

# 保险

 证券研究报告  
 2019年03月17日

## 3月保险行业投资策略:寿险保费增速好转,预计NBV持续改善,配置价值卓越

 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

- 《保险-行业专题研究: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》 2019-03-10
- 《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
- 《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

寿险:保费和 NBV 增长改善进行时,预计趋势将持续。1) 2月单月平安个人业务新单保费同比增长-2.2%,我们判断主要受春节因素影响(春节期间即2月1日-19日近20天是代理人活动低峰),2月累计新单保费同比增长-16.6%,负增长幅度较1月收窄3.6pct。受益于产品结构优化,预计2月平安NBV累计同比增长约5%。2) 平安、国寿、太保、新华总保费收入累计同比分别为6.2%、+22.4%、2.8%、7.9%,平安、新华增速较上月好转,太保基本持平,国寿有所下降。

财险:2月上市公司产险保费增速较1月下滑,主要由非车险负增长带来,预计后续将回归平稳增长。1) 2月单月平安产险保费同比-6.3%,车险、非车险保费同比分别为0.3%、-23.6%,非车险负增长受到春节因素影响(部分业务承保前置至1月末)。2月累计平安产险保费同比9.9%,较1月增速下降8.7pct,非车险占比从1月的35.3%下降至31.5%。2) 2月当月太保产险保费同比1.2%,2月累计同比12.7%,增速较1月放缓,预计影响因素与平安一致。我们预计人保财险的保费趋势类似,保费增速将较1月的超高水平有所下滑。3) 非车险占比提升,预计盈利结构改善,行业集中度提升。1月行业财险公司车险保费占比55.5%,较2017年末下降15.8pct;健康险、保证保险分别占比9.7%、7.2%;责任险保费占比6.8%,较2017年末提升2.5pct。1月前三家公司(人保、平安、太保)保费占比67.7%,同比提升2.5pct。

投资:股市好转,长端利率企稳于3.1%以上,预计2019年保险公司投资收益情况将大幅好于2018年。2019年来10年期国债收益率在3.1%上下震荡,2月18日以来,企稳于3.1%以上。宏观经济走弱、流动性宽松的环境下,利率仍存在下行压力,但下行的空间或较为有限。2019年来,沪深300指数累计上涨26.1%,预计保险公司权益配置将有所提升,2019年1月保险行业股票和基金配置余额为11.9%,环比提升0.2pct。

投资建议:1) 寿险方面,资产端,股市好转、10年期国债收益率企稳于3.1%以上;负债端,寿险保费和NBV预计持续改善,我们推测新华和国寿短期NBV增速更优。保险公司权益投资好转将带来2019年及1季度净利润较快增长,平安净利润更加受益于股市好转(实施19准则),1季度增速有望超过50%,预计高于同业。2) 产险方面,手续费率下降+投资收益好转+非车险占比有望提升,预计净利润增速将迎来大幅提升。截至3月15日,平安、国寿、太保、新华的P/AAV(反映了利率预期)分别为0.97、1.09、0.84、0.82倍,P/EV分别为1.11、0.89、0.76、0.76倍。中国财险2018年PB为1.22倍。我们推荐新华保险、中国平安、中国人寿、中国太保、中国财险。

风险提示:长期利率下行超预期;代理人规模增长情况不达预期。

### 重点标的推荐

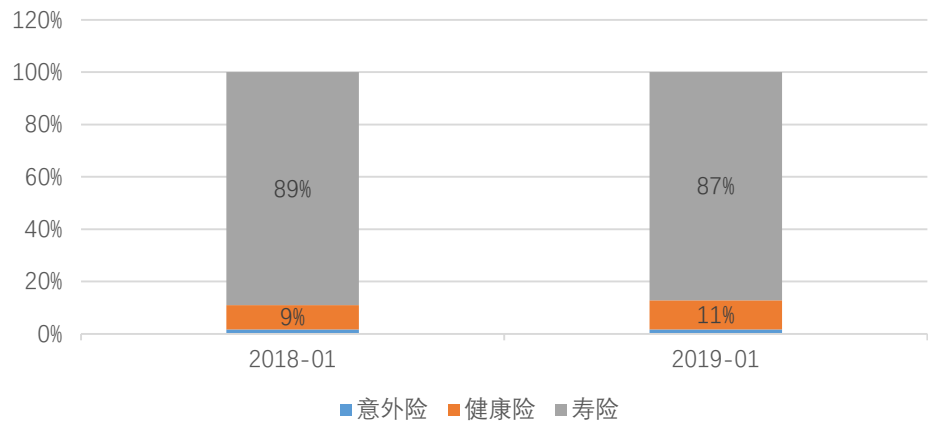
股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601336.SH	新华保险	51.25	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	29.62	20.02	15.12	12.50
601318.SH	中国平安	73.85	买入	5.88	7.54	8.88	10.28	12.56	9.79	8.32	7.18
601628.SH	中国人寿	28.75	买入	1.14	0.47	0.84	1.14	25.22	61.17	34.23	25.22
601601.SH	中国太保	32.89	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	20.30	16.61	12.27	10.41
02328.HK	中国财险	8.98 (港元)	买入	1.34	0.65	0.92	1.22	7.66	11.86	8.33	6.30

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

寿险行业：健康险快速增长，寿险增速大幅好转。2019年1月人身险业务原保险保费收入同比增长26.1%，其中寿险、健康险、意外险保费同比增长分别为23.5%、49.9%、31.1%。健康险快速增长，保费占比提升1.8pct；寿险增速较18年大幅好转，主要是得益于18年行业转型下的低基数及部分公司年金险销售情况好于去年同期。1月之后，健康险将是各保险公司发展的重点，预计健康险仍将保持快速发展，行业将进入震荡转型后的平稳转型期。

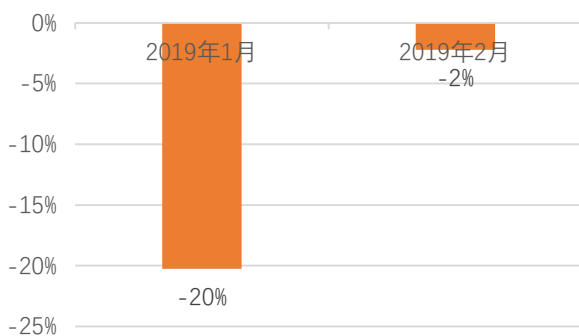
寿险公司：保费和NBV增长改善进行时，预计趋势将持续。2月单月平安个人业务新单保费同比增长-2.2%，我们判断主要受春节因素影响（春节期间即2月1日-19日近20天是代理人活动低峰），2月累计新单保费同比增长-16.6%，负增长幅度较1月收窄3pct。受益于产品结构优化，预计2月平安NBV累计同比增长约5%。平安、国寿、太保、新华总保费收入累计同比分别为6.2%、+22.4%、2.8%、7.9%，平安、新华增速较上月好转，太保基本持平，国寿有所下降。

图 1：人身险业务结构



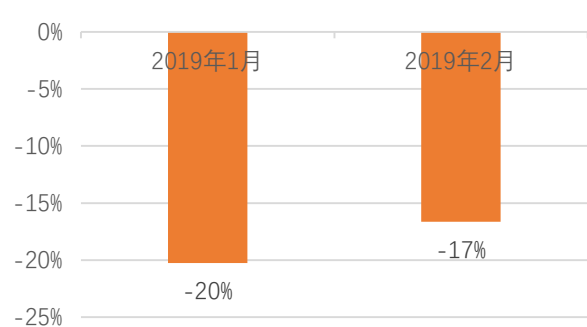
资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

图 2：平安寿险个人业务当月新单保费增速



资料来源：保费收入公告，天风证券研究所

图 3：平安寿险个人业务累计新单保费增速



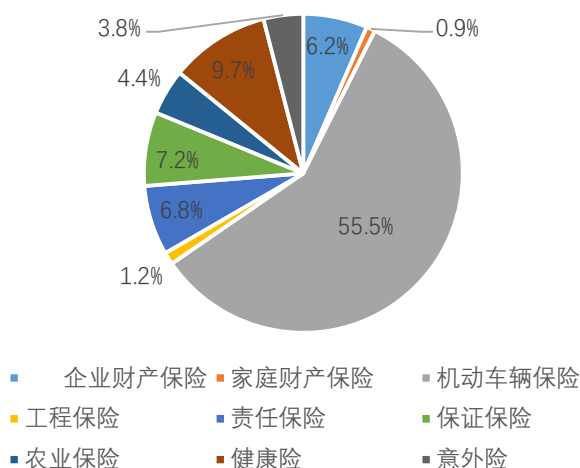
资料来源：保费收入公告，天风证券研究所

产险行业：非车险占比提升，预计盈利结构改善，行业集中度提升。1月行业财险公司保费收入同比增长20.5%，从保费构成来看，产险公司保费占比前三大的险种分别为车险、健康险、保证保险。车险保费占比55.5%，较2017年末下降15.8pct；健康险、保证保险分别占比9.7%、7.2%；责任险保费占比6.8%，较2017年末提升2.5pct，农险保费占比4.4%，

较 2017 年末基本持平。前三家公司(人保、平安、太保)保费占比 67.7%，同比提升 2.5pct。2019 年车险监管加强，车险手续费率下降预计将带来行业盈利水平大幅提升，龙头公司凭借其网点优势、机构业务优势、品牌优势等，预计保费和利润将进一步向龙头公司集中。

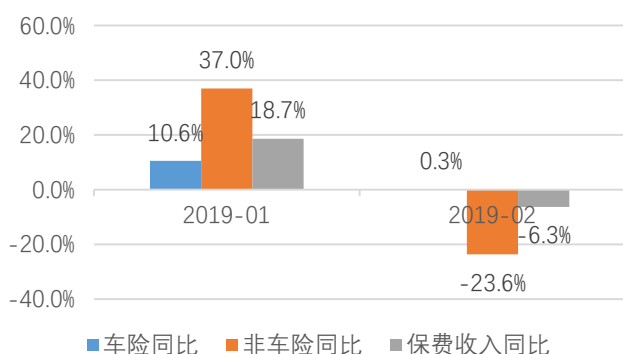
产险公司：2 月上市产险公司保费增速较 1 月下滑，主要由非车险负增长带来，预计后续将回归平稳增长。2 月单月平安产险保费同比-6.3%，车险、非车险保费同比分别为 0.3%、-23.6%，非车险负增长同样受到春节因素影响（部分业务承保前置至 1 月末）。2 月累计平安产险保费同比 9.9%，较 1 月增速下降 8.7pct，非车险占比从 1 月的 35.3%下降至 31.5%。2 月当月太保产险保费同比 1.2%，2 月累计同比 12.7%，增速较 1 月放缓，预计影响因素与平安一致。我们预计人保财险的保费趋势也是这样，保费增速将较 1 月的超高水平有所下滑。

图 4：行业财险公司 2019 年 1 月业务结构



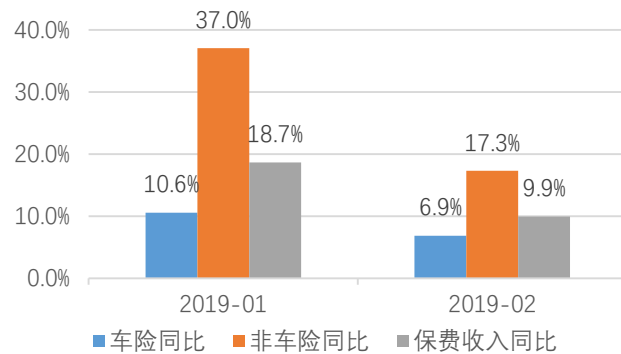
资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

图 5：平安产险当月保费同比



资料来源：保费收入公告，天风证券研究所

图 6：平安产险累计保费同比

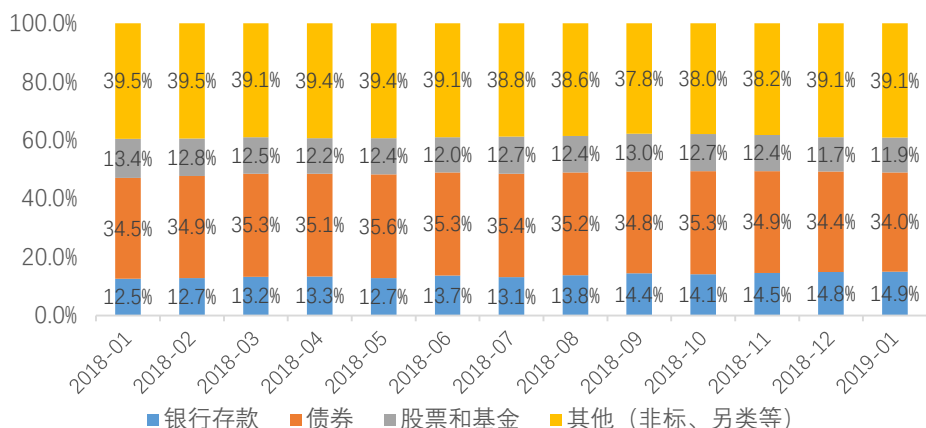


资料来源：保费收入公告，天风证券研究所

险资运用：2019 年 1 月，保险资金运用余额中，银行存款、债券、股票和基金、非标投资占比分别为 14.9%、34.0%、11.9%、39.1%，环比变化为+0.1%、-0.4%、+0.2%、+0.1%；配置余额环比分别增长 585、498、730、1344 亿元。

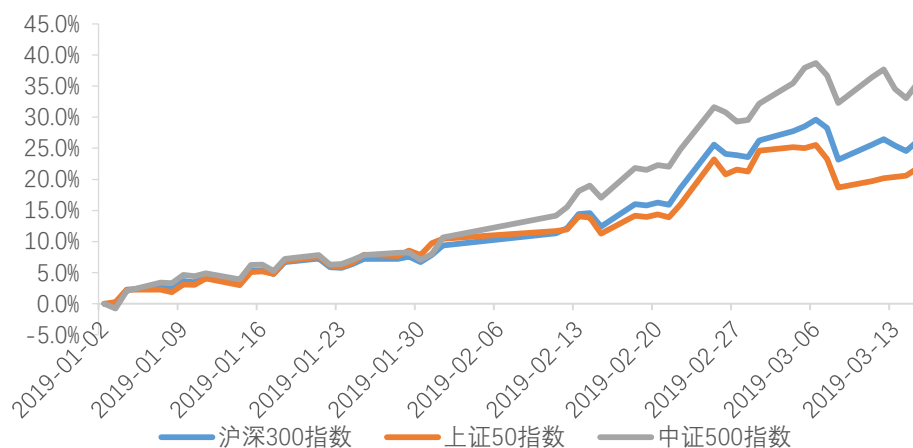
投资环境：股市好转，长端利率企稳于 3.1%以上。2019 年来 10 年期国债收益率在 3.1%上下震荡，2 月 18 日以来，企稳于 3.1%以上。宏观经济走弱、流动性宽松的环境下，利率仍存在下行压力，但下行的空间或较为有限。2019 年来，沪深 300 指数累计上涨 26.1%，预计 2019 年保险公司权益投资收益情况将大幅好于 2018 年。2019 年新发信托产品规模环比大幅下降，保险公司非标配置存在压力。

图 7：行业保险资金配置



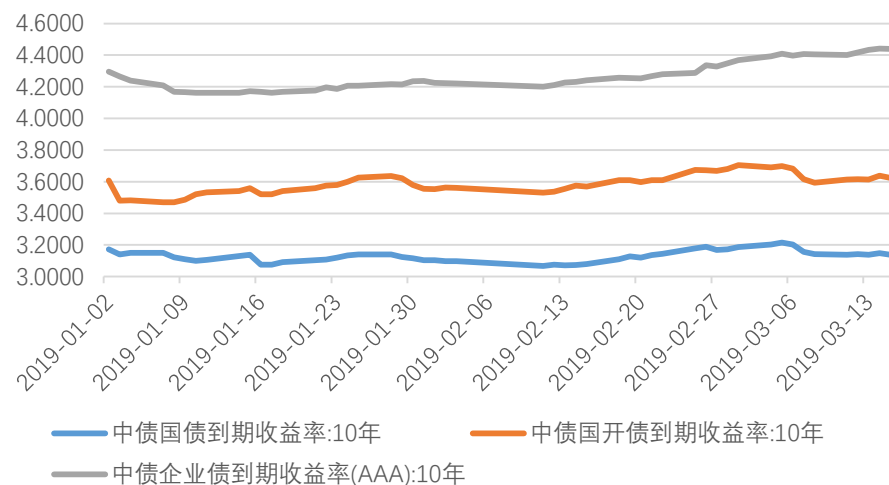
资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

图 8：股市情况



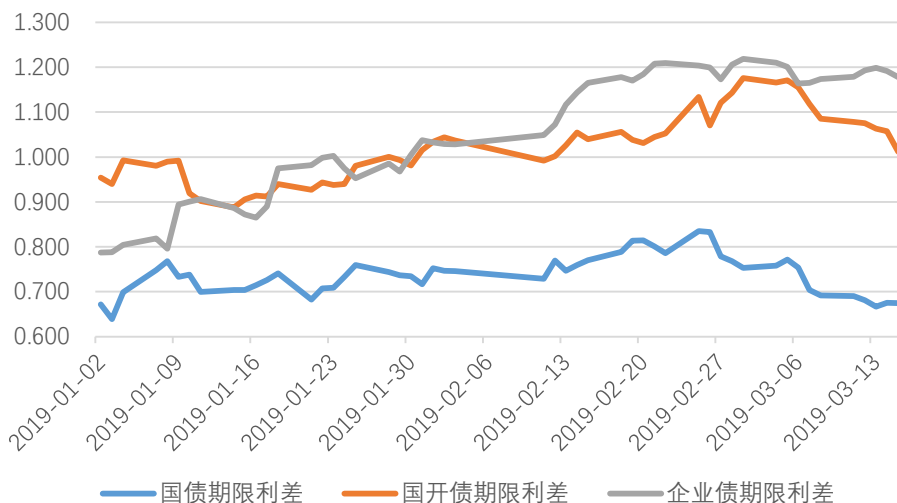
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：10 年期债券收益率 (%)



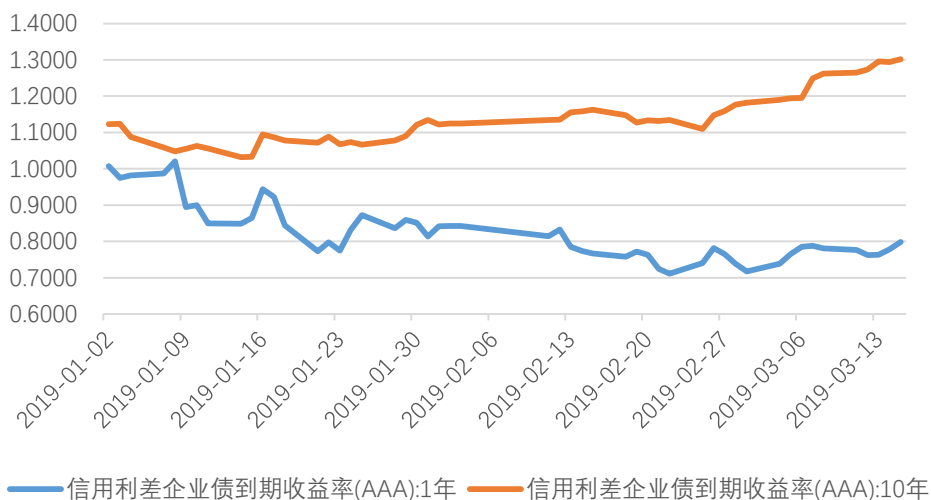
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 债券期限利差 (%)



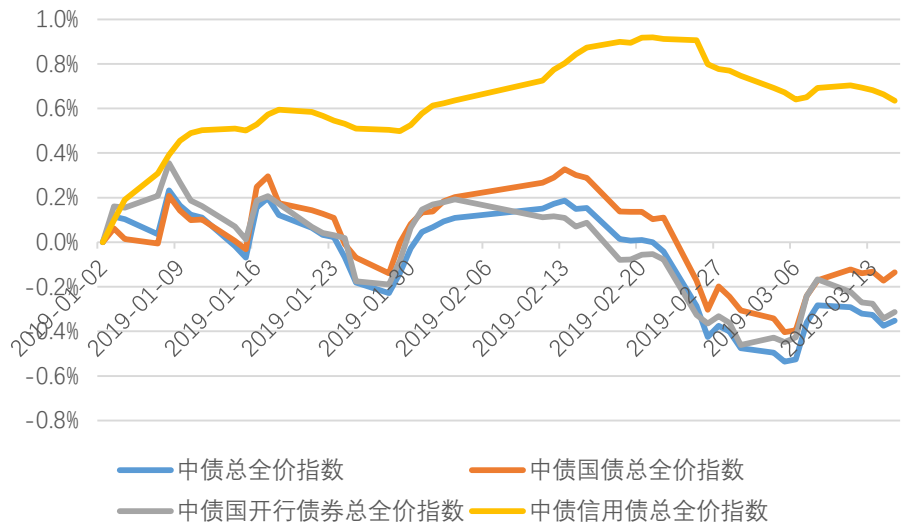
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 债券信用利差 (%)



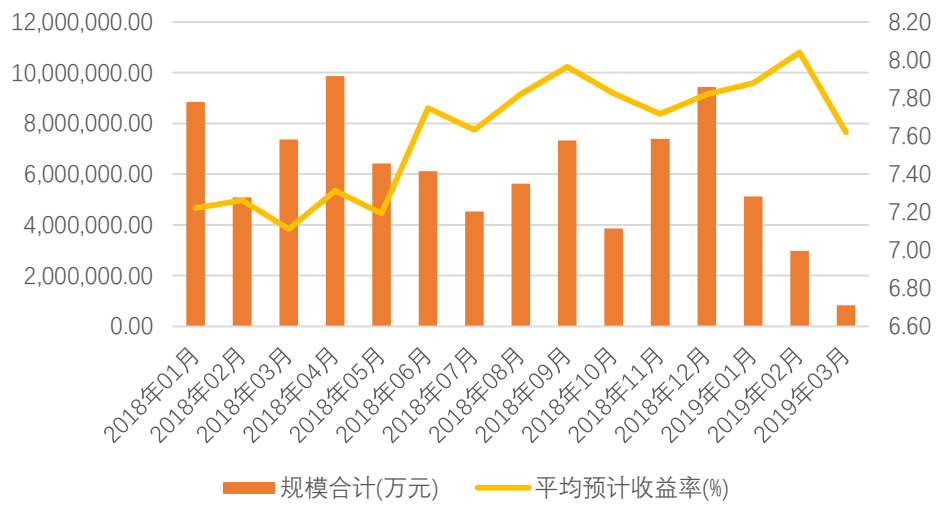
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 债券指数涨跌幅



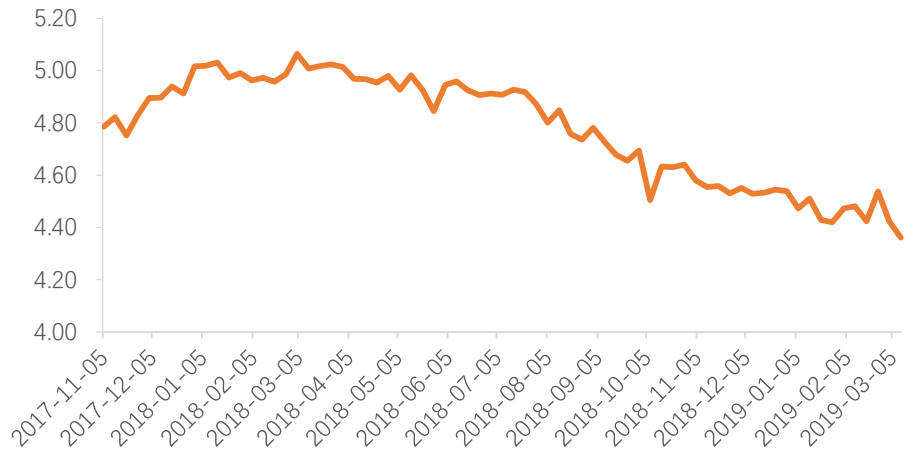
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 新发行信托规模及收益率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14：1 年期理财产品预期年收益率

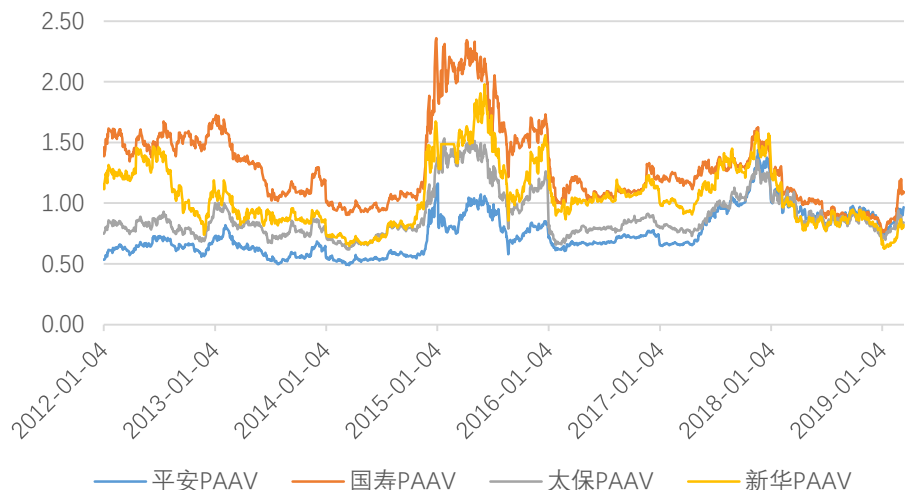


资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资建议：

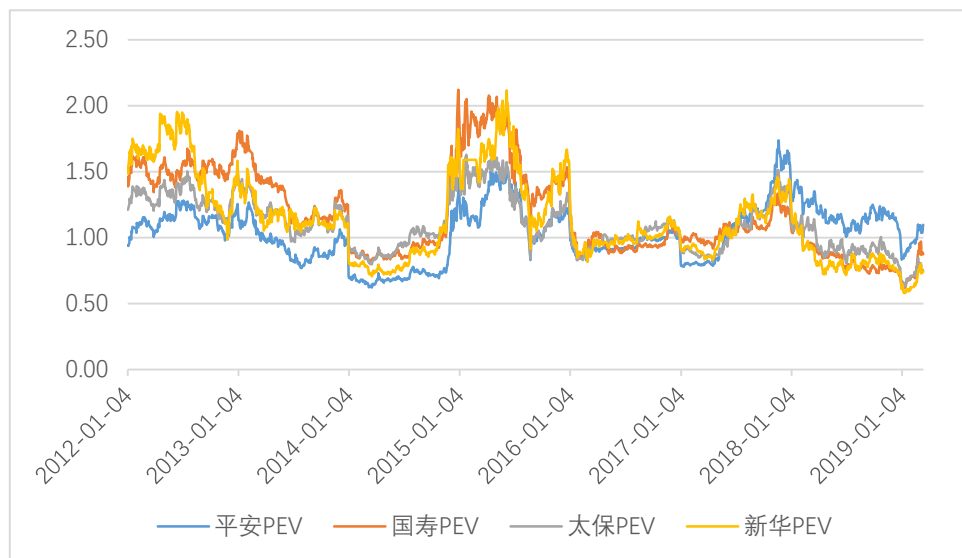
1) 寿险方面：资产端，股市好转、10 年期国债收益率企稳于 3.1%以上；负债端，寿险保费和 NBV 预计持续改善，新华和国寿短期 NBV 增速更优。平安净利润更加受益于股市好转（实施 I9 准则），1 季度增速有望超过 50%，预计高于同业。2) 产险方面：受益于手续费率下降以及投资收益好转，净利润增速有望大幅提升。截至 3 月 15 日，平安、国寿、太保、新华的 P/AAV（反映了利率预期）分别为 0.97、1.09、0.84、0.82 倍，P/EV 分别为 1.11、0.89、0.76、0.76 倍；中国财险 2018 年 PB 为 1.22 倍。我们推荐新华保险、中国平安、中国人寿、中国太保、中国财险。

图 15：保险公司 PAAV 倍数



资料来源：wind，公司财报，天风证券研究所

图 16: 保险公司 PEV 倍数



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	增持	预期股价相对收益 20%以上
		持有	预期股价相对收益 10%-20%
		卖出	预期股价相对收益 -10%-10%
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