

# 保险

证券研究报告  
2019年01月04日

## 预计寿险开门红 NBV 超预期，利率端反应过度悲观，推荐寿险股+中国财险

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  
**罗钻辉** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518060005  
luozuanhui@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-行业点评:个税改革落地, 中低收入水平代理人税负大幅下降, 有利于改善代理人留存》 2018-12-30
- 《行业投资策略:2019 年保险行业策略报告: 寿险股的底在哪里?》 2018-12-24
- 《保险-行业点评:财险利润增长反转降至, 寿险开门红承压不改全年价值增长趋势》 2018-12-16

**寿险:** 2018 年新单保费逐月改善, 产品结构优化带来 NBV 增长好于保费增长。预计 2019 年开门红 NBV 大幅超预期, 2019 年保费端增长情况将好于 2018 年。1) 我们预计平安、国寿、新华、太保、太平 2019 年开门红首日个险新单保费增速约为-30%、+165%、-15%、-55%、-15%, 平安、新华、太保新单保费增速预计在首日触底后逐步回升。除国寿、太平外, 预计各家新业务价值率将显著提升, NBV 表现将远超市场预期, 主要基于以下原因: 平安主力销售的年金险从分红形态转变为预定利率 3.5%的传统形态, 带来产品新业务价值率提升; 新华、太保保障型产品占比提升也将带来新业务价值率提升。预计开门红首日平安、国寿、新华、太保、太平 NBV 分别同比+5%、+150%、+15%、-15%、-15%。2019 年销售环境有利于年金险和保障险销售(银行理财收益率下降、居民投资风险偏好下降、增员环境好转), 且国寿年金险对市场的竞争压力已解除, NBV 改善趋势预计可持续, 2019 年保费端增长情况将明显优于 2018 年。我们预计, 平安、太保、新华、国寿 2019 年 NBV 同比增长分别为 10%、6%、8%、15%, 对应 EV 增速 15%-20%。2) 2018 年健康险快速增长, 业务结构优化显著。截至 11 月, 人身险原保险保费收入累计同比增长 0.5%, 其中寿险、健康险、意外险保费累计同比增长分别为-4.7%、23.2%、19.2%, 剔除和谐健康保费, 健康险累计同比增长 35%, 健康险占比 19.7%, 同比提升 3.6pct。2018 年, 上市保险公司通过保障型产品“以价补量”, 预计新业务价值同比增长情况大幅好于保费。预计 2018 年平安、太保、新华、国寿 NBV 同比增长分别为+7%、-3%、+1%、-16%, 对应 EV 增速(剔除资本事项影响)分别为 22%、16%、17%、11%。

**产险:** 2019 年财险利润有望触底回升, 继续推荐中国财险。1) 2018 年 1-11 月, 产险业务保费收入同比增长 10%, 增速持续放缓, 主要由车险保费增长放缓带来。车险保费收入累计同比增长 19.3%, 预计其他非车险业务也实现较快增长, 有利于提升财险整体承保盈利能力。财险保费集中度进一步提升, 前三大财险公司保费收入占比 64.1%, 同比提升 0.5pct。2) 2019 年财险利润增速将出现大幅反转。近期, 中保协发布《关于就中国保险行业协会机动车辆保险自律公约(征求意见稿)的通知》, 要求险企严格执行“报行合一”, 且银保监会“三定”基本完成, 地方监管力量增强, 车险行业自律的监管力度将进一步强化, 手续费率下降带来车险净利润率提升的趋势较为明确。同时, 非车险保费与承保利润增长、行业集中度提升(人保较平安更具优势)、投资收益率及大灾损失底已过, 2019 年财险龙头公司的利润增速有望出现大幅反转。

**投资:** 长端利率的走势不确定性较大, 但目前寿险股价过度反映利率端悲观预期。1) 2018 年 11 月, 在保险资金配置中, 非标配置、银行存款配置分别环比增长 1266 亿、1037 亿, 基金和股票、债券配置占比环比有所下降。2) 2018 年沪深 300 指数累计下跌 25.3%; 截至 1 月 2 日, 10 年期国债收益率为 3.17%, 2018 年来, 累计下跌 73bps, 利率走势面临较大的不确定性。但当前寿险股股价隐含的 10 年期国债收益率预期低于 2.0%, 而 10 年期国债收益率跌破 2.0% 的概率较低, 寿险股估值具有较高的安全边际。

**投资建议:** 在保费端, 预计开门红 NBV 增长情况远超市场预期, 且 2019 年保险销售环境、增员环境改善, NBV 改善趋势预计可持续, 2019 年保费端增长情况将明显优于 2018 年。当前寿险股股价隐含的 10 年期国债收益率预期低于 2.0%, 对于利率预期底已到, 预计长期利率下行预期的影响将减弱。目前平安、国寿、新华、太保 A 股股价对应 2018PEV 分别仅为 1.01、0.70、0.72、0.75 倍, 对应 2019PEV 分别仅为 0.83、0.60、0.62、0.63 倍, 估值处于历史低位。车险净利润率提升+非车险保费与承保利润增长+行业集中度提升+投资收益率及大灾损失底已过, 2019 年财险的利润增速有望出现大幅反转的逻辑未变。推荐排序: 中国平安、新华保险、中国财险、中国太保, 建议关注中国人寿。

**风险提示:** 权益市场下跌导致业绩及估值双重下滑; 长期利率下行超预期

### 重点标的推荐

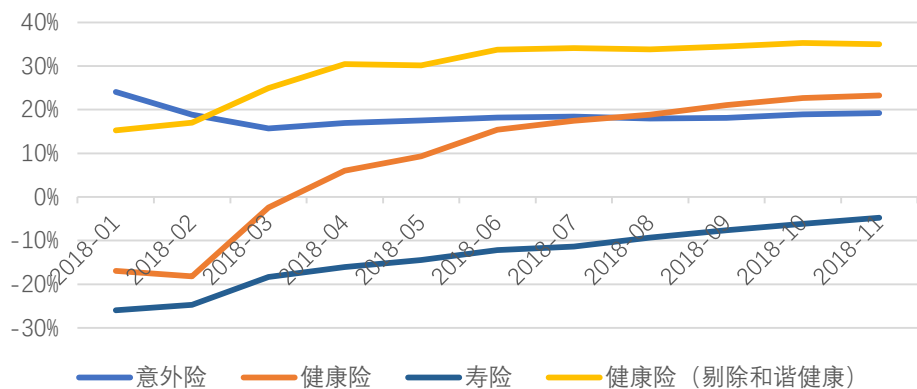
股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601318.SH	中国平安	55.68	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	11.43	9.63	7.01	5.88
601336.SH	新华保险	41.65	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	24.08	16.27	12.29	10.16
02328.HK	中国财险	7.68 (港元)	买入	1.34	0.65	0.92	1.22	7.66	10.38	7.29	5.51
601601.SH	中国太保	27.93	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	17.24	14.11	10.42	8.84

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

## 1. 人身险：11月保费端持续改善，2019年开门红NBV增长有望超预期

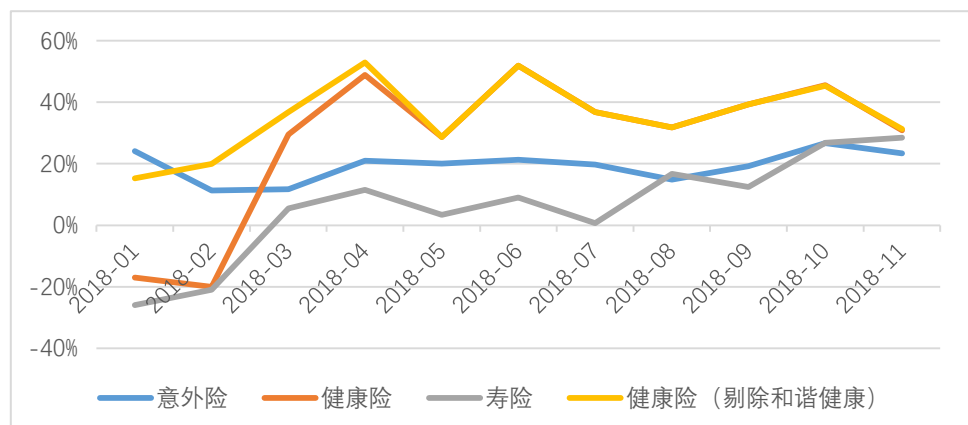
**健康险快速增长，业务结构优化显著。**截至11月，人身险原保险保费收入累计同比增长0.5%，18年内增速首次转正。其中寿险、健康险、意外险保费累计同比增长分别为-4.7%、23.2%、19.2%，剔除和谐健康保费，健康险累计同比增长35%，健康险占比19.7%，同比提升3.6pct。2019年，健康险仍是各保险公司发展的重点，随着居民健康保险需求不断释放，预计健康险将保持快速发展，保费和价值贡献将进一步提升。2018年，上市保险公司通过保障型产品“以价补量”，预计新业务价值同比增长情况大幅好于保费。平安11月寿险个人业务新单保费累计同比增长-0.8%，预计全年个人业务同比持平。预计太保、新华、国寿个险新单保费累计同比增长分别为-7%、-23%、-19%。各家通过保障型产品“以价补量”，新业务价值率提升。预计2018年平安、太保、新华、国寿NBV同比增长分别为+7%、-3%、+1%、-16%，对应EV增速（剔除资本事项影响）分别为22%、16%、17%、11%。

图1：人身险分险种累计同比增长



资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

图2：人身险分险种当月同比增长



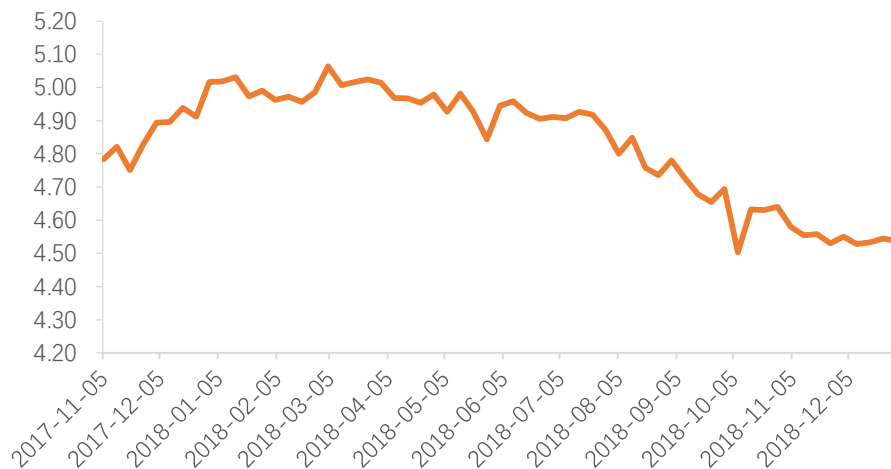
资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

由于产品新业务价值率提升以及产品结构优化，预计寿险2019年开门红NBV超预期。我们预计开门红首日平安、国寿、新华、太保、太平个险新单保费分别同比约-30%、+165%、-15%、-55%、-15%。预计除国寿、太平外，各家公司新业务价值率同比大幅提升，主要由于以下原因：新华开门红实施健康险为主、年金险为辅的产品策略，太保开门红期间同步

销售健康险，预计两家公司健康险占比提升，产品结构优化带来新业务价值率提升；平安开门红的主力销售产品从分红年金险切换为 3.5%定价的传统年金险，产品的新业务价值率同比显著提升。基于此，我们预计 2019 年开门红首日平安、国寿、新华、太保、太平 NBV 分别同比+5%、+150%、+15%、-15%、-15%。新业务价值率变化导致预期差，预计 NBV 的表现远超市场预期。

**预计 2019 年保费端增长情况将明显优于 2018 年。**从 1 月开始，国寿年金险对市场的冲击已解除，且 2019 年市场环境有利于年金险和保障险销售：一是，银行理财收益率下降，从 2018 年初的 5%下降至 4.5%，且资产新规要求银行理财打破刚兑，保本理财逐步减少；二是，P2P 暴雷、股市震荡等因素影响下，居民投资风险偏好下降；三是，寿险吸纳就业的作用将在 2019 年得到更大发挥，增员环境好转。我们预计，NBV 改善趋势可持续，平安、太保、新华、国寿 2019 年 NBV 同比增长分别为 10%、6%、8%、15%，对应 EV 增速分别为 22%、19%、17%、16%。

图 3：一年期银行理财收益率 (%)



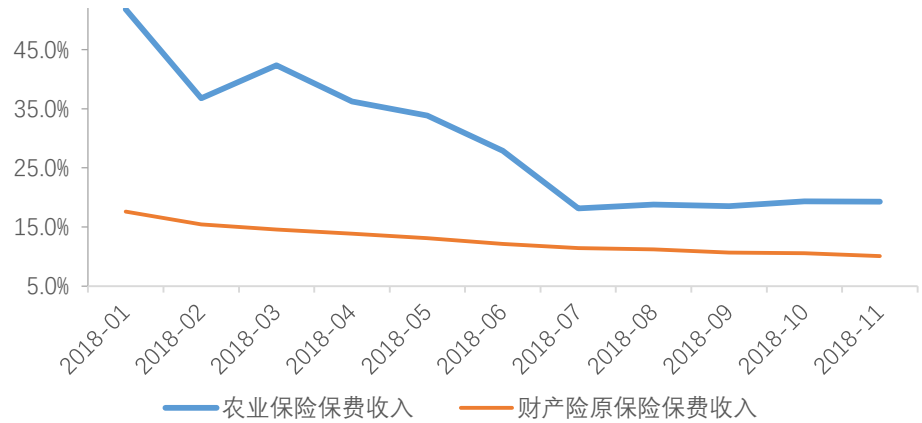
资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 财产险：2019 年财险利润有望触底回升，继续推荐中国财险

**产险业务保费收入增速放缓，预计农险等非车险可实现较快增长。**2018 年 1-11 月，产险业务保费收入同比增长 10.1%，增速持续放缓，主要由车险保费增长放缓带来。1-11 月农险保费收入同比增长 19.3%，预计其他非车险业务也实现较快增长，农险、责任险等非车险业务承保利润率更高，有利于提升财险整体承保盈利能力。财险保费集中度提升，前三大财险公司（人保财险、平安财险、太保财险）保费收入占比 64.1%，同比提升 0.5pct。11 月当月，平安产险、人保财险保费收入增速放缓，太保增速保持稳定，预计前三家公司 2018 年全年保费收入同比增长 10-15%。

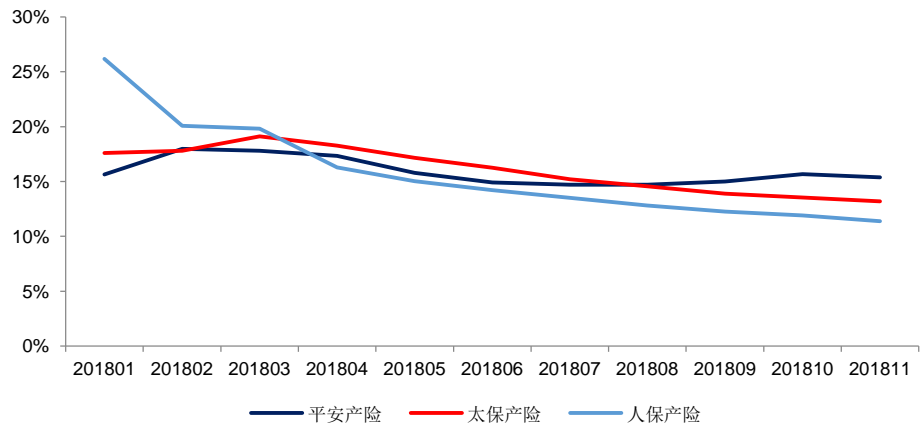
**2019 年财险利润增速将出现大幅反转。**近期，中保协发布《关于就中国保险行业协会机动车辆保险自律公约（征求意见稿）的通知》，要求险企严格执行“报行合一”，且银保监局“三定”基本完成，地方监管力量增强，车险行业自律的监管力度进一步强化，手续费率下降带来车险净利润率提升的趋势较为明确。同时，非车险保费与承保利润增长、行业集中度提升（人保较平安更具优势）、投资收益率及大灾损失底已过，2019 年财险龙头公司的利润增速有望出现大幅反转。

图 4：财产险和农险保费收入累计同比增长



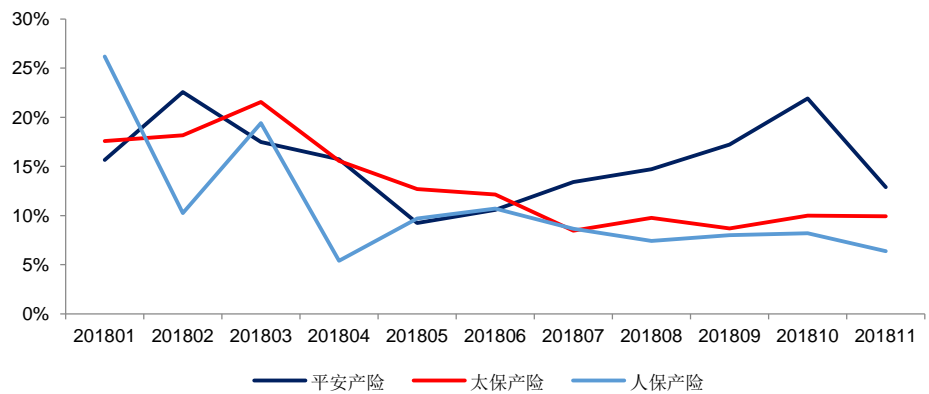
资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

图 5：上市保险公司产险保费收入累计同比增长



资料来源：保费收入公告，天风证券研究所

图 6：上市保险公司产险保费收入当月同比增长



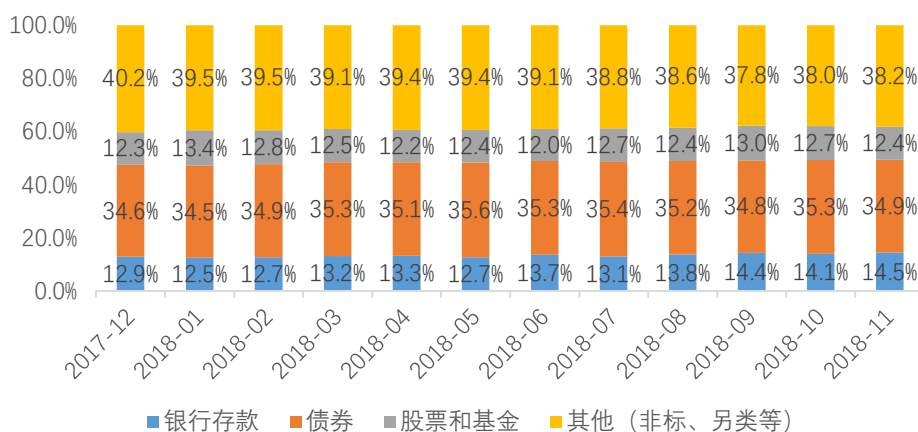
资料来源：保费收入公告，天风证券研究所

### 3. 投资：长端利率的走势不确定性较大，股价已过度反映投资端悲观预期

2018年11月，在保险资金配置中，非标配置、银行存款配置环比分别增长1266亿、1037亿，基金和股票、债券配置占比环比均有所下降。2019年非标投资存在利好机会：平安不动产50亿REITs获批，为保险资金规模化配置优质长租公寓资产提供产品支持。部分保险公司已投资多家地产公司，预计未来将会合作成立更多长租公寓相关的金融产品；金融委办公室于12月25日提出将推动银行永续债发行，预计相关政策和操作细则将于2019年落地，银行永续债发行将带来永续债市场扩容。永续债收益率一般高于同期限企业债/中票利率，且久期较长(一般在3年或者5年时债券发行人决定赎回或延续)，保险公司的非标投资标的将更加丰富，有利于保险公司拉长资产久期，减少资产负债期限错配风险，提升整体投资收益率。预计在债券收益率下行的环境下，保险资金将更多的进行非标投资。

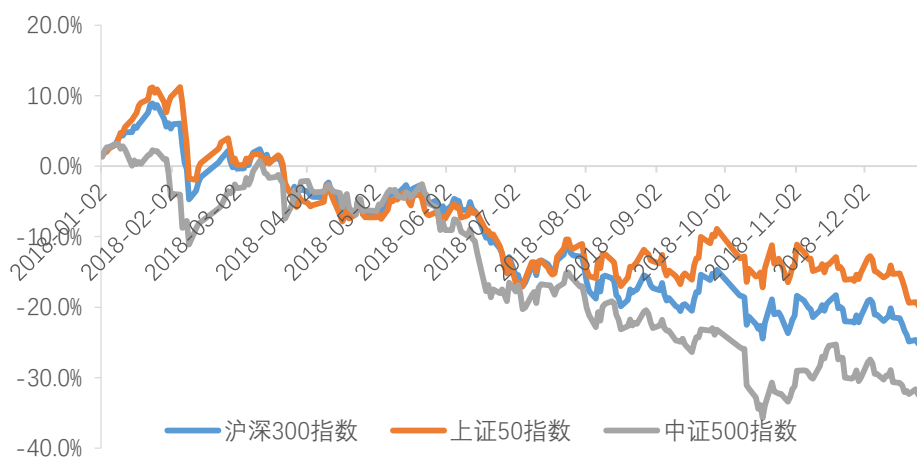
2018年沪深300指数下跌25.3%，其中四季度下跌12.5%，将对保险公司2018年全年的利润和EV增速造成压力。10年期国债收益率处于震荡下行区间，截至1月2日，10年期国债收益率为3.17%，2018年来，累计下跌73bps，利率走势面临较大的不确定性。但当前寿险股隐含的10年期国债收益率预期低于2.0%，而10年期国债收益率跌破2.0%的概率较低，寿险股估值具有较高的安全边际。

图7：行业保险资金配置



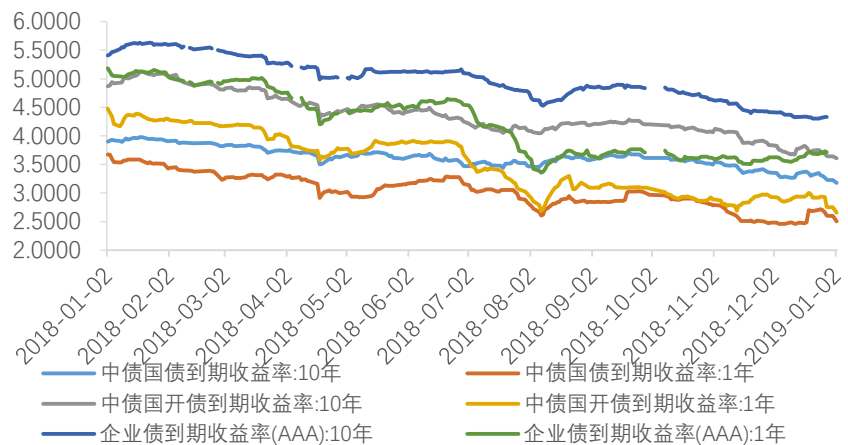
资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

图8：股市涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：中债债券收益率情况(%)



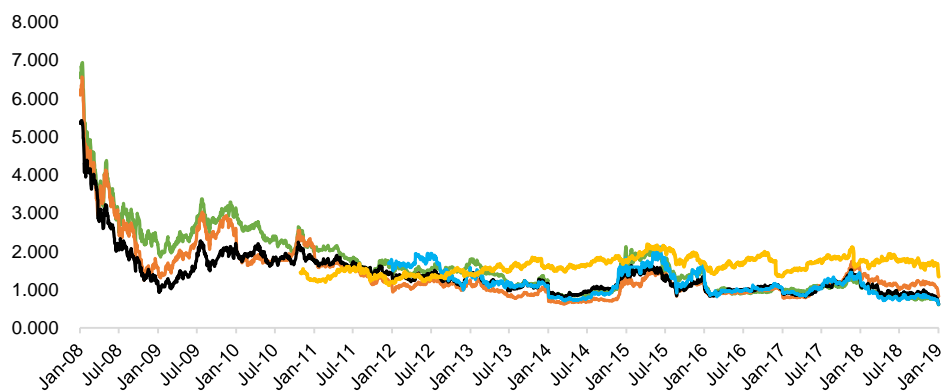
资料来源：wind，天风证券研究所

#### 4. 投资建议

目前平安、国寿、新华、太保 A 股股价对应 2018PEV 分别仅为 1.00、0.70、0.71、0.74 倍，对应 2019PEV 分别仅为 0.83、0.60、0.61、0.62 倍，估值处于历史最低位。寿险开门红 NBV 大超预期，利率担忧已过度反应。推荐：中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿。

车险行业自律的监管力度进一步强化，手续费率下降带来车险净利率提升的趋势较为明确。同时，非车险保费与承保利润增长、行业集中度提升（人保较平安更具优势）、投资收益率及大灾损失底已过，2019 年财险龙头公司的利润增速有望出现大幅反转。中国财险 2010-2017 年平均 ROE 高达 21.13%，预计 ROE 在 2018 年触底后将回升，19 年、20 年 ROE 将持续提升，目前股价对应 1.05 倍 2018PB，明显低估。

图 10：保险公司估值 (P/EV)



资料来源：wind，上市公司年报，天风证券研究所

图 11：中国财险公司估值 (PB)



资料来源：wind，天风证券研究所

## 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