

保险行业 2018 年年报业绩前瞻

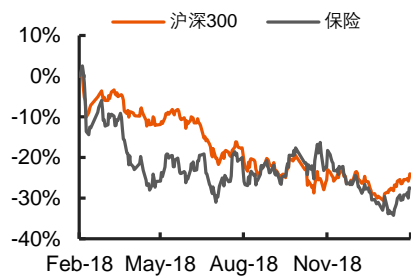
2019 年 02 月 10 日

低估值已反映悲观预期 边际改善凸显投资价值

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业快评*保险*12月新单超预期 18年寿险全年保费收入有望转正》
2019-01-17
《行业动态跟踪报告*保险*2019年度 保险行业十大猜想》 2018-12-23
《行业专题报告*保险*车险：商车费改持续深化 车险行业盈利有待验证》
2018-12-19
《行业快评*保险*行业寿险保费收入 全年有望转正 产险同比增速趋稳》
2018-12-16
《行业年度策略报告*保险*供需寻转型，估值有空间》 2018-12-10

证券分析师

陈雯 投资咨询资格编号
S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

研究助理

赵耀 一般从业资格编号
S1060117090052
010-56800143
ZHAOYAO176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **保费收入后程发力，全年价值持续改善：**2018 年全年寿险行业保费收入 2.63 万亿元，增速转正至 0.85%但仍为近年来低点。上市险企受益于个险渠道、期缴的期限结构和更加偏重保障产品销售，市占率均有所提升。市场更为关注的新单方面虽然整体仍然有一定缺口但已大幅改善，平安寿、太保寿全年个险新单分别同比+1.3%、-5.6%，保障转型之下价值率明显提升使得全年新业务价值继续改善，我们预计国寿、太保寿和新华全年新业务价值分别同比增速-14.0%、0.6%和 1.8%。
- **产险 ROE 达到低点，严监管下将明显好转：**2018 年以来受汽车保有量增速的持续放缓以及费改之下件均不断下降影响，产险总保费增速持续下降，全年产险公司总保费收入 1.18 万亿元，同比增速为 11.52%。由于综合成本率上升、投资收益下降以及所得税大幅增提，行业 ROE 处于历史低点，我们预期中国财险 18 年 ROE 为 10.4%。而 19 年车险行业监管明显加强，有助于行业逐步规范，后期行业恶性竞争将有缓解，行业效益有望明显改善。
- **投资收益承压，19 年资产端有望回升：**18 年由于权益市场以及长端利率的持续下行，对权益类资产及新增固收类资产配置产生较大压力，行业全年投资收益率预计在 4.3%左右，为 2013 年以来的最低点。预计国寿全年总投资收益率 3.0%，太保、新华总投资收益率分别为 4.55%、4.5%。而 19 年保险投资端持续放开，利率及权益市场下行空间有限，投资收益有望明显回升。
- **准备金仍贡献正向利润，全年内含价值稳健增长：**上市险企方面新华受益于折现率影响全年净利润预计增长 50%左右；国寿受权益资产投资收益影响净利润预计同比下降 50%至 70%。18 年全年及 19 年准备金折现率持续上升对利润持续形成正向贡献。而短期投资收益及新业务价值波动不改长周期内含价值的稳健增长，我们预计国寿、太保及新华 2018 年 EV 增速分别为 10.0%、15.9%及 16.2%。
- **投资建议：**目前保险股的低估值已经反映了对于 18 年负债端和投资端的担忧，而由于 17 年四季度的低基数，18 年全年价值有望较 18H 明显改善。当前市场更为关注 19 年开门红和长端利率情况，我们认为 19 年开门红期间虽然上市险企整体新单仍然存在一定缺口，但市场已经有了普遍的预期，后期新单同样有望逐期改善；长端利率虽仍有下行压力但空间已经较为有限，且 19 年权益市场的空间预计将明显优于 18 年，当前国寿、太保及新华分别对应 0.84 倍、0.91 倍和 0.79 倍 P/EV，对

应 18E 则为 0.80 倍、0.84 倍和 0.73 倍 P/EV，处于历史绝对底部，我们维持对行业“强于大市”评级，重点推荐中国太保、新华保险。

■ 风险提示

1) 开门红销售不及预期风险

市场当前对开门红较为关注，虽然整体预期较为谨慎，但如果开门红销售情况同比负增长缺口较大，仍可能对股价造成负面影响。

2) 利率持续下行风险

19 年对于利率端的担忧可能成为保险公司的潜在风险，长端利率下降将使得保险公司投资收益率受到影响，同时也会影响当期利润。

3) 股市出现系统性下跌

如果股指系统性下跌，保险股同样会受到影响，且会对投资端形成一定压力。

正文目录

| | | |
|-----------|------------------------------|----------|
| 一、 | 保费收入后程发力，全年价值持续改善 | 5 |
| 1.1 | 2018年下半年行业保费收入逐期改善逻辑验证 | 5 |
| 1.2 | 新单仍承压但价值率提升，助力全年价值改善 | 6 |
| 二、 | 产险 ROE 达到低点，严监管下将明显好转 | 6 |
| 三、 | 投资收益承压，19 年资产端有望回升 | 7 |
| 四、 | 准备金仍贡献正向利润，全年内含价值稳健增长 | 8 |
| 五、 | 投资建议 | 9 |
| 六、 | 风险提示 | 9 |

图表目录

| | | |
|-------|-----------------------------|---|
| 图表 1 | 2018 年寿险行业保费收入呈现逐期改善的趋势（亿元） | 5 |
| 图表 2 | 2018 年寿险行业保费收入增速为近年来低点（亿元） | 5 |
| 图表 3 | 2018 年上市险企原保费收入及增速情况（亿元） | 5 |
| 图表 4 | 2018 年上市险企原保费收入市占率均有提升 | 5 |
| 图表 5 | 2018Q3 上市险企新单保费及同比情况（亿元） | 6 |
| 图表 6 | 上市险企价值率持续提升 | 6 |
| 图表 7 | 产险行业综合成本率持续上升 | 7 |
| 图表 8 | 中国财险 ROE 水平今年预计达到低点 | 7 |
| 图表 9 | 保险行业资产配置情况 | 7 |
| 图表 10 | 保险行业资金运用收益率情况 | 7 |
| 图表 11 | 上市险企总投资收益率情况 | 8 |
| 图表 12 | 上市险企净投资收益率情况 | 8 |
| 图表 13 | 准备金折现率仍然处在上行阶段（%） | 9 |
| 图表 14 | 上市险企内含价值及增速情况（亿元） | 9 |

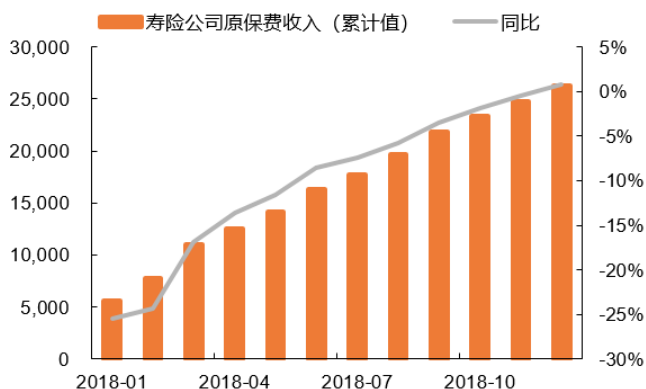
一、 保费收入后期发力， 全年价值持续改善

1.1 2018 年下半年行业保费收入逐期改善逻辑验证

■ 2018 年全年寿险行业保费收入转正， 但增速仍为近年来低点

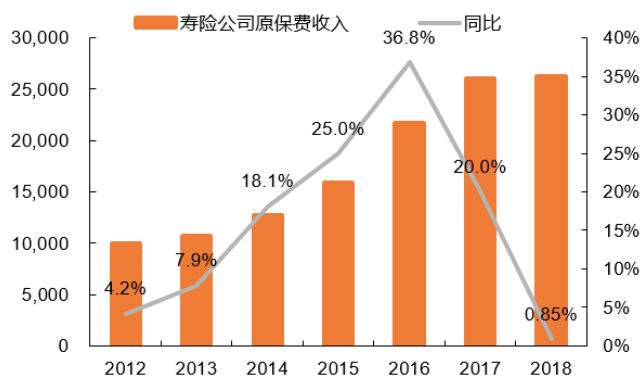
18 年全年保险行业经历了较为严峻的形势，在 134 号文叠加以利率环境和流动性等诸多因素的影响，前期行业保费经历了较为明显的负增长，但随着后期产品策略的转变以及经营环境的好转，后期月度保费增速逐步转正。2018 年全年寿险公司实现原保费收入 2.63 万亿元，同比增长 0.85%，虽然 12 月寿险公司总保费收入才实现转正，但仍然是近年来保费收入增速的低点。

图表1 2018 年寿险行业保费收入呈现逐期改善的趋势 (亿元)



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

图表2 2018 年寿险行业保费收入增速为近年来低点 (亿元)

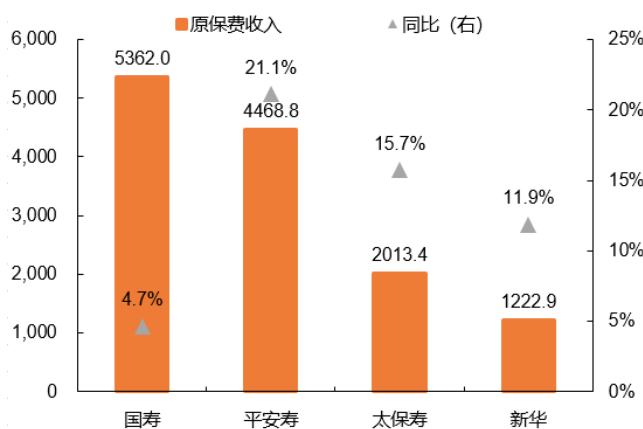


资料来源: 银保监会、平安证券研究所

■ 上市险企原保费收入增速明显优于行业，市占率均有提升

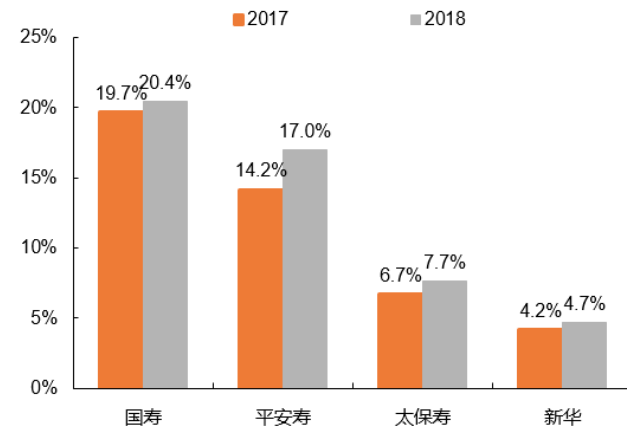
上市险企方面由于大个险的渠道结构、期缴为主的期限结构和更为偏重保障的产品类型，依靠续期保费收入的支撑，总保费收入明显优于行业，市占率有较为明显的提升。上市险企国寿、平安寿、太保寿和新华 2018 年全年原保费收入分别为 5362.0 亿元、4468.8 亿元、2013.4 亿元、1222.9 亿元，分别同比增长 4.7%、21.1%、15.7%和 11.9%，四家上市险企原保费收入市占率均有不同程度提升。

图表3 2018 年上市险企原保费收入及增速情况 (亿元)



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

图表4 2018 年上市险企原保费收入市占率均有提升



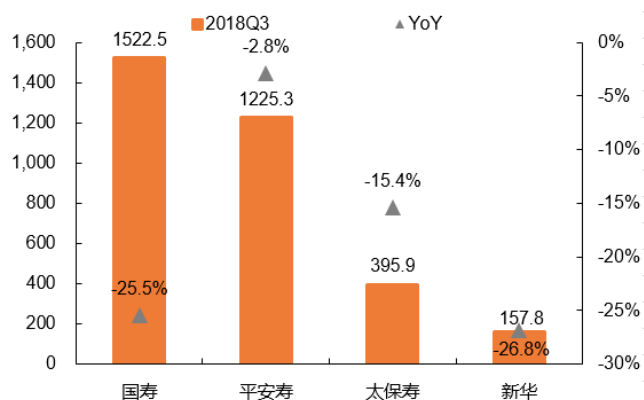
资料来源: 银保监会、平安证券研究所

1.2 新单仍承压但价值率提升，助力全年价值改善

■ 上市险企新单仍然承压，但下半年有明显改善

对于上市险企新单的关注仍然是重点。18年一季度新单大幅负增长超出市场预期，致使保险股股价持续下跌，二季度开始上市险企逐步转向以销售保障型产品为主，取得了较为显著的效果，新单负增长幅度不断缩窄。截至18年底，平安寿个险新单1536亿元，全年增速转正至1.3%；太保寿代理人渠道实现新保业务467亿元，同比增速-5.6%仍存在一定缺口，但已有大幅改善。

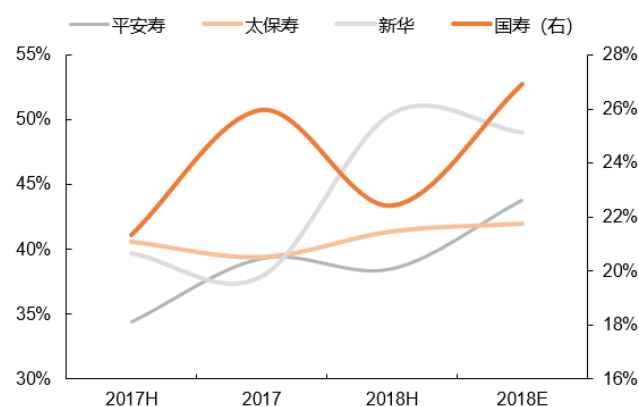
图表5 2018Q3上市险企新单保费及同比情况（亿元）



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

注: 国寿为新单保费, 其余为个险新单保费

图表6 上市险企价值率持续提升



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 保障转型之下价值率提升，全年价值有望持续改善

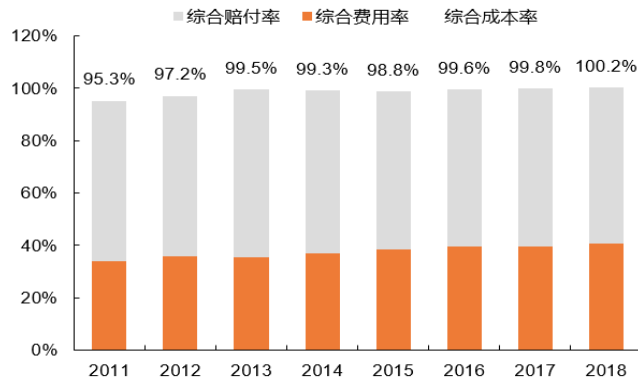
由于上市险企积极转向保障型产品销售，18年价值率仍然有较为明显的提升，而伴随着下半年仍然坚持保障产品的销售以及较低的同比基数，全年价值有望继续改善，我们预计国寿、太保寿和新华2018年全年新业务价值分别同比增速-14.0%、0.6%和1.8%，较18H及Q3均有明显改善。

二、产险 ROE 达到低点，严监管下将明显好转

■ 综合成本率上升+投资收益下降拖累18年产险行业 ROE

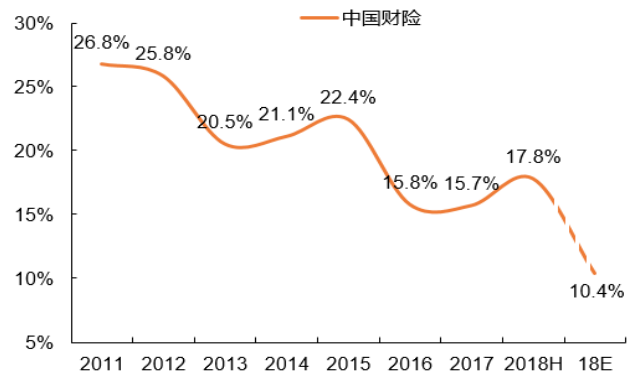
2018年产险公司实现总保费收入1.18万亿元，同比增速11.52%，2018年以来受汽车保有量增速的持续放缓以及费改之下件均不断下降影响，产险总保费增速持续下降。同时由于费改致使竞争加强，手续费及佣金支出不断提升并超出税前列支范围，行业费用率明显上升且所得税大幅增加，叠加2018年投资收益预计将有较为明显下降，产险行业 ROE 将处于历史低点，我们预计中国财险18年 ROE 为10.4%，为近年来的最低点。

图表7 产险行业综合成本率持续上升



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

图表8 中国财险 ROE 水平今年预计达到低点



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 监管明显加强，19 年行业效益有望明显改善

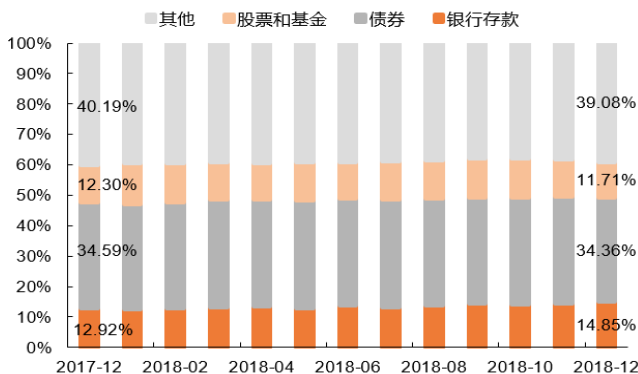
19 年以来财产险尤其是车险行业监管明显加强。1 月 21 日银保监会印发《关于进一步加强车险监管有关事项的通知》，针对车险费率条款的使用及数据不实方面的问题，规定严禁擅自修改车险费率条款及费率水平，并加强了银保监会、保险业协会、中国保信之间的协作。此外从实际监管实施的情况来看，包括人保财险、平安财险、国寿财险、太平财险等多家市占率较高的财险公司地市级机构被叫停商车险业务，且并未明确叫停期限，切实有力的监管有助于行业逐步规范，后期行业恶性竞争有望缓解。此外在纳税调整的预期之下，19 年财产险行业效益有望明显改善。

三、 投资收益承压，19 年资产端有望回升

■ 18 年投资收益率创近年新低，投资收益明显承压

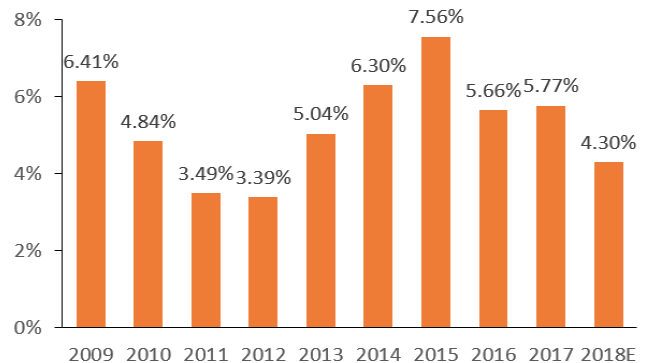
截至 18 年末保险行业总资产运用余额为 16.41 万亿元，较年初增长 9.97%。从总体的资产配置情况来看，股市震荡下行以及优质非标的减少使得股基以及其他资产的配置整体有所下降，而银行存款尤其是大额协议存款在 18 年获得青睐。而由于 18 年全年上证综指、深证成指及沪深 300 分别下跌 24.59%、34.42%、25.31%，同时长端 10 年期国债到期收益率由年初的 3.90% 下降至年底的 3.23%，对权益类资产及新增固收类资产配置同样产生较大压力，行业全年投资收益率预计在 4.3% 左右，为 2013 年以来的最低点。

图表9 保险行业资产配置情况



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

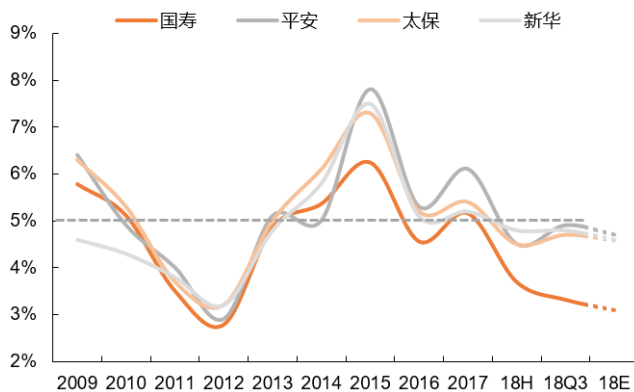
图表10 保险行业资金运用收益率情况



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

上市险企方面截至 18Q3 国寿、平安、太保及新华总投资收益率分别为 3.32%、4.9%、4.7%和 4.8%（统一为 IAS39 口径），其中国寿、平安及太保净投资收益率分别为 4.6%、4.7%和 4.8%，整体均较 18H 有一定提升，主要受益于三季度股票市场整体平稳（Q3 上证综指仅下跌 0.92%）同时长端利率有所提升。而四季度股票市场继续震荡下跌（Q4 上证综指下跌 11.61%）而长端利率同样陡峭下行，预计国寿全年总投资收益率 3.0%，太保、新华总投资收益率分别为 4.55%、4.5%。

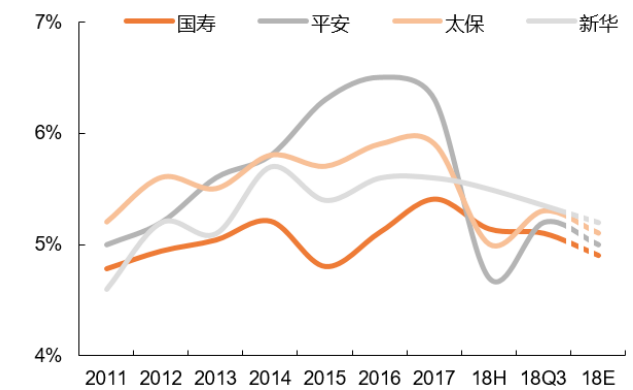
图表11 上市险企总投资收益率情况



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

注: 统一为 IAS39 口径

图表12 上市险企净投资收益率情况



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 保险投资端持续放开，利率及权益市场下行空间有限，19 年投资收益有望明显回升

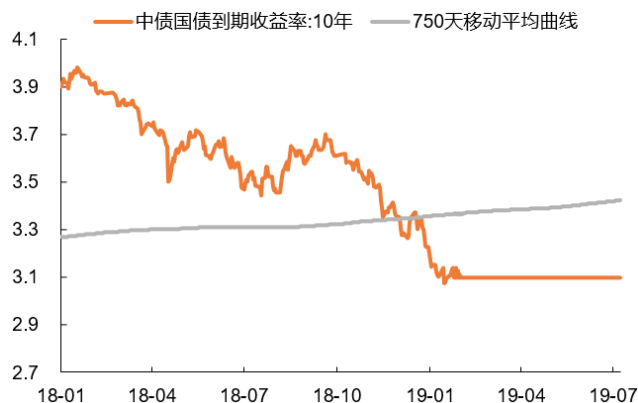
当前阶段险资投资端持续放开，1 月份银保监会明确鼓励险资增持上市公司股票，同时简化股权投资和保险私募基金注册程序，允许保险机构投资商业银行无固定期限资本债券等政策，对险企投资端形成利好。同时 2019 年权益市场空间有望明显优于 2018 年，而利率端持续下行的空间较为有限，19 年投资收益有望明显回升。

四、 准备金仍贡献正向利润，全年内含价值稳健增长

■ 准备金折现率仍然上行，持续贡献正向利润

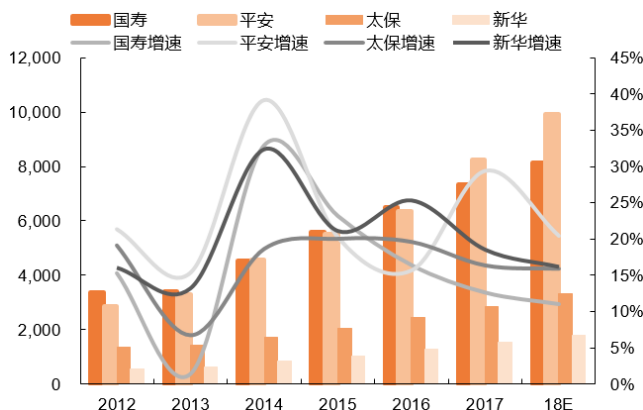
部分上市险企同样披露了 2018 年业绩快报，新华保险由于传统准备金折现率假设变更影响使得总准备金项有所减少进而释放利润，18 年预计净利润增加 50%左右。10 年期国债到期收益率的 750 日移动平均曲线由 2018 年初的 3.27% 上升至 3.36%，19 年仍有可能进一步上升，将对利润形成持续贡献。而国寿预计净利润同比下降 50%至 70%，预计一方面是权益市场下跌之下交易性金融资产公允价值下降的影响；另一方面出于 2021 年新会计准则即将实施，公司可能对部分可供出售项下的浮亏资产进行了提前处置。

图表13 准备金折现率仍然处在上行阶段 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表14 上市险企内含价值及增速情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 短期扰动不改内含价值稳健增长

虽然 2018 年上市险企整体投资收益率达到假设水平存在一定难度 (国寿、太保即期收益率假设为 5%，平安即期收益率假设为 4.75%，新华即期收益率假设为 4.5%)，且新单影响新业务价值对内含价值的贡献，但短期扰动并不改内含价值的稳健增长，我们预计国寿、太保及新华 2018 年 EV 增速分别为 10.0%、15.9%及 16.2%，长周期上保持相对稳健增长。

五、投资建议

目前保险股的低估值已经反映了对于 18 年负债端和投资端的担忧，而由于 17 年四季度的低基数，18 年全年价值有望较 18H 明显改善。当前市场更为关注 19 年开门红和长端利率情况，我们认为 19 年开门红期间虽然上市险企整体新单仍然存在一定缺口，但市场已经有了普遍的预期，后期新单同样有望逐期改善；长端利率虽仍有下行压力但空间已经较为有限，且 19 年权益市场的空间预计将明显优于 18 年，当前国寿、太保及新华分别对应 0.84 倍、0.91 倍和 0.79 倍 P/EV，对应 18E 则为 0.80 倍、0.84 倍和 0.73 倍 P/EV，处于历史绝对底部，我们维持对行业“强于大市”评级，重点推荐中国太保、新华保险。

六、风险提示

1) 开门红销售不及预期风险

市场当前对开门红较为关注，虽然整体预期较为谨慎，但如果开门红销售情况同比负增长缺口较大，仍可能对股价造成负面影响。

2) 利率持续下行风险

19 年对于利率端的担忧可能成为保险公司的潜在风险，长端利率下降将使得保险公司投资收益率受到影响，同时也会影响当期利润。

3) 股市出现系统性下跌

如果股指系统性下跌，保险股同样会受到影响，且会对投资端形成一定压力。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033