

复苏趋势延续，估值修复可期

——保险行业 2020 年中期策略报告

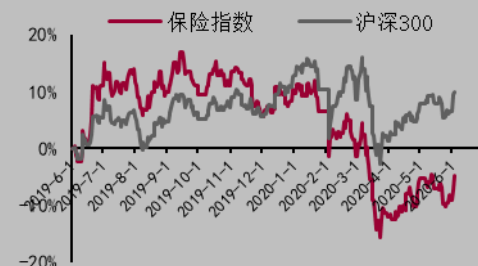
强于大市（维持）

日期：2020 年 06 月 05 日

投资要点：

- **业务：**寿险方面，疫情对 2020 年代理人增速影响不大，下半年队伍产能有望逐渐复苏，推动新单期交增速改善。储蓄型业务销售环境已明显好转，下半年有望继续改善，而保障型业务需求偏刚性，疫情加快提升消费者保险消费意识，预计下半年健康险将保持快速增长。财险方面，受新车销量骤降影响，前 4 月车险增速仅为 0.5%，预计下半年将有小幅改善，但全年增速将仍低于 5%。
- **投资：**利率方面，预计下半年经济增速将逐渐回归正常增长，进而驱动长端利率企稳，缓解市场对寿险利差收窄的担忧；权益方面，在货币宽松、资本市场深改加速、金融经济数据转好等因素下，流动性较为充裕，若风险偏好提升股市中长期表现将向好，但由于 2019 年险资投资收益率基数较高，2020 年股市对投资端的改善效应将会明显减弱；准备金折现率方面，下半年仍将继续下行，预计全年下行幅度在 20-30bp 左右，准备金增提压力制约寿险公司利润增长。
- **价值：**寿险方面，下半年业务复苏将推动新业务价值增速逐渐走出低谷，国寿全年增速仍将领先主要同业，内含价值和剩余边际增速将有所下行，但仍能推动营运利润保持两位数增长。财险方面，2020 年综合成本率有望小幅下行，承保盈利有望低位反弹，中性投资收益率假设下主要财险公司 ROE 有望保持较高水平。2019 年上市险企利润基数较高，在减税效应减弱、投资高基数、折现率拐点三因素共振下，2020 年净利润面临增长压力。
- **投资建议：**上半年受疫情影响，保险股在新单销售承压、利率快速下行、折现率拐点等多重因素下，1-5 月累计下跌 17.2%，明显跑输于沪深 300 指数。从估值指标（PEV/PB）看，目前保险股估值仍处于低位，下半年随着疫情持续好转，业务端将延续复苏趋势，同时经济增速回升将带动利率企稳，虽然折现率下行会影响当期利润，但反映长期盈利能力的内含价值和营运利润等指标仍将保持两位数增长。综合考虑当前基本面和估值情况，我们维持保险行业“强于大市”评级，推荐估值处于低位的纯寿险标的以及盈利能力保持优秀的综合保险集团。
- **风险提示：**业务复苏不及预期、权益市场大幅下跌、利率超预期下行、系统性风险

保险指数相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 06 月 02 日

相关研究

万联证券研究所 20200519_行业快评_AAA_上市险企 2020 年 4 月保费数据跟踪_4 月保费加速复苏，保险估值有望继续修复

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-56508503

邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-56508503

邮箱：yugang@wlzq.com.cn

分析师：张译从

执业证书编号：S0270518090001

电话：010-56508503

邮箱：zhangyc1@wlzq.com

目录

1、2020 年上半年行情回顾：多因素交织，保险股估值承压	4
2、业务：疫情影响上半年保费表现，下半年将继续复苏	6
2.1 疫情之下经济增速短暂受挫，但不影响行业长期发展空间	6
2.2 寿险人力增速有望小幅回升，但受疫情影响产能提升有难度	7
2.3 后疫情时期健康险保持快速增长，下半年寿险新单期交继续复苏	8
2.4 车险和非车险继续回暖，2020 年财险保费稳健增长	10
2.5 疫情之后新车销售将明显复苏，车险增速有望小幅改善	10
3、投资：投资收益率基数较高，准备金折现率继续下行	11
3.1 行业投资资产增速走高，股基占比继续小幅提升	11
3.2 下半年利率有望企稳，权益市场表现决定总体投资收益率	12
3.3 下半年折现率继续下行，准备金增提制约寿险公司利润增长	13
4、价值：下半年 NBV 有望复苏，长期盈利能力依然较好	13
4.1 新业务价值增速将逐渐走出低谷	13
4.2 内含价值增速高位回落，剩余边际增速稳中有降	14
4.3 上市寿险公司修正负债成本优势明显，营运利润将保持较快增长	15
4.4 综合成本率边际向好，财险公司 2020 年 ROE 将保持较高水平	16
4.5 三因素共振，上市险企 2020 年利润高位增长承压	17
5、投资建议	17
6、风险提示	19
图表 1：2019 年以来保险指数、沪深 300 指数、国债收益率走势	4
图表 2：保险指数与沪深 300 指数月度涨跌幅	5
图表 3：保险指数月度相对收益	5
图表 4：A 股主要上市险企月度涨跌幅	5
图表 5：港股主要上市险企月度涨跌幅	5
图表 6：主要上市险企 A/H 股溢价率	6
图表 7：2018 年亚洲经济体保险密度及保险深度（美元）	6
图表 8：我国保险密度及保险深度（元）	6
图表 9：中国与美国保险支出系数（保险密度/人均可支配收入）情况	7
图表 10：我国保险行业营销员数量及增速（万人）	8
图表 11：主要寿险公司个险渠道平均人力增速	8
图表 12：寿险行业新单期交增速与规模人力增速	9
图表 13：主要理财产品收益率情况	9
图表 14：财险原保费收入及增速（亿元）	10
图表 15：车险与非车险保费收入及增速（亿元）	10
图表 16：我国汽车保有量及增速（万辆）	11
图表 17：我国汽车销量及增速（万辆）	11
图表 18：保险资金运用余额及增速	11
图表 19：保险资金运用配置情况	11
图表 20：国债到期收益率变化情况	12
图表 21：750 日移动平均国债收益率变化情况	13
图表 22：保险合同准备金计量基准（10 年）变化情况	13
图表 23：主要寿险公司新业务价值增速	14

图表 24: 主要寿险公司内含价值增速	14
图表 25: 主要寿险公司剩余边际增速	14
图表 26: 主要寿险公司修正负债成本	15
图表 27: 主要寿险公司 2020 年营运利润预测	15
图表 28: 主要财险公司综合成本率	16
图表 29: 主要财险公司 ROE	16
图表 30: 五大上市险企归母净利润及增速	17
图表 31: A 股主要上市险企 2014 年以来静态 PEV 估值水平	18
图表 32: A 股主要上市险企 2014 年以来静态 PB 估值水平	18

万联证券

1、2020 年上半年行情回顾：多因素交织，保险股估值承压

保险股2020年1-5月累计下跌17.2%，大幅跑输于沪深300指数（-5.6%），相对收益为-11.6%。前5月，保险股延续2019年下半年的弱势走势，仅4月获得正收益，其余月份均下跌且跑输于指数，在过去的10个月中保险股有9个月跑输于指数。究其原因，我们认为主要由三方面因素：新冠疫情下新单增长承压、逆周期调节下长端利率下行、利润高基数下业绩增长承压。

业务方面，突如其来的新冠疫情让保险公司线下营销活动受阻，个险渠道代理人拜访客户频次和活动率降至冰点，银行网点客户稀少，新单保费大幅低于常态化销售，进而导致新业务价值增速大幅低于原有预期，一季度平安寿险新业务价值降幅超过20%。

利率方面，年初10年期国债收益率为3.14%，疫情防控背景下，货币政策逆周期调节发力，长端收益率逐月下行，4月末降至近几年新低的2.54%，5月份有所回升。与此同时，主要债券发行利率加速下行，对险资配置构成压力，对以利差为主的商业模式形成冲击，进而压制保险股估值。

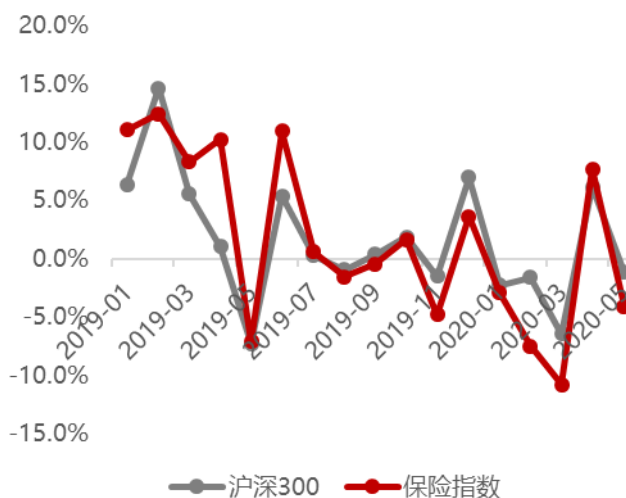
业绩方面，2019年一季度因股市大幅回暖和折现率小幅上行，利润基数较高，而2020年一季度受疫情影响，股市回调，叠加准备金折现率拐头向下，上市险企利润增长承压，平安和国寿利润降幅均较大，太保和新华因投资收益率基数较低受影响相对较小。

图表1：2019年以来保险指数、沪深300指数、国债收益率走势



资料来源：wind、万联证券研究所

图表2：保险指数与沪深300指数月度涨跌幅



资料来源：wind、万联证券研究所

图表3：保险指数月度相对收益

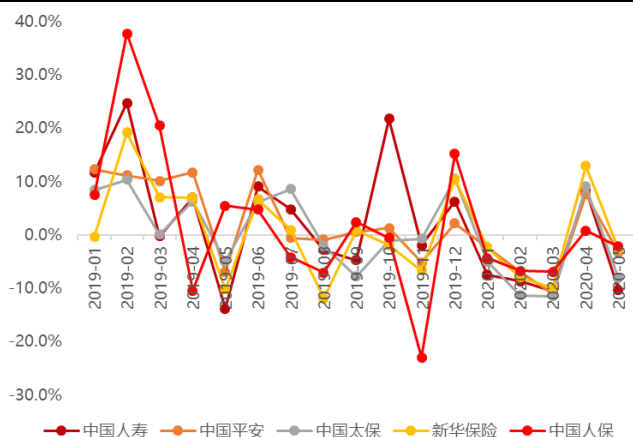


资料来源：wind、万联证券研究所

A股主要上市险企跌幅均达两位数，全部跑输于指数。在大环境不利背景下，保险股个股表现均不理想，跌幅均超过10%，中国人寿-26.6%、中国平安-15.8%、中国太保-25.3%、新华保险-11.0%、中国人保-18.2%。新华跌幅最小，我们判断主要原因是估值具备相对优势，经过前几年的转型，新华的盈利能力有了明显改善，稳定性也有所提升。而平安也相对抗跌，则是因为其利源结构较好，对利差依赖程度更低，利率下行对长期盈利的冲击较小。

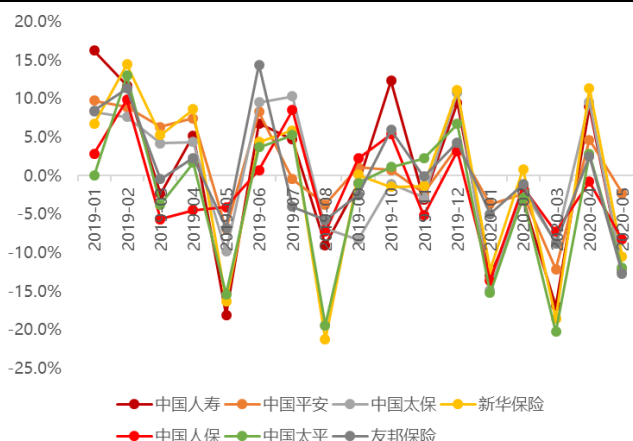
港股方面保险股也大幅下跌，平安韧性最强，太平跌幅高达40.5%。与A股类似，港股主要保险股受疫情和利率下行等因素影响，亦出现大幅下跌，除平安外跌幅均明显高于A股。跌幅最大的是太平，1-5月下跌40.5%，国寿其次为32.9%，新华、太保、友邦跌幅均超过20%，平安下跌15.4%，说明外资对平安的业务结构和盈利能力较为认可。

图表4：A股主要上市险企月度涨跌幅



资料来源：wind、万联证券研究所

图表5：港股主要上市险企月度涨跌幅

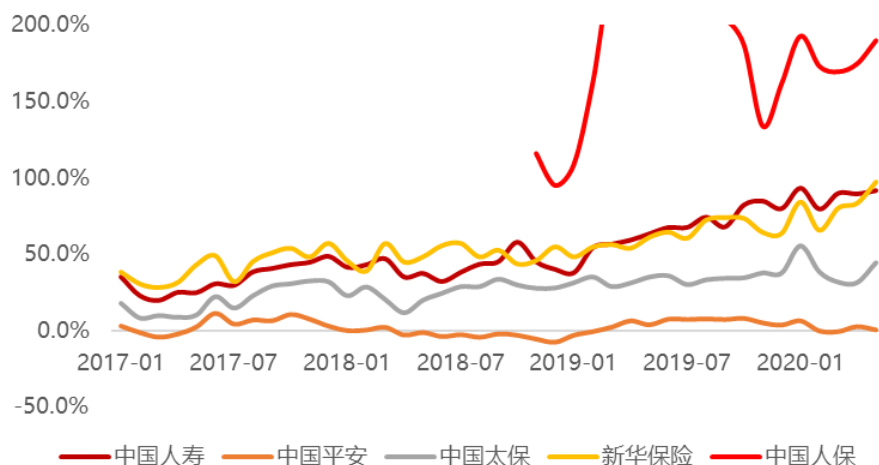


资料来源：wind、万联证券研究所

除平安外，A/H溢价率继续上行。受H股跌幅大于A股的影响，上半年保险股A/H股溢价率多数上行，仅平安稍有回落。整体来看，当前保险股A/H溢价率处于近几年高位。截至5月末，中国人寿溢价率91.7%，较年初提升11.9个百分点，中国平安仅为

0.5%，下降3.1个百分点，AH股价差较小，中国太保44.3%，提升6.7个百分点，新华保险97.3%，提升33.6个百分点，中国人保189.7%，提升28.2个百分点。

图表6：主要上市险企A/H股溢价率



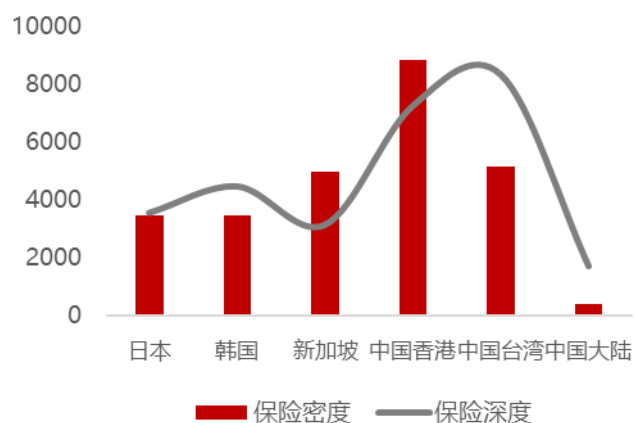
资料来源：wind、万联证券研究所

2、业务：疫情影响上半年保费表现，下半年将继续复苏

2.1 疫情之下经济增速短暂受挫，但不影响行业长期发展空间

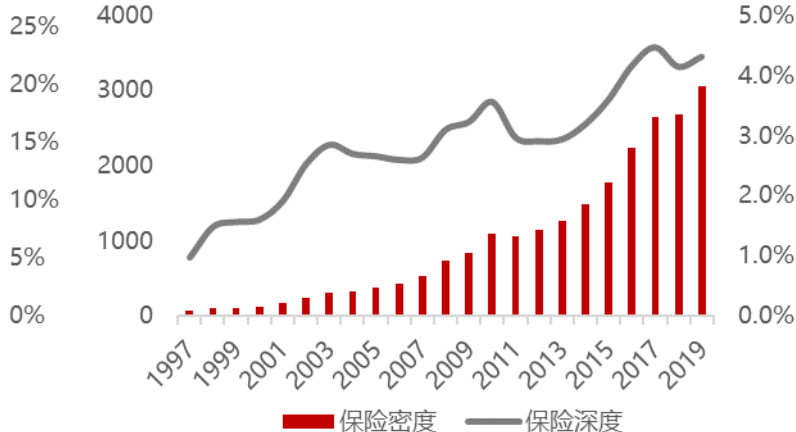
经济增速在短期受挫后将回到中高速增长轨道，保险市场长期空间仍然巨大。瑞再数据显示，2018年我国大陆地区保险密度为406美元，保险深度4.22%，虽然近几年保险密度和保险深度整体呈上升趋势，但仍显著落后于日本、韩国、新加坡和我国香港和台湾地区。2019年我国保险深度继续提升至4.3%，虽然2020年经济增速受疫情影响将有所放缓（一季度-6.8%），但短期受挫不影响我国经济发展前景，预计未来将回到中高速增长轨道，同时居民保险意识受疫情催化将加速提升、可支配收入长期仍将不断提高、居民财富持续扩大，保险保障和财富管理需求将持续释放，我们判断我国保险密度及保险深度将继续稳步提升。

图表7：2018年亚洲经济体保险密度及保险深度（美元）



资料来源：瑞再、万联证券研究所

图表8：我国保险密度及保险深度（元）



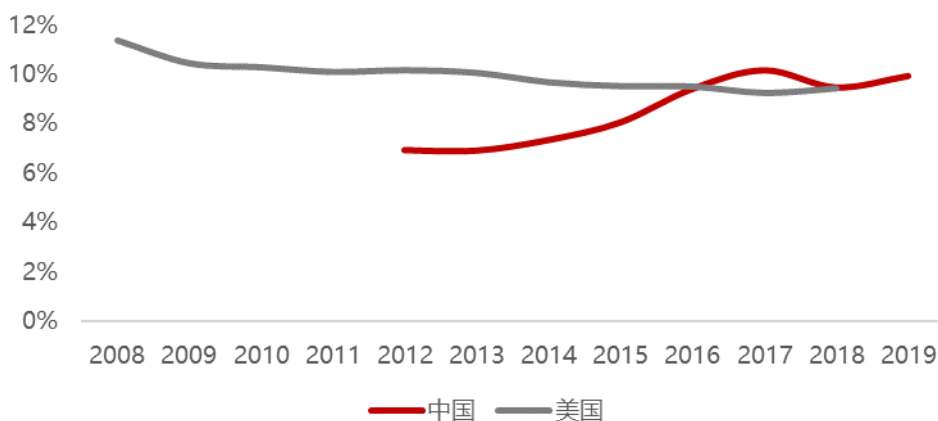
资料来源：wind、万联证券研究所

保障+储蓄双轮驱动，保障型业务持续高速增长，储蓄型业务周期性增长。保障型产品和储蓄型产品是寿险公司目前销售产品的两大方向，共同促进行业保费收入不断增长。

一方面，保障型产品是行业近几年回归保障背景下的主要发展方向，其更依赖于死差和费差长期稳定贡献利润，有助于险企降低利差依赖和资本市场相关性，能够推动险企更加稳健的经营。特别是2018年行业开门红受宏观环境和严监管影响销售不及预期以来，各家保险公司纷纷调整战略及产品定位，加大保障型产品投放和销售力度，促进业务结构回归保障。另外，新冠疫情加速提升居民保障意识，疫情转好后健康险销售已经明显提速，长期来看，我国居民保险保障缺口仍然很大，未来5-10年内有望驱动保障型业务保持高速增长。

另一方面，我们认为长期来看储蓄型业务仍然会是保险公司保费增长的重要动力。基于我们提出的“保险支出系数”概念（等于保险密度/人均可支配收入），用于衡量居民所负担的人均保费情况。经过过去几年的快速提升，2017年我国保险支出系数已经超过美国，2018年小幅降至9.5%，2019年再次升至9.9%，说明从增量角度看，我国人均保费负担并不低，单纯靠人均收入的增加难以促进行业规模高速增长，而随着我国人口老龄化问题日益严峻，养老保障需求将有望加速释放，因此面向存量居民财富的储蓄型业务仍然是未来很长时间内驱动保险行业增长的重要因素，虽然2018年以来受宏观环境和严监管影响销售不理想，但周期性的波动不改长期趋势，近期随着长端利率和银行理财收益率不断下行，储蓄型产品销售环境已明显好转。长期来看，由于储蓄型业务的销售受宏观环境和监管政策影响较大，预计未来将呈现周期性增长趋势。

图表9：中国与美国保险支出系数（保险密度/人均可支配收入）情况

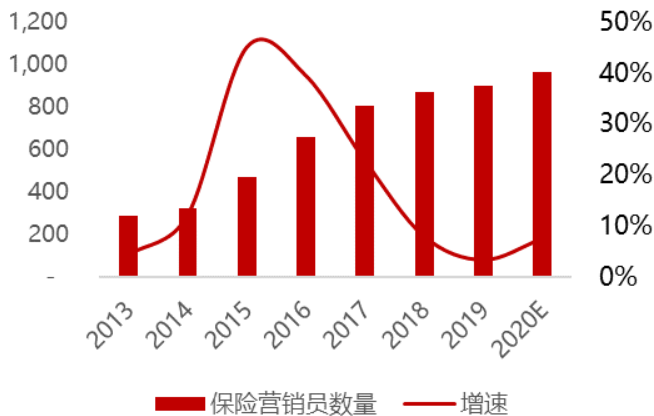


资料来源：wind、万联证券研究所

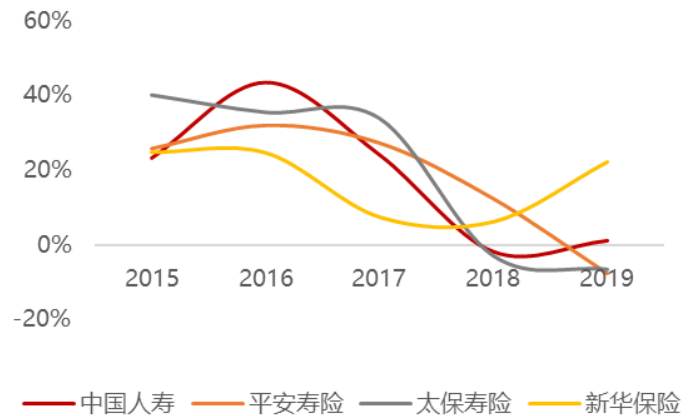
2.2 寿险人力增速有望小幅回升，但受疫情影响产能提升有难度

疫情对代理人增速影响不大，2020年有望小幅回升。2015-2017年行业代理人规模持续上升，年均增长率达35.7%，但2017年开始人力增速有所放缓，2018年受利率高位及严监管影响，主要寿险公司的代理人数量整体小幅负增长，进入2019年，行业代理人增速继续下滑，代理人高增长时代已经结束。2020年在疫情背景下，寿险增员相对容易，同时储蓄型产品销售环境转好，也有利于队伍扩张和留存，我们预计2020年行业代理人增速将小幅回升，有望达到5%-10%。

图表10：我国保险行业营销员数量及增速（万人）



图表11：主要寿险公司个险渠道平均人力增速



资料来源：银保监会、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

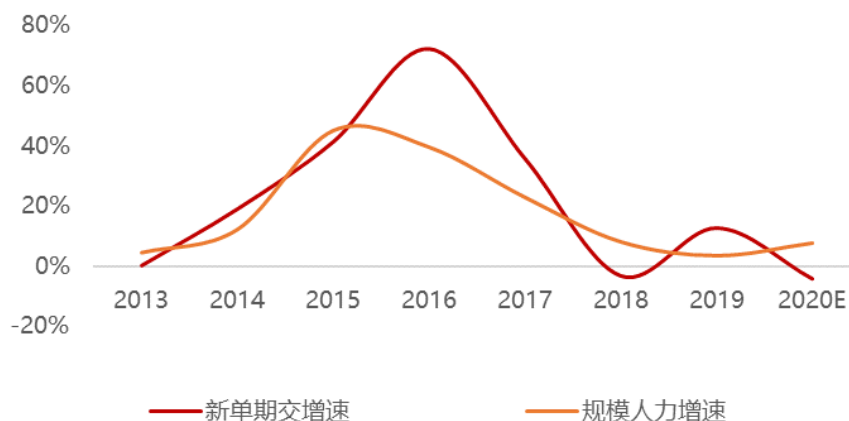
上市险企个险发展策略明显分化，平安太保坚持产能提升，国寿追求量质齐升，新华诉求规模驱动。从个险队伍看，各公司规模人力增速明显分化，国寿2019年末个险规模人力达到161.3万人，2020年一季度末销售人力已突破200万，在高基数的基础上再次实现快速增长，疫情并未放缓销售队伍扩张节奏。新华在新一届管理层上任后加快规模扩张，加大个险队伍增员力度，2019年末个险人力已达到50万，预计2020年人力增速将放缓，或实现稳健增长。而平安寿险2019年末为116.7万人，2020年一季度受产品策略制约和新冠疫情影响，个险队伍规模继续小幅下降，与国寿新华对比十分明显。太保寿险一季度并未披露个险人力数据，我们判断太保人力或稍有企稳，但尚未大幅回升。

整体而言，2020年受新冠疫情影响，居民收入增速阶段性放缓，对行业保费增长形成短期冲击，同时在主要寿险公司增员力度加大，队伍增速有望小幅回升的情况下，个险队伍全年产能提升难度较大。

2.3 后疫情时期健康险保持快速增长，下半年寿险新单期交继续复苏

下半年队伍产能有望逐渐复苏，推动新单期交增速改善。2015-2017年，寿险行业新单期交实现高速增长，主要由规模人力快速增长（45%/39.5%/22.8%）驱动，这一特点在个险渠道更为明显。受134号文的影响，寿险行业短期内面临产品结构调整问题，及由此带来的新单保费收入增速特别是新单期交增速下降现象。2018年受人力增速继续下滑影响，寿险行业新单期交同比下降3.4%，进入2019年，人力规模保持相对平稳，受产能改善推动，行业新单期交实现两位数增长，其中中小公司表现优于大公司。2020年，我们预计人力增速稳中有升，但受疫情影响，队伍产能提升难度较大，一季度数据已有反映，对于下半年而言我们判断行业新单期交将继续复苏，队伍产能逐渐改善，月度保费回归正常增长，全年新单期交增速呈现前低后高的走势。

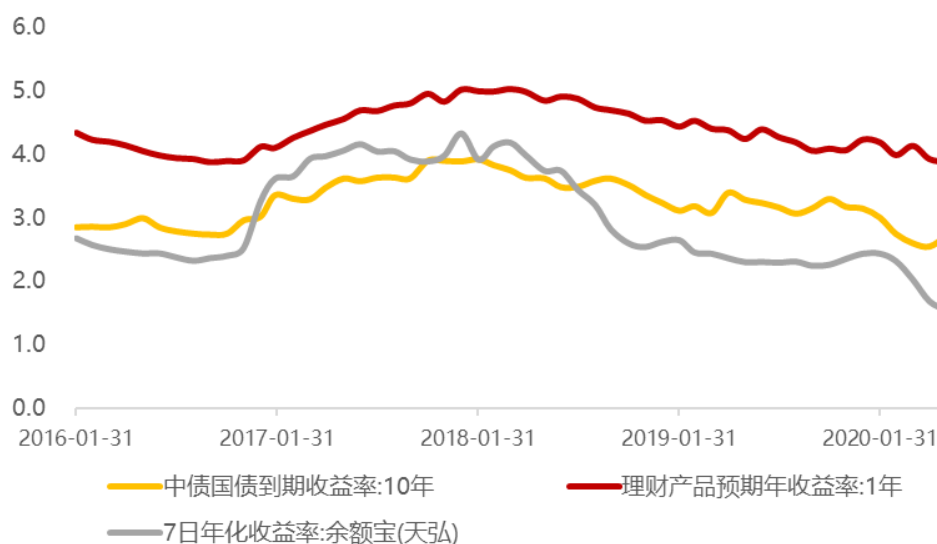
图表12：寿险行业新单期交增速与规模人力增速



资料来源：银保监会、万联证券研究所

储蓄型业务销售环境明显改善，但疫情原因导致2020年增长受挫。2017-2018年理财产品的收益率高企，对储蓄型产品的销售产生了一定冲击。进入2019年，10年期国债利率在3%-3.5%区间震荡，余额宝等理财产品收益率逐渐下行，保险产品的收益率竞争力有所提升，但各公司产品策略出现分化，国寿推出收益率相对较高的储蓄型产品，新单销量较好，但平安太保并未大量投放此类产品，新单负增长。展望2020年，从竞品收益率看，余额宝收益率均已低于2016年水平，一年期银行理财收益率也降至2016年低点位置，储蓄型产品市场竞争力大增，国寿开门红数据便是最好的证明，但疫情的到来使得2月份以后个险销售阶段性受挫，随着国内疫情好转，近期有一定恢复，预计下半年将继续改善。

图表13：主要理财产品收益率情况



资料来源：wind、万联证券研究所

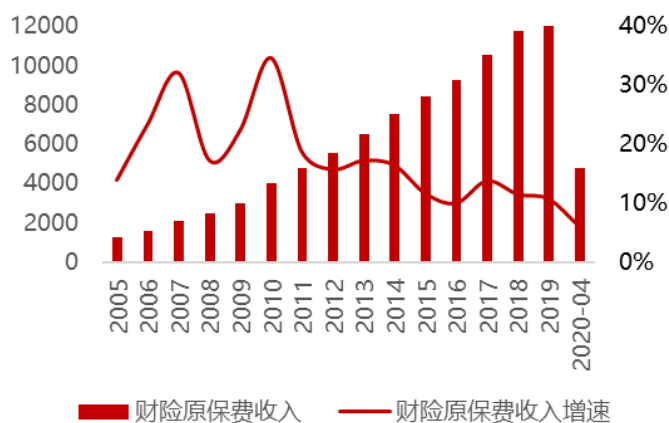
需求偏刚性的保障型业务将保持高增长，长期发展空间仍然巨大。过去几年，健康险市场连续保持高增长，2019年增速29.7%，保费规模已突破7000亿。进入2020年，健康险市场并未明显减速，在高基数基础上继续保持快速增长，前4月行业健康险保费收入3293亿，同比增长20.5%。展望未来，在我国居民保障缺口较大且保险意识逐渐提升背景下，保障型产品将是寿险公司持续发展的重点业务，长期发展空间较

大，有望保持快速增长。2020年，受新冠疫情的阶段影响，健康险销售受到短暂影响，但疫情也将加快提升消费者保险消费意识，对后疫情时期健康险发展形成促进作用，我们判断全年健康险增速在20%左右，保费规模有望达到8500亿。

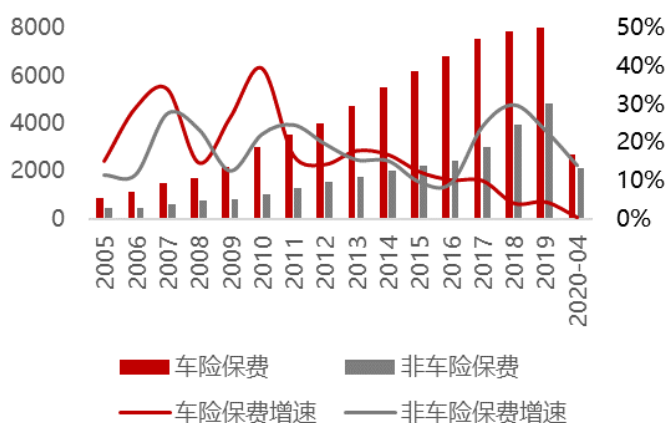
2.4 车险和非车险继续回暖，2020年财险保费稳健增长

下半年财险保费继续复苏，全年实现稳健增长。2017年以来，车险和非车险增速明显分化，车险保费增速连年下滑，而非车险增速明显提升，导致财险行业保费收入中车险占比在2018年降至70%以下。2019年该趋势仍然延续，全年车险保费增速仅为4.5%，而非车险增长23.1%，车险占比降至62.9%。进入2020年，在保源增速持续放缓背景下，叠加疫情影响前4月新车销量骤降，对全年车险保费增速构成挑战，而非车险虽保持较快增长，但在连续三年高增长后增速将出现回落。近期车险和非车险保费均有回暖趋势，我们判断下半年将继续复苏，预计全年财险行业保费增速在8%左右，其中车险占比降至60%左右。

图表14：财险原保费收入及增速（亿元）



图表15：车险与非车险保费收入及增速（亿元）



资料来源：银保监会、万联证券研究所

资料来源：银保监会、万联证券研究所

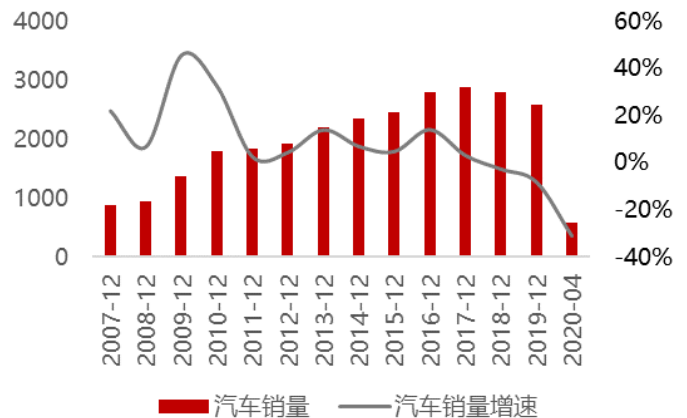
2.5 疫情之后新车销售将明显复苏，车险增速有望小幅改善

汽车保有量增速降至个位数，前4月新车销量降幅高达31%。我国汽车保有量逐年增长，但增速在2010年达到19.2%的高点后，受汽车销量不振影响持续下行，近几年持续下滑，截至2019年12月末，汽车保有量为2.6亿辆，同比仅增长8.2%，增速已降至个位数。新车销量方面，受经济增速下行和新冠疫情影响，2020年1-4月汽车销量仅为576万辆，同比下降31.0%。随着疫情好转和国家刺激政策有望出台，预计下半年新车销售将明显好转，但由于前4月降幅过大，全年增长压力较大。1-4月车险保费收入2668亿，同比仅增长0.5%，预计下半年将有小幅改善，但我们判断全年增速将仍低于5%。

图表16: 我国汽车保有量及增速 (万辆)



图表17: 我国汽车销量及增速 (万辆)



资料来源: wind、万联证券研究所

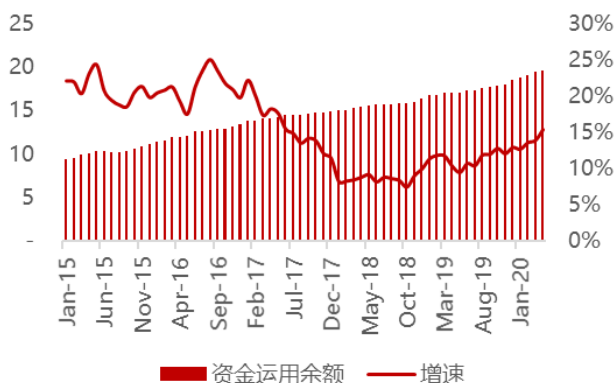
资料来源: wind、万联证券研究所

3、投资: 投资收益率基数较高, 准备金折现率继续下行

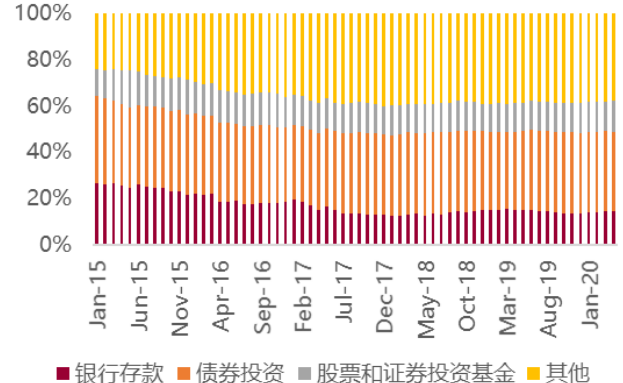
3.1 行业投资资产增速走高, 股基占比继续小幅提升

无惧疫情影响, 行业投资资产增速创近三年新高, 下半年有望继续保持。从2017年起, 寿险保费结束高速增长长期增速持续放缓, 尤其进入2018年, 在严监管的大背景下, 受到134号文等影响, 行业保费增速在9月份才实现由负转正, 截止2018年末, 行业资金运用余额16.41万亿, 同比增长10.0%, 勉强实现两位数增长。2019年, 受益于保费增速回暖和权益市场表现较好, 行业投资资产增速有所回升, 截至12月末, 行业投资资产18.53万亿, 同比增长12.9%。进入2020年, 虽然保费受疫情影响增长承压, 但前几年行业转型成效逐渐显现, 满期退保高峰期度过之后行业现金流情况持续改善, 推动行业投资资产增速不断走高, 截至4月末, 投资资产19.61万亿, 同比增速达到15.4%, 创近三年新高。随着下半年保费继续复苏, 预计行业投资资产增速将保持在较高水平。

图表18: 保险资金运用余额及增速



图表19: 保险资金运用配置情况



资料来源: 银保监会、万联证券研究所

资料来源: 银保监会、万联证券研究所

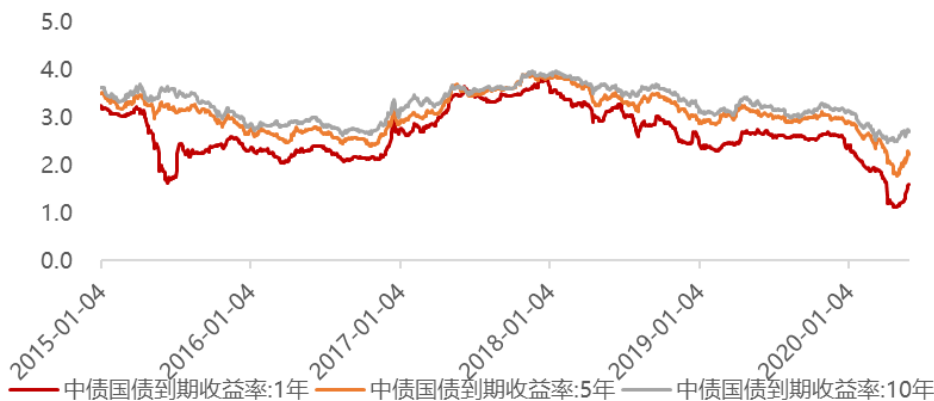
上半年险资主动提升股基占比, 疫情加速利率下行给险资配置带来压力。2020年上半年, 保险资金大类资产配置比例保持相对稳定, 存款和股基占比有所提升, 截止4月末, 银行存款占比14.3%, 较2019年末提升0.7pct, 股票和证券投资基金占比为

13.6%，较2019年末增加0.4pct，主要是险资主动配置（2020年1-4月沪深300指数累计下跌4.5%），以非标为主的其他投资占比为37.9%，较2019年末下滑0.8pct。受新冠疫情影响，逆周期调节和货币政策持续加码，上半年国债收益率超预期下行，最低曾触及2.48%，截至5月末收于2.71%。低利率环境下，债券发行利率快速下行，险资固收配置压力明显加大，非标资产由于较高的收益率对险资吸引力较大，但在信用风险提升的背景下，高评级高收益的非标资产也有所减少，资产获取难度加大，下半年险资配置仍存在一定压力。

3.2 下半年利率有望企稳，权益市场表现决定总体投资收益率

我国疫情防控情况较好，下半年经济增速回升背景下利率有望企稳。2019年，全球降息潮席卷而来，美联储连续三次降息，欧洲央行重启量化宽松，俄罗斯、印度、巴西等金砖国家也多次降息，除此之外，新西兰、土耳其、韩国、印尼、马来西亚、菲律宾等数十个国家也纷纷打开降息窗口。但我国货币政策保持相对独立，整体保持稳健，松紧适度，十年期国债收益率在3%-3.5%附近区间震荡，截至2019年末为3.14%。但2020年突发新冠疫情，宏观经济遭遇短期冲击，政策支持下利率快速下行，最低触及2.48%。近期随着国内疫情逐渐转好，经济活动明显恢复，预计下半年经济增速将逐渐回归正常增长，进而驱动长端利率企稳，缓解市场对寿险利差收窄的担忧。虽然上半年利率下行幅度较大，但对险资2020年的投资收益率影响较为有限，主要原因是险资的存量债券基数较大，利率下行会导致存量债券价格上行，而新增债券投资规模较小，对收益率的边际影响有限。

图表20：国债到期收益率变化情况



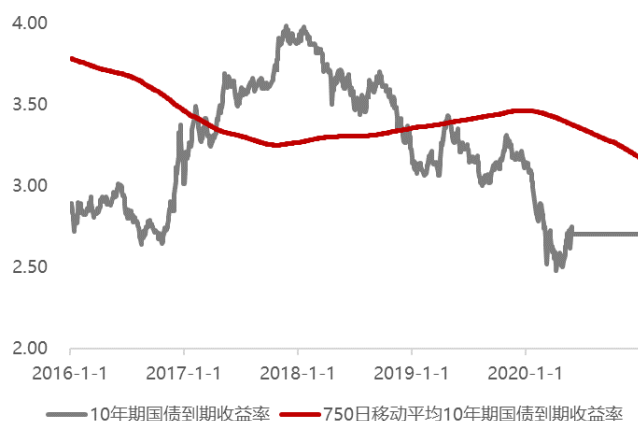
资料来源：wind、万联证券研究所

上半年股市回调，投资收益率高基数下提升空间有限。2019年A股经历了估值修复行情，沪深300指数大涨36.1%，PB估值回升至1.51倍。进入2020年，受新冠疫情和外围股市下跌影响，股市有所回调，特别在2、3月份波动较大，4月国内疫情转好之后有所上行，截至5月末，沪深300指数年累计下跌5.6%。展望下半年，从两会政府工作报告等看，预计在“六稳六保”背景下，货币政策更加宽松，M2和社融规模增速明显高于去年。而疫情之后，经济增速将逐渐恢复，预计在货币宽松、资本市场深改加速、金融经济数据转好等因素下，流动性较为充裕，若风险偏好提升股市中长期表现将向好。但由于2019年险资投资收益率基数较高，2020年股市对投资端的改善效应将会明显减弱，如果股市出现下行，险资投资收益率将有所回落。

3.3 下半年折现率继续下行，准备金增提制约寿险公司利润增长

自2017年下半年开始，750日移动平均国债收益率进入上行通道，并持续至2019年底，中债网数据显示，保险合同准备金计量基准（10年）在2019年上行11bp，但2020年开始，750日移动平均国债收益率拐头向下，1-5月保险合同准备金计量基准（10年）已下行9bp，考虑到当前国债利率仍处于较低位置，预计下半年折现率基准曲线仍将较快下行，到2020年末，保险合同准备金计量基准（10年）或将下降20-30bp左右。若不考虑溢价变动，准备金折现率的下行将增加准备金计提，从而减少保险公司的当期利润，同时由于2019年折现率上行11bp（增加利润），因此2020年的折现率拐点将对寿险公司利润产生较大影响。

图表21：750日移动平均国债收益率变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所

图表22：保险合同准备金计量基准（10年）变化情况

	2018	2019	2020E
Q1	3	2	-4
Q2	1	3	-7
Q3	1	3	
Q4	3	2	
全年	上行 9bp	上行 11bp	下行 20-30bp 左右

资料来源：中债网、万联证券研究所

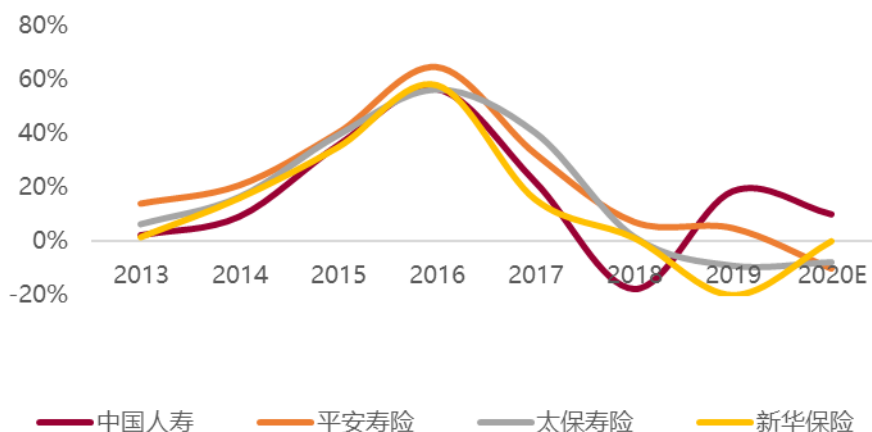
4、价值：下半年 NBV 有望复苏，长期盈利能力依然较好

4.1 新业务价值增速将逐渐走出低谷

经营策略差异导致一季度NBV增速分化。上市险企2020年开门红策略有所差异，国寿依然延续以往打法，提早布局开门红且产品策略相对更具竞争力，在疫情蔓延之前就已实现大部分新单入账，使得一季度新业务价值实现了来之不易的增长，增速为8.3%。平安和太保依然淡化开门红，控制储蓄型产品投放，疫情背景下个险队伍线下销售受阻，新业务价值增速不理想，一季度平安新业务价值负增长24.0%。

下半年业务持续复苏，NBV增速将逐渐走出低谷。前文已提到下半年队伍产能有望逐渐复苏，推动新单期交增速改善，且高价值的保障型业务在疫情之后有望迎来较快增长，因此行业整体新业务价值增速将逐渐改善。而从公司维度看：国寿一季度末销售人力已突破200万，为下半年业务和价值增长奠定了坚实基础，全年新业务价值增速将继续领先主要同业；平安在经历一季度深度调整后，个险队伍已逐渐驱稳，下半年队伍产能有望改善，促进新业务价值降幅不断收窄，全年可能呈现10%左右的负增长；新华继续加大队伍发展力度，目前个险人力超过50万，上半年重在发展规模型期交业务，而下半年将更加重视价值型期交业务，在人力高速扩张的情况下，即使队伍产能有所下滑，全年新业务价值也不必过于悲观。

图表23：主要寿险公司新业务价值增速

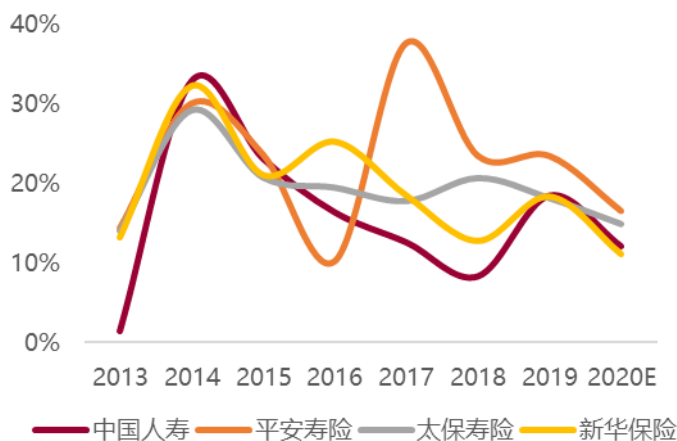


资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.2 内含价值增速高位回落，剩余边际增速稳中有降

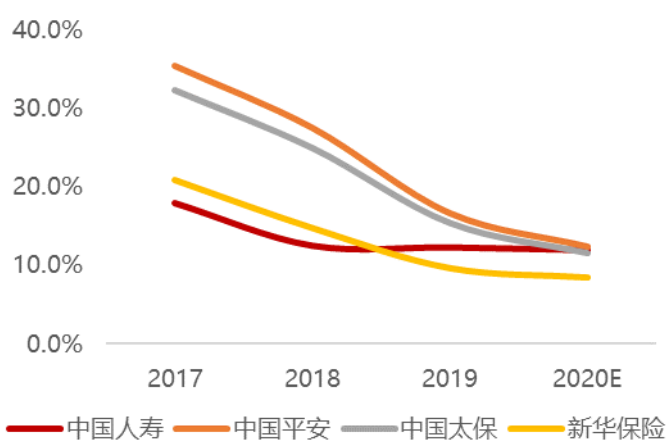
高基数效应+新业务价值贡献减弱，内含价值增速或将高位回落。2019年，虽然新业务价值增速有所分化，部分公司增长并不理想，但其绝对值贡献依然较大，推动有效业务价值实现较快增长，另外由于投资转好和减税效应，利润高速增长推升净资产增速，使得全年内含价值均实现高速增长，主要寿险公司全年增速均超过18%。展望2020年，受疫情影响新业务价值无法实现高速增长，其对内含价值的增速贡献在持续减弱，另外净资产在高基数基础上较难继续保持快速增长，因此主要上市寿险公司2020年内含价值增速或将有所回落，但增速仍将会保持在两位数以上。我们预计平安寿险、太保寿险增速将降至15%-18%左右，国寿、新华在11%-13%左右。

图表24：主要寿险公司内含价值增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表25：主要寿险公司剩余边际增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

剩余边际增速稳中有降，但仍能推动营运利润较快增长。从剩余边际变动过程看，新业务贡献是剩余边际增长的主要因素，预期利息增长主要是期初剩余边际和新业务贡献在当期的利息滚存，对整体贡献较小，而剩余边际释放主要受负债结构影响，每年的释放比例比较稳定。2018-2019年，因新业务价值增速整体并不理想，主要寿险公司剩余边际增速持续下滑，2019年国寿因新业务价值快速增长推动剩余边际增速有所回升。2020年，新业务价值增长依然乏力，主要寿险公司剩余边际增速仍将下滑，其中国寿因新业务价值增速领先表现或相对较好，整体而言将保持两位

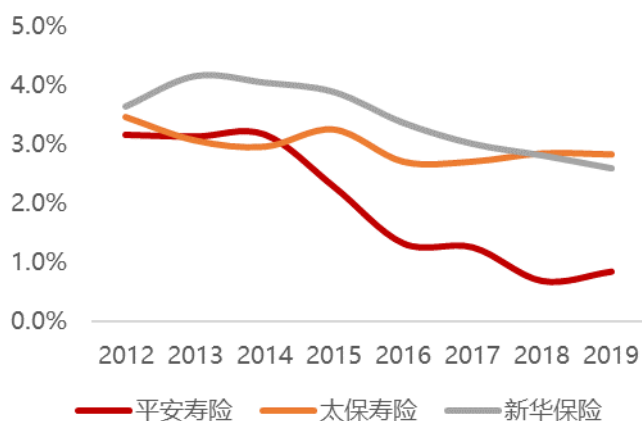
数增长，进而对营运利润增速形成支撑。

4.3 上市寿险公司修正负债成本优势明显，营运利润将保持较快增长

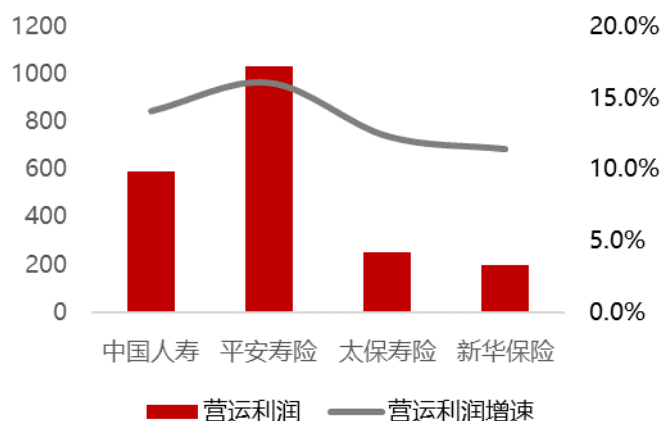
修正负债成本是剔除精算假设变动和投资波动影响的显性负债成本。我们在专题报告《从综合负债成本到修正负债成本》中提出了修正负债成本概念，将其定义为，在稳定投资收益率预期、不考虑精算假设变动情况下的综合负债成本，综合负债成本是使得负债端实现正利润的最低投资收益率。修正负债成本可以理解为，在一定的投资收益率假设下，寿险公司的综合负债成本，即如果投资收益率是5%，修正负债成本是3.5%，则寿险公司负债端能够实现1.5%的综合利差（利差、死差、费差等）。修正负债成本是剔除短期投资波动和精算假设变动之后的显性负债成本指标，更能反映寿险公司长期盈利能力，与营运利润概念有内在逻辑一致性。

预计主要寿险公司2020年修正负债成本整体保持平稳，个别公司可能小幅上行。从2012年以来数据看，主要寿险公司修正负债成本整体呈下降趋势，其中平安寿险下降最为明显，2012-2014年稳定在3.2%左右，2015、2016年连续两年大幅下降，2018年继续降至0.7%，2019年小幅回升至0.8%，负债端盈利能力明显领先；新华2013年修正负债成本较高为4.2%，2014年开始逐年下降，2016、2017年加快转型期间降幅较大，2018年降至2.8%，2019年进一步降至2.6%，负债端盈利能力已有明显改善。太保寿险因转型早于新华，修正负债成本在2012-2016年下降，2017-2019年稳定在2.7%-2.8%左右。2020年，国寿价值增长相对较快，负债成本有望受益于规模效应而小幅下行，平安太保继续保持良好的业务结构，预计修正负债成本将保持平稳，但新华因实施规模与价值并重战略，在投放规模型产品后，可能会导致成本小幅上行。

图表26：主要寿险公司修正负债成本



图表27：主要寿险公司2020年营运利润预测



资料来源：公司公告、万联证券研究所

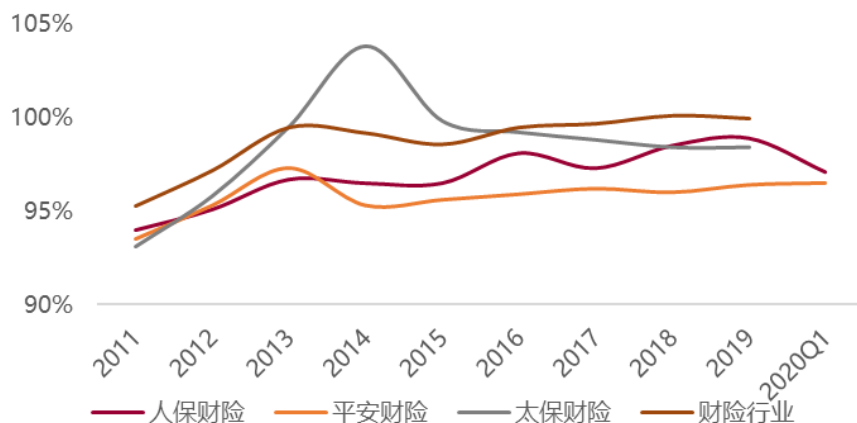
资料来源：公司公告、万联证券研究所

主要寿险公司2020年营运利润增速预计在11%-18%区间。虽然目前只有平安和太保披露营运利润数据，但根据我们提出的修正负债成本，通过对投资资产和负债成本趋势的判断，同时结合剩余边际摊销的利源分析方法，也可以对所有上市寿险公司营运利润进行预测。根据我们预测，四大上市寿险公司2020年营运利润增速均超过10%，平安依然保持领先优势，增速在15-18%左右，但较前几年有明显下滑，国寿、太保、新华营运利润增速在11%-15%左右。

4.4 综合成本率边际向好，财险公司2020年ROE将保持较高水平

疫情背景下，2020年行业综合成本率有望小幅下行。费用方面，强监管依然延续，预计全年将保持平稳，赔付率方面，受疫情影响，出行活动明显减少，赔付率有所下行。从一季度数据看，人保财险综合成本率97.1%，同比下降1.2pct，平安财险96.5%，同比下降0.5pct。展望全年，我们预计行业综合成本率有望小幅下降，其中大型险企相对优势依然明显，人保财险和平安财险的承保盈利能力仍将明显优于行业平均水平。

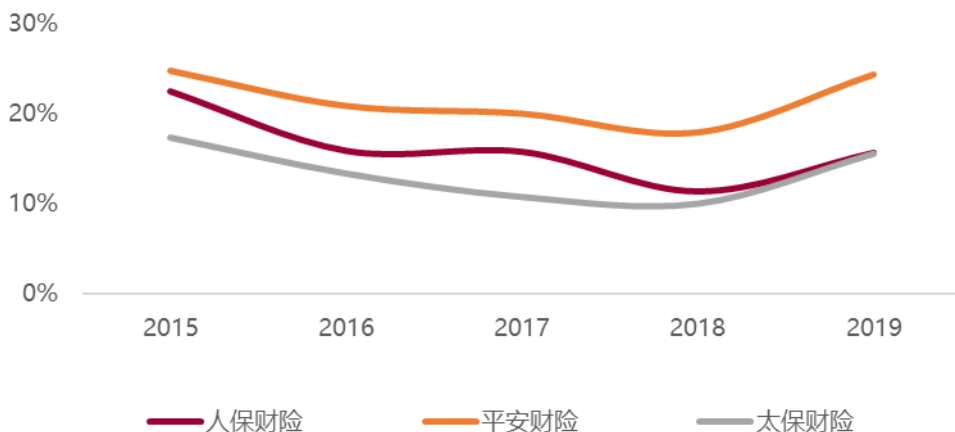
图表28：主要财险公司综合成本率



资料来源：银保监会、公司公告、万联证券研究所

减税新政和投资改善带来的高基数将导致2020年财险公司ROE高位回落。过去几年激烈的市场竞争使得财险公司费用率居高不下，其中手续费的快速增长导致实际所得税率大幅攀升，财险公司的盈利能力大打折扣，2018年又因股市下跌，ROE降至近几年低位。2019年，减税新政落地叠加投资转好，主要财险公司盈利大幅回升，人保财险、平安财险、太保财险全年净利润分别达到243亿、207亿、60亿，ROE大幅回升至15.6%、24.3%、15.5%。展望2020年，承保利润有望低位反弹，在中性投资收益假设下ROE有望保持较高水平，但由于减税和投资转好带来的利润高基数或对利润增长形成一定压力。

图表29：主要财险公司ROE

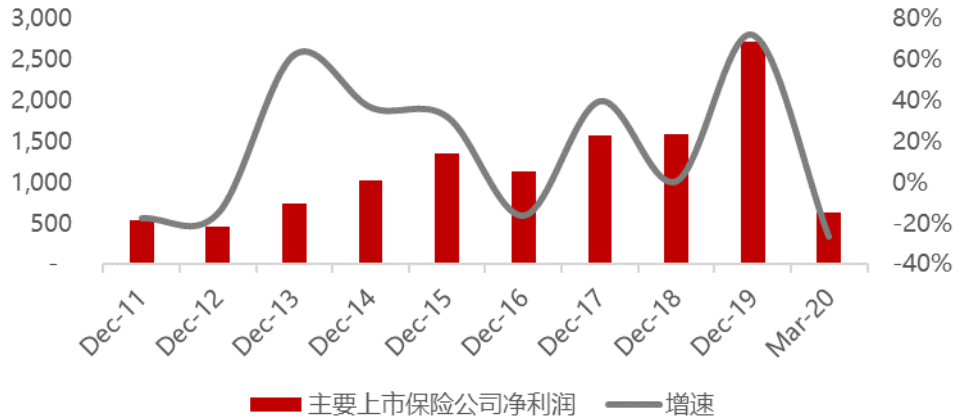


资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.5 三因素共振，上市险企2020年利润高位增长承压

在高基数背景下，主要上市险企2020Q1净利润明显下降。2019年在减税新政和投资回暖驱动下，五大上市险企合计净利润增速高达72.2%，从结构上看高基数主要集中在上半年，一季度主要是股市上涨所致，二季度则是由于减税新政实施。2020年一季度，股市受疫情影响有所下跌，导致投资收益同比有明显下降，使得五大上市险企合计净利润同比下降26.7%，其中中国寿和平安因投资收益率基数较高，净利润降幅较大。

图表30：五大上市险企归母净利润及增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

减税效应减弱+投资高基数+折现率拐点，上市险企2020年净利润增长承压。第一，2019年净利润既包括2019年减税金额，也包括了减税新政对2018年的追溯调整，五大上市险企追溯调整金额合计达到270亿。第二，2019年权益市场表现较好，主要上市险企投资收益率较高，特别对于净利润贡献较大的中国平安，全年投资收益率高达7.0%，推升2019年利润基数。从对利润增速贡献的角度看，如果2020年投资收益率不能比2019年更好，投资端将难以拉动利润增长。第三，2020年迎来准备金折现率拐点，且由于疫情原因下行速度较快，预计全年下行幅度在20-30bp左右，上市险企将面临准备金增提压力（减少利润）。因此，整体来看，在减税效应减弱、投资高基数和折现率拐点三因素影响下，全年上市险企净利润将面临增长压力，但利润负增长并不可怕，上市险企盈利能力依然较强，ROE仍将保持较高水平。

5、投资建议

上半年受疫情影响，保险股在新单销售承压、利率快速下行、折现率拐点等多重因素下，1-5月累计下跌17.2%，明显跑输于沪深300指数。从估值指标（PEV/PB）看，目前保险股估值仍处于低位，下半年随着疫情持续好转，业务端将延续复苏趋势，同时经济增速回升将带动利率企稳，虽然折现率下行会影响当期利润，但反映长期盈利能力的内含价值和营运利润等指标仍将保持两位数增长。综合考虑当前基本面和估值情况，我们维持保险行业“强于大市”评级，推荐估值处于低位的纯寿险标的以及盈利能力保持优秀的综合保险集团：

- **业务：**寿险方面，疫情对2020年代理人增速影响不大，下半年队伍产能有望逐渐复苏，推动新单期交增速改善。储蓄型业务销售环境已明显好转，下半年有

望继续改善，而保障型业务需求偏刚性，疫情加快提升消费者保险消费意识，预计下半年健康险将保持快速增长。财险方面，受新车销量骤降影响，前4月车险增速仅为0.5%，预计下半年将有小幅改善，但全年增速将仍低于5%。

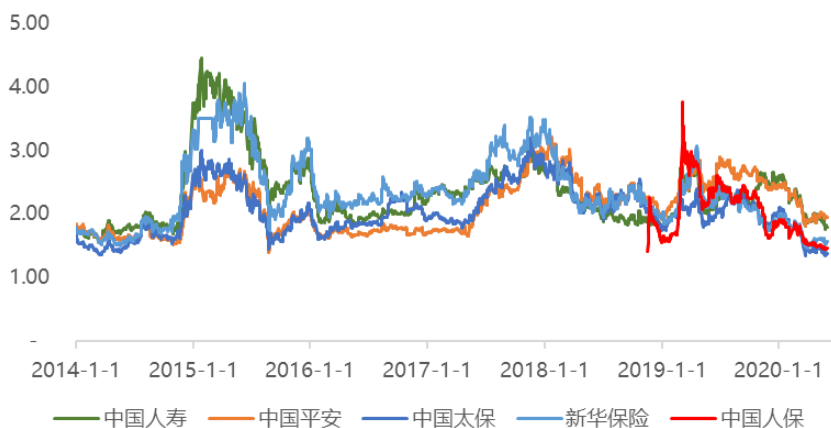
- **投资：**利率方面，预计下半年经济增速将逐渐回归正常增长，进而驱动长端利率企稳，缓解市场对寿险利差收窄的担忧；权益方面，在货币宽松、资本市场深改加速、金融经济数据转好等因素下，流动性较为充裕，若风险偏好提升股市中长期表现将向好，但由于2019年险资投资收益率基数较高，2020年股市对投资端的改善效应将会明显减弱；准备金折现率方面，下半年仍将继续下行，预计全年下行幅度在20-30bp左右，准备金增提压力制约寿险公司利润增长。
- **价值：**寿险方面，下半年业务复苏将推动新业务价值增速逐渐走出低谷，国寿全年增速仍将领先主要同业，内含价值和剩余边际增速将有所下行，但仍能推动营运利润保持两位数增长。财险方面，2020年综合成本率有望小幅下行，承保盈利有望低位反弹，中性投资收益率假设下主要财险公司ROE有望保持较高水平。2019年上市险企利润基数较高，在减税效应减弱、投资高基数、折现率拐点三因素共振下，2020年净利润面临增长压力。

图表31：A股主要上市险企2014年以来静态PEV估值水平



资料来源：wind、万联证券研究所

图表32：A股主要上市险企2014年以来静态PB估值水平



资料来源：wind、万联证券研究所

6、风险提示

业务复苏不及预期、权益市场大幅下跌、利率超预期下行、系统性风险

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资建议或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场