

非银金融

保险 beta 尚未充分发挥，继续看好

——保险 beta 属性与弹性测算

评级：增持（维持）

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

分析师：蒋娇

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@r.qlzq.com.cn

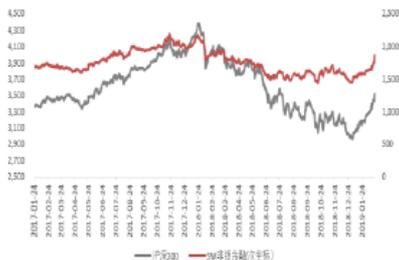
分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	71
行业总市值(百万元)	5393112
行业流通市值(百万元)	3585479

行业-市场走势对比

相关报告

<<全球经验看券商的“护城河” 演进方向 -为什么持续推荐龙头券商>>2019.02.24

<<关注业务及执行层面的变化——信托行业跟踪点评报告 201902>>2019.02.24

<<政策环境持续改善，看好行业配置价值-中泰金融券商 1 月月度数据点评 -20190217>>2019.02.17

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EVPS 每股内含价值				PEV				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
新华保险	50.3	49.1	56.66	65.87	76.74	1.02	0.89	0.76	0.66	-	买入
中国平安	73.0	45.1	54.73	67.50	79.26	1.62	1.33	1.08	0.92	-	买入
中国太保	36.8	31.5	36.79	43.21	49.73	1.17	1.00	0.85	0.74	-	买入

备注：数据截至 2019/2/25

投资要点

■ **投资摘要：继续看好保险，关注 beta 属性最强、估值最低的新华保险！** 保险 beta 属性来源于高杠杆，目前仍未充分发挥，我们测算权益市场上行 15% 将分别增厚平安、太保、新华、国寿的 ev6.6%、4.3%、7.6% 和 5.6%。经历 2/25 上涨之后，保险股估值仍处于低水平，新华、平安、太保和国寿对应 19 年 pev 仅为 0.76、1.08、0.85 和 0.85。

■ **保险的 beta 属性来源于高杠杆。** 当前平安，太保，新华和国寿的总资产/净资产比重分别为 13.3, 9.3, 10.7 和 9.4。考虑到保险可投资资金中约有 13%-22% 投资于权益市场，因此平安，太保，新华和国寿截止 2018 年中报权益投资规模/净资产的比重分别达到了 114.9%，112.2%，191% 和 129%，如果只考虑核心的二级市场权益资产（股票+权益基金），新华和国寿两个纯寿险的核心权益/净资产比重分别是 127% 和 86%，是保险公司中最高的。

■ **权益资产大涨会通过净资产传导到保险公司的内含价值。** 保险公司的内含价值由调整后净资产和有效业务价值构成，后者不受短期投资收益上行影响，如果简单测算权益市场上行 15%，那么会通过调整后净资产的传导，增厚平安，太保，新华和国寿当年的内含价值 9.6%，7.6%，11.4% 和 8.1%（以 2018 中报数据测算）。进一步细化计算，考虑到分红险必须将 70% 的收益分给投保者，结合各家公司分红险的比重，测算得到 15% 的权益回报将分别增厚平安，太保，新华和国寿的 ev 6.6%，4.3%，7.6% 和 5.6%。充分体现了保险股极高的 beta 属性，且随着权益市场行情的延续将形成较强烈的正反馈，2/25 日大涨之前并未充分发挥。

■ **投资建议：继续看好保险，关注 beta 属性最强、估值最低的新华保险！** 保险 beta 属性来源于高杠杆，目前仍未充分发挥。经历 2/25 上涨之后，保险股估值仍处于低水平，新华、平安、太保和国寿对应 19 年 pev 仅为 0.76、1.08、0.85 和 0.85。新华逻辑为：

- 根据前文测算，新华 beta 弹性最强；
- 预计公司今年负债端累计 nbv 接近两位数增长，健康险和年金险的费用率分别提高 2% 和 1% 的杠杆效果较为明显；
- 经历 2/25 大涨后，对应 19 年 pev 仍然只有 0.76 倍，是保险公司中最低的；
- 管理层变动效应减弱，短期压制估值的因素基本消除，此前万峰董事长可能在推进的方式和凝聚队伍方面略有激进，但往后看公司战略方向不会变化。另外，新华港股本轮自阶段低位的反弹高度高于 A 股接近 20%；

■ **风险提示：** 权益市场大幅下跌；长端利率趋势性下降；新单销售低于预期；

图表 1: 保险公司弹性测算

权益资产上涨对 EV 的弹性测算	平安	太保	新华	人寿
杠杆率 (总资产/净资产)	13.28	9.26	10.72	9.42
权益资产/归母净资产	114.88%	112.23%	190.98%	129.01%
核心权益/归母净资产	55.54%	56.62%	127.83%	86.83%
分红险占比	44.29%	62.05%	47.45%	45.00%
权益资产/内含价值	63.93%	50.40%	75.86%	54.17%
权益资产上涨 15%对内含价值的影响 (考虑分红吸收效应)	6.62%	4.28%	7.60%	5.57%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。