

保险

行业处于新旧动能切换的关键时期，上市公司核心指标表现分化，期待后续寿险转型的曙光

 证券研究报告
 2020年09月01日

投资评级	
行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
舒思勤	联系人
shusiqin@tfzq.com	

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《保险-行业深度研究:为看好友邦中国?一定量测算未来中国区业务空间》2020-08-31
- 《保险-行业投资策略:寿险行业的新赛道与传统公司的破局》2020-08-24
- 《保险-行业专题研究:7月保费数据点评:负债端表现分化,新华增速领先同业》2020-08-13

利润: 准备金增提导致保险公司利润承压, 投资端差异化的表现带来利润增长分化。

1) 2020 年上半年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险归母净利润分别同比-29.7%、-18.8%、-12.0%和-22.1%; 扣非净利润(剔除 2019 年基数中一次性税收返还)分别同比-21.2%、-5.9%、+24.8%、-4.7%, 其中 2 季度分别同比+2.0%、+109.0%、-1.5%和-31.9%。2020 年上半年保险公司扣非利润承压的主要原因在于 750 国债收益率曲线下移导致准备金增提, 利润增长出现分化主要与差异化的投资收益情况有关。2) **营运利润方面**, 平安和太保的集团营运利润分别同比+1.2%、+28.1%, 寿险的营运利润分别同比+6.6%、+20.7%。太保营运利润增长强劲, 预计主要由于太保的部分历史保单摊销特点为“前低后高”, 2020 年为摊销高峰; 而平安营运利润受到寿险之外其他板块与投资相关的业务的拖累, 以及寿险营运偏差同比下滑、剩余边际余额增长放缓及摊销速度减缓的影响。3) 2020 年 6 月末平安、国寿、太保、新华的剩余边际余额分别较年初增长 4.8%、6.9%、5.3%和 4.0%, 其中国寿剩余边际增长最高, 预计主要由于其 NBV 增速高于其他公司。4) 2020 年上半年平安、国寿、太保、新华会计估计变更对税前利润的影响分别为-44 亿、-24 亿、-42 亿和-25 亿, 主要原因为 750 国债收益率下行导致折现率下行。5) **投资端表现分化**。上半年投资环境弱于去年同期, 国寿、太保、新华的总投资收益及综合投资收益情况仍然较优, 平安投资端承压。平安、国寿、太保、新华的总投资收益率分别为 4.4%、5.3%、4.8%和 5.1%, 分别同比-1.1pct、-0.4pct、0pct、-0.4pct, 平安总投资收益率下降主要由于股市波动带来公允价值变动亏损-41 亿(去年同期为 275 亿)及汇丰未分红。考虑可供出售金融资产的浮盈浮亏, 国寿、太保、新华的综合投资收益率分别为 5.4%、5.3%、6.0%, 分别同比-2.8pct、-0.6pct、+0.01pct, 表现均较好。

寿险: 负债端呈现分化格局, 传统模式放异彩, 转型遇阵痛。1) ①**中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、平安寿险、太保寿险、人保寿险的内含价值分别较年初增长 4.7%、7.8%、8.7%、7.5%、6.3%、3.8%、13.3%**, 人保寿险增速最高, 如不考虑分红, 国寿、新华的 EV 较年初分别增长 10.0%、9.6%, 增速亦较高。②受 NBV 增速放缓的影响, EV 的成长性整体放缓, 平安寿险、中国人寿、太保寿险、新华保险、人保寿险的“NBV/期初寿险 EV”分别同比-2.6pct、-0.4pct、-2.1pct、-1.0pct、-0.3pct。③上半年新华、国寿的营运偏差同比增加, 而平安大幅下降, 主要受费用投入、保单继续率等营运因素影响。代理人脱落加剧及疫情冲击居民冲入等因素导致部分公司继续率下滑, 平安、太保、人保寿 13 个月保单继续率分别同比下滑 2.5pct、4.8pct、1.7pct; 国寿、新华分别同比提升 3.5pct、0.9pct。费用方面, (寿险手续费佣金支出+业务管理费)/NBV 这一指标各公司上半年同比均有提升, 新华提升幅度较大, 太保基本同比持平, 体现其较强的费用管控能力。2) **NBV 增长出现分化, 人保寿险、中国人寿表现较优**。平安、国寿、太保、新华、人保寿的 NBV 分别同比-24.4%、+6.7%、-24.8%、-11.4%、+19.3%。人保寿险 NBV margin 提升, 其他公司 margin 均有所下降, 主要由于疫情使得高价值率的产品销售难度加大(一般需要面对面展业)。3) **上半年寿险代理人规模的分化趋势与新单保费一致**, 国寿、新华、人保寿的个险保费增长仍主要由增员拉动。2020 年 6 月末平安、国寿、太保、新华代理人规模分别为 114.5 万、169.0 万、76.6 万、52.6 万, 分别同比-11.0%、+7.4%、-3.8%、+36.3%。疫情使得代理人线下活动受阻, 除国寿外, 其他公司代理人产能均有下滑。

财险: 1) 保费增长在疫情后较好修复, 人保财险、平安产险、太保产险保费收入分别同比+4.4%、+10.5%、+12.3%, 其中意健险、责任险、农险等险种保费较快增长。2) 人保财险、平安产险、太保产险 2020 年上半年综合成本率分别为 97.3%、98.1%、98.3%, 分别同比-0.3pct、+1.5pct、0pct。整体赔付率提升, 主要由于疫情冲击使得各公司保证险的承保业务的逾期率上升。除平安外各公司费用率均下降, 赔付率均有所提升。

投资建议: 短期负债端分化的趋势将持续, 我们判断新华保险新管理层的积极有为将使 2020H2 至 2021Q1 的 NBV 增速领先行业; 平安、太保内部正进行向高质量发展的转型, 短期负债端仍有压力。长期来看, 中国平安、中国太保的转型思路明确且转型坚定, 未来将靠优质的差异化服务、不断增加的专业化代理人队伍、不断提升的线上流量获取能力保持长期持续发展。截至 8 月 28 日, 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险 2020PEV 分别为 1.04、1.17、0.63、0.82 倍, 负债端继续修复+资产端预期企稳+市场风格切换, 积极推荐! 短期视角, 首推新华保险; 长期视角, 推荐中国平安、中国太保, 建议关注友邦保险, 中国太保 H。

风险提示: 代理人增长不及预期; 保障型产品销售不及预期; 长端利率下行超预期

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2020-08-31	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601336.SH	新华保险	59.85	买入	4.67	4.51	5.20	5.82	12.82	13.27	11.51	10.28

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 中报扣非净利润合计同比-12.90%，均受准备金增提影响，投资端表现分化.....	5
1.1. 剩余边际：剩余边际余额合计较年初增长 9.3%，增速较去年同期放缓 3.8pct，主要与 NBV 承压有关	7
1.2. 投资收益：保险公司投资收益有所分化	7
1.3. 会计估计变更：各公司会计估计变更均减少了税前利润	11
1.4. 平安、国寿、太保、新华 2020 年 6 月末净资产分别较年初增长了 4.28%、3.01%、10.3%和 7.95%	11
2. 寿险：负债端整体受疫情冲击，各公司表现分化.....	12
2.1. 内含价值	12
2.2. NBV 增长出现分化，人保寿险、中国人寿表现较优	14
2.2.1. 疫情使得高价值率的产品销售难度加大，价值率整体承压	15
2.2.2. 新单保费增长出现分化.....	16
2.3. 寿险代理人规模的分化趋势与新单保费一致，人均产能整体下滑	16
3. 产险：保费增长在疫情后较好修复，整体赔付率提升，保证险成风险聚集地	17
4. 下半年投资策略	19

图表目录

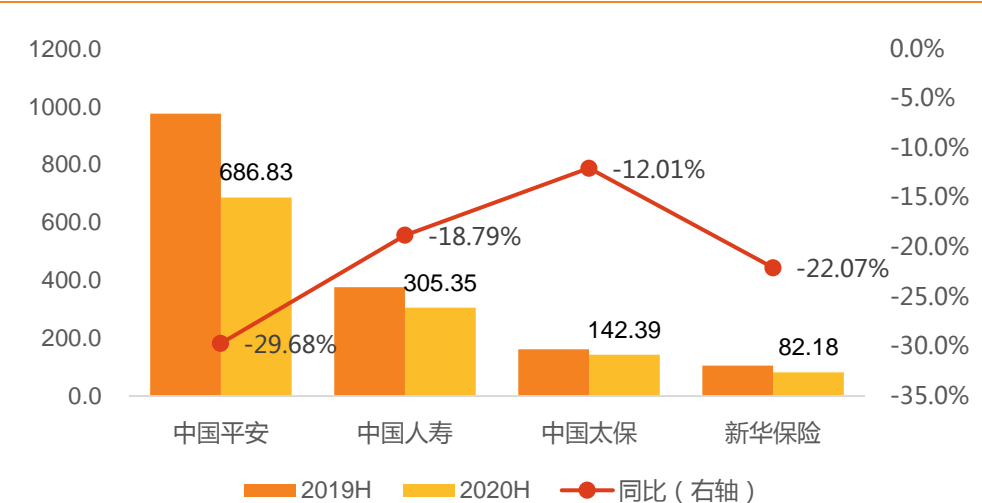
图 1：上市公司净利润（单位：亿）	5
图 2：归母扣除非经常性损益的净利润（单位：亿）	6
图 3：集团归母营运利润（亿）	6
图 4：寿险营运利润（亿）	6
图 5：上市公司剩余边际余额（单位：亿）	7
图 6：平安剩余边际摊销.....	7
图 7：上市公司 2020 年上半年投资收益率	8
图 8：上市公司总投资收益率	8
图 9：上市公司净投资收益率	8
图 10：上市公司综合投资收益率	9
图 11：2019 年上半年沪深 300、恒生国企指数、金融地产行业指数分别上涨 27.1%、8.9%、29.0%	9
图 12：2020 年上半年沪深 300、恒生国企指数、金融地产行业指数分别上涨 1.6%、下降 12.6%、下降 12.0%	10
图 13：2019 年上半年债券指数下跌 0.4%	10
图 14：2020 年上半年债券指数上涨 0.8%	10
图 15：会计估计变更对税前利润的影响（亿元）	11
图 16：上市公司归母净资产（单位：亿元）	12
图 17：其他综合收益（单位：亿元）	12
图 18：上市公司内含价值（单位：亿）	13
图 19：NBV/寿险期初 EV	13
图 20：营运偏差（单位：亿元）	14

图 21: 13 个月保单继续率	14
图 22: 25 个月保单继续率	14
图 23: (寿险手续费佣金支出+业务管理费) /NBV	14
图 24: 上市公司 NBV (单位: 亿)	15
图 25: 上市公司 NBV margin.....	16
图 26: 新单保费 (单位: 亿)	16
图 27: 个险新单保费 (单位: 亿)	16
图 28: 代理人规模 (万)	17
图 29: 代理人首年规模保费 (单位: 元)	17
图 30: 产险保费收入同比增速	18
图 31: 车险保费收入同比增速	18
图 32: 非车险保费收入同比增速	18
图 33: 综合成本率	18
表 1: 上市公司分季度归母净利润	5
表 2: 上市公司分季度归母扣除非经常性损益的净利润.....	6
表 3: 上市公司资产配置.....	11

1. 中报扣非净利润合计同比-12.90%，均受准备金增提影响，投资端表现分化

2020年上半年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险分别实现归母净利润687亿元、305亿元、142亿元和82亿元，分别同比-29.7%、-18.8%、-12.0%和-22.1%，其中2季度单季净利润分别同比-18.3%、+16.3%、-45.3%和-50.1%。2020年上半年保险公司利润承压的主要原因在于19年税收利好拉高基数、750国债收益率曲线下移导致的准备金计提。

图1：上市公司净利润（单位：亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

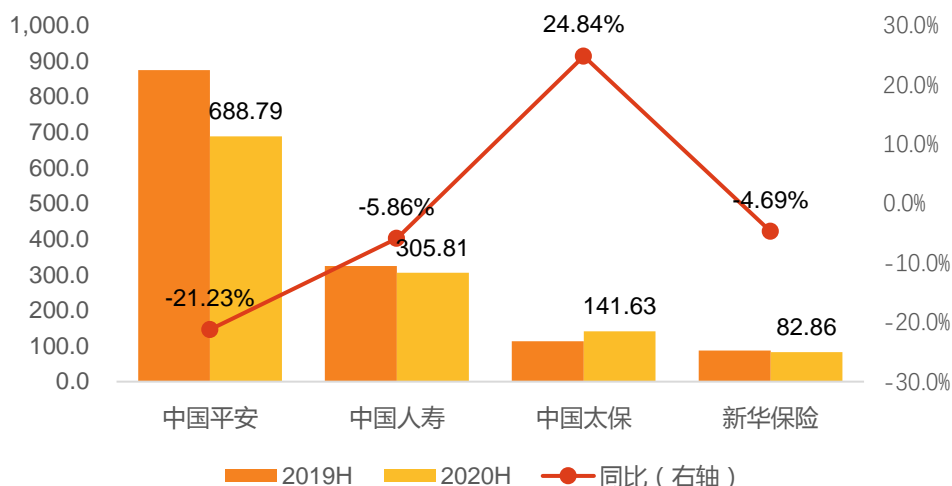
表1：上市公司分季度归母净利润

单位：亿元	2019Q1	2020Q1	同比	2019Q2	2020Q2	同比
中国平安	455.17	260.6	-42.75%	521.59	426.23	-18.28%
中国人寿	260.34	170.9	-34.36%	115.65	134.45	16.26%
中国太保	54.79	83.88	53.09%	107.04	58.51	-45.34%
新华保险	33.67	46.35	37.66%	71.78	35.83	-50.08%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

剔除2019年基数中一次性税收返还的影响，2020年上半年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险扣除非经常性损益的归母净利润同比-21.2%、-5.9%、+24.8%、-4.7%，其中2季度分别同比+2.0%、+109.0%、-1.5%和-31.9%。利润增长出现分化主要与差异化的投资收益情况有关。

图 2：归母扣除非经常性损益的净利润（单位：亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 2：上市公司分季度归母扣除非经常性损益的净利润

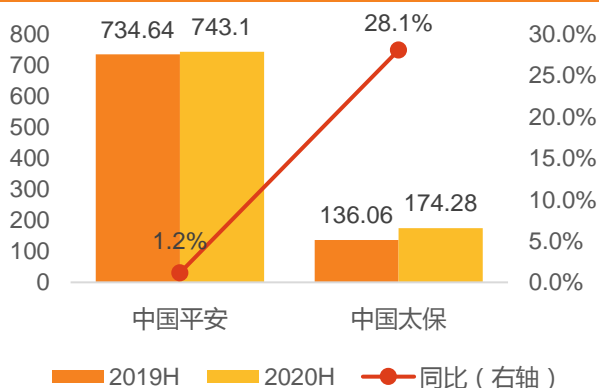
单位：亿元	2019Q1	2020Q1	同比	2019Q2	2020Q2	同比
中国平安	455.81	261.62	-42.60%	418.65	427.17	2.04%
中国人寿	260.45	171.2	-34.27%	64.41	134.61	108.99%
中国太保	54.89	83.94	52.92%	58.56	57.69	-1.49%
新华保险	33.49	46.44	38.67%	53.45	36.42	-31.86%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

平安和太保均披露了营运利润，剔除短期投资波动、评估假设变动影响、一次性重大项目调整。营运利润水平更加稳定，更能反映保险公司长期、稳定的盈利能力。平安、太保 2020 年上半年集团归母营运利润分别同比增长+1.2%、+28.1%，寿险业务营运利润分别同比增长+6.6%、+20.7%。

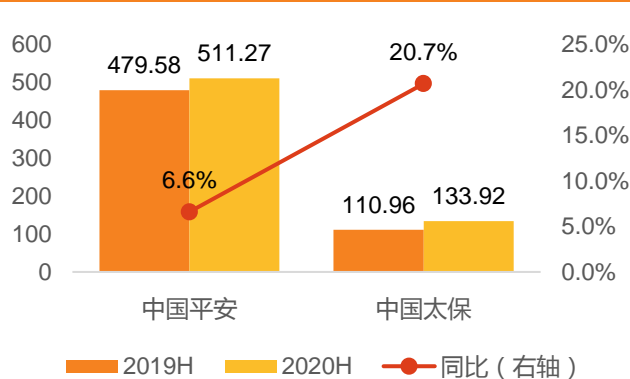
平安营运利润增速较弱，一方面受到寿险之外其他板块与投资相关的业务的拖累，另一方面，寿险营运偏差（同比-19.1%）拉低其增速，我们判断主要由保单继续率恶化及费用投入加大带来。而太保营运利润强劲增长，我们判断与太保的历史的摊销特点有关。因此，当期 NBV 增速对营运利润的影响有限，存在较强的滞后性。2）我们预计“营运偏差”改善较大，赔付和费用方面预计均有好转。

图 3：集团归母营运利润（亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：寿险营运利润（亿）



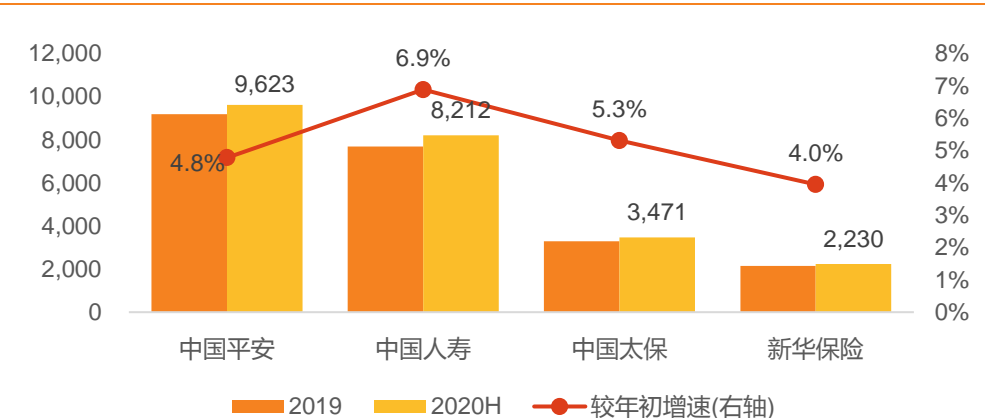
资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.1. 剩余边际：剩余边际余额合计较年初增长 9.3%，增速较去年同期放缓 3.8pct，主要与 NBV 承压有关

剩余边际是保单未来年度利润的现值，能够为未来提供稳定的利润来源。2020 年 6 月末中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的剩余边际余额分别为 9623 亿、8212 亿、3471 亿和 2230 亿元，分别较年初增长 4.8%、6.9%、5.3%和 4.0%，增速较去年同期放缓 -5.5pct、-1.6pct、-5.2pct、-2.5pct。其中国寿剩余边际增长最高，预计主要由于 NBV 增速高于其他公司。

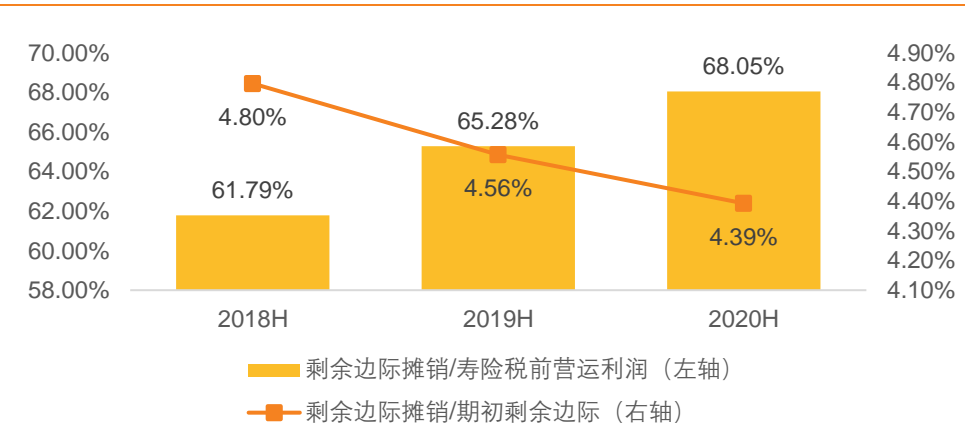
剩余边际摊销是当年利润的核心来源，2020 年上半年平安寿险剩余边际摊销 403 亿元，同比增长 12.6%，占税前营运利润比例为 68%。2018H-2020H，平安寿险剩余边际摊销规模/年初剩余边际余额分别为 4.8%、4.6%、4.4%，我们预计这一比例下降由近两年 NBV 增速下降带来。

图 5：上市公司剩余边际余额（单位：亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：平安剩余边际摊销



资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.2. 投资收益：保险公司投资收益有所分化

上半年投资环境弱于去年同期，国寿、太保、新华的总投资收益及综合投资情况仍然较优，平安投资端承压。2020 年上半年沪深 300 上涨 1.6%，而保险公司配置较多的港股、金融地产股震荡下行，恒生国企指数、金融地产行业指数上半年分别下降 12.6%、下降 12.0%。去年同期沪深 300、恒生国企指数、金融地产行业指数分别上涨 27.1%、8.9%、29.0%。

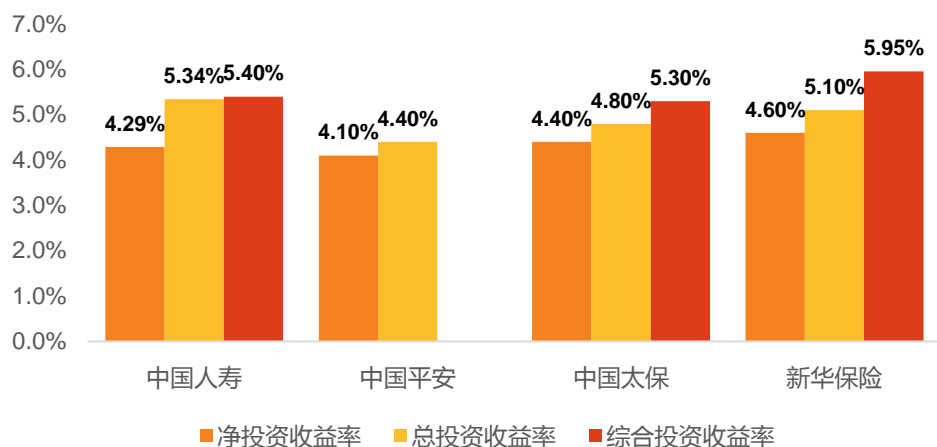
2020 年上半年，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的净投资收益率分别为 4.1%、

4.3%、4.4%、4.6%，分别同比-0.4pct、-0.4pct、-0.2pct、-0.4pct，净投资收益下滑预计由部分近年新配的债券和非标资产收益率下降导致。另外，平安年化净投资收益率下降预计与汇丰未分红有关（2019H 汇丰分红约 30 亿）。

中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的总投资收益率分别为 4.4%、5.3%、4.8%和 5.1%，分别同比-1.1pct、-0.4pct、0pct、+0.4pct，预计中国人寿、中国太保、新华保险把握市场高点，兑现部分权益资产浮盈，使得买卖价差均大幅增长；平安总投资收益率下降主要由于股市波动带来公允价值变动损益-41 亿拉低总投资收益（去年同期为 275 亿）。

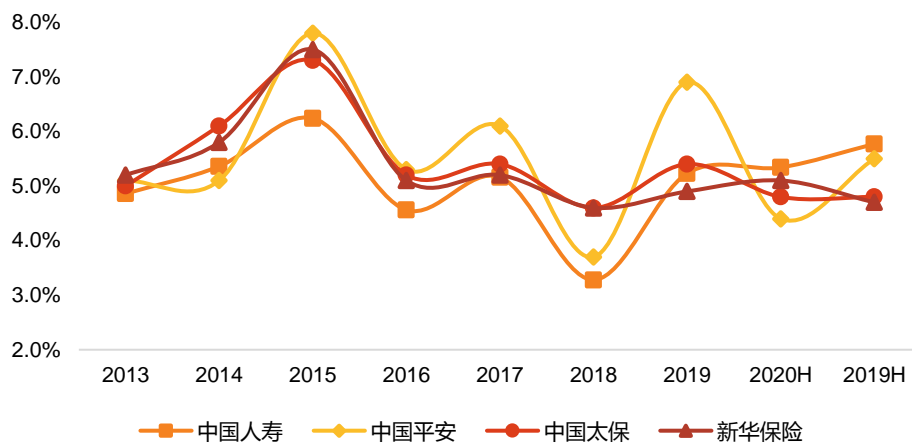
考虑可供出售金融资产的浮盈浮亏，国寿、太保、新华的综合投资收益率分别为 5.4%、5.3%、6.0%，分别同比-2.8pct、-0.6pct、+0.01pct，表现均较好。

图 7：上市公司 2020 年上半年投资收益率



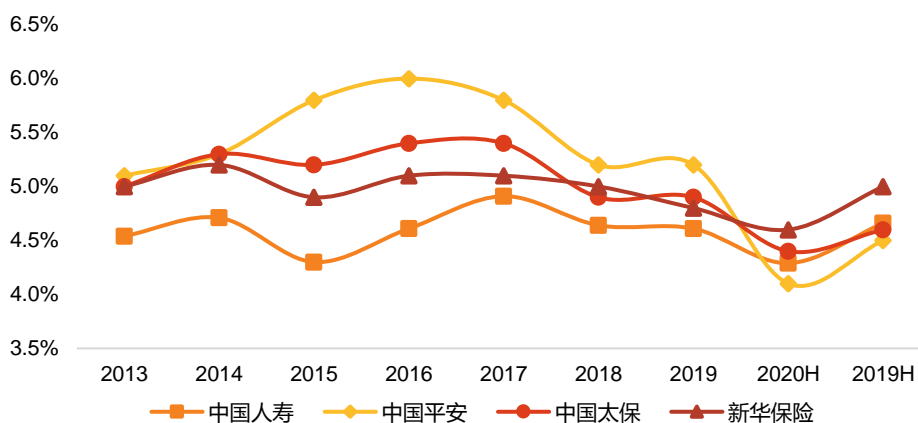
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：上市公司总投资收益率



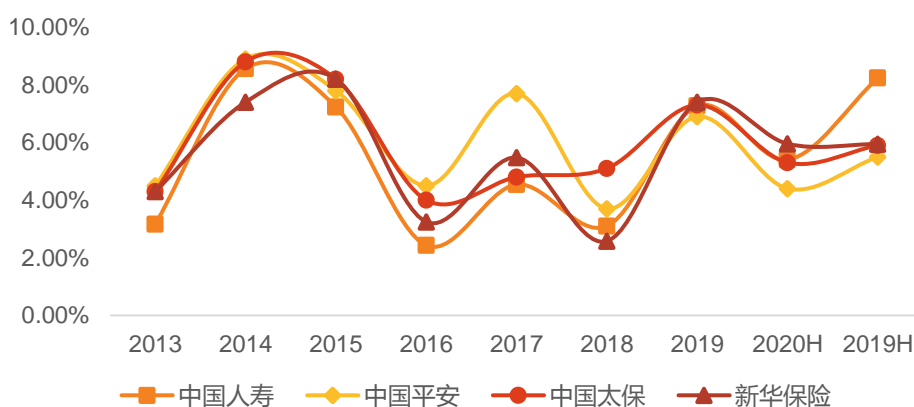
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 9：上市公司净投资收益率



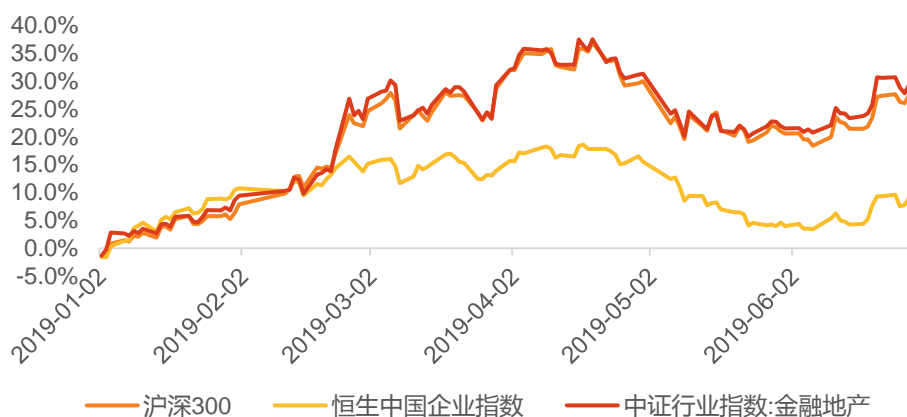
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 10: 上市公司综合投资收益率



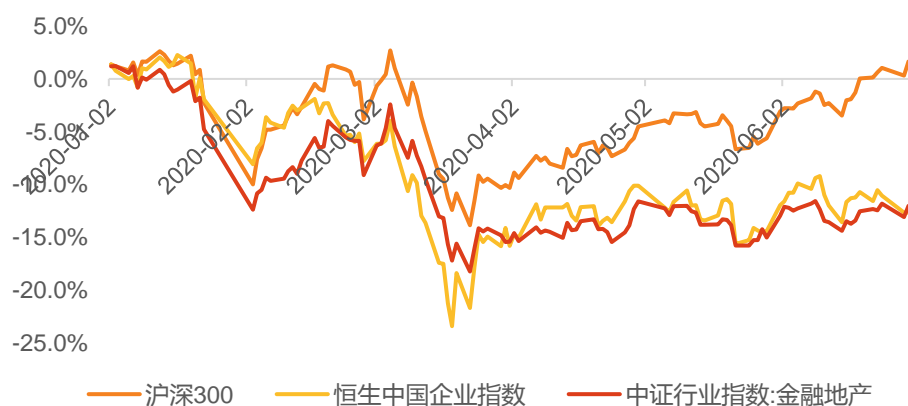
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 11: 2019 年上半年沪深 300、恒生国企指数、金融地产行业指数分别上涨 27.1%、8.9%、29.0%



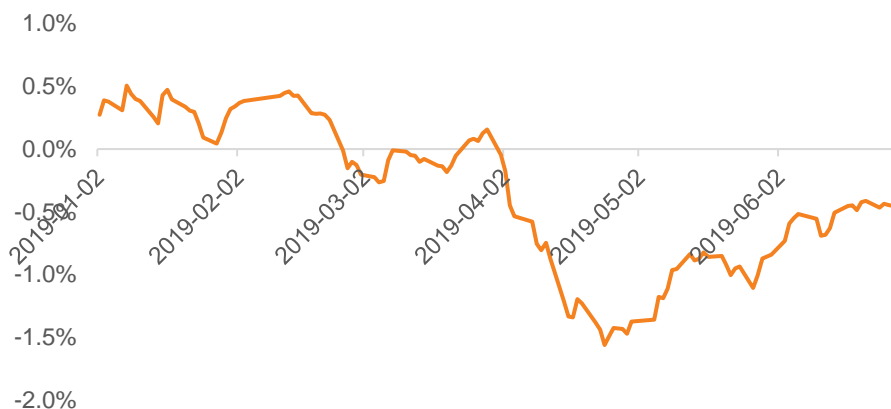
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12：2020 年上半年沪深 300、恒生国企指数、金融地产行业指数分别上涨 1.6%、下降 12.6%、下降 12.0%



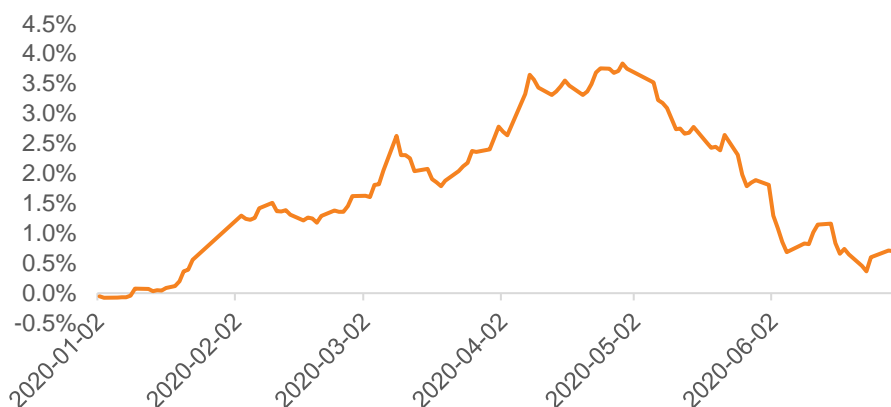
资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：2019 年上半年债券指数下跌 0.4%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：2020 年上半年债券指数上涨 0.8%



资料来源：wind，天风证券研究所

在大类资产配置变化方面，平安、新华债券占比提升，我们预计是抓住超长期政府债大量发行的窗口期进行了增配；除新华外，其他公司股票和基金占比均略有下降；平安、新华非标投资占比下降超 2pct，国寿、太保占比略有提升。

表 3：上市公司资产配置

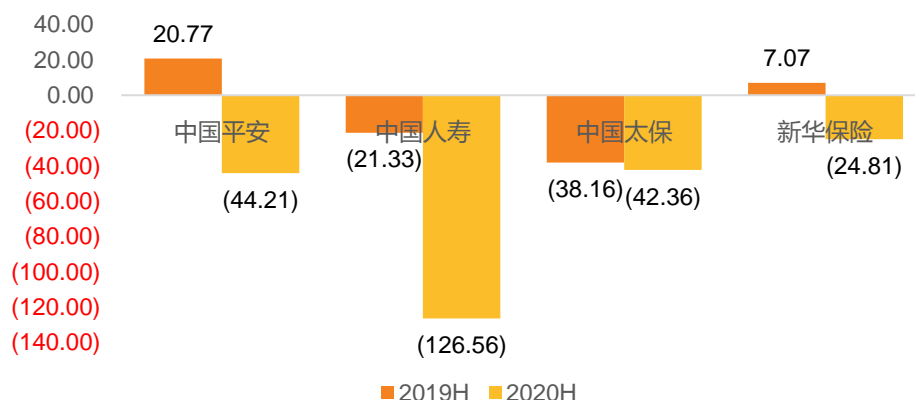
	平安		国寿		太保		新华	
	2019	2020H	2019	2020H	2019	2020H	2019	2020H
债券	46.87%	49.23%	39.46%	38.51%	42.64%	39.53%	42.65%	42.69%
股票和基金	12.07%	11.82%	11.05%	10.68%	9.53%	9.43%	12.17%	12.59%
长期股权投资	3.75%	3.75%	6.24%	6.02%	1.40%	1.30%	0.59%	0.55%
非标投资	25.17%	22.92%	26.28%	26.45%	32.12%	33.33%	29.45%	26.79%
现金及现金等价物、定期存款及其他	12.14%	12.28%	16.98%	18.34%	14.31%	16.41%	15.13%	17.37%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.3. 会计估计变更：各公司会计估计变更均减少了税前利润

保险合同准备金的计提受折现率、死亡率和发病率、费用率、退保率、保单红利等精算假设影响，这些精算假设的调整（即“会计估计变更”）会导致准备金的多提或少提，从而直接利润。其中“传统险准备金折现率假设”=“750 天移动平均国债收益率曲线”+综合溢价，是影响准备金计提的重要因素。2020 年上半年 750 天移动平均国债收益率曲线处于下行阶段，10 年期国债收益率的 750 天移动平均曲线较上年末下降了 17.6bps，使得各公司准备金计提增加。2020 年上半年平安、国寿、太保、新华会计估计变更对税前利润的影响分别为-44 亿、-127 亿、-42 亿和-25 亿，而 2019 年上半年分别为+21 亿元、-21 亿元、-38 亿元和+7 亿元。

图 15：会计估计变更对税前利润的影响（亿元）

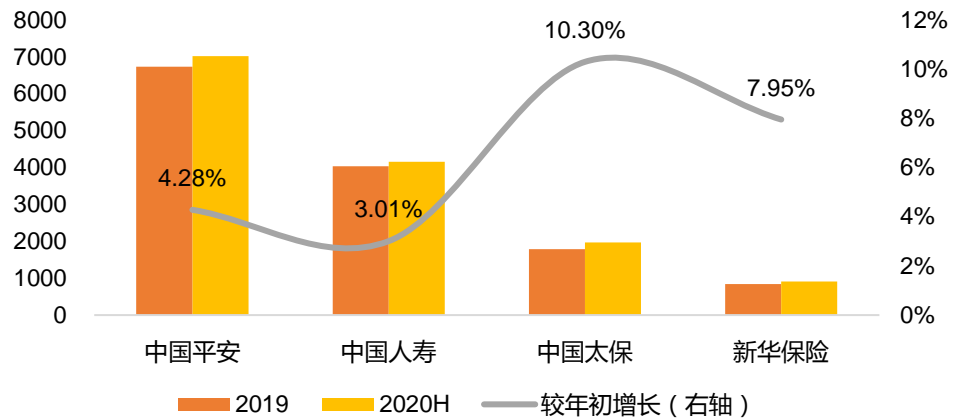


资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.4. 平安、国寿、太保、新华 2020 年 6 月末净资产分别较年初增长了 4.28%、3.01%、10.3%和 7.95%

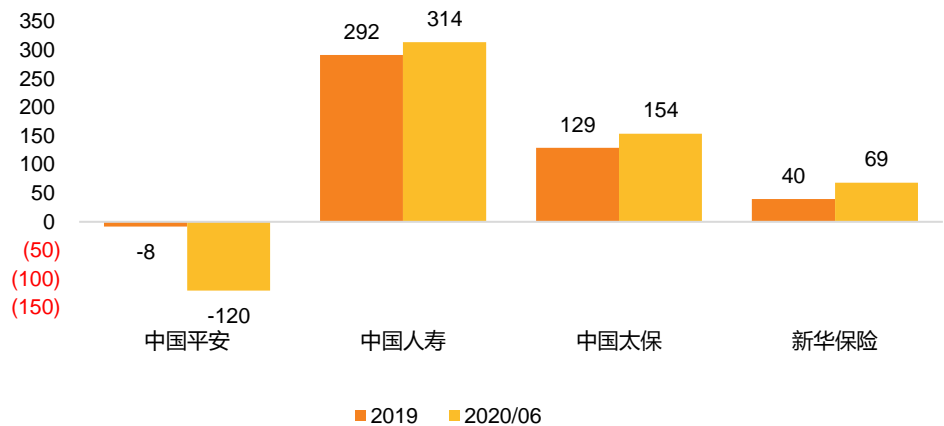
2020 年 6 月末中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的归母股东权益分别为 7020 亿元、4159 亿元、1968 亿元和 912 亿元，分别较年初增长了 4.3%、3.0%、10.3%和 8.0%。除净利润的影响外，可供出售金融资产公允价值变动带来的浮盈浮亏，通过“其他综合收益”项目影响净资产规模。中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 2020 年 6 月末“其他综合收益”分别从年初的-8 亿、292 亿元、129 亿元和 40 亿元变化为-120 亿、314 亿、154 亿、69 亿。

图 16：上市公司归母净资产（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 17：其他综合收益（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 寿险：负债端整体受疫情冲击，各公司表现分化

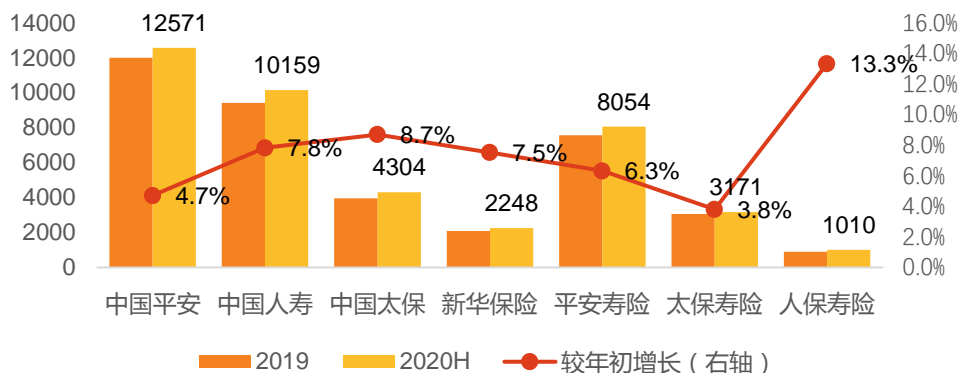
2.1. 内含价值

2020 年上半年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、平安寿险、太保寿险、人保寿险的内含价值分别较年初增长 4.7%、7.8%、8.7%、7.5%、6.3%、3.8%、13.3%，人保寿险增速最高，如不考虑分红，国寿、新华的 EV 较年初分别增长 10.0%、9.6%，增速亦较高。

注：上述新华的 EV 基数按照 2020 年调整后的贴现率（11%）进行回算。

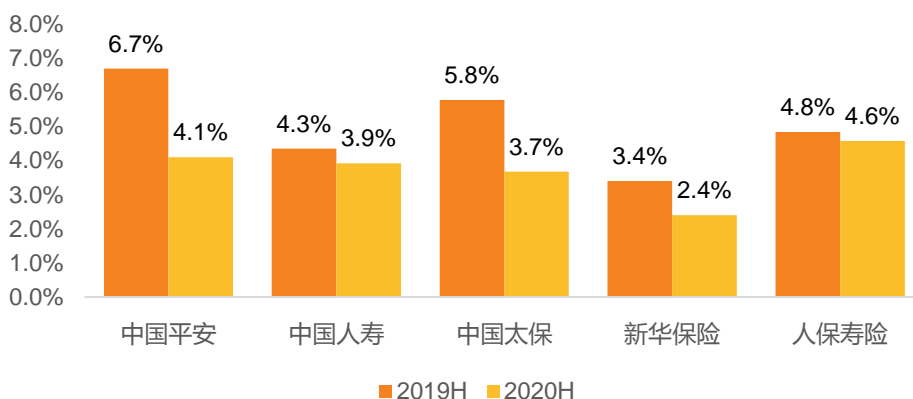
NBV 是影响 EV 成长性的重要因素，2020 年上半年平安寿险、中国人寿、太保寿险、新华保险、人保寿险的“NBV/期初寿险 EV”分别为 4.1%、3.9%、3.7%、2.4%、4.6%，分别同比 -2.6pct、-0.4pct、-2.1pct、-1.0pct、-0.3pct。平安、太保由于 NBV 大幅负增长，NBV 对于 EV 增长的贡献同比下滑超 2pct。

图 18：上市公司内含价值（单位：亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所；新华 2019 年基数使用 11% 的贴现率回算

图 19：NBV/寿险期初 EV



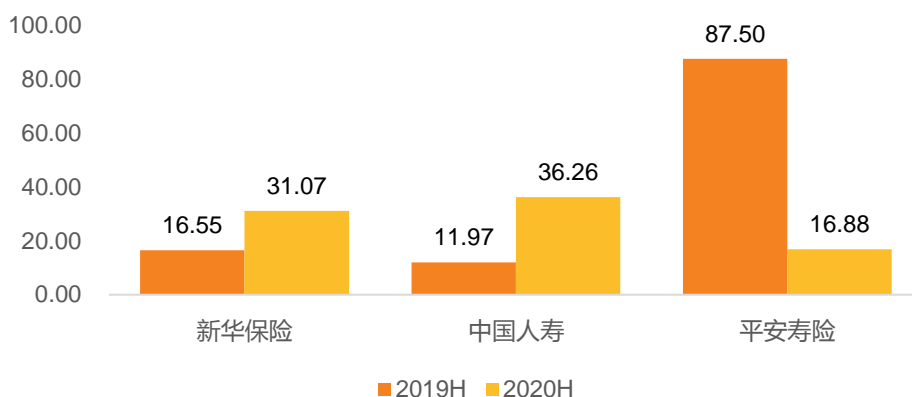
资料来源：公司财报，天风证券研究所

营运偏差是影响 ROEV 的另一重要增量，上半年新华、国寿的营运偏差同比增加，而平安大幅下降，主要受费用投入、保单继续率等运营因素影响。

继续率方面，代理人脱落加剧及疫情冲击居民冲入等因素导致部分公司继续率下滑，预计给营运偏差带来负面影响。2020 年上半年，平安、太保、人保寿 13 个月保单继续率分别同比下滑 2.5pct、4.8pct、1.7pct；国寿、新华分别同比提升 3.5pct、0.9pct。

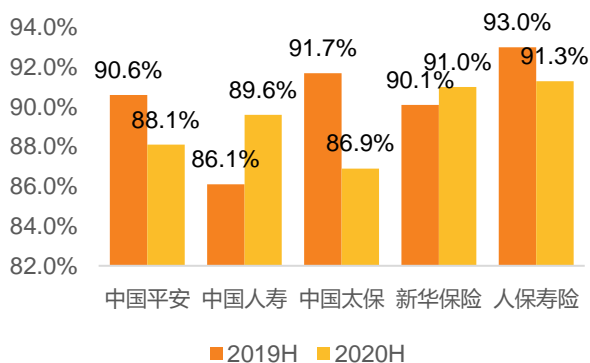
费用方面，我们用“(寿险手续费佣金支出+业务管理费)/NBV”来衡量各公司的费用投入比，这一比例各公司上半年同比均有提升，主要由于疫情期间保单销售减少，但部分固定费用投入需要维持。其中，新华提升幅度较大，太保基本同比持平，体现其较强的费用管控能力。

图 20: 营运偏差 (单位: 亿元)



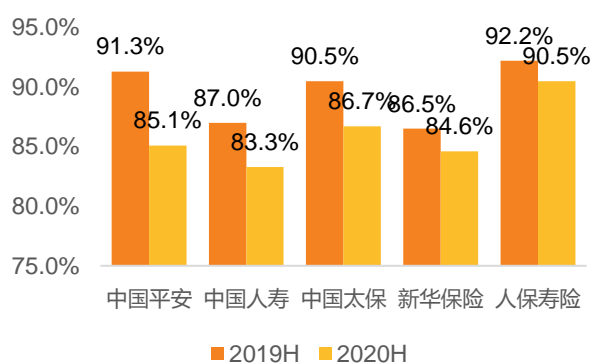
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 21: 13 个月保单继续率



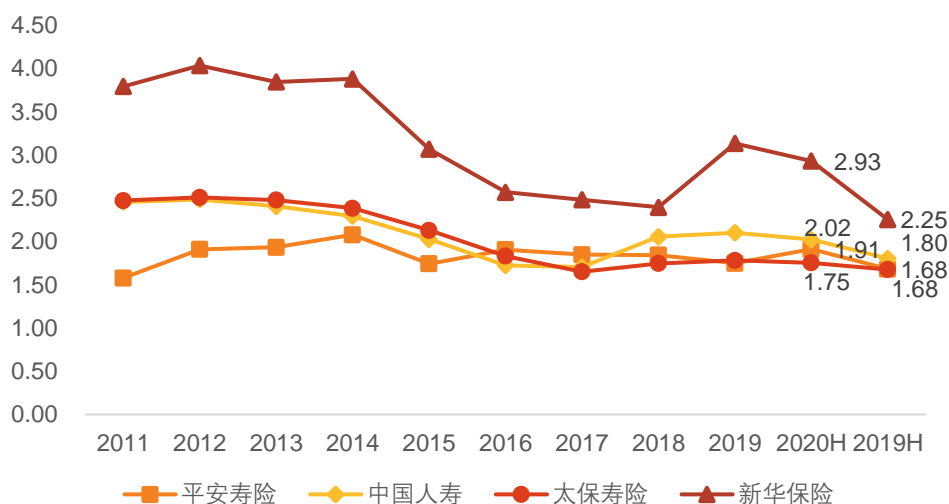
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 22: 25 个月保单继续率



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 23: (寿险手续费佣金支出+业务管理费) /NBV



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

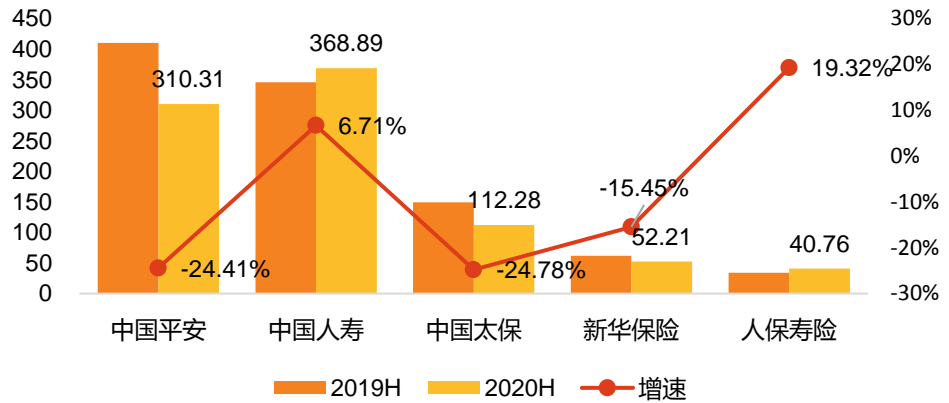
2.2. NBV 增长出现分化, 人保寿险、中国人寿表现较优

2020 年上半年各公司 NBV 增长出现分化, 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、

人保寿险的 NBV 分别同比增长-24.4%、+6.7%、-24.8%、-15.4%、+19.3%。人保寿险 NBV 高增长主要来源于业务结构的优化，公司银保渠道主动压缩银行保险渠道的中短存续期等低价值趸交业务规模，大力发展期交保障型业务；国寿较快增长主要得益于新单保费较快增长（同比+14.4%），我们判断由开门红先发优势及代理人增长带来。

注：上述新华的 NBV 基数按照 2020 年调整后的贴现率（11%）进行回算。

图 24：上市公司 NBV（单位：亿）



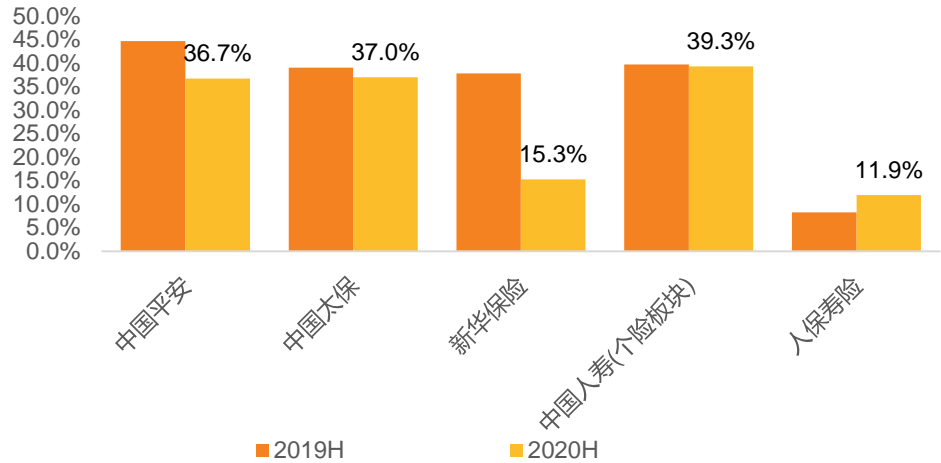
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.2.1. 疫情使得高价值率的产品销售难度加大，价值率整体承压

人保寿险 NBV margin 提升，其他公司 margin 均有所下降，主要由于疫情使得高价值率的产品销售难度加大（一般需要面对面展业）。2020 年上半年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、人保寿险的 NBV Margin 分别为 36.7%、39.3%、37.0%、15.3%、11.9%，分别同比-8.0pct、-0.4pct、-2.0pct、-22.5pct、+3.7pct。

我们分析各公司 NBV Margin 变化的具体原因如下：1）我们判断平安价值率下滑主要由于高价值率产品销量下滑（长期保障型产品新单保费同比-35.9%，长交保障储蓄混合型产品的 margin 同比-8.3pct）。2）国寿特定保障型产品（重疾险、医疗险、终身寿险等）保费占首年期交保费的比重同比+3.4pct，但十年期及以上期交保费占比下降使得价值率略有下降。3）太保个人业务 margin 同比+6.8pct 至 56.5%，预计由年金险销售大幅减少带来。4）新华价值率大幅下滑主要由产品策略调整带来，银保渠道限时销售 158 亿趸交理财型产品来提升规模（去年同期仅 0.02 亿）；另外，我们预期其在个险渠道限额销售了高定价利率的年金险。5）人保寿险业务结构优化，上半年新单保费同比-17.5%，十年期及以上期交首年规模保费同比+14.5%。

图 25：上市公司 NBV margin

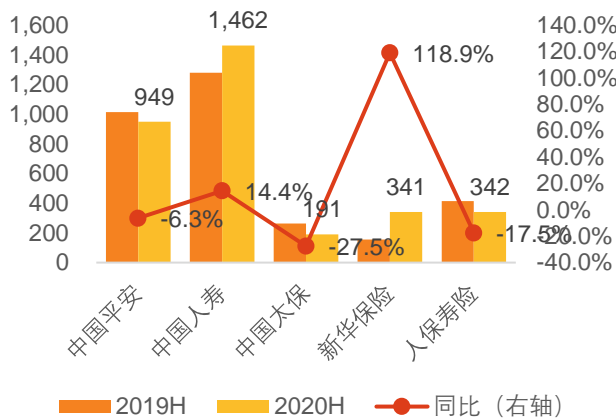


资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.2.2. 新单保费增长出现分化

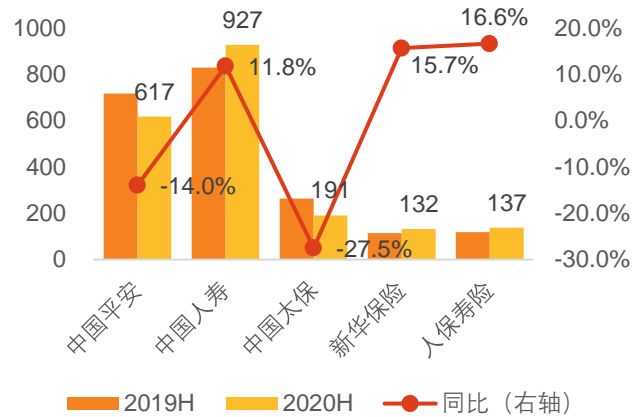
国寿、新华新单保费实现正增长，分别同比+14.4%、+118.9%，其他公司为负增长；其中个险渠道国寿、新华、人保寿新单正增长，分别同比+11.8%、+15.7%、+16.6%，平安、太保分别同比-14.0%、-27.5%。

图 26：新单保费（单位：亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所；太保数据为个险新单

图 27：个险新单保费（单位：亿）



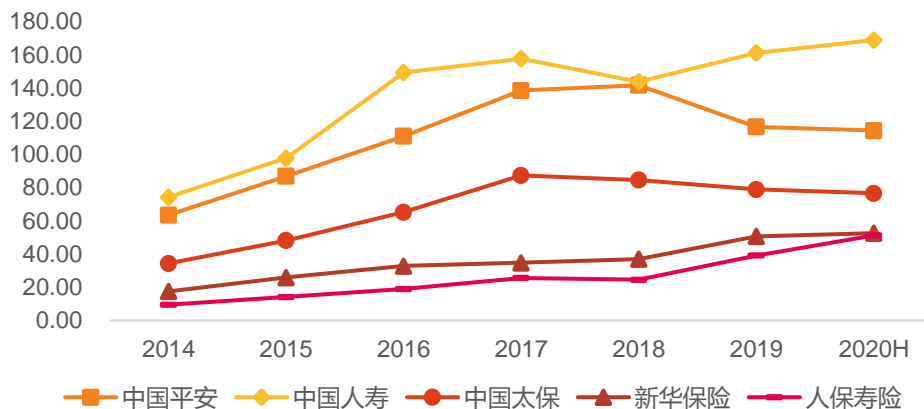
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.3. 寿险代理人规模的分化趋势与新单保费一致，人均产能整体下滑

2020 年上半年寿险代理人规模的分化趋势与新单保费一致，国寿、新华、人保寿的个险保费增长仍主要由增员拉动。2020 年 6 月末平安、国寿、太保、新华代理人规模分别为 114.5 万、169.0 万、76.6 万、52.6 万，分别同比-11.0%、+7.4%、-3.8%、+36.3%，较年初-1.9%、+4.8%、-3.0%、+3.7%。人保寿将银保规划师及互动直销队伍纳入大个险管理，同时大力增员，截至 6 月末大个险代理人规模达 51.2 万人。

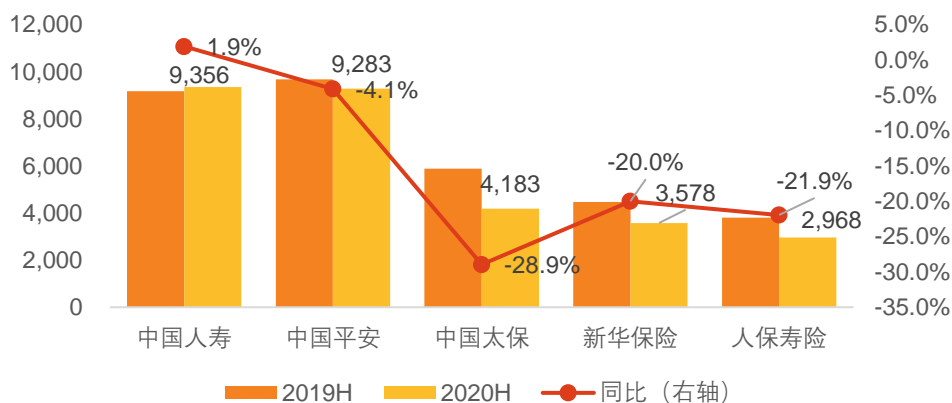
疫情使得代理人线下活动受阻，除国寿外，其他公司代理人产能均有下滑。疫情之下，代理人面对面展业受到制约，代理人活动率下降或销售的保单件均下降，因此产能下滑。

图 28：代理人规模（万）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 29：代理人首年规模保费（单位：元）



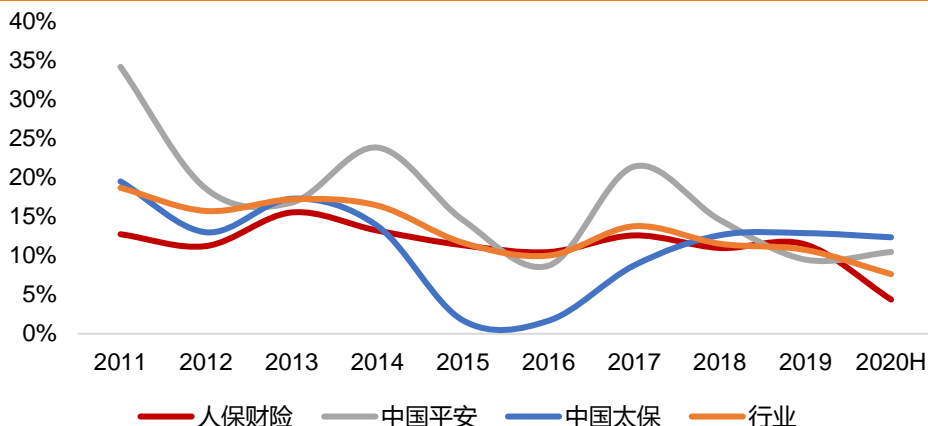
资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 产险：保费增长在疫情后较好修复，整体赔付率提升，保证险成风险聚集地

2020 年上半年财产险保费增速保持平稳，全行业保费收入同比+7.6%，人保财险、平安产险、太保产险保费收入分别同比+4.4%、+10.5%、+12.3%。疫情冲击新车销售，车险保费低增长，人保、平安、太保车险分别同比+2.8%、+3.6%、+4.0%，但二季度以来车险保费增长已实现了较好修复。人保、平安、太保的非车险保费分别同比+6.3%、+27.1%、+29.8%，其中意外健康险、农险、责任险等险种实现较快增长；人保主动收缩信用保证险业务（上半年保费同比-58.6%）拉低非车险保费增速。

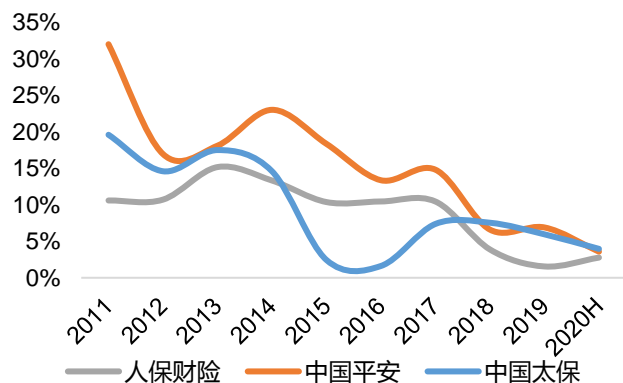
2020 年上半年人保财险、平安产险、太保产险综合成本率分别为 97.3%、98.1%、98.3%，分别同比-0.3pct、+1.5pct、-0.3pct。各公司赔付率均呈提升趋势，主要由于保证险赔付率提升，疫情冲击使得各公司保证险的承保业务的逾期率上升，人保财险、平安产险的保证险的综合成本率分别同比+42.5pct、+32.4pct。人保、平安、太保产险的费用率分别同比-1.0pct、+0.7pct、-0.8pct。

图 30：产险保费收入同比增速



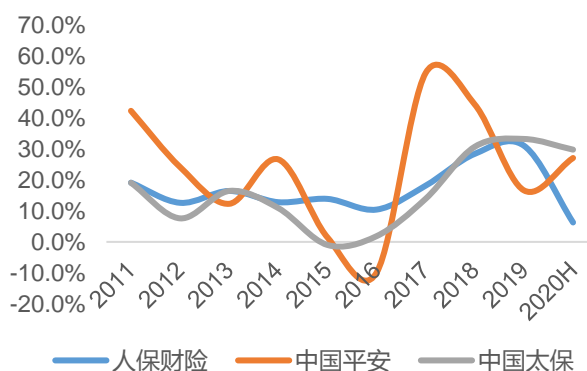
资料来源：银保监会网站，公司财报，天风证券研究所

图 31：车险保费收入同比增速



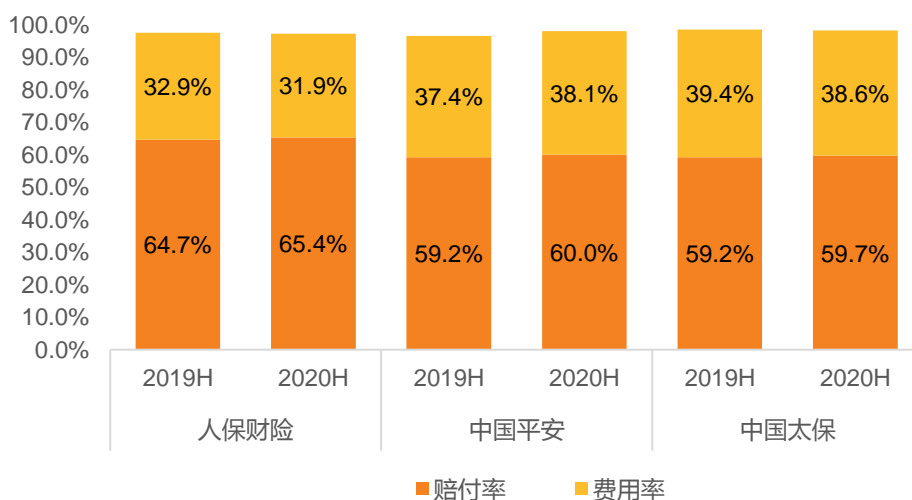
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 32：非车险保费收入同比增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 33：综合成本率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

4. 下半年投资策略

长期来看，上市保险公司将长期面临着销售平台（线上流量平台与线下专业化销售公司）的挑战，对于行业而言，保险公司的利益有可能会更多地让于销售平台。但中小保险公司的经营压力加剧会使得产品低价竞争不可持续，将削弱销售平台的竞争力。目前平安、太保、国寿、新华等上市寿险公司的破局之策包括：1）赋能代理人。公司积极获取各类线上流量，为代理人提供增量的客户来源，并提升代理人对客户的线上服务能力。2）打造差异化的服务体系，通过优质的服务来吸引客户，摆脱受制于流量平台的状况。差异化服务包括大健康产业、大养老产业等。3）提升代理人专业能力，扩大“专业化代理人”的数量与质量。其中，中国平安、中国太保的思路明确且转型坚定，未来将靠优质的差异化服务、不断增加的专业化代理人队伍、不断提升的线上流量获取能力保持长期持续发展。

短期来看，负债端分化的趋势将持续。我们判断新华保险新管理层的积极有为将使 2020 年下半年至 2021 年第一季度的 NBV 增速领先行业；国寿负债端或保持个位数的平稳增长；平安、太保内部正进行向高质量发展的转型，短期负债端仍有压力。

财险方面，车险综合改革或将于年内实行，车险保费和盈利承压；非车险中，得益于政策支持的责任险、农险预计将实现较快增长，但需关注洪水灾害的影响及信用保证险存量业务的风险消化进展。

截至 8 月 28 日，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险 2020PEV 分别为 1.04、1.17、0.63、0.82 倍。短期视角，我们首推新华保险。长期视角，我们推荐中国平安、中国太保，建议关注友邦保险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com