

保险

证券研究报告

2019年03月10日

1 季报前瞻：股市好转带来利润高增长，负债端预计改善加速

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《保险-行业深度研究:拨云见日——崭新的保险估值体系 P/AAV》
2019-03-05

2 《保险-行业点评:保费端和利率端预期正在好转,大湾区建设对于保险业机遇大于挑战,保险股配置价值卓越》
2019-02-19

3 《保险-行业点评:18年行业健康险同比增长24%,占比提升4pct,保险股配置价值显著》
2019-01-31

保险公司财报业绩受益于股市好转,预计平安、国寿、太保、新华 2019Q1 的归母净利润分别同比增长 65%、30%、25%、35%。保险资产配置中股票和基金占比 10% 左右,截至 3 月 8 日,沪深 300 指数与上证 50 指数分别累计上涨 23%、19%,预计保险公司权益投资收益将大幅好于去年(体现为公允价值变动净收益增加及资产减值损失减少),叠加国债 750 日均线仍处于上行区间(计提准备金减少),预计保险公司 19 年财报利润有望实现高增长。

预计 2019 年 1 季度寿险新单保费和 NBV 同比增长将出现分化,平安、国寿、太保、新华的 NBV 分别同比 8%、30%、-4%、16%。负债端分化主要因为各家开门红策略的选择以及产品方面有所差异:国寿开门红早于其他公司且年金险吸引力较强;新华去年同期基数较低,开门红以健康险为主;平安主动进行开门红常态化转型,弱化储蓄型年金推动;太保产品策略(尤其是年金险)稳健,且开门红开始较晚。但预计各公司业务结构较去年同期优化,NBV 同比增长好于新单保费增速。

预计 1 季度产险保费有望实现较快增长,车险手续费率下降带来净利润增速改善。

1 月人保财险、平安产险、太保产险保费分别同比增长 31%、19%、19%,预计 1 季度产险保费增速较 1 月有所下降,但仍会保持较快增长,来自于车险保费平稳增长(约 10%),非车险高速增长(30%以上)。2019 年来,银保监会(局)对车险手续费问题实行高压监管,财险手续费率有望降低,预计 2019 年 1 季度开始产险利润增速将会迎来好转。龙头公司的规模优势(网点铺设深入、广泛)、品牌优势、机构业务优势(非车险业务)凸显,预计 2019 年保费及利润进一步向龙头集中。

投资建议:在资产端,保险公司财报业绩受益于股市好转,短期利率和利率预期企稳有利于保险估值水平回升。在负债端,1 季度负债端表现分化,新华和国寿短期 NBV 增速更优,预计负债端改善趋势将在 2 季度加速,源自于代理人销售能力逐步加强(保障型产品适应及基础管理、培训加强)及增员情况有望好转(就业困难环境下保险公司增员难度降低)将驱动保障型产品取得较好增长。财险方面,得益于车险净利润率提升(源自于手续费率下降)+非车险保费与承保利润快速增长+行业集中度提升(较平安更具优势)+投资收益率及大灾损失底已过,且财险负债久期短,受利率影响小,2019 年中国财险的利润增速有望出现大幅反转。

截至 3 月 8 日,平安、国寿、太保、保险的 P/AAV(反映了利率预期)分别为 0.91、1.07、0.84、0.79 倍,P/EV 分别为 1.05、0.87、0.75、0.73 倍。平安、太保、新华的 P/AAV 均低于 1,长期投资价值卓越;短期利率和利率预期企稳有利于保险估值修复,新华和国寿短期 NBV 增速更优,新华管理层不确定性将消除。中国财险 2010-2017 年五年平均 ROE 高达 21.13%,预计 ROE 在 2018 年触底后将回升,19 年、20 年 ROE 将持续提升,目前股价对应 2018 年 PB 仅 1.19 倍,向上修复空间较大。我们推荐新华保险、中国人寿、中国平安、中国太保、中国财险。

风险提示:长端利率下行超预期,代理人规模增长不及预期

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601336.SH	新华保险	49.15	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	28.41	19.20	14.50	11.99
601628.SH	中国人寿	28.16	买入	1.14	0.47	0.84	1.14	24.70	59.91	33.52	24.70
601318.SH	中国平安	68.70	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	14.11	11.89	8.65	7.25
601601.SH	中国太保	32.66	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	20.16	16.49	12.19	10.34
02328.HK	中国财险	8.79 (港元)	买入	1.34	0.65	0.92	1.22	7.66	11.62	8.16	6.18

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



内容目录

1.1 季度净利润：预计平安、国寿、太保、新华归母净利润分别同比增长 65%、30%、25%、35%	3
1.1.1 影响利润重要因素二：股市上行，预计投资收益率同比高增长	3
1.1.2 影响利润重要因素二：750 天移动平均国债收益率曲线上行，准备金少提	5
2.1 季度寿险：预计平安、国寿、太保、新华的 NBV 分别同比 8%、30%、-4%、16%	5
3.1 季度产险：预计手续费率下降，净利润率有望提升	5
4. 3-4 月投资策略：负债端改善加速，资产端预期企稳，估值修复可期	6

图表目录

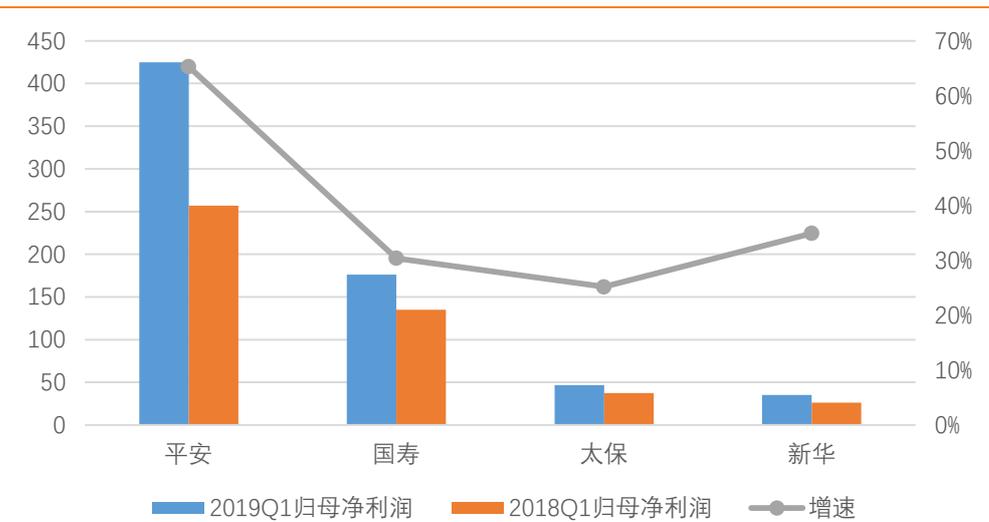
图 1：2019Q1 归母净利润预测（单位：百万）	3
图 2：2019 年 1-3 月股市情况	4
图 3：债券指数走势	4
图 4：国债到期收益率	4
图 5：PAAV 估值	6
图 6：PEV 估值	7
表 1：750 天移动平均国债收益率的环比变动预测	5

1.1 季度净利润：预计平安、国寿、太保、新华归母净利润分别同比增长 65%、30%、25%、35%

2019 年 1 季度股市上行，预计保险公司权益投资收益大幅好于去年同期，叠加 750 天移动平均国债收益率曲线仍处于上行通道，预计 1 季度净利润将实现较快增长。我们预计中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 1 季度归母净利润分别为 425 亿元、176 亿元、47 亿元和 35 亿元，分别同比增长 65%、30%、25%、35%。中国平安的利润增速远高于同业的原因在于公司执行了 IFRS9 准则，导致股市上行对于利润的贡献大幅高于同业。

同样受到 1 季度股市上行影响，保险公司的浮盈可能增加，我们预计中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险 2019 年 1 季度末净资产较年初增长 5%-10%。

图 1：2019Q1 归母净利润预测（单位：亿元）



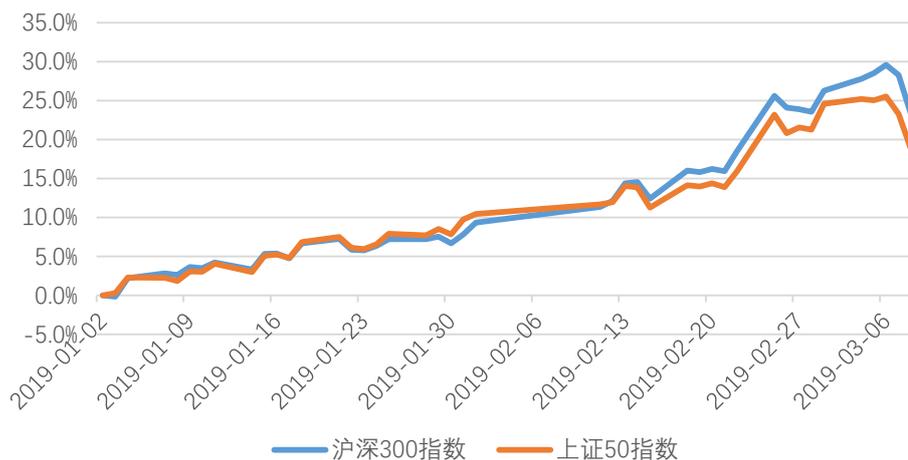
资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.1.1. 影响利润重要因素一：股市上行，预计投资收益率同比高增长

保险公司的股票和基金在投资资产中的占比一般是 10% 左右（截至 2018H，国寿、平安、太保、新华股票和基金占比分别为 10%、12%、8%、12%），股市上涨是净利润和净资产增长表现良好的关键原因。截至 3 月 8 日，2019 年沪深 300 指数与上证 50 指数分别上涨 23%、19%，而 2018 年 Q1 分别下跌 5%、6%。上市保险公司的股票投资风格偏价值，配置偏重于银行、地产、非银等大型板块，截至 3 月 8 日，2019 年地产、银行、非银板块分别上涨 20%、17%、37%，而 2018 年 Q1 分别累计下跌 4%、3%、10%。

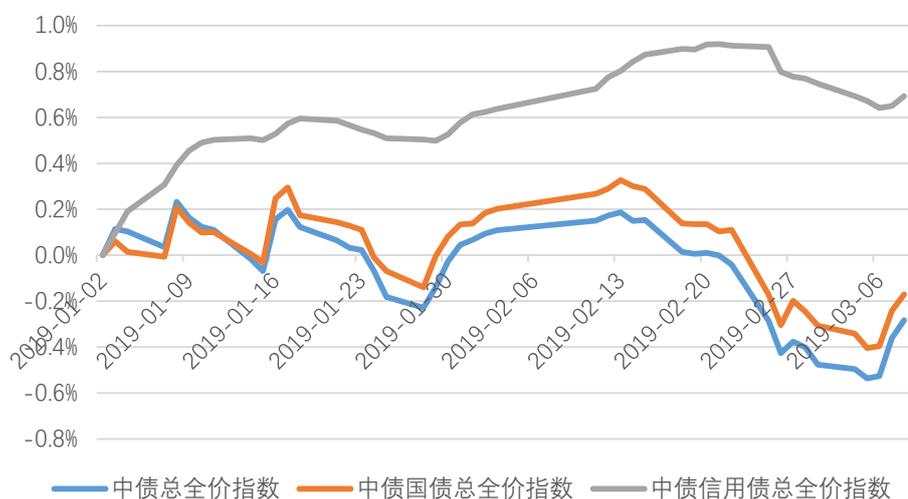
债券市场方面，截至 3 月 8 日，2019 年中债总全价指数下跌 0.3%，其中国债总全价指数下跌 0.2%，信用债总全价指数上涨 0.7%。保险公司的债券大部分持有至到期，因此债市下跌对利润和权益的影响相对有限。截至 3 月 8 日，10 年期国债收益率较年初下降了 3.1bps，利率下行会负面影响保险公司当期与未来长期新配固收资产的投资收益率，因此理论上会抑制估值水平。

图 2：2019 年 1-3 月股市情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：债券指数走势



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：国债到期收益率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 影响利润重要因素二：750 天移动平均国债收益率曲线上行，准备金少提

“传统险准备金折现率假设”的上调导致准备金少提是 1 季度保险公司的利润增速较快的原因之一。“传统险准备金折现率假设”=“750 天移动平均国债收益率曲线”（调整后）+综合溢价，2019 年 1 季度 10 年、20 年、30 年 750 天曲线较年初分别上移了 2.44bps、0.18bps、2.75bps。若未来利率水平保持稳定，我们判断准备金少提的趋势将持续至 2019 年底。

表 1：750 天移动平均国债收益率的环比变动预测（bps）

	实际				预估			
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
10 年	3.14	0.87	1.23	3.60	2.44	1.95	3.58	1.32
20 年	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.18	0.29	2.94	1.16
30 年	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.75	2.84	4.59	3.49

资料来源：wind，天风证券研究所

2.1 季度寿险：预计平安、国寿、太保、新华的 NBV 分别同比 8%、30%、-4%、16%

我们预计 2019 年 1 季度寿险新单保费和 NBV 同比增长将出现分化。预计 1 季度国寿、新华新单保费同比正增长，主要原因为：国寿开门红早于其他公司且年金险吸引力较强；新华去年同期基数较低，且代理人规模稳定。预计 1 季度平安、太保新单保费同比负增长，主要原因为：平安主动进行开门红常态化转型，弱化储蓄型年金推动；太保产品策略（尤其是年金险）稳健，且开门红开始较晚。但预计各公司业务结构较去年同期优化，NBV 同比增长好于新单保费，预计 2019 年 1 季度中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的寿险 NBV 分别同比增长 8%、30%、-4%、16%。

我们判断保费和 NBV 增长的改善趋势在 2 季度加速。目前各公司已全面转向保障型产品推动，预计代理人销售能力逐步加强（产品适应及基础管理、培训加强）及增员情况有望好转（个税改革大幅降低代理人税负、就业困难环境下保险公司增员难度降低）将驱动保障型产品取得较好增长。

3.1 季度产险：预计手续费率下降，净利润率有望提升

预计 1 季度人保财险、平安产险、太保产险保费有望实现较快增长。2019 年 1 月人保财险、平安产险、太保产险保费分别同比增长 31%、19%、19%，其中平安非车险保费同比增长 37%。预计 2019 年 1 季度产险保费增速较 1 月有所下降，但仍会保持较快增长，来自于车险保费平稳增长（约 10%），非车险高速增长（30%以上）。龙头公司的规模优势（网点铺设深入、广泛）、品牌优势、机构业务优势（非车险业务）凸显，预计 2019 年保费及利润进一步向龙头集中。

2019 年来，监管力量下沉，对于车险实行高压监管，财险手续费率有望降低，预计 2019 年 1 季度开始产险利润增速将会迎来好转。1 月 21 日，银保监会发布《中国银保监会办公厅关于进一步加强车险监管有关事项的通知》，列明严禁通过虚列其他费用套取手续费变相突破报批手续费率水平、以直接业务虚挂中介业务等方式套取手续费等 8 项禁止行为，同时各级银保监派出机构对车险业务严查严惩，13 家财险支公司车险业务由于费用处理问题遭到无期限叫停。

4. 3-4 月投资策略：负债端改善加速，资产端预期企稳，估值修复可期

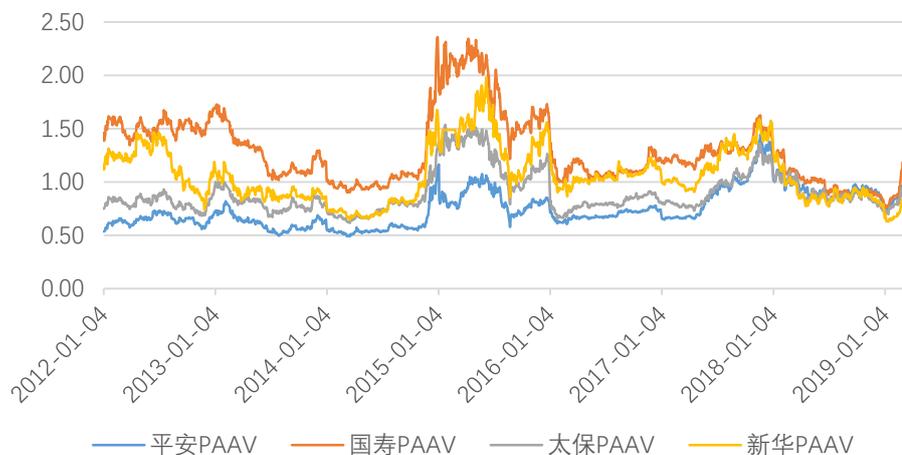
保险公司财报业绩受益于股市好转，保险公司权益投资收益将大幅好于去年（体现为公允价值变动净收益增加及资产减值损失减少），叠加国债 750 日均线仍处于上行区间（计提准备金减少），预计保险公司 2019 年 1 季度及全年财报利润有望实现高增长。

寿险方面，1 季度负债端分化，新华和国寿短期 NBV 增速更优，我们判断保费和 NBV 增长的改善趋势在 2 季度加速，预计代理人销售能力逐步加强（产品适应及基础管理、培训加强）及增员情况有望好转（个税改革大幅降低代理人税负、就业困难环境下保险公司增员难度降低）将驱动保障型产品取得较好增长。

财险方面，得益于车险净利率提升（源自手续费率下降）+非车险保费与承保利润快速增长+行业集中度提升（较平安更具优势）+投资收益率及大灾损失底已过，2019 年中国财险的利润增速有望出现大幅反转。

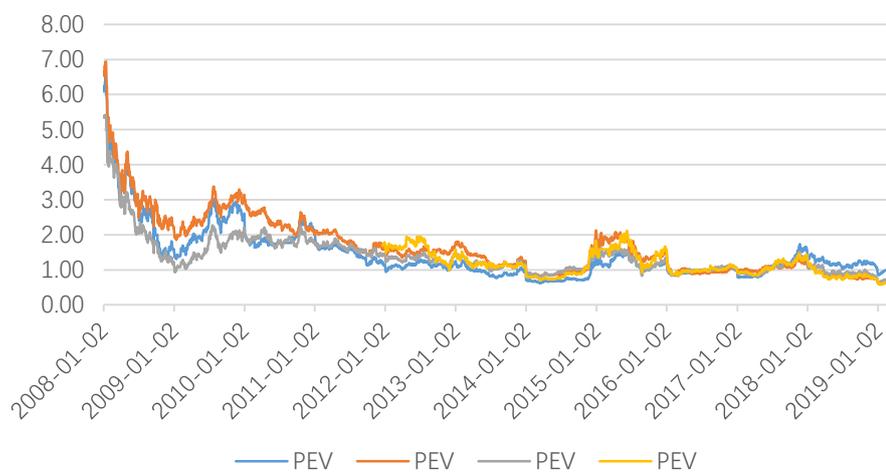
截至 3 月 8 日，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 P/AAV（反映了利率预期）分别 0.91、1.07、0.84、0.79 倍，P/EV 分别为 1.05、0.87、0.75、0.73 倍。平安、太保、新华的 P/AAV 均低于 1，长期投资价值卓越；短期利率和利率预期企稳有利于保险估值水平回升，新华和国寿短期 NBV 增速更优，新华管理层不确定性将消除。中国财险 2010-2017 年五年平均 ROE 高达 21.13%，预计 ROE 在 2018 年触底后将回升，19 年、20 年 ROE 将持续提升，目前股价对应 2018 年 PB 仅 1.19 倍，向上修复空间较大。我们推荐新华保险、中国人寿、中国平安、中国太保、中国财险。

图 5：PAAV 估值



资料来源：wind，公司财报，天风证券研究所

图 6: PEV 估值



资料来源: wind, 公司财报, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com