

NBV 增速纷纷转正，投资扰动利润增长

——保险行业 2018 年年报综述

强于大市（维持）

日期：2019 年 04 月 02 日

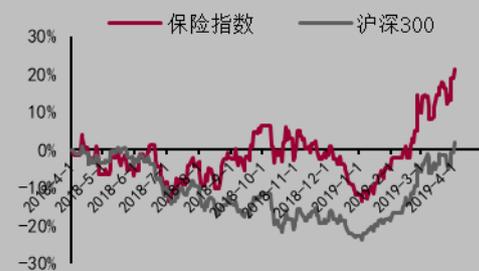
行业核心观点：

上市险企 2018 年业绩整体不够理想，但符合预期，2019 年有望迎来业务与业绩的双双复苏。截至 4 月 1 日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险 PEV（2019E）分别为 0.91、1.20、0.81、0.85 倍，估值仍处于较低水平，我们认为利率下行预期是目前为数不多的制约保险股表现的潜在不利因素，只要未来不出现超预期下行，保险股在保费增速复苏、权益市场上行带来的业绩反弹、价值较快增长的背景下，估值有望持续提升，继续维持保险行业“强于大市”评级，推荐保障型业务转型较好、业绩弹性较高的纯寿险标的。

投资要点：

- **总体业绩：NBV 增速纷纷转正，投资扰动利润增长。**全年新业务价值增速较上半年明显改善，平安增速领先，太保、新华、人保寿险增速纷纷转正，业务结构改善使得新业务价值率均有不同程度提升。内含价值和剩余边际等长期价值指标保持中高速增长。净利润增速呈现差异化，投资不利拉低综合收益。
- **业务：寿险业务结构优化，财险车险增长承压。**2018 年寿险续期拉动保费增长，新单规模下降但结构明显改善，个险渠道的绝对核心渠道地位得到进一步巩固，十年及以上新单期交大幅下降，新华十年期占比保持高水平，保障型业务受市场冲击较小，占比均有提升。财险车险增长承压，非车险拉动保费增长，车险受保源增速放缓、车均保费下降影响压力较大，保证险、责任险、农险等非车险业务增长较快。
- **投资：权益市场大幅下跌制约投资收益率表现，折现率拐点有利于准备金释放。**2018 年投资资产较快增长，从资产配置看，固定收益类资产占比稳中有升，权益占比受市场下跌影响有所下降。总投资收益率和综合投资收益率整体明显下降，太保受益于稳健的投资风格表现相对较好。
- **价值：NBV 增速改善，剩余边际和内含价值整体较快增长。**NBV 增速虽不高，投资偏差也是负贡献，但预期回报和 NBV 绝对值贡献足以推动内含价值稳定增长。新业务价值贡献也推动剩余边际保持快速增长，使得上市险企的利润持续性和确定性进一步增强。
- **风险因素：规模人力大幅下降、保障型业务销售不及预期、权益市场大幅下跌、利率下行超预期。**

保险行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 04 月 01 日

相关研究

万联证券研究所 20190328_公司年报点评_AAA_中国人寿 2018 年年报点评
万联证券研究所 20190325_公司年报点评_AAA_中国太保 2018 年年报点评
万联证券研究所 20190321_公司年报点评_AAA_新华保险 2018 年年报点评
万联证券研究所 20190313_公司年报点评_AAA_中国平安 2018 年年报点评

分析师：缴文超

执业证书编号：0270518030001
电话：010-56508503
邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-56508503
邮箱：yugang@wlzq.com

分析师：张译从

执业证书编号：S0270518090001
电话：010-56508503
邮箱：zhangyc1@wlzq.com

研究助理：孔文彬

电话：021-60883489
邮箱：kongwb@wlzq.com

目录

1、总体业绩：NBV 增速纷纷转正，投资扰动利润增长.....	4
2、业务：寿险业务结构优化，财险车险增长承压.....	5
2.1 寿险：续期拉动保费增长，新单规模下降但结构明显改善.....	5
2.2 寿险：人力增速分化，优质代理人队伍价值产能稳健.....	7
2.3 财险：车险增长承压，非车险拉动保费增长.....	8
3、投资：权益市场大幅下跌制约投资收益率表现，折现率拐点有利于准备金释放.....	9
3.1 资产配置：投资资产较快增长，固收占比提升，权益占比下降.....	9
3.2 投资收益率：总投资收益率明显下降，综合投资收益率分化.....	10
3.3 折现率变动：准备金折现率变动方向由负转正促进准备金释放.....	11
4、价值：寿险新业务价值增速转正，剩余边际和内含价值整体较快增长，财险手续费上行削弱盈利能力.....	12
4.1 寿险：业务结构优化使得新业务价值率持续提升.....	12
4.2 寿险：多家公司新业务价值增速转正，推动内含价值较快增长.....	12
4.3 寿险：剩余边际保持快速增长，利润持续性和确定性较强.....	14
4.4 财险：综合成本率稳中有升，投资收益仍是利润主要来源.....	14
4.5 财险：高额手续费导致实际税负大增，盈利能力大幅削弱.....	15
5、现金流与偿付能力：寿险现金流优于财险，偿付能力保持高水平.....	16
6、2019 年保险行业趋势判断及投资建议：.....	17
7、风险提示.....	18
图表 1：主要上市保险公司 2018 年新业务价值及增速.....	4
图表 2：主要上市保险公司 2018 年新业务价值率.....	4
图表 3：主要上市保险公司 2018 年内含价值及增速.....	5
图表 4：主要上市保险公司 2018 年剩余边际及增速.....	5
图表 5：主要上市保险公司 2018 年净利润及增速.....	5
图表 6：主要上市保险公司 2018 年综合收益及增速.....	5
图表 7：主要上市保险公司 2018 年保费结构变化（平安为规模保费口径）.....	6
图表 8：主要上市保险公司 2018 年个险保费占比.....	6
图表 9：主要上市保险公司 2018 年个险新单保费占比.....	6
图表 10：国寿和新华 2018 年十年期新单.....	7
图表 11：平安、太保、新华长期保障型/健康险新单.....	7
图表 12：主要寿险公司 2018 年期末人力及增速.....	8
图表 13：主要寿险公司 2018 年平均人力及增速.....	8
图表 14：主要寿险公司 2018 年月人均期交产能及增速.....	8
图表 15：主要寿险公司 2018 年月人均价值产能及增速.....	8
图表 16：主要财险公司 2018 年保费增速.....	9
图表 17：主要保险公司 2018 年投资资产配置.....	10
图表 18：主要保险公司 2018 年投资收益率.....	11
图表 19：主要寿险公司 2018 年折现率变动及对利润影响.....	11
图表 20：主要寿险公司 2018 年新业务价值率及变动.....	12
图表 21：主要寿险公司 2018 年内含价值变动分析.....	13
图表 22：主要寿险公司 2018 年内含价值及增速.....	13
图表 23：主要寿险公司 2018 年内含价值结构.....	13

图表 24: 平安寿险及健康险业务 2018 年剩余边际变动分析及利源分析	14
图表 25: 主要财险公司 2018 年综合成本率	14
图表 26: 主要财险公司 2018 年税前利润结构	15
图表 27: 主要财险公司 2018 年所得税变动及影响	16
图表 28: 主要保险公司 2018 年经营活动现金流及占保费收入比例	16
图表 29: 主要保险公司 2018 年偿付能力充足率	17

万联证券

1、总体业绩：NBV 增速纷纷转正，投资扰动利润增长

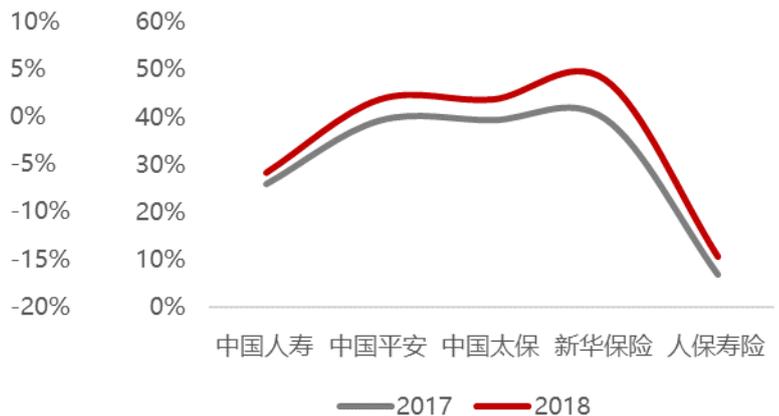
新业务价值增速较上半年明显改善，平安增速领先，太保、新华、人保寿增速纷纷转正。2018年，国寿、平安、太保、新华、人保寿新业务价值分别为495、723、271、122、57亿，平安领先优势较大，同比增速-17.6%/7.3%/1.5%/1.2%/0.8%(上半年增速-23.7%/+0.2%/-17.5%/-8.9%/-21.5%)，较上半年大幅提升。其中平安增速明显领先于主要同业，太保、新华、人保寿则是在上半年负增长情况下实现全年正增长，国寿虽然负增长较多，但增速较上半年改善6pct。

业务结构改善使得新业务价值率均有不同程度提升。受宏观利率和理财收益率高位、行业持续严监管影响，2018年储蓄型业务销售遇冷，新单保费大幅下降，而高价值率的保障型业务受影响相对较小，低价值率业务占比下降使得整体新业务价值率有所提升。2018年国寿、平安、太保、新华新业务价值率分别为28.3%/43.7%/43.7%/47.9%/10.6%，较上年同期提升2.3/4.4/4.3/8.2/3.6个百分点，其中新华因健康险取得超预期增长新业务价值率提升最为明显，领先主要同业。

图表1：主要上市保险公司2018年新业务价值及增速



图表2：主要上市保险公司2018年新业务价值率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

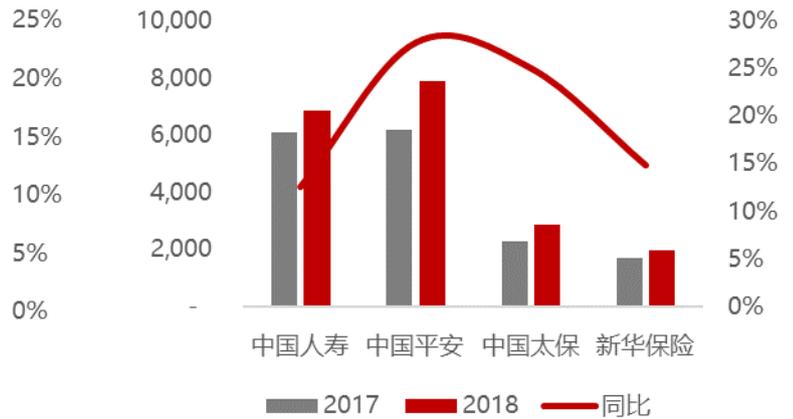
资料来源：公司公告、万联证券研究所

内含价值和剩余边际等长期价值指标保持中高速增长。新业务价值增速虽然并不理想（平安最高为7.3%），但其绝对值规模已经较大，足以支撑内含价值持续保持稳健增长，提升公司可持续价值创造能力。截至2018年末，国寿、平安、太保、新华、人保寿内含价值分别达到7951、10025、3361、1732、706亿，同比增长8.3%、21.5%、17.5%、12.8%、14.1%，平安得益于集团整体净资产规模较大使得内含价值最高，如果仅看有效业务价值，国寿4090亿仍然对平安4003亿保持领先，但领先优势仅87亿。从内含价值成长性看，2018年平安增速21.5%，为上市同业最优，太保17.5%次之，新华人保寿居中，国寿8.3%相对较低。除中国人保外，A股上市保险公司均以寿险业务为主，剩余边际是内含价值之外衡量寿险公司可持续发展能力的又一个重要指标，截至2018年末，国寿、平安、太保、新华剩余边际余额分别达到6841、7866、2854、1956亿，同比提升12.5%/27.6%/25.0%/14.8%，从规模看，平安7866亿位居第一，领先优势进一步扩大，从增速看，平安和太保全年增速超过25%明显领先新华和国寿。

图表3: 主要上市保险公司2018年内含价值及增速



图表4: 主要上市保险公司2018年剩余边际及增速

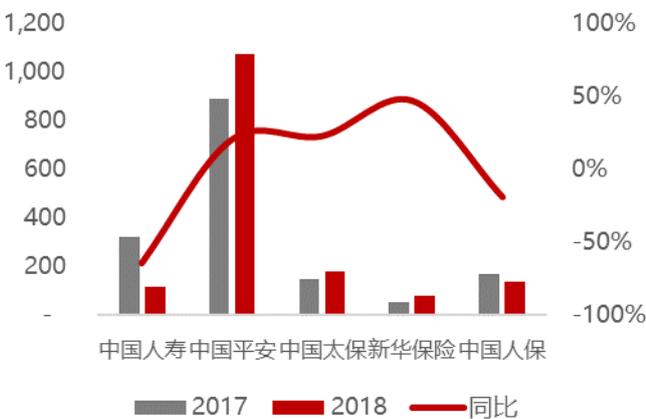


资料来源: 公司公告、万联证券研究所

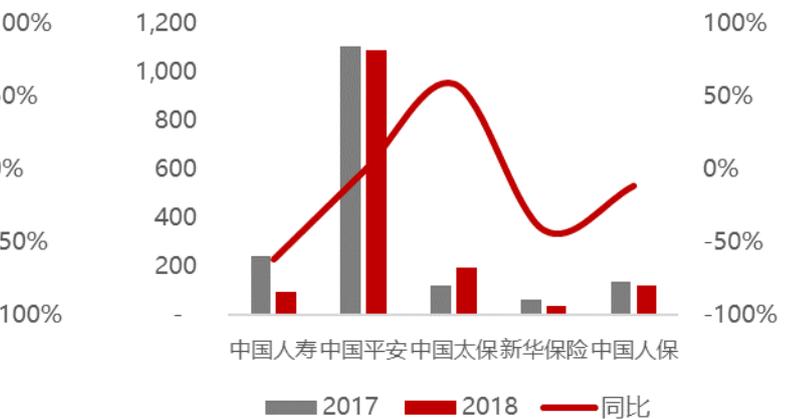
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

净利润增速呈现差异化, 投资不利拉低综合收益。2018年国寿、平安、太保、新华、人保分别实现归母净利润 114、1074、180、79、135 亿, 同比增速-64.7%、20.6%、22.9%、47.2%、-19.2%, 增速表现出差异性, 国寿负增长较多主要是由于投资收益率大幅下降导致, 而平安、太保、新华较快增长则是因为折现率等假设变动带来的准备金释放效应, 人保利润下降是财险综合成本率和投资收益率下降的双重作用。受上半年权益市场下跌影响, 从综合收益角度看, 同比增速分别为-61.7%/-1.5%/58.2%/-41.7%/-11.6%, 除太保外, 综合收益均为负增长, 太保受益于低股基占比的稳健投资风格在2018年权益市场不景气的环境下取得超越市场的综合投资收益率(5.1%)。

图表5: 主要上市保险公司2018年净利润及增速



图表6: 主要上市保险公司2018年综合收益及增速



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

2、业务: 寿险业务结构优化, 财险车险增长承压

2.1 寿险: 续期拉动保费增长, 新单规模下降但结构明显改善

新单增长乏力, 续期快速增长。2018年国寿、平安、太保、新华实现保费5358、5705、2024、1223亿, 同比增速4.7%、19.9%、15.3%、11.9%, 其中新单保费负增长和续期保费快速增长形成鲜明反差, 新单保费受宏观环境和严监管影响增速分别为-23.5%、-1.2%、-6.3%、-18.9%, 而续期保费受益于前几年期交业务规模快速扩大均

保持高速增长，增速分别为26.6%、32.8%、29.9%、24.9%，从而导致续期占比均有提升，国寿、平安、太保、新华2018年续期占比分别为68.1%/68.7%/67.2%/78.4%，其中新华最高接近80%，其他均在三分之二左右。

图表7：主要上市保险公司2018年保费结构变化（平安为规模保费口径）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

个险渠道的绝对核心渠道地位得到进一步巩固。在银行理财产品收益率高企的环境下，以中短期理财型为主的银保业务销售难度加大，且保险公司也意识到高额的渠道手续费、低价值率并不能持续的为公司创造价值，太保、新华前几年已经开始逐渐放弃银保渠道低价值保费，国寿2018年也痛下决心大力收缩银保趸交规模。2018年，国寿、平安、太保、新华个险渠道保费占比分别为76.2%、84.8%、90.3%、81.1%，其中国寿因银保渠道保费从1135亿大幅下降32.3%至768亿，个险渠道保费占比从69.1%提升至76.2%，逐渐接近于主要上市同业，平安、太保、新华均在80%以上，太保已经超过90%，以寿险为主业的四家A股上市险企均已形成个险为主的经营模式。从新单保费角度看，国寿也是因为主动压缩银保趸交包费使得个险贡献度从44.7%大幅提升至53.4%，而平安、太保和新华分别为73.2%/70.3%/73.3%，同比变动-2.4%/+0.5%/-0.5个百分点，均保持在70%以上。

图表8：主要上市保险公司2018年个险保费占比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表9：主要上市保险公司2018年个险新单保费占比

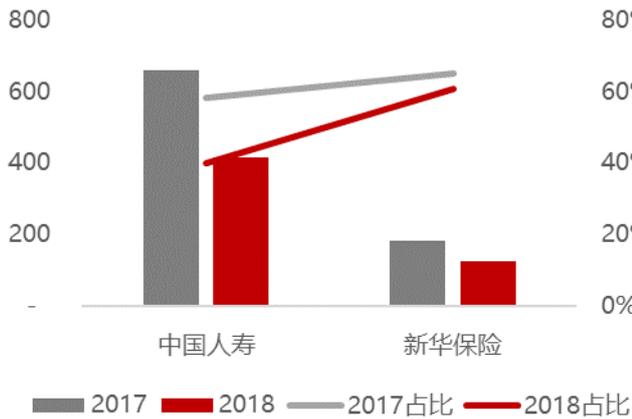


资料来源：公司公告、万联证券研究所

十年及以上新单期交大幅下降，新华十年期占比保持高水平。受利率高位及严监管影响，2018年新单保费总体下降，其中储蓄型业务受影响更为明显，而上年同期各

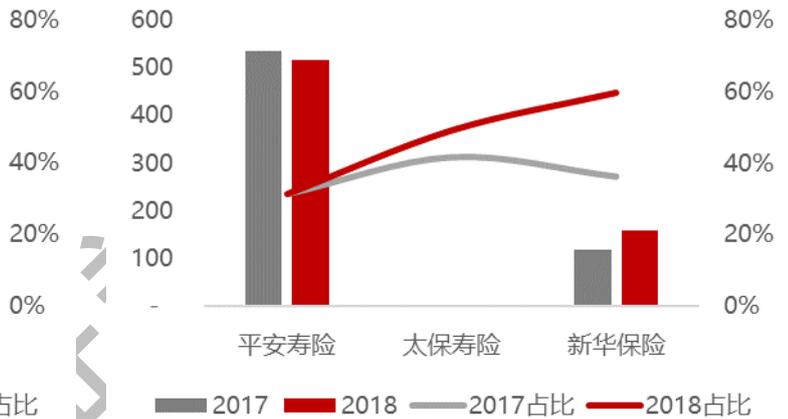
大寿险公司销售了大量的十年期分红年金/两全业务，高基数效应进一步使得国寿和新华2018年十年期保费增速分别为-36.9%/-31.2%，十年期规模为416/126亿。由于国寿2018年投放了中短期策略型期交产品，导致十年期占比从58.3%降至39.9%，而新华在市场并不理想的情况下仍然坚持发展长期期交业务，十年期占比从65%小幅降至60.8%，仍然保持在60%以上，期限结构保持优秀。

图表10：国寿和新华2018年十年期新单



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表11：平安、太保、新华长期保障型/健康险新单



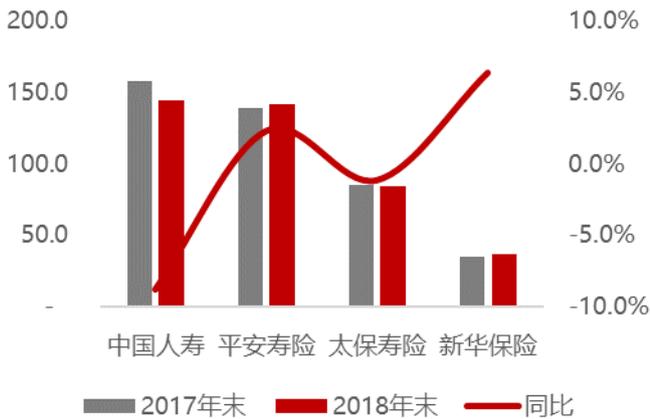
资料来源：公司公告、万联证券研究所

保障型业务受市场冲击较小，占比均有提升。保障型业务是监管鼓励发展的业务方向，其市场需求偏刚性，受宏观利率影响较小。平安2018年长期保障型业务新单保费为517亿，同比下降3.5%，降幅明显优于短期保障储蓄混合型业务(-13.7%)，占新单保费比例保持在31.2%，同比持平。太保仅披露长期保障型业务占比情况，2017年为41.7%，2018年提升7.4pct至49.1%，改善非常明显。新华则坚持将健康险作为业务核心，全年实现健康险新单保费158亿，同比增长33.8%，优于市场普遍预期，占新单比例从36.2%大幅提升至59.7%。

2.2 寿险：人力增速分化，优质代理人队伍价值产能稳健

人力增速分化，平安新华保持增长。截至2018年末，国寿、平安、太保、新华期末人力分别为143.9/141.7/84.2/37.0万人，较2015-2017年增长明显放缓，同比增速分别为-8.8%/+2.3%/-1.2%/+6.3%，平安新华实现正增长，国寿降幅较大，主要原因是上半年主动“清虚”（解约低绩效人力），目前国寿规模人力的领先优势已不大。从平均人力看，趋势与期末人力相似，平安新华实现同比正增长，其中平安上半年平均人力140万，较上年同期的125万增长12.3%，在行业人力增速明显放缓的情况下取得该增速实属不易，而国寿太保平均人力分别同比小幅下降1.8%、3.1%。

图表12: 主要寿险公司2018年期末人力及增速



图表13: 主要寿险公司2018年平均人力及增速

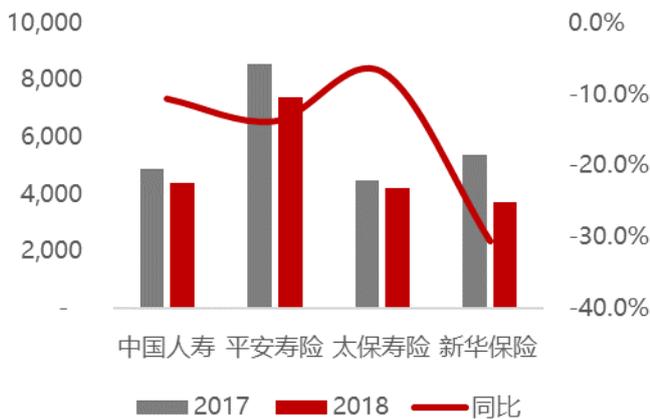


资料来源: 公司公告、万联证券研究所

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

期交产能明显下降, 太保个险价值产能仍在提升。2018年国寿、平安、太保、新华个险队伍月人均期交产能分别为4377、7395、4183、3719元, 平安遥遥领先, 同比增速分别为-10.6%、-13.7%、-6.8%、-30.6%, 太保降幅相对较小, 新华降幅最大, 主要原因是新华主要发展件均保费较低的健康险导致人均产能受影响最大。但从价值产能看, 国寿、平安、太保、新华分别为2367、3829、2668、2722元, 增速-18.0%、-5.6%、+4.7%、-3.5%。平安、太保、新华价值产能增速均大幅由于期交产能, 说明代理人队伍的业务质量在提升, 其中太保在行业不景气的情况下价值产能实现正增长, 表现优异。从队伍收入看, 平安2018年月人均收入6294元, 同比增长0.7%, 主要是由于新单结构改善以及续期佣金的提升, 太保2018年月人均FYC为1058元, 同比增长6.5%, 队伍收入持续提升。

图表14: 主要寿险公司2018年月人均期交产能及增速



图表15: 主要寿险公司2018年月人均价值产能及增速



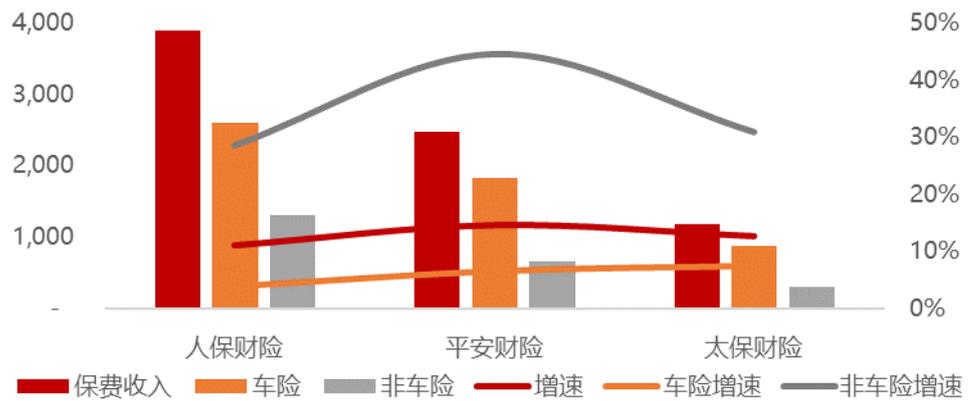
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

2.3 财险: 车险增长承压, 非车险拉动保费增长

2018年, 财险三巨头人保财险、平安财险、太保财险保费收入分别为3888、2474、1178亿, 同比增速11.0%/14.6%/12.6%, 人保财险继续保持牢牢占据财险市场第一的位置。

图表16: 主要财险公司2018年保费增速



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

车险增长承压, 非车险高速增长。受新车销量不景气及汽车保有量增速下滑影响, 车险保源增长动力不足, 且在费改持续推动之下车均保费有所下降, 车险难以高速增长。2018年人保财险、平安财险、太保财险分别实现车险保费收入2589、1818、880亿元, 同比增长3.9%/6.6%/7.5%, 均是个位数增长。相对于车险而言, 人保财险、平安财险和太保财险的非车险保费均实现高速增长, 增速分别为28.5%、44.4%、30.8%, 其中人保财险的信用保证险、责任险、意健险、农险增速分别为134.2%、27.9%、32.0%、21.0%, 平安财险的保证险保费收入由2017年的198.80亿大幅增长至2018年的330.12亿, 责任险、意外伤害险增速也都超过30%, 太保财险的责任险、农险、保证险增速分别为27.3%、54.9%、122.8%。

3、投资: 权益市场大幅下跌制约投资收益率表现, 折现率拐点

有利于准备金释放

3.1 资产配置: 投资资产较快增长, 固收占比提升, 权益占比下降

总投资资产持续稳健增长。截至2018年末, 五大A股上市保险公司总投资资产合计8.73万亿, 同比增长11.5%, 其中中国寿、平安、太保、新华、人保保险资金总投资资产分别为3.11/2.79/1.23/0.70/0.90万亿, 同比分别增长12.7%/14.1%/14.1%/1.7%/4.9%, 其中中国寿、平安、太保受益于较好的经营活动现金流入, 总投资资产增速达到两位数, 明显高于新华和人保。

图表17：主要保险公司2018年投资资产配置



资料来源：公司公告、万联证券研究所

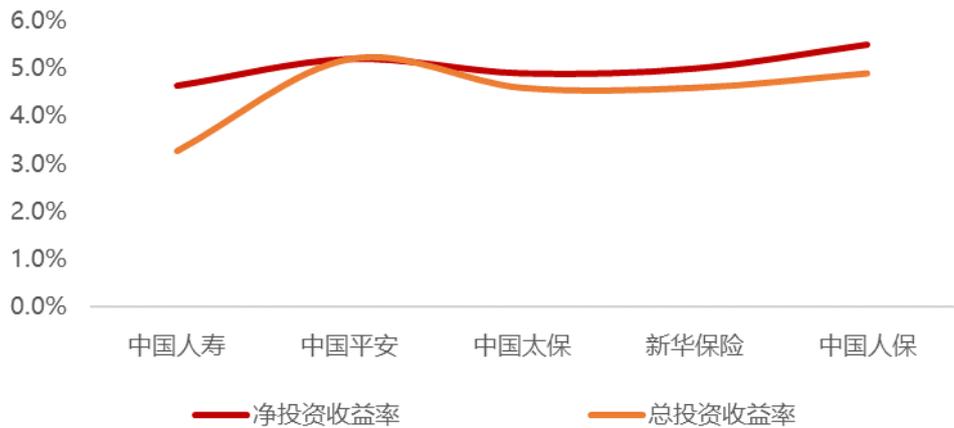
固定收益类资产占比稳中有升，权益占比受市场下跌影响有所下降。从大类资产配置看，保险资金坚持以固收为主的投资理念，太保相对最为稳健，固收占比达到83.1%，同比提升1.3pct，国寿、平安、新华固收占比较为接近，分别为77.5%、76.9%、75.0%，同比均有提升，人保相对较低的原因是旗下财险公司投资资产中现金占比较高。权益资产占比受2018年市场下跌影响，总体呈下降趋势，截至2018年末国寿、平安、太保、新华、人保权益占比分别为20.2%/16.1%/12.5%/17.3%/22.8%，其中太保权益占比保持相对最低，且其股票+权益型基金占比仅为5.6%，同比下降1.8个百分点，大幅低于其他三家，投资风格更为稳健。人保权益占比22.8%明显高于同业，主要原因是其长期股权投资金额较大。

3.2 投资收益率：总投资收益率明显下降，综合投资收益率分化

平安和太保受权益资产分红减少影响，净投资收益率下降较为明显。2018年国寿、平安、太保、新华、人保保险资金净投资收益率分别为4.6%/5.2%/4.9%/5.0%/5.5%，同比分别变动-0.3/-0.6/-0.5/-0.1/0.0pct，平安和太保下降较多的原因均是权益资产分红收入下降所致，新华则得益于较高的非标资产占比保持较好的净投资收益率，人保受益于长期股权投资的稳定高额回报保持较高的净投资收益率。

受股市大幅下跌影响总投资收益率均有下降。可比口径下，2018年国寿、平安、太保、新华、人保保险资金总投资收益率分别为3.3%/5.2%/4.6%/4.6%/4.9%，同比分别变动-1.9/-0.8/-0.8/-0.6/-1.1pct，其中国寿买卖价差收益由2017年的51亿骤降至-215亿，同时公允价值变动损益由2017年的39亿大幅降至2018年的-81亿，导致总投资收益率明显低于其他四家公司。平安同时披露了IFRS9下的总投资收益率3.7%，低于老口径1.5pct，主要是因为新准则下金融资产重新分类后大部分股票浮盈浮亏将直接进入损益表。

图表18: 主要保险公司2018年投资收益率



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

权益市场表现不佳的情况下太保综合投资收益率逆势增长。仅国寿和太保在中报中披露了综合投资收益率数据, 分别为3.1%和5.1%, 同比分别变动-1.5/+0.3pct。其中太保得益于2018年利率下行带来的债券资产浮盈增加以及较低的股基占比, 综合投资收益率达到5.1%, 稳健的投资风格收获了超越市场的投资表现, 而国寿综合投资收益率略低于总投资收益率, 说明其减值计提充分、浮亏充分消化, 2019年有望迎来强势反弹。

3.3 折现率变动: 准备金折现率变动方向由负转正促进准备金释放

2018年折现率小幅上行与2017年大幅下行形成准备金释放的合力。自2017年底国债收益率750日移动平均曲线进入上行通道后, 中债数据显示, 2018年保险合同准备金计量基准(以国债收益率750日移动平均曲线为基础)曲线1y/5y/10y分别上行16bp/9bp/9bp, 在其他假设不变的条件下将减少准备金(增加利润), 而上年同期分别下降7bp/16bp/20bp而增加准备金(减少利润)。

图表19: 主要寿险公司2018年折现率变动及对利润影响

保险合同准备金 计量基准 (%)	2017-12-31	2018-12-31	变动	假设变动 对利润影响	2017	2018	合计税后 利润影响	净利润 增速贡献
1y	2.71	2.87	0.16	中国人寿	-90	31	91	28%
5y	3.13	3.23	0.09	平安寿险	-322	30	264	73%
10y	3.31	3.40	0.09	太保寿险	-90	5	71	71%
				新华保险	-83	-50	25	46%
保险合同准备金 计量基准 (%)	2016-12-31	2017-12-31	变动					
1y	2.78	2.71	-0.07					
5y	3.29	3.13	-0.16					
10y	3.51	3.31	-0.20					

资料来源: 中国债券信息网、公司公告、万联证券研究所

2018年折现率等假设变动对利润增速是正贡献。中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险2018年折现率等假设变动对税前利润的影响分别为+31/+30/+5/-50亿, 而上年同期为-90/-322/-90/-83亿, 测算税后合计影响为91/264/71/25亿, 对利润增

速的贡献高达28%/73%/71%/46%，而2018年这四家寿险公司归母净利润增速分别为-65%/62%/39%/47%，其中国寿净利润负增长较多主要是因为投资端的负面影响强于假设变动的正影响。

4、价值：寿险新业务价值增速转正，剩余边际和内含价值整体较快增长，财险手续费上行削弱盈利能力

4.1 寿险：业务结构优化使得新业务价值率持续提升

新业务价值率均有改善，但驱动因素有差异。2018年全年上市险企新业务价值增速较上半年明显改善，但较2017年仍有大幅下降，平安寿险增速最高为7.3%，太保寿险、新华保险小幅正增长，中国人寿负增长较多，新业务价值增速下滑的主要原因是2018年理财收益率保持高位和严监管等因素造成。从结构上看，储蓄型业务受影响更大，保障型业务降幅相对较小，新华的健康险新单增速更是高达33.8%，由于以健康险为主的保障型业务价值率显著高于储蓄型业务，储蓄型业务的大幅下降导致保障型业务占比提升，使得各公司新业务价值率有不同程度的上升。具体分公司看，国寿新业务价值率提升主要是银保压缩趸交业务导致，平安则主要是因为长期保障型产品的价值率继续提升至94.7%，新华太保均是因为保障型占比提升。

图表20：主要寿险公司2018年新业务价值率及变动

中国人寿	2017	2018	变动	平安寿险	2017	2018	变动
个险渠道	47.2%	42.2%	-5.0%	代理人渠道	49.9%	57.1%	7.2%
银保渠道	8.0%	18.7%	10.7%	电网销渠道	42.3%	41.1%	-1.2%
团险渠道	1.1%	0.8%	-0.3%	银保渠道	9.6%	18.7%	9.1%
合计	26.0%	28.3%	2.3%	团险业务	1.1%	1.3%	0.2%
新华保险	2017	2018	变动	合计	39.3%	43.7%	4.4%
个险渠道	47.6%	60.6%	12.9%	太保寿险	2017	2018	变动
银保渠道	10.5%	12.2%	1.7%	传统寿险	68.3%	78.4%	10.1%
团险渠道	-3.0%	-4.1%	-1.1%	分红寿险	43.7%	38.1%	-5.6%
合计	39.7%	47.9%	8.2%	合计	39.4%	43.7%	4.3%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

平安太保个险渠道新业务价值率明显上升，国寿有所下降。2018年中国人寿、平安寿险、新华保险个险渠道新业务价值率分别为42.2%/57.1%/60.6%，较上年同期变动-5.0/+7.2/+12.9pct，太保寿险虽未披露分渠道新业务价值率，但由于其绝大部分新业务价值来自大个险渠道，从披露的分产品类型价值率结果基本可以判断其大个险渠道新业务价值大概率有所改善。中国人寿个险渠道新业务价值率下降的原因在于上半年策略性的推出了中短期期交产品，虽保持了新单期交规模，但十年期占比明显下降，期限结构有所恶化，导致价值率下滑。

4.2 寿险：多家公司新业务价值增速转正，推动内含价值较快增长

内含价值预期回报和新业务价值贡献共同推动内含价值稳定增长，投资偏差负贡献较大。内含价值预期回报是最为稳定的增长来源，2018年为8-10%，新业务价值增速普遍不理想，国寿/平安/太保/新华分比为-17.6%/7.3%/1.5%/1.2%（上半年仅平安正增长），但其绝对值贡献较大，新业务价值贡献对内含价值的增长贡献仍然达到

为6.7%/14.6%/12.7%/8.0%，其中平安贡献度最高，同时由于其运营经验偏差带来较大的正影响（增速贡献2.8%），使得平安寿险2018年内含价值增速达到23.5%，太保寿险由于稳健的新业务价值增速和优秀投资收益率表现带来的正投资偏差，内含价值增速也达到20.7%，明显优于中国人寿和新华保险。2018年权益市场下跌导致国寿、平安、新华的经济经验偏差均为负值，拉低内含价值增速。

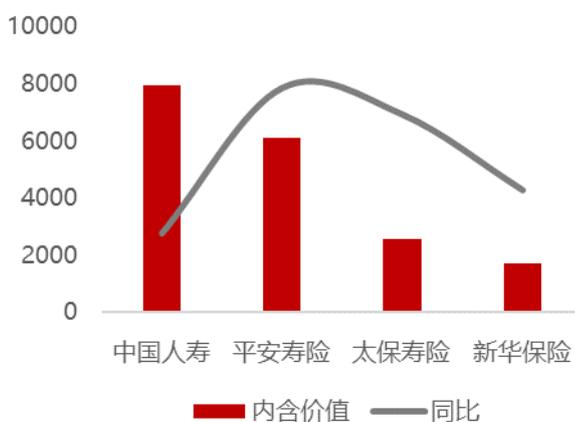
图表21：主要寿险公司2018年内含价值变动分析

	内含价值变动				增速贡献			
	中国人寿	平安寿险	太保寿险	新华保险	中国人寿	平安寿险	太保寿险	新华保险
期初内含价值	7342	4964	2140	1535				
内含价值预期回报	603	453	208	141	8.2%	9.1%	9.7%	9.2%
新业务价值贡献	495	723	271	122	6.7%	14.6%	12.7%	8.0%
运营经验偏差	3	139	-2	31	0.0%	2.8%	-0.1%	2.0%
经济经验偏差	-445	-122	2	-59	-6.1%	-2.5%	0.1%	-3.8%
评估方法、模型和假设调整	-11	6	-11	0	-0.2%	0.1%	-0.5%	0.0%
市场价值调整	88	72	30	0	1.2%	1.4%	1.4%	0.0%
注资及股东红利分配	-117	-314	-84	-16	-1.6%	-6.3%	-3.9%	-1.1%
其他	-7	212	29	-23	-0.1%	4.3%	1.4%	-1.5%
期末内含价值	7951	6132	2584	1732	8.3%	23.5%	20.7%	12.8%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

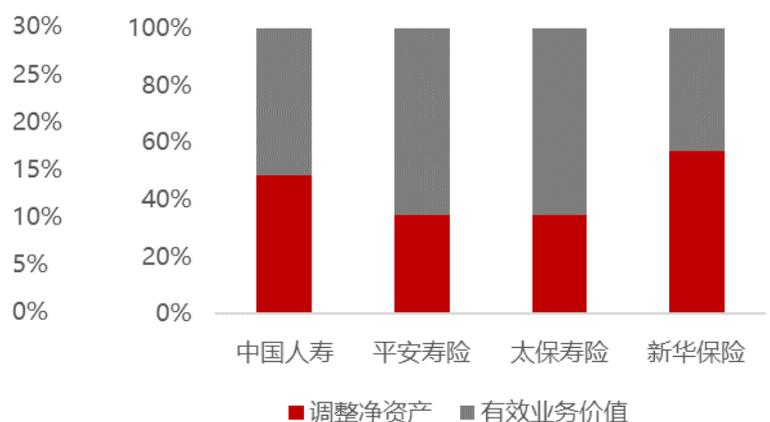
集团整体上市的寿险公司内含价值中有效业务价值占比更高。从内含价值结构看，其成长性主要来自于调整净资产和有效业务价值的增长，净资产的增长主要是利润贡献减去股东分红，有效业务价值则来自于新业务价值的不断积累。对于集团整体上市的公司而言，其寿险子公司的利润大部分将通过分红的形式转移到集团，自身仅需保留足以支撑业务发展的净资产即可（确保偿付能力充足率合理充裕），因此我们看到平安寿险和太保寿险内含价值中净资产占比相对较低，均低于35%，而中国人寿接近50%，新华保险更是接近60%。净资产占内含价值的比例一定程度上可以理解为公司对资本的使用效率，占比如果过高说明资本效率有提升的空间，如果业务无法快速增长，在估值上有一定劣势。

图表22：主要寿险公司2018年内含价值及增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表23：主要寿险公司2018年内含价值结构



资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.3 寿险：剩余边际保持快速增长，利润持续性和确定性较强

剩余边际保持中高速增长，与有效业务价值增速基本一致。剩余边际与有效业务价值均是存量保险业务未来利润现值，但剩余边际不考虑税收、资本成本，在折现率等经济假设上也存在一些差异，但两者本质是非常相似的，因此在趋势上具有高度相关性。2018年中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险剩余边际同比增速分别为12.5%/27.6%/25.0%/14.8%，有效业务价值增速12.5%/28.1%/24.1%/23.2%，其中国寿、平安、太保剩余边际增速与有效业务价值增速基本保持一致，而新华剩余边际增速明显低于有效业务价值增速，主要原因是有效业务价值的资本成本（业务结构优化）有所下降导致，如果考虑资本成本之前有效业务价值，剩余边际增速与有效业务价值增速更为一致。

剩余边际的增长主要来自于新业务贡献，其稳定释放（摊销）是寿险公司营运利润的主要来源。从平安披露的剩余边际变动分析看新业务贡献是剩余边际增长的核心动力，2018年与上年同期贡献度分别为37.0%/28.8%，剩余边际的摊销相对较为稳定，年度摊销比例（当期摊销/摊销前剩余边际余额）在8%左右。从利源分析看，2018年剩余边际摊销623亿，同比增长25.0%，占税前营运利润的63.5%，是主要的利润来源，上年同期贡献度为68.3%，相对较为稳定。营运利润是剔除短期投资波动、精算假设调整及一次性损益之后的利润，是寿险公司预期未来能稳定实现的利润，因此剩余边际的不断增长能推动未来寿险公司利润持续释放。

图表24：平安寿险及健康险业务2018年剩余边际变动分析及利源分析

剩余边际变动分析				利源分析			
	2017	2018	同比		2017	2018	同比
期初剩余边际	4547	6163	35.5%	剩余边际摊销	498	623	25.0%
新业务贡献	1684	1775	5.4%	净资产投资收益	74	90	21.8%
预期利息增长	226	285	25.9%	息差收入	56	50	-10.4%
剩余边际摊销	-498	-623	25.0%	营运偏差及其他	101	217	115.2%
营运偏差及其他	204	266	30.8%	税前营运利润合计	729	980	34.5%
期末剩余边际	6163	7866	27.6%	所得税	-201	-267	32.9%
				税后营运利润合计	528	713	35.1%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.4 财险：综合成本率稳中有升，投资收益仍是利润主要来源

手续费增长推升综合费用率。2018年财险三巨头综合成本率分别为98.5%、96.0%、98.4%，同比变动+1.2/-0.2/-0.4pct，其中人保财险增加较多，平安太保小幅下行。从结构上看，综合费用率上升较为明显，人保从34.8%升至36.5%，平安从39.6%升至41.1%，太保从38.9%升至42.2%，主要是由于市场竞争激烈导致手续费大幅攀升所致，其中人保财险2018年手续费增长24.0%，平安增长26.6%，太保增长23.0%，均大幅高于保费增速。

图表25：主要财险公司2018年综合成本率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

投资收益仍然是财险利润的主要来源。2018年人保财险、平安财险、太保财险承保利润分别为54.1/84.8/15.8亿，税前利润贡献度22.3%/43.5%/24.3%，而投资收益贡献度分别为82.6%/56.4%/84.5%，投资收益利润贡献度较大是由于零利率成本的投资资产不断积累的结果，而平安财险贡献度低于人保财险和太保财险则是因为更好的承保盈利能力。人保财险由于综合成本率上行较多导致承保利润同比下降36.4%，进而导致承保利润贡献度较低。

图表26：主要财险公司2018年税前利润结构



资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.5 财险：高额手续费导致实际税负大增，盈利能力大幅削弱

净利润增速明显低于税前利润增速。2018年，人保财险、平安财险、太保财险分别实现税前利润242.7/195.2/64.8亿，同比增速分别为-10.2%/3.3%/8.6%。但所得税均有大幅提升，同比增速分别达到9.1%/31.0%/34.6%，远高于税前利润增速，导致三家公司税后利润增速仅为-17.3%/-8.2%/-6.9%，均为负增长，平安财险和太保财险降幅相对较小。

图表27：主要财险公司2018年所得税变动及影响

	人保财险			平安财险			太保财险		
	2017	2018	同比	2017	2018	同比	2017	2018	同比
税前利润	270.1	242.7	-10.2%	189.0	195.2	3.3%	59.7	64.8	8.6%
所得税	73.0	79.7	9.1%	55.3	72.4	31.0%	22.3	30.0	34.6%
净利润	197.1	163.0	-17.3%	133.7	122.7	-8.2%	37.4	34.8	-6.9%
实际税率	27.0%	32.8%	5.8%	29.2%	37.1%	7.9%	37.3%	46.3%	8.9%

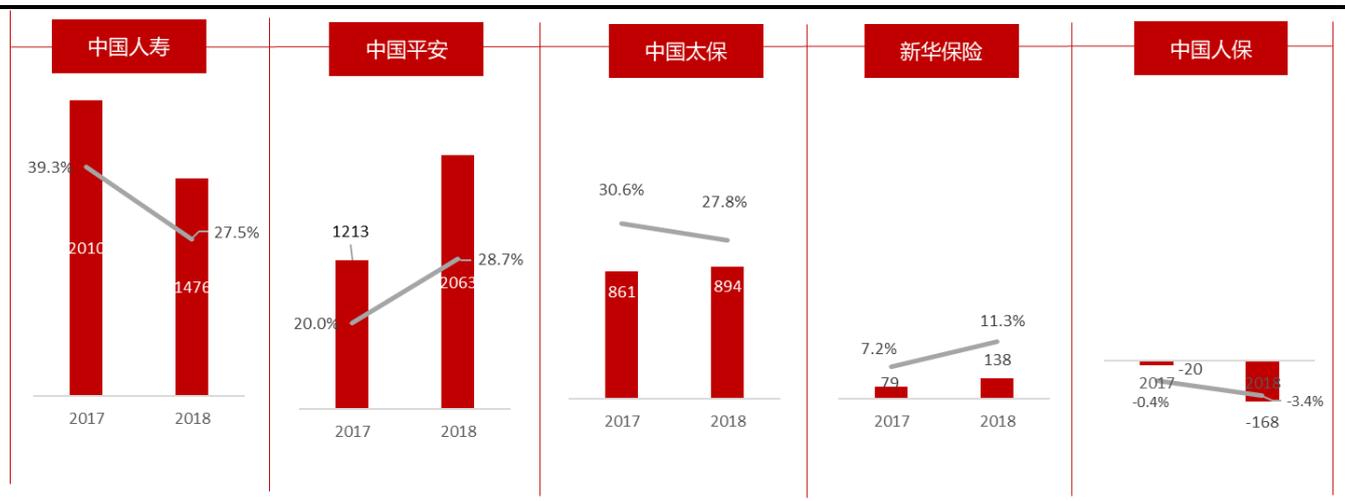
资料来源：公司公告、万联证券研究所

手续费快速增长是实际所得税率大幅攀升的主要原因。2018年财险公司所得税增速远高于税前利润增速的主要原因是市场激烈竞争导致手续费快速增长，人保财险、平安财险、太保财险手续费同比分别增长24.0%、26.6%、23.0%，占保费收入比例高达19.9%/19.0%/19.9%，由于超过15%的部分不予税前列支，使得实际所得税大增，人保财险、平安财险、太保财险实际税率分别达到32.8%/37.1%/46.3%，同比均明显提升，财险公司的盈利能力受到很大影响。

5、现金流与偿付能力：寿险现金流优于财险，偿付能力保持高水平

上市险企经营活动现金流情况总体较好，仅人保净流出。平安、太保、新华现金流均有改善，国寿、人保出现下降，国寿下降的主要原因是主动压缩银保趸交保费所致，平安变化较大是因为银行业务的存款现金流波动较大，其保险业务现金流情况一直较为健康，太保在成功转型大个险之后现金流持续好转，2018年继续提升，占保费收入比例已升至27.8%，新华在前两年大幅压缩趸交业务后，2018年现金流如期明显好转，全年经营活动现金流为138亿。人保现金流为负的主要原因有两方面，一是人保财险费用率上行，以及应收保费快速增长，二是人保寿险转型发展压缩中短存续期业务规模。

图表28：主要保险公司2018年经营活动现金流及占保费收入比例

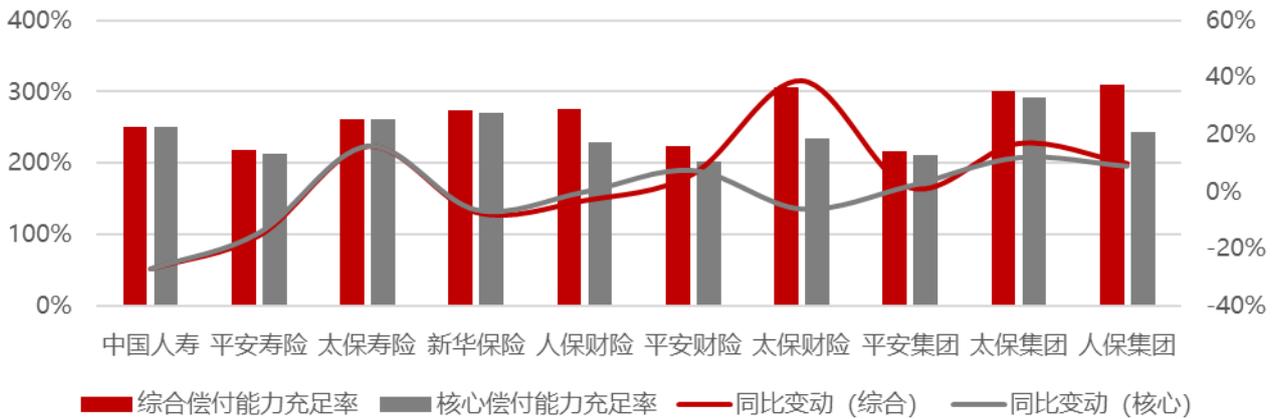


资料来源：公司公告、万联证券研究所

五大上市险企保持较高的偿付能力充足率。寿险方面，仅太保寿险偿付能力充足率

有提升，2018年末中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险综合偿付能力充足率分别为251%/219%/261%/275%，同比变动-27/-15/+16/-7pct，核心偿付能力充足率保持相同趋势，虽然多数公司有所下降，但综合和核心偿付能力充足率均在200%以上，短期内足以支撑业务发展，资本金相当充裕。财险方面，综合偿付能力充足率总体较为稳定，人保财险、平安财险、太保财险均在200%以上，核心偿付能力充足率平安财险相对较低202%，太保财险综合偿付能力充足率提升较多是因为发行资本补充债券影响，而股东分红等因素导致核心资本增加较少，使得核心偿付能力充足率同比下降6pct。集团方面，平安集团、太保集团、人保集团均保持良好的偿付能力充足率水平。

图表29：主要保险公司2018年偿付能力充足率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

6、2019 年保险行业趋势判断及投资建议：

■ 2019年保险行业趋势判断

寿险方面，维持行业复苏判断。一是保费增速回暖。受宏观环境和监管等因素影响，寿险业经历了较为困难的2018年，全年人身险行业总保费增速在年底压哨转正（0.8%），2019年1-2月保费增速达到21.5%，同比明显大幅提升。**二是销售人力和新单期交回暖。**代理人高增长时代已经结束，但是2019年产品销售情况好转、险企加强代理人培训，都有助于代理人队伍稳健增长，实现增速企稳。**三是价值和利润回暖。**保障型业务较快增长叠加储蓄型业务销售边际好转，寿险公司新业务价值增速有望触底回升，优质公司有望实现两位数增长。权益市场走强也将有利于投资收益提升，对利润增长起到拉动作用。

财险方面，维持增长承压判断，但业绩有反弹预期。汽车销量低迷导致车险保源增速乏力，商车费改持续推进使得车均保费有所下降，2019年车险保费增速仍然疲软，财险行业保费增速仍然靠非车险增长拉动。随着“报行合一”行业自律逐渐深入，费用率有望在短期内得到暂时控制，2019年承保利润有望企稳，投资端也受益于股市回升有望拉动利润增长。

■ 投资建议

上市险企2018年业绩整体不够理想，但符合预期，2019年有望迎来业务与业绩的双

双复苏。截至4月1日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险PEV（2019E）分别为0.91、1.20、0.81、0.85倍，估值仍处于较低水平，我们认为利率下行预期是目前为数不多的制约保险股表现的潜在不利因素，只要未来不出现超预期下行，保险股在保费增速复苏、权益市场上行带来的业绩反弹、价值较快增长的背景下，估值有望持续提升，继续维持保险行业“强于大市”评级，建议关注保障型业务转型较好、业绩弹性较高的纯寿险标的。

7、风险提示

规模人力大幅下降、保障型业务销售不及预期、权益市场大幅下跌、利率下行超预期

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场