

保险行业跟踪报告

牛市如何配保险？

推荐（维持）

- **保险估值锚定资产端回报率水平。** 保险公司投资资产中固定收益类资产占比最大，在 70%-80% 之间；权益类投资占比较小在 15%-25% 之间，其中股票基金两类标准化证券占比在 8%-13% 之间（上市险企数据），虽然权益投资占比较小但其波动和弹性较大，权益市场的快速上行将大幅拉动保险投资端的回报。中长期而言，国债收益率依然是保险资金端运用水平最核心的锚定指标，权益市场短期会有剧烈扰动。
- **股市反转拉动保险 PEV 估值中枢上移。** 2018 年初开始 10 年期国债收益率持续下行，至近期企稳，下降逾 80bp，权益市场亦表现不佳，这是去年制约保险股估值的重要因素。市场对长期投资收益率预期较为悲观，隐含预期回报在 4%-4.5% 之间，低于精算假设的 5%，四家上市险企平均 PEV 估值在 0.8-1.1 倍徘徊。根据我们的测算，股市上涨 10 个百分点将带动综合投资收益率上移 1.5 个百分点，释放上百亿综合收益，对冲掉利率低位运行对固收类资产回报的影响，估值中枢有望突破 1 倍 PEV。目前看静态 PEV，仅新华距离 1 倍还有一步之遥。
- **复盘牛市中保险和券商股表现：券商先行，保险跟进。** 2007 底和 2014 初最具代表性和借鉴意义。这两轮牛市都是在监管放松的周期中，券商股对政策和制度创新反应最敏感，是最先反应和超额收益最高的品种。在这两轮牛市的上半场，券商股都取得了较大的超额收益，优于保险股。保险股具备较大的 β 属性，投资资产占总资产比重超过 90%，权益市场的正反馈带动保险股投资端业绩向上。牛市开端保险股收益明显不及券商，但在牛市下半场中，保险股通常会开始产生超过大盘的收益甚至超过券商的收益，有补涨力量。
- **投资建议：** 权益市场的快速回暖，料将与负债端 NBV 修复的预期共同拉动保险股估值突破 1 倍继续向上。首推新华保险（估值小于 1 倍，EV 对投资收益率敏感性最高，股票基金占比高仅次于平安）和中国人寿（短期内业绩高速增长，EV 对投资收益率敏感性高）。维持对中国太保和中国平安的“推荐”评级。
- **风险提示：** 权益市场向下、NBV 增速不及预期、监管政策变动。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
中国平安	73.0	5.83	8.33	9.78	12.52	8.76	7.46	2.82	推荐
中国人寿	28.56	0.42	0.91	1.46	68.0	31.38	19.56	2.52	推荐
新华保险	50.38	2.59	4.63	6.59	19.45	10.88	7.64	2.47	推荐
中国太保	36.8	1.9	2.62	4.93	19.37	14.05	7.46	2.43	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 02 月 25 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

执业编号：S0360516110002

联系人：张径炜

电话：0755-82756802

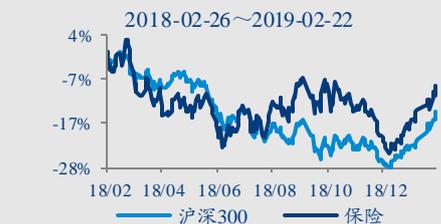
邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	7	0.2
总市值(亿元)	30,059.0	5.09
流通市值(亿元)	17,817.53	4.17

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	11.77	21.46	0.68
相对表现	-6.3	9.3	9.07



相关研究报告

《保险行业快评：税延养老试点落地，保障保险方兴未艾》

2018-04-15

《上市险企 12 月保费收入数据点评：行业估值处于历史低位，新华保险全年 NBV 增速预期或转正》

2019-01-15

《保险行业跟踪报告：增速回暖，利率还寒，最难将息》

2019-01-25

一、投资端预期的反转是保险当前的核心逻辑

保险公司投资资产中固定收益类资产占比最大，在 70%-80% 之间；权益类投资占比较小在 15%-25% 之间，其中股票基金两类标准化证券占比在 8%-13% 之间（上市险企数据），虽然权益投资占比较小但其波动和弹性较大，权益市场的快速上行将大幅拉动保险投资端的回报。中长期而言，国债收益率依然是保险资金端运用能力最核心的锚定指标，权益市场短期会有剧烈扰动。

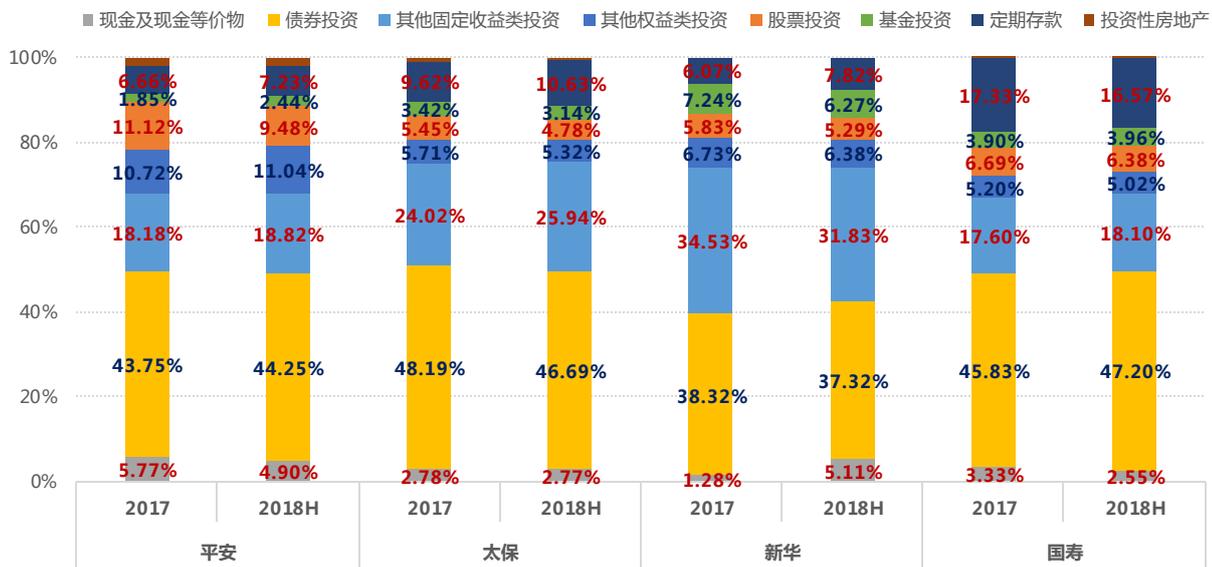
2018 年初开始 10 年期国债收益率持续下行，至近期企稳，下降逾 80bp，权益市场亦表现不佳，这是去年制约保险股估值的重要因素。市场对长期投资收益率预期较为悲观，隐含预期回报在 4%-4.5% 之间，低于精算假设的 5%，四家上市险企平均 PEV 估值在 0.8-1.1 倍徘徊。

股市反转拉动保险 PEV 估值中枢上移。根据我们的测算，股市上涨 10 个百分点将带动综合投资收益率上移 1.5 个百分点，释放上百亿综合收益，对冲掉利率低位运行对固收类资产回报的影响，估值中枢望突破 1 倍 PEV。目前看静态 PEV，仅新华距离 1 倍还有一步之遥。

图表 1 权益市场反转，寿险主业上市险企平均估值突破 1 倍 PEV



资料来源: wind, 华创证券

图表 2 上市险企投资资产占比


资料来源: wind, 华创证券

二、复盘牛市中的券商和保险

复盘牛市中保险和券商股表现: 券商先行, 保险跟进。2007 底和 2014 初最具代表性和借鉴意义。这两轮牛市都是在监管放松的周期中, 券商股对政策和制度创新反应最敏感, 是最先反应和超额收益最高的品种。在这两轮牛市的上半场, 券商股都取得了较大的超额收益, 优于保险股。保险股具备较大的 β 属性, 投资资产占总资产比重超过 90%, 权益市场的正反馈带动保险股投资端业绩向上。牛市开端保险股收益明显不及券商, 但在牛市下半场中, 保险股通常会开始产生超过大盘的收益甚至超过券商的收益, 有补涨力量。

2007 年: 保险股在指数突破了 3000 点以后, 才开始跑出相对沪深 300 的超额收益, 在整轮牛市过程中跑输券商, 即使是 2008 年的下跌阶段, 保险的跌幅也没有好于券商。

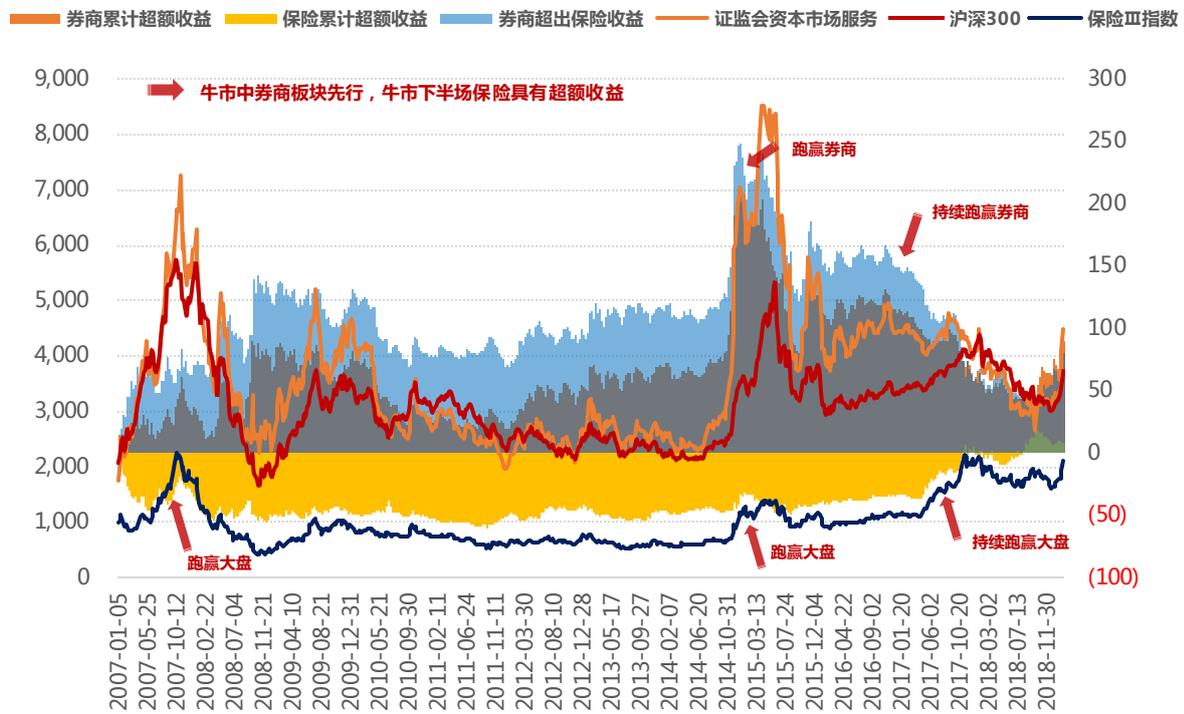
2014-2015 年: 在这轮牛市中, 保险股几乎与券商股同时启动, 在牛市初期即取得了相对沪深 300 超额收益, 但相对于券商, 依然跑输。与 2007 年不同的是, 在下跌的过程中, 保险取得了相对券商的超额收益, 但低于沪深 300 指数。此后的 2016 年-2017 年, 保险股摆脱了历史的高贝塔属性, 走出了 A 股历史上绝无仅有的持续 2 年的超额收益, 主要原因是保险行业出现了从 2016 年开始的回归保障的基本面巨大转折。

回到牛市中的配置问题, 我们总结如下:

1. 券商是牛市中的最佳品种, 需要持续坚守;
2. 保险板块在牛市后半场中有望取得相对市场的超额收益。

权益市场的快速回暖, 料将和负债端 NBV 修复的预期共同拉动保险股估值突破 1 倍继续向上。首推新华保险 (估值小于 1 倍, EV 对投资收益率敏感性最高, 股票基金占比高仅次于平安) 和中国人寿 (短期内业绩高速增长, EV 对投资收益率敏感性高), 维持对中国太保和中国平安的“推荐”评级。

图表 3 牛市中券商板块先行，保险板块在下半场跟进



资料来源: wind, 华创证券

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016年加入华创证券研究所。2010年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015年金牛奖非银金融第五名，2017年金牛奖非银金融第四名。

高级分析师：王舫朝

英国杜伦大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500