

保险行业：2019 年年度投资策略

2019 年 1 月 31 日

## 保险结构持续改善，估值底部边际凸显

看好（首次）

市场表现 截至 2019.01.31



### ⑤回首 2018：转型之年，未来可期

保险行业自 2018 年初以来下跌 21.74%，在中信二十九个行业排名第五，跑赢沪深 300 指数 3.57 个百分点。公司业绩来看，2018 年各险企受承保端保费收入增速大减及投资端投资收益下滑，营业收入和归母净利润增速均有所放缓。

### ⑤承保端：保费降幅收窄，向提升价值转型

2019 年四大上市险企充分吸收去年开门红带来的经验，完成了销售策略和产品设计的转型，保费降幅有望有所收窄。各公司个险占比不断提升，新业务价值率逐年递增，健康险销售高速增长，代理人团队质态改善，已逐步成功完成价值转型，预计 2019 年新业务价值增速有所增长。

### ⑤投资端：市场整体趋势下行，投资端迎来承压

由于长端利率未来仍有下行空间，股票市场短期没有明显的支撑点，预计 2019 年前期保险行业投资端仍将承压。长期来看，A 股指数估值已经达到底点，市场消极情绪有所缓和，十年期国债收益率有望二季度后企稳，下半年险企资金端压力或将得到缓解。

### ⑤投资策略

行业方面，各险企从产品结构到代理人团队均逐步完成转型，我们看好保险板块的未来发展。个股方面，推荐强者恒强金融科技双轮驱动的行业龙头中国平安(601318)以及转型完成厚积薄发的新华保险(601336)。

### ⑤风险提示

国债利率大幅波动，保费收入不达预期，权益市场大幅波动，政策变动。

分析师：王闻  
执业证书号：S1490519010001  
电话：010-85556168  
邮箱：wangwenyj@hrsec.com.cn

联系人：刘斯达  
从业证书编号：S1490117090043  
电话：010-85556823  
邮箱：liusida@hrsec.com.cn

## 目录

一、回首 2018：转型之年，未来可期.....	4
（一）行情面：板块整体下行，行业排名第五.....	4
（二）基本面：政策市场影响，业绩增速放缓.....	5
（三）政策面：短期转型阵痛，行业长期看好.....	5
二、承保端：保费降幅收窄，向提升价值转型.....	7
（一）开门红影响度过，保费增速放缓.....	7
1. 保费收入先抑后扬，潮落之后会有潮起.....	7
2. 代理人增速趋缓，规模产能全面发展.....	8
（二）产品结构调整：追逐价值发展，拥抱政策导向.....	10
1. 政策引导，价值转型.....	10
2. 渠道优化，个险崛起.....	10
3. 结构转型，价值为王.....	11
4. 健康浪潮，未来可期.....	13
三、投资端：市场整体趋势下行，投资端迎来承压.....	14
（一）资金配置整体平稳，避风险投向有所提升.....	14
（二）市场震荡，投资收益承压.....	15
1. 权益市场震荡下行，股权投资风险较大.....	15
2. 长端利率呈下行趋势，固收类投资承压.....	16
3. 市场行情险峻，险企收益率下滑.....	16
（三）准备金折现率下行，剩余边际保持增长.....	18
四、投资策略：把握价值投资，聚焦转型完成.....	19
1. 中国平安（601318.SH）：行业龙头，强者恒强.....	19
2. 新华保险（601336.SH）：转型完成，厚积薄发.....	20
五、风险提示.....	21

图表目录

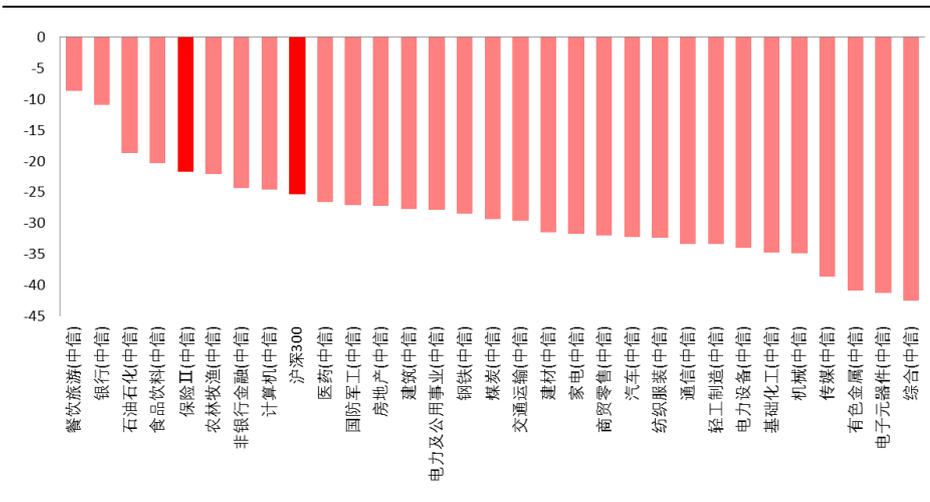
图表 1: 2018 年保险指数涨跌幅.....	4
图表 2: 2018 年保险行业个股涨跌幅.....	4
图表 3: 上市险企营业收入及同比增速.....	5
图表 4: 上市险企归母净利润及同比增速.....	5
图表 5: 中国与发达国家保险深度对比.....	6
图表 6: 中国与发达国家保险密度对比.....	6
图表 7: 全行业保险保费收入及增速.....	7
图表 8: 各险企保费收入及同比增速.....	8
图表 9: 保险行业代理人规模及同比增速.....	9
图表 10: 上市险企代理人规模及同比增速.....	9
图表 11: 上市险企个险渠道保费规模及占比.....	11
图表 12: 上市险企新业务价值规模及同比增速.....	12
图表 13: 上市险企新业务价值率变动.....	12
图表 14: 健康险累计保费收入快速增长.....	13
图表 15: 保险行业资金配置方向及各方向占比.....	14
图表 16: 2018 年 A 股市场走势.....	15
图表 17: 社融-M2 体现长端利率未来仍有下行空间.....	16
图表 18: 近年各险企年化总投资收益率.....	17
图表 19: 近年各险企年化净投资收益率.....	17
图表 20: 750 日均线与 10 年国债收益率对比.....	18
图表 21: 中国平安 (601318.SH) 盈利预测.....	20
图表 22: 新华保险 (601336.SH) 盈利预测.....	20

## 一、回首 2018：转型之年，未来可期

### (一) 行情面：板块整体下行，行业排名第五

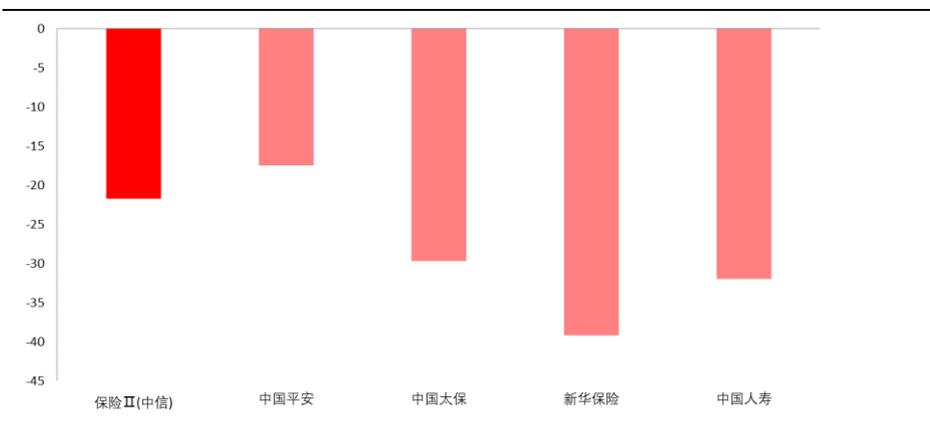
保险行业自 2018 年初以来下跌 21.74%，在中信二十九个行业排名第五，跑赢沪深 300 指数 3.57 个百分点。由于行业调整导致的保费收入增速下滑和市场震动造成的投资收益下滑，保险行业整体业绩承压，但由于保险行业具备天然的避险属性，且金融行业受经济下行压力相对较小，所以行业相对沪深 300 指数仍有正收益。

图表 1：2018 年保险指数涨跌幅



数据来源：wind，华融证券

图表 2：2018 年保险行业个股涨跌幅



数据来源：wind，华融证券

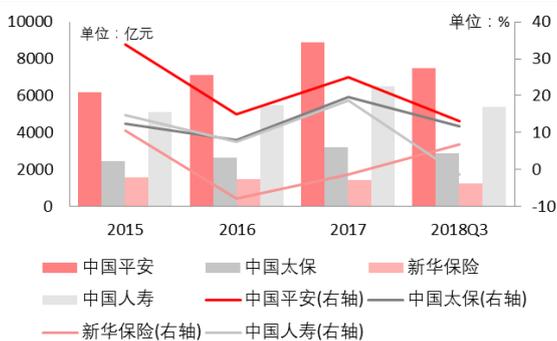
分析 2019 年个股来看，过去中国平安表现较好，是唯一相对保险行业指数保持正收益的险企。作为龙头险企，在强者恒强的市场格局下平安的转型速度明显优于同业，投资端其科技类投资回报日益丰厚，良好的经营业绩成为其股价支撑点。新华保险过去两年一直处于转型阵痛期，在转型尾声迎来政策引导的产业结构调整，多因素影响导致整体业绩表现不佳，成为全年跌幅最大的险企。

## （二）基本面：政策市场影响，业绩增速放缓

2018 年上半年各险企受到强监管政策影响，开门红年金险产品销售不佳，保费收入增速低于预期。下半年受到资本市场持续震荡，十年期国债利率下行，权益市场受多因素影响跌幅巨大，各险企投资端收益均有所下滑。

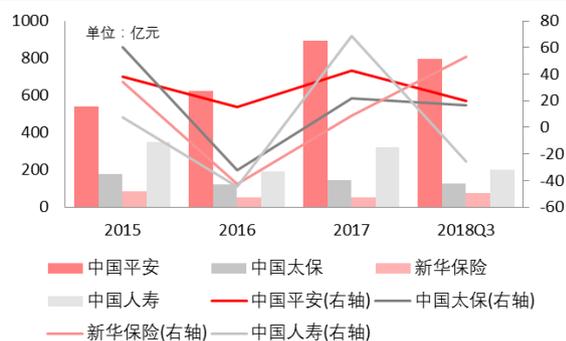
从各上市险企披露的三季报来看，营业收入和归母净利润增速同比均有所放缓。其中中国人寿由于存量规模大转型速度慢，前三季度营收和净利润均有一定程度的负增长。另一方面，中国平安由于代理人素质较高，在销售产品结构复杂的健康险领域有一定的优势，较早的完成了产品结构转型，营业收入及净利润增速仍在各大险企中保持领先，上半年实现净利润 647.7 亿元，同比增长 31.9%，日均利润达到 3.7 亿元，高于市场预期。

图表 3：上市险企营业收入及同比增速



数据来源：公司年报，华融证券

图表 4：上市险企归母净利润及同比增速



数据来源：公司年报，华融证券

## （三）政策面：短期转型阵痛，行业长期看好

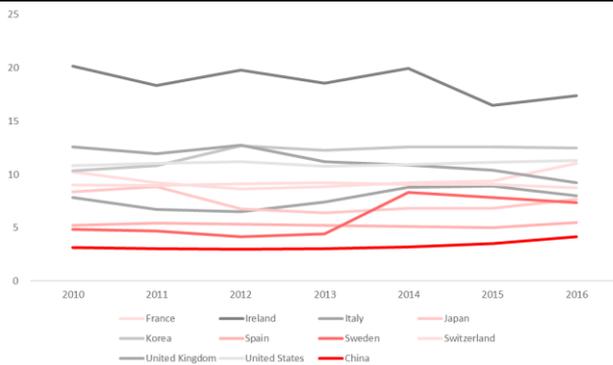
过去十年，中国保险行业一直处于高速增长的阶段。从开始保险产品单调稀缺到乱象横生的野蛮生长再到政策监管下结构严谨又多样的均衡发展，时代见证了保险行业日新月异的发展壮大。近几年，保险行业维持以发挥保险产品保障属性为方向的产品结构调整。自 2015 年以来，监管层陆续出台多项政策从保费端到投资端对行业进行了全方位的风险防控和产品

规范。2018 年监管层延续了去年 134 号文的政策思路，整治行业乱象，并配合新发布的商业养老产品开发指引等文件对各保险公司的产品结构转型进行了引导。

短期来看，2018 年各公司面临产品结构调整的转型阵痛期，大量过去蓬勃发展的保险产品受到政策限制，新的产品在销售中缺乏经验，产品设计不够完善，行业增速有所放缓。展望未来，相对于发达国家饱和的保险市场，我国作为新兴市场中的代表，保险需求依然十分旺盛，保险市场还有着极大的发展空间。一方面随着保险需求意识更强的新生代人群渐渐崛起，占据消费的主流人群，保险市场将保持高速发展的趋势。另一方面，相对于其他国家，我国庞大的人口基数成为了人均保费快速增长的桎梏。

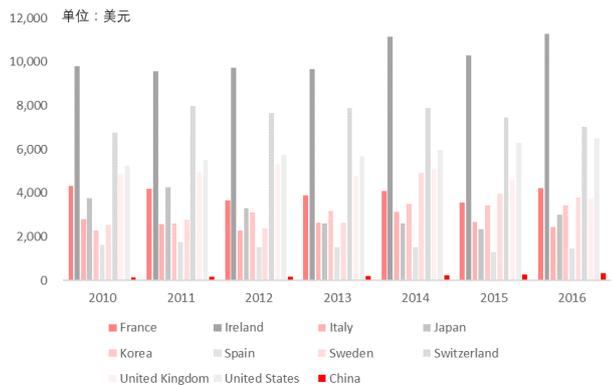
与国际保险市场对比，我国现在的保险深度和保险密度仍处于较低水平。保险深度是指某地保费收入占该地国内生产总值（GDP）之比，反映了该地保险业在整个国民经济中的地位。保险密度是指按限定的统计区域内常住人口平均保险费的数额。中国的两项数据与发达国家有较大差距，这体现了中国保险行业仍有极大的发展空间，未来仍具备新兴行业的投资价值。

**图表 5：中国与发达国家保险深度对比**



数据来源：OECD，华融证券

**图表 6：中国与发达国家保险密度对比**



数据来源：OECD，华融证券

请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 二、承保端：保费降幅收窄，向提升价值转型

### （一）开门红影响度过，保费增速放缓

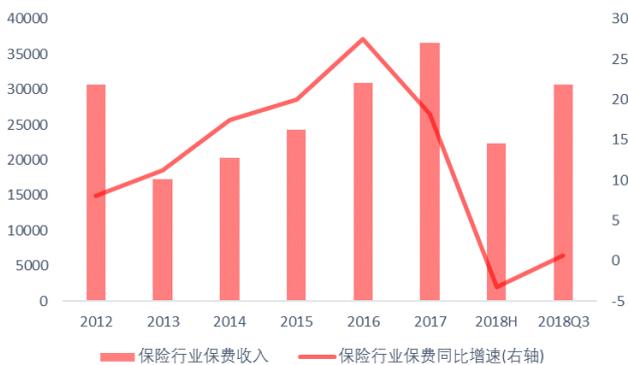
#### 1. 保费收入先抑后扬，潮落之后会有潮起

2018 年保险行业开局不利，受年初银行理财产品收益率上行以及“134”号文的影响，保险业开门红销售不佳，叠加 2017 年开门红带来的高基数，行业整体新单保费均出现了不同程度的负增长。保险行业自 2013 年起经历连续数年的高速发展，保费收入连年攀升。2017 年 5 月保监会发布 134 号文规范快反产品设计，各险企紧急对开门红产品进行调整。受限于产品转型较大，销售策略不够明确，2018 年开门红销售低于预期。

全行业 2018 年上半年共实现保费收入 2.2 万亿元，同比下降 3.33%。新单保费的高速下滑导致保险行业保费规模未能持续自 2013 年以来的高速增长，重新回到保费收入负增长的窘境。下半年各险企受市场情绪催化及政策引导，逐渐将重心转向保障类产品。

由于代理人对结构复杂的健康险等产品在上半年已经积累了一定的销售经验以及各险企逐渐了解保障类产品设计方法，月度保费同比增速开始回升，保费降幅逐渐收窄。2018 年前三季度，全行业共实现保费收入 3.06 万亿元，同比增长 0.67%，实现全年首次同比正增长。

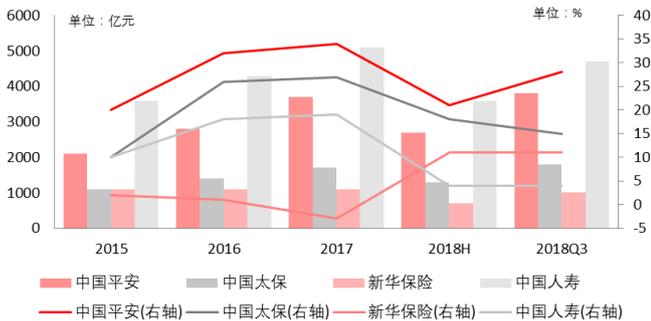
图表 7：全行业保险保费收入及增速



数据来源：银保监会，华融证券

2018 年开门红销售大幅低于预期的原因主要是产品调整较为仓促，对客户吸引力不足，险企销售策略未能及时完成调整。从第三季度来看，几家上市险企新单保费已经开始呈现正增长的趋势，这是保险行业转型逐渐完成的表现。

图表 8: 各险企保费收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 华融证券

中国平安作为近几年冉冉升起的行业龙头,自 2013 年以来始终维持行业内最高的保费同比增速。而中国人寿虽然近几年未能与市场转型相接轨,增速下滑明显,但凭借过去深厚的积累仍在几家上市险企中保持保费收入第一。

分析 2019 年个股来看,各上市保险公司在过去的保险行业产品转型之年体现出对市场把握程度的区别。其中,中国平安由于产品设计符合市场,代理人销售能力突出,在转型期调整速度明显优于同业。随着保险行业逐渐市场化,产品设计逐渐规范,中国平安凭借优秀的销售团队和清晰的发展思路逐渐赶上中国人寿,成为保险行业业绩领跑的龙头。

展望 2019,各险企已充分吸收去年开门红带来的经验,完成了销售策略和产品设计的转型,成功度过产品结构调整的转型阵痛期。随着保障类产品取代具有投资属性的储蓄类产品在保费占比中显著提升,预计未来开门红效应将有望逐渐减弱。另一方面,开门红不利的低基数背景下将促使 2019 年一季度保费同比增速有望大幅好转。

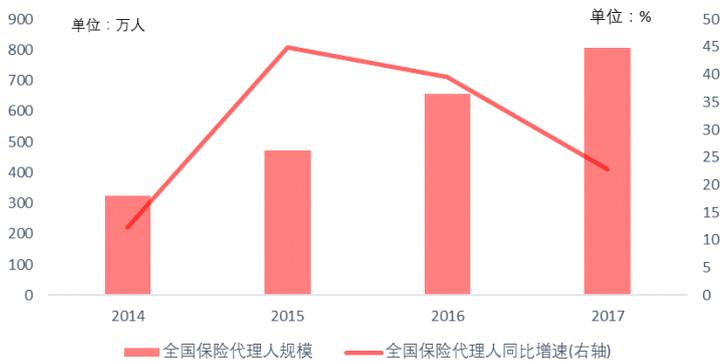
## 2. 代理人增速趋缓,规模产能全面发展

自 2013 年起,由于各保险公司个险销售渠道逐渐崛起取代银保渠道,中国保险代理人规模保持上升趋势。2015 年保监会撤销代理人资格考试,降低了代理人准入门槛,各险企代理人规模开始呈现井喷式增长。2015 年以来全国保险代理人规模保持每年超过 150 万人的高速增长,至 2017 年中国代理人密度已经超越美国达到,总人数突破 800 万人。

近年来由于中国保险意识的渐渐崛起,保险业已经摆脱曾经挨家挨户上门兜售保险产品的销售历史,代理人的销售技能和效率都有显著提升。2018 年上半年各险企代理人增速明显放缓,四家上市险企代理人总数呈现负增长,主要由于受 134 号文影响储蓄险销售难度变大,低端代理人开始出现一定程度的脱落。过去几年堆砌代理人规模的情况将逐渐改善,未来代

理人团队将逐步向精兵化转型，从过去简单培训快速上岗向具备专业性和高产能的优质代理人模式发展。

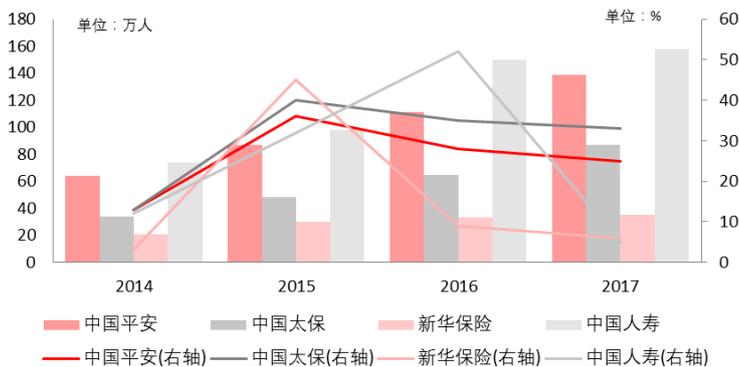
**图表 9: 保险行业代理人规模及同比增速**



数据来源: wind, 华融证券

2018 年受到政策影响，各上市险企销售重心向保障型产品转型，由于保障型产品结构更为复杂，对代理人专业性要求更高，各险企代理人团队发展方向从扩大规模转向提升产能。2018 年上半年四大险企代理人规模增速均有所下滑，其中新华保险和中国人寿规模较 2017 年末呈负增长，分别下滑 4% 和 8.7%。

**图表 10: 上市险企代理人规模及同比增速**



数据来源: 公司公告, 华融证券

展望 2019，我们预计短期内各险企对代理人产能的关注将高于规模，规模增速将有所放缓。首先，受政策影响，储蓄类保险资金回流变慢，销售难度变大，单纯由人力堆砌带来的产品销量将逐渐被淘汰。其次，各险企逐渐将销售重心转向结构更为复杂的保障类产品，对代理人的素质提出了要求，过去代理人规模跟保费收入直接挂钩的现象将不复存在。最后，经过数年的井喷式增长，行业内现有代理人规模已经达到顶峰，短期内较

难保持过去几年的增速。展望未来，代理人团队的转型不可避免，未来高产能带来高佣金，高佣金吸收高素质人才的体系将逐渐占据主流，代理人的保质保量更有利于险企的未来发展。

## （二） 产品结构调整：追逐价值发展，拥抱政策导向

### 1. 政策引导，价值转型

短期来看，近几年监管层带来的多项政策放缓了保险业近几年的高速发展，对火热的保险市场进行了一次降温，在 2018 年对四大上市险企业绩表现影响较大。在这之前，保险行业经历了数年的野蛮生长，各类产品层出不穷，银保渠道大幅度的销售储蓄类产品，保费收入连创新高。毫无疑问，几年的高速发展为保险行业打下了良好的地基，国民保险意识逐渐崛起，各险企具备丰富的产品类型和代理人资源，为保险销售积累了丰富的经验。而在高速的发展背后，风险也在逐渐累积，保险产品失去其保障本质，沦为投资人短期资金流转的渠道。在这种背景下，监管层积极制定政策制度，为保险业的长期发展打下坚实的基础。

展望未来，保险市场严监管虽然使几大上市险企经历了短期的转型阵痛，但未来会促使保险行业强者恒强的马太效应。首先，对于健康险重疾险等涉及人身安全的险种，在客户心中品牌效应将放大，价格战很难改变大型险企的品牌优势。其次，大多数小型险企以储蓄类及投资类保险产品为主，对保障类产品了解不足，产品转型更为困难，受政策影响更大。最后，大型险企由于多年发展，对代理人的培训更具备体系，代理人素质更高，在销售产品结构复杂的保障类产品时占优。

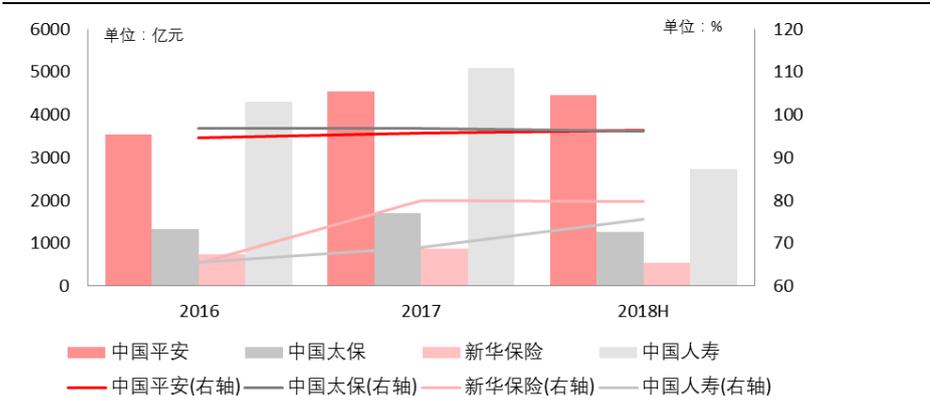
展望 2019，从过去几年保险销售渠道由银保转向个险，保险产品由储蓄类转向保障类，保险期限由趸交转向期交，无一不在展现保险行业向价值转型的决心。预计未来价值转型仍将成为保险行业承保端的主基调。四大上市险企已逐渐适应政策要求，完成产品转型，预计保费收入将保持平稳增长，开门红效应将逐渐弱化，未来保障类产品将更受到市场青睐。

### 2. 渠道优化，个险崛起

过去几年，由于银保渠道销售类型受限较大，个险渠道整体利润率和价值率更高，几大保险公司积极推动保险行业渠道转型，个险占比不断提升。2018 年各险企受政策影响，将销售重心由结构简单的储蓄类产品转为设计复杂的保障类产品，更是加速推动了各险企的转型速度。在四家上市险企中，中国平安和中国太保的寿险业务已经完成了渠道转型。2018 年上半年中国平安和中国太保个险保费占总保费比重高达 96.4%和 96.25%。中国人寿虽然由于转型开始较晚，存量规模较大，但近三年仍保持每年 5%的

稳定增速，总占比达到 75.5%。新华保险 2017 年占比大幅提高 15 个百分点达到 79.76%，2018 年由于产品转型较大导致低端代理人脱落，代理人规模不增反减，个险占比趋于平稳。

图表 11：上市险企个险渠道保费规模及占比



数据来源：公司公告，华融证券

展望未来，险企的个险渠道转型是产品价值转型的一块重要拼图，销售渠道向个险转型是保险行业的大势所趋。然而经过几年的转型，各险企已度过个险渠道占比高速发展的时期，预计 2019 年由于保险行业仍将处于代理人转型脱落的过程中，各险企个险占比已经达到较高水准，预计个险渠道占比增速将有所下滑或企稳。

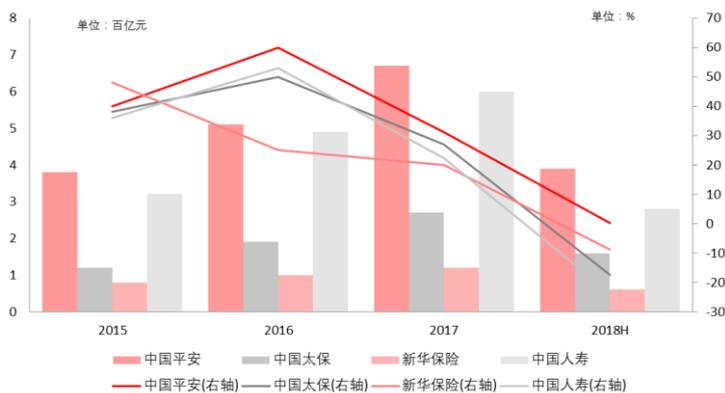
### 3. 结构转型，价值为王

从过去几年保险行业的发展趋势可以清晰地看出，发展保障类产品是行业未来产品结构转型的大势所趋。这种大势既来源于国家政策的管控，又受到市场需求的影响。政策方面，从 2017 年全国金融工作会议强调的“促进保险业发挥长期稳健风险管理和保障功能”，到包括 134 号文在内的多项文件相继出台，引导保险行业回归本源。需求端方面，随着消费升级和新生代人群保险意识的逐步提升，消费者对保障型保险产品的需求也不断提高。

政策面来看，2018 年行业受 134 号文影响较大，开门红销售触礁，行业保费增速明显放缓。134 号文由于拉长了保险产品给付期，大幅降低产品投资属性，使得这类保险产品对以短期投资为目的的保险购买者失去投资价值。短期来看，开门红是险企保费收入的重要支柱，在四大上市险企开门红均占据 40% 左右的全年保费收入占比。开门红销售的快反类产品由于强调投资属性，保障能力较弱，产品期限较短、结构简单，对险企价值贡献较低。展望 2019，受市场情绪催化及行业政策引导，健康险等保障类产品未来将逐步取代理财类产品成为销售重点，开门红效应有望逐渐减弱。

2018 年上半年，由于开门红不利导致保费收入低于预期，叠加 2017 年上半年的高基数，各险企新业务价值增速均下滑明显。过去各险企新业务价值主要来自于各类团体渠道大规模销售储蓄类产品所带来的保费收入增长。然而储蓄类产品销售容易受包括银行理财收益率，宏观经济波动等多因素影响，对新业务价值贡献起伏较大。各险企产品结构调整后保障类产品占据主流，由于其盈利方式来自于死差和费差，受外部因素影响较小，盈利能力更加稳定。另一方面，保障类产品结构复杂，新业务价值率更高，对险企新业务价值增长能起到更稳定的推动作用。

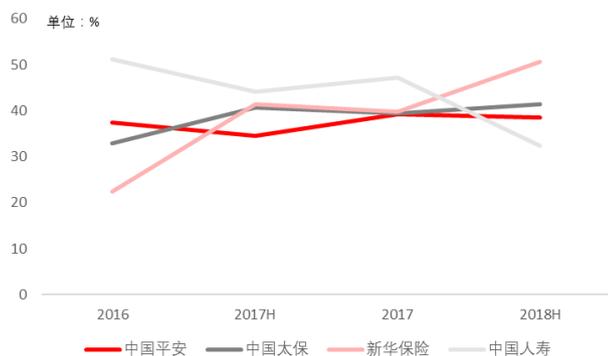
**图表 12: 上市险企新业务价值规模及同比增速**



数据来源：公司公告，华融证券

在四家上市险企中，中国平安和中国太保的价值转型起步较早，业务渠道已完成个险渠道转型，保费期限相对更长，新业务价值率保持稳步提升。新华保险近几年转型力度最大，虽然新业务价值规模较小，但业务结构持续优化，价值率提升明显，仅 2018 年上半年就有 11.2% 的同比增速。中国人寿受制于过去银保渠道存量业务规模巨大，转型更为困难，在 2018 年上半年的产品结构调整中新业务价值率有所下滑。

**图表 13: 上市险企新业务价值率变动**



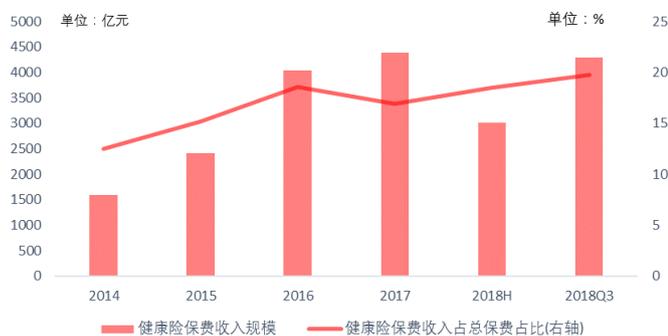
数据来源：公司公告，华融证券

展望 2019，从各险企推行的个险渠道转型到产品结构调整，均能看到保险行业向价值转型的决心。随着价值率较高的保障类产品销售步入正轨，开门红效应逐渐减弱，保费收入有望企稳，预计明年保险行业新业务价值将保持稳步提升。另一方面，随着各公司产品结构转型逐渐完成，个险渠道占比及期交占比均达到较高水准，预计明年各险企新业务价值率增速将有所放缓。各险企由追求保费规模和保费收入向追求价值的产业结构调整，不仅符合当年政策对保险行业的监管要求，也能提高公司盈利的稳定性，促使公司步入长期健康的发展路径。

#### 4. 健康浪潮，未来可期

随着保险行业保障型产品的强势回归，传统寿险和意外险也焕发生机，其中健康险的发展势头最为明显。过往几年，一些激进的保险公司曾以护理保险名义出售具有理财性质的健康险，随着管理规定的政策落实，健康险逐步回归其本质作用。

图表 14：健康险累计保费收入快速增长



数据来源：wind，华融证券

近几年随着国民保险意识崛起和人口老龄化严重，健康险市场空间不断变大。伴随着《我不是药神》等影视作品对重病后药物高价格的普及，促使健康险保费收入不断攀升。政策上看，健康险作为最传统的保障型险种，完全符合现在保险产品回归保障的监管要求，有机会获得一定的政策扶持的红利。预计 2019 年健康险保费收入将保持稳定增长，各险企保障类产品转型逐步完成，未来会将价值率高的健康险作为销售重点扶持。

在健康险的发展浪潮中，四大上市保险公司的健康险业务由于销售能力更强，产品设计更为合理，保持着远超行业平均的增速。在 2018 年保费增速放缓的环境下，各险企健康险销售仍保持 30% 左右的增幅。其中中国人寿发展最为平缓，上半年健康险增速也达到 29%。而新华保险作为今年发展转型产品升级的生力军，健康险在新单保费中占比达到 55.5%，较 2017 年同比提升 19.1 个百分点。中国平安和中国太保作为已经完成产品转型的保险公司，上半年健康险业务依然有明显的增速，分别达到了 43% 和 40%。

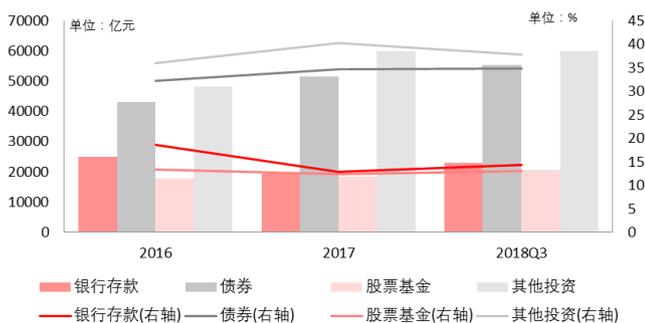
展望 2019，随着健康险市场空间不断变大，各险企对健康险销售积累了一定的经验，预计健康险保费收入将保持超过 30% 的增幅。健康险作为监管层政策扶持，市场需求不断提升，对险企价值贡献度高的险种，理应得到险企的大力扶持，随着代理人结构转型完成，产品结构复杂的健康险有望在各险企保费收入中占比不断提升。

### 三、投资端：市场整体趋势下行，投资端迎来承压

#### (一) 资金配置整体平稳，避风险投向有所提升

2018 年股债市场均有一定波动，投资风险有所提升，险资资金配置方向有所微调，整体规模增速放缓。截至 2018 年前三季度，保险资金运用余额 15.87 万亿元，较年初增长 6.39%。其中，风险较低收益稳健的银行存款和债券在总资金配置中的占比较 2017 年有所提升，银行存款由 2017 年的 12.92% 提升至 14.39%，债券占比由 34.59% 小幅上涨至 34.8%。截止 2018 年上半年，险资股票与基金投资方向逐年小幅下滑。由于下半年市场行情较差，监管层发布数项政策提议险资入市，三季度股票与基金占比有所回升至 12.98%。整体来看，险资配置结构保持平稳，受政策及市场环境有所微调。险资始终维持风险厌恶的投资理念，以控制风险为核心，投资风格保持稳健，在波动较大的市场环境中受影响较小。此外，保险公司积极探索基础设施、供给侧改革、债转股等领域的投资机会，实现长期股权投资和其他投资收益 6 万亿元，占总投资额的 37.82%，较年初下滑 2.37%。

图表 15：保险行业资金配置方向及各方向占比



数据来源：公司公告，华融证券

在市场行情不好的背景下，许多险企也积极布局另类投资，标的倾向于选择具有可转换权利或者期权性质的优先股或资本工具，并尽量选择自己在二级市场投资中较为熟悉的行业，这一方面保证了较高的收益率，能在行情波动中拥有更好的退出机制。另一方面，监管层也具备一定的政策扶持。银保监会十月发布关于《保险资金投资股权管理办法》。办法取消了

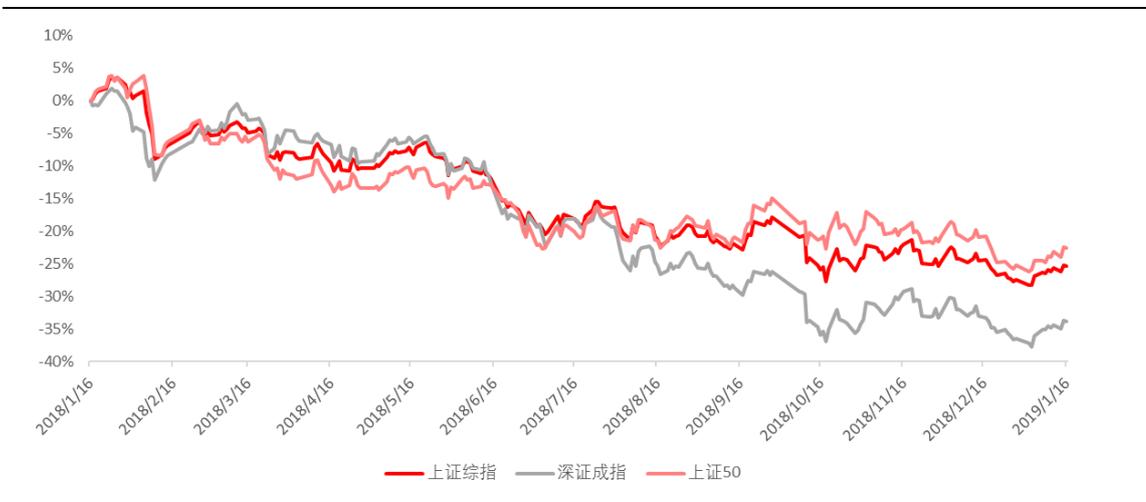
保险资金开展股权投资的行业范围限制，放松股权投资资质要求，扩大投资标的范围，放宽投资比例要求。股权投资的放宽可部分缓解长端利率曲线下降和二级市场大幅波动时对保险公司投资端的担忧。

## (二) 市场震荡，投资收益承压

### 1. 权益市场震荡下行，股权投资风险较大

回顾 2018，权益市场整体震荡走低。大盘自 1 月底开始暴跌，全年维持下行趋势探底至 2440 点。内部来看，年初资管新规导致实体经济流动性承压以及去杠杆影响信用扩张，宏观经济虽然在良好的进出口影响下保持增幅，但下行压力明显提升。外部来看，美国发动贸易战使得外部形式严峻，市场情绪整体不佳，交易量持续下滑。内外利空因素影响下，权益市场产生系统性风险，行业和个股在严峻市场下受影响较大。

图表 16：2018 年 A 股市场走势



数据来源：wind，华融证券

今年险企的权益类投资占比较年初保持小幅减少，下半年受到政策调控，权益类占比有所回升。2018 年十月份，监管层相继发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，呼吁险资入市救市。政策允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持。多数保险公司的投资策略相对于金融行业的其他机构风格更偏向稳健，投资项目中的权益类投资配比较少，且股票池大多投向公司资质优秀营收稳定的大白马股，在权益市场波动下受创较小。

展望 2019，预计全球经济和中国经济均将进入下行区间。受美国单边主义影响，大国关系错综复杂，政治经济形势不稳定，不确定性有所提升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

整体来看，2019 年权益市场较难有大的机会，经济下行时市场情绪较为谨慎，指数受周期股影响较大。我们预计 2019 年保险行业投资端仍将承压，投资收益将保持企稳或稍有下行。

## 2. 长端利率呈下行趋势，固收类投资承压

由于在险资的资金配置方向中，固收类产品一直占据超过 30% 的占比，故长端利率一直对险企的投资收益有较大的影响。与大多数金融企业依靠债券买卖作为固收类产品投资的主要收益不同，险企的固收类投资超过 60% 都是持有至到期，从而导致险企收益率与长端利率保持正比关系。2017 年十年期国债利率持续上行使得各险企投资收益率增长明显，促使了保险行业 2017 年一波股价大涨。然而长端利率自 2018 年 1 月迎来拐点，进入下行通道，各险企固收类投资收益明显下滑。

图表 17：社融-M2 体现长端利率未来仍有下行空间



数据来源：wind，华融证券

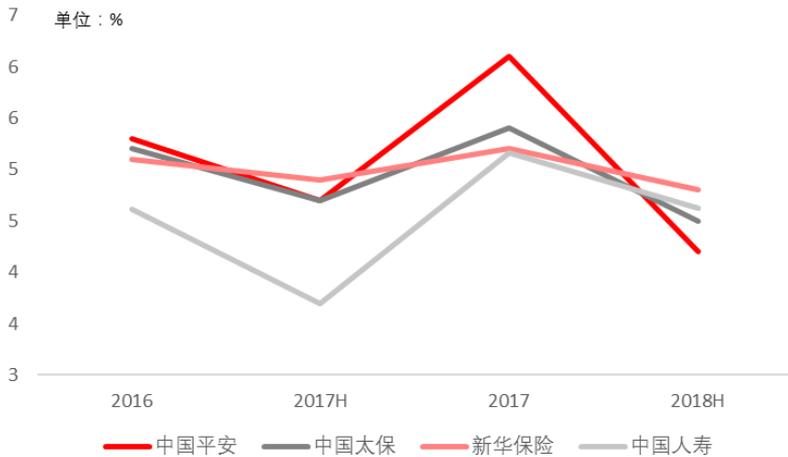
展望 2019，由于社融-M2 能一定程度上反应未来半年的长端利率趋势，可以看出长端利率未来仍有下行空间。预计 2019 年上半年险企投资端债券投向仍将承压，长端利率虽仍有下行空间，但预计下半年下行速度将有所放缓，或将减缓险企投资端压力。

## 3. 市场行情险峻，险企收益率下滑

受制于 2018 年资本市场大幅震荡下行，各险企投资收益均有所下滑。在上市的四家险企中，中国平安、中国太保、新华保险年化总投资收益率分别为 4.2%、4.5%、4.8%，同比下滑了 0.5%、0.2%、0.1%。而中国人寿前三季度年化总投资收益率为 4.62%，同比增长了 0.92%。主要由于中国人

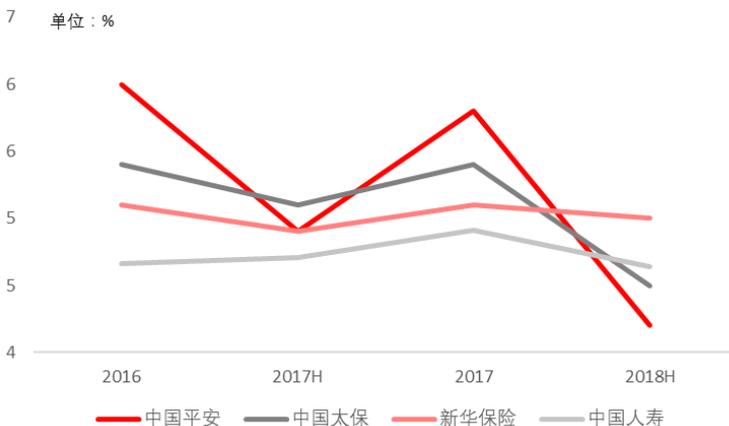
寿资金配置中权益类占比更少，相对于其他三家险企在剧烈的市场波动中受创更小。随着市场行情下滑，各险企逐渐调整资金投向，增加了银行存款和固收类产品，预计未来收益率降幅有所收窄。在现在的市场环境下，相对于其他小型险企，四大上市险企资金来源更广，资金余额更多，有能力扩展更多资金投向，对市场风险有更强的抵抗能力。

**图表 18: 近年各险企年化总投资收益率**



数据来源: wind, 华融证券

**图表 19: 近年各险企年化净投资收益率**



数据来源: wind, 华融证券

由于长端利率仍有下行空间，股票市场短期没有明显的支撑点，预计 2019 年前期保险行业投资端仍将承压。但另一方面，长端利率及股票市场均进入历史低点，长端利率下行空间预计二季度后有所收窄，权益市场已经进入股票质押风险区间，下跌空间较为有限。

### （三）准备金折现率下行，剩余边际保持增长

传统的寿险产品准备金折现率为 750 日十年期国债收益率移动平均曲线加一定量的溢价，而折现率的高低将直接影响到准备金的计提，进而影响公司净利润的规模。2018 年十年期国债 750 天移动平均曲线处于上升通道，带动行业进入准备金释放周期，险企利润得到释放。

然而自 2018 年 1 月开始，有所回升的十年期国债收益率再次进入下行区间，从社融-M2 数据可见，十年期国债利率仍有下行空间。近期来看，长端利率跌幅仍在扩大，十年期国债收益率跌至 3.1% 左右，对 2019 年利润释放产生压力。

图表 20: 750 日均线与 10 年国债收益率对比



数据来源：wind，华融证券

另一方面，保险公司业绩增长同样受到公司剩余边际稳定增长的影响。保险新会计准则发布后，险企利润的计算方式规定为边际效应和各项经验偏差的总和。因此，剩余边际作为会计利润的重要来源和资本的重要组成部分，起到了稳定利润兑现的作用。2018 年上半年，中国平安，中国太保的剩余边际分别为 7100 亿元和 2634.7 亿元，同比增长了 15.2% 和 15.4%，

快速增厚的剩余边际主要来源于新业务的大幅增长以及良好的经营管控。展望 2019，预计各险企过去业务所累积的剩余边际有望随着新业务的持续销售快速扩大，边际效应逐步释放，引导公司利润增长。

## 四、投资策略：把握价值投资，聚焦转型完成

2018年四大上市险企由于处于产品转型期内，保费端收入起伏较大，投资端受长端利率下行及权益市场波动影响整体承压，叠加大盘指数持续下行，保险板块全年表现不佳。展望2019，各险企已逐步完成行业转型，健康险销售走上正轨，代理人团队保质保量，投资端科技类投资发展前景向好，行业估值处于历史低位，安全边际凸显，我们给予板块整体“看好”评级。我们推荐产品结构转型完成和投资策略稳健、风险控制严格的险企，包括中国平安（601318.SH），新华保险（601336.SH），均给与“推荐”评级。

### 1. 中国平安（601318.SH）：行业龙头，强者恒强

中国平安（601318.SH）一直以来作为保险行业的龙头，在行业内保持着强者恒强的发展态势。作为行业龙头，中国平安各项业务均衡发展，科技创新不断深化，致力于打造中国最大的混合所有制综合金融服务集团，提供寿险、产险、银行、信托、证券和互联网金融等多元金融板块的服务。

寿险方面，中国平安的代理人和价值率双双提升保证了中国平安寿险保费收入的高速增长。代理人方面，平安作为保险行业科技运用的先驱，代理人的培训和出单均可借助APP完成，极大的增强了其代理人的产能。同时在产能领先的情况下，平安的代理人增速稳定。另一方面，中国平安作为四大险企中最早开始进行产业结构调整转型的公司，在政策调整背景下，新业务价值保持平稳增长。产险方面，平安的产险保费增速亮眼。2018年以来其保费增速高达15%，高于行业和其他上市险企。其综合成本率较2017年同期有下滑0.1个百分点，优于行业整体水平。

如今，中国平安积极实施金融+科技双轮驱动战略。公司持续推动金融创新，在大数据和人工智能等领域申请多项专利，聚焦于金融科技和医疗技术两大板块，发展包括云平台、区块链等多项前沿技术。科技创新对平安的发展起到多方面的积极作用：一是通过科技创新，平安的客户体验得到有效提升，大大增强了其传统金融业务的核心竞争力。二是科技代替人力使公司在成本端的压力不断减小，从而间接提升了公司的净利润。三是公司能向其他机构输出领先科技，以获得轻资产和轻资本的收入来源。

综上，随着监管层提出的保障型产品成为未来保险企业的发展方向，寿险作为中国平安的传统优势项目，又在产品结构转型中取得先机。同时借助金融和科技的双轮驱动，增加了中国平安在行业内的核心竞争力，长期估值仍有较大的上升空间，给予公司“推荐”评级。

**图表 21: 中国平安 (601318.SH) 盈利预测**

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	890,882.92	990,850.00	1,190,422.00	1,341,269.00
归母净利润 (百万元)	89,088.00	109,918.00	135,943.00	165,927.00
基本每股收益 (元)	4.87	5.98	7.46	9.11
PEV (倍)	1.40	1.18	1.01	0.88

## 2. 新华保险 (601336.SH) : 转型完成, 厚积薄发

新华保险 (601336.SH) 作为国内首家 A+H 股上市的险企, 自成立之初一直深度聚焦于寿险业务。在几家上市险企中, 新华保险成立时间最晚, 发展时间最短, 从内含价值、新业务价值、代理人规模到保费规模都在上市险企中位居末席。保险行业是一个集中度较高的行业, 新华保险过去受制于外部行业竞争激烈, 内部产品结构不佳, 发展速度一直不温不火, 落后于整个行业增速。2015 年公司制定战略改革计划, 未来两年将深化价值转型, 聚焦期交业务, 优化产品结构, 提高代理人质量, 积极发展保障类产品。

自 2016 年公司进入转型阵痛期, 发展速度明显放缓, 过去两年保费增速下滑明显, 在转型逐渐步入尾声时又遇到监管层发布 134 号文导致开门红销售不佳, 延长了公司的转型阵痛期。但从各项细节数据来看, 公司的转型效果显著。公司 2018 年上半年聚焦保障型业务发展, 健康险保费收入同比增长 33.9%, 上升 19.1 个百分点。另一方面, 公司 2018 年上半年新业务价值虽受市场环境及政策影响同比有所下滑, 但公司上半年新业务结构持续优化, 整体新业务价值率同比提升 8.6 个百分点。其中分渠道的新业务价值率均有所提升带来新业务价值降幅远低于新单降幅, 展现了公司的转型成果。

总体来看, 新华保险已完成近几年的价值转型且转型效果十分显著。在产品结构调整后保障类产品保费涨幅明显, 新业务价值率进入上升通道。对比 2018 年的低基数, 公司有望在 2019 年保费收入同比有所提升。考虑到公司现在处于估值历史低位, 业绩有望迎来转型完成后的高增长, 给予公司“推荐”评级。

**图表 22: 新华保险 (601336.SH) 盈利预测**

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	144,132.00	155,030.97	175,122.94	195,439.92
归母净利润 (百万元)	5,380.00	8,218.96	10,643.57	12,727.83
基本每股收益 (元)	1.73	2.65	3.67	3.97
PEV (倍)	0.89	0.75	0.65	0.58

## 五、风险提示

国债利率大幅波动，保费收入不达预期，权益市场大幅波动，政策变动。

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

## 免责声明

王闻, 在此声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层 (100020)

传真: 010-85556173      网址: [www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)