

保险

证券研究报告
2019年04月03日

2018年保险行业年报综述：寿险行业转型进入新阶段，核心竞争力在于代理人获取高价值保单的能力

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-行业点评: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》2019-03-17
- 《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

利润: 1) 平安、国寿、太保、新华 2018 年净利润增速为 21%、-65%、23%和 47%，平安、新华、太保业绩均优于预期。2) 剩余边际余额是保险公司长期稳定的利润来源，18 年末平安、国寿、太保、新华的剩余边际余额分别较年初增长 28%、13%、25%和 15%，增速差异与 EV 增速的差异基本一致。18 年平安剩余边际摊销 623 亿元，占年初剩余边际余额的 10.1% (2013-2017 年为 11.0%-11.5%)，我们预计摊销占比下降由 NBV 增速下降带来 (高 Margin 保障型产品的剩余边际摊销初始速度快)。3) 平安、国寿、太保、新华的综合投资收益率分别为 3.7%、3.2%、5.1%和 4.0%，分别同比-4.0pct、-1.3pct、+0.3pct、-1.3pct，太保综合投资收益率高于其他公司在于其“股票+基金”占比仅 5.6%，受权益于债市上涨。4) 平安、国寿、太保、新华会计估计变更对税前利润的影响分别为+30 亿、+31 亿、+5 亿和-50 亿，我们判断新华准备金计提增加是由于调整了折现率之外的精算假设，使其更加谨慎。5) 平安利润增长超预期在于其营运偏差 (体现经营品质优良) 对冲了股市下跌影响。6) 平安、国寿、太保、新华 2018 年末净资产分别较年初增长 18%、-1%、4%和 8%。

内含价值: 平安、国寿、太保、新华 18 年末 EV 分别较年初增长 21.5%、8.3%、17.5%和 12.8%，其中平安和太保增长高于我们预期。18 年平安、国寿、太保、新华 NBV/期初 EV 分别为 11.3%、6.7%、10.2%和 8.0% (平安寿险、太保寿险分别高达 18.8%和 14.0%)，说明平安、太保的 EV 成长性更好。从短期来看，投资业绩拖累 2018 年国寿和新华的 EV 增长 (“投资偏差+市场价值调整)/期初 EV”占比分别为-4.9%、-3.8%)。另外，营运偏差体现公司经营质量，也会对 EV 增长带来一定影响。例如，平安“营运经验差异 (139.4 亿)”占比 1.7%、新华“营运经验差异 (31.1 亿)”占比也高达 2.0%。值得注意的是，新华精算假设变动 (经济假设和运营假设均调整) 占比达-1.6%，表明其精算假设调整得更加谨慎，增加了 EV 的可信度，有利于未来年度的 EV 增长。

寿险: 1) 2018 年平安、国寿、太保、新华 NBV 分别同比增长 7.3%、-17.6%、1.5%和 1.2%，其中下半年的同比增速分别为 16.9%、-8.1%、55.2%和 15.6%，同比增长情况显著改善。2) 平安、国寿、太保、新华的 NBV Margin 分别为 43.7%、28.3%、43.7%和 47.9%，分别同比提升 4.4pct、2.4pct、4.3pct 和 8.2pct，主要由产品结构大幅优化带来，但预计未来 margin 提升空间较为有限。3) 寿险代理人规模增长出现放缓或下滑，平安、新华代理人规模实现正增长，国寿、太保代理人规模下滑，产能方面，平安、太保代理人人均 NBV 实现正增长，优于新华和国寿，且平安人均 NBV 大幅高于其他公司。

财险: 2018 年财产险保费增速回落，主要由车险保费收入增速下滑带来，非车险业务实现高速增长，人保财险、平安产险、太保产险非车险保费占比分别同比提升 4.5pct、5.5pct、3.5pct，其中人保财险非车险占比最高，达 33.4%。2018 年人保财险、平安产险、太保产险 2018 年综合成本率分别为 98.5%、96.0%和 98.4%，分别同比+1.5pct、-0.2pct、-0.4pct，车险费用率持续上升导致成本率居高不下以及实际税率大幅提升，财险净利润同比均同比下滑为负增长。

二季度投资建议: 长期来看，行业正在转型的深水区，产品向保障型、“保险+服务”转型，销售队伍向产能驱动转型，客户方面，中产阶级与高净值人群的保险需求预计在未来会快速释放。不管是产品转型还是客户转型，都需要高素质、高产能的代理人来实现，我们预计未来大型保险公司竞争力的核心是销售队伍获取高价值保单的能力。短期来看，各公司新单保费和 NBV 增速趋势向好。在 2-4 季度 NBV margin 高基数情况下，下阶段 NBV 增量主要由新单保费增长带来，预计队伍销售能力不断提升 (近年来的产品转型使代理人适应并熟悉销售保障型产品，保险公司相关培训体系也日臻成熟)，以及人力规模环比回升将带来新单保费增长持续优化。保险公司财报受益于股市上涨，预计 2019 年全年及一季度净利润高增长可期。产险行业在严监管下手续费率呈下降趋势，叠加投资环境利好，19 年利润也将有大幅增长。截至 4 月 1 日，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险 PAAV (反映了利率预期) 分别为 1.01、1.09、0.87、0.82 倍; 对应 2019 年 PEV 分别为 1.17、0.89、0.78、0.82 倍，仍处于历史估值低位。

风险提示: 代理人增长不及预期; 保障型产品销售不及预期; 长端利率下行超预期

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-04-02	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E
601336.SH	新华保险	55.84	买入	1.73	2.54	3.52	4.25	32.3	22.0	15.9	13.1
601318.SH	中国平安	78.96	买入	4.87	5.88	7.54	8.88	16.2	13.4	10.5	8.9
601628.SH	中国人寿	28.90	买入	1.14	0.40	0.67	0.84	25.4	72.3	43.1	34.4
601601.SH	中国太保	34.82	买入	1.62	1.99	2.63	3.00	21.5	17.5	13.2	11.6
02328.HK	中国财险	8.82 (港元)	买入	0.89	0.70	1.01	1.27	8.5	10.8	7.5	5.9

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 净利润合计同比增长 2.4%，各家利润增速出现分化，源自于投资情况分化及会计估计变更影响	5
1.1. 平安、国寿、太保、新华 2018 年净利润分别同比增长 21%、-65%、23%和 47%，其中平安、新华、太保业绩均优于预期	5
1.2. 剩余边际摊销：剩余边际余额合计较年初增长 20.3%，平安剩余边际摊销同比增长 25.0%	5
1.3. 投资收益受股市下跌影响，太保受益于股票+基金配置较低，投资情况好于预期	7
1.4. 会计估计变更：对税前利润的正面影响合计高达 15 亿，而 2017 年负面影响高达 585 亿	9
1.5. 平安、国寿、太保、新华 2018 年末净资产分别较年初增长 18%、-1%、4%和 8%，其中平安高于我们预期	10
2. 2018 年内含价值：EV 合计较年初增长 15.4%，平安与太保 EV 增长超预期	11
2.1. 平安、国寿、太保、新华 2018 年末 EV 分别较年初增长 21.5%、8.3%、17.5%和 12.8%，其中平安和太保增长高于我们预期	11
2.2. 内含价值成长性：平安>太保>新华>国寿	12
2.3. 内含价值稳定性：平安>太保>新华>国寿	14
3. 2018 年寿险：NBV 合计同比下滑-3.1%，下半年 NBV 同比增长情况大幅改善	15
3.1. 平安、国寿、太保、新华 2018 年 NBV 分别同比增长 33%、22%、40%和 15%，其中太保业绩高于我们预期	15
3.2. 产品结构优化带来 NBV margin 提升	16
3.3. 销售队伍规模增长放缓或下滑，人均价值产能出现分化	18
4. 2018 年产险：保费增长保持平稳，业务结构优化，费用率上升对利润率产生较大负面影响	19
5. 二季度投资策略	21
5.1. 看好由代理人规模环比增长+产能提升带来的新业务保费增量，新单保费和 NBV 增速趋势向好	21
5.2. 受益于股市上涨，2019 年全年及 1 季度净利润高增速可期	21
5.3. 手续费率下降+投资收益好转，19 年财险行业净利润或将迎来大幅改善	23
5.4. 估值	23

图表目录

图 1：上市公司净利润（单位：亿）	5
图 2：上市公司剩余边际余额（单位：亿）	6
图 3：平安剩余边际摊销	6
图 4：上市公司总投资收益率	7
图 5：上市公司 2018 年投资收益率	7
图 6：2018 年股市指数涨跌幅	8
图 7：10 年期国债收益率	8
图 8：债券指数涨跌幅	8
图 9：上市公司投资资产大类配置	9

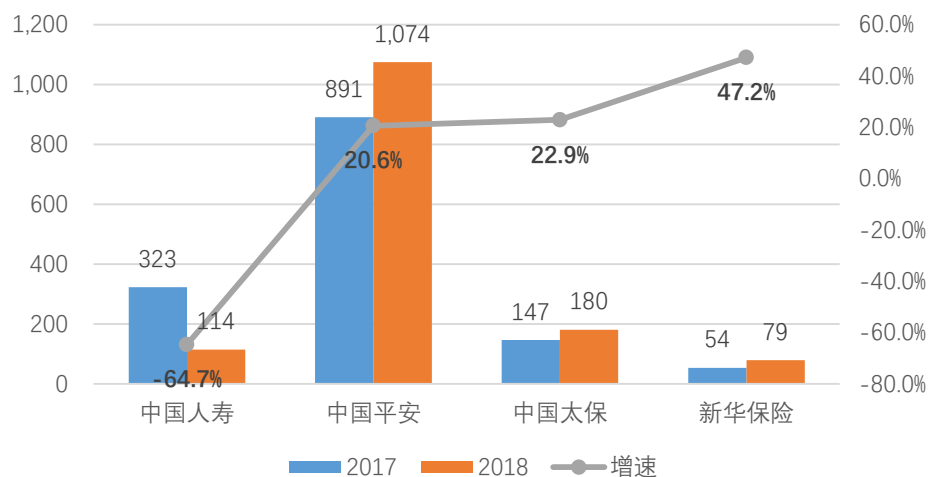
图 10: 会计估计变更对税前利润的影响 (百万元)	10
图 11: 上市公司归母净资产 (单位: 亿元)	11
图 12: 上市公司内含价值 (单位: 百万)	11
图 13: 上市公司 NBV 增速	12
图 14: NBV/寿险期初 EV	13
图 15: NBV/集团期初 EV	13
图 16: ROEV	14
图 17: 投资偏差+市场价值调整/期初 EV	14
图 18: NBV 和有效业务价值敏感性分析 (假设投资收益率下降 50bps)	15
图 19: 上市公司 NBV (单位: 百万)	15
图 20: 2018H1/H2NBV 同比增速	16
图 21: 平安 NBV 分季度增速	16
图 22: 太保 NBV 分季度增速	16
图 23: 上市公司 NBV margin	17
图 24: 健康险/长期保障型产品新单占比	17
图 25: 总保费收入分险种结构	17
图 26: 总保费收入分产品结构	18
图 27: 上市公司代理人规模 (单位: 万)	19
图 28: 上市公司代理人人均 NBV (元/月)	19
图 29: 产险保费收入增速	20
图 30: 非车险保费占比	20
图 31: 综合成本率	21
图 32: 股市涨跌幅	22
图 33: 债券指数涨跌幅	22
图 34: 10 年期债券收益率	23
图 35: PEV 估值	24
图 36: PAAV 估值	24
表 1: 上市公司分季度净利润	5
表 2: 上市公司大类资产配置	9
表 3: 上市公司 2018 年内含价值变动	12
表 4: 750 天移动平均国债收益率的环比变动测算 (bps)	23

1. 净利润合计同比增长 2.4%，各家利润增速出现分化，源自于投资情况分化及会计估计变更影响

1.1. 平安、国寿、太保、新华 2018 年净利润分别同比增长 21%、-65%、23% 和 47%，其中平安、新华、太保业绩均优于预期

2018 年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险分别实现归母净利润 1074 亿元、114 亿元、180 亿元和 79 亿元，分别同比增长 20.6%、-64.7%、22.9%和 47.2%，其中 4 季度单季净利润分别同比增长 23.0%、286.9%、42.0%和 -35.5%。2018 年保险公司利润增速出现分化的原因在于投资收益出现分化，以及会计估计变更的影响。

图 1：上市公司净利润（单位：亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 1：上市公司分季度净利润

净利润（单位：亿元）	第四季度			2017 前三季度		
	2017Q4	2018Q4	同比增速	2017.1-3Q	2018.1-3Q	同比增速
中国人寿	54	-85	-256.1%	268	199	-25.9%
中国平安	228	280	23.0%	663	794	19.7%
中国太保	37	53	42.0%	109	127	16.4%
新华保险	3	2	-35.5%	50	77	52.8%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

寿险公司会计利润= 剩余边际摊销+ 投资偏差+ 营运偏差+ 会计估计变更的影响。其中“剩余边际摊销”是长期稳定的利润来源；“投资偏差”（即投资收益情况）和“会计估计变更的影响”（影响准备金的计提）是中短期影响利润的重要因素；“营运偏差”（费用、赔付、退保等经营层面因素）的规模一般较小，但 2018 年平安的“营运偏差”对于利润的正贡献非常可观，营运偏差（+218 亿）高于预期，完全冲抵了投资负偏差（-139 亿）。

平安 19 准则下净利润对股市下跌的敏感性远超其他公司，但营运偏差（体现经营品质优良）对冲了股市下跌影响；新华“会计估计变更”减少全年税前利润 50 亿，我们判断新华准备金计提增加是由于调整了折现率之外的精算假设。

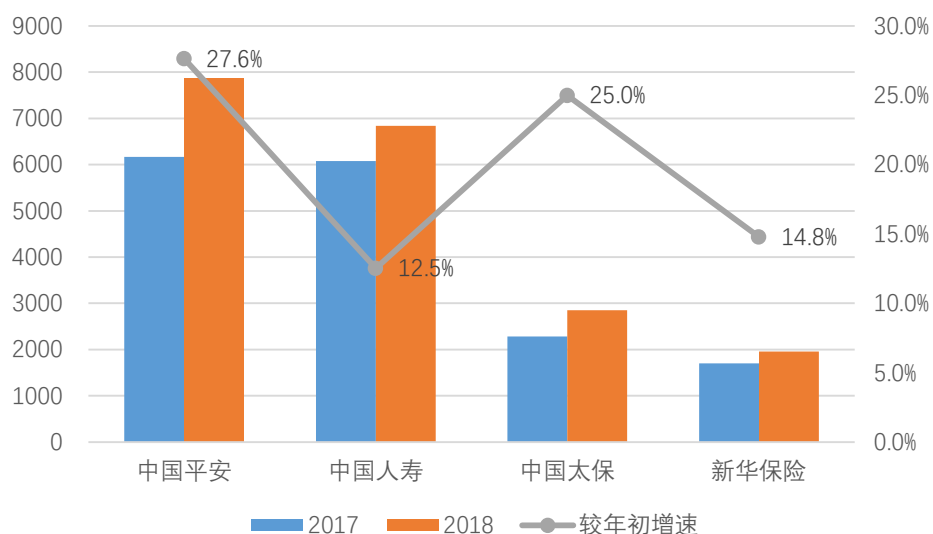
1.2. 剩余边际摊销：剩余边际余额合计较年初增长 20.3%，平安剩余边际摊销同比增长 25.0%

剩余边际是保单未来年度利润的现值，能够为未来提供稳定的利润来源。2018 年末中国平

安、中国人寿、中国太保、新华保险的剩余边际余额分别为 7866 亿、6841 亿、2854 亿和 1956 亿元，分别较年初增长 27.6%、12.5%、25.0%和 14.8%。期末剩余边际= 期初剩余边际 + 新业务贡献+ 预期利息增长+ 营运偏差-剩余边际摊销，“剩余边际余额”和“内含价值”具有内在一致性，因此各公司剩余边际余额增长的差异与 EV 增长的差异基本一致。

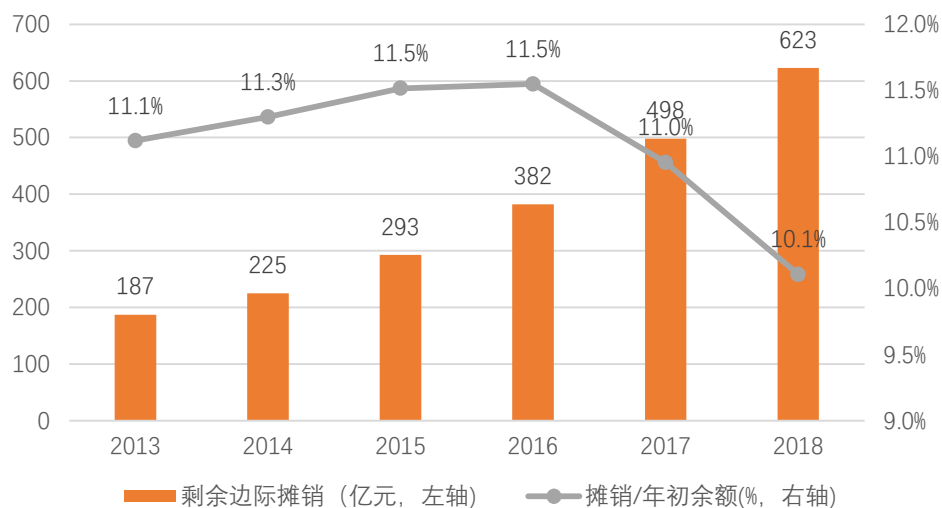
剩余边际摊销是当年利润的核心来源，2018 年平安寿险剩余边际摊销 623 亿元，同比增长 25.0%。2013-2017 年，平安寿险每一年的剩余边际摊销规模为年初剩余边际余额的 11.0%-11.5%，而 2018 年剩余边际摊销仅为年初剩余边际余额的 10.1%，我们预计由 NBV 增速下降带来（高 Margin 保障型产品的剩余边际摊销初始速度快）。

图 2：上市公司剩余边际余额（单位：亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：平安剩余边际摊销



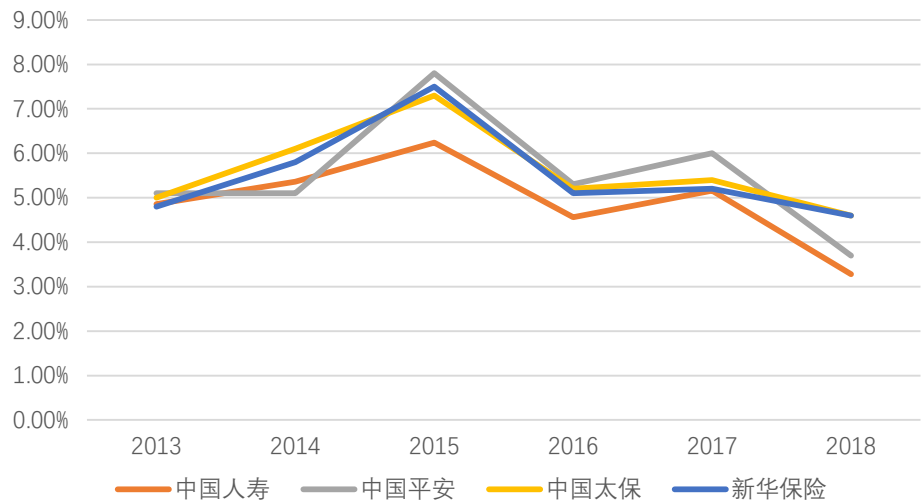
资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.3. 投资收益受股市下跌影响，太保受益于股票+基金配置较低，投资情况好于预期

2018 年，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的总投资收益率分别为 3.7%、3.3%、4.6%和 4.6%，分别同比下降 2.3pct、1.9pct、0.8pct 和 0.6pct。平安分类为 FVTPL 的资产占投资资产比例 18.5%，而 17 年仅为 1.9%，净利润对市场波动敏感性较大，如果按照旧准则，平安总投资收益为 5.2%，高于其他公司。平安、国寿、太保、新华的综合投资收益率分别为 3.7%、3.2%、5.1%和 4.0%，分别同比-4.0pct、-1.3pct、+0.3pct、-1.3pct。

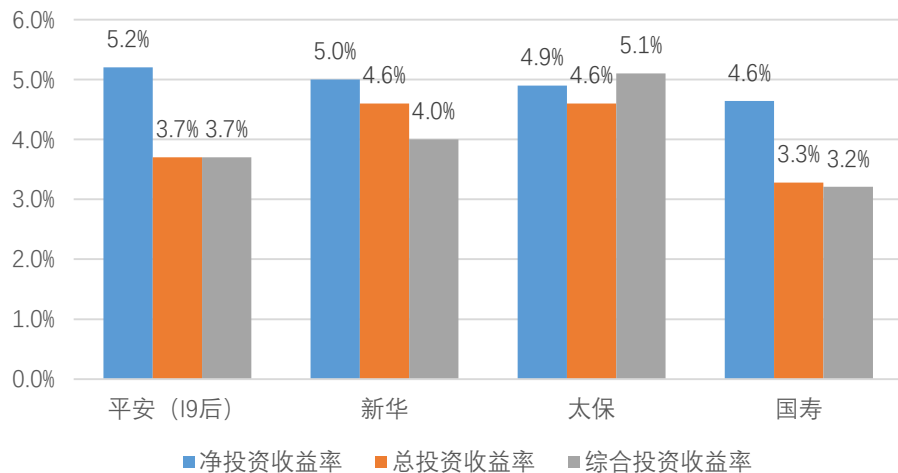
2018 年保险公司总投资收益率及综合投资收益率下降的主要原因在于权益市场大跌。沪深 300 指数、中证 50 指数、恒生国企指数全年分别下跌了 26.3%、21.2%、16.1%；中债总全价指数则上涨了 6.1%。另外，市场利率震荡下行，预计保险公司 2018 年新配的固收类资产收益率有所下降，但由于大型保险公司存量投资资产占比大，利率下行对于当年整体的投资收益率影响有限。

图 4：上市公司总投资收益率



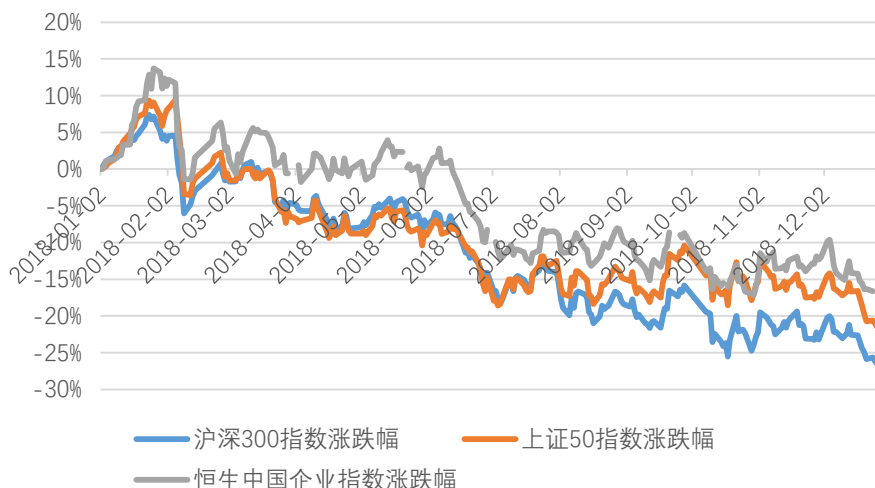
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：上市公司 2018 年投资收益率



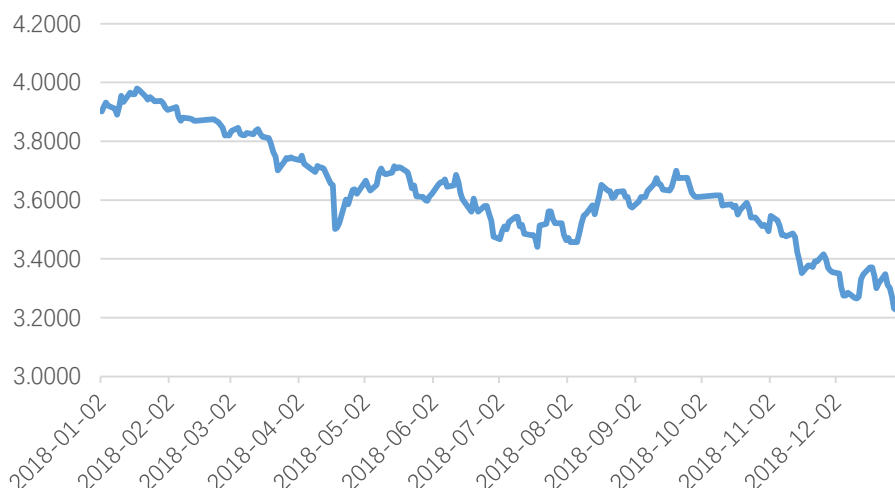
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：2018 年股市指数涨跌幅



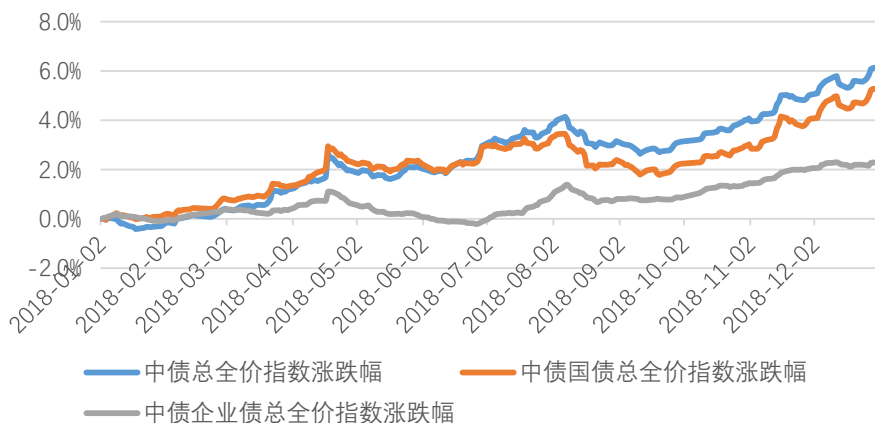
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：10 年期国债收益率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：债券指数涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

综合投资收益率充分反应保险公司投资浮盈浮亏的影响，与大类资产占比的相关性较高。

在 2018 年权益市场下跌、债市上涨的环境下，理论上股票和基金的占比越高，综合投资收益率越低；固收类资产占比越高，综合投资收益率越高。例如，固收类资产占比超过 80% 的中国太保的综合投资收益率高达 5.1%，逆势上升 0.3pct，其“股票+权益型基金”的资产占比仅为 5.6%，股市下跌对投资收益率的影响相对较小。其他三家公司股票和权益型基金资产占比均在 10% 左右，因此综合投资收益率在 4% 及以下，另外，国寿计提“资产减值损失”的标准比其他公司更加严格（国寿“资产减值损失”的计提条件除了其他公司都规定的“低于初始成本超过 50% 或低于初始成本超过一年”之外，还包括“持续 6 个月低于初始成本超过 20%”），这也是其总/综合投资收益率远低于其他公司的原因之一。值得注意的是，保险公司大类资产配置差异对投资收益的影响不具有绝对性和长期性，如 2019 年投资环境（股市好转）更有利于权益配置更高的公司。

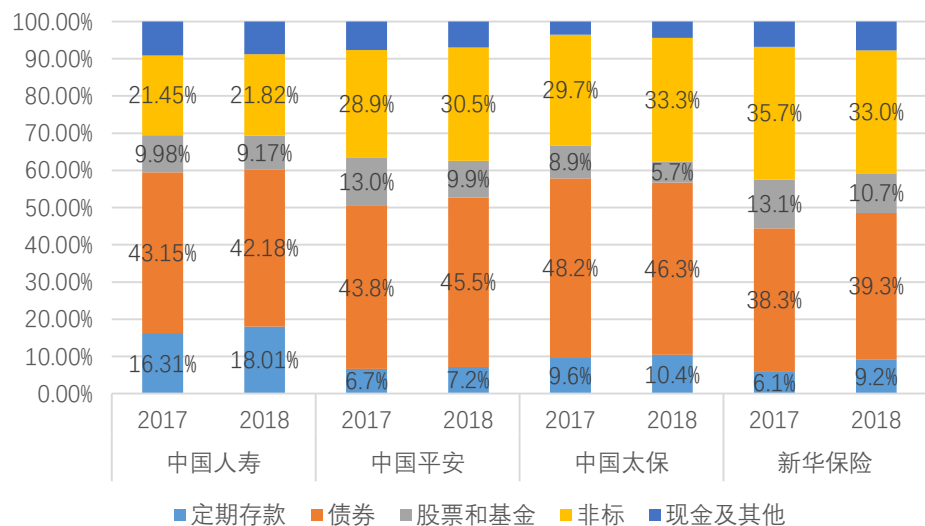
表 2：上市公司大类资产配置

	平安	新华	国寿	太保
固定收益类	76.9%	74.9%	77.5%	83.1%
权益类	16.1%	17.3%	13.7%	12.5%
其中：股票和权益型基金	9.9%	10.7%	9.2%	5.6%
现金、现金等价物及其他	7.0%	7.8%	8.8%	4.4%

资料来源：公司财报，天风证券研究所；注：新华股票中含少量优先股，新华基金未区分股权型和债权型

在大类资产配置变化方面，在权益市场下跌情况下，各公司股票+基金占比均降低，债券、非标资产、定期存款占比相应增加。具体配置上有所差异：太保主要增配了非标资产，占比提升 3.6pct，其中债权投资计划占比提升 2.3pct；平安主要增配了债券和非标资产，占比分别提升 1.7pct、1.6pct，有助于进一步缩小资产负债久期缺口；新华主要增配了定期存款及债券；国寿主要增配了定期存款。

图 9：上市公司投资资产大类配置



资料来源：公司财报，天风证券研究所

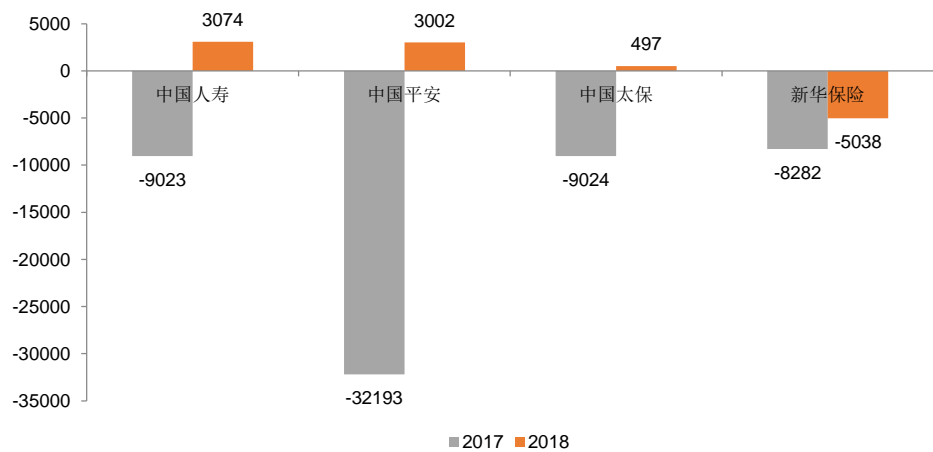
1.4. 会计估计变更：对税前利润的正面影响合计高达 15 亿，而 2017 年负面影响高达 585 亿

保险合同准备金的计提受折现率、死亡率和发病率、费用率、退保率、保单红利等精算假设影响，这些精算假设的调整（即“会计估计变更”）会导致准备金的多提或少提，从而直接影响利润。其中传统险准备金折现率假设 = “750 天移动平均国债收益率曲线” + 综合溢价，是影响准备金计提的重要因素，2018 年 750 天移动平均国债收益率曲线处于上行区

间，理论上准备金计提会减少从而增加利润。2018年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险会计估计变更对税前利润的影响分别为+30亿元、+31亿元、+5亿元和-50亿元，而2017年分别为-322亿元、-90亿元、-90亿元和-83亿元。可见，除新华外，2018年会计估计变更均对各公司利润带来正面影响，我们判断新华准备金计提增加是由于调整了折现率之外的精算假设，使其更加谨慎。

由于“会计估计变更”存在着一定的主观性，不能反映长期经营成果，因此不能作为估值的依据。若不考虑这个因素，我们将2017-18年的影响都加回，2018年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险净利润同比增速分别为-7.1%、-76.7%、-17.7%和0.9%。

图 10：会计估计变更对税前利润的影响（百万元）



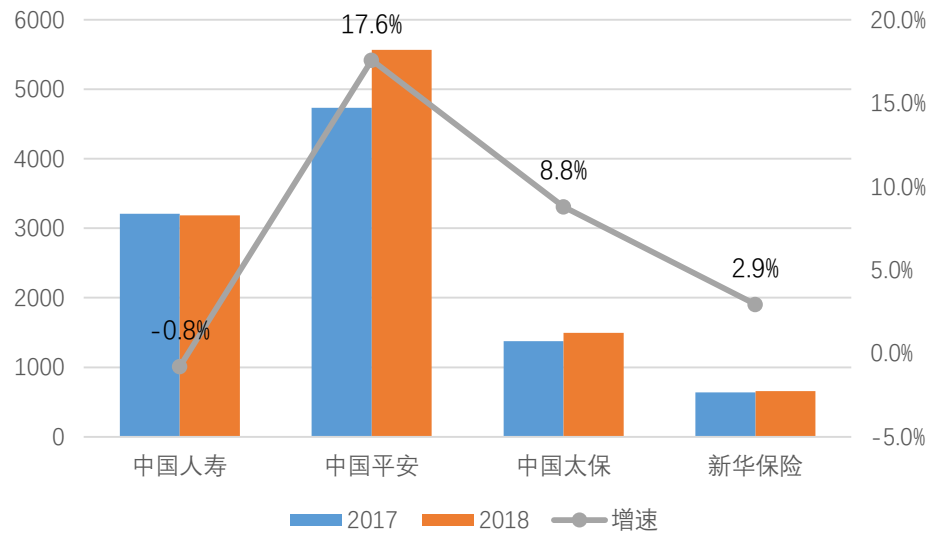
资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.5. 平安、国寿、太保、新华 2018 年末净资产分别较年初增长 18%、-1%、4%和 8%，其中平安高于我们预期

2018 年末中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的归母股东权益分别为 5565 亿元、3184 亿元、1496 亿元和 656 亿元，分别较年初增长了 17.6%、-0.8%、8.8%和 2.9%。除净利润的影响外，可供出售金融资产公允价值变动带来的浮盈浮亏，通过“其他综合收益”项目影响净资产规模。

中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 2018 年末“其他综合收益”分别从年初的 401 亿元、-35 亿元、15 亿元、16 亿元变动为 49 亿元、-56 亿元、28 亿元和-28 亿元。平安其他综合收益大幅减少在于会计准则进行调整，增加留存收益 323 亿元，减少其他综合收益 351 亿元，整体对于净资产影响不大；在 I9 准则下，由于大部分公允价值变动直接计入损益，因此预计其他综合收益规模及变动会较小。国寿和新华其他综合收益减少预计与资产配置有关，这两家公司的可供出售金融资产中股票占比相对较高，股市下跌带来大量浮亏。而太保正好相反，其可供出售金融资产浮盈增加，与“综合投资收益率低于总投资收益率”相契合，我们猜测在于其可供出售金融资产中债券占比较高，受益于债市上涨。

图 11: 上市公司归母净资产 (单位: 亿元)



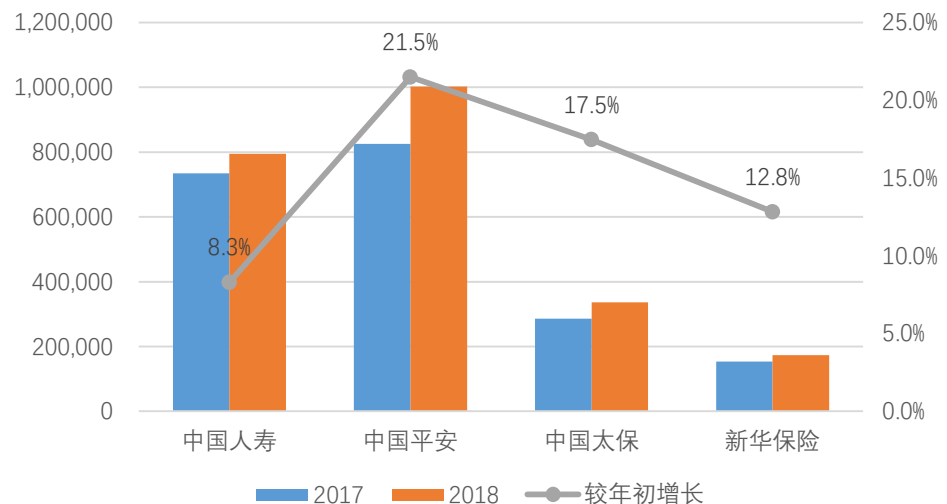
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

2. 2018 年内含价值: EV 合计较年初增长 15.4%, 平安与太保 EV 增长超预期

2.1. 平安、国寿、太保、新华 2018 年末 EV 分别较年初增长 21.5%、8.3%、17.5%和 12.8%，其中平安和太保增长高于我们预期

2018 年末中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的内含价值分别为 10025 亿元、7951 亿元、3361 亿元和 1732 亿元，分别较年初增长 21.5%、8.3%、17.5%和 12.8%；不考虑分红的 EV 增速则分别为 22.7%、8.8%、15.3%和 12.8%。

图 12: 上市公司内含价值 (单位: 百万)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

期末 EV = 期初 EV + NBV + EV 预期回报 + 投资偏差 + 市场价值调整 + 运营偏差 + 估计变更及其他。从长期来看，NBV、EV 预期回报是 EV 增长稳定贡献来源，2018 年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 NBV/期初 EV 分别为 11.3%、6.7%、10.2%和 8.0%（平安寿险、太保寿险分别高达 18.8%和 14.0%）。从短期来看，“投资偏差”和“市场价值调整”对当年 EV 变动影响也较大，2018 年平安、国寿、太保、新华（“投资偏差+市场价值调整”/期初 EV）分别为 1.0%、-4.9%、1.4%、-3.8%，投资业绩拖累 2018 年国寿和新华的 EV 增

长。另外，营运偏差体现公司经营质量，也会对 EV 增长带来一定影响。例如，平安“营运经验差异（139.4 亿）”占比 1.7%，预计主要由退保率等经营指标好于假设带来；新华“营运经验差异（31.1 亿）”占比也高达 2.0%。值得注意的是，新华精算假设变动（经济假设和运营假设均调整）占比达 -1.6%，表明其精算假设调整得更加谨慎，增加了 EV 的可信度，有利于未来年度的 EV 增长。

表 3：上市公司 2018 年内含价值变动

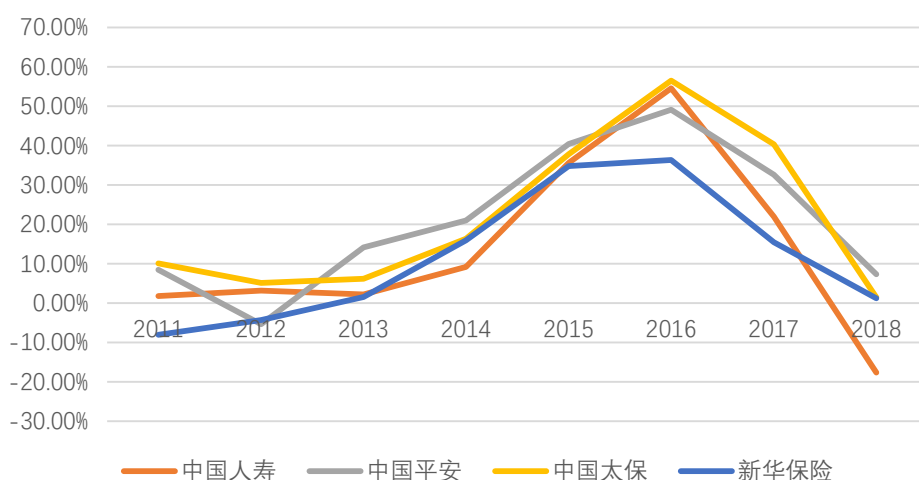
	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	太保寿险	平安寿险
EV 预期回报/期初 EV	8.2%	5.5%	7.1%	9.2%	9.7%	9.1%
NBV（分散效应）/期初 EV	6.7%	11.3%	10.2%	8.0%	14.0%	18.8%
投资偏差/期初 EV	-6.1%	-1.5%	0.1%	-3.8%	0.1%	-2.5%
市场价值调整/期初 EV	1.2%	2.4%	1.4%	0.0%	1.4%	1.4%
营运偏差/期初 EV	0.0%	1.7%	-0.1%	2.0%	-0.1%	2.8%
估计变更/期初 EV	-0.2%	0.1%	-0.4%	-1.6%	-0.5%	0.1%
股东红利分配及资本注入/期初 EV	-1.6%	-4.0%	-2.6%	-1.1%	-3.9%	-6.3%
其他业务（非寿险）/期初 EV	-0.1%	6.0%	1.8%	0.1%	0.0%	0.0%
EV 增速	8.3%	21.5%	17.5%	12.8%	20.7%	23.5%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.2. 内含价值成长性：平安>太保>新华>国寿

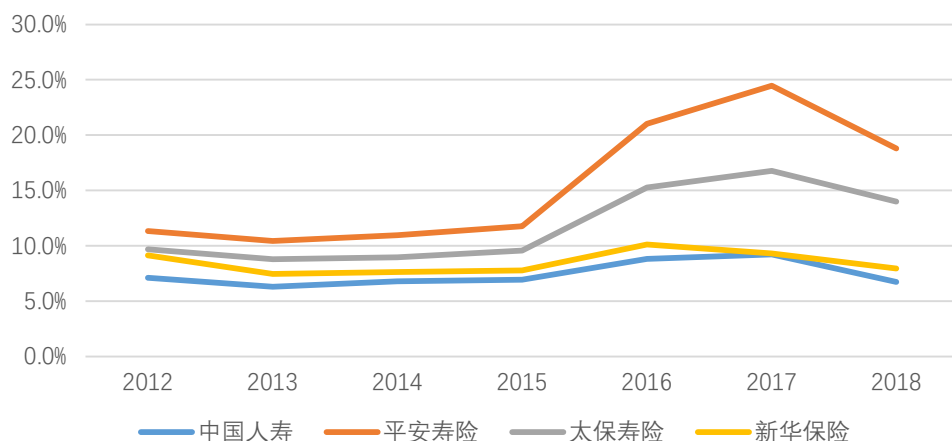
EV 的成长性主要取决于“NBV/期初 EV”，因此近年来 NBV 保持较快增长的公司能够在未来实现更快的 EV 增长，从而理应享受高估值水平（PEV）。平安、太保、新华、国寿 2018 年 NBV 增速分别为 7.3%、1.5%、1.2%、-17.6%，2010-2018 年 NBV 复合增速分别为 21.2%、20.5%、12.6%、12.1%。因此，近年来“NBV/寿险期初 EV”平安寿险>太保寿险>新华保险>中国人寿，平安集团和太保集团的“NBV/集团期初 EV”亦高于新华和国寿。另外中国平安和中国太保的非寿险业务还可贡献可观的 EV 增量，预计平安和太保在 EV 的成长性方面将持续领先。

图 13：上市公司 NBV 增速



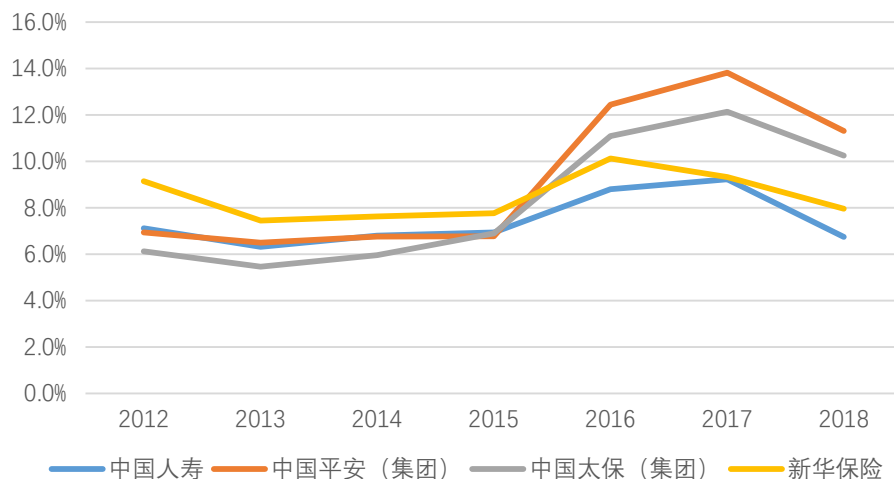
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 14: NBV/寿险期初 EV



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

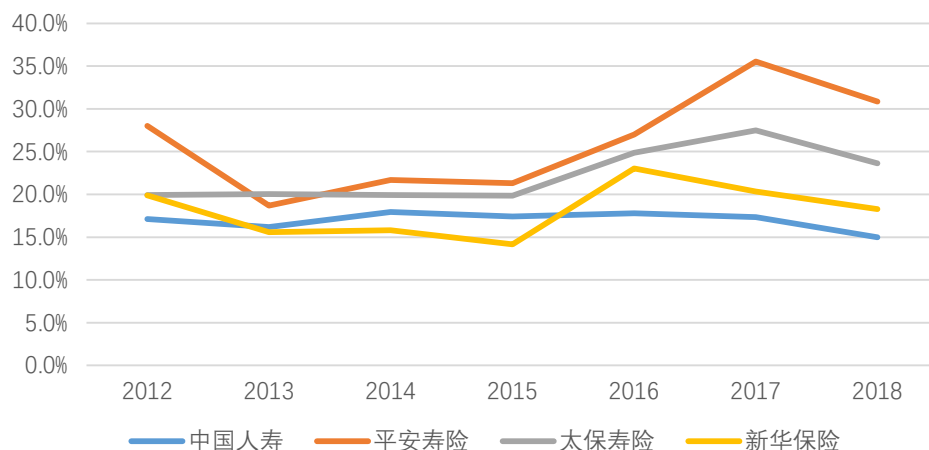
图 15: NBV/集团期初 EV



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

我们可以通过比较寿险 ROEV 来比较各公司的寿险 EV 成长性。寿险 ROEV = (EV 预期回报 + NBV + 营运偏差) / 寿险期初 EV, 未计入投资偏差、市场价值调整、估计变更等短期因素, 可以更好的反映公司的长期经营成果。2018 年中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿的 ROEV 分别为 30.8%、27.5%、21.4% 和 17.3%, 我们判断这种分化格局 (平安 > 太保 > 新华 > 国寿) 自 2016 年形成, 预计中长期将继续保持。类似于 ROE-PB 的估值框架, ROEV 理应与 PEV 严格正相关, 因此从中长期来看, 我们认为合理的 PEV 估值水平排序也应为平安 > 太保 > 新华 > 国寿。

图 16: ROEV



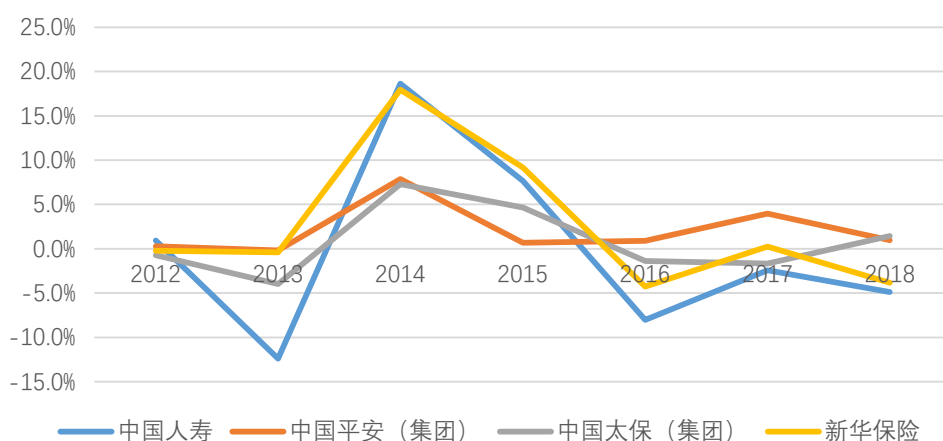
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

2.3. 内含价值稳定性: 平安>太保>新华>国寿

EV 的稳定性主要取决于投资偏差和市场价值调整等因素对于 EV 增长的影响程度, 影响程度越小, 则 EV 的稳定性越强, 即可以通过“(投资偏差+市场价值调整)/期初 EV”的波动性来判断, 下图显示中国平安和中国太保受到资本市场波动的影响程度显著小于中国人寿和新华保险。

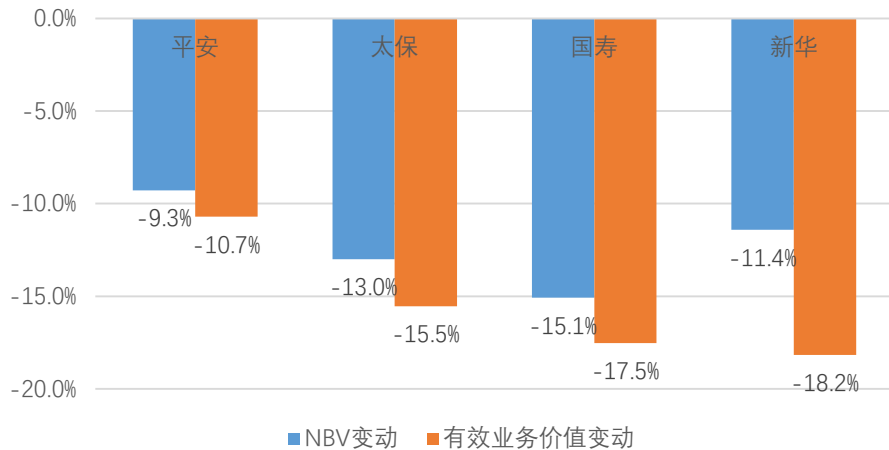
另外, 也可以通过内含价值报告中的敏感性分析来做判断, 我们以“投资回报率假设降低 50 个 bp”对 NBV(新业务)、有效业务价值(存量业务)的影响进行对比, 对于平安寿险、太保寿险、新华保险、中国人寿 NBV 的影响程度分别为-9.3%、-13.0%、-11.4%和-15.1%, 对于有效业务价值地影响程度分别为-10.7%、-15.5%、-18.2%、-17.5%, 说明平安寿险 NBV 和有效业务价值相对于投资回报率假设的弹性最低, 即稳定性最强, 新华有效业务价值对于投资回报的弹性最高, 但其 NBV 对于投资回报的弹性仅高于平安, 可见其新业务结构优化显著。

图 17: 投资偏差+市场价值调整/期初 EV



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 18: NBV 和有效业务价值敏感性分析 (假设投资收益率下降 50bps)



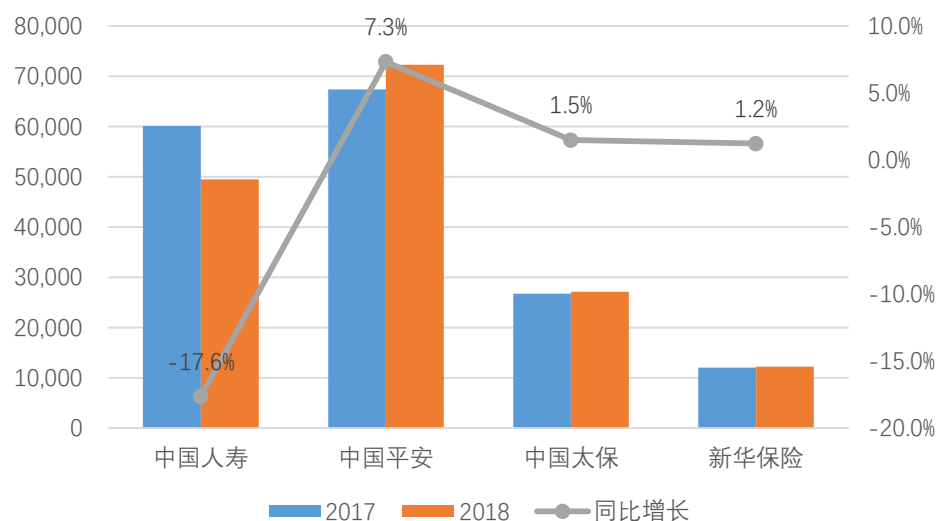
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

3. 2018 年寿险: NBV 合计同比下滑-3.1%, 下半年 NBV 同比增长情况大幅改善

3.1. 平安、国寿、太保、新华 2018 年 NBV 分别同比增长 33%、22%、40% 和 15%, 其中太保业绩高于我们预期

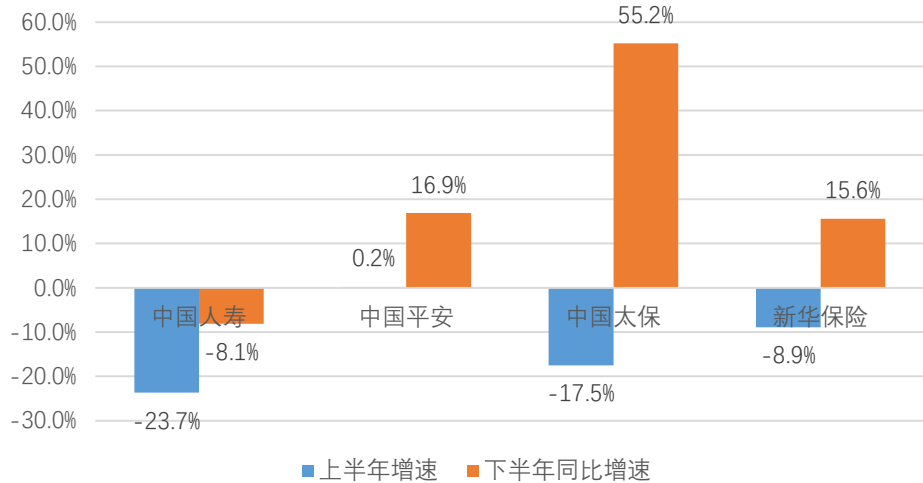
2018 年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 NBV 分别为 723 亿元、495 亿元、271 亿元和 122 亿元, 分别同比增长 7.3%、-17.6%、1.5%和 1.2%, 其中下半年的同比增速分别为 16.9%、-8.1%、55.2%和 15.6%, 同比增长情况显著改善。2018 开门红期间, 受 134 号文对于快返年金险限制的影响, 叠加银行理财产品收益率处于高位, 年金险销售大幅受挫, 年金险保费大幅负增长带来 NBV 也出现负增长。二季度来, 各公司为弥补新业务价值缺口, 大力推动保障型销售, 新单保费增速好转, 叠加产品结构优化 (NBV margin 提升) 及同比基数较低, NBV 增速加速改善。从太保、平安披露的分季度数据来看, NBV 增速呈前低后高、逐季改善趋势。

图 19: 上市公司 NBV (单位: 百万)



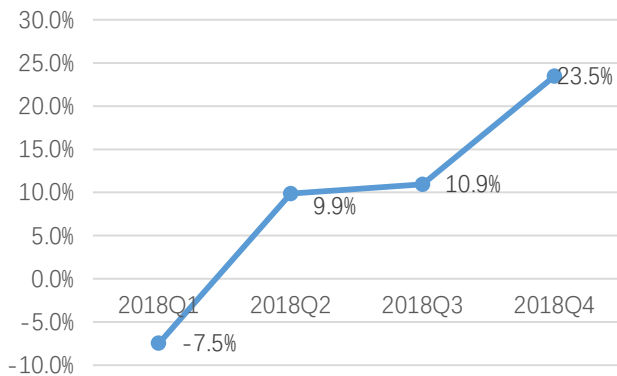
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 20：2018H1/H2NBV 同比增速



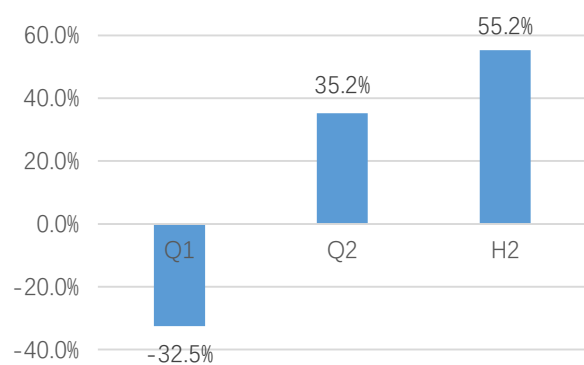
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 21：平安 NBV 分季度增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 22：太保 NBV 分季度增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.2. 产品结构优化带来 NBV margin 提升

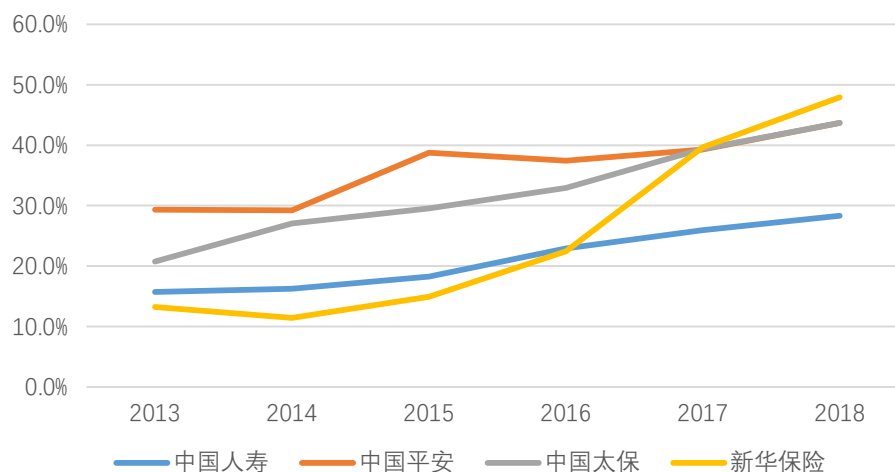
2018 年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 NBV Margin 分别为 43.7%、28.3%、43.7%和 47.9%，分别同比提升 4.4pct、2.4pct、4.3pct 和 8.2pct。新华、平安、太保“聚焦期交、聚焦个险”的第一阶段转型基本完成，自 2017 年开始进行第二阶段转型，即产品结构的转型，转型效果显著；而国寿 18 年主要在期交转型，产品结构也有所改善。

我们分析各公司 NBV Margin 提升的具体原因如下：1) 新华保险 Margin 最高且显著提升的原因在于产品结构大幅优化，健康险首年保费同比增长 33.8%，占比 59.7%，同比提升 23.5pct。2) 太保新单业务结构同样大幅优化，长期保障型新业务首年年化保费占比提升 7.4pt 达到 49.1%。3) 平安产品结构已经较为优化，长期保障型产品+长期储蓄保障产品占代理人渠道新单保费比例从 51.6%提升至 54.2%，其整体 NBV margin 提升另一个原因在于产品盈利能力提升，长期保障型、长交保障储蓄型业务的 Margin 分别提升 7.1pct、18.1pct，其中长交保险储蓄型业务 NBV margin 大幅提升预计由“两全险+重疾险”的产品组合销售较好带来（该产品主险计入长交储蓄保障型，预计 margin 较高）。4) 国寿 margin 提升主要来自于年期结构优化，其主动压缩来自银保渠道的趸交保费，首年期交保费占长险首年保费的比重达 90%，同比提升 26 个百分点。个险渠道 NBV margin 42.2%，同比下降 5pct，但下半年 NBV margin 同比提升 15.3pct，我们推测是由于保障型产品保费占比提升带来。国寿 18 年全年特定保障型产品（健康险、定期寿险、终身寿险等）保费占首年期交保费

比重同比提升 6.73 pct。

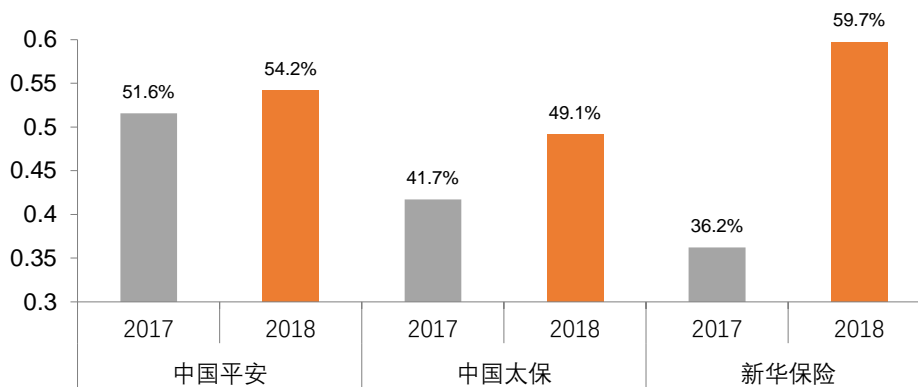
目前除国寿外，其他 3 家公司的产品结构十分优化，整体 NBV Margin 已处于较高水平，通过继续提升保障型产品占比来提升 NBV margin 的空间有限，且在产品竞争日益激烈的环境下，单产品 NBV margin 大概率保持当前水平或略有下降，因此整体 NBV Margin 继续提升难度较大。未来，NBV 的增量主要来自于新单保费的增量，长期储蓄型产品和长期保障型产品均可以贡献增量。

图 23：上市公司 NBV margin



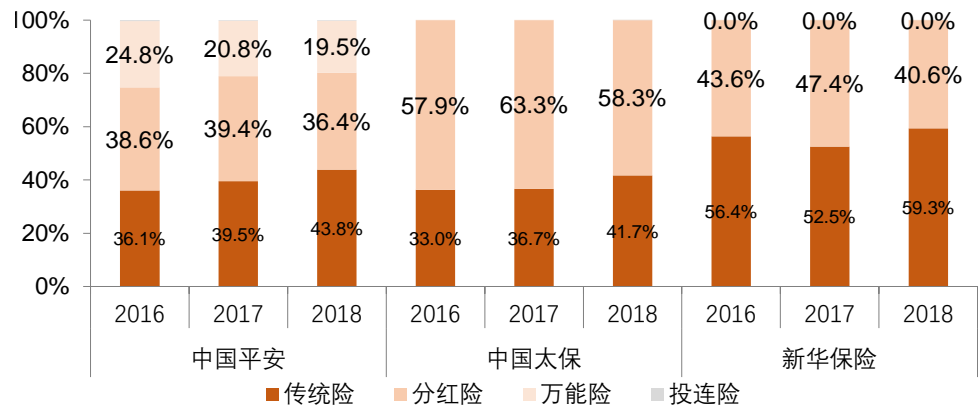
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 24：健康险/长期保障型产品新单占比



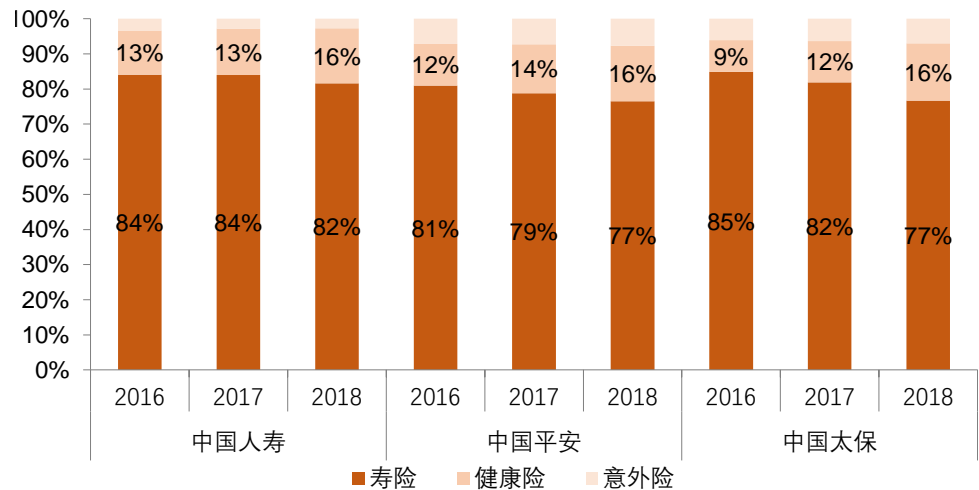
资料来源：公司财报，天风证券研究所；平安以上数据“长期保障型+长期储蓄保障型”合计占比

图 25：总保费收入分险种结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 26: 总保费收入分产品结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.3. 销售队伍规模增长放缓或下滑，人均价值产能出现分化

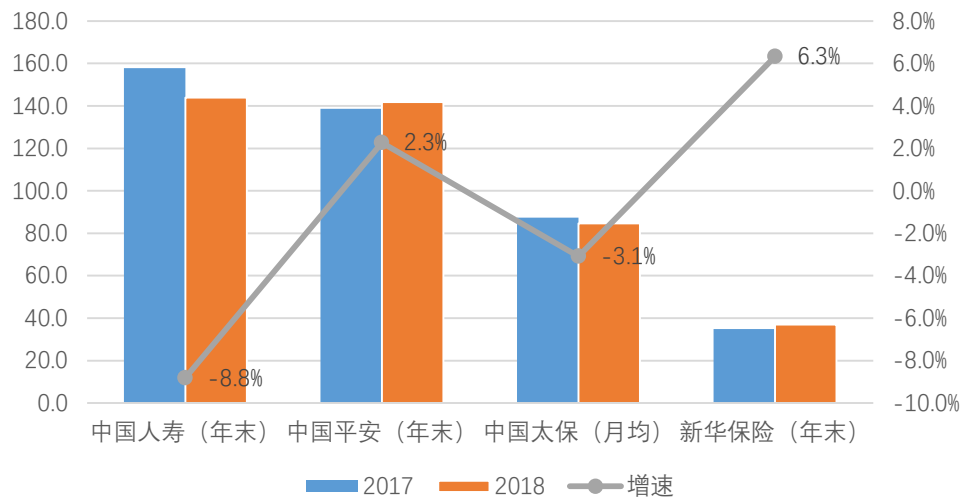
2018 年寿险代理人规模增长出现放缓或下滑，平安寿险、新华保险代理人规模实现正增长，中国人寿、中国太保代理人规模下滑。代理人产能方面，平安首次披露人均 NBV 来衡量代理人的价值产能，体现全面的价值导向，我们同样的也计算出其他公司的代理人人均 NBV，平安、太保代理人人均 NBV 实现正增长，优于新华和国寿，且平安人均 NBV 大幅高于其他公司。

1) 平安寿险代理人规模达 141.7 万，较年初增长 2.3%，人均 NBV 同比提升 1.1%，人均收入小幅提升 0.7%至 6294 元。2) 太保寿险月均人力达到 84.7 万人，同比下滑 3.1%，但队伍质量和产能有所提升，月均绩优人力 14.9 万，同比增长 14.6%，人均 NBV 同比增长 4.7%。3) 新华年末代理人 37.0 万，同比增长 6.3%，月均举绩人力 17.5 万人，同比增长 15.9%；月均举绩率 52.8%，同比提升 6.0pct。4) 年末代理人 143.9 万人，同比下滑 8.8%，核心队伍保持稳健，月均有效销售人力同比增长 2.6%，月均销售特定保障型产品人力规模同比提升 43.4%。

代理人高速增长的红利期已过，未来代理人规模大概率保持平稳增长或有所下滑，代理人产能是未来业务发展的关键。近年来，各公司均加强代理人活动量及培训管理，严抓出勤，严格清虚，我们判断队伍的质态在改善。同时，经过多年来的产品转型，我们预计代理人

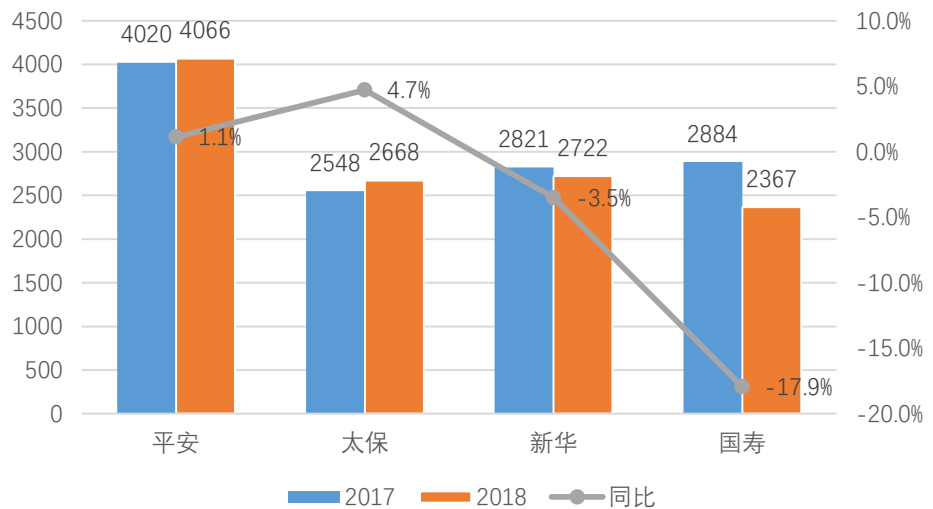
销售保障型产品的能力也在逐步提升。

图 27：上市公司代理人规模（单位：万）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 28：上市公司代理人人均 NBV（元/月）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

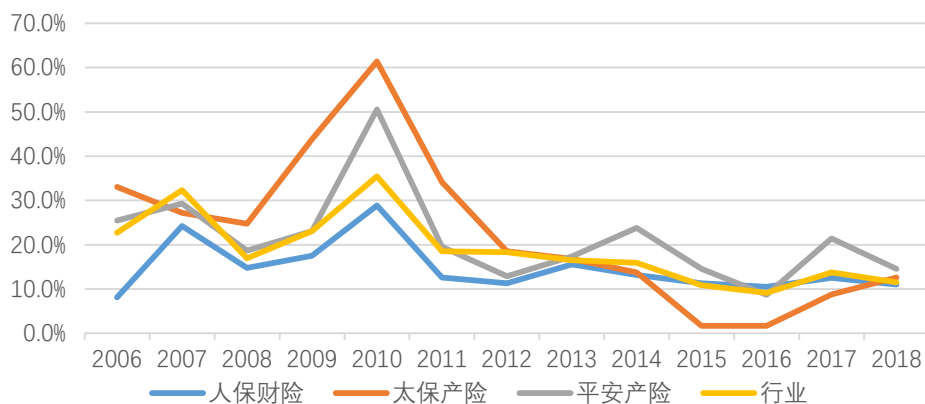
4. 2018 年车险：保费增长保持平稳，业务结构优化，费用率上升对利润率产生较大负面影响

2018 年财产险保费增速回落，全行业保费收入同比增长 11.5%。人保财险、平安产险、太保产险 2018 年保费收入分别同比增长 11.0%、14.6%和 12.6%，增速较 2017 年分别下降 1.5pct、6.8pct、提升 3.8pct。车市增速下降导致车险保费收入增速下滑，非车险业务均实现高速增长，非车险占比提升，人保财险、平安产险、太保产险非车险保费占比分别同比提升 4.5pct、5.5pct、3.5pct，其中人保财险非车险占比最高，达 33.4%。

2018 年人保财险、平安产险、太保产险 2018 年综合成本率分别为 98.5%、96.0%和 98.4%，分别同比+1.5pct、-0.2pct、-0.4pct。2017 年下半年开始，车险“费用竞争”日益激烈，车险费用率持续上升导致成本率居高不下以及实际税率大幅提升，财险净利润同比均为负

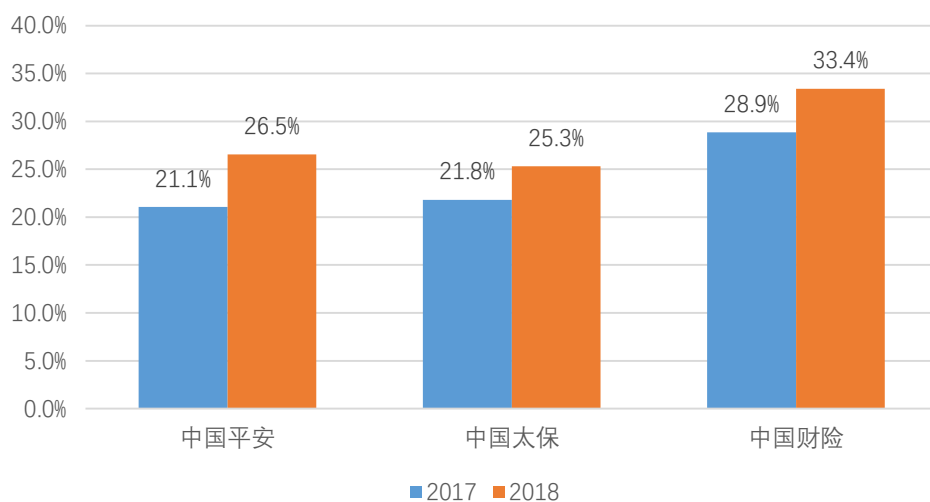
增长。人保财险、平安产险、太保产险综合费用率分别为 36.5%、41.1%、42.1%，分别同比 +1.6pct、+1.5pct、+3.2pct。

图 29：产险保费收入增速



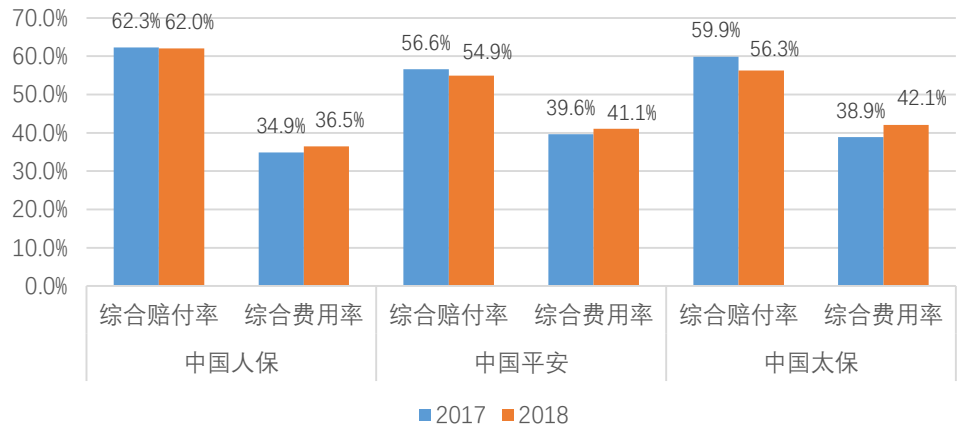
资料来源：银保监会网站，公司财报，天风证券研究所

图 30：非车险保费占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 31：综合成本率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

5. 二季度投资策略

5.1. 看好由代理人规模环比增长+产能提升带来的新业务保费增量，新单保费和 NBV 增速趋势向好

长期来看，中国保险行业转型进入新阶段，主要有 3 方面的转型：一是产品转型，向保障型产品转型，不仅包括健康险，还包括养老年金、终身寿险等。目前上市公司向健康险产品转型得比较充分，但是在其他保障型产品方面还较为薄弱。在提升产品差异化竞争力方面，“产品+服务”是一大转型方向，打通保险产业链上游，提供健康管理、医疗、财富管理等增值服务。目前产品附加服务仍为初级服务，保障型产品同质化严重，因此在日益激烈的产品竞争中，产品 NBV Margin 大概率维持或略有下降。二是，队伍转型，从人力规模驱动向产能驱动转型。保险公司增员的人口红利逐渐消失，2015-2017 年“大增大脱”代理人发展模式难以为继，未来人力规模大概率缓慢增长，走产能驱动路线、打造高素质队伍是必须进行的转型。三是，客户转型，中产阶级与高净值人群（这类人群社会财富占比高）增加，高端人群的保险需求（高保额保障险、高端医疗、高品质养老、财富配置与传承、家族企业传承）预计在未来会快速释放，现在的代理人难以满足中高端人群的保险与保障需求。因此队伍转型与客户转型相辅相成，能够打造出满足这类需求的高素质销售队伍的保险公司才能够进入中高端保险市场的新蓝海。因此，不管是产品转型还是客户转型，都需要高素质、高产能的代理人来实现，我们预计未来大型保险公司竞争力的核心是销售队伍获取高价值保单的能力。

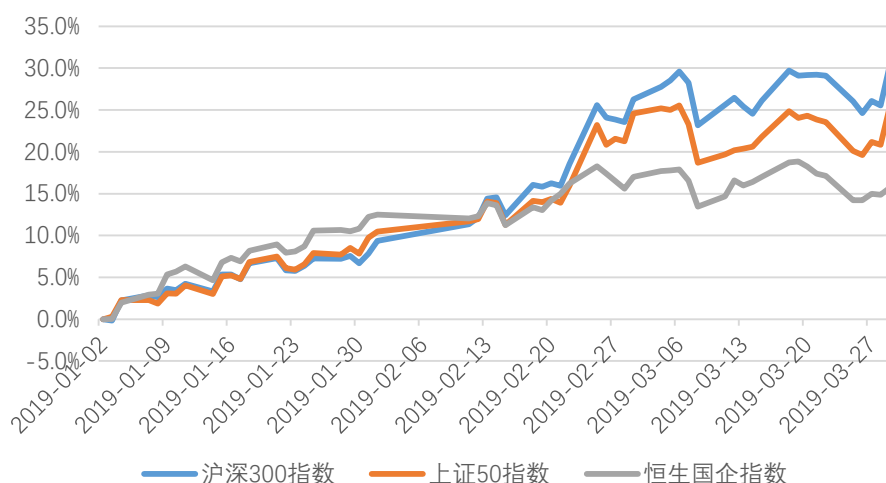
短期来看，各公司新单保费和 NBV 增速趋势向好。2018 年 4 月以来，保险公司全面推动保障型产品销售，18 年全年 NBV 增速呈前低后高趋势，因此 2-4 季度保险公司的 NBV 基数并不低，且业务结构已十分优化，我们预计从 19 年 4 月开始，NBV 增量主要由新单保费增量带来，业务结构优化空间（即 NBV margin 提升空间）有限。从驱动因素的角度来看，预计队伍销售能力不断提升（近年来的产品转型使代理人适应并熟悉销售保障型产品，保险公司保障型产品体系及相关培训体系也日臻成熟），以及人力规模环比回升将带来新单保费增长持续优化。

5.2. 受益于股市上涨，2019 年全年及 1 季度净利润高增速可期

2019 年主要受益于权益市场上涨，叠加 750 日移动平均线仍处于上行区间，我们判断全年及 1 季度保险公司净利润同比增速可达 30%以上。保险公司的股票和基金在投资资产中的占比一般是 5-15%，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 2019 年 3 月 29 日，沪深 300 指数和恒生国企指数年初分别累计上涨 30.4%、15.7%；10 年期国债收

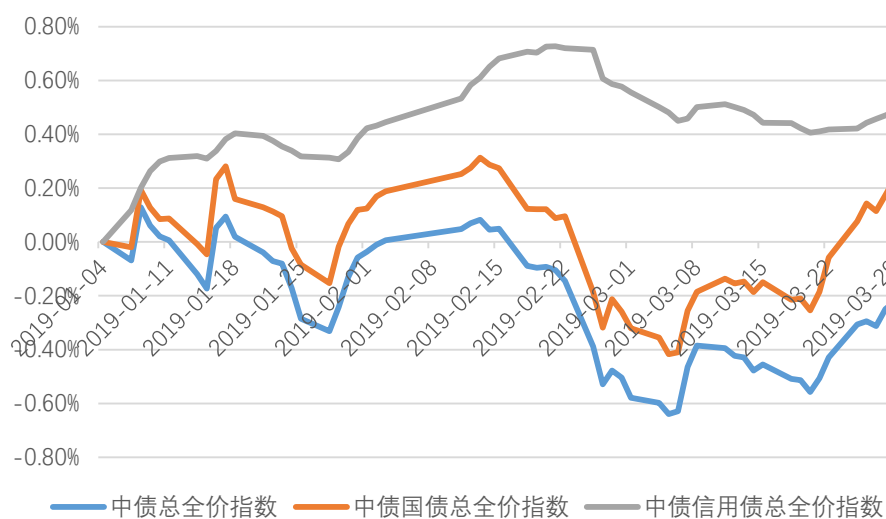
益率为 3.07%，较年初有所下滑，但预计宏观经济预期改善将对长端利率形成支撑；中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数较年初分别累计下跌 0.22%、上涨 0.24%、0.49%，保险公司的债券大部分持有至到期，因此债市涨跌对净利润及权益影响有限。

图 32：股市涨跌幅



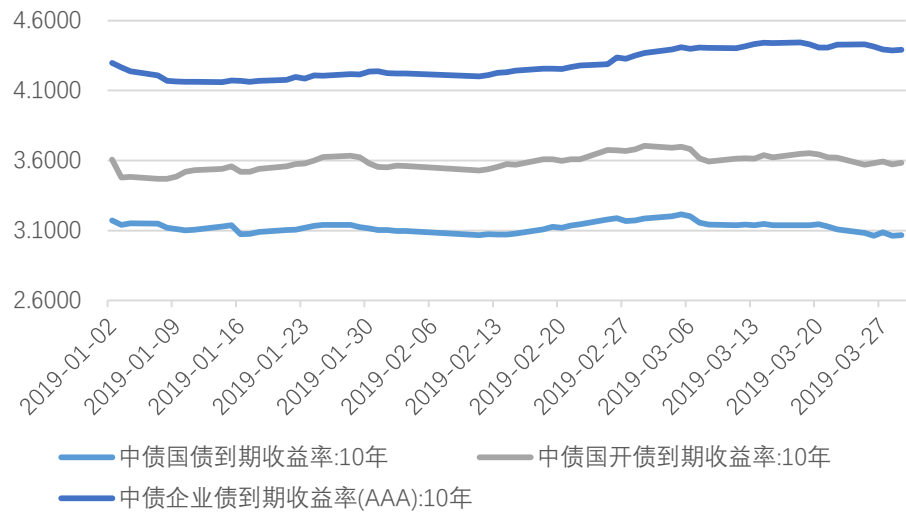
资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：债券指数涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：10 年期债券收益率



资料来源：wind，天风证券研究所

表 4：750 天移动平均国债收益率的环比变动测算 (bps)

	实际					预测			
	2017-12-31	2018-03-30	2018-06-29	2018-09-28	2018-12-31	2019-03-29	2019-06-28	2019-09-30	2019-12-31
1 年	2.77	2.38	6.35	5.37	1.91	1.44	0.98	2.26	0.07
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.03	1.50	2.51	0.91
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.70	2.21	3.57	2.04
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.33	1.26	2.86	0.81
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.11	-0.32	2.22	0.70
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.60	2.28	3.88	3.02

资料来源：wind，天风证券研究所

5.3. 手续费率下降+投资收益好转, 19 年财险行业净利润或将迎来大幅改善

预计 2019 年人保财险、平安产险、太保产险保费有望实现平稳增长（10%左右），来自于车险保费平稳增长（约 5-10%），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：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，多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，预计后续高压监管政策仍将持续，财险手续费率大概率降低，预计 2019 年产险利润增速将会迎来好转。

5.4. 估值

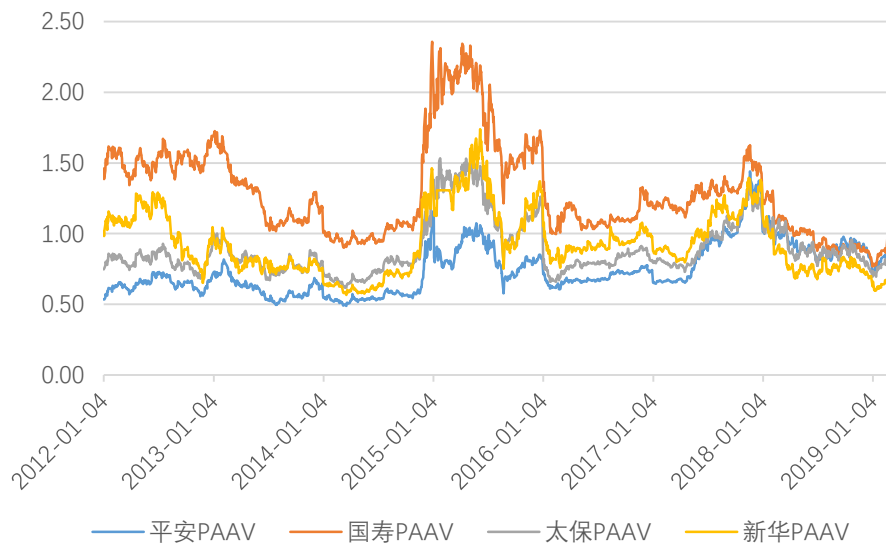
截至 4 月 1 日，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险 PAAV（反映了利率预期）分别为 1.01、1.09、0.87、0.82 倍；对应 2019 年 PEV 分别为 1.17、0.89、0.78、0.82 倍，仍处于历史估值低位。

图 35: PEV 估值



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 36: PAAV 估值



资料来源: wind, 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