

## 短期波动不掩长期价值

证券分析师： 王剑                      021-60875165                      wangjian@guosen.com.cn                      证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002  
 联系人： 王鼎                              0755-81981000                      wangding1@guosen.com.cn

### 事项：

2018年1月29日，中国人寿保险股份有限公司（以下简称“本公司”）预计2018年度归属于母公司股东的净利润较2017年度减少约人民币161.26亿元到人民币225.77亿元，同比减少约50%到70%。

2018年1月30日，新华人寿保险股份有限公司公告2018年年度归属于母公司股东的净利润与2017年同期相比，预计增加人民币26.92亿元左右，同比增加50%左右；归属于母公司股东的扣除非经常性损益的净利润与2017年同期相比，预计增加人民币27.48亿元左右，同比增加50%左右。

### 评论：

#### ■中国人寿：浮亏波动，不影响实质业务价值

主要原因：2018年年度业绩减少的主要原因是受权益市场整体震荡下行影响，公开市场权益类投资收益同比大幅减少。

#### 浮亏波动，不影响实质业务价值

根据公司在2018年中期披露的数据，其划入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产科目下的股权投资有666亿元，其中有657亿元为第一层级的股权型投资，同时相对应的股权型公允价值变动为-50亿元，收益率为-7.5%。鉴于下半年股票市场下滑程度比上半年尤甚，公开类权益投资波动势必会给公司的净利润造成不可忽视的冲击，影响短期内的分红。但另一方面，以上权益类投资业绩的短期波动，不影响中国人寿实质的业务价值。

#### 维持买入评级：投资端的分析视角下，中国人寿价值凸出

我们认为中国人寿走到如今的规模，在保险行业已经拥有了非常深的护城河。一般保险企业一旦能够保持每年的保费净收入远远高于赔付支出，那么其投资端的资产之持有时间将长期持续，其股票投资才能真的是长周期投资，如此股东便可以稳定享有投资端复利的价值。中国人寿目前的规模已是如此：2017年度的已赚保费为5069亿元且赔付1980亿元；同时2018年第三季度的已赚保费为4573亿元且870亿元，分别同比增长4.18%和同比下滑11.5%。中国人寿的规模价值凸显。

#### ■新华保险：负债端及资产端双重利好

主要原因：传统险准备金折现率假设变更的影响。2017年度传统险准备金折现率假设的变更增加了保险合同准备金，而2018年度该项假设的变更减少了保险合同准备金。

#### 750天平均利率上浮，保险合同准备金减少

根据中国债券信息网的数据，2018年年末的保险合同准备金计量基准利率普遍比2017年年末要高，使得新华保险2018年减少了保险合同准备金，贡献净利润。

**表 1: 保险合同准备金计量基准 750 天平均**

标准期限(年)	2018-12-31	2017-12-31
0.0	2.22793277	2.02195044
1.0	2.87067465	2.7105925
2.0	2.99713749	2.86131783
3.0	3.10046703	2.98478908
4.0	3.16927371	3.06565134
5.0	3.22911826	3.13433841
6.0	3.33678389	3.24403886
7.0	3.40051193	3.30595618
8.0	3.40452417	3.31201363
15.0	3.80283727	3.69672801
25.0	3.93596715	3.91807615
30.0	4.02754618	3.97293319
40.0	4.11163579	4.08722905
45.0	4.14622996	4.14122749
50.0	4.17640031	4.19291798

资料来源: 中国债券信息网, 国信证券经济研究所整理

### 股票市场风险敞口小, 回报相对亦优异

根据各上市保险公司的数据, 新华保险在 2018 年年中的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产科目中, 股票投资的敞口相对较小, 约合 63 亿元, 且其中 99% 以上的股票资产为第一层级资产, 大概率为上市公司股票。同期, 对应的公允价值变动为 1.7 亿元, 收益为 -0.27%, 处于相对优异的业绩表现区间。新华保险股票市场的低风险敞口及优异的投资业绩, 体现出新华保险在风险内控、投资管理等多方面坚实的基础。

### 维持买入评级: 价值回归凸出

**新华保险的价值回归战略执行成效突出, 渠道转型明显, 结构持续优化, 未来有望实现规模和质量的双轮驱动。**新华保险自 2016 年以来执行转型战略, 推进代理人渠道的发展, 代理人保费占比持续上升, 至 2018 年年中达到首年保费 80%; 同时, 新业务价值率提升迅速, 在 2016 年-2017 年分别达到了 22.4% 和 39.7%, 分别提升了 9.5 个百分点和 17.3 个百分点, 同时至 2018 年年中, 新华保险的新业务价值率达到了 50.4%, 较年初提升 10.7 个百分点。

新华保险目前的首年保费下滑, 是公司主动弱化银保渠道所致。目前公司强劲的价值回归表现, 以及渠道的持续转型, 未来有望大幅驱动新华保险的规模保费增长, 进而提升公司的估值以及估值溢价。

### ■ 风险提示

(1) 短期内经济的震荡影响居民的消费行为, 使得居民购买带有重大风险保障之寿险产品的意愿降低, 或导致寿险业务质量的边际改善无法有效的传导至规模层面, 形成增质不增量的局面, 对投资者的相关投资预期形成压制。(2) 上市险企公司的价值转型趋势不稳固。(3) 经济流动性传导不畅, 致使债市回报率进一步快速下滑。

### 重点公司投资评级及业绩预测

公司 名称	收盘 价格	P/EV (集团, 倍)			NBM (倍)			投资 评级
		17A	18E	19E	17A	18E	19E	
中国太保	29.75	0.8	0.7	0.6	-1.63	-1.63	-1.43	买入
中国平安	61.85	1.3	1.1	0.9	2.60	2.75	2.48	买入
新华保险	40.86	0.7	0.6	0.5	-3.19	-3.41	-3.12	买入
中国人寿	22.00	0.7	0.6	0.5	-3.4	-3.6	-3.2	买入

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告:

- 《保险行业 2019 年投资策略：无限风光在险峰》 ——2018-12-25
- 《保险行业深度研究之一：寿险：值所归处，价所往矣》 ——2018-12-06
- 《保险行业-2018 年中报综述：新单改善趋势有望延续》 ——2018-09-03
- 《保险资产负债管理研究：资负管理硬约束，利好龙头》 ——2018-06-05
- 《保险行业 2018 年一季报综述：寿险新单销售承压，财险竞争格局持续优化》 ——2018-05-02

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。