



强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
中国人寿	601628.SH	31.10	增持
中国平安	601318.SH	72.39	买入
中国太保	601601.SH	35.30	增持
新华保险	601336.SH	52.33	增持

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年3月1日当地货币收市价为标准

相关研究报告

《保险行业 2018 年三季报综述》20181105
《保险行业 2018 年半年报综述》20180904

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 保险

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

*孙嘉康为本报重要贡献者

保险行业 2018 年报及 2019 年一季报前瞻

节奏调整回归保障本质，估值仍在底部区间

2018 年上市险企产品转型，各季度保费增速更加均衡，保障型产品仍待市场接受。受全年股市、债市下行影响，投资收益加剧业绩波动。准备金低基数改善，对利润有正向作用。保险行业估值仍处洼地，看好短期价值修复机会。

- **寿险保费收入增速承压，新业务价值有望改善：**1) 2018 年寿险行业增速显著收窄，仅为 0.85%，寿险保费进入调整期；2) 2018 年上市险企保费增速承压、开门红遇冷，但仍保持行业集中度稳定，主要原因是大型险企提早布局保障型产品转型、代理人规模和质量的优势；3) 上市险企个险渠道期交保费下滑，预计个险新单保费下滑。
- **投资端承压，险企资产管理受考验：**1) 2018 年全年股市、债市下行趋势导致整体投资收益下滑，预计对上市险企净利润造成较大影响；2) 保险行业 2018 年资金运用中权益类占比小幅下降；3) 2018 年前三季度上市险企投资收益率均有下滑，降低股票和权益类基金的占比，增加固定收益类资产占比，资产配置更为保守，预计全年投资收益率同比保持下滑趋势。
- **准备金贡献变化，投资收益波动加剧业绩波动：**1) 上市险企淡化开门红效应，2018 年各季度保费收入增速更加均衡，保障型产品转型仍待市场接受。2) 受权益市场波动影响，上市险企利润承压；3) 750 天平滑曲线较低基数转好，准备金少提对利润正向作用；4) 预计中国平安、中国人寿、新华保险、中国太保 EV 增速分别为 16.74%，12.0%，14.6%，11.8%；NBV 增速分别为 5.3%，-15%，-5.1%，0.5%；净利润增速分别为 25.2%，-55.3%，49.5%，17.7%。

投资建议

- 2019 年开门红承压，全年保费增速有望前低后高，但难有大突破；利率情况波动对保险公司带来压力，但是股市行情回暖有望一定程度上改善投资端。估值仍然位于底部区域，目前 2019 年行业 PEV 为 0.96。看好保险行业短期估值修复。重点推荐中国人寿、中国平安。

风险提示

- 2019 年开门红产品销售预期不佳，保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性。

目录

1 寿险保费收入增速承压，新业务价值预计增速为负	4
1.1 2018 年寿险保费增速显著收窄	4
1.2 上市险企 2018 年开门红销售情况不佳，全年保费收入增速放缓	5
1.3 预计个险新单负增长	7
2 投资端承压，险企资产负债管理受考验	9
2.1 2018 年债市股市全年整体下行	9
2.2 保险公司资金运用余额增加，银行存款比重增加	9
2.3 上市险企投资收益率受市场影响全部下降	10
3 准备金贡献变化，投资收益加剧业绩波动	12
3.1 2018 年保费收入增速放缓，年初增速不及预期:	12
3.2 2019Q1 业绩预测	14
4 投资建议	15
5 风险提示	17

图表目录

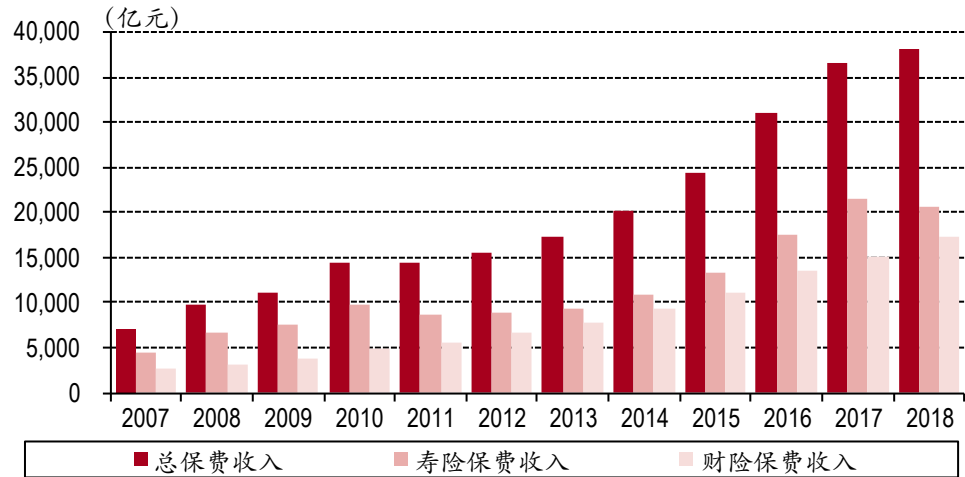
图表 1. 2007-2018 年保险行业总保费收入、寿险保费收入及财险保费收入	4
图表 2. 2007-2018 年保险行业总保费收入增速及寿险保费收入增速	4
图表 3. 2018 年寿险行业单月保费收入	5
图表 4. 2012 至 2018 年上市险企累计保费同比增速	5
图表 5. 2018 年上市险企单月保费同比增速	6
图表 6. 上市险企 2017-2018 年保费收入市占率变化	7
图表 7. 寿险行业 CR3-CR7 对比	7
图表 8. 2016 年至 2018Q3 上市险企个险期交保费同比增速	7
图表 9. 2018 年中国平安个险新单单月保费收入及同比增速	8
图表 10. 2018 年中国平安个险新单累计保费收入及同比增速	8
图表 11. 2018 年十年国债收益率走势	9
图表 12. 2018 年上证综指走势	9
图表 13. 2016-2018 年保险行业资金配置情况对比	10
图表 14. 2016 年至 2018 年保险行业资金运用占比变化	10
图表 15. 2018 年保险行业资金运用占比	10
图表 16. 上市险企主要投资指标预测	11
图表 17. 2009 年至 2017 年保险资金运用平均收益率	11
图表 18. 2009 年至 2017 年四家上市险企投资收益率趋势	11
图表 19. 上市险企主要投资指标预测	12
图表 20. 750 天移动平均国债收益率的季度环比变动及全年同比变动	13
图表 21. 1H2018 上市险企股票投资规模 FVPL/AFS/FVOCI 分布情况	13
图表 22. 2019 年 1 月份上市险企保费	14
图表 23. 上市险企估值表	16

1 寿险保费收入增速承压，新业务价值预计增速为负

1.1 2018 年寿险保费增速显著收窄

寿险行业原保险保费收入与全行业保费走势趋同，11 年复合增长率为 11.23%。2018 年因产品结构变化，整体进入调整期。2018 年寿险原保险保费收入为 2.63 万亿元，同比增长仅为 0.85%，增速显著收窄，为自 2012 年以来近 7 年中，寿险原保险保费收入同比增速最低的一年。

图表 1. 2007-2018 年保险行业总保费收入、寿险保费收入及财险保费收入

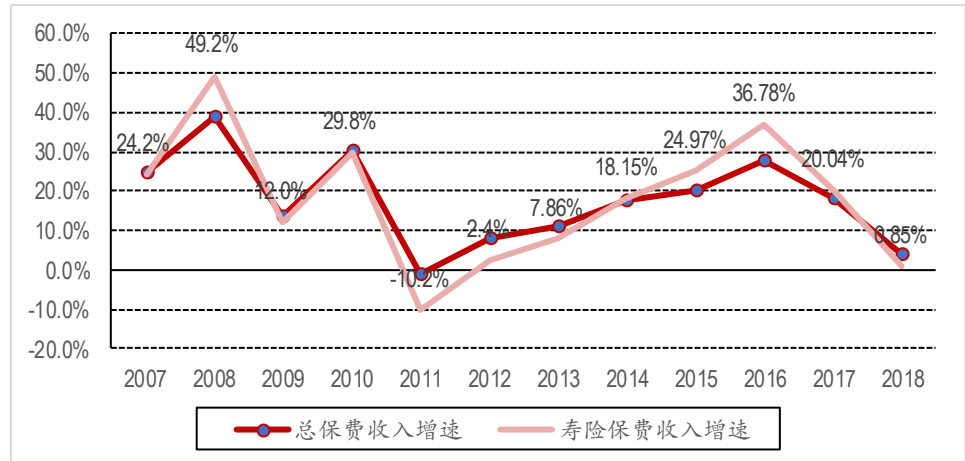


资料来源：银保监会及中银国际证券

寿险行业 2018 年保费收入出现增长放缓为以下原因：

- 1) 寿险公司产品结构受 2017 年银保监会出台的《中国保监会关于规范人身保险产品开发设计行为的通知》（134 号文）的影响，快返型保险产品整体销售不佳；
- 2) 寿险公司主动调整保险产品结构，调整为保障型保险产品，消费者接受新产品仍需时日；
- 3) 2018 年个险销售难度增加，代理人收入下滑，影响销售队伍的留存率，代理人增员遇到瓶颈，人力增速呈现放缓态势。

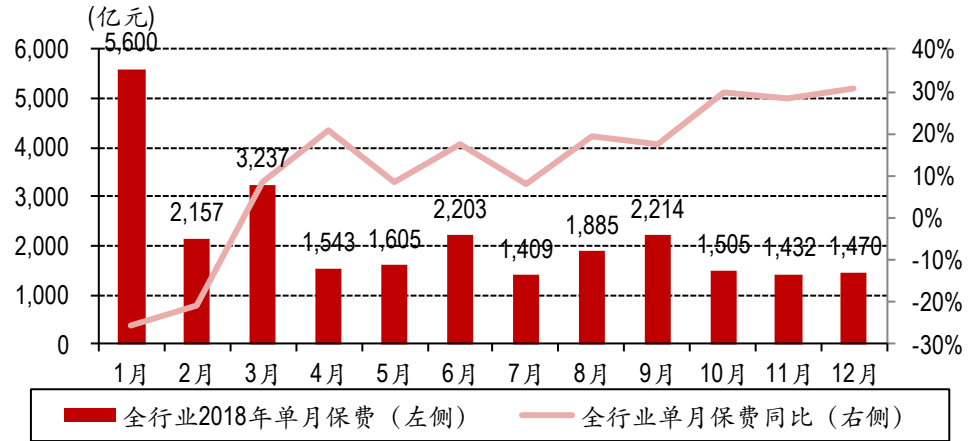
图表 2. 2007-2018 年保险行业总保费收入增速及寿险保费收入增速



资料来源：银保监会及中银国际证券

2018年开门红期间,1,2,3月保费收入分别为5,600亿元,2,157亿元及3,237亿元,同比增速分别为-25%,-21%及9%,3月份单月保费同比转正,寿险行业单月保费增速下降幅度收窄,结构不断优化。

图表 3. 2018年寿险行业单月保费收入

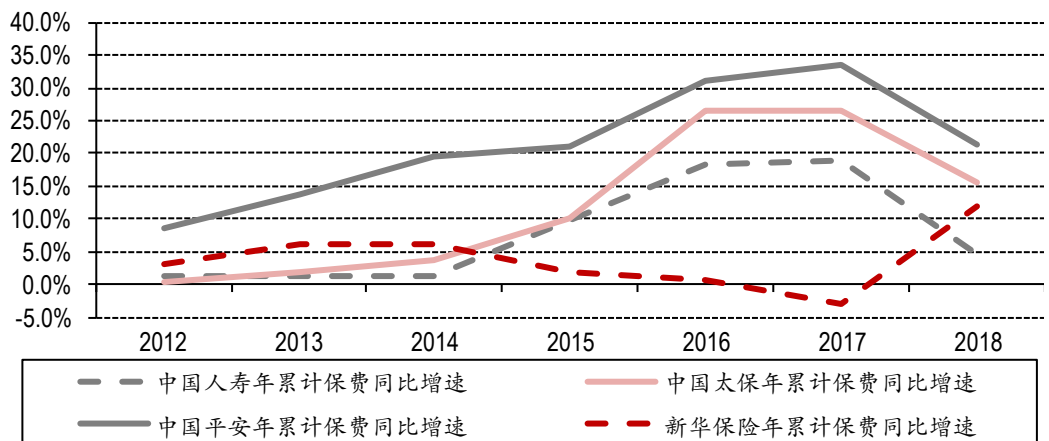


资料来源:银保监会及中银国际证券

1.2 上市险企 2018年开门红销售情况不佳,全年保费收入增速放缓

上市险企 2012年至 2017年累计保费收入同比增速稳步上升,2018年出现拐点,增速放缓。中国人寿、中国太保、中国平安及新华保险的 2018年累计保费收入增速分别为 4.7%, 15.7%, 21.1%及 11.9%。中国人寿、中国太保及中国平安相较于 2017年增速同比减少约为 14, 11 及 13 个百分点。新华保险成为四家中唯一一家累计保费收入增速上升的险企,因为 2017年新华保险主动调整产品结构,2017年基数较低,2018年保费同比增速增长约 15 个百分点。

图表 4. 2012至 2018年上市险企累计保费同比增速



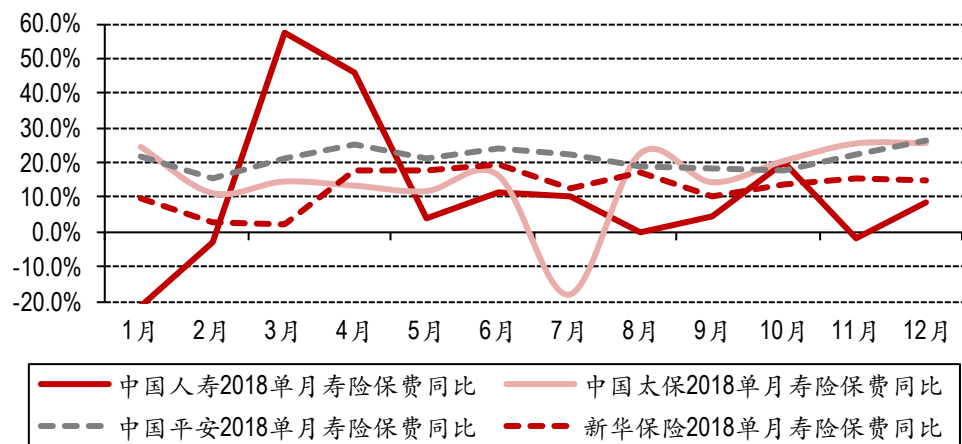
资料来源:中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险公司公告及中银国际证券

从 2018年上市险企单月保费增速同比来看,上市险企开门红首年遇冷,四家险企中仅中国人寿后起发力,扭转开门红销售业绩。



- 1) 中国人寿：2018 年开门红期间，中国人寿单月保费同比增速分别为-21.3%、-3.2%及 57.7%。开门红首月遇冷，2、3 月份逐步转正。4 月份保持增长，5 月至年末单月增速趋向稳定。
- 2) 中国太保：开门红期间单月保费增速稳定，1 月至 3 月单月保费同比增速分别为 24.4%、11.1% 及 14.4%。4 月至 7 月保持在 13.8%左右增速，7 月增速出现拐点，为-18.2%。8 月份扭负为正，保持 21.6%左右增速稳步增长。
- 3) 中国平安：中国平安全年单月保费同比增速保持稳健趋势，开门红期间保费同比增速分别为 21.5%、17.0%及 20.0%。全年单月保费维持在 21.6%左右增速发展，波动幅度较小。
- 4) 新华保险：新华保险在 2018 年开门红期间发力不足，单月保费同比增速分别为 10.0%、2.7%及 2.3%，在 2018 年开门红销售中略显逊色。4 月至 12 月单月保费增速维持在 15.3%左右。

图表 5. 2018 年上市险企单月保费同比增速



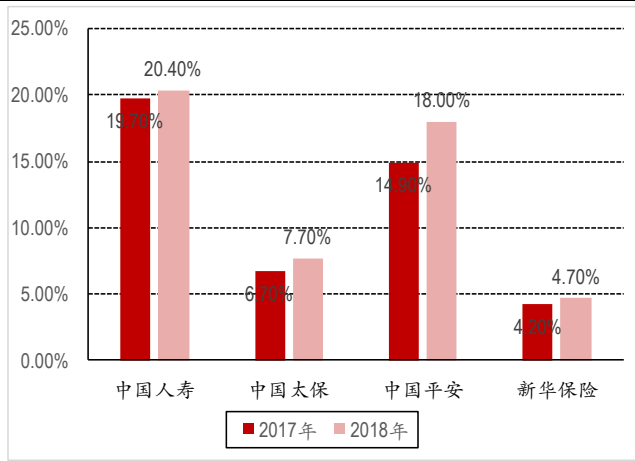
资料来源：中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险公司公告及中银国际证券

四家险企在整体 2018 年行业增速有所放缓的趋势下，仍占据规模优势。根据银保监会数据统计，四家上市险企保费收入市占率基本保持稳定，并呈现略有上升的趋势。中国人寿市占率稳居第一，占比为 20.4%，增长 0.7 个百分点；中国平安从 2017 年保费收入市占率 14.9%增长至 18.0%，上升 3 个百分点；中国太保市占率增长 1 个百分点；新华保险市占率增长 0.5 个百分点。

四家上市险企在整体寿险行业保费增速承压的情况下，仍保持行业集中度，原因如下：

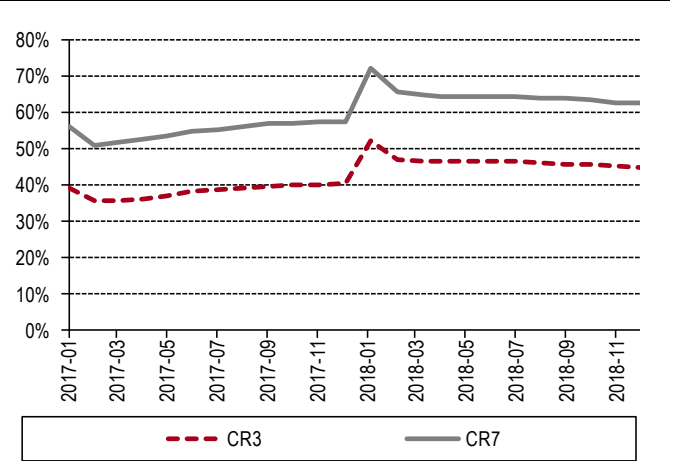
- 1) 转型阵痛经历较早，上市险企均已提前布置保障型产品转型，并逐步减少理财型产品的销售；
- 2) 代理人队伍规模优势及队伍建设优势，在整体保费收入增速承压的情况下，代理人队伍仍保持整体平稳发展，在费用投入方面具有规模效应。

图表 6. 上市险企 2017-2018 年保费收入市占率变化



资料来源：中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险公司公告及中银国际证券

图表 7. 寿险行业 CR3-CR7 对比



资料来源：中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险公司公告及中银国际证券

1.3 预计个险新单负增长

2018 年前三季度上市险企个险渠道期交保费出现下滑，其中，中国太保第一季度同比增速为-30.40%，第二季度同比增速为-22.80%，第三季度同比增速为-18.80%；中国人寿第一季度小幅正增长 1.50%，第二季度转负为-2.70%；新华保险第一季度同比-49.50%，第二季度同比-33.70%，第三季度环比基本持平。

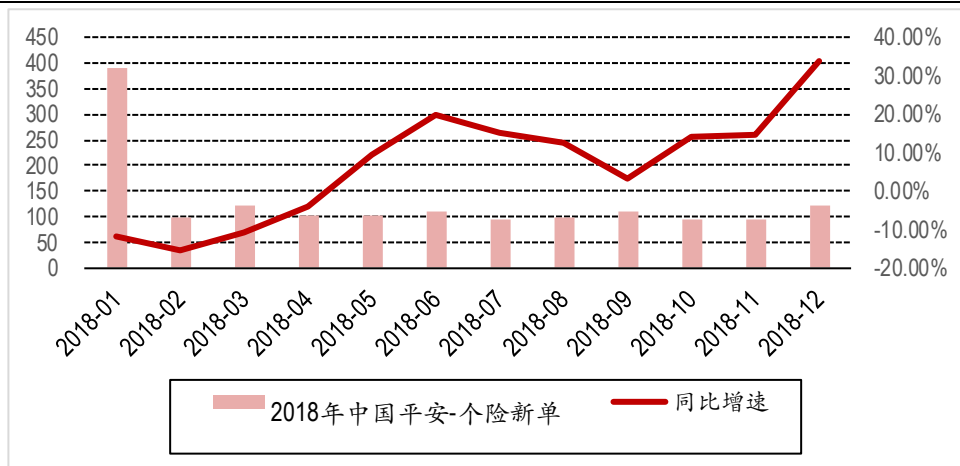
图表 8. 2016 年至 2018Q3 上市险企个险期交保费同比增速

名称	中国太保		中国平安		新华保险		中国人寿	
	期交	同比(%)	期交	同比(%)	期交	同比(%)	期交	同比(%)
2016	35,881	45.30	94,276	35.80	17,948	39.60	74,530	57.00
2017	47,083	31.20	128,437	36.20	21,355	19.00	90,240	21.10
2018Q1	18,953	(30.40)	-	-	4,632	(49.50)	61,218	1.50
2018Q2	27,191	(22.80)	77,909	(10.50)	8,308	(33.70)	61,442	(2.70)
2018Q3	36,404	(18.80)	-	-	13,175	(33.40)	-	-

资料来源：中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险公司公告及中银国际证券

中国平安个险新单当年累计保费为 1,536 亿元,同比增长 1.26%。个险新单保费收入增速整体放缓，二季度和四季度增速有所回升。开门红期间个险新单单月同比增速分别为-11.79%，-15.51%及-10.98%，增速下滑。2018 年开门红个险销售不佳，影响了个险新单增速。

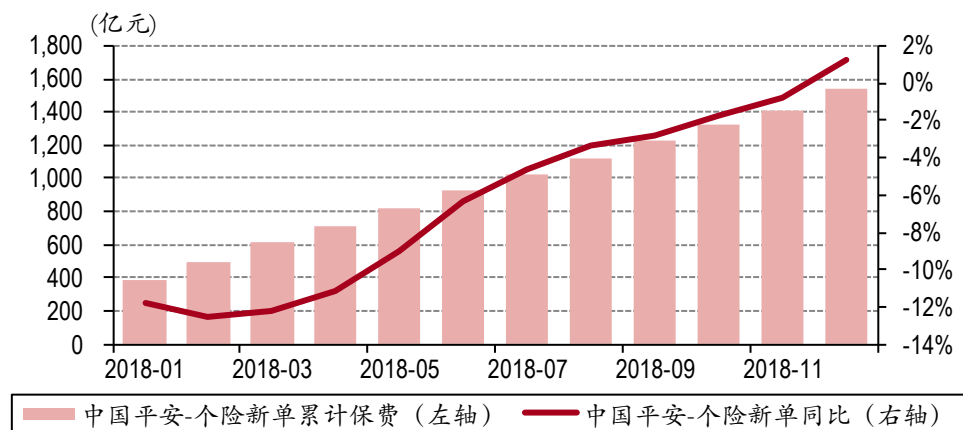
图表 9. 2018 年中国平安个险新单单月保费收入及同比增速



资料来源：中国平安公司公告及中银国际证券

2018 年中国平安个险新单当年累计保费实现全年累计个位数增长，增速同比下滑。

图表 10. 2018 年中国平安个险新单累计保费收入及同比增速



资料来源：中国平安公司公告及中银国际证券

2 投资端承压，险企资产负债管理受考验

2.1 2018 年债市股市全年整体下行

2018 年利率下行，上半年十年国债收益率平均收益率为 3.75% 左右，最高值为 4% 左右。为保险资金运用中的债券投资提供了稳定的收益率环境。总体来看，2018 年年国债收益率呈下行态势，全年下降 17.29BP，全年平均收益率为 3.62% 左右。

图表 11. 2018 年十年国债收益率走势



资料来源：万得及中银国际证券

2018 年权益类市场投资较为低迷。上证综指整体成下行趋势，全年下降 25.52%。上证综指于一月到达峰值 3559 点，二年后震荡下行，于年底触底 2483 低点。

图表 12. 2018 年上证综指走势



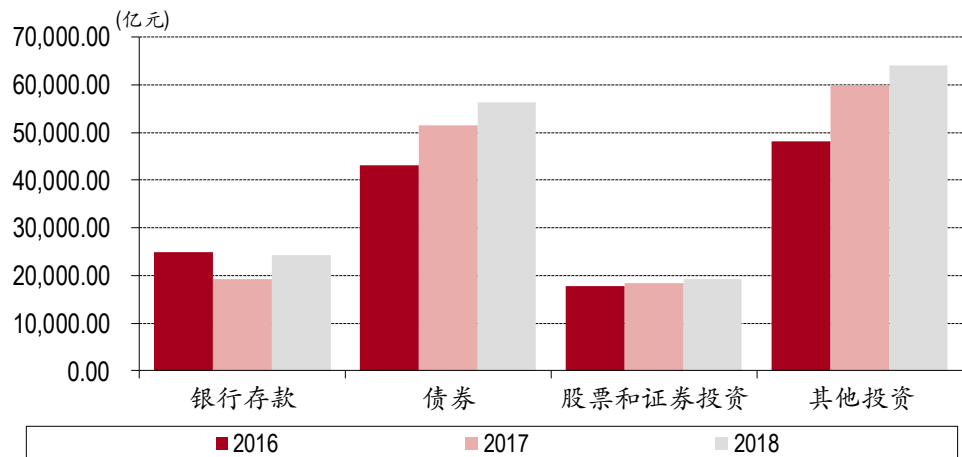
资料来源：万得及中银国际证券

2.2 保险公司资金运用余额增加，银行存款比重增加

根据银保监会保险公司资金运用统计数据，险企 2018 年整体资金运用为 16.4 万亿元，较 2017 年增加 1.49 亿元，同比增长约 9.97%。2018 年险企收益率约为 4.3%，较 2017 年下降约 1.47 个百分点。

保险行业资金配置在银行存款、债券、股票及权益类基金及非标资产投资四大方面整体变化不大，2018 年占比分别为 14.9%，34.4%，11.7% 及 39.1%，同比变化 2 个，-0.2 个，-0.6 个及 -1.1 个百分点。

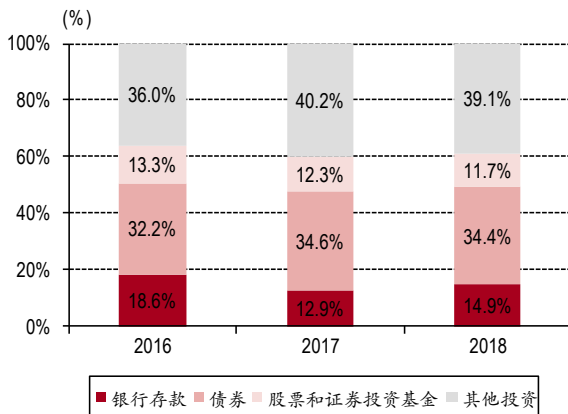
图表 13. 2016-2018 年保险行业资金配置情况对比



资料来源：银保监会及中银国际证券

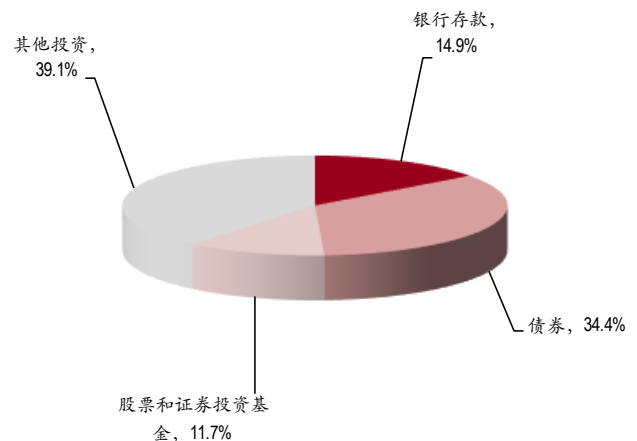
随着保险资产配置结构的多元化发展，包括上市、非上市股权在内的其他投资，也逐渐成为险企资产配置的重点，整体比例维持在 40%左右。在低利率环境下，另类投资的收益率相对债券收益更具有吸引力，增加另类投资同时可以有效缓解资产负债久期配置问题。

图表 14. 2016 年至 2018 年保险行业资金运用占比变化



资料来源：银保监会及中银国际证券

图表 15. 2018 年保险行业资金运用占比



资料来源：银保监会及中银国际证券

2.3 上市险企投资收益率受市场影响全部下降

2018 年前三季度上市险企投资收益率均有所下滑，中国平安、中国人寿、中国太保及新华保险总投资收益率分别为 4.0%，3.3%，4.7%及 4.8%，中国平安、中国人寿及新华保险较去年同期变动为 -1.4，-1.8 及 -0.4 个百分点。中国人寿受权益市场波动影响较大，业绩出现较大幅度下滑。2018 年前三季度，中国人寿投资收益为 838.7 亿元，同比下滑 15.5%，受公允价值变动损益及可供出售金融资产减值损失影响，资产减值计提同比增加 155.6%。中国平安 2018 前三季度受新会计准则资产减值影响，相较于 2017 年同期高基数有所下滑。

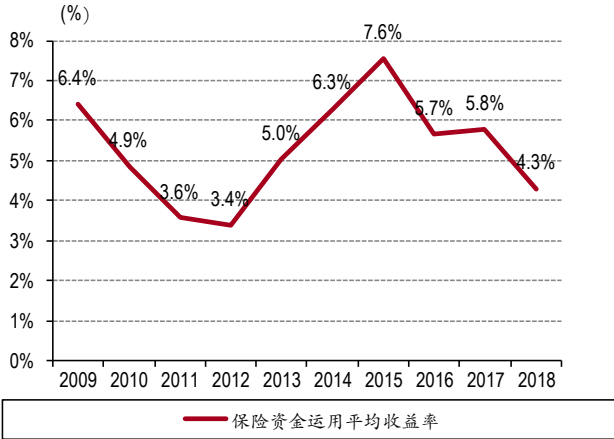
仅中国太保披露前三季度各类资产占比情况，其中固定收益类资产占比为 83.7%，同比增加 1.9 个百分点。权益类资产占比为 13.3%，同比下降 1.3 个百分点。新华保险收益率波动幅度较小，投资更加稳健。

图表 16. 上市险企主要投资指标预测

	总投资收益率(%)			净投资收益率(%)		
	2018Q3	2017Q3	变动	2018Q3	2017Q3	变动
中国平安	4.0	5.4	(1.4)	4.7	5.5	(0.8)
中国人寿	3.3	5.1	(1.8)	4.6	5.0	(0.4)
中国太保	4.7	-	-	4.8	-	-
新华保险	4.8	5.2	(0.4)	-	-	-

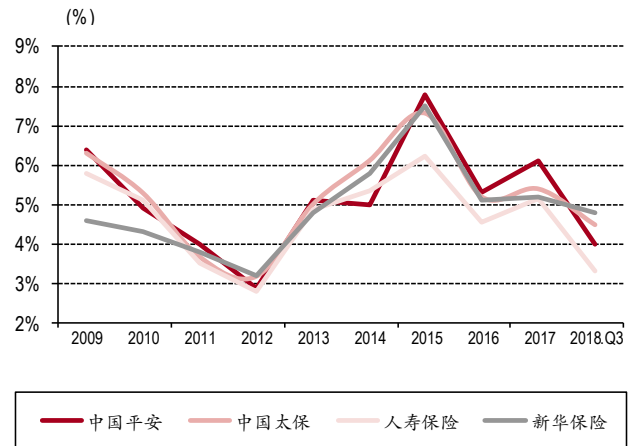
资料来源：中国平安、中国人寿、中国太保及新华保险公司公告，中银国际证券

图表 17. 2009 年至 2017 年保险资金运用平均收益率



资料来源：银保监会及中银国际证券

图表 18. 2009 年至 2017 年四家上市险企投资收益率趋势



资料来源：中国人寿、中国太保、中国平安及新华保险公司公告，中银国际证券

3 准备金贡献变化，投资收益加剧业绩波动

3.1 2018 年保费收入增速放缓，年初增速不及预期：

上市险企逐步淡化开门红效应，2018 年各季度保费收入增速更加均衡，往年上市险企在四季度着力下一年开门红销售，2018 年上市险企着力年末收官。中国人寿、中国平安、中国太保及新华保险 2018 年 12 月单月保费分别为 239 亿，324 亿，57 亿及 62 亿，增速分别为 8.6%，24.4%，25.5%，15.0%，全年累计保费收入增速小幅提升。受益于续期保费拉动以及年底新单保费改善，中国人寿、中国平安、中国太保及新华保险 2018 年全年累计保费收入分别为 5362 亿，4469 亿，2013 亿及 1223 亿元。

图表 19. 上市险企主要投资指标预测

上市险企主要投资指标预测				
2017 年	中国平安	中国人寿	新华保险	中国太保
EV (人民币: 百万)	825,173	734,172	153,474	286,168
EV 增速 (%)	29.4	12.6	18.6	16.4
NBV (人民币: 百万)	88,117	60,117	12,063	26,723
NBV 增速 (%)	28.2	21.9	15.4	40.3
P/EV	1.55	1.09	1.02	1.08
净利润增速 (%)	42.8	68.4	8.9	21.6
2018E	中国平安	中国人寿	新华保险	中国太保
EV (人民币: 百万)	963,292	822,273	175,883	321,410.10
EV 增速 (%)	16.74	12.0	14.6	11.8
NBV (人民币: 百万)	92,523	51,099	11,460	26,883.34
NBV 增速 (%)	5.3	(15.0)	(5.1)	0.5
P/EV	1.37	1.07	0.93	0.96
净利润增速 (%)	25.2	(55.3)	49.5	17.7

资料来源：万得，中银国际证券

受权益市场波动影响，上市险企利润承压

部分上市险企披露了 2018 年业绩快报，其中中国人寿由于 2018 年受权益市场波动影响公司归母净利润承压：

- 1) 公司归母净利润较 2017 年减少约 161.25 到 225.77 亿元，同比下降 50%-70%，预计为 92.96-157.48 亿元；2) 扣除非经常性损益后归母净利润减少后约 161.95 亿元到 226.73 亿元，同比减少 50%-70%，预计为 97.17-161.95 亿元；
- 2) 中国人寿业绩减少主要原因为受权益市场整体震荡下行影响，权益类投资收益同比大幅减少。

750 天平滑曲线继续转好，准备金补提减少对利润正向作用

根据新华保险发布的 2018 年业绩预告，归母净利润受到准备金提取利好影响：

- 1) 归母净利润较 2017 年增加约 26.92 亿元，同比增长 50%，预计为 80.75 亿元；
- 2) 扣除非经常性损益后归母净利润预计增加 27.48 亿元，同比增长 50%，预计为 82.43 亿元；
- 3) 业绩增长的主要原因是：传统险准备金折现率假设变更，假设变更形成的保险合同准备金变动计入利润表。相较于 2017 年，750 天平滑曲线下行 20-25bps，上市险企均采用准备金多提；2018 年上半年利率上行略有好转，下半年继续走低，2018 年 750 天平滑曲线仍维持上行 4-9bps，准备金相比 2017 年少提，对于利润有小幅正向作用。

图表 20. 750 天移动平均国债收益率的季度环比变动及全年同比变动

750 天移动平均国债收益率的季度环比变动及全年同比变动 (bps)						
实际	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017 全年	
10y	(10.07)	(5.86)	(5.44)	1.20	(20.18)	
20y	(11.18)	(6.87)	(5.05)	0.35	(22.76)	
30y	(12.14)	(8.08)	(6.29)	0.86	(25.65)	
实际	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018 全年	
10y	3.14	0.87	1.35	3.12	8.49	
20y	1.97	(0.99)	0.85	(1.13)	0.70	
30y	2.21	(0.41)	2.05	0.09	3.94	
预测	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019 全年	
10y	2.54	1.61	3.24	0.88	8.27	
20y	(0.12)	(0.52)	2.17	0.26	1.79	
30y	1.40	0.97	2.76	1.53	6.66	

资料来源：中债登及中银国际证券

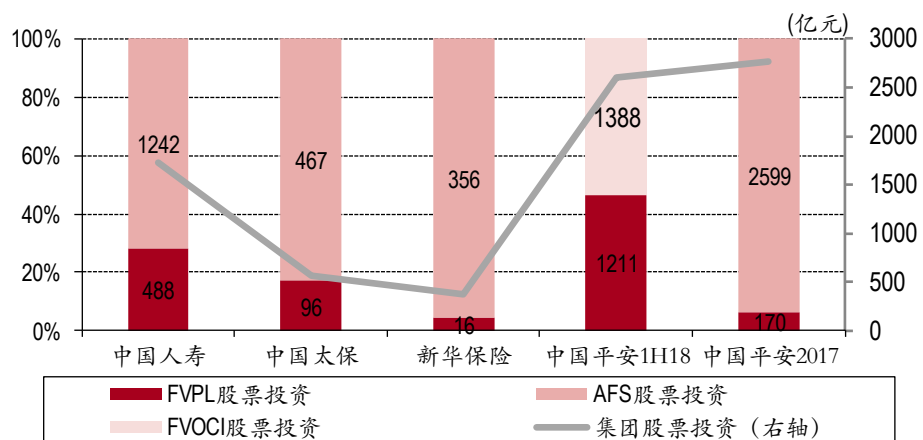
3.2.1 平安使用 IFRS9 新会计准则，利润波动影响仍在

对比上市险企的公布的净投资收益率和总投资收益率，预计 2018 年全年中国平安收益率降幅最大。主要因正式实施 IFRS9 准则，影响部分投资收益率表现。另一方面，新准则实施将会导致股票投资规模分类出现转换。旧准则下，上市险企以可供出售金融资产的股票类投资占比较高，AFS 占比约为 80%，少数在 FVPL 下。IFRS9 准则的实施，将首先改变这一比例。

根据 2018 年中报数据显示，三家未实施 IFRS9 的上市险企 AFS 股票投资规模为分别为：中国人寿 1242 亿元，中国太保 467 亿元，新华保险 356 亿元；进入 FVPL 科目的股票投资规模为：中国人寿 488 亿元，中国太保 96 亿元，新华保险 16 亿元。AFS 股票投资占全部股票投资占比分别为：中国人寿 71.8%，中国太保 83%，新华保险 95.7%。

中国平安 2017 年财务报表披露中，除原有按照投资资产的形态分类外，同时披露了以会计计量的保险资金投资组合。2017 年末，以公允价值计量且变动计入资产 (FVPL) 影响较小，但 2018 年中报中，总投资资产资产与 2017 年末相比，差异约为 100 亿。由准则修订前的 4.5% 总投资收益率下降为准则实施后的 4% 的总投资收益率，影响总投资收益率 0.5%。预计 2018 年年报，在新准则下的中国平安将继续承受利润波动影响。

图表 21. 1H2018 上市险企股票投资规模 FVPL/AFS/FVOCI 分布情况



资料来源：《国际财务报告准则第 9 号》下的金融工具分类，中银国际证券



3.2 2019Q1 业绩预测

预计 2019 年寿险保费收入将逐步趋向于稳定，整体回归均衡节奏态势。根据目前 2019 年 1 月保费收入情况，预计寿险行业一季度总保费收入基本保持稳定略有增长趋势。上市险企保障型保险产品占比提升，新业务价值贡献增大，预计新业务价值表现好于新单保费情况。

上市险企 2019 年一季度业绩预测如下：

- 1) **中国人寿**：预计 18 年年报投资浮亏出清，2019 年投资转好。2019 年开门红销售中中国人寿表现最佳，1 月份保费收入同比增速为 24.4%，明显好于 2018 年同期-21.3%。中国人寿 2019 年开门红主打分红型年金保险，定价利率更加激进。预计 2019 年一季度中国人寿新单保费增速为正，且大幅领先行业。
- 2) **新华保险**：2019 年 1 月份保费收入同比增速为 6.9%，低于 2018 年同期 10.0%，增速较去年同期下滑。寿险业务转型已经进入正轨，2019 年开门红主要销售重疾险等保障型产品，预计 2019 年一季度将持续提升新业务价值率，且为四家险企中最高。
- 3) **中国平安**：2019 年 1 月份保费收入同比增速为 5.2%，低于 2018 年同期的 21.5%。个险新单同比增速为-20.2%，低于去年同期-11.8%。主要原因在于淡化开门红效应，调整为全年均衡的增速分布。预计 2019 年一季度中国平安新单保费增速仍较难突破，但新业务价值增速表现好于新单保费增速。
- 4) **中国太保**：2019 年 1 月份保费收入同比增速为 2.9%，低于 2018 年同期的 24.4%。保险业务转型进展较好，业务结构主打保障型保险产品，推升死差占比。预计 2019 年一季度保费收入承压。

图表 22. 2019 年 1 月份上市险企保费

	2019 年 1 月	同比增速(%)	上月同比(%)	环比增速	上月环比(%)	去年同期(%)
中国平安	1212.0	5.2	24.4	273.8	20.1	21.5
新华保险	199.3	6.9	15.0	223.3	(7.0)	10.0
中国太保	516.5	2.9	25.5	808.0	(35.0)	24.4
中国人寿	1578.0	24.4	8.6	560.3	17.7	(21.3)

资料来源：中债登及中银国际证券



4 投资建议

2019年开门红承压，全年保费增速有望前低后高，但难有大突破；利率情况波动对保险公司资产端、负债端带来压力，但是股市行情回暖有望一定程度上改善投资端。

行业估值仍然位于底部区间，目前2019年PEV为0.96，看好短期价值修复，重点推荐：中国人寿、中国平安。



图表 23. 上市险企估值表

代码	公司	股价		2016	2017	2018E	2019E	2020E	评级
601628.SH	中国人寿	31.1	EVPS	23.07	25.97	29.09	32.87	37.48	增持
			P/EV	1.35	1.20	1.07	0.95	0.83	
			NBVPS	1.74	2.13	1.80	1.49	1.19	
			NBVX	17.83	14.62	17.30	20.85	26.06	
601318.SH	中国平安	72.39	EVPS	34.88	45.14	52.71	60.38	50.80	买入
			P/EV	2.08	1.60	1.37	1.20	1.42	
			NBVPS	3.76	3.68	5.08	5.57	6.13	
			NBVX	19.26	19.65	14.26	12.99	11.81	
601601.SH	中国太保	35.3	EVPS	27.14	31.58	35.31	39.21	43.42	增持
			P/EV	1.30	1.12	1.00	0.90	0.81	
			NBVPS	2.10	2.95	2.96	2.99	3.02	
			NBVX	16.80	11.97	11.91	11.79	11.68	
601336.SH	新华保险	52.33	EVPS	41.50	49.13	56.33	64.65	74.57	增持
			P/EV	1.26	1.07	0.93	0.81	0.70	
			NBVPS	3.35	4.35	3.67	3.71	3.77	
			NBVX	15.62	12.02	14.26	14.12	13.90	
行业平均 PEV				1.50	1.25	1.09	0.96	0.94	

资料来源: 万得, 中银国际证券

*以 2019 年 3 月 1 日收市价为标准



5 风险提示

- 1) 2019 年开门红产品销售预期不佳；
- 2) 保障型保险产品保费增速不及预期；
- 3) 市场波动对投资收益、估值的双重影响；
- 4) 利率下行带来的险企投资不确定性。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371