中国平安NBV增速7.90%、5.05%。其余上市险企NBV出现不同程度负增长。中国太保和中国太平主要受新单增速下滑影响，新业务价值同比负增长，增速分别为-9.30%和-20.59%。新华保险NBV增速-19.91%，主要原因是受制于银保大幅增长，新业务价值率大幅下降，全年新业务价值负增长压力较大。

■ 要点3：非车险拉动产险增长，整体COR略有上浮

车险受汽车销量下降等因素影响，行业整体低迷，但上市险企增速优于行业。非车险业务的较高增速拉动产险增长，中国平安、中国人保、中国太

保非车险业务增速分别为 16.7%、25.8%、33.3%。虽然增速较快，但平安、太保非车险业务占比较小，分别为 28.28%、29.90%，对总体保费收入的拉动能力有限。随着各家险企优化产险结构，提升非车险业务比重，其增长对保费增长的推动作用将更加明显。

行业监管趋严，“报行合一”政策深入实施，叠加“利奇马”等自然灾害影响赔付率，上市险企整体 COR 略有上浮。2019 年平安产险、太保产险、人保财险、太平产险综合成本率（变动幅度）分别为 96.4%（0.4pct）、98.3%（-0.1pct）、98.9%（0.4pct）、99.9%（0.1pct）。手续费率下降促使上市险企产险综合费用率总体下降，四家公司的综合费用率（变动幅度）分别为 39.1%（-2pct）、38.1%（-4.1pct）、33.0%（-3.5pct）、49.6%（3.7pct）。受非洲猪瘟及风雹、暴雨等自然灾害影响，赔付率整体上升，四家上市险企综合赔付率（变动幅度）分别为 57.3%（2.4pct）、60.2%（4pct）、65.9%（3.9pct）、50.3%（-3.6pct）。

■ 要点 4：疫情影响下险企积极布局线上，长期利率下行险资政策利好对冲风险

疫情对寿险代理人展业及增员造成冲击，并以开门红策略影响，上市险企保费收入出现分化：中国人寿受益于开门红节奏前移，储蓄型产品完成优于预期，年后主推保障型产品，为 2020 年 NBV 达成赢得空间，预期一季度疫情影响有限；新华保险加大年金险和银保趸交业务，1、2 月保费增速分别达到 54.1% 和 18.0%，行业增速领先，但价值达成承受压力；中国平安受开门红产品保单生效时点影响，新单增速放缓，1 月和 2 月同比增长分别为 -8.81%、-7.79%，预期渠道（代理人、互联网和银保）改革效果将在 2020 年下半年显现；太保转型 2.0 尚需持续发力，淡化开门红并追求长期价值增长，2 月保费收入增速 -5.2%，NBV 达成面临下行压力。同时各险企积极调整短期战略，实现线上全流程运营和服务，随着复工复产的有序推进，产能有望逐步恢复常态。

受疫情对全球经济造成的影响，长债利率下行的趋势愈加明显，国内权益市场受海外震动，投资风险显著增加，非标资产供给明显下滑，给保险投资端预期回报带来压力。国内政策从市场层面为险资投资释放更多红利，预期批准险资参与国债期货交易政策出台后，进一步拓宽险资投资领域，有效缓解资产负债久期缺口错配问题。权益资产配置有望松绑，银保监会将积极支持保险公司在依法合规的前提下开展长期稳健的价值投资，计划对偿付能力强、运营稳健等有条件的保险公司放开 30% 权益类投资上限，适当增设理财子公司。

■ 要点 5：股价隐含的无风险利率提供较高安全边际，分红对险股投资重要性提升

在长期利率预期下行趋势下，上市险企内含价值中 5% 的投资收益率假设面临重新调整。经估算，当前上市险企估值所反映的我国 10 年期国债收益率介于 0.95%~3.71% 之间。新华保险和中国太保当前股价所隐含的国债收益率预期较悲观，显著低于当前的 10 年期国债收益率 2.50% 左右，已是寿险估值底部，为险企提供较强安全边际。

保险行业进入中低速发展阶段,业务规模扩张放缓,需要预留的资本减少,从而可以将更多资本用于分红。分红对保险股投资的重要性大幅提升。中国人寿近年来年度股息率和股利支付率持续向好;中国太保长期以来分红表现突出。中国太保年度股息率自 2007 年上市以来一直位于行业前列;股利支付率在 30%~50%的区间内,维持行业高位。已实现的高位且稳定的分红有望使中国人寿和中国太保具备估值溢价的空间。

■ **投资建议：估值低位下龙头险企配置优势显现，高分红凸显估值溢价**

监管不断落实高层精神,相继推出政策促进保障型产品及健康险发展。同时,保险股具备防御价值,从目前测算的数据,与 10 年期国债收益率约 2.5%的水平以及中国长期稳健的经济基本面相比,及监管层稳定市场策略逐步推出,当前股价反映的无风险利率预期过于悲观,我们认为持续下行空间应该不大,有望否极泰来。操作与节奏层面上,还是密切关注海外地区的疫情发展,跟踪好 A50 期货走势。

■ **风险提示：中美贸易摩擦波动风险；市场大幅下跌风险；利率持续下行风险；政策改革不及预期风险；宏观经济下行风险；流感肺炎疫情持续蔓延影响等**

目录

1. 净利润超预期增长，受益于投资端高收益和税优政策红利	7
1.1 净利润同比增长超七成，中国人寿领跑同业	7
1.2 剩余边际为寿险持续贡献价值，增速较同期显著放缓	8
1.3 贝塔效应下投资端表现突出，资产配置股+基占比普遍提升	9
1.4 税优政策拉低实际税率，助力增厚险企盈利	12
2. 寿险增长稳健，新业务价值出现分化	13
2.1 EV 保持高速增长，投资及经营偏差扭正	13
2.2 NBV 增速整体承压，中国人寿逆市增长	16
2.3 新业务价值率增速分化，保障型产品贡献价值	19
2.4 内含价值营运利润增长稳健，寿险 ROEV 短期承压	21
3. 产险：非车业务拉动产险增长，COR 略有上浮	22
3.1 乘用车销量下跌影响车险增量市场，非车险实现高速增长	22
3.2 手续费改善显著，赔付率拉高整体 COR	24
4. 疫情影响下上市险企应对策略及 Q1 前瞻	25
4.1 疫情影响寿险展业，险企 Q1 新单保费及 NBV 受冲击	25
4.2 上市险企积极调整战略，营运全流程布局线上	27
4.3 长期利率下行投资端承压，险资政策利好对冲风险	28
5. 投资建议：估值低位、高分红险企凸显竞争优势	28
5.1 当前股价隐含的无风险利率预期悲观，提供较高安全边际	28
5.2 分红对险股投资重要性提升，高分红凸显估值溢价	29
5.3 估值与投资建议	30
6. 风险提示	31

图表目录

图 1:	上市险企 2019 年归母净利润、扣非归母净利润及增速	单位: 亿元/亿港元/%	7
图 2:	上市险企 2016-2019 年剩余边际余额	单位: 亿元	8
图 3:	上市险企净投资收益率情况	单位: %	9
图 4:	上市险企总投资收益率情况	单位: %	9
图 5:	上市险企固定收益类投资占比	单位: %	12
图 6:	上市险企股票基金投资占比	单位: %	12
图 7:	上市险企 2019 年税前利润和净利润同比增速	单位: %	13
图 8:	上市险企寿险保费收入及增速	单位: 亿元/亿港元/%	14
图 9:	上市险企寿险 EV 及增速	单位: 亿元/亿港元/%	14
图 10:	2019 年上市险企寿险内含价值贡献分解	单位: %	15
图 11:	上市险企运营经验偏差率	单位: %	16
图 12:	上市险企市场价值偏差率	单位: %	16
图 13:	上市险企 2019 年 NBV 增速	单位: %	16
图 14:	上市险企新单保费收入	单位: 百万元/百万港币	17
图 15:	上市险企新单保费收入增速	单位: %	17
图 16:	上市险企个险新保收入	单位: 百万元/百万港币	17
图 17:	上市险企个险新单保费收入增速	单位: %	17
图 18:	上市险企代理人规模	单位: 万人	18
图 19:	上市险企代理人月人均产能	单位: 元/人	18
图 20:	中国平安寿险主要险种结构	单位: %	20
图 21:	新华人寿主要险种结构	单位: %	20
图 22:	中国太保寿险主要险种结构	单位: %	20
图 23:	中国太平寿险主要险种结构	单位: %	20
图 24:	上市险企个险渠道收入及增速	单位: 亿元/%	21
图 25:	上市险企内含价值营运利润	单位: 百万元/百万港币	22
图 26:	上市险企 ROEV	单位: %	22
图 27:	乘用车月度销量及同比增速	单位: 万辆/%	23
图 28:	中国平安产险保费增速	单位: %	24
图 29:	中国太保产险保费增速	单位: %	24
图 30:	中国人保产险保费增速	单位: %	24
图 31:	中国太平产险保费增速	单位: %	24
图 32:	中国平安产险保费结构及综合成本率	单位: %	25
图 33:	中国太保产险保费结构及综合成本率	单位: %	25
图 34:	中国人保产险保费及综合成本率	单位: %	25
图 35:	中国太平产险保费及综合成本率	单位: %	25
图 36:	上市险企月度保费	单位: 亿元	26
图 37:	上市险企月度保费同比增速	单位: %	26
图 38:	中债国债 750 移动平均线下行	单位: %	28
图 39:	主要债券到期收益率变化	单位: %	28
图 40:	上市险企年度股息率	单位: %	29
图 41:	上市险企股利支付率	单位: %	29
图 42:	保险板块估值图 (上为 A 股, 下为 H 股)		30

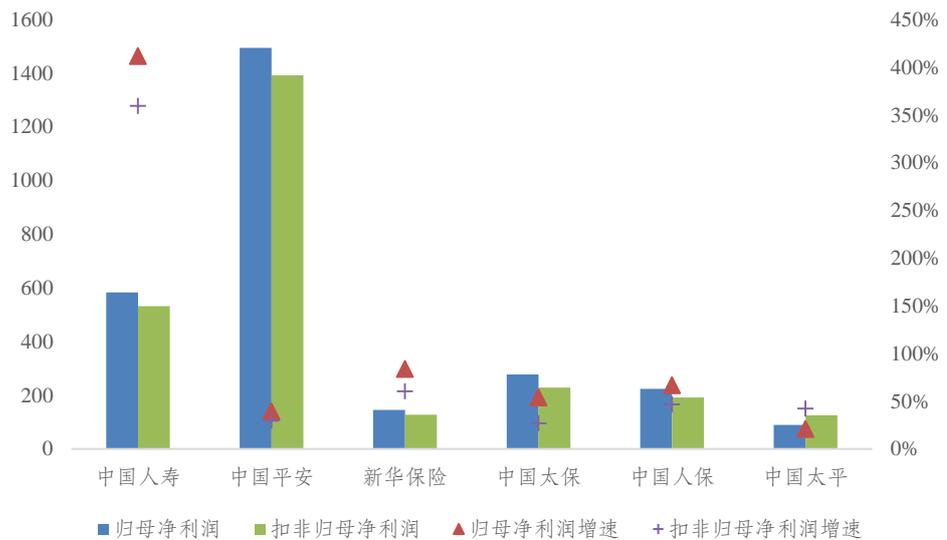
表 1:	上市险企 2019 归母净利润季度同比增速	单位: 亿元/亿港币/%	8
表 2:	上市险企 2019 年总资产和投资资产情况	单位: 亿元/亿港币/%	9
表 3:	上市险企权益表 2019 年期末其他综合收益余额	单位: 百万元/%	10
表 4:	上市险企近三年可供出售金融资产进入其它综合收益情况	单位: 百万元	10
表 5:	上市险企非标投资占比	单位: %	12
表 6:	上市险企 2019 年税前利润及所得税费用	单位: 百万元/百万港币	13
表 7:	上市险企 2019 内含价值 EV 同比增速	单位: 亿元/亿港元/%	14
表 8:	上市险企 2019 年寿险内含价值贡献分解	单位: 亿元/%	14
表 9:	上市险企 2019 新业务价值率及变动	单位: %	19
表 10:	上市险企 2020Q1NBV 增速预测	单位: %	26
表 11:	疫情期间各险企主要应对措施		27
表 12:	上市险企当前估值反映的隐含 10 年国债收益率水平	单位: %	29

1. 净利润超预期增长，受益于投资端高收益和税优政策红利

1.1 净利润同比增长超七成，中国人寿领跑同业

2019年，在权益投资收益高增长和税优政策红利双重利好作用下，上市险企迎来业绩超预期增长。五家上市险企（不包括中国太平）总资产为15.49万亿元，同比增长14.75%；净资产为1.77万亿，同比增长24.05%；归母净利润2723.95亿元，同比增长72.19%。中国人寿、中国平安、新华保险、中国太保、中国人保和中国太平实现归母净利润同比大幅增长，其中中国人寿以411.5%的增速在行业内一骑绝尘，其余五家险企同比增速分别为39.11%、83.8%、54.0%、66.6%和20.9%，远超行业平均水平。税优政策利好是增厚利润的主要原因，扣除2018年汇算清缴返回所得税，即剔除非经常性损益部分，五家上市险企扣非归母净利润同比增速分别为359.5%、29.42%、60.2%、26.7%、46.7%，中国太平税后净利润同比增速为42.21%，均超过去年同期增速。

图 1: 上市险企 2019 年归母净利润、扣非归母净利润及增速 单位: 亿元/亿港元/%



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。以中国太平税后净利润代替其扣非净利润, 单位为亿港元

按照净利润季度增速来看，中国平安、中国太保和中国太平净利润主要集中在上半年释放，贡献净利润占全年比重达到70.77%、59.57%和74.86%，中国平安和中国太保Q4净利润同比增速下滑，分别为-26.95%和-8.45%；新华保险净利润释放同样集中在上半年，但Q4净利润同比增速大幅提高至607.27%，或受2018年同期净利润基数较低影响；中国人寿净利润释放集中在Q1和Q3，全年增速较为均衡，Q3净利润同比增长出现高峰，达到463.91%；中国人保净利润Q4释放趋缓，季度增速出现下降，仅为-22.53%。

表 1: 上市险企 2019 归母净利润季度同比增速 单位: 亿元/亿港元/%

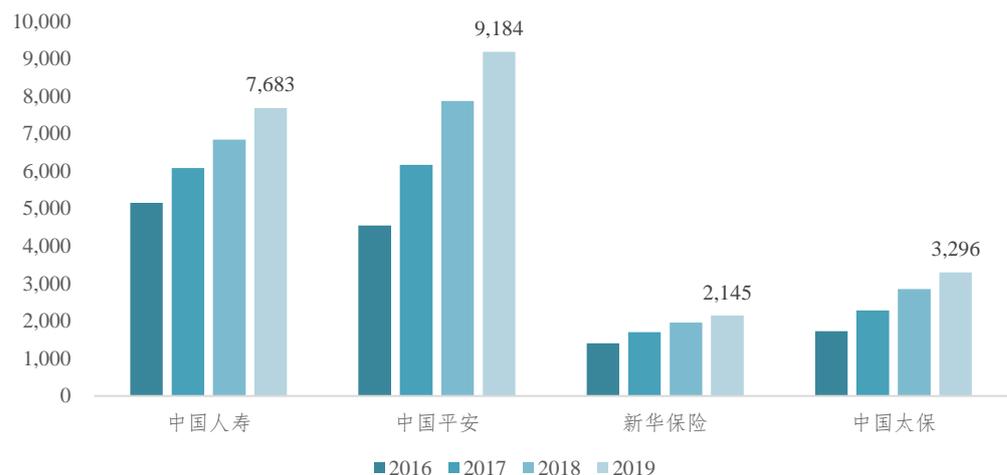
2019 年	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保	中国人保	中国太平
Q1 净利润	261.96	493.24	33.68	55.99	81.5	67.44
Q1 同比增速	91.79%	70.37%	29.04%	46.11%	10.22%	
Q2 净利润	117.33	564.14	71.78	109.27	135.26	29.47%
Q2 同比增速	285.45%	57.50%	125.02%	136.67%	106.31%	
Q3 净利润	203.29	360.1	24.58	68.66	82.5	22.65
Q3 同比增速	463.91%	45.68%	29.16%	50.41%	152.29%	
Q4 净利润	7.56	226.17	15.56	49.62	17.64	35.22%
Q4 同比增速	109.03%	-26.95%	607.27%	-8.45%	-22.53%	

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。中国太平单位为亿港元

1.2 剩余边际为寿险持续贡献价值, 增速较同期显著放缓

剩余边际释放是寿险利润实现中最稳定的部分, 其释放模式自保单发单时点锁定, 不受资本市场和税收影响。作为会计准备金的一部分, 剩余边际余额为寿险业绩持续贡献价值, 提供较强安全边际。从绝对值来看, 中国人寿和中国平安剩余边际余额行业领先, 2019 年末分别达到 9184 亿元和 7683 亿元, 其次是中国太保和新华保险, 剩余边际余额分别为 3296 亿元和 2145 亿元。从增速来看, 2019 年中国人寿、中国平安、新华保险和中国太保剩余边际余额同比增速分别为 12.31%、16.75%、9.65% 和 15.47%, 保持较为稳定增速, 但较去年同期增速普遍下滑, 分别下降 0.22pct、10.88pct、5.13pct 和 9.50pct, 中国平安、中国太保和新华保险新业务贡献同比负增长是造成剩余边际余额增速放缓的主要原因。以平安为例, 2019 年平安寿险剩余边际摊销 744.54 亿元, 占税前营运利润比例为 74.05%, 剩余边际摊销/期初剩余边际余额为 9.5%, 较同期下降 0.6pct, 归因于首年保费增速下行 (同比-3.0pct) 及长期保障型业务增速放缓。

图 2: 上市险企 2016-2019 年剩余边际余额 单位: 亿元



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

1.3 贝塔效应下投资端表现突出，资产配置股+基占比普遍提升

■ 行业投资资产稳步增长，投资收益率保持较高水平

截至 2019 年 12 月末，保险行业总资产 20.56 万亿元，保险资金运用余额 18.53 万亿，投资资产占比为 90.09%。其中，股票和基金投资占资金运用余额比例为 13.15%，较年初增长 1.44pct；银行存款和债券投资占资金运用余额比例为 48.18%，较年初降低 1.03pct。上市险企中，中国人寿、新华保险和中国太保投资资产占比高于行业平均水平，中国平安保险投资资产占比相对偏低，仅为 39.02%，原因在于平安在保险业务之外还有银行等资产业务。

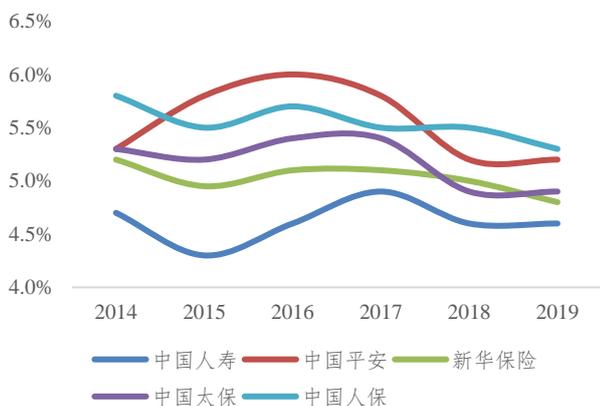
近年来上市险企总投资收益率在 3%~8% 之间波动幅度较大，2019 年受权益市场回暖影响（沪深 300 指数上涨 36.1%，2018 年同期下跌 26.3%），可供出售的金融资产公允价值上升，累计浮盈增厚，显著拉升上市险企总投资收益率水平。国寿、平安、新华、太保、人保和平安的总投资收益率（变动幅度）分别为 5.2%（1.9pct）、6.9%（3.2pct）、4.9%（0.3pct）、5.4%（0.8pct）和 5.4%（0.5pct）。净投资收益率保持稳定，这五家上市险企的净投资收益率（变动幅度）分别为 4.6%（0pct）、5.2%（0pct）、4.8%（-0.2 pct）、4.9%（0pct）和 5.3%（-0.2），较去年略有下降或归因于利率下行趋势及固收类投资收益率降低。

表 2：上市险企 2019 年总资产和投资资产情况 单位：亿元/亿港币/%

上市险企	投资资产	同比增速	总资产	同比增速	占比	变动
中国人寿	35,749.28	15.11%	37,267.34	14.51%	95.93%	0.49pct
中国平安	32,088.36	14.82%	82,229.29	15.12%	39.02%	-0.10pct
新华保险	8,394.47	19.95%	8,789.70	19.76%	95.50%	0.15pct
中国太保	14,192.63	15.09%	15,283.33	14.40%	92.86%	0.55pct
中国人保	9,782.12	9.24%	11,327.71	9.80%	86.36%	-0.44pct
中国太平	7,602.54	24.98%	9,194.00	22.2%	82.69%	1.81pct

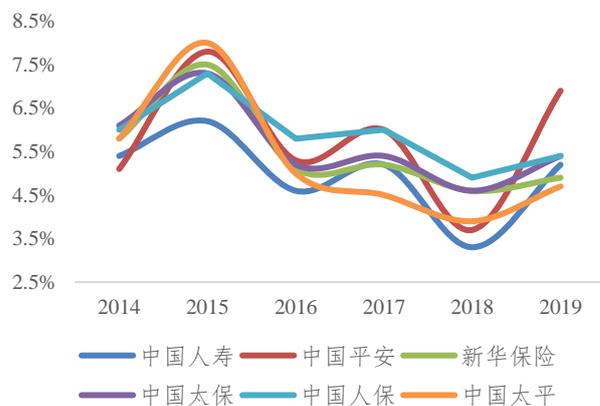
资料来源：公司报告，长城证券研究所。中国太平单位为亿港币

图 3：上市险企净投资收益率情况 单位：%



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 4：上市险企总投资收益率情况 单位：%



资料来源：公司财报，长城证券研究所

2019 年末中国人寿、中国平安、新华保险、中国太保、中国人保的其他综合收益余额分别为 291.63 亿元、134.59 亿元、39.6 亿元、129.49 亿元和 117.83 亿元，占净资产的比重分别为 7.12%、1.58%、4.69%、7.06%和 4.77%，较 2018 年末分别变动 347.77 亿元、85.19 亿元、67.51 亿元、101.57 亿元和 118.23 亿元。受权益市场回暖影响，可供出售金融资产公允价值上升，险企浮盈保持平稳，持续增厚公司净资产。

表 3: 上市险企权益表 2019 年期末其他综合收益余额 单位: 百万元/%

	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保	中国人保
2019/12/31	29,163	13,459	3,960	12,949	11,783
占净资产比重	7.12%	1.58%	4.69%	7.06%	4.77%
2019/9/30	14,772	2,772	875	9,588	9,017
占净资产比重	3.75%	0.35%	1.10%	5.48%	3.74%
2019/6/30	14,580	3733	94	8,621	7,476
占净资产比重	3.9%	0.0%	0.1%	5.30%	3.24%
2019/3/31	17,482	2,343	1,450	9,827	9,156
占净资产比重	4.7%	0.3%	2.0%	5.9%	4.1%
2018/12/31	-5,614	4,940	-2,791	2,792	-40
占净资产比重	-	0.7%	-	1.8%	-
2018/9/30	-2,055	4,582	-1,577	1,524	-522
占净资产比重	-	0.4%	-	1.3%	-
2018/6/30	-5,795	3,136	-507	1,874	1,032
占净资产比重	-	0.5%	-	1.3%	0.5%
2018/3/31	-2,686	2,465	785	1,850	1,365
占净资产比重	-	0.4%	1.2%	1.3%	0.7%

资料来源: 公司财报, wind, 长城证券研究所

表 4: 上市险企近三年可供出售金融资产进入其它综合收益情况 单位: 百万元

上市险企	投资类型	2017	2018	2019	较去年变化
中国人寿	债权型投资	-9,877	17,314	16,809	-505
	股权型投资	8,160	-24,073	41,397	65,470
新华保险	债权型投资	1,581	-875	1,965	3,212
	股权型投资	1,519	5,830	-10,885	6,615
中国太保	债权型投资	-12,144	5,137	6,567	1,430
	股权型投资	13,395	1,372	23,707	22,335

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

■ 调整险资大类资产配置: 固收类投资占比下降, 权益类投资占比上升

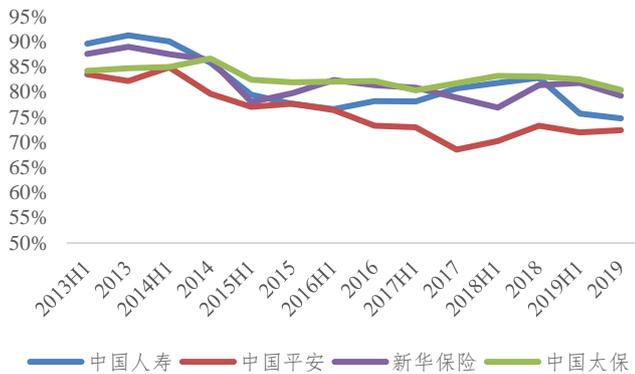
从保险资金大类资产配置来看, 2019 年上市险企固定收益类投资占比下降, 股票+基金投资占比上升, 非标投资比重保持相对稳定。上市险企具体投资收益及资产配置情况如下:

- ✓ **中国人寿:** 通过对投资端进行市场化改革, 完善符合投资价值创造的投资管理体系, 持续优化资产配置结构。2019 年公司实现总投资收益 1690.4 亿元 (YoY+77.7%), 其中公允价值变动损益为 144.19 亿元 (2018 年同期为 -81.48 亿元), 投资资产买卖价差收益 18.3 亿元 (2018 年同期 -195.9 亿元)。总投资收益率为 5.24%, 较同

- 期上升 195bp；净投资收益 4.61%；综合投资收益率 7.28%，同比增长 4.18pct，源于（在扣除转损益和保单红利后）AFS 浮盈高达 340.06 亿元，权益投资浮盈带动期末净资产增长 26.8%。公司加大对长久期债券、高股息股票和非标资产等生息资产的配置力度。债券投资资产占比下降 2.72pct 至 39.48%；权益类金融资产占比达 16.95%，较同期上升 3.27pct。其中，股票+基金配置比例由 2018 年底的 9.18% 提升至 11.05%；在风险可控的前提下增加债权类和股权类非标资产投资比重，有助于提升信用溢价和流动性溢价。
- ✓ **中国平安**：2019 年公司保险资金投资组合规模达 3.21 万亿元，较年初增长 14.82%。年化净投资收益率 5.2%，与去年持平，较上半年末上升 0.7pct，年化总投资收益率 6.9%，较去年同期上升 3.2pct，较上半年末上升 1.3pct。IFRS 准则下，公允价值计量且变动进入损益的资产占比 18.3%。公司不以短期波动获利为目标，固定收益较好，公司债占比下调 1.8pct 至 4%，优化公司债信用评级，且以低风险长久期国债为主要投资标的。股基投资占比 10.7%，提升 0.8pct。
 - ✓ **新华保险**：在公司业务资产主动积累以及投资节奏大幅采用短融的策略下，2019 年公司投资资产突破 8394.5 亿元（YoY+ 20.0%），净投资收益同比+3.3%至 354.5 亿元，总投资收益同比+15.1%至 363.4 亿元，其中公允价值变动净收益 26.5 亿元（上年同期-3.8 亿元），买卖价差损益-2.3 亿元，同比-75.6%。其他综合收益净额 67.5 亿元（上年同期为-43.9 亿元）。其中其他综合收益中可供出售金融资产税后浮盈净额 68.4 亿元（上年同期-42.9 亿元）。资产配置方面：债权型资产加大利率债配置，战略性地加大长久期地方债等符合配置标准的资产配置；权益类投资提升 2.1pct 至 18.7%，其中加大股票+基金投资，占比提升 1.4pct 至 12.1%；公司整体非标资产 2465.9 亿元，占总资产比重 29.4%，较上年末降低近 3pct。非标股权类占比提升 3.6pct 至 21.9%。非标债权类投资占比下降 3.6pct 至 78.1%。非标配置风险、收益符合要求的集合信托计划和不动产投资计划，非标资产的质量较高，风险较小。
 - ✓ **中国太保**：公司在低利率环境下积极做好固定收益类资产配置，保持稳健的投资收益。2019 年公司投资资产 14,192.6 亿元（YoY+15.1%），总投资收益率 5.4%，同比上升 0.8pct，净投资收益率 4.9%，与去年持平，增长稳健。资产配置方面：公司积极配置长久期国债、高等级信用债，固收类投资占比 80.4%，较同期下降 2.7pct，其中降低债券投资 3.7pct；权益类投资提升 3.2pct 至 15.7%，其中加大股票+权益型基金投资，占比提升 2.7pct 至 8.3%，实现 6.3%的年化收益率，积极把握市场机会，创造了明显的收益；另类投资是公司投资的业务特色，增加优质非公开市场融资工具的配置，加大高信用等级基建项目，名义投资收益率达 5.6%。
 - ✓ **中国人保**：公司坚持审慎、稳健、价值长期投资理念，严控风险敞口。2019 年公司投资资产 9782.12 亿元（YoY+9.2%），总投资收益率 5.4%，同比上升 0.5pct，净投资收益率 5.3%，同比下降 0.2pct。资产配置方面：债券投资占比 32.4%，较去年持平。权益投资占比 11.8%，较同期提升 1.0pct，股票占比 5.0%，较同期提升 1.1pct；非标投资收益较高的稀缺优质资产，占比 17.8%，较同期提升 2.3pct，整体信用风险可控。
 - ✓ **中国太平**：公司坚持价值投资理念，发挥保险资金长期优势，主要投向估值合理、能够带来稳定现金流的行业龙头企业，择机配置高分红股票，投资风格总体稳健。2019 年公司投资资产 7603 亿港元（YoY+25.0%），总投资收益率 4.77%，同比提升 0.82pct，净投资收益率 4.72%，同比提升 0.30pct。资产配置方面：固定收

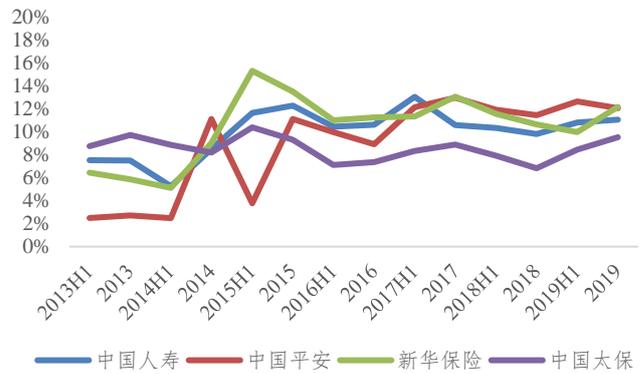
益类资产占比同比下降 3.4pct 至 78.6%。其中债券资产占比下降 1.1pct 至 46.5%，信用评级整体较高；权益类投资占比较同期提升 5.0pct 至 17.4%，股票占比同比提升 3.7pct 至 8.8%，基金投资占比提升 0.5pct 至 5.4%。另类资产占比 19.4%。投资方式进一步多元化，信托计划与专项资产支持计划类金融产品占比增加，投资决策流程严格，资产信用状况较好。

图 5：上市险企固定收益类投资占比 单位：%



资料来源：wind，长城证券研究所。固定收益类投资包括定期存款、债券、其他固定收益类投资

图 6：上市险企股票基金投资占比 单位：%



资料来源：wind，长城证券研究所

表 5：上市险企非标投资占比 单位：%

非标投资占比	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保	中国人保
2014	11.0%	15.6%	19.4%	9.90%	-
2015	15.3%	17.2%	22.7%	14.00%	-
2016	12.0%	17.2%	33.2%	15.60%	-
2017	15.8%	16.9%	35.0%	21.90%	16.6%
2018	15.8%	18.8%	32.3%	24.40%	15.5%
2019	17.5%	16.7%	29.5%	25.7%	17.8%

资料来源：公司财报，长城证券研究所

1.4 税优政策拉低实际税率，助力增厚险企盈利

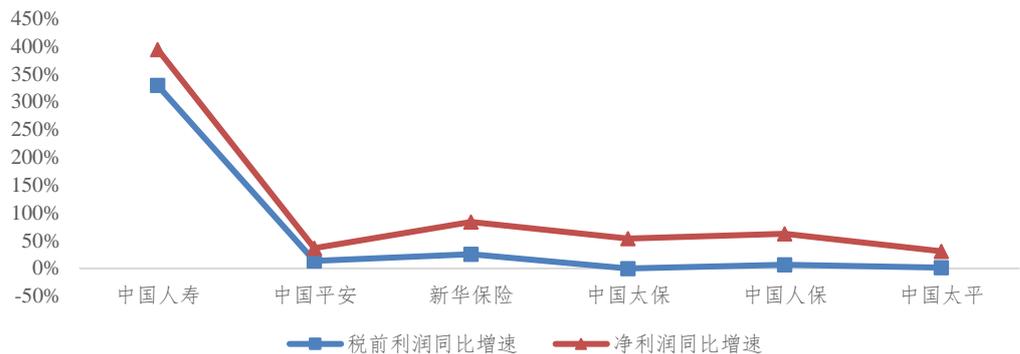
2019 年 5 月，两部门发布免税新政，规定保险企业手续费及佣金支出的 18% 可税前扣除，（原财险扣除标准为 15%，人身险扣除标准为 10%）超过部分可结转以后年度。税优政策出台后上市险企实际税率下降，推动净利润增长。根据利润表公布的所得税费用和税前利润总额，可计算出各上市险企的实际税率，中国人寿、中国平安、新华保险、中国太保、中国人保和中国太平 2019 年实际税率分别为 1.31%、11.03%、-10.13%、-1.39%、-6.43%、-5.88%，较同期均下降 10pct 以上，分别为 -12.95pct、-15.14pct、-34.74pct、-35.57pct、-36.46pct、-32.74pct。这 6 家上市险企税前利润同比增速均低于其净利润同比增速，实际税率降低对险企利润的增厚起到助推作用。

表 6: 上市险企 2019 年税前利润及所得税费用 单位: 百万元/百万港币

	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保	中国人保	中国太平
所得税费用	781	20,374	-1339	-388	782.948	-1915
税前利润总额	59,795	184,739	13,221	27,966	13325.822	29,780
实际税率	1.31%	11.03%	-10.13%	-1.39%	5.88%	-6.43%
同比变化	-12.95pct	-15.14pct	-34.74pct	-35.57pct	-32.74pct	-36.46pct

资料来源: wind, 长城证券研究所。中国太平单位为百万港币, 实际税率=所得税费用/税前利润总额

图 7: 上市险企 2019 年税前利润和净利润同比增速 单位: %



资料来源: wind, 长城证券研究所

2. 寿险增长稳健, 新业务价值出现分化

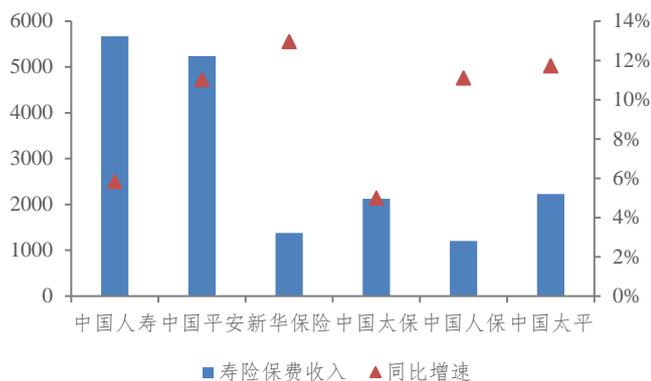
2.1 EV 保持高速增长, 投资及经营偏差扭正

2019 年上市险企总保费稳定增长, 寿险及健康险总保费收入同比增长 8.82%。上市险企中中国平安、新华保险、中国人保和中国太平保费收入增长表现较好, 总保费收入分别为 5236.72 亿元、1381.31 亿元、1205.55 亿元和 2230.18 亿港元, 同比增速分别为 11.02%、12.96%、11.1%、11.72%; 中国人寿和中国太保总保费收入增速略低, 总保费收入 (同比增长) 分别为 5670.86 亿元 (5.8%)、2125.14 亿元 (4.99%)。

■ 上市险企内含价值保持两位数增长

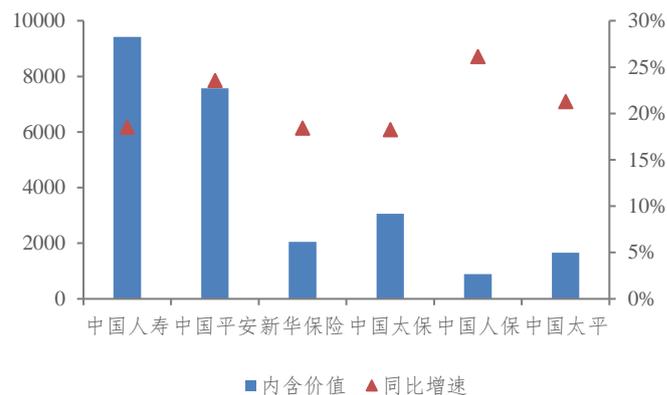
2019 年上市险企寿险内含价值大幅增长。从绝对值来看, 中国人寿和中国平安领先同业, 内含价值分别为 9420.87 亿元、7574.9 亿元; 从同比增速来看, 上市险企增速均保持在两位数以上, 中国人保和中国太平增速领先, 分别达到 26.1%、21.3%。上市险企上半年内含价值占比较高, 占比均达到 90% 以上, 中国人寿、新华保险、中国人保和中国太平 2019 年下半年较去年同期 EV 增速较高; 中国平安、中国太保全年内含价值增速较为平稳, H1/H2 增速分别为 24.61%/8.34%、18.90%/11.65%。

图 8: 上市险企寿险保费收入及增速 单位: 亿元/亿港元/%



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。中国太平单位为亿港元

图 9: 上市险企寿险 EV 及增速 单位: 亿元/亿港元/%



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。中国太平单位为亿港元

表 7: 上市险企 2019 内含价值 EV 同比增速 单位: 亿元/亿港元/%

	2019	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保	中国人保	中国太平
H1	EV	8868.04	7131.91	1914.03	2784.87	825.73	1535.7
	同比增速	15.29%	24.61%	15.58%	18.90%	23.58%	18.66%
H2	EV	552.83	442.99	136.4	270.34	65.13	118.86
	同比增速	114.05%	8.34%	80.66%	11.65%	70.72%	69.51%

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。中国太平单位为亿港元

■ 投资及经营偏差的 EV 贡献由负转正

在上市险企中, 内含价值预期回报对 EV 增长的贡献介于 7.9%~9.5% 之间, 维持基本稳定的贡献水平, 得益于有效业务价值预计回报和净资产预计回报稳定的风险贴现率和投资收益率假设。中国平安内含价值预期回报贡献率行业领先, 达 9.4%, 其次是中国太保(9.3%) 和新华保险(9.2%), 这一指标的稳定释放为内含价值的持续增长提供了安全边际。

通过分解发现, 中国人寿、中国平安、新华保险、中国太保、中国人保和中国太平内含价值预期回报贡献推动 EV 增长分别为 8.38%、9.42%、9.24%、9.26%、7.89%、8.31%; 中国平安新业务价值推动 EV 增长达到 14.68%, 居于行业前列, 除此之外分别是中国太保(9.52%) 和中国人保(99.41%)。2019 年投资及经营偏差影响显著上升, 贡献率由负转正。中国人保投资及经营偏差推动 EV 增长达到 13.48%, 同比上升 19.28pct。

通过计算各上市险企运营经验偏差和市场价值调整变化分别与其 EV 的比值, 得到相关假设的偏差率水平。2019 年中国太保投资及经营偏差推动 EV 增长达到 3.43%, 主要是经营偏差较 2018 年大幅改善, 太保是“经营偏差”指标唯一改善的公司, 贡献率为 1.48%, 体现了经营与风控的稳健性, 另外, 太保的“投资偏差”依旧保持在较小的范围, 体现出投资的谨慎性, 由此可见, 审慎的假设设定和卓越的经营带将有利于中国太保内含价值的实现。

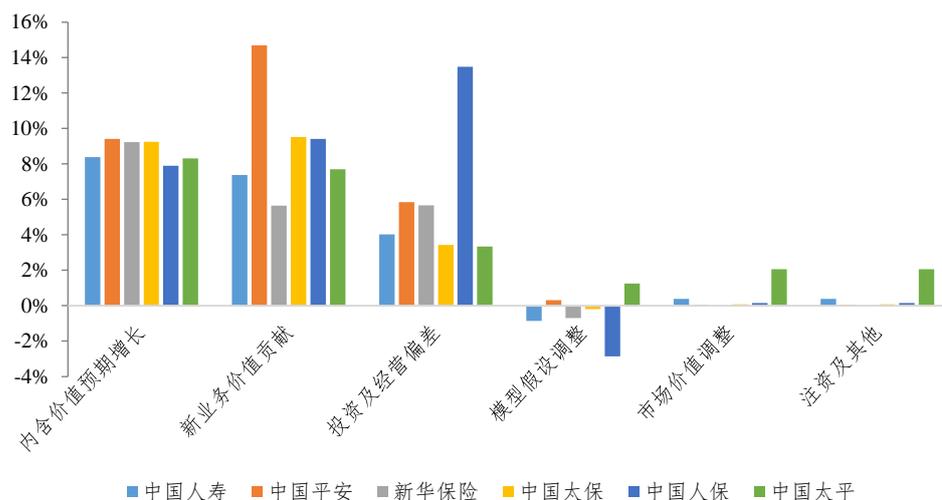
表 8: 上市险企 2019 年寿险内含价值贡献分解 单位: 亿元/%

	EV 增值	EV 预期回报	新业务价值	模型假设调整	市场价值调整	投资及经营偏差	注资及其他
中国人寿	1470.4	666.3	587.0	-68.5	30.2	320.3	-67.0
中国平安	1442.7	577.6	900.5	19.0	2.7	358.1	0.0

新华保险	318.9	160.0	97.8	-12.1	0.0	98.0	-3.6
中国太保	470.9	239.2	246.0	-5.1	2.2	88.6	0.3
中国人保	184.5	55.7	66.5	-20.2	1.1	95.2	-13.8
中国太平	290.3	113.4	105.1	17.1	28.2	45.6	-19.2
	EV 增值	EV 预期回报	新业务价值	模型假设调整	市场价值调整	投资及经营偏差	注资及其他
中国人寿	18.5%	8.4%	7.4%	-0.9%	0.4%	4.0%	0.4%
中国平安	23.5%	9.4%	14.7%	0.3%	0.0%	5.8%	0.0%
新华保险	18.4%	9.2%	5.6%	-0.7%	0.0%	5.7%	0.0%
中国太保	18.2%	9.3%	9.5%	-0.2%	0.1%	3.4%	0.1%
中国人保	26.1%	7.9%	9.4%	-2.9%	0.2%	13.5%	0.2%
中国太平	21.3%	8.3%	7.7%	1.2%	2.1%	3.3%	2.1%

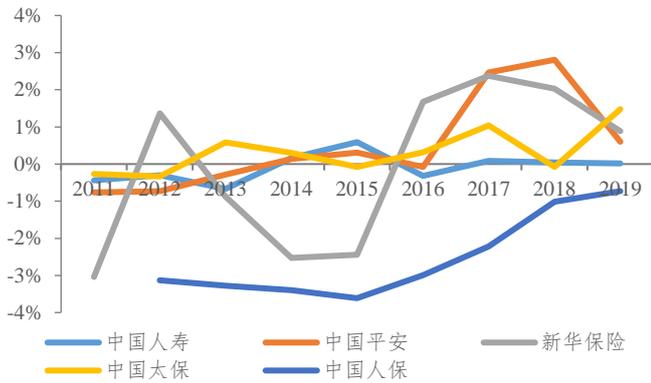
资料来源：公司财报，长城证券研究所。中国人保无“分红”项；新华保险“市场价值调整”包含在“投资与经营偏差”中；中国太平各数据为亿港元，由于注资、分红为一项，故分红前内含价值包含注资

图 10：2019 年上市险企寿险内含价值贡献分解 单位：%



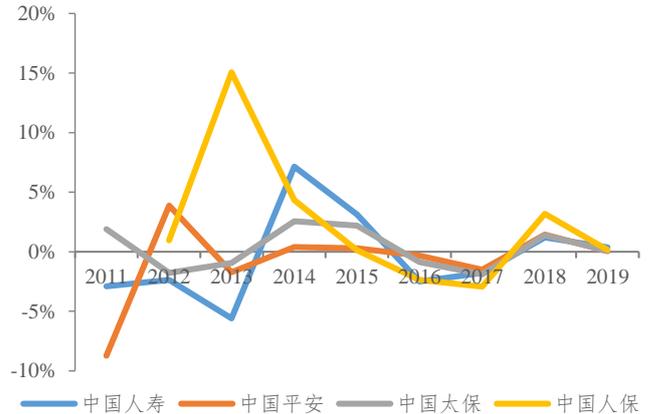
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 11: 上市险企运营经验偏差率 单位: %



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 12: 上市险企市场价值偏差率 单位: %



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

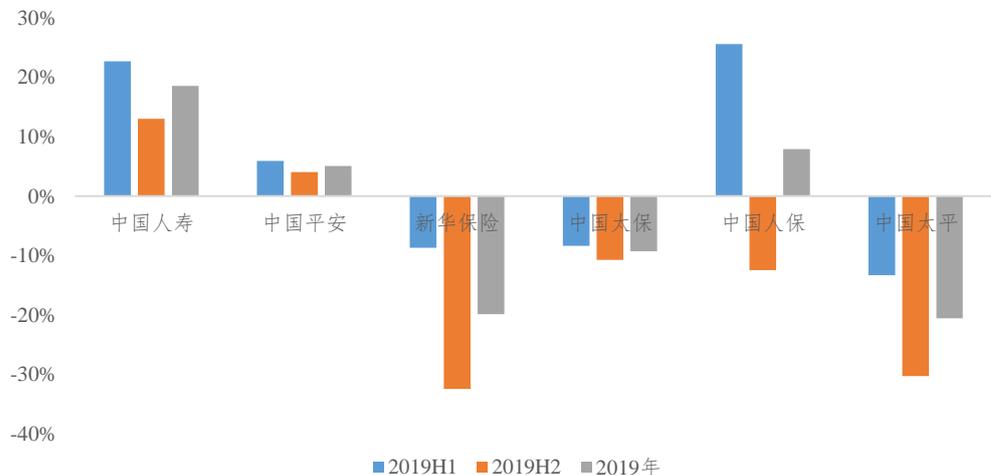
2.2 NBV 增速整体承压, 中国人寿逆市增长

■ NBV 增速出现分化, 中国人寿 NBV 增速领先同业

2019 年上市险企 NBV 增速有所分化, 中国人寿保持较高增长, 其他上市险企增速放缓, 并出现负增长现象。中国人寿 NBV 增速 18.6% 领先同业, H1、H2 的 NBV 增速都达到两位数增长, 分别为 22.7% 和 13.0%, 主要得益于公司积极优化业务结构, 聚焦长期期缴业务, 大力发展保障型保险, 以及个险渠道队伍驱动业务增长; 中国人保 NBV 增速达到 7.90%, 公司业务机构持续优化, 期交保费占比 62.4%, 同比提升 4.6pct, 十年及以上首年期缴保费占比提升 7.9pct。中国平安 NBV 增速有所放缓, 同比增长 5.05% (主要归因于 NBV margin 明显提升和代理人渠道 NBV 增长), 但相对于存量业务规模较大, 贡献了较高的 ROEV, 寿险及健康险内含价值营运回报率达 25%。

其余上市险企 NBV 出现不同程度负增长。中国太保和中国太平主要受新单增速下滑影响, 新业务价值同比负增长, 增速分别为 -9.30% 和 -20.59%。新华保险 NBV 增速 -19.91%, 主要原因是受制于银保大幅增长, NBV margin 大幅下降, 全年新业务价值负增长压力较大。

图 13: 上市险企 2019 年 NBV 增速 单位: %



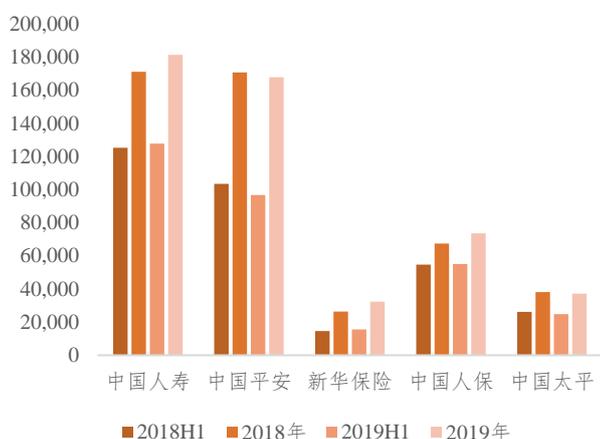
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

■ 新单业务较同期改善，中国太保新单业务承压

2019年上市险企新单保费收入总体较去年同期改善，增速出现分化，中国人寿和新华保险增速领先。中国人寿和中国平安新单保费收入具有绝对优势，中国人寿新单业务增速领先，新单业务和个险新单增速分别为5.93%和9.41%，个险渠道队伍驱动业务增长显著；中国平安2019年调整开门红策略，新单保费同比下降，个险渠道新单保费同比-4.65%。新华保险新单保费增速明显主要原因系银保渠道业务布局激进带动新单业务发展，总体新单保费增速高达22.27%，个险新单保费增速1.64%。

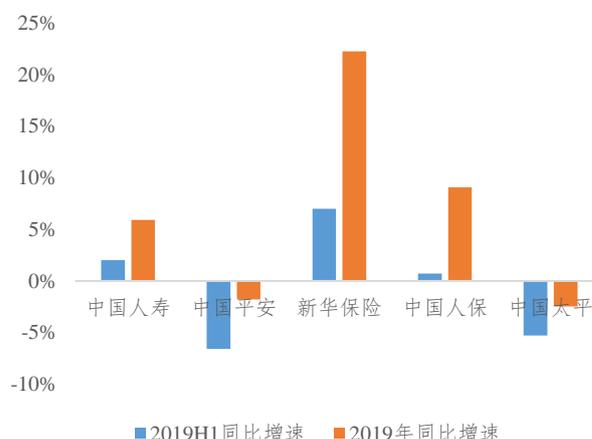
中国太保新单业务显著负增长，其中个险新保业务同比下滑15.2pct。Q4单季个险新保业务同比增速-30.1%，与前三季度当季增速-13.1%、-3.4%和-18.5%相比，降幅最大。主要原因：一是2018年公司月均代理人规模增至84.7万人（2018Q2达到峰值89.4万人），推动个险新保开单基数处于较高水平；二是行业发展进入新周期，公司聚焦长期价值增长，调整短期业务结构，削减低价值渠道，淡化开门红策略。

图 14: 上市险企新单保费收入 单位: 百万元/百万港币



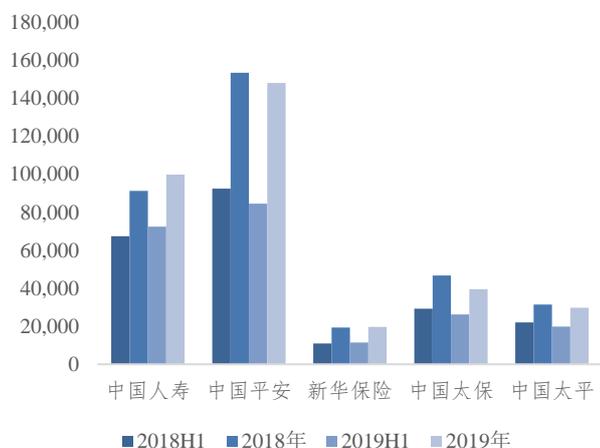
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所, 中国太保单位为百万港币

图 15: 上市险企新单保费收入增速 单位: %



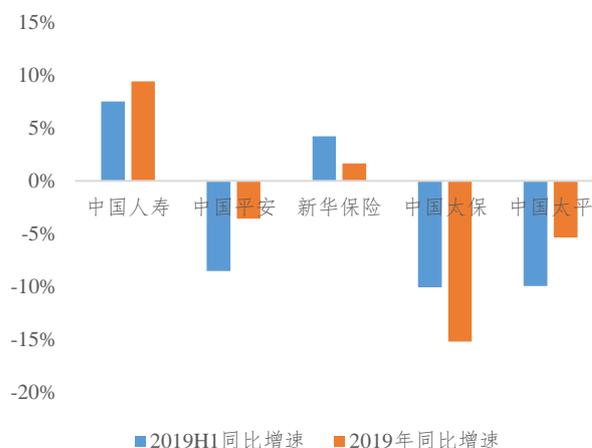
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 16: 上市险企个险新保收入 单位: 百万元/百万港币



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所, 中国太保单位为百万港币

图 17: 上市险企个险新单保费收入增速 单位: %



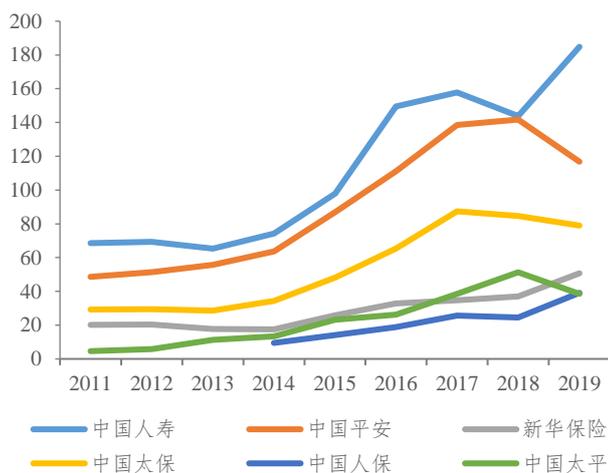
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

■ 代理人规模和产能出现分化，中国平安人力规模收缩人均产能行业居首

2019年寿险代理人发展模式出现两大阵营：1) 中国人寿、新华保险采取了较为激进的人力扩张策略，成为驱动新单保费的主要因素。中国人寿2019年代理人数量达到184.8万人，同比增长4.3%。其中个险销售队伍达161.3万人，同比增长12.1%；新华保险确立“业务增长，队伍先行”的经营策略，队伍规模大幅跃升，营销人力总数达50.7万，同比增长37.0%；中国人保坚持打造三高团队建设，中心城市+科技助力推动人力队伍快速发展。2019年个险渠道规模人力39.1万人，新增大中城市优才人力2.5万人。2) 中国平安、中国太保、中国太平寿险人力规模则呈现不同程度收缩。中国平安坚持“有质量的人力发展”策略，严格执行考核清退政策，代理人规模较18年收缩17.7%至116.7万人；中国太保坚持优化人才增募、加强技能训练、强化新技术应用等多项举措推动营销员队伍，2019年末，代理人月均人力79.0万人，同比下降6.7%；中国太平进一步强化增员标准，优化岗前培训，代理人规模大幅缩减24.8%，将通过科技工具助力代理人蓄人蓄客蓄能。

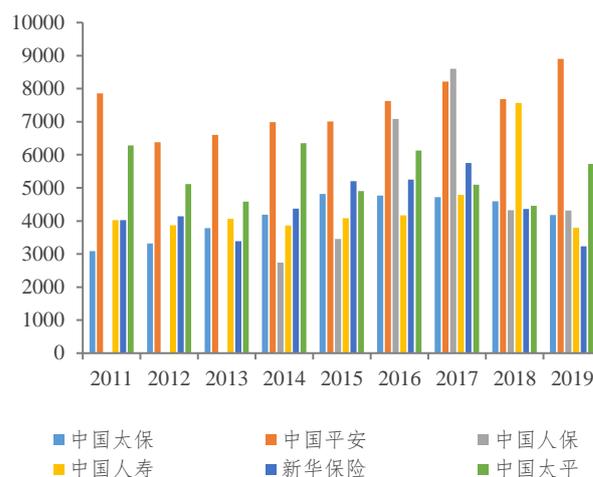
代理人产能方面，中国平安一直处于行业领先地位，其他上市险企（除中国太平）出现不同程度负增长。中国平安通过科技赋能持续推动代理人渠道转型升级。2019年代理人人均产能同比增长15.8%，人均个险新保单件数达1.38件/月，同比增长13.1%，持续保持高增长势头；其他上市险企（除中国太平）倾向扩量提质，中国人寿得益于2018年初较同业更早施行的清虚举措，人均产能下降（主要系代理人规模大幅扩张影响）但核心队伍质态得到改善，个险渠道月均有效销售人力同比增长34.9%；新华保险月均合格率33.1%，同比下降5.7pct，月均人均综合产能3,387元，同比下降22.5%，原因在于2019年人力增长集中在三四季度，形成产能尚待时间；中国太保代理人月均产能同比下降9.0%，月均FYC下降11.1%，月均健康人力和月均绩优人力占比分别较同期下降4.3pct和4.6pct，增速分别下降17.6%和12.8%，脱落情况较整体恶化，代理人队伍精英化转型仍需发力；中国人保代理人产能情况与去年基本持平；中国太平代理人人均产能较快增长或归因于代理人队伍的脱落。

图 18: 上市险企代理人规模 单位: 万人



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 19: 上市险企代理人月人均产能 单位: 元/人



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

2.3 新业务价值率增速分化，保障型产品贡献价值

■ NBV margin 中国人寿和中国平安显著提升，其他险企负增长

上市险企 NBV margin 中国人寿和中国平安较同期提升，其他险企呈不同程度负增长。中国人寿个险渠道、银保渠道 NBV margin 分别为 45.3%、23.8%，同比提升 3.2pct 和 5.1pct，增速行业领先。主要原因在于公司业务结构持续优化，大力发展长期期交业务和保障型业务。首年期交占长险首年保费比重为 97.9%，同比提升 7.7pct，其中 10 年期及以上首年期交保费同比增 42.1%，占首年期交保费比重 54.1%，同比提升 14.2pct。

中国平安 NBV margin 明显提升，2019 年首年保费口径的新业务价值率为 47.3%，同比增长 3.6pct。公司主动进行业务调整，向高价值保障型产品转型，削减短储产品销售，低 margin 短储型产品占比下降 2.4pct。长期保障型产品、短储类产品、短期险的 NBV margin 分别+10pct、+5pct、+7pct。

新华保险、中国太保和中国太平的 NBV margin 分别为 30.3%、43.3%和 28.4%，较同期-17.6pct、-0.4pct 和-7.6pct。新华保险价值率大幅下降，归因于公司战略和产品结构调整，一是公司销售预定利率 4.025%的年金产品，具备市场竞争力销量增加；二是加大趸交产品销售，长期险首年保费中趸交保费收入达 60.6 亿元（主要在银保渠道），是 2018 年的 77.6 倍，占比提升 23.4pct 至 23.8%。期交保费同比-6.7%，其中十年期期交保费同比-14.9%。中国太保于 2019 年下半年推出的“金福人生”产品，margin 显著高于 2018 年的“金诺人生”产品，有助于 NBV margin 在 2019H1 下滑至 39.0%的基础上，回升并稳定于 43.3%。

表 9：上市险企 2019 新业务价值率及变动 单位： %

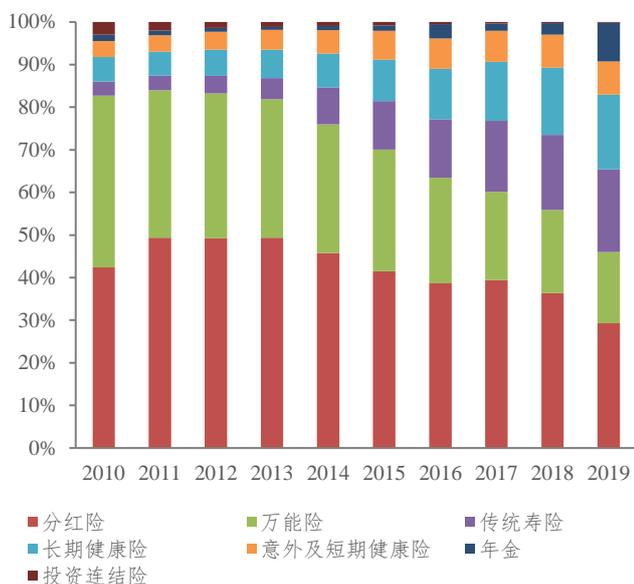
	2019	2018	变动	2019H1	2018H1	变动
中国平安	47.3	43.7	3.6pct	44.7	39	5.7 pct
新华保险	30.3	47.9	-17.6 pct	-	-	-
中国太保	43.3	43.7	-0.4 pct	39.5	41.9	-2.4 pct
中国太平	28.4	36	-7.6 pct	26.4	29.9	-3.5 pct

资料来源：公司财报，长城证券研究所

■ 保障型保险占比持续提升，有助于提高 NBV margin

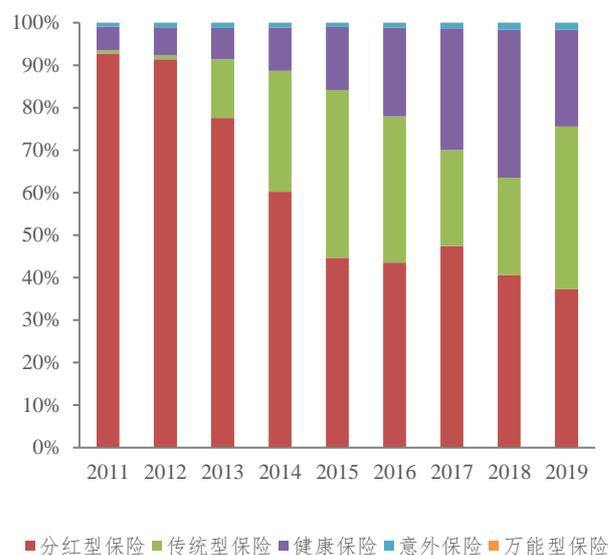
在监管部门“回归保障、保险姓保”的政策导向下，寿险公司纷纷加大对重疾、医疗、健康险及定期寿险等业务的投入，产品结构中保障型业务比重持续升高，分红险、万能险占比收缩。中国平安寿险长期健康险增长迅速，实现保费收入 1070.15 亿元，增长 18.8%，占全部寿险保费收入 17.5%，占比较去年+1.70pct；分红险和万能险占比（同比变动）分别为 29.3%（-7.14pct），16.7%（2.18pct）。中国太保坚持发展传统型和分红型业务，2019 年实现传统型保险业务收入 836.9 亿元，同比增长 19.2%，其中长期健康型保险 439.0 亿元，同比增长 33.0%。长期保障型产品增速快于长期储蓄型产品增速，分红型保险业务收入受产品形态切换影响，增速下降 5.5%，有助于 NBV margin 回升。新华保险坚持以健康险为业务核心，适度发展理财型年金险，分红型占总保费比重较高，占比 37.3%，银保趸交保费收入大幅增加，占比较同期提升 23.4pct，NBV margin 下行压力较大。中国太平大力发展长期健康险，2019 年实现长期健康险保费收入 353.21 亿港元，较 2018 增长 23.4%，占寿险保费收入的 22.1%，已超过 2012 年该产品保费收入的 20 倍。

图 20: 中国平安寿险主要险种结构 单位: %



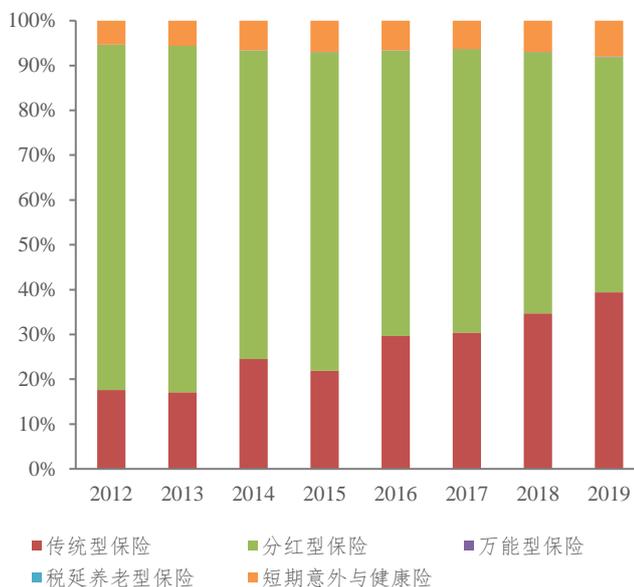
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 21: 新华人寿主要险种结构 单位: %



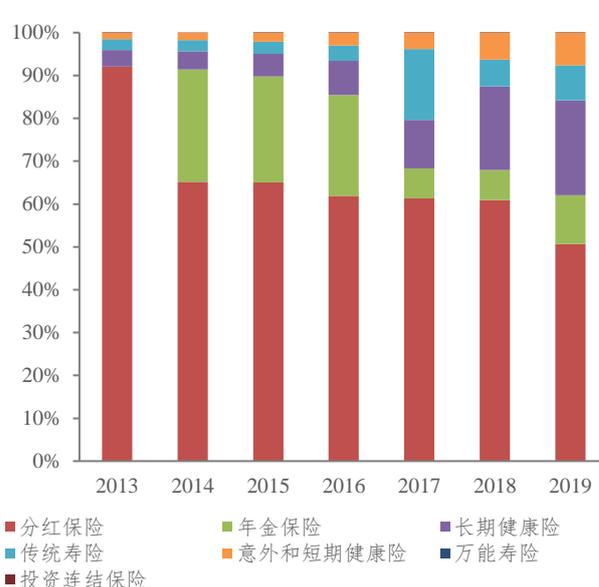
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 22: 中国太保寿险主要险种结构 单位: %



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 23: 中国太平寿险主要险种结构 单位: %



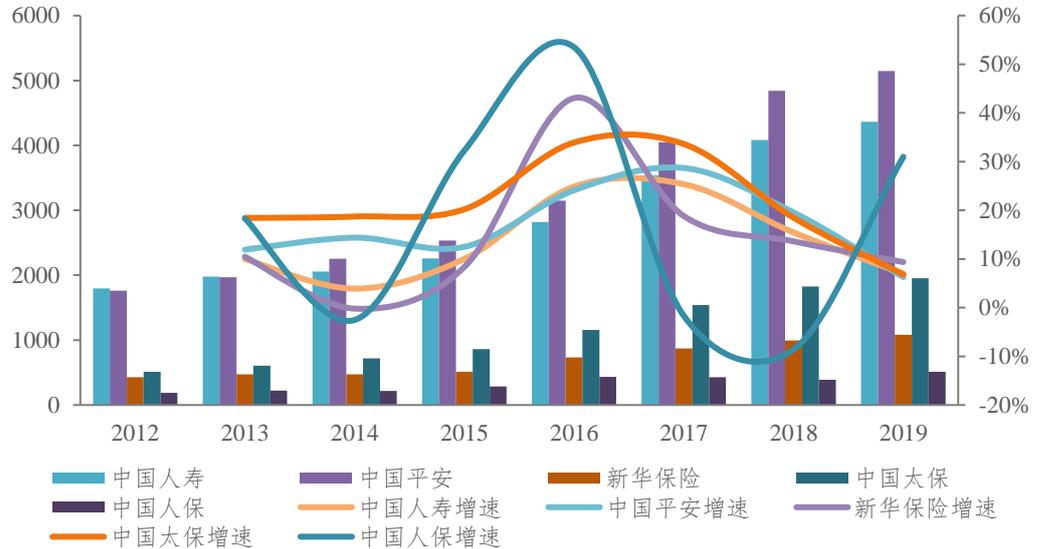
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

■ 个险渠道占比均超过七成, 新华保险个险渠道下滑银保渠道上升

2019 年各险企个险渠道占比均超过 70%, 但变动上各有不同。平安寿险个险渠道占比为 84.1%, 较 2018 稍有下滑, 但依然维持了多年以来的高位水平。太保寿险的个险占比具有绝对优势, 2019 年个代渠道保费收入 1951.6 亿元, 占渠道总收入比重高达 91.8%。个险增速在行业中也保持较高水平, 超过中国平安、中国人寿的增长速度。中国人寿和太平人寿的个险占比均略有上涨, 变化不大, 个险保费分别同比增长了 6.94% 和 10.42%。

新华保险个险渠道实施“健康险+年金险+附加险”产品策略，占比78.5%，较同期明显下滑，下降2.6pct。其中长期险首年保费占个险保费比重下滑5.5pct至14.0%。银保渠道业务规模增长，占比提升2.8pct至19.8%，负面影响NBV margin。

图 24：上市险企个险渠道收入及增速 单位：亿元/%



资料来源：公司财报，长城证券研究所

2.4 内含价值营运利润增长稳健，寿险 ROEV 短期承压

营运利润体现了存量业务和最近 12 个月新业务带来的当期盈利，并且剔除了短期投资收益波动影响，比 VIF（存量业务的未来盈利）和 NBV（最近 12 个月新业务的未来盈利）更加易于投资者理解且稳定性较高。我们通过测算发现，中国平安和中国人寿的内含价值营运利润处于领先地位，其次是太保寿险，一直保持稳健增长。2011-2018 年太保寿险 CAGR 达到 20.3%，仅次于中国平安 27.7% 的 CAGR 水平。新华保险 2019 年内含价值营运利润同比下降了 14.2%，是由于 NBV 大幅下降，且运营经验偏差值较去年减少一半。

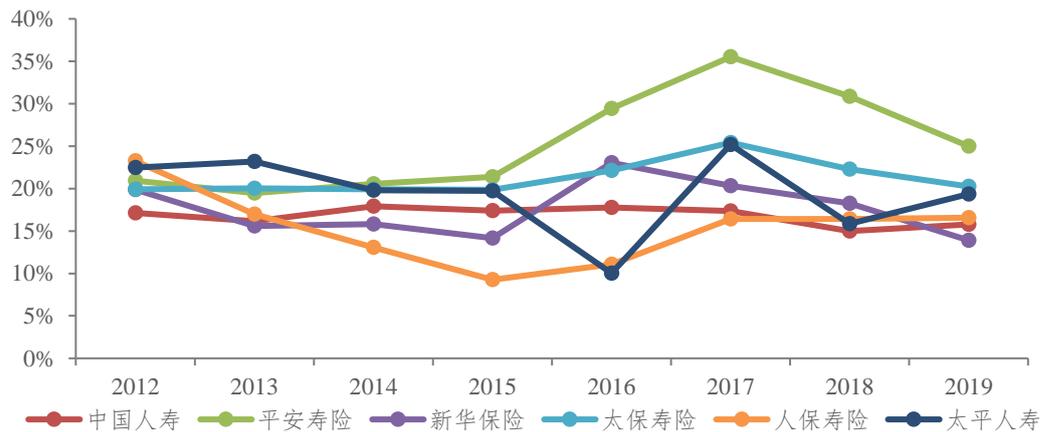
ROEV 指标能够反映险企未来长期增长能力，根据定义：寿险及健康险业务 $ROEV = EV$ 营运利润/年初 EV，其中 EV 营运利润由年初 EV 预计回报、NBV 创造和营运贡献组成。2019 年上市险企寿险 ROEV 短期承压，中国人寿、平安寿险、新华寿险、太保寿险、人保寿险和太平人寿 ROEV 分别为 15.78%、25.01%、13.91%、20.25%、16.57%、19.36%，较去年同期分别变动 0.79pct、-5.84pct、-4.37pct、-2.05pct、0.17pct、3.51pct。

图 25: 上市险企内含价值营运利润 单位: 百万元/百万港币



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。其中涉及到的测算数据可能与实际存在差异, 中国太平单位为百万港币

图 26: 上市险企 ROEV 单位: %



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。其中涉及到的测算数据可能与实际存在差异

3. 产险: 非车业务拉动产险增长, COR 略有上浮

3.1 乘用车销量下跌影响车险增量市场, 非车险实现高速增长

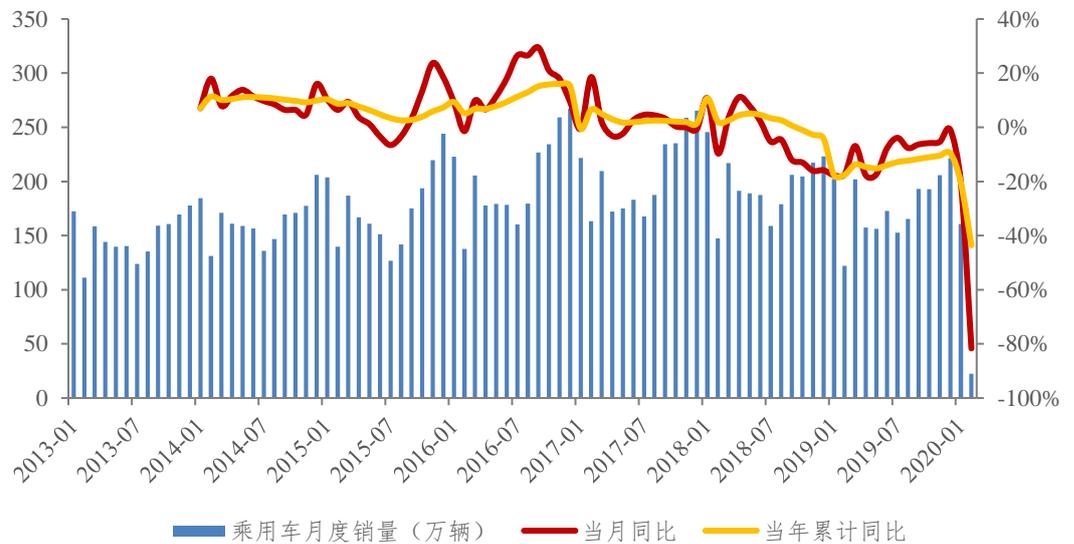
■ 乘用车销量大幅下跌影响车险增量市场

根据中汽协公布数据, 受经济大环境影响, 2019 年全年乘用车销量 2144 万辆, 较 2018 年的 2371 万辆进一步下跌, 跌幅由 4.1% 扩大至 9.6%。1-12 月每月销量均成同比下降态势, 其中 1、2、4、5 月跌幅均超过 17%。乘用车销量的整体下滑, 使得保险行业车险业

务增速有所承压。2019年，全行业产险公司保费收入达13016.33亿元，同比增长10.72%，增幅收窄。

车险受汽车销量下降等因素影响，行业整体低迷，但是上市险企增速优于行业。中国平安、中国人保、中国太保三家上市险企共实现产险保费收入8361.74亿元，同比增长10.9%。三家险企产险保费收入分别为2709.30亿元、4316.44亿元和1336.01亿元，同比增长9.49%、11.25%和12.65%，其中车险业务增速分别为6.9%、1.6%、6.0%。非车险业务增长保持较快速度，增速分别为16.7%、25.8%、33.3%。虽然非车险业务增速较快，但平安、太保非车险业务占比较小，分别为28.28%、29.90%，因此对总体保费收入的拉动能力有限。而随着各家险企优化产险结构，车险保费占总产险保费收入的比例在持续降低，非车险业务增长对保费增长的推动作用将更加明显。

图 27：乘用车月度销量及同比增速 单位：万辆/%



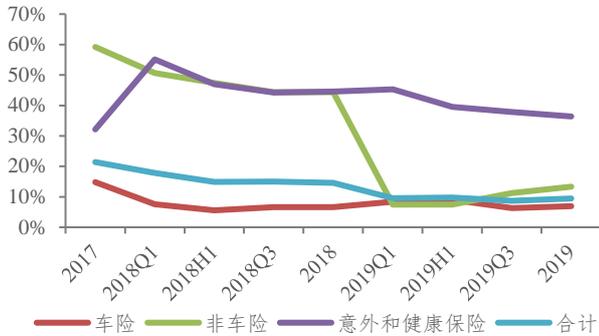
资料来源：wind，长城证券研究所

■ 车险增速优于行业，非车险高速增长

- ✓ **平安产险：**实现原保险保费收入2709.30亿元，同比增长9.5%。Q4产险保费740.54亿元，同比增长11.70%，环比增长11.51%。其中车险保费收入1943.15亿元，同比增长6.9%。产险的营运利润209.52亿元，同比大幅增长70.7%，营运ROE达24.6%。主要归因于资本市场持续回暖带动的投资收益增加，以及手续费率下降使得所得税同比减少。
- ✓ **太保产险：**实现保险收入1,329.8亿元，同比增长12.9%，跑赢大市2.2pct。车险实现保费收入932.2亿元，同比增长6.0%，增速优于行业。其中续保业务已经成为车险增长的主要动能，贡献保费67.1亿元，提升保费收入7.6pct。非车保费收入保持33.3%的高速增长。农险加快与安信农险的全面融合，打造农险创新品牌，2019年末实现农险原保费收入67.8亿元，保持35.6%的高速增长。
- ✓ **人保产险：**实现保费收入4332亿元，市场份额33.2%，实现增量保费437亿元，增量份额34.7%，稳居行业第一。车险保费收入同比+1.6%，非车险同比+31.1%，其中信用保证险规模同比+96.7%。

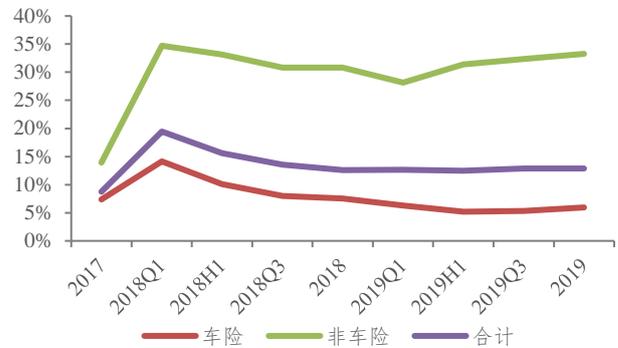
- ✓ **太平产险：**境内财险业务实现原保险保费收入 306.10 亿港元，同比增长 6.7%。其中车险保费收入 224.49 亿港元，占比 73.3%，较 2018 年占比下降 3.2pct；非水险种类占比上升，由去年的 20.4% 上升至今年的 24.4%，保费收入 74.66 亿港元。

图 28：中国平安产险保费增速 单位：%



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 29：中国太保产险保费增速 单位：%



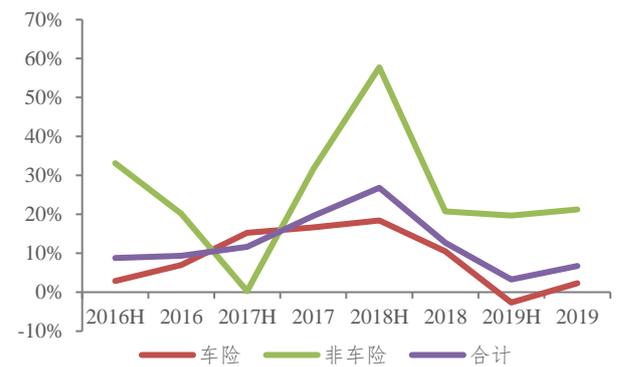
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 30：中国人保产险保费增速 单位：%



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 31：中国太平产险保费增速 单位：%



资料来源：公司财报，长城证券研究所

3.2 手续费改善显著，赔付率拉高整体 COR

今年以来，行业监管趋严，“报行合一”政策深入实施，叠加“利奇马”等自然灾害影响赔付率，上市险企整体 COR 略有上浮。2019 年平安产险、太保产险、人保财险、太平产险综合成本率（变动幅度）分别为 96.4%（0.4pct）、98.3%（-0.1pct）、98.9%（0.4pct）、99.9%（0.1pct）。手续费率下降促使上市险企产险综合费用率总体下降，四家公司的综合费用率（变动幅度）分别为 39.1%（-2pct）、38.1%（-4.1pct）、33.0%（-3.5pct）、49.6%（3.7pct）。受非洲猪瘟及风雹、暴雨等自然灾害影响，赔付率整体上升，四家上市险企综合赔付率（变动幅度）分别为 57.3%（2.4pct）、60.2%（4pct）、65.9%（3.9pct）、50.3%（-3.6pct）。

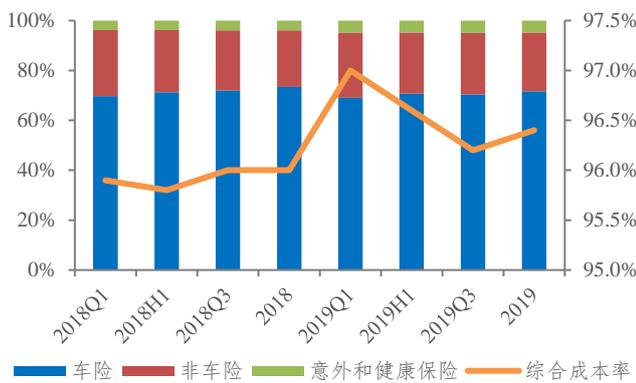
具体来说：1) 平安产险综合成本率为 96.4%（其中费用率下降 2pct 至 39.1%，赔付率上升 2pct 至 57.3%），同比略微上升 0.4pct，较 6 月末下降 0.2pct，业务品质保持优良，领先于行业。其中车险综合成本率 97.2%，同比下降 0.2pct，承保盈利 49.15 亿元，盈利处于行业领先水平。保证保险综合成本率 93.6%，同比上升 5pct，归因于业务存量影响赔付，实现承保利润 15.52 亿元，整体仍保持良好盈利水平。2) 太保产险积极应对商车费改深

化，坚持品质管控，强化费用管理。同时持续挤压赔付水分，使车险综合成本率维持在98%左右，为车险业务承保赢得利润空间。非车主要险种中，企财险扭亏为盈，COR下降至96.0%；责任险保持较好的盈利水平；保证保险聚焦个人类和保证金替代类业务，收入同比增长60.0%，COR95.5%，业务品质良好。农险受“利奇马”台风、非洲猪瘟疫情等因素影响，赔付率上升导致COR较同期上升4.8pct至99.8%，同时拉高非车整体COR。

3) 人保财险综合成本率98.9%，同比增长0.4pct，实现承保利润40.5亿元；综合赔付率65.9%，同比增长3.9pct；全险种费用率33%，下降3.5pct。其中车险赔付率59.8%，同比增长2.6pct；费用率36.9%，同比下降4.3pct。

4) 太平产险综合成本率99.9%，同比增长0.1pct，综合赔付率50.3%，同比下降3.6pct，而费用率由2018年的48.9%增长3.7pct至49.6%。

图 32: 中国平安产险保费结构及综合成本率 单位: %



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 33: 中国太保产险保费结构及综合成本率 单位: %



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 34: 中国人保产险保费及综合成本率 单位: %



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 35: 中国太平产险保费及综合成本率 单位: %



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

4. 疫情影响下上市险企应对策略及 Q1 前瞻

4.1 疫情影响寿险展业, 险企 Q1 新单保费及 NBV 受冲击

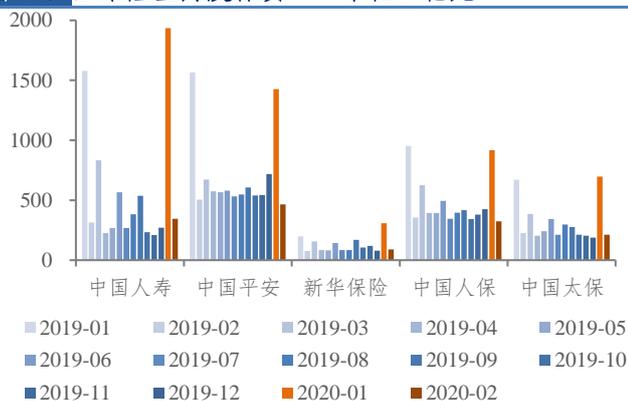
疫情期间部分地区延迟复工、居民活动量下降，将对寿险代理人展业及增员造成一定程度的冲击。一方面基于安全考虑，代理人减少甚至取消面对面接触新客户，公司大型促销活动也将延迟或取消，一系列举措均会影响保险产品销售，特别是大单业务的达成；另一方面，后续代理人增员、培训等环节仍将需要线下场景，短期内负面影响不容忽视。同时，得益于互联网技术的进步，预期此次疫情对代理人的影响将小于非典时期，龙头险企重视保险+科技应用，通过科技赋能减缓负面冲击。

受疫情及开门红策略影响，上市险企保费收入出现分化：中国人寿受益于开门红节奏前移，储蓄型产品完成优于预期，年后主推保障型产品，为2020年NBV达成赢得空间，预期一季度疫情影响有限；新华保险加大年金险和银保趸交业务，1、2月保费增速分别达到54.1%和18.0%，行业增速领先，但价值达成承受压力；中国平安受开门红产品保单生效时点影响，新单增速放缓，1月和2月同比增长分别为-8.81%、-7.79%，预期渠道（代理人、互联网和银保）改革效果将在2020年下半年显现；太保转型2.0尚需持续发力，淡化开门红并追求长期价值增长，2月保费收入增速-5.2%，NBV达成面临下行压力。

行业总体来看，国内疫情爆发于春节期间，并在3月份逐步得到控制，疫情对行业的影响集中体现在2月。由于2月通常为销售淡季，约占全年保费收入的8%左右，且各险企积极调整短期战略，实现线上全流程运营和服务，随着复工复产的有序推进，产能有望逐步恢复常态。

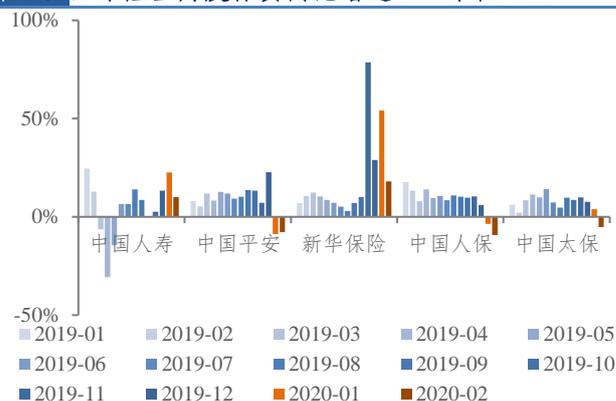
我们预计2020Q1业绩方面，预计中国人寿及新华保险新单保费将实现正增长，NBV方面，除国寿外，其他几家负增长，且幅度较大。同时受权益市场波动、750日十年期国债收益率均线下滑及税优效应消失的影响，预计2020Q1上市险企净利润均承压而负增长，中国平安、中国人寿、中国太保及新华保险预计增速分别为-34%、-19%、-22%及-18%左右，期待Q2起跳。

图 36: 上市险企月度保费 单位: 亿元



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 37: 上市险企月度保费同比增速 单位: %



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 10: 上市险企 2020Q1NBV 增速预测 单位: %

	2020年1-2月 保费增速	预计2020Q1 保费增速	预计2020Q1 NBV margin	预计2020Q1 NBV 增速
中国人寿	20.52%	19.67%	33.5%	13.69%
中国平安	-11.95%	-12.72%	33.1%	-20.02%
新华保险	44.22%	24.77%	15.6%	-17.66%
中国太保	-0.09%	-2.15%	28.6%	-16.83%

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所, 因测算方法差异计算结果可能存在偏差

4.2 上市险企积极调整战略，营运全流程布局线上

疫情发生后，各上市险企快速响应，积极布局。首先在产品和服务上实现双升级，推出一线防疫人员专项险、销售人员专项慰问金等项目保障人员安全。随着全国各地复工复产，针对不同类型企业提供风险保障计划。在理赔核保上，开启绿色通道，7*24 小时及时响应，简化手续降低人员接触率，让客户获得更快捷、便利的理赔服务。得益于互联网技术的进步，各上市险企通过运用数字化积极开展线上业务，包括运用视频直播增员、人脸识别技术实现快速理赔等。

表 11：疫情期间各险企主要应对措施

	战略调整	线下措施	线上措施
中国平安	短期承压，长期预期向好；增员是第一考虑问题，调整人员结构，疫情期间降低考核标准，优胜劣汰整合人力资源实现优质化增员，3 月份加大增员投入力度。	稳定员工队伍： 2 月 10 日平安上海分公司全线复工； 提升员工保障： 确诊“新冠”人员专项慰问金 10 万元，身故慰问金 30 万元；	日常运营： 销售人员线开展线上晨会； 数字化医疗： “平安好医生”APP 推出 7*24 小时新冠肺炎问诊专区； 线上销售： “一站式金融移动展业平台”，通过平安人寿客户 app 人脸识别、完成在线投保。 线上增员： 在官方 APP 平安金管家上直播进行“线上创说会”峰值观看人数达到 56 万人，观看次数达到 224 万。
中国人寿	暂时不调整 2020 年业务指标；提升代理人的“质”，提升代理人产能和收入。	31 款产品在原有保险责任的基础上进行责任扩展， 将新冠肺炎纳入责任范围； 向疫区捐赠医疗物资，积极承担社会责任。 成立应急处置工作组，与医院等合作单位紧密联系，主动排查出险客户； 向在新冠肺炎防控一线民警赠送人均保额 20 万元的新冠肺炎保障产品	日常运营： 代理人讲解、公司办公系统在线上完成； 理赔核保： 24 小时在线，理赔绿色通道； 线上增员： 积极布局在线创说会，为疫情过后的业务反弹做足准备，在线签约培训，同时早会、主管会通过视频模式。 “云柜面” 提升线上化、移动化服务水平，提供全天候多渠道线上服务，通过移动端办理保全业务已超过 300 万件；
中国太保	借助医疗健康大数据分析助力医保基金合理调配，开发新产品。	复工复产保障计划： 工信部唯一战略合作协议保险机构，支持企业复工复产。	加大 “视频医生” 服务推广力度，让客户足不出户接受专业健康服务； 针对疫情期间车辆出险事故，推出 “互信赔” 解决方案。 线上理赔： 开设中国人民人寿 E 服务、中国人保 APP、人保寿险管家 APP 三条线上理赔申请服务平台，做到线上服务 24 小时不停歇； 因地制宜线上活动： 武汉地区视频查勘保证零接触，宁波地区 5G 数据传输技术远程控制滚动播出防疫宣传片。
中国人保	开门红业绩承压，线下业务暂时困境，长期发力健康险领域	充分发挥公司 3 万余专业理赔人员和 1 万余台勘察车辆资源，即时理赔； 出台 “稳外贸护内需六项措施” ，全力以赴支持内外贸企业复工复产。	数字化： 推进与 阿里云新金融团队 的合作，全力保障紧张疫情之下有序复工复产； 线上考核： 加速推进对钉钉的应用，健康打卡、远程化音视频会议、智能考勤打卡。
新华保险	明确“规模价值同步增长”战略，2 月前期冲刺年金险，在规模正增长的同时，2 月中旬开始业务重心向健康险转移	开展分公司专项公众号战役“日记”，代理人 7*24 小时电话预约代理。	太平产险全面布局 “线上智能作业” ，保障公司正常经营；转借助科技赋能，开辟官微人工客服分流通渠道，加大 “太平通”APP 、太平产险微信服务号等主要线上自助渠道的应用宣传；
中国太平	坚持“保持战略定力，发挥保障作用，加快创新变革，激发发展活力”发展思路和“跑赢大市、争先进位、稳定增长、提升价值”经营策略，	复工复产保险“太平模式”在贵阳、南宁等城市相继落； 太平养老下发《 关于做好新型冠状病毒肺炎疫情影响应对工作的通知 》，细化	

不动摇：从四方面蓄能

部署全系统应对工作。

积极布局远程移动、无纸化办公，通过“易享太平”
办公平台连接各部门

资料来源：各公司官网，长城证券研究所

4.3 长期利率下行投资端承压，险资政策利好对冲风险

受疫情对全球经济造成的影响，避险资金不断加码，加上宽松的货币政策，长债利率下行的趋势愈加明显。海外权益市场震动传导至国内，使权益市场投资风险显著增加。同时受开工延期、信贷风险影响，非标资产供给明显下滑，给保险投资端预期回报带来压力。上市险企进一步发挥险资特性，追求安全性和可预期收益，资产配置倾向长久期利率债及高信用产品。境外投资规模占比不高，短期冲击长期风险可控。

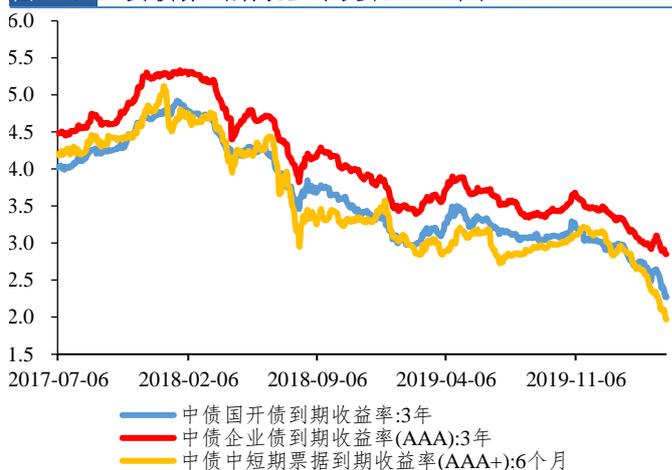
国内政策从市场层面为险资投资释放更多红利，预期批准险资参与国债期货交易政策出台后，进一步拓宽险资投资领域，有效缓解资产负债久期缺口错配问题。权益资产配置有望松绑，银保监会将积极支持保险公司在依法合规的前提下开展长期稳健的价值投资，计划对偿付能力强、运营稳健等有条件的保险公司放开 30% 权益类投资上限，适当增设理财子公司。政策利好有助于对冲长期利率下行风险。

图 38：中债国债 750 移动平均线下行 单位：%



资料来源：wind，长城证券研究所，数据截至 2020 年 4 月 3 日

图 39：主要债券到期收益率变化 单位：%



资料来源：wind，长城证券研究所，数据截至 2020 年 4 月 3 日

5. 投资建议：估值低位、高分红险企凸显竞争优势

5.1 当前股价隐含的无风险利率预期悲观，提供较高安全边际

在长期利率预期下行趋势下，上市险企内含价值中 5% 的投资收益率假设面临重新调整。鉴于此，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，得出中国人寿、中国平安、新华保险和中国太保当前市值隐含的投资收益率分别为 3.88%、5.69%、2.99% 和 2.59%。通过计算各上市险企 2013 年~2019 年平均净收益率超过无风险收益率的水平，

从而估算出当前上市险企估值所反映的我国 10 年期国债收益率介于 0.95%~3.71% 之间。新华保险和中国太保当前股价所隐含的国债收益率预期较悲观，显著低于当前的 10 年期国债收益率 2.50% 左右，已是寿险估值底部，为险企投资配置提供较强安全边际。

表 12: 上市险企当前估值反映的隐含 10 年期国债收益率水平 单位: %

	当前市值隐含投资收益率	2013-2019 年平均超额收益	隐含 10 年期国债收益率
中国人寿	3.88%	1.11%	2.77%
中国平安	5.69%	1.97%	3.71%
新华保险	2.99%	1.45%	1.54%
中国太保	2.59%	1.65%	0.95%

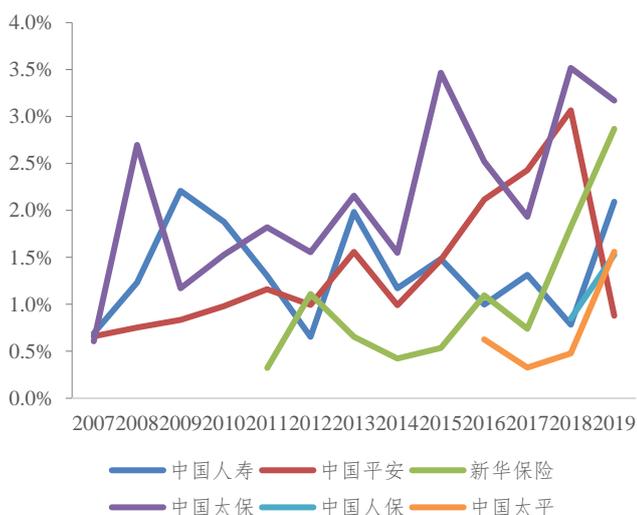
资料来源: 通过计算得出, 长城证券研究所, 数据截至 2020 年 4 月 7 日

5.2 分红对险股投资重要性提升, 高分红凸显估值溢价

保险行业进入中低速发展阶段, 业务规模扩张放缓, 需要预留的资本减少, 从而可以将更多资本用于分红。分红对保险股投资的重要性大幅提升, 利润释放、分红水平等因素也已经成为影响投资者预期的重要因素。保险公司的估值体系也由价值传导至利润, 再传导至可分配现金流, 从而形成完整估值链条 (当然需要考虑投资者偏好的差异)。

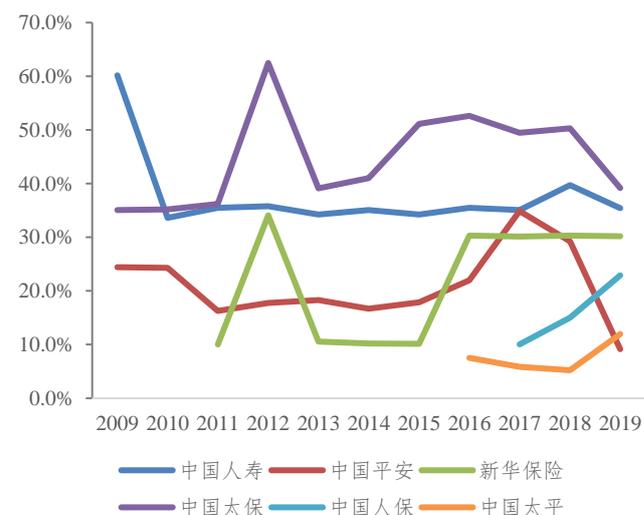
2019 年, 中国人寿、中国平安、新华保险、中国太保、中国人保、中国太平年度股息率分别为 2.09% (+1.31pct)、0.88% (-2.19pct)、2.87% (+1.05pct)、3.17% (-0.35pct)、1.53% (+0.68pct)、1.56% (+1.08pct), 股利支付率分别为 35.40% (-4.29pct)、9.15% (-20.12pct)、30.21% (-0.11pct)、39.20% (-11.09pct)、22.90% (+7.87pct)、11.97% (+6.75pct)。中国人寿近年来年度股息率和股利支付率持续向好; 中国太保长期以来分红表现突出。中国太保年度股息率自 2007 年上市以来一直位于行业前列; 股利支付率在 30%~50% 的区间内, 维持行业高位。已实现的高位且稳定的分红有望使中国人寿和中国太保具备估值溢价的空间。

图 40: 上市险企年度股息率 单位: %



资料来源: wind, 长城证券研究所。年度股息率=每股股利/年末收盘价

图 41: 上市险企股利支付率 单位: %



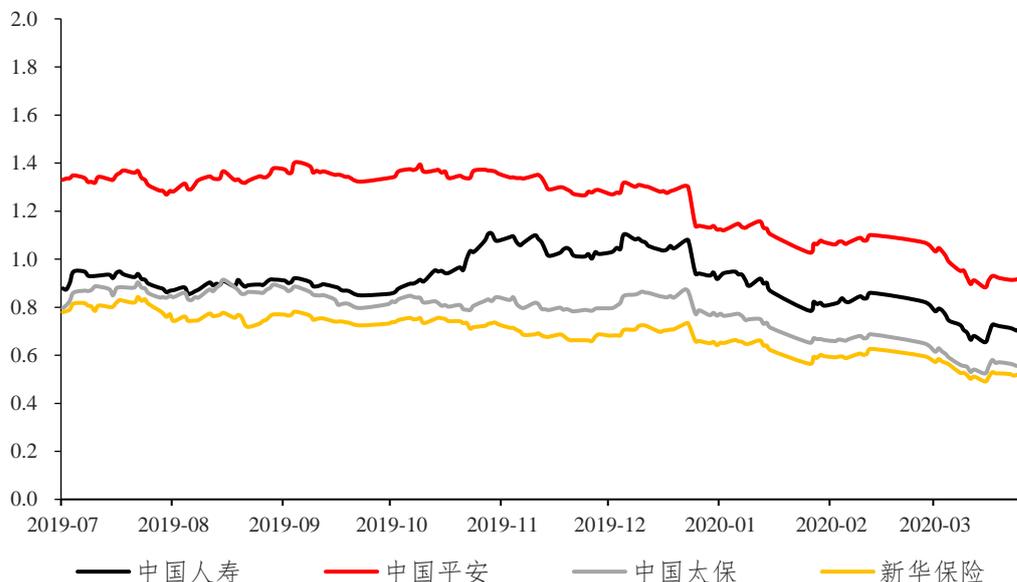
资料来源: wind, 长城证券研究所。股利支付率=现金分红/净利润

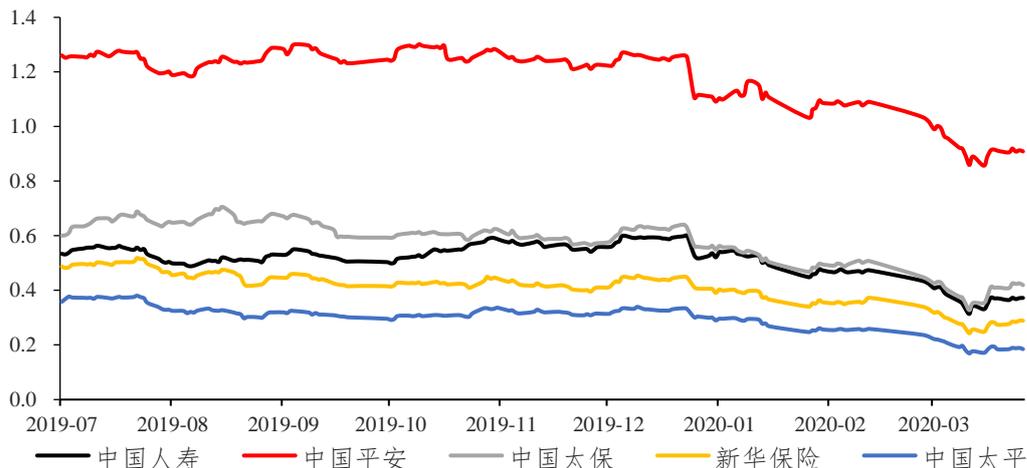
5.3 估值与投资建议

监管不断落实高层精神，相继推出政策促进保障型产品及健康险发展。同时，保险股具备防御价值，从目前测算的数据，与10年期国债收益率约2.5%的水平以及中国长期稳健的经济基本面相比，及监管层稳定市场策略逐步推出，当前股价反映的无风险利率预期过于悲观，我们认为持续下行空间应该不大，有望否极泰来。操作与节奏层面上，还是密切关注海外地区的疫情发展，跟踪好A50期货走势。

我们重点推荐关注中国人寿（公司稳步推进“鼎新工程”，2020Q1NBV有望延续强劲领跑态势、未调整2020年公司业务发展指标且指引NBV增速有望实现两位数增长、自有流通市值小）；重点推荐关注中国太保（全面推进转型2.0，聚焦价值、聚焦队伍、聚焦赋能，队伍方面致力于做大核心人力，科技赋能协同加速，打造“保险+科技+健康+养老”生态闭环；拟GDR发行优化公司股权结构，高位稳定分红具有长期吸引力）；推荐关注中国平安（在业务节奏、产品策略、销售队伍及总部架构方面均做出了改革调整，队伍方面以提高新业务价值为导向。2019年核心指标基本稳定，迈向更高阶的闭环体系，稳定分红提升长期投资价值）；中国人保（公司坚定推进“3411”工程，财险实现保费收入4316亿元，同比增长11.25%；产险结构优化，非车险比重提高；寿险坚定做大个险期缴业务，新业务价值快速增长）；推荐关注新华保险（前2月保费增速显著，目前估值较低，存在补涨空间）；港股建议关注极低估值的中国太平，人民币口径下NBV同比-18.8%（港币口径NBV-20.6%、EV+21.3%），NBV margin28.4%。

图 42：保险板块估值图（上为 A 股，下为 H 股）





资料来源: wind, 长城证券研究所, 数据截至 2020 年 4 月 3 日

6. 风险提示

中美贸易摩擦波动风险；市场大幅下跌风险；利率持续下行风险；政策改革不及预期风险；宏观经济下行风险；流感肺炎疫情持续蔓延影响等。

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>