

保险行业深度研究报告

风雨过后，转机来临——保险行业 2018 年报综述

推荐（维持）

- **经济与监管环境变化，上市险企产、寿业务双双承压。**受监管限制趋严影响，2018 年人身险行业原保费规模增速急剧回落，上市险企发展与行业趋同，但整体增速优于行业且份额有所提升；产险方面，受汽车销量探底、车险销量下滑影响，行业规模增速放缓，上市险企非车险业务增速、份额持续走高，人保车险增速跑输行业，太保经过业务转型业绩优于行业。
- **全年 NBV 增长超预期，源于积极调整业务结构，价值率提升。**2018 年，行业遭受多年以来首次“开门红”受挫后，主动调整产品策略，加大了对长期健康险等产品的销售力度，新业务在 2 季度和 4 季度增长较快，较大程度的弥补了 1 季度的急速下降。高价值的长期保障型和储蓄型产品比重上升是价值率上升的主因，各家公司的渠道、缴费期结构也进一步优化，有利于长期产品的销售和价值率的提升。
- **受权益市场震荡影响，投资业绩整体下降。**2018 年，受权益市场整体震荡下行影响，公开市场权益类资产投资收益表现受到较大影响：股票、基金分红减少，公允价值变动、买卖价差贡献损失，投资资产减值增加等情况的发生导致上市险企整体投资业绩出现不同程度的下降。而市场利率全年呈现出前高后低的走势，国债收益率水平一路下行，中低等级信用利差上升，保险公司在上半年抓住市场利率高位，增配固定收益类资产，减少了股票资产的配置。固收类资产收益的增加和浮盈一定程度上抵御了股票、基金公允价值下降、分红减少的风险。
- **价值增长受多重因素影响，但仍可持续。**2018 年上市险企寿险业务负债端和投资端均承压，造成新业务价值对内合价值贡献减少，投资回报差异贡献负偏差，内含价值增速放缓，但由于内含价值内在预期回报贡献稳定且运营经验不断优化，上市险企内含价值增长仍可持续。
- **综合费用率攀升，产险业务净利润负增长。**产险业务增速为负的直接原因为费用率攀升造成手续费率抵扣比例超额度，应纳税所得额增加，所得税增加。从产险行业来看，整个行业已进入第 5 轮承保周期疲软期阶段，市场亏损主体大幅增加，2018 年行业综合成本率超 100%，车险增速下滑叠加费改深化带来的费用竞争加剧造成利润减少或亏损。
- **投资建议：**相较于去年，今年行业市场环境明显好转，有利于保险股估值的修复与提升：权益市场回暖，长端国债收益率企稳，负债端表现和预期均显乐观。预期行业一季度有望实现较高的 NBV 正增长。当前保险股估值仍处于历史底部，静态 PEV 分别为 1.43 倍（中国平安）、1.02 倍（中国人寿）、1 倍（新华保险）、0.94 倍（中国太保），具有较大安全边际。新华保险历经几年转型阵痛后，业务结构趋于稳定且持续优化，形成了价值稳定增长的力量。中国平安作为行业龙头，负债端结构稳健并向多元化发展，价值增长料将受短期波动影响较小。维持对新华保险的“强推”评级；对中国平安、中国太保、中国人寿维持“推荐”评级；对中国人保维持“中性”评级。
- **风险提示：**1 季度业绩不及预期、权益市场震荡向下、长端利率持续向下、车险市场竞争加剧、巨灾发生频发、监管政策变化。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
中国平安	78.6	7.58	8.46	9.69	10.38	9.30	8.11	2.39	推荐
中国人寿	28.82	1.06	1.46	2.06	27.11	19.68	13.97	2.37	推荐
新华保险	55.65	5.91	10.10	14.33	9.42	5.51	3.88	2.55	强推
中国太保	34.79	2.74	4.05	5.19	12.76	8.63	6.74	1.72	推荐
中国人保	9.83	0.48	0.71	0.87	20.43	13.75	11.26	2.41	中性

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 01 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

执业编号：S0360516110002

联系人：张径炜

电话：0755-82756802

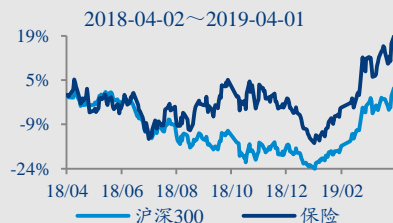
邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	7	0.19
总市值(亿元)	32,258.19	5.02
流通市值(亿元)	18,471.03	3.96

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	10.59	24.67	28.14
相对表现	2.29	9.11	26.21



相关研究报告

《保险行业 2018 年四季度投资策略：从修正后的 PEV 估值看保险股的隐含预期》

2018-09-10

《保险行业 2019 年度投资策略：经济、需求与利率——探究保险行业周期之惑》

2018-11-21

《财产险行业深度研究报告系列之一：价格竞争依然无解，创新是承保盈利唯一方向》

2019-03-18

目录

一、上市险企年报关键指标一览.....	5
二、经济与监管环境变化，上市险企产、寿业务规模双双受影响.....	5
三、全年 NBV 增长超预期，源于积极调整业务结构，价值率提升	11
四、受权益市场震荡影响，投资业绩整体下降.....	13
五、价值承受多重因素影响，增长仍可持续.....	15
六、综合费用率攀升，产险业务净利负增长.....	17
七、投资建议.....	18
八、风险提示.....	19

图表目录

图表 1 上市险企年报关键指标一览.....	5
图表 2 人身险行业原保险保费收入下滑较快（亿元）.....	6
图表 3 行业健康险保费占比明显提升.....	6
图表 4 寿险保费增速负增长，健康险实现高增速.....	6
图表 5 上市险企人身险保费增速超行业.....	6
图表 6 新华保险扭转此前几年回落态势，新单续期共同作用拉动保费增长.....	7
图表 7 中国太保人身险业务受新单影响增速下滑.....	7
图表 8 中国人寿受新单增速较大负增长拖累，整体保费增速只有个位数.....	8
图表 9 由于续期业务的强劲支撑，中国平安人身险业务仍维持了 20% 的高增速.....	8
图表 10 2018 年汽车销量出现负增长，车险增速回落至 10% 以下.....	8
图表 11 车险增速随汽车保有量增速放缓.....	8
图表 12 人保财产险业务增速略低于行业.....	9
图表 13 受车险增速拖累，人保财产险业务增速跑输行业.....	9
图表 14 上市险企非车险增速迅猛.....	9
图表 15 财产险行业竞争格局稳定.....	9
图表 16 中国太保保证险业务占比提升明显.....	10
图表 17 中国太保非车险业务高速增长.....	10
图表 18 中国人保车险占比较低.....	10
图表 19 中国人保信用保证保险业务取得突破，增速迅猛.....	10
图表 20 中国平安车险份额逐年下降，保证险业务份额进一步提升.....	11
图表 21 中国平安保证险增速由于基数大出现回落，非车险增速依然高企.....	11
图表 22 2018 年一季度后，新单保费逐渐回暖（亿元）.....	11
图表 23 除国寿外，其他三家下半年扭转逆势，NBV 增速均实现了正增长.....	11
图表 24 上市险企新业务价值率逐年提升.....	12
图表 25 受监管政策影响，新单增速回落，近两年 NBV 增速下降.....	12
图表 26 中国平安业务结构呈现多元化趋势，代理人渠道新单占比下降.....	12
图表 27 代理人渠道新单结构稳定，短交型业务占比下降.....	12
图表 28 上市险企净投资收益率.....	13
图表 29 上市险企总投资收益率下行.....	13
图表 30 上市险企投资资产配置明细.....	14
图表 31 中国平安股票、基金、债券会计科目重分类明细（亿元）.....	14
图表 32 除中国太保外，寿险业务内含价值均有所回落（寿险业务、亿元）.....	15

图表 33 内含价值新业务价值回报率与新业务价值增长保持一致	15
图表 34 内含价值投资回报率：可以推测新华保险综合投资收益率或有较大下幅	15
图表 35 中国平安寿险业务内含价值回报明细	16
图表 36 新华保险内含价值回报明细	16
图表 37 中国太保寿险业务内含价值回报明细	17
图表 38 中国人寿内含价值回报明细	17
图表 39 人保综合成本率有所上升，平安太保微降	18
图表 40 平安太保赔付率变化趋势一致	18
图表 41 上市险企综合费用率大幅攀升	18

一、上市险企 2018 年报关键指标一览

图表 1 上市险企 2018 年报关键指标一览

2018 年报关键指标 (单位: 亿元/%)	中国平安	新华保险	中国太保	中国人寿	中国人保
归母净利润	1074	79	180	114	135
yoy: %	20.6	47.2	22.9	-64.7	-22.3
归母营运利润	1126	/	/	/	/
yoy: %	18.9	/	/	/	/
新业务价值	723	122	271	495	62
yoy: %	7.3	1.2	1.5	-17.6	1.4
归母净资产	5565	656	1496	3183	1252
yoy: %	7.9	2.9	8.8	-0.8	11.4
内含价值	10025	1732	3361	7950	793
yoy: %	21.5	12.8	17.5	8.3	13.7
剩余边际	7866	1956	2854	6840	/
yoy: %	27.6	14.8	25	12.5	/
寿险业务新单保费	1785 (规保)	208	467	1711	536
yoy: %	-1.2	-27.3	-5.6	-23.5	-44.5
新业务价值率	43.7	47.9	43.7	28.9	
yoy: pct	4.4	8.2	4.3	2.05	
总投资收益率 (IFRS9 实施前/后)	5.2/3.7	4.6	4.6	3.29	4.9
yoy: pct	-0.8/-2.3	-0.6	-0.8	-1.87	-1.12
净投资收益率	5.2	5	4.9	4.64	5.5
yoy: pct	-0.6	-0.1	-0.5	-0.28	0
综合投资收益率	/	/	5.1	3.1	/
yoy: pct	/	/	0.3	-1.47	/
代理人规模 (万)	132	37	84.7	177.2	27
yoy: %	4.8	6.3	-3.1	-12.5	-7.3
综合成本率	96	/	98.4	/	98.5
yoy: pct	-0.2	/	-0.4	/	1.2
综合费用率	41.1	/	42.2	/	36.5
yoy: pct	1.5	/	3.3	/	1.6
综合赔付率	54.9	/	56.2	/	62
yoy: pct	-1.7	/	-3.7	/	-0.4

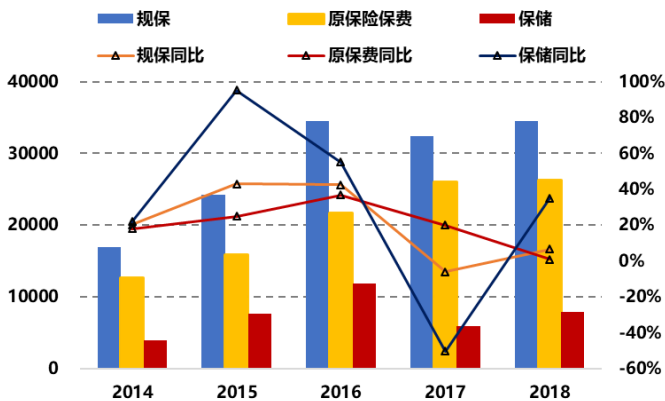
资料来源: 相关公司财报、华创证券

二、经济与监管环境变化, 上市险企产、寿业务双双承压

监管限制趋严, 人身险行业 2018 年原保费规模增速急剧回落。2018 年, 人身险行业公司规模保费为 3.45 万亿元,

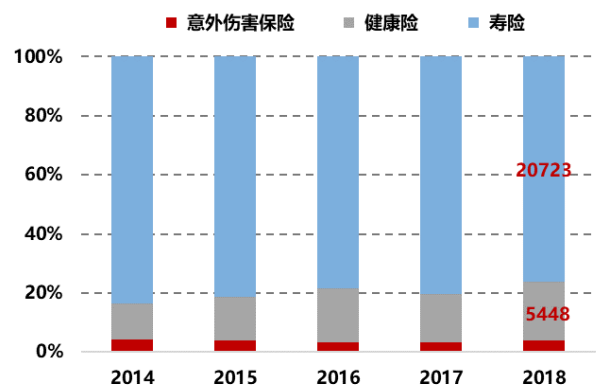
同比增长 6.6%，较 2017 年负增速-6.1%转正处于较低增长区间。主要原因为：1) 2017 年中短存续期产品（主要为万能险）遭受监管限制，保护储备金及投资款新增缴费急速下滑，同比-50%，2018 年情况有所好转，在低基数的情况下，保储新增缴费有较高速增长，同比增长 35%。2) 受 2017 年“134”号文限制“快返型”年金产品的影响，2018 年人身险行业自 2011 年以来“开门红”首次出现业绩负增长，前三月原保费收入同比下降 17%。全年原保险保费收入为 2.6 万亿，同比增长 0.8%，较此前的高增速急剧下滑。分险种来看，健康险业务实现了较高增速，全年增长 24.12%，且保费占整体人身险业务保费比重提升 4pct 至 20%；寿险业务由于直接受政策影响，全年保费收入同比下降 3.4%。

图表 2 人身险行业原保险保费收入下滑较快（亿元）



资料来源：银保监会，华创证券

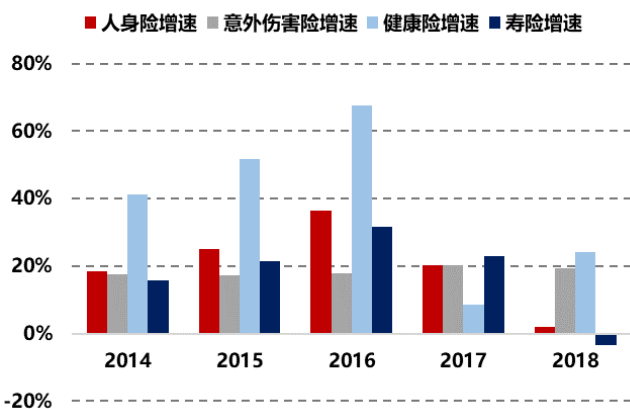
图表 3 行业健康险保费占比明显提升



资料来源：银保监会，华创证券

*原保险保费收入口径

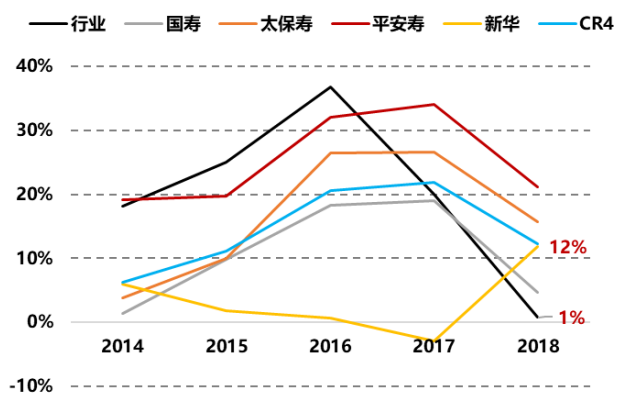
图表 4 寿险保费增速负增长，健康险实现高增速



资料来源：银保监会，华创证券

*原保险保费收入口径

图表 5 上市险企人身险保费增速超行业



资料来源：银保监会，华创证券

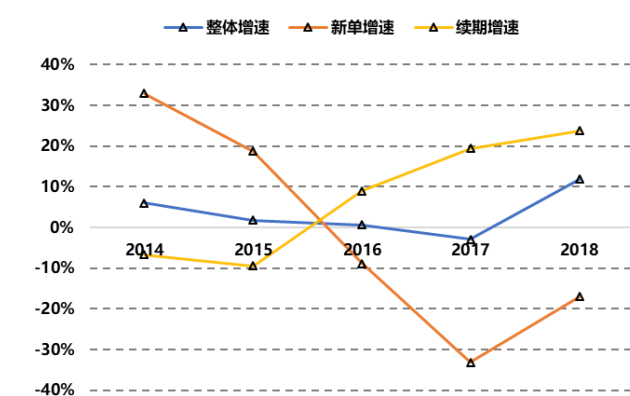
*原保险保费收入口径

上市险企人身险业务发展与行业趋同，整体增速优于行业且份额提升。2018 年上市险企寿险子公司保费收入为 1.3 万亿元，同比增长 12.2%，远优于行业。除新华保险外，寿险子公司整体保费增速都与行业趋势一致，均出现 10 个百分点以上的回落。新华保险由于此前大力转型，压缩银保趸交业务导致基数较小，2018 年整体保费增速停止了 2015 年以来持续回落的态势，首度反转向。总体而言，2018 年上市险企人身险业务规模在外部环境恶化的情况下维持了相对中速的增长，除中国人寿个位数增长外，都实现 10% 以上的增速。另外，上市险企市场份额在 2018 年有所提

升，四家寿险公司原保费收入市占率同比提升了 5.5 个百分点至 54.7%。

- **新华保险扭转此前几年回落态势，新单续期均向上，共同作用拉动保费增长。**2018 年新华保险原保费收入为 1223 亿元，同比增长 11.9%，扭转了此前几年持续回落负增长态势。其中新单增速为-17%，续期增速为 23.8%，新单和续期增速都较 2017 年向上，共同拉动整体业务增长。
- **由于续期业务的强劲支撑，中国平安人身险业务仍维持了 20% 的高增速。**2018 年中国平安人身险业务规模保费为 5705 亿元，同比增长 20%，较 2017 年回落 7.4 个百分点。其中新单增速为-1.2%，续期增速为 32.8%。中国平安续期业务持续向上，增速强劲，支撑整体规模仍维持在 20% 以上。
- **中国太保人身险续期业务增速出现小幅回落。**2018 年中国太保代理人渠道原保费收入为 1827 亿元，同比增长 18%，其中新单增速为-5.6%，续期增速为 29.9%。整体保费增速较 2017 年出现 15 个百分点的回落，主要原因为新单增速回落较大且续期业务也有小幅回落。
- **中国人寿新单下降幅度大，拖累整体保费增速仅为个位数。**2018 年中国人寿原保费收入为 5338 亿元，同比增长 4.7，较 2017 年回落 14.3 个百分点。其中新单增速为-23.5%，续期增速为 26.6%。由于新单的大幅度下降，整体保费增速只有个位数增长，为四家上市险企中最低。

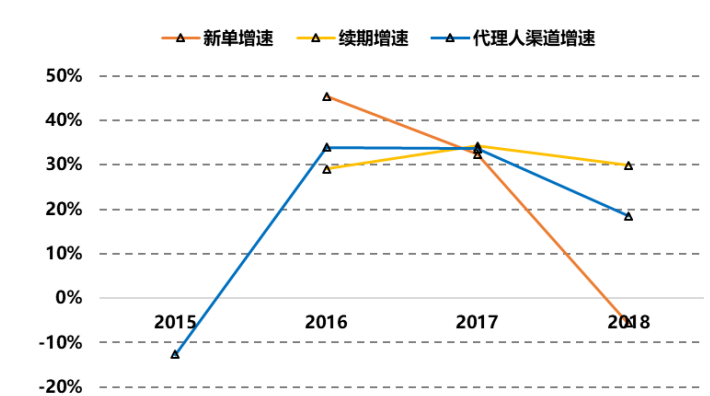
图表 6 新华保险扭转此前几年回落态势，新单续期共同作用拉动保费增长



资料来源：公司财报、华创证券

*原保险保费收入口径

图表 7 中国太保人身险业务受新单影响增速下滑

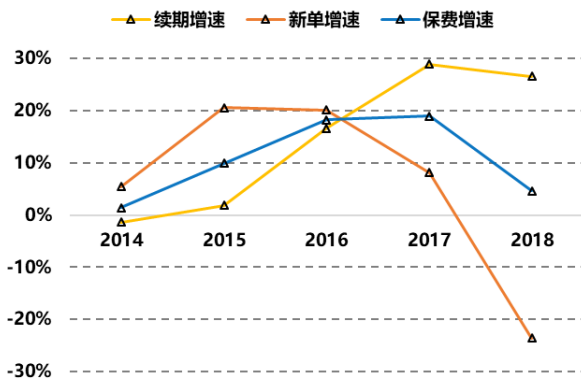


资料来源：公司财报、华创证券

*原保险保费收入口径

*新单、续期为代理人渠道

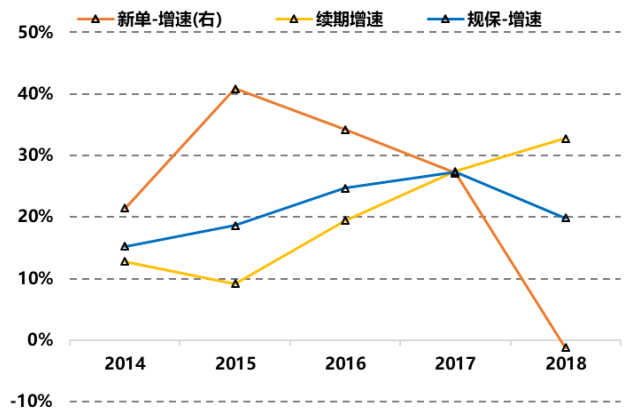
图表 8 中国人寿受新单增速较大负增长拖累，整体保费增速只有个位数



资料来源：公司财报、华创证券

*原保险保费收入口径

图表 9 由于续期业务的强劲支撑，中国平安人身险业务仍维持了 20% 的高增速

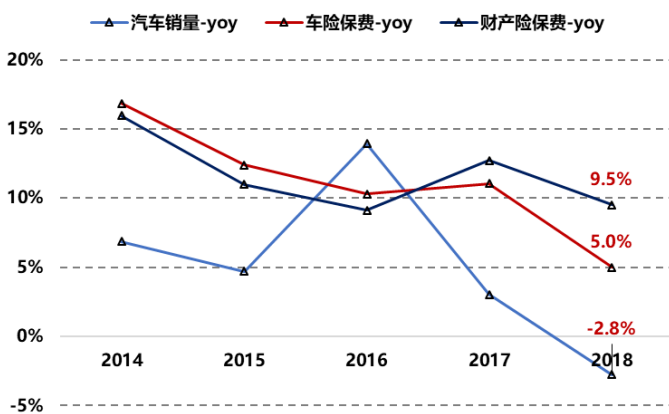


资料来源：公司财报、华创证券

*规模保费口径

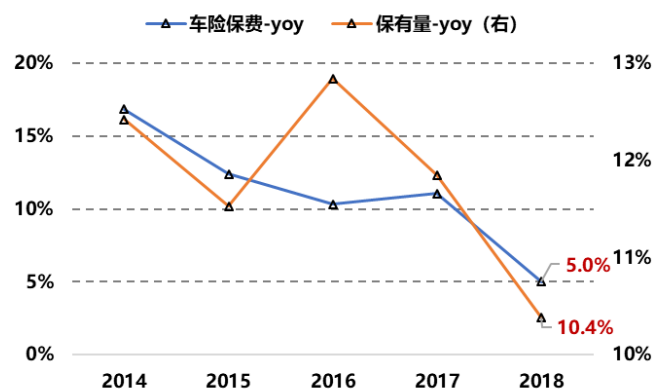
财产险行业规模增长相对稳定，受车险销量下滑影响规模增速放缓。2018 年财产险行业公司保费收入为 1.18 万亿元，同比增长 11.5%，同比 2017 年出现 2.2 个百分点的回落。主要受经济下行影响，汽车行业继续探底，新车销量继续走低出现负增长带来的影响，机动车辆保险增速有较大的回落。截至 2018 年，我国汽车销量 2808 万辆，同比下降 2.8%，是自 2000 年以来汽车和乘用车销量出现的首次负增长，机动车辆保险规模也出现了自 2000 年以来的最低增速 5%，首次低于 10%。

图表 10 2018 年汽车销量出现负增长，车险增速回落至 10% 以下



资料来源：银保监会、汽车工业协会、华创证券

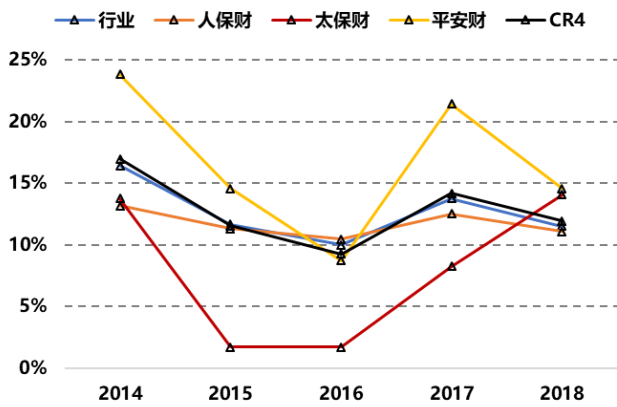
图表 11 车险增速随汽车保有量增速放缓



资料来源：银保监会、汽车工业协会、华创证券

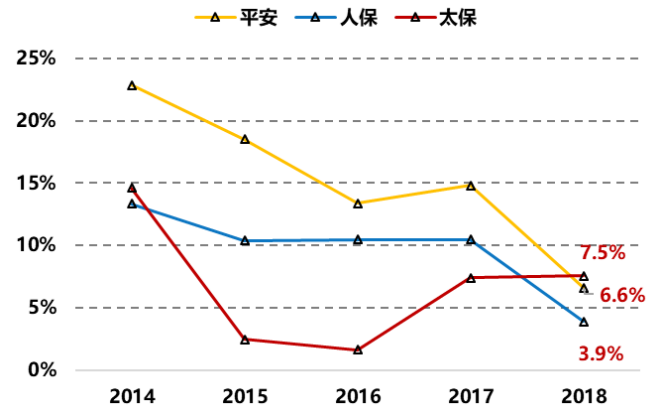
上市险企非车险增速、份额持续走高，人保车险增速跑输行业。除中国太保外，上市险企产险业务与行业发展趋势一致，业务增速出现一定回落。三家公司产险业务竞争格局继续维持了长期以来的稳定，整体市占率为 64%。非车险业务份额都有一定程度的提升，2018 年中国人保、中国平安、中国太保非车险业务占总保费比例分别为 33.4%，26.5%，25.3%，同比上升 4.5、5.4、3.5 个百分点。

图表 12 人保财产险业务增速略低于行业



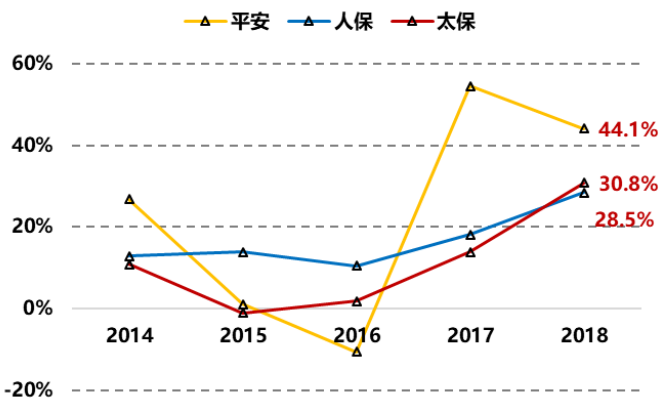
资料来源：银保监会，华创证券

图表 13 受车险增速拖累，人保财产险业务增速跑输行业



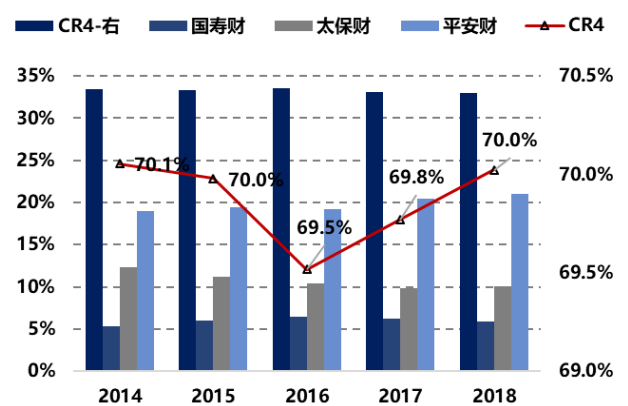
资料来源：公司财报，华创证券

图表 14 上市险企非车险增速迅猛



资料来源：公司财报，华创证券

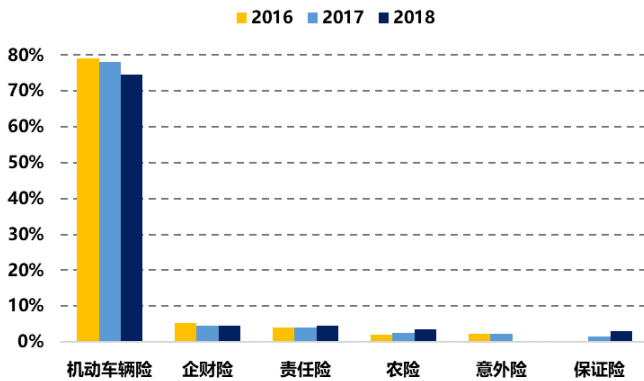
图表 15 财产险行业竞争格局稳定



资料来源：银保监会，华创证券

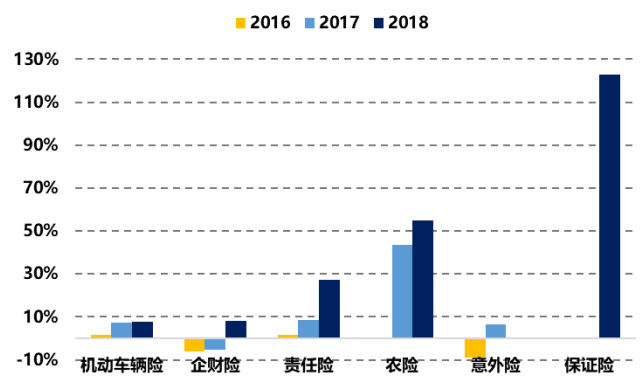
- **转型后业务逐渐优化，中国太保产险业绩优于行业。**由于2014年产险出现较大承保亏损，中国太保此后主动转型调整业务结构，业务增速一直处于低位。随着转型开展显露成效，2017年业绩开始恢复，2018年车险和非车险业绩都有较好的成绩，产险业务整体增速为12.6%，其中车险增速达7.5%，远远跑赢行业及上市同业；非车险增速为30.8%，责任险、农险、保证险等业务份额明显提升，增速高企。

图表 16 中国太保保证险业务占比提升明显



资料来源：公司财报，华创证券

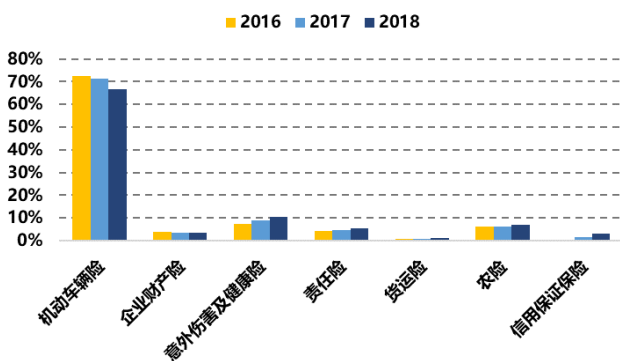
图表 17 中国太保非车险业务高速增长



资料来源：银保监会，华创证券

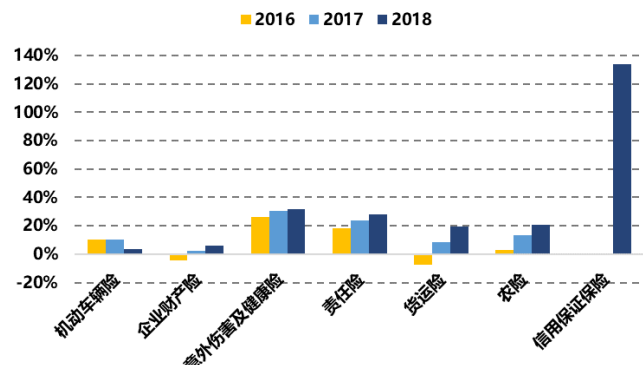
- **车险增速低于行业，中国人保信用保证保险取得突破。**由于车险业务增速较低仅为 3.9% 拉低中国产险业务整体增速，2018 年中国人保产险业务增速为 11%，略低于行业增速 11.5%。中国人保非车险增速为 28.5%，较 2017 提高 10.3 个百分点，主要原因为 2018 年信用保证保险得到了大力支持和发展，同比增长 134%。

图表 18 中国人保车险占比较低



资料来源：公司财报，华创证券

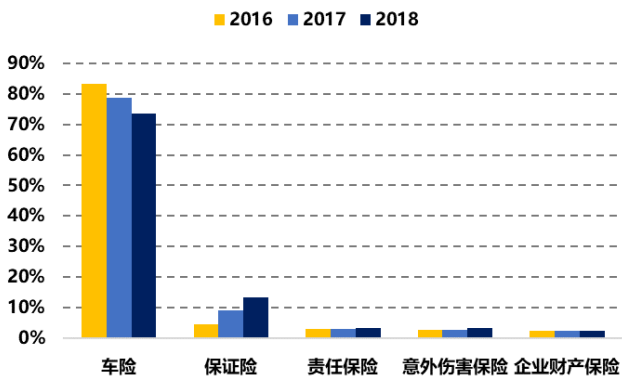
图表 19 中国人保信用保证保险业务取得突破，增速迅猛



资料来源：公司财报，华创证券

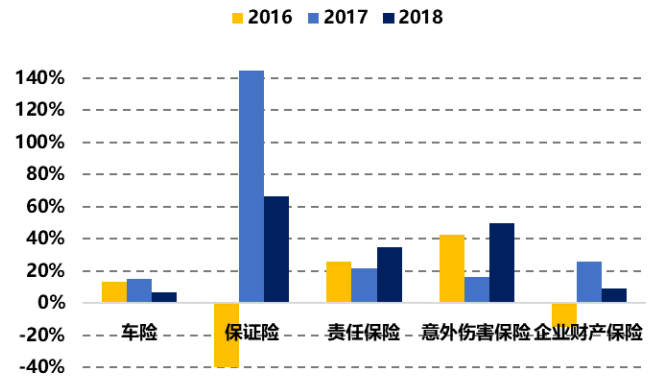
- **中国平安保证险此前基数大增速高，增速出现一定程度回落，份额进一步提升。**2018 年中国平安财产险业务同比增长 14.5%，同比回落 6.9 个百分点，其中车险增速为 6.6%，非车险增速为 44.1%。车险业务和非车险业务增速均有一定程度回落，分别较 2017 年回落 8.2 和 10.5 个百分点。车险增速回落与行业趋势一致。非车险回落主要是由于信用保证保险 2017 年基数大增速快，2018 年仍然是平安财产险业务第二大险种，实现了 44.1% 的高速增长。

图表 20 中国平安车险份额逐年下降，保证险业务份额进一步提升



资料来源：公司财报、华创证券

图表 21 中国平安保证险增速由于基数大出现回落，非车险增速依然高企

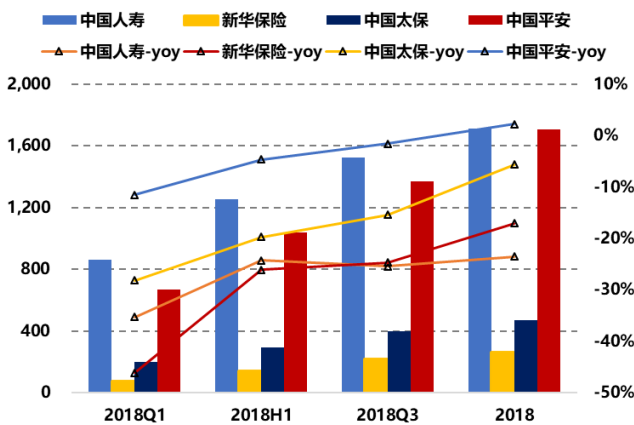


资料来源：公司财报、华创证券

三、全年 NBV 增长超预期，源于积极调整业务结构，价值率提升

经历一季度新单大幅下降后，上市险企积极调整产品策略，新业务逐季回暖。2018 年，行业遭受多年以来首次“开门红”受挫后，主动调整产品策略，加大了对长期健康险等产品的销售力度，新业务在 2 季度和 4 季度增长较快，较大程度的弥补了 1 季度的急速下降。2018 年各家公司也在健康险等长期保障型产品上加大发力，力争市场份额提高价值增长，健康险占比均有提升。

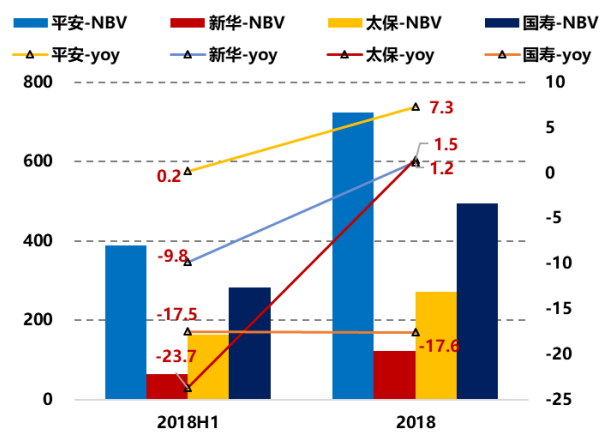
图表 22 2018 年一季度后，新单保费逐渐回暖（亿元）



资料来源：公司财报、华创证券

*太保为代理人渠道保费口径

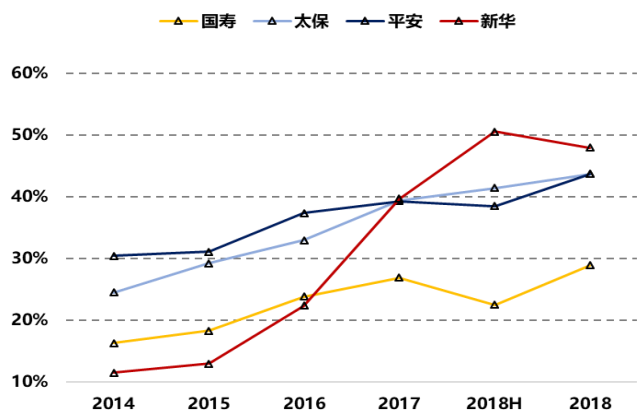
图表 23 除国寿外，其他三家下半年扭转逆势，NBV 增速均实现了正增长



资料来源：公司财报、华创证券

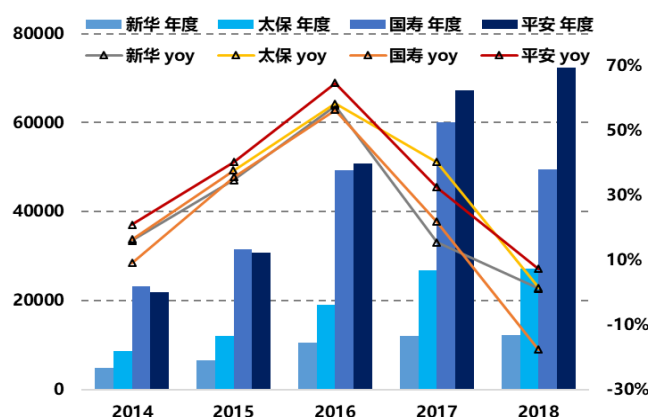
高价值的长期保障型和储蓄型产品比重变大是价值率上升的主因，各家公司的渠道、缴费期结构也进一步优化，有利于长期产品的销售和价值率的提升。2018 年上市险企新业务价值率分别为 43.7%（平安）/47.9%（新华）/43.7%（太保）/28.9%（国寿），同比增长 4.4（平安）/8.2（新华）/4.3（太保）/2.1（国寿）个百分点，较中期增长 5.2（平安）/2.6（新华）/2.3（太保）/6.4（国寿）个百分点。

图表 24 上市险企新业务价值率逐年提升



资料来源：公司财报、华创证券

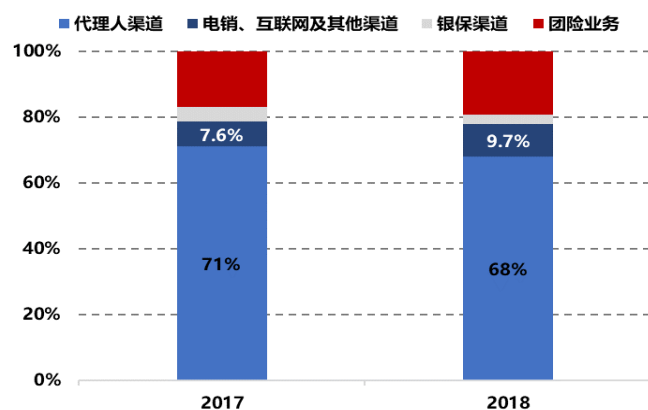
图表 25 受监管政策影响，新单增速回落，近两年 NBV 增速下降



资料来源：公司财报、华创证券

- 中国太保业务结构一直以来保持稳定且逐年优化，风险保障型和长期业务占比不断提升且实现较高增速。2018 年长期保障型业务年化新单保费为 283 亿元，占比提升 7.7 个 pct 至 49.1%。长期健康险实现保费 330 亿元，同比增长 59.9%，占比提升 4.6pct 至 16%。
- 中国人寿压缩银保趸交业务转型价值增长，业务结构改善明显。2018 年中国人寿银保渠道保费占总保费比重下降 8pct 至 14%，代理人渠道上升 7pct 至 76%；银保渠道新单同比负增长达 -60.5%；缴费期结构亦明显优化，新单中趸交占比锐减，期缴占比提升 26pct 至 90%；
- 新华保险负债端业务结构已相对稳定，健康险优势进一步巩固。2018 年新华保险健康险占比上升 6 个百分点至 35%，同比增长 36%；新单保费中健康险占比近 6 成。
- 中国平安业务结构有多元化趋势。中国平安负债端结构近年来变化相对较小，达到较稳定的状态，业务结构往多元化方向。2018 年代理人渠道和银保渠道新单保费占比分别下降 2.9 个和 1.6 个百分点，电销互联网渠道和团险业务占比分别提升 2.1 和 2.3 个百分点，可以看出中国平安多元化发展迹象。代理人渠道保费中长交保障和储蓄型占比变化不大，短交型产品下降 3.2 个百分点。

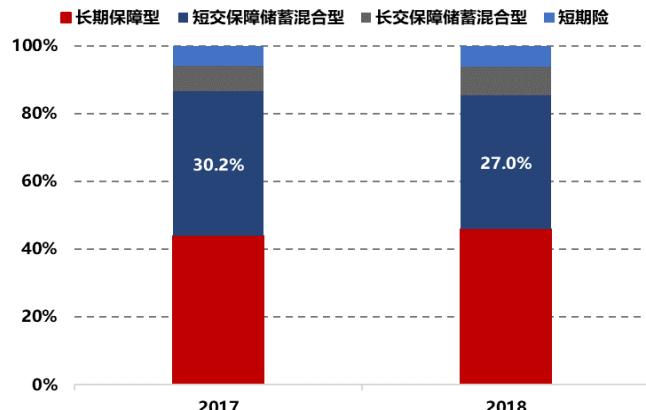
图表 26 中国平安业务结构呈现多元化趋势，代理人渠道新单占比下降



资料来源：公司财报、华创证券

*占比计算口径为用以计算新业务价值的首年保费

图表 27 代理人渠道新单结构稳定，短交型业务占比下降



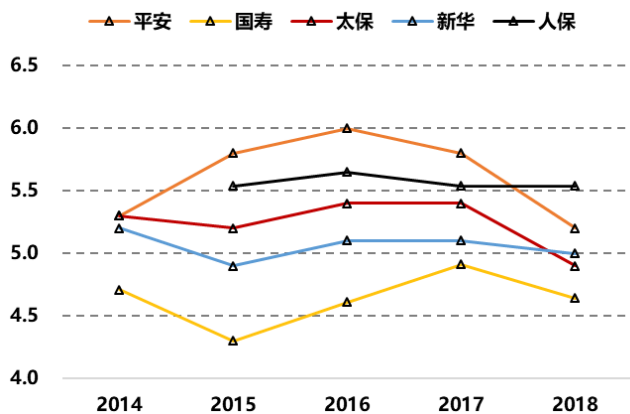
资料来源：公司财报、华创证券

*占比计算口径为用以计算新业务价值的首年保费

四、受权益市场震荡影响，投资业绩整体下降

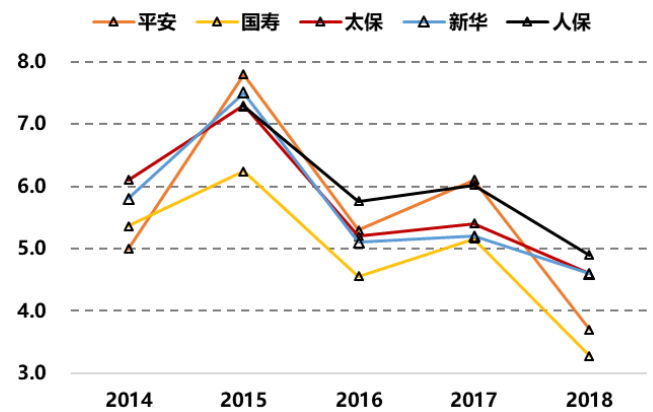
2018年，受权益市场整体震荡下行影响，公开市场权益类资产投资收益表现受到较大影响：股票、基金分红减少，公允价值变动、买卖价差贡献损失，投资资产减值增加等情况的发生导致上市险企整体投资业绩出现不同程度的下降。而市场利率全年呈现出前高后低的走势，国债收益率水平一路下行，中低等级信用利差上升，保险公司在上半年抓住市场利率高位，增配固定收益类资产，减少了股票资产的配置。固收类资产收益的增加和浮盈一定程度上抵御了股票、基金公允价值下降、分红减少的风险。

图表 28 上市险企净投资收益率



资料来源: wind、公司财报、华创证券

图表 29 上市险企总投资收益率下行



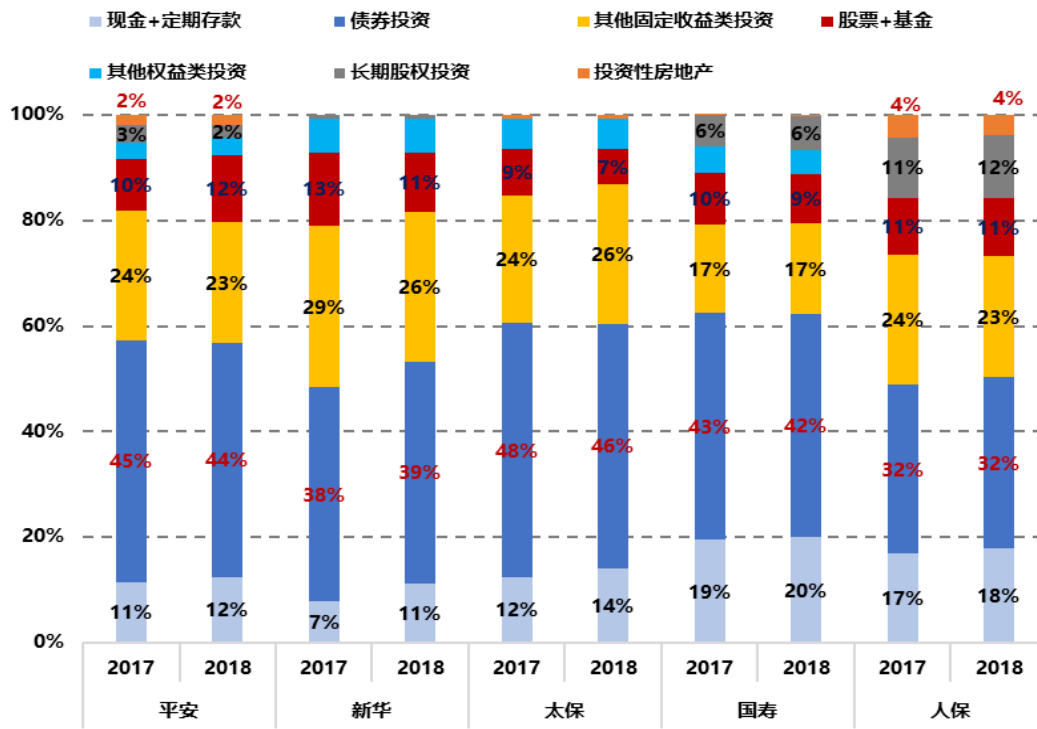
资料来源: wind、公司财报、华创证券

- **中国平安开始实施 IFRS9，加剧投资业绩波动。**2018年，中国平安保险资金投资组合总/净投资收益率分别为 3.7%/5.2%，同比下降 2.3/0.6pct。按旧金融工具会计准则计算的总投资收益率为 5.2%，同比下降 0.8pct。由于实施新会计准则，此前计入可供出售类金融资产的投资资产有大部分将重分类为 FVTPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产），2018年末计入 FVTPL 的投资资产为 18.5%，而 2017年末 FVTPL 占总投资资产比例仅为 1.9%，变动 16.6pct。计入 FVTPL 的投资资产以公允价值计量，其公允价值波动直接将影响净利润和总投资收益，而 2018年权益市场波动剧烈，更加加深了会计准则变动对投资收益的影响。2018年中国平安运用保险资金实现总投资收益 895 亿元，同比-29.1%，其中公允价值变动损益达-371 亿元，投资资产减值损失为-3.8 亿元。
- **股基占比低，债券类资产贡献浮盈对冲权益资产收益率下行，中国太保投资业绩超同业。**2018年，中国太保总/净投资收益率为 4.6%/4.9%，同比下降 0.8/0.5pct，综合投资收益为 5.1%，同比上升 0.3 个 pct。总投资收益率下行主要受今年权益市场下行影响，权益投资资产分红收入大幅减少（同比-49%）以及出现较大的公允价值变动损失（-21.7 亿元）。2018年市场利率前高后低，综合投资收益率上升的主要原因为债券类资产浮盈对冲了权益资产的浮亏。整体来看，2018年太保投资业绩好于同业，股票基金配置占比低，年末占比仅为 6.8%（四家上市险企中最低），较好的抵御了权益市场向下的风险。
- **新华保险第四季度公允价值损失扩大，总投资收益率向下。**2018年新华保险总/净投资收益率为 4.6%/5%，同比下降 0.6/0.1pct。净投资收益率受基金分红减少等因素影响小幅下降；总投资收益率较中期下降 0.2pct，主要原因第四季度为买卖价差亏损和公允价值亏损扩大，全年公允价值变动损益为-3.24 亿元，第四季度为-4.69 亿元，可供出售类金融资产的浮亏亦出现较大程度扩大。
- **中国人寿浮亏兑现，买卖价差亏损幅度扩大，投资端引发业绩大震荡。**中国人寿 2018年总/净投资收益率为 3.29%/4.64%，同比下降 1.87/0.28pct，综合投资收益率为 3.1%，同比下降 1.47pct。总投资收益率和综合投资收益率降幅较大，主要受全年权益市场波动影响。2018年投资资产买卖价差损失 215 亿元，较中期扩大 3 倍。公

允价值变动损失 81 亿元，较中期扩大 55%；投资资产计提减值损失为 82 亿元，同比增长近 2 倍。投资端业绩波动是全年净利润同比下降的主要原因，2018 年公司浮亏集中释放，2019 年有望轻装上阵。

- 中国人保非标准类投资资产占比较大，投资收益率高于同业。2018 年中国人保总/净投资收益率为 4.9%/5.5%，同比下降 1.12/0pct。实现总投资收益 420 亿元，同比下降 14.4%，其中影响较大的为处置金融工具的损益和投资资产减值损失，分别为 -24.5 亿元和 24.2 亿元。中国人保非标准类资产、长期股权投资和投资性房地产占比较高，投资回报率高于同业。

图表 30 上市险企投资资产配置明细



资料来源：公司财报、华创证券

图表 31 中国平安股票、基金、债券会计科目重分类明细 (亿元)

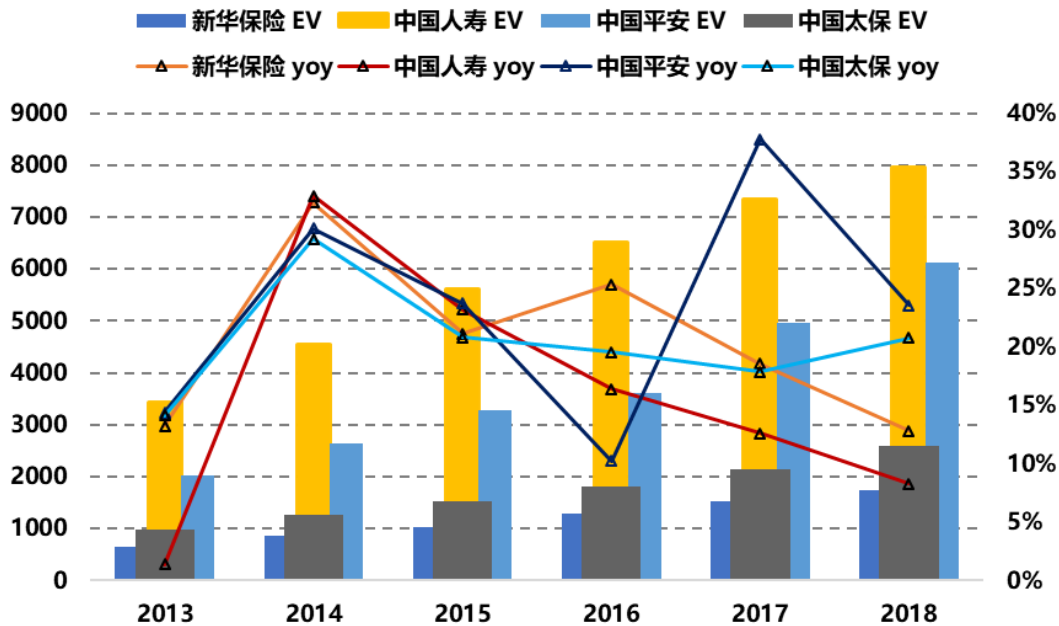
投资资产	2017A			2018A		
	会计科目	金额	占比	会计科目	金额	占比
股票	FVTPL	170	6%	FVTPL	896	37%
	AFS	2599	94%	FVOCI	1542	63%
	合计	2769	100%	合计	2439	100%
基金	FVTPL	335	37%	FVTPL	2008	100%
	AFS	569	63%			
	合计	904	100%	合计	2008	100%
债券	FVTPL	638	4%	FVTPL	1694	9%
	AFS	2219	14%	FVOCI	2593	13%
	HTM	12438	77%	AC	15259	78%
	AR	932	6%			
	合计	16227	100%	合计	19546	100%

资料来源：公司财报、华创证券

五、价值增长受多重因素影响，但仍可持续

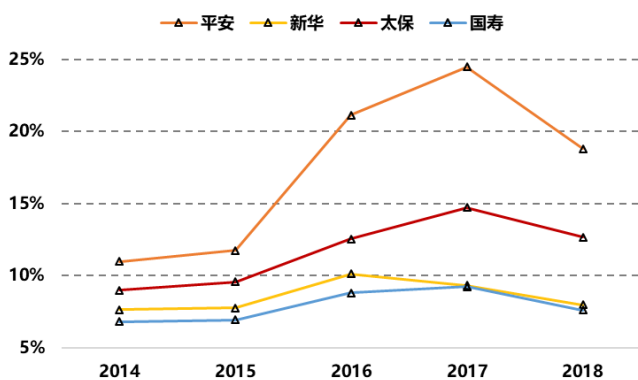
影响保险公司内含价值增长的因素众多，2018年影响上市险企的EV增长的共同主要矛盾为新业务价值增长承压以及投资业绩下滑。2018年四家上市险企寿险业务内含价值分别为6132亿元（平安）、7950亿元（国寿）、2584亿元（太保）、1732亿元（新华），较年初分别增长23.5%（平安）、8.3%（国寿）、20.7%（太保）、12.8%（新华）除中国太保外，2018年上市险企寿险业务内含价值增速均有所回落。

图表 32 除中国太保外，寿险业务内含价值均有所回落（寿险业务、亿元）



资料来源：公司财报，华创证券

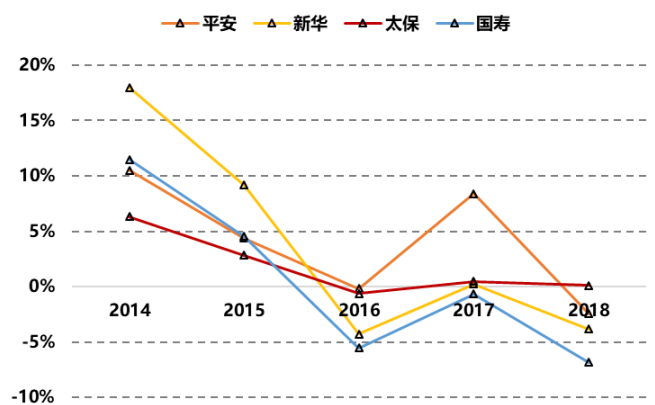
图表 33 内含价值新业务价值回报率与新业务价值增长保持一致



资料来源：公司财报，华创证券

*内含价值新业务价值回报率=新业务价值/期初内含价值

图表 34 内含价值投资回报率：可以推测新华保险综合投资收益率或有较大下幅



资料来源：公司财报，华创证券

*内含价值投资回报率=投资回报偏差/期初内含价值

- 中国平安 EV 增速回落幅度最大，主要原因为 2017 年平安投资业绩较好，远超同业，投资回报贡献回落大。营运偏差对内含价值的贡献作用在提升，为上市险企中最优。

图表 35 中国平安寿险业务内含价值回报明细

寿险及健康险业务	2014	2015	2016	2017	2018
年初内含价值预计回报	9.4%	9.3%	8.4%	8.8%	9.1%
新业务价值创造	11.0%	11.8%	21.1%	24.5%	18.8%
营运假设及模型变动	1.1%	-0.1%	-12.9%	-0.2%	0.1%
营运经验差异及其他	0.1%	0.4%	-0.1%	2.5%	2.8%
ROEV	21.7%	21.4%	16.5%	35.5%	30.8%
市价调整影响	0.4%	0.3%	-0.3%	-1.5%	1.4%
投资回报差异贡献	10.5%	4.4%	-0.2%	8.4%	-2.5%
股息支付率	-2.9%	-2.6%	-5.3%	-4.8%	-6.3%
股东注资影响	0.5%	0.2%	0.0%	0.2%	0.0%
内含价值回报率 (增速)	30.1%	23.7%	10.7%	37.8%	23.5%

资料来源：公司财报、华创证券

- 除受新业务价值和投资回报贡献负偏差外，新华保险调高了重疾发生率假设，对内含价值产生较大负向作用。近年来新华保险营运经验贡献了较大的正向偏差。

图表 36 新华保险内含价值回报明细

内含价值贡献明细	2014	2015	2016	2017	2018
新业务价值	7.6%	7.8%	10.1%	9.3%	8.0%
期望收益	12.1%	10.1%	10.7%	9.7%	9.2%
运营经验偏差	-2.5%	-2.4%	1.9%	2.4%	2.0%
经济经验偏差	18.0%	9.2%	-4.3%	0.2%	-3.8%
运营假设变动	-1.4%	-1.3%	0.3%	-1.1%	-0.9%
ROEV	33.8%	23.3%	18.8%	20.6%	14.4%
经济假设变动	-0.9%	-0.7%	-6.1%	-0.7%	-0.7%
注资及股东红利分配	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-1.2%	-1.1%
其他 (期初内含价值调整)	0.3%	-0.8%	13.1%	-0.3%	0.1%
寿险业务以外的其他股东价值变化	0.0%	0.1%	0.5%	0.1%	0.1%
内含价值回报率 (增速)	32.4%	21.1%	25.3%	18.6%	12.8%

资料来源：公司财报、华创证券

- 投资回报贡献正偏差，中国太保 EV 增速同比提升 2.9 个百分点。

图表 37 中国太保寿险业务内含价值回报明细

内含价值贡献明细	2014	2015	2016	2017	2018
内含价值预期回报率	10.7%	10.4%	9.3%	9.7%	9.7%
一年新业务价值贡献率	9.0%	9.6%	12.5%	14.7%	12.7%
营运经验差异	0.3%	-0.1%	0.3%	1.0%	-0.1%
评估方法、假设和模型的变化	-1.2%	0.0%	-3.4%	-1.3%	-0.5%
分散效应	0.0%	0.0%	2.7%	2.1%	1.3%
ROEV	18.7%	19.9%	21.5%	26.2%	23.1%
投资收益差异	6.3%	2.8%	-0.6%	0.5%	0.1%
市场价值调整变化	2.6%	2.2%	-0.9%	-1.9%	1.4%
资本注入	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东股息	-2.9%	-4.0%	-5.5%	-7.0%	-3.9%
其他	-0.2%	-0.1%	5.1%	0.0%	0.0%
寿险业务内含价值回报率	29.2%	20.8%	19.5%	17.9%	20.7%

资料来源：公司财报、华创证券

- 资产、负债端双向承压，表现均逊于同业，中国人寿价值增速回落至 10% 以下

图表 38 中国人寿内含价值回报明细

内含价值贡献明细	2014	2015	2016	2017	2018
内含价值的预期回报	11.0%	9.9%	9.3%	8.0%	9.2%
本期内的新业务价值	6.8%	6.9%	8.8%	9.2%	7.6%
运营经验的差异	0.2%	0.6%	-0.3%	0.1%	0.0%
评估方法和模型的变化	-0.9%	-1.2%	8.6%	-0.9%	-0.2%
ROEV		16.2%	26.4%	16.4%	16.7%
投资回报的差异	11.5%	4.5%	-5.5%	-0.7%	-6.8%
市场价值和其他调整	7.1%	3.1%	-2.5%	-1.8%	1.3%
汇率变动	0.0%	0.2%	0.1%	-0.1%	0.0%
股东红利分配及资本注入	-2.5%	-0.8%	-2.2%	-1.1%	-1.8%
其他	-0.2%	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.2%
内含价值增速	32.9%	23.2%	16.4%	12.6%	8.3%

资料来源：公司财报、华创证券

2018 年寿险业务负债端和投资端均承压，造成新业务价值对内含价值贡献减少，投资回报差异贡献负偏差，内含价值增速放缓。但由于内含价值内在预期回报贡献稳定及可优化运营经验使其优于假设，上市险企内含价值增长仍可持续。

六、综合费用率攀升，产险业务净利负增长

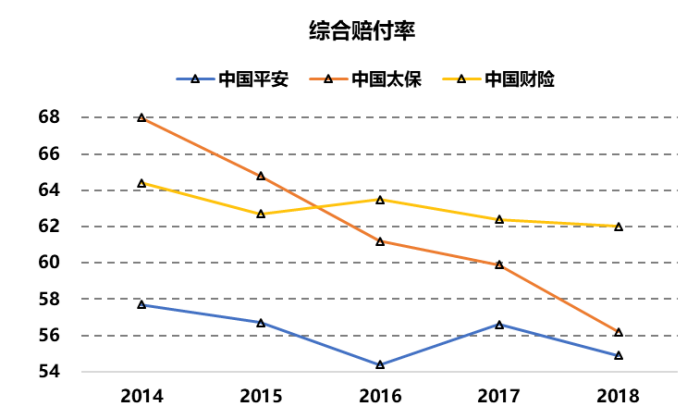
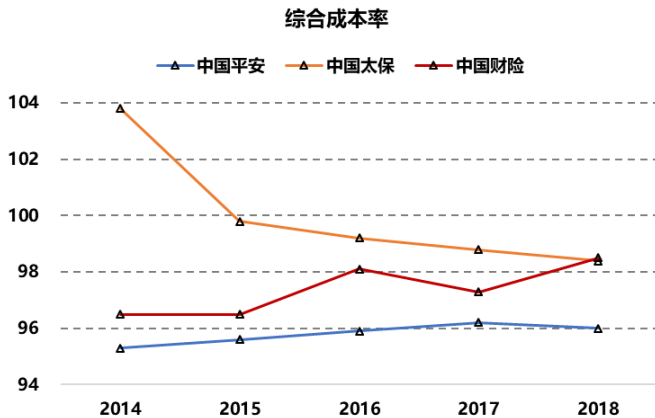
2018 年上市险企产险业务净利润均出现负增长。中国人保产险业务净利润为 189 亿元，同比-15.6%；中国平安产险业务净利润 122 亿元，同比-8.2%；中国太保产险业务净利润为 36.5 亿元，同比-5.8%。直接原因为费用率攀升造成手续费率抵扣比例超额度，应纳税所得额增加，所得税增加。从产险行业来看，整个行业已进入第 5 轮承保周期疲软期阶段，市场亏损主体大幅增加，2018 年行业综合成本率超 100%，车险增速下滑叠加费改深化带来的费用竞争加剧造成利润减少或亏损。

综合成本率成结构性变化，费用率大幅攀升。2018 年中国人保产险业务综合成本率为 98.5%，同比增长 1.2pct，主

要原因为综合费用率上升 1.6 个百分点至 36.5%，综合赔付率为 62%，微降 0.4 个百分点。而管理费率进一步优化，降低 0.4pct 至 2.4%，处于领先同业水平。中国平安和中国太保产险综合费用率上升而赔付率下降，影响综合成本率微降，分别为 96%和 98.4%，同比下降 0.2 和 0.4 个百分点。中国太保费用率大幅上行 3.3 个百分点至 42.2%，创新高。中国平安费用率为 41.1%，同比上升 1.5 个百分点。费用率攀升的原因主要为车险市场竞争加剧，费用投入加大。

图表 39 人保综合成本率有所上升，平安太保微降

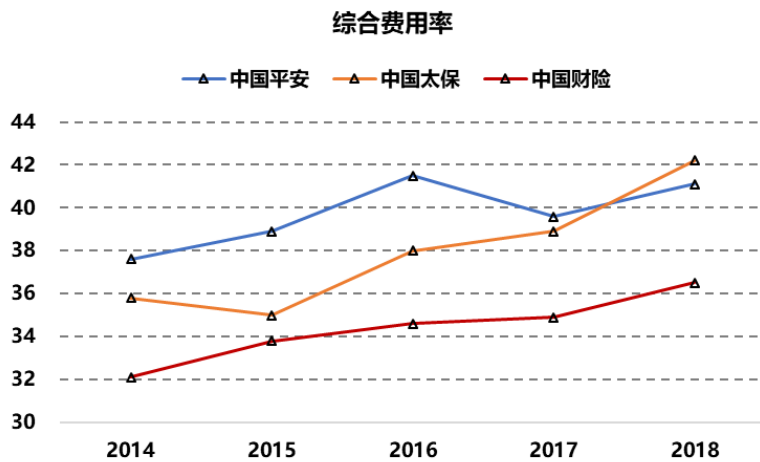
图表 40 平安太保赔付率变化趋势一致



资料来源: wind、公司财报、华创证券

资料来源: wind、公司财报、华创证券

图表 41 上市险企综合费用率大幅攀升



资料来源: 公司财报、华创证券

七、投资建议

相较于去年，2019 年行业环境明显好转，有利于保险股估值的修复与提升：权益市场回暖，长端国债收益率企稳，负债端表现和预期均显乐观。预期上市险企一季度有望实现较高的 NBV 正增长。

当前保险股估值仍处于历史底部，静态 PEV 分别为 1.43 倍（中国平安）、1.02 倍（中国人寿）、1 倍（新华保险）、0.94 倍（中国太保），具有较大安全边际。

新华保险历经几年转型阵痛后，业务结构趋于稳定且持续优化，形成了价值稳定增长的力量；中国平安作为行业龙头，负债端结构稳健并向多元化发展，价值增长持续且受短期波动影响较小。维持对新华保险的“强推”评级，对中国平安、中国太保、中国人寿维持“推荐”评级；对中国人保维持“中性”评级。

八、风险提示

一季度业绩不及预期、权益市场震荡向下、长端利率持续向下、车险市场竞争加剧、巨灾发生频发、监管政策变化。

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016年加入华创证券研究所。2010年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015年金牛奖非银金融第五名，2017年金牛奖非银金融第四名。

高级分析师：王舫朝

英国杜伦大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500
---	--	--