

保险行业 2020 年中期策略

行业景气柳暗花明，投资价值拨云见日

核心观点:

- 负债端：政策+需求+队伍三重利好因素叠加，寿险新单有望持续改善。**一方面，监管时隔 13 年调整重疾险疾病定义使用范围，按照行业惯例每一次停售潮都伴随着销售高点（参考 2017 年 76 号文、134 号和 2019 年太平停售“福禄康瑞”），同时疾病发生率的调整有望降低健康险产品保费进而提升吸引力；另一方面，上半年居民投保意愿提升但支付能力受疫情影响，随着下半年经济复苏及收入预期提升，前期积累的健康险及年金险需求有望逐步释放；最后环境（被动因素）变化提升增员入口规模，公司投入（主动因素）变化增加队伍留存水平，有望推动上市险企代理人规模扭转下滑趋势，利好下半年新单销售。财险方面，受益经济复苏及汽车销售支持政策，新车销售回暖有望带动车险增速修复，全年增速有望较上半年扩大但考虑到车险综合改革的不确定性因素，预计全年车险保费增长 3% 左右。同时各行业复工复产恢复到疫情前正常水平，非车险需求有望提振，全年保持两位数高增长。
- 资产端：利率企稳，全年利润下滑压力犹存。**随着积极的财政政策和稳健的货币政策逐步发挥作用，经济活动将逐步回到疫情前水平，叠加大量的基建项目上马对各个行业的拉动，并且考虑到海外经济主体逐步走出疫情阴霾利好出口销售，预计下半年宏观经济逐季企稳，对长端利率形成一定支撑。从保险行业投资收益率来看，由于存量资产体量大、久期长，净投资收益率有较强的支撑，而总投资收益率取决于权益市场的变化，随着后续多项政策的出台有望活跃市场热度，全年总投资收益率有望保持稳定。但由于 750 天移动平均曲线下移，保险公司面临准备金增提的压力，叠加 2019 年一次性退税导致利润基数较高，2020 年上市保险公司利润增速仍面临一定压力。
- 新业务价值增速有望较中报改善，内含价值穿越周期稳定增长。**随着寿险负债端的逐季改善，上市险企全年 NBV 增长有望持续改善，预计全年增速约为 -12%~9%；而 EV 虽然受 NBV 增速放缓和投资偏差的拖累，预计较 2019 年增速有所放缓，但得益于存量有效业务的价值释放和高额的新业务价值，全年上市保险公司内含价值仍可以保持 13%~16% 的高速增长态势，预计穿越负债下行周期稳定增长。
- 投资建议：下半年保险板块资产、负债、价值均呈现出景气度回暖态势，当前上市保险公司 2020 年 PEV 估值处于低位的水平，下半年有望实现价值回归，建议关注：中国平安（601318.SH）/（02318.HK）、新华保险（601336.SH）/（01336.HK）、中国人寿（601628.SH）/（02628.HK）、中国太保（601601.SH）/（02601.HK）。**
- 风险提示：长端利率超预期下行；新单销售不达预期等。**

行业评级

买入

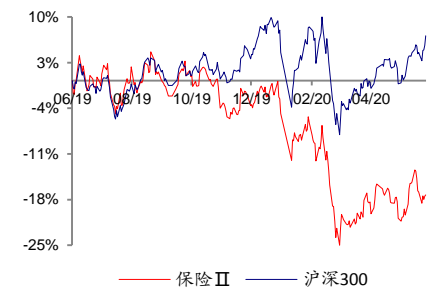
前次评级

买入

报告日期

2020-06-22

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:

刘淇



SAC 执证号: S0260520060001



liuqi@gf.com.cn

请注意，刘淇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

保险 II 行业:上市险企 5 月份 2020-06-14

保费数据点评-负债端改善逻辑

被持续验证

保险 II 行业:低利率研究报告 2020-06-02

系列之一: 海外保险市场如何

应对长期低利率环境

上市险企 2020 年 1 季度保费 2020-04-17

概况:寿险保费增长分化, 财

险增速明显修复

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PEV(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国平安	601318.SH	CNY	73.42	20200221	买入	103.46	9.44	10.62	7.78	6.91	0.97	0.83	26.69%	23.05%
新华保险	601336.SH	CNY	45.25	20200326	买入	67.7	5.13	5.94	8.82	7.62	0.61	0.54	18.00%	18.29%
中国太保	601601.SH	CNY	27.98	20200603	买入	39.25	2.24	2.86	12.48	9.79	0.56	0.49	15.00%	16.57%
中国人寿	601628.SH	CNY	28.17	20200326	买入	37.63	1.61	2.14	17.50	13.16	0.65	0.60	10.00%	12.02%
中国平安	02318.HK	HKD	79.15	20200221	买入	114.96	9.44	10.62	8.38	7.45	0.95	0.82	26.69%	23.05%
新华保险	01336.HK	HKD	26.80	20200326	买入	40.92	5.13	5.94	5.22	4.51	0.33	0.29	18.00%	18.29%
中国太保	02601.HK	HKD	21.50	20200603	买入	42.97	2.45	3.13	8.76	6.87	0.39	0.34	15.00%	16.57%
中国人寿	02628.HK	HKD	16.04	20200326	买入	28.95	1.61	2.14	9.96	7.50	1.00	0.31	10.00%	12.02%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、保险板块 2020 上半年跑输市场	5
二、负债端：逐步改善贯穿保险行业下半年.....	6
（一）寿险：政策+需求+队伍三重利好因素叠加，新单有望持续改善	6
（二）财险：新车销售回暖提振车险，车险改革持续深化	8
三、资产端：长端利率企稳，利润压力犹存.....	11
（一）下半年经济有望逐季改善，长端利率有望企稳.....	11
（二）预计投资收益率下行有限，750 曲线下移导致利润压力犹存	12
四、价值端：NBV 增速分化，EV 稳定增长.....	14
（一）NBV：随新单销售而改善，全年增速分化.....	14
（二）EV：逆境中维持两位数增长态势	15
五、投资建议	17
四、风险提示	18

图表索引

图 1: 2020 上半年保险指数跑输市场 (截至 6 月 22 日)	5
图 2: 10 年期国债收益率走势 (%) (截至 6 月 22 日)	5
图 3: 人身险和财险原保费累计同比增速	6
图 4: 上市险企寿险原保费累计同比增速	6
图 5: 寿险原保费单月同比增速	7
图 6: 中国太平原保费单月同比增速	7
图 7: 保险公司 2019 年重疾险赔付额比重	7
图 8: 泰康各险种 2019 年赔付金额较 2009 年增长率	7
图 9: 社会消费品零售总额当月同比 (%)	8
图 10: 行业寿险原保费单月同比增速	8
图 11: 狭义乘用车当月同比增速 (%)	9
图 12: 上市险企车险原保费累计增速	9
图 13: 财产险公司非车险原保费累计增速	10
图 14: 财产险公司意健险原保费累计增速	10
图 15: 上市财产险公司综合费用率水平 (%)	11
图 16: 社融增速持续回暖	11
图 17: 工业、服务业、消费、投资数据持续好转 (%)	11
图 18: 10 年期国债收益率走势 (%)	12
图 19: 美国 10 年期国债收益率走势 (%)	12
表 1: 近年来各地区出台的汽车消费政策 (不完全统计)	9
表 2: 上市保险公司净投资收益率	12
表 3: 中国太保大类资产总投资收益率	13
表 4: 上市保险公司 2019 年末披露的资产到期期限情况	13
表 5: 2019 年上市保险公司权益资产价格变动对投资收益、利润的影响幅度	13
表 6: 三种假设下 10 年期的 750 天移动平均曲线利率和变动幅度	14
表 7: 上市保险公司历史准备金增提情况和 750 天曲线变动幅度 (百万)	14
表 8: 2019 年上市保险公司一次性退税金额规模	14
表 9: 中国平安内含价值增长预测	15
表 10: 中国人寿内含价值增长预测	16
表 11: 中国太保内含价值增长预测	16
表 12: 新华保险内含价值增长预期	17

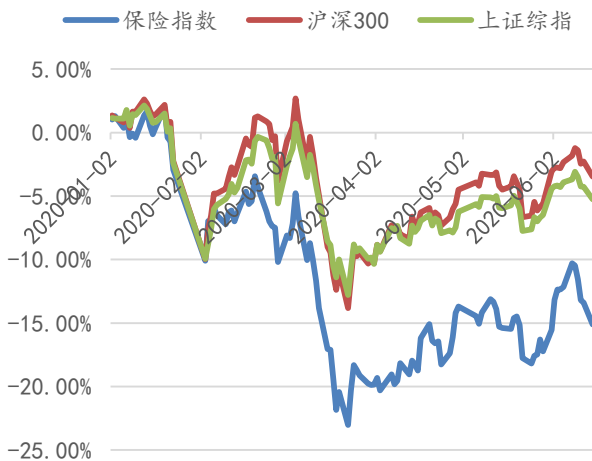
一、保险板块 2020 上半年跑输市场

资产负债景气度下行导致保险板块在2020上半年跑输市场。截至6月22日，保险指数（wind主体指数）较年初下跌14.49%，跑输市场（沪深300+0.13%、上证综指-2.78%），上市保险公司的PEV估值低位徘徊。上半年保险板块跑输市场的核心原因在于：长端利率下行压力及疫情直接冲击保险负债端销售。

长端利率下行冲击保险股。新冠疫情冲击全球经济，虽然我国积极采取及时有效的防控措施，但内外部压力导致我国经济下行，同时为应对疫情的冲击，宽松的货币政策引导市场利率下行。10年期国债收益率由年初的3.14%一度下探至2.48%的历史低点，随后随着复工复产的推进反弹至如今的2.8%-2.9%，但仍处于3%以下，引发市场对于保险股长期利差损、内含价值基准假设下移的担忧。

疫情冲击保险新单销售，上市险企呈现不同程度的分化。疫情导致多方面的保费冲击：一方面，2-3月份线下人际交往活动停滞，代理人展业直接受阻；另外疫情导致居民收入下滑引发未来现金流支出的谨慎，影响新单销售和存量保单的继续率。1-4月份人身险行业原保费增速4.6%，财产险原保费增速3.3%，相较于2019年同期的17.12%、7.08%明显放缓。上市险企因开门红策略和产品策略等差异呈现不同程度的分化，其中国寿和新华2020年1-5月份寿险原保费增速分别为15%、32%，而平安和太保小个位数增长，分别为5.2%、0.3%。

图1：2020上半年保险指数跑输市场（截至6月22日）



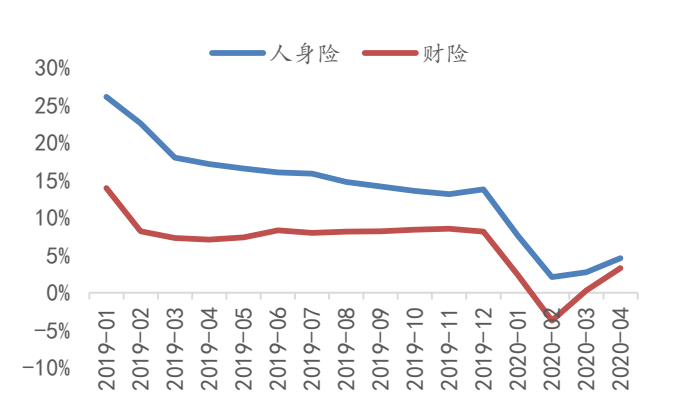
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：10年期国债收益率走势（%，截至6月22日）



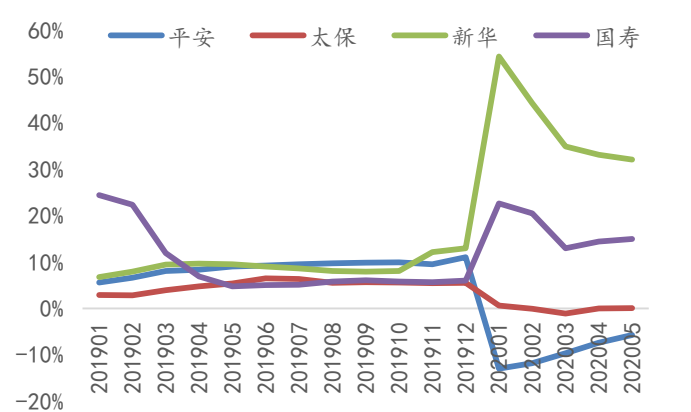
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图3: 人身险和财险原保费累计同比增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图4: 上市险企寿险原保费累计同比增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

二、负债端：逐步改善贯穿保险行业下半年

(一) 寿险：政策+需求+队伍三重利好因素叠加，新单有望持续改善

1. 利好之一：政策短期刺激健康险销售，长期有望降低保费、提升产品吸引力

时隔13年调整重疾险疾病定义，目前进行第二次征求意见，正式稿落地指日可待。2020年3月31日保险业协会出台《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版(征求意见稿)》，距离上一次(2007年)范围规范的制定已过去13年之久，现行规范中的部分内容已不能满足当前行业发展和消费者的需求，2020年6月1日保险业协会联合中国医师协会联合发布第二次征求意见稿。综合两次征求意见稿来看，此次重疾险疾病定义使用规范的调整主要包括：一是建立重大疾病分级体系，分为重度疾病和轻度疾病，其中备受关注的甲状腺癌中TNM分期为I期分类至轻度疾病；二是增加病种数量，适度扩展保障范围，由过去的25种疾病扩大至31种(28种重度疾病、3种轻度疾病)；三是扩展疾病定义范围，优化定义内涵。6月1日开始第二次征求意见，预计正式稿落地指日可待。

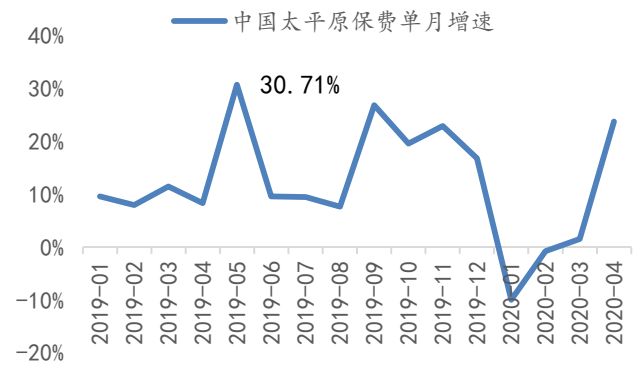
重疾险定义调整短期有望刺激健康险产品销售。按照行业惯例，一旦政策调整导致产品停售，无论是代理人的营销还是投保人的购买心理，均会短期刺激老产品的销售，有望在年内一次性提振健康险的销售。如2017年76号文要求2017年4月1日停售所有不合规的产品，3月份单月寿险保费同比增速明显放大至48.5%，再有134号文要求2018年10月1日前停止销售快返型产品，当年9月份单月寿险销售同比增速高达39%。中国太平2019年5月份停售高性价比“福禄康瑞”，单月原保费增速由4月份的8.3%放大至30.1%。由此可见几乎每一次停售潮都伴随着销售高点，相信此次也不会例外。

图5: 寿险原保费单月同比增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图6: 中国太平原保费单月同比增速

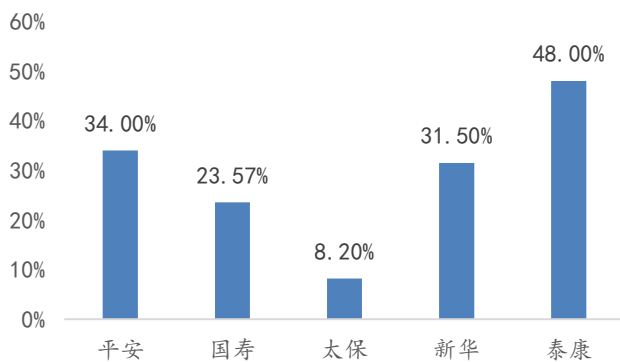


数据来源: 公司月度公告, 广发证券发展研究中心

与疾病定义使用范围调整配套,中国精算师协会时隔7年修订重大疾病经验发生率表,重疾发生率均有明显下滑。2020年5月7日中国精算师协会公布《中国人身保险业重大疾病经验发生率表(2020)(征求意见稿)》,由于发病率较高的甲状腺癌部分移至轻度疾病,因此新版的重疾发生率较旧版出现较大幅度的下降。

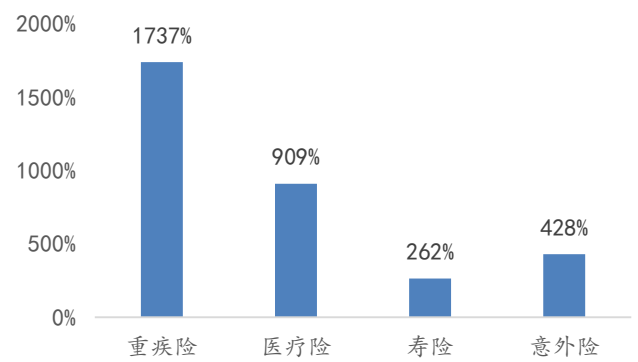
重大疾病经验发生率的下降长期利好行业稳健发展。一方面发生率下降有利于部分保险公司适度下调健康险产品保费,在保持价值率稳定的背景下提升保障型产品的吸引力,长期利好产品销售;另一方面缓解保险行业重疾险赔付压力,从2019年上市险企理赔报告来看,平安、国寿、太保、新华、泰康重疾险赔付占比34%、24%、8%、32%、48%。

图7: 保险公司2019年重疾险赔付额比重



数据来源: 保险公司年度理赔报告, 广发证券发展研究中心

图8: 泰康各险种2019年赔付金额较2009年增长率



数据来源: 泰康2019年度理赔报告, 广发证券发展研究中心

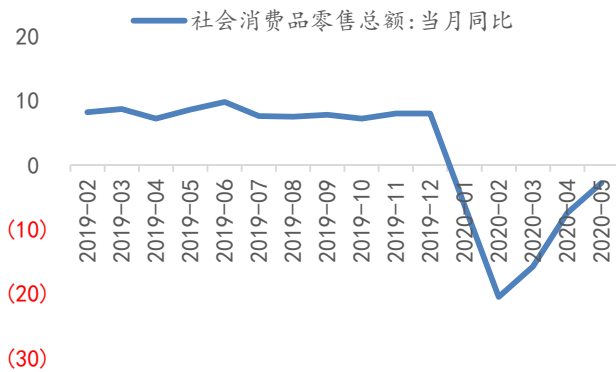
2. 利好之二: 经济复苏释放健康险及年金险需求

经济复苏提升收入预期,居民保险产品消费能力提高,疫情期间积累的保险需求有望逐步释放。突发疫情导致居民防范风险的意识加强,保险意识明显复苏,同时保险公司在疫情期间通过赠险、免费扩大保险责任等方式提升居民对保险产品的好感,并且推出短期险等获客产品扩大保险产品覆盖面,积累了大量的保险产品需求。而4-5月份保险负债端呈现出弱复苏的态势究其根源在于居民有消费意愿但支付能力

受疫情影响，但我们认为随着经济逐步复苏，各行业逐步回到疫情前的正常工作状态，居民收入预期提升，消费能力提升，如5月份社会消费品零售总额同比-2.8%，较4月份提升4.7个百分点，同时汽车、房地产等大额消费也在逐渐回暖。下半年居民收入恢复程度有望高于上半年，消费能力的提升有望将疫情期间积累的保险产品需求逐步释放。

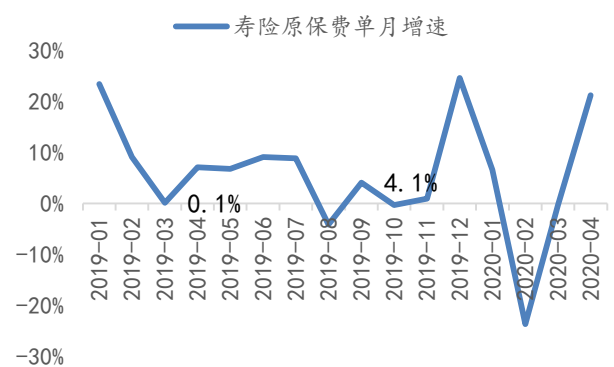
值得注意的是，疫情导致居民保险意识的觉醒，并不仅仅只是提升长期健康险产品的需求，我们认为年金险也同样受益，无论是居民储蓄的意愿同样在经历过疫情后有所强化，还是企业主等现金流恢复正常提升大额保单的消费。如4月单月行业寿险原保费同比增速扩大至21.3%，较3月份的-0.3%提升了21.6个百分点，达到2019年开门红的增速水平。

图9：社会消费品零售总额当月同比（%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图10：行业寿险原保费单月同比增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

3.利好之三：队伍规模企稳回升，前期转型释放新动能

被动及主动因素交织推动上市险企代理人队伍企稳回升。（1）被动因素在于疫情导致部分行业失业率明显提升，保险代理人线上展业的便利性及进入门槛相对较低，增员入口的规模明显增加，目前部分服务行业的复工复产仍未恢复到正常水平，增员入口规模有望保持相对较高水平；（2）主动因素在于保险公司增加队伍投入，提升代理人收入，缓解新人留存压力。如20Q1国寿、新华寿险手续费及佣金支出增速分别为34%、2%（个位数增长在于开门红主力产品由2019年的保障型调整至今年的年金险，佣金率水平明显下降）。环境（被动因素）变化提升入口规模，公司投入（主动因素）变化增加留存水平，双管齐下有望推动上市保险公司代理人队伍规模扭转过去两年的下滑趋势，利好下半年新单销售。

（二）财险：新车销售回暖提振车险，车险改革持续深化

1.保费：新车销量回暖助推车险增速提升，经济复苏提升非车险需求

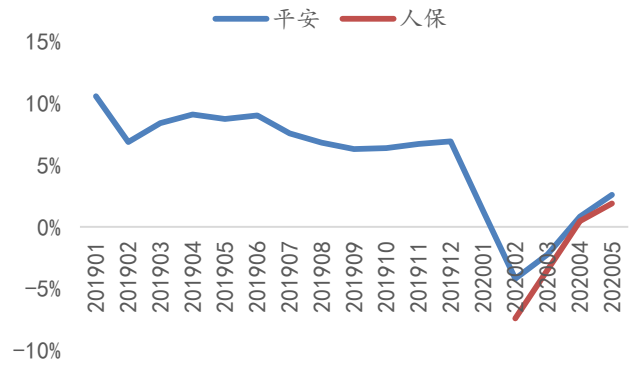
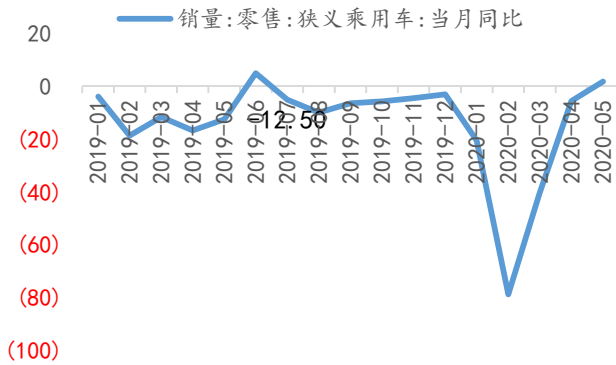
车险方面，受益经济复苏及汽车销售支持政策，新车销售回暖有望带动车险增速修复。随着经济逐步复苏，居民消费能力提升，同时各地方政府陆续出台汽车销售支

持政策，推动汽车销售的触底回升，据wind数据显示5月份单月狭义乘用车同比增长1.7%，11个月以来首次正增长，较4月份提升7.3个百分点，较疫情期间的2月（-78.7%）、3月（-40.4%）明显改善。

展望全年，一方面由于上半年疫情的影响，另外车险综合改革有望在年内出台，对于车均保费的影响存在一定不确定性，因此我们预计全年车险增速约为3%左右。

图11: 狭义乘用车当月同比增速 (%)

图12: 上市险企车险原保费累计增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表1: 近年来各地区出台的汽车销售政策 (不完全统计)

发文时间	地区/机构	主要政策
2020.2.17	佛山	佛山号牌车主以旧换新，每辆给予3000元补助；
2020.3.4	湖南	鼓励各地对无车家庭购置首辆家用新能源汽车给与支持，鼓励车企和经销商在省内组织开展“汽车下乡”促销活动
2020.3.27	宁波	消费者购买宁波本地生产、销售的乘用车并在本地上市的，给予每辆车一次性让利5000元，每家企业限让利销售6000辆
2020.4.1	郑州	发挥汽车销售对扩大消费的关键作用，对上半年销售额达到去年同期水平的前10名限上汽车销售企业，每家给予5万元奖励；对前三季度销售额增量前10名的限上汽车销售企业，每家给予10万元奖励；对全年销售额增速超过全市社会消费品零售总额增速，总量前10名的限上汽车销售企业，每家给予50万元奖励
2020.4.2	烟台	推出百万惠民购车补贴，购买“烟台型”车型每车补贴2000元
2020.4.3	广州	广州市除增加中小客车指标额度外，还宣布从2020年3月至12月底，在使用环节对个人消费者购买新能源汽车给予每车1万元综合性补贴。对置换或报废二手车的消费者，在广州注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准新车，每辆给予3000元补助
2020.4.23	上海	上海市已重点围绕6个方面研究制定了促进本市汽车消费若干政策
2020.4.27	广东省	广东17.8亿元支持汽车家电下乡
2020.4.29	国家发展改革委、科技部等11部门	《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》
2020.6.3	湖北省	包括将落实新能源汽车购置补贴、免征车辆购置税政策延长2年和二手车销售增值税减免等优惠政策

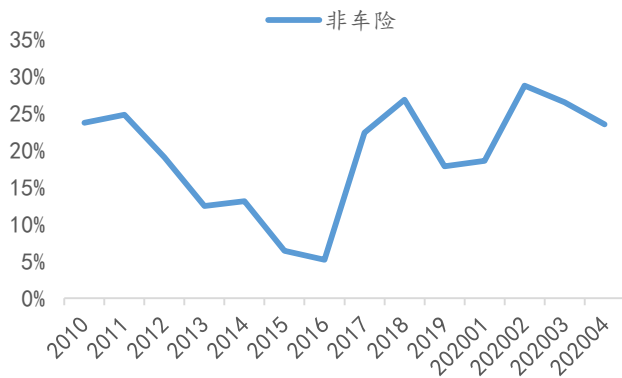
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

非车险方面，随着经济逐步复苏，各行业开始复工复产，农业险、企财险、责任险、

工程保险等非车险业务需求有望持续提升。宏观经济承压的背景下保证保险赔付率提升，对部分上市保险公司造成一定的影响，但整体行业相对可控。在车险增速相对较弱的背景下，非车险一直是各家公司兵家必争之地，随着经济复苏，非车险需求提振，全年预计有望保持高速增长态势。

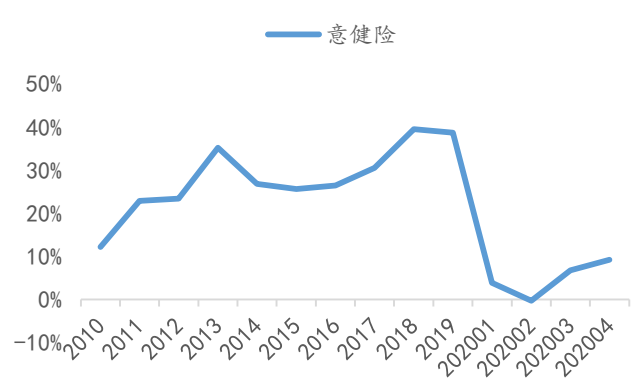
意健险方面，2020年政府工作报告多次提及保险的保障功能，强调将城乡居民大病保险试点扩大到所有省份，同时考虑到新冠疫情等风险事件加强健康险等消费需求，预计意外及健康险有望保持两位数增长。

图13: 财产险公司非车险原保费累计增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图14: 财产险公司意健险原保费累计增速



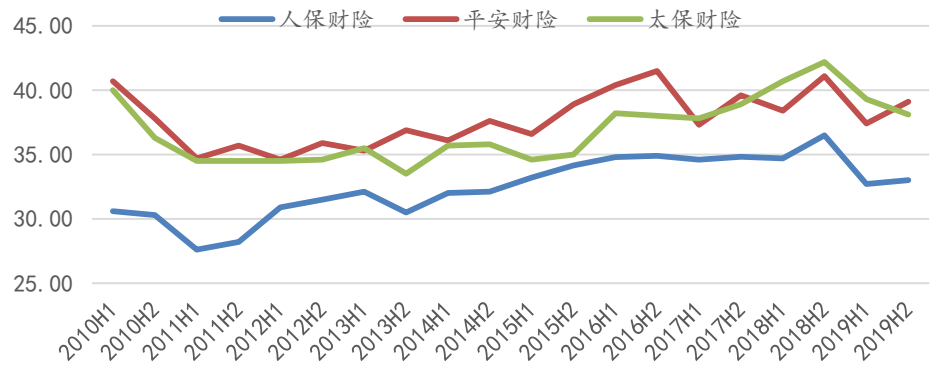
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2.综合成本率: 车险综合改革临近, 费用率短期面临抬升压力

综合车险改革临近。2020年春节前夕,银保监会主席黄洪表示银保监会正在指定车险综合改革的具体方案,将在2020年适当的时机正式实施车险综合改革。2020年4月中国证券报记者报道,银保监会今日下发《示范型商业车险精算规定(征求意见稿)》拉开了综合车险改革的序幕,具体的内容包括:(1)将“自主渠道系数”和“自主核保系数”合并为“自主定价系数”,自主定价系数范围统一为[0.7,1.3];(2)定价中附加费用率上限由35%下调至30%;(3)建立费率回溯和产品纠偏机制,原则上保险公司调整上商业车险条款费率的频率不高于3个月一次。征求意见稿体现监管引导行业降低费用率,提升赔付率的方向,未来将逐步放开定价限制,引导车均保费下降,但短期仍旧采取循序渐进的方式保护行业稳定。

全年综合成本率有望保持相对稳定,利好在于一季度疫情影响车险理赔率大幅下降,不确定因素在于年底综合车险改革的落地前不排除费用率短期会有所上升,原因在于费改临近前期部分保险公司可能提前进行费用投入开展新业务和续保的工作。如在2018年8月1日开始时车险费率实施报行合一,2018全年人保财险、平安财险、太保财险费用率36.5%、41.1%、42.2%,较2017年分别提升1.67pct、1.5pct、3.3pct。

图15: 上市财产险公司综合费用率水平 (%)



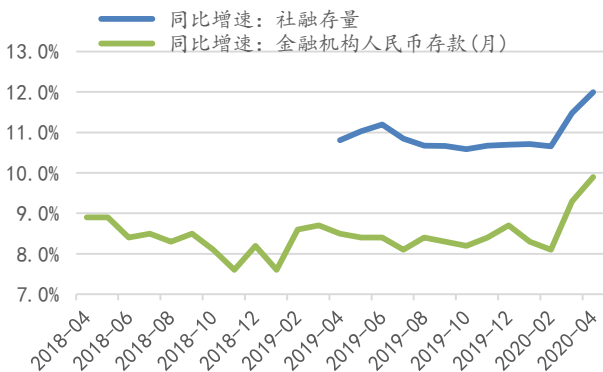
数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

三、资产端: 长端利率企稳, 利润压力犹存

(一) 下半年经济有望逐季改善, 长端利率有望企稳

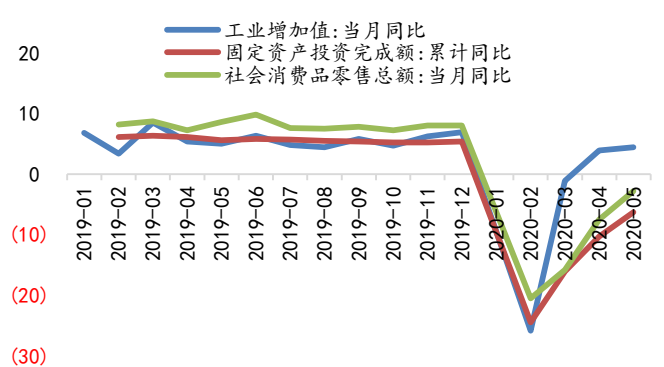
社融增速回暖、PMI超预期, 截至目前10年期国债收益率明显反弹。展望未来内外经济均有望逐步走出疫情阴霾, 我国宏观经济下半年经济有望逐季改善, 积极的财政政策和宽松的货币政策有望逐步发挥作用, 并且经济活动逐步回到疫情前的政商水平, 叠加大量基建项目的上马, 预计后续宏观经济有望逐季改善。5月份经济数据明显回暖, 工业、服务业、消费、投资数据均有所好转, 外部环境方面随着疫情的逐步控制和多项政策的刺激, 外部经济主体也有望回暖, 利好我国的出口。无论是宏观经济的逐步企稳, 还是货币政策的变化, 长端债券利率趋势在下半年相对明朗, 有望保持稳定。

图16: 社融增速持续回暖



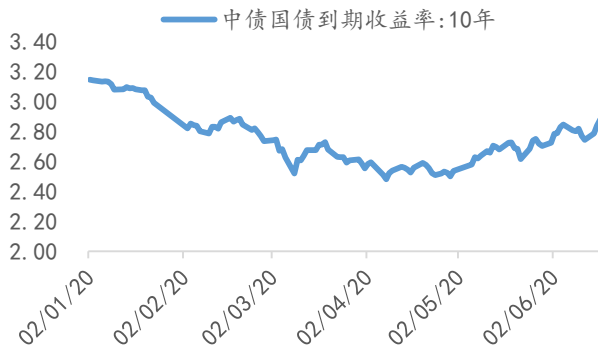
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图17: 工业、服务业、消费、投资数据持续好转 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图18: 10年期国债收益率走势 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图19: 美国10年期国债收益率走势 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 预计投资收益率下行有限, 750 曲线下移导致利润压力犹存

1. 存量资产支撑净投资收益, 总投资收益聚焦权益市场, 全年投资收益率下行有限
 存量资产体量大、久期长, 有效支撑保险公司投资收益的基本盘(净投资收益)。保险资金主要配置于固定收益类资产(上市保险公司70%-80%的保险资金配置固定收益类资产), 并且主要以持有至到期投资为主, 随着过去几年保险公司加大长久期资产的配置策略, 整体资产的久期在逐年提升。如中国平安在投资者开放日披露的数据显示, 截至2018年中报固定收益类资产久期末7.9年, 较2013年拉长了1.3年。久期拉长的背景下, 保险公司存量资产在中等时间维度里能较强的支撑保险公司的净投资收益。

如2016年10年期国债收益率下滑至2.64%, 但平安、国寿、太保、新华等净投资收益率分别为6%、4.61%、5.4%、5.1%, 且从太保披露的大类资产总投资收益率来看, 固定收益类资产一直保持着稳定的超过5%的总投资收益率水平。2019年末上市保险公司披露的资金中一年内到期的占比约为13%-16%, 假设再投资收益率下行100个BP, 影响整体收益率仅15个BP左右。

表2: 上市保险公司净投资收益率

净投资收益率	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	平均
中国平安	4.00%	4.50%	4.70%	5.10%	5.30%	5.80%	6.00%	5.80%	5.20%	5.20%	5.16%
中国人寿	-	-	4.44%	4.54%	4.71%	4.30%	4.61%	4.61%	4.61%	4.61%	4.55%
中国太保	4.30%	4.70%	4.90%	5%	5.30%	5.20%	5.40%	5.40%	4.90%	4.90%	5.00%
新华保险	3.80%	4.10%	4.66%	5.00%	5.20%	4.90%	5.10%	5.10%	5.00%	4.80%	4.77%

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

表3: 中国太保大类资产总投资收益率

中国太保大类资产配置	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	平均
固定收益类	5.20%	5.20%	5.70%	5.60%	5.20%	5.00%	5.20%	5.10%	5.28%
权益投资类	-11.10%	3.70%	8.40%	19.60%	4.70%	7.60%	1.10%	6.30%	5.04%
投资性房地产	6.10%	7.10%	8.10%	9.50%	8.80%	8.40%	9.00%	9.30%	8.29%
现金、现金等价物及其他	1.40%	1.40%	1.60%	1.60%	1.80%	2.40%	1.90%	1.70%	1.73%

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

表4: 上市保险公司2019年末披露的资产到期期限情况

百万元	规模				占比			
	1年到期	1-5年	5年以上	合计	1年到期	1-5年	5年以上	合计
中国人寿	561,691	1,348,795	1,901,260	4,417,753	12.7%	30.5%	43.0%	100.0%
中国太保	267,848	609,065	857,436	1,939,410	13.8%	31.4%	44.2%	100.0%
新华保险	171,542	330,348	433,994	1,092,841	15.7%	30.2%	39.7%	100.0%

数据来源: 公司年底报告, 广发证券发展研究中心

总投资收益率聚焦权益市场变化。总投资收益=净投资收益+买卖证券价差收入+公允价值变动损益+资产减值损失, 而保险公司权益资产主要计入交易性金融资产及FVPTL等, 其公允价值变动将直接影响总投资收益, 由于保险资金体量大, 配置在权益和基金等权益资产规模庞大, 其公允价值变动对保险公司当期总投资收益的影响相对较大。2019年末中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险配置股票和基金的比重分别为12.07%、11.05%、9.53%、12.17%, 权益市场价格变化10%对公司总投资收益的影响幅度分别为13%、3%、0%、2.7%, 对利润总额的影响幅度分别为13.5%、9.4%、0.1%、7.5%。

表5: 2019年上市保险公司权益资产价格变动对投资收益、利润的影响幅度(百万元)

	权益资产价格变动幅度	对利润总额的影响	2019年总投资收益	总投资收益影响幅度	2019年利润总额	利润总额影响幅度
平安	10%	24,866	191,263	13.0%	184,739	13.46%
国寿	10%	5,641	169,043	3.3%	59,795	9.43%
太保	10%	22	66,978	0.0%	27,966	0.08%
新华	10%	993	36,344	2.7%	13,221	7.51%

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

2.750曲线下移叠加2019年退税高基数, 全年利润增速承压

准备金增提压力不减, 但溢价因子存在调整空间。2020年利率下行, 10年期国债收益率持续处于3%以下水平, 750天移动平均曲线将向下移动, 在积极

(2.9%)、中性(2.7%)、消极(2.5%)的假设下, 10年期的750天移动平均曲线将下移25BP、28BP、32BP。全年750天曲线大幅下移, 保险公司全年面临准备金增提压力。但考虑到准备金折现率=750天移动平均曲线利率+不超过150BP的溢价因子, 溢价因子反向调整有望缓解750曲线下移对利润影响的幅度, 并且在过去两年上市保险公司逆势增提准备金已经2020年溢价因子调整储备足够空间。如2019年10年期750天曲线上移10.6个BP, 但平安、太保、新华却增提准备金208亿、81亿、62.5亿。

表6: 三种假设下10年期的750天移动平均曲线利率和变动幅度

	2019年12月31日750曲线利率(%)	2020年12月31日750曲线利率(%)	变动(BP)
消极假设	3.462	3.145	-32
中性假设	3.462	3.180	-28
积极假设	3.462	3.216	-25

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表7: 上市保险公司历史准备金增提情况和750天曲线变动幅度(百万)

	750天曲线变动幅度 (BP)	会计估计变更对准备金的影响(正数表示增提)			
		中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
2015	-3.00	23,175	8,510	4,844	4,489
2016	-32.394	17,652	14,262	9,292	6,245
2017	-19.20	21,213	6,599	9,024	8,282
2018	8.82	-265	-6,020	-497	5,038
2019	10.60	20,774	-4,906	8,077	6,249

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

2019年所得税政策调整, 并且汇算清缴2018年所得税金额一次性返还导致净利润基数较高。2019年5月29日财政部发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》, 汇算清缴2018年多缴纳的税额, 一次性返还的税额极大增厚上市保险公司2019年的净利润规模, 其中中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险返还的税额高达105亿、55.5亿、48.87亿、19.32亿, 占2019年归母净利润比重为7%、9%、18%、13%, 推升2019全年净利润的规模。

表8: 2019年上市保险公司一次性退税金额规模

	一次性退税金额(亿)	2019年归母净利润总额(亿)	占比
中国平安	104.53	1,494.07	7%
中国人寿	51.54	582.87	9%
中国太保	48.81	277.41	18%
新华保险	18.50	145.59	13%

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

四、价值端: NBV 增速分化, EV 稳定增长

(一) NBV: 随新单销售而改善, 全年增速分化

下半年新单保费销售改善推动全年NBV增速将较中报改善, 上市险企呈现分化态势。(1)定性角度, 下半年保险公司负债端受益政策+需求+代理人三者叠加持续改善, 新单改善势必推动全年新业务价值的增速高于中报, 呈现改善的趋势。从价值率的角度, 由于疫情期间保险公司推出期限较短的产品, 同时稳定队伍加大费用投入, 预计2020年整体价值率较2019年有所下滑。

(2) 定量角度, 上市险企全年新业务价值增速分化: 其中国寿由于开门红预售节奏和人力大幅增长, 预计全年NBV有望逆势正增长, 预计全年增长9%傲视群雄, 释放“重振国寿”的改革红利; 新华受益人力稳定增长和下半年的低基数, 预计全年新业务价值增长-3.4%, 预计仅次于国寿; 而平安由于力保2019年指标腾挪开门红保费造成2020年的缺口, 叠加寿险改革的持续深化, 预计全年新业务价值增长-12%, 创下多年来的最差增速; 太保受疫情的拖累和改革的持续深化, 新单增长相对弱于同业, 预计全年新业务价值增长-10.4%。

(二) EV: 逆境中维持两位数增长态势

受新业务价值和投资偏差的拖累, 2020全年上市保险公司内含价值增速预计有所放缓, 但仍维持两位数(14%~16%)增长态势。**长期以来, 保险公司内含价值保持稳定增长, 主要在于公司内含价值预计回报的稳定释放和高额的新业务价值, 二者推动内含价值两位数增长, 这也是保险股穿越周期的核心关键所在。**

2020年驱动保险公司内含价值增长的因子的预测: (1) 内含价值预期回报基于存量有效业务价值的释放, 保持相对稳定; (2) 新业务价值根据上述测算, 预计上市保险公司分别拉动EV增长5.6%、6.8%、5.6%、4.6%, 分散效应保持相对稳定; (3) 其他因子包括投资偏差、营运偏差、市场价值调整, 其中投资偏差由于利率下行和权益市场的波动, 预计分别贡献EV增长-1.09%、-0.6%、-0.07%、1.25%, 相较于去年同期的3.21%、4.01%、1.5%、4.77%明显下滑, 也是2020年内含价值增长下滑的核心拖累因素, 市场价值调整受益利率下行而提高债券价格, 预计有正向拉动作用。**因此综合以上假设, 2020年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险全年内含价值预计增长15.6%、14.6%、14.6%、13.4%。**

表9: 中国平安内含价值增长预测

中国平安	2017	2018	2019	2020E	2021E
年初内含价值的预期回报	4.98%	5.49%	5.76%	5.64%	5.40%
一年新业务价值	10.56%	8.76%	7.58%	5.59%	5.57%
新业务内部的风险分散效应	1.47%	1.16%	0.71%	0.52%	0.52%
新业务与有效业务的风险分散效应	1.79%	1.38%	0.70%	0.52%	0.52%
假设及模型变动	-0.12%	0.07%	0.19%	0.32%	0.14%
市场价值调整影响	-0.85%	0.87%	0.03%	0.93%	0.23%
投资回报差异	4.74%	-1.48%	3.21%	-1.09%	0.00%
营运经验差异及其他	1.39%	1.69%	0.37%	0.46%	0.36%
集团向寿险注资	0.10%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%
其他非寿险业务当年利润	6.68%	5.12%	4.48%	5.11%	5.27%
其他非寿险业务当年非营运利润		0.88%	0.18%	0.67%	1.08%
市场价值调整影响及其他差异	0.07%	1.58%	0.00%	-0.09%	-0.02%
子公司向其他股东分红	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资本注入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
集团向子公司注资	-0.10%	-0.03%	0.00%	0.00%	0.00%
股东分红	-3.01%	-4.03%	-3.37%	-2.53%	-2.63%
合计增速	29.40%	21.48%	19.76%	15.62%	16.44%

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

表10: 中国人寿内含价值增长预测

中国人寿	2017	2018	2019	2020	2021
新业务价值的影响	9.22%	6.74%	7.38%	6.80%	7.08%
期望收益	8.05%	8.21%	8.38%	8.18%	8.14%
运营经验偏差	0.08%	0.04%	0.02%	0.01%	0.01%
投资回报偏差	-0.66%	-6.06%	4.01%	-0.59%	0.00%
方法/模型/假设变动	-0.91%	-0.15%	-0.86%	0.42%	0.00%
市场价值和其他调整	-1.77%	1.20%	0.38%	0.60%	0.10%
注资及股东红利分配	-1.10%	-1.59%	-0.62%	-0.84%	-0.93%
汇率变动	-0.07%	0.04%	0.02%	0.00%	0.00%
其他	-0.25%	-0.13%	-0.22%	0.00%	0.00%
合计增速	12.59%	8.29%	18.49%	14.59%	14.41%

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

表11: 中国太保内含价值增长预测

中国太保	2017	2018	2019	2020E	2021E
年初内含价值预期回报	7.13%	7.27%	7.12%	7.00%	6.97%
新业务价值	10.87%	9.48%	7.32%	5.57%	5.18%
分散效应	1.52%	0.99%	0.77%	0.59%	0.55%
投资收益差异	0.36%	0.08%	1.50%	-0.07%	0.07%
营运经验差异	0.77%	-0.06%	1.13%	1.08%	1.10%
假设及模型变动	-0.93%	-0.38%	-0.15%	0.00%	0.00%
市场价值调整	-2.06%	1.39%	0.15%	0.17%	0.16%
集团对寿险子公司资本注入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股东股息	-5.14%	-2.94%	-3.76%	-3.83%	-4.01%
其他	0.01%	0.03%	0.01%	0.00%	0.00%
利润分配前净资产变化	7.04%	4.75%	6.69%	7.38%	9.01%
子公司注资	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润分配	-2.71%	-2.61%	-2.70%	-2.86%	-3.12%
少数股东权益调整	-0.50%	-0.53%	-0.28%	-0.40%	-0.52%
合计增速	16.36%	17.46%	17.80%	14.62%	15.38%

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

表12: 新华保险内含价值增长预期

新华保险	2017	2018	2019	2020E	2021E
期初内含价值调整	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
期望收益	9.69%	9.21%	9.24%	9.00%	9.55%
一年新业务价值的影响	9.32%	7.96%	5.65%	5.61%	4.60%
运营经验偏差	2.38%	2.03%	0.88%	0.75%	0.00%
经济经验偏差	0.24%	-3.84%	4.77%	1.25%	2.87%
运营假设变动	-1.07%	-0.91%	-1.86%	0.00%	0.00%
经济假设变动	-0.66%	-0.71%	-0.70%	0.00%	0.00%
注资及股东红利分配	-1.16%	-1.06%	-1.39%	-2.15%	-1.68%
其他	-0.32%	0.09%	1.18%	0.05%	0.04%
寿险业务以外的其他股东价值变化	0.14%	0.06%	0.65%	0.00%	0.00%
合计增速	18.56%	12.82%	18.42%	13.44%	15.28%

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

五、投资建议

上半年保险板块跑输市场的核心原因在于长端利率下行压力及疫情直接冲击保险负债端销售, 但展望下半年, 我们认为负债端和资产端景气度开始上行, 叠加低位的估值, 保险板块有望实现超额收益。

第一, 负债端下半年趋势为逐步改善。

寿险方面政策+需求+队伍三重利好因素叠加, 新单有望持续改善。一方面, 监管时隔13年调整重疾险疾病定义使用范围, 目前正处于第二次征求意见阶段, 正式稿落地指日可待, 按照行业惯例每一次停售潮都伴随着销售高点(参考2017年76号文、134号和2019年太平停售“福禄康瑞”), 同时疾病发生率的调整有望降低健康险产品保费提升长期销售吸引力; 另一方面, 经济复苏释放健康险及年金险需求。上半年居民投保意愿提升但支付能力受影响, 随着经济复苏及收入预期提升, 疫情期间积累的健康险及年金险需求有望逐步释放, 下半年改善幅度将高于上半年; 最后, 环境(被动因素)变化提升入口规模, 公司投入(主动因素)变化增加留存水平, 双管齐下有望推动上市保险公司代理人队伍规模扭转过去两年的下滑趋势, 利好下半年新单销售。

财险方面, 新车销售回暖提振车险, 车险改革持续深化。受益经济复苏及汽车销售支持政策, 新车销售回暖有望带动车险增速修复, 全年增速有望较上半年扩大但考虑到车险综合改革的不确定性因素, 预计全年增长3%左右。随着经济复苏, 行业复工复产恢复到疫情前水平, 农业险、企财险、责任险等非车险需求提振, 全年保持两位数高增长, 缓解车险低增长的拖累。

第二, 资产端利率企稳, 全年利润下滑压力犹存。上半年积极的财政政策和宽松的货币政策将逐步发挥作用, 并且经济活动逐步回到疫情前水平, 叠加大量的基建项目上马对各个行业的拉动, 并且考虑到海外经济主体逐步走出疫情阴霾利好出口销售, 预计下半年宏观经济逐季企稳, 对长端利率形成一定支撑, 扭转上半年极度悲观的预期。从保险行业投资收益率来看, 由于存量资产体量大, 久期长, 净投资收益

率有较强的支撑，而总投资收益率取决于权益市场的变化，随着后续多项政策的出台有望活跃市场热度，全年总投资收益率有望保持稳定。但由于750天曲线下移保险公司面临准备金增提的压，叠加2019年一次性退税导致利润基数较高，2020年上市保险公司利润增速仍面临一定压力。

第三，新业务价值增速有望较中报改善，内含价值预计穿越周期稳定增长。随着寿险负债端的逐季改善，上市保险公司全年新业务价值增长有望持续改善，预计全年增速约为-12%~9%；而内含价值虽然受新业务价值增速放缓和投资偏差的拖累，预计较2019年增速有所放缓，但得益于存量有效业务的价值释放和高额的新业务价值，全年上市保险公司内含价值仍可以保持13%~16%的高速增长态势，穿越下行周期稳定增长。

综合以上分析，下半年保险板块资产、负债、价值均呈现出景气度回暖，当前上市保险公司2020年PEV估值处于低位的水平，下半年有望实现超额收益，建议关注：中国平安(601318.SH)/(02318.HK)、新华保险(601336.SH)/(01336.HK)、中国人寿(601628.SH)/(02628.HK)、中国太保(601601.SH)/(02601.HK)。

四、风险提示

(一) 经济持续下滑叠加政策超调，长端利率下滑超预期

疫情导致宏观经济回暖不达预期，导致长期国债收益率下行，影响保险公司长期投资收益率。

(二) 全年新单销售不达预期，新业务价值降幅超出预期

下半年上市保险公司新单销售不达预期，健康险销售不理想，导致行业新业务价值维持低位。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：高级分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 淇：高级分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。