

保险

证券研究报告

2019年01月31日

18年行业健康险同比增长24%，占比提升4pct，保险股配置价值显著

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:平安和太保 2018 年新单保费超预期,静待新华领导层变动完成》2019-01-17
- 《保险-行业点评: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》2019-01-04
- 《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

寿险: 2018 年行业健康险快速增长, 业务结构优化显著。预计 2019 年上市保险公司新单保费与 NBV 同比增长情况持续改善。 1) 2018 年人身险保费收入同比增长 1.9%, 其中寿险、健康险、意外险保费同比增长分别为-3.4%、24.1%、19.3%, 剔除和谐健康保费, 健康险累计同比增长 35.1%, 健康险占比 20.0%, 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”, 我们预估 2018 年平安、太保、新华、国寿 NBV 同比增长分别为+5%、0%、0%、-15%。2) 预计 2019 年上市保险公司新单保费与 NBV 同比增长情况持续改善。平安、国寿、新华 NBV 或已实现正增长, 预计国寿 2019 年 Q1 及全年 NBV 增速优于同业, 内部管理边际改善明显。我们预计, 2019 年平安、太保、新华、国寿 2019 年 NBV 同比增长分别为 10%、6%、8%、20%。3) **业绩预告: 预计中国人寿 2018 年归母净利润 96-161 亿元, 同比减少 50%-70%**; 四季度当季净利润为-37 至-102 亿元 (去年同期为 54 亿), 主要源自于权益市场下行导致的权益类投资收益同比大幅减少, 以及资产减值损失大幅攀升。国寿业绩低点或已过, 内部管理有望改善, 2019 年利润增速有望领先同业。**新华保险 2018 年归母净利润 81 亿元, 同比预增 50%**; 其中 Q4 净利润 4 亿元, 同比增长 9%, 好于市场预期, 原因在于“传统险准备金折现率假设上调”导致准备金少提, 对冲了权益市场下跌影响。

产险: 2019 年预计利润率大幅改善 (手续费下降) + 非车险较快增长, 财险利润增长有望触底回升, 继续推荐中国财险。 1) 2018 年, 产险业务保费收入同比增长 9.5%, 增速持续放缓, 主要由车险保费增长放缓带来; 农险保费收入同比增长 19.5%, 预计其他非车险业务也实现较快增长, 提升财险整体承保盈利能力。市场集中度提升, 前三大财险公司保费收入占比 64.0%, 同比提升 0.5pct。2) 1 月 21 日, 银保监会再度发文严禁通过虚列其他费用套取手续费变相突破批手续费率水平, 以直接业务虚挂中介业务等方式套取手续费等 8 项禁止行为, 高压监管势在必行, 手续费率降低、净利润率提升的确定性较高。同时, 预计 2019 年非车险业务保费和利润贡献将持续提升, 龙头公司的机构业务 (非车险业务) 优势进一步凸显。

投资: 长端利率下行预期有所好转, 监管鼓励险资增加权益、资管产品等投资比例, 有利于对冲利率下行带来的险资配置压力。 1) 2018 年 12 月, 保险资金运用余额中, 银行存款、债券、股票和基金、非标投资占比分别为 14.8%、34.4%、11.7%、39.1%, 较 17 年末占比变化分别为 +1.9pct, -0.2pct, -0.6pct, -1.1pct。2) 长端利率走势面临较大的不确定性, 但市场对于利率预期有所好转。2019 年来 10 年期国债收益率在 3.2% 以下震荡, 宏观经济走弱、流动性宽松的环境下, 利率仍存在下行压力, 但下行的空间或较为有限。当前寿险股股价隐含的 10 年期国债收益率预期约 2.0%, 利率预期底或已至。2019 年来, 沪深 300 指数累计上涨 6.7%, 预计 2019 年保险公司权益投资收益情况将好于 2018 年。3) 1 月 28 日, 银保监会发文鼓励保险公司使用长久期账户资金, 增持优质上市公司股票和债券, 拓宽专项产品投资范围, 加大专项产品落地力度。预计将提升险资权益投资占比, 缓解利率下行、非标产品陆续到期导致的险资投资压力。但预计在偿付能力充足率、IFRS9 会计准则的影响下, 保险公司提升权益配置比例提升有限, 且更倾向于高股息率股票配置和长期股权投资。

投资建议: 长端利率下行预期有所好转, 寿险股股价隐含 10 年期国债收益率预期约 2.0%, 利率预期底或已至; NBV 预计超预期且持续改善。国寿内部管理有望改善, 2019 年 Q1 及全年的 NBV 与利润增速有望领先同业。中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿 A 股股价对应 2019PEV 分别仅为 0.91、0.67、0.60、0.68 倍, 估值处于历史低位, 长期配置价值与防御价值卓越。监管再度发文管控车险手续费率, 手续费率下降带来利润率提升的确定性较高, 非车险承保利润稳健增长, 财险龙头优势凸显。推荐中国平安、中国人寿、新华保险、中国太保、中国财险。

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

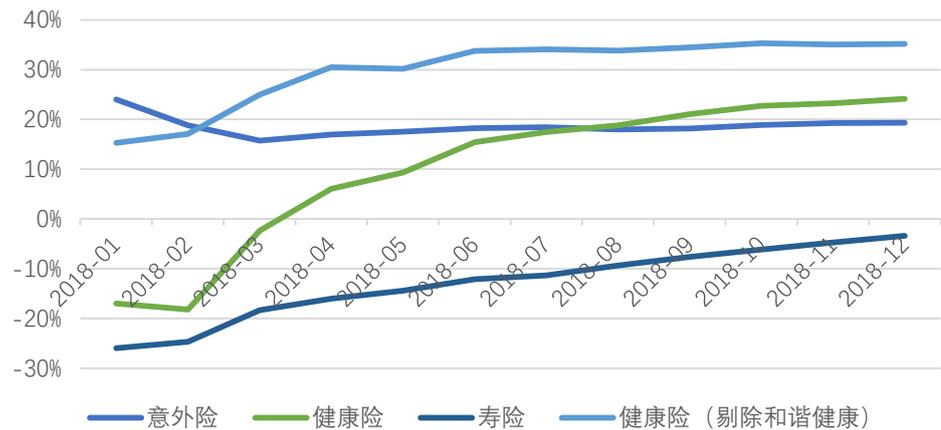
重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-01-30	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601318.SH	中国平安	61.25	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	12.58	10.60	7.71	6.47
601628.SH	中国人寿	22.06	买入	1.14	0.47	0.84	1.14	19.35	46.94	26.26	19.35
601336.SH	新华保险	40.48	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	23.40	15.81	11.94	9.87
601601.SH	中国太保	29.80	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	18.40	15.05	11.12	9.43
02328.HK	中国财险	8.01 (港元)	买入	1.34	0.65	0.92	1.22	7.66	10.62	7.46	5.64

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

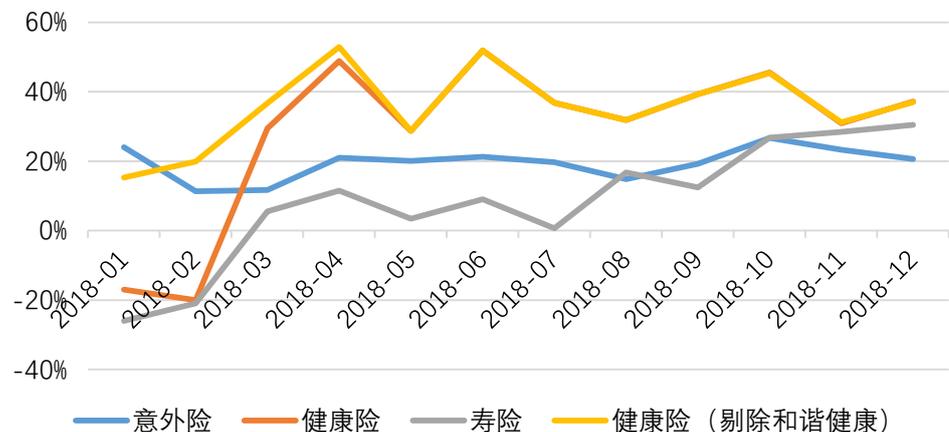
健康险快速增长，业务结构优化显著。2018年人身险业务原保险保费收入同比增长1.9%，主要是得益于续期保费拉动。其中寿险、健康险、意外险保费同比增长分别为-3.4%、24.1%、19.3%，剔除和谐健康保费，健康险累计同比增长35.1%，健康险占比20.0%，同比提升3.6pct。2019年，健康险仍是各保险公司发展的重点，预计健康险仍将保持快速发展，保费和价值贡献将进一步提升。2018年，上市保险公司通过保障型产品“以价补量”，预计新业务价值同比增长情况大幅好于保费。预计2018年平安、太保、新华、国寿NBV同比增长分别为+5%、0%、0%、-15%。

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

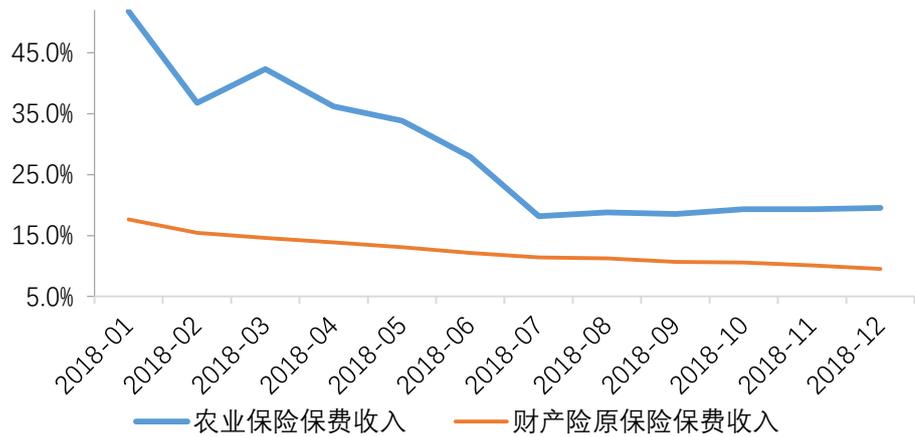
图 2：人身险分险种当月同比增长



资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

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，产险业务保费收入同比增长9.5%，增速持续放缓，主要由车险保费增长放缓带来；农险保费收入同比增长19.5%，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64.0%，同比提升0.5pct。

图 3：财产险和农险保费收入累计同比增长



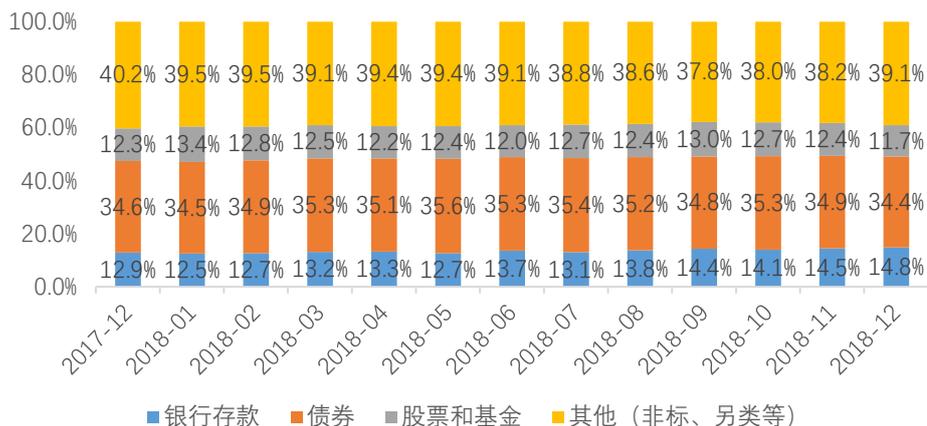
资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

险资配置：2018年12月，保险资金运用余额中，银行存款、债券、股票和基金、非标投资占比分别为14.8%、34.4%、11.7%、39.1%。非标资产、银行存款配置余额环比分别增长2864亿、1137亿，占比环比分别提升0.4pct、0.9pct，股票和基金、债券配置占比环比均有所下降。较17年末比，银行存款占比提升1.9pct，债券、股票和基金、非标配置占比分别下降0.2pct、0.6pct、1.1pct。

投资环境：长端利率走势面临较大的不确定性，但市场对于利率预期有所好转。2019年来10年期国债收益率在3.2%以下震荡，宏观经济走弱、流动性宽松的环境下，利率仍存在下行压力，但下行的空间或较为有限：春节后资金回流导致的流动性边际收紧，经济指标未能“超预期”走弱，油价和美股上涨导致的风险偏好边际修复，地方债供给速度加快，一季度社融大概率企稳等因素都可能成为利率继续下行的“阻力”。当前寿险股股价隐含的10年期国债收益率预期约2.0%，利率预期底或已至。**非标到期加大险资配置压力。**2013、2014年险资配置的高收益非标产品陆续到期，目前市场非标标的供给减少，2019年新发信托产品规模环比大幅下降。2019年来，沪深300指数累计上涨6.7%，预计2019年保险公司权益投资收益情况将好于2018年。

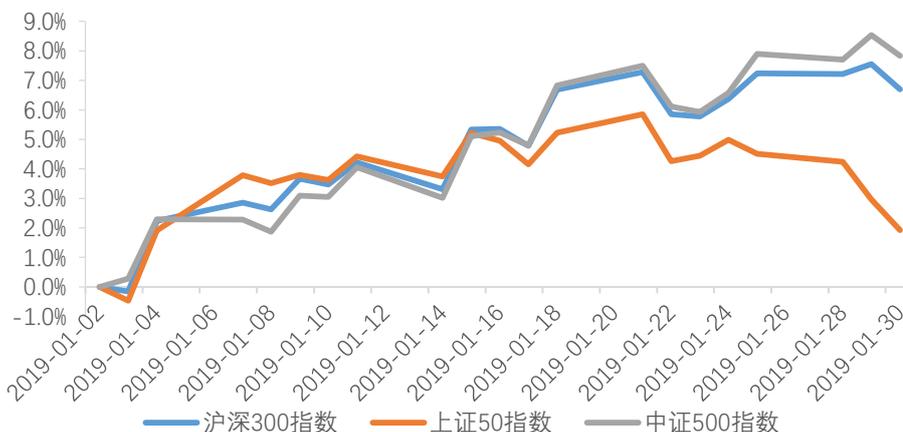
投资政策：监管鼓励险资增加权益、资管产品等投资比例。1月28日，银保监会发文鼓励保险公司使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券，拓宽专项产品投资范围，在依法合规和风险可控的前提下，允许专项产品通过券商资产管理计划和信托计划，加大专项产品落地力度，吸引更多保险资金以多种方式参与资本市场投资。同时，支持保险公司开展价值投资和长期投资，研究推进保险公司长期持有股票的资产负债管理监管评价机制。对于保险资金一般股票和重大股票投资等，依法合规加快有关备案、核准工作。在利率下行、非标产品陆续到期的环境下，有利于险资提升收益率、对抗利率风险，预计险资权益投资占比将提升，但预计在偿付能力充足率、IFRS9会计准则的影响下，权益投资占比提升有限，且更倾向于高股息率股票配置和长期股权投资。

图 4：行业保险资金配置比例



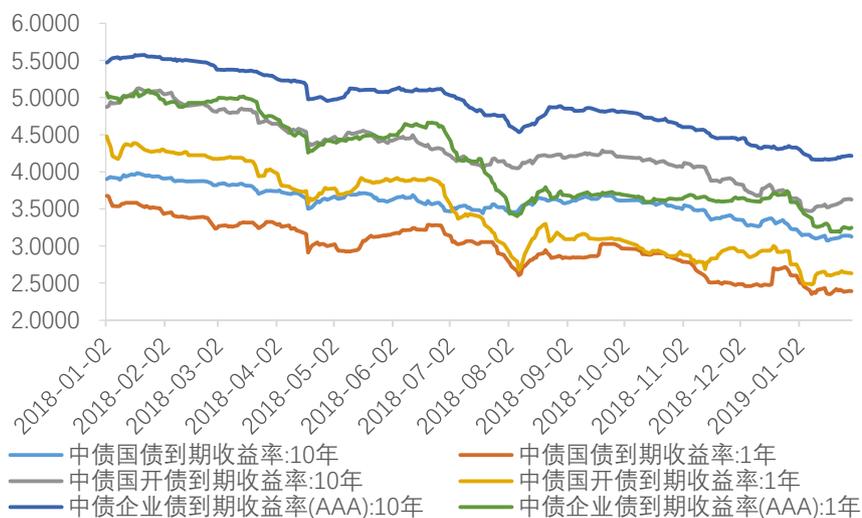
资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

图 5：股市涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：中债债券收益率情况(%)



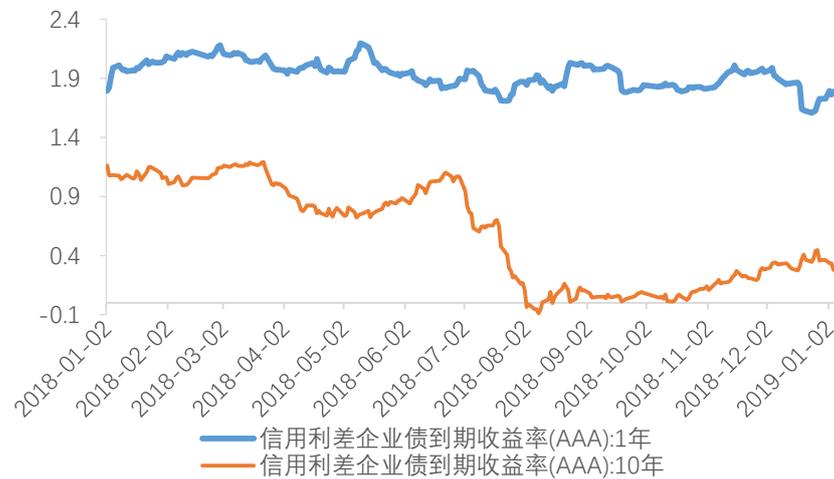
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：债券期限利差（10 年期债券收益率-1 年期债券收益率，%）



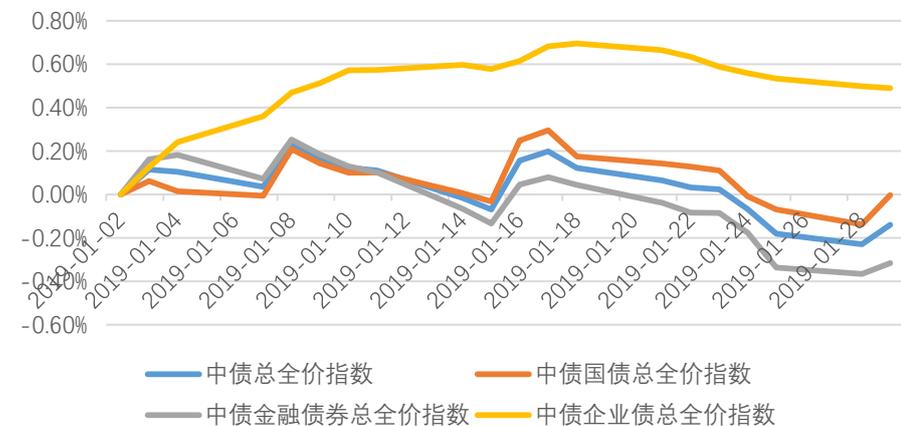
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：债券期限利差（企业债收益率-国债收益率，%）



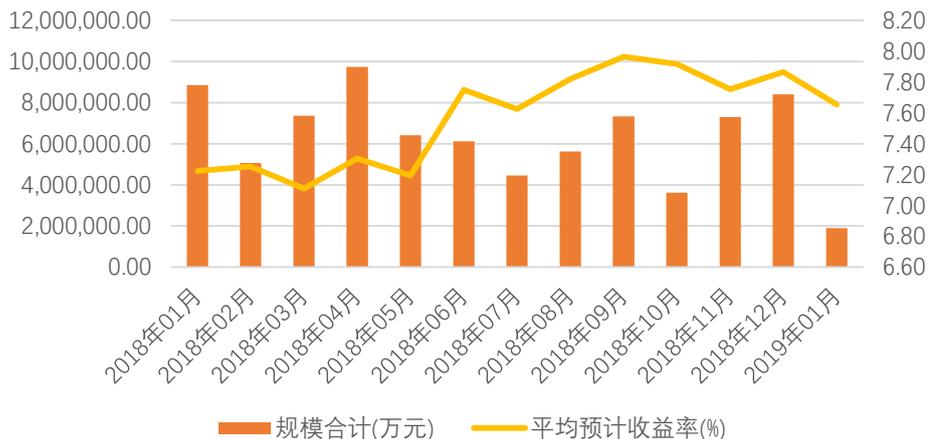
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：债券全价格指数变动



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10: 新发行信托产品规模及收益率



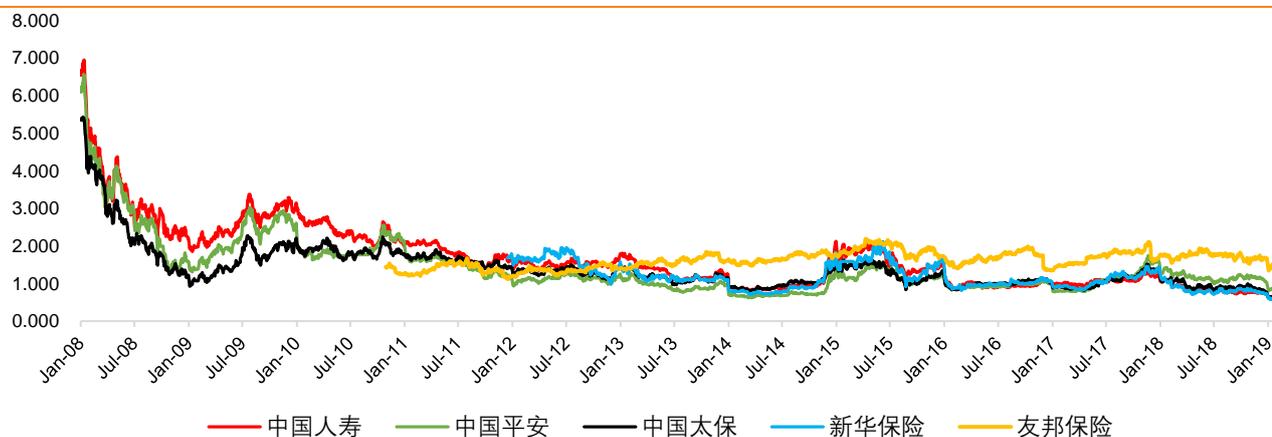
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 一年期银行理财收益率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 上市公司动态 PEV 走势



资料来源: 公司财报, 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