

行业研究/深度研究

2019年04月09日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)  
保险 II 增持(维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

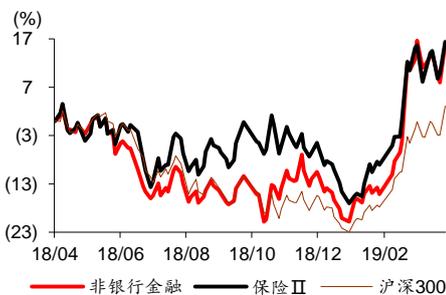
**陶圣禹** 执业证书编号: S0570518050002  
研究员 021-28972217  
taoshengyu@htsc.com

**刘雪菲** 执业证书编号: S0570517110003  
研究员 0755-82713386  
liuxuefei@htsc.com

相关研究

- 1《非银行金融: 三维因子寻找保险股投资机会》2019.04
- 2《非银行金融/银行: 科创板打新机遇, 收益有望可观》2019.04
- 3《非银行金融/银行: 行业周报(第十三周)》2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 结构优化促转型, 价值成长驱发展

## 保险行业 2018 年报综述

### 正向效应逐步凸显, 估值优势突出

NBV 增长现分化, 但 EV 稳健增长, 财险业务一次性税率影响有望逐步缓释, 非车险有望成为新的业绩增长极。当前时点, 利率快速上行, 缓解市场对利差损风险的担忧。政策预期刺激下权益市场正效应持续凸显。开门红后各家险企积极推进保障险业务, 行业前景广阔。估值仍处历史低位, 估值优势突出, 是中长期底仓配置优选板块。个股推新华、太保和国寿。

### 价值增长现分化, 准备金释放提振利润表现

EV 增长主要来源于 NBV 的持续贡献, 上市险企 NBV 增长现分化, 除中国人寿仍为较大幅度负增长外, 其他三家逐季改善, 已实现正向贡献。同时资本市场波动导致的投资回报差异拖累 EV 增速, 但我们认为权益市场回暖叠加利率稳中提升, 今年有望产生正效应。剩余边际增长稳健, 增速保持在 12% 以上, 其摊销是利润的主要来源。此外长端利率的抬升推动折现率上行, 准备金加速释放, 谨慎的精算假设更加夯实了未来业绩增长的基础, 为利润释放预留更多空间。

### 寿险结构加速改善, 压力释尽期待新发展

总保费稳健增长, 个险渠道仍为主要贡献点, 占比约为 80% 左右, 渠道结构优异。开门红销售压力传导至全年, 新单仍为负增长, 但边际改善显著, 业务重点也主动向保障险转型, 推动价值率大幅提升, 其中新华保险增长 8.3pct 至 47.9%, 处于行业领先水平。新单销售动能不足拖累代理人增员进度, 规模有小幅下滑, 但在压力环境下各险企主动转型销售长期保障险以提升产能, 稳定收入水平。我们认为随着销售环境的好转, 未来规模有望实现稳中小幅增长态势, 队伍质态提升将成为主要的发力方向。

### 产险保费平稳增长, 维持承保盈利

产险总保费稳健增长, 三大产险维持 64% 的市占率, 维持行业领先地位。新车销售乏力拖累车险业务增长, 相较之下非车险增长动能强劲, 有望成为重要的业绩增长极。费用率小幅提升但赔付率改善显著, 推动综合成本率进一步下滑。手续费集中计提导致税率提升, 但我们认为一次性影响有望逐步缓释, 利润增长有望重回正常水平。

### 权益市场下滑拖累收益, 优化配置分散风险

投资资产规模保持增长, 但受权益市场波动影响, 总投资收益率大幅下滑; 以固收配置为主的险资利息收入较为稳定, 净投资收益率小幅调整。资产配置灵活调整, 定存增长现金减少, 资金运用效率提升, 此外把握利率高位机遇加配固收资产, 在资本市场波动下降股基占比以适当规避风险。

### 甄选个股, 精选行业龙头标的

个股推荐行业优秀龙头标的, 保障险占比高、负债结构优异的新华保险; 业务结构优化、综合保险布局的中国太保, 以及 NBV 大幅增长, 管理层履新后加速改革的中国人寿。

风险提示: 市场波动风险、利率与政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
601336	新华保险	60.00	买入	2.54	3.69	4.62	5.33	23.63	16.27	12.98	11.26
601601	中国太保	36.00	买入	1.99	2.56	3.16	3.92	18.10	14.08	11.38	9.18
601628	中国人寿	30.12	买入	0.40	0.57	0.72	0.92	74.71	53.01	41.79	32.81

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

核心观点 .....	4
价值增长现分化，准备金释放提振利润表现 .....	5
NBV 增长超预期，投资回报偏差拖累 EV 增速 .....	5
剩余边际稳健增长，折现率上行推动准备金释放 .....	6
寿险结构加速改善，压力释尽期待新发展 .....	8
结构持续优化，推动价值率攀上新高峰 .....	8
代理人规模下滑，质态有所提升 .....	10
产险保费平稳增长，维持承保盈利 .....	11
保费收入平稳增长，非车险增速较快 .....	11
综合成本率改善，税负影响有望逐步缓释 .....	11
权益市场下滑拖累收益，优化配置分散风险 .....	13
甄选个股，精选行业龙头标的 .....	16
风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: 上市险企 2018 年报核心数据一览图 .....	4
图表 2: 集团 EV 增长表现 .....	5
图表 3: 寿险 EV 及其他业务净资产增长表现 .....	5
图表 4: 2018 年各因素对上市险企寿险业务内含价值变动的贡献情况 .....	5
图表 5: NBV 半年度同比增速逐渐改善 .....	6
图表 6: 新业务价值增长现分化 .....	6
图表 7: 上市险企归母净利润表现 .....	6
图表 8: 剩余边际持续增长 .....	7
图表 9: 折现率曲线自 2017 年四季度拐点向上 .....	7
图表 10: 上市险企新增准备金计提趋势变化 .....	7
图表 11: 总保费稳健增长 .....	8
图表 12: 个险渠道仍为主要贡献点 .....	8
图表 13: 新单销售乏力 .....	8
图表 14: 新单边际改善显著 .....	8
图表 15: 续期拉动效应显著 .....	9
图表 16: 保障险占比有所提升 .....	9
图表 17: 新业务价值率持续攀升 .....	9
图表 18: 代理人规模有小幅滑落 .....	10
图表 19: 代理人增长放缓 .....	10
图表 20: 代理人产能表现各异 .....	10
图表 21: 代理人收入小幅增长 .....	10
图表 22: 产险总保费稳健增长 .....	11
图表 23: 非车险增长动能强劲 .....	11
图表 24: 上市产险公司综合成本率 .....	12
图表 25: 上市产险公司费用率和赔付率 .....	12
图表 26: 上市险企总投资收益率 .....	13
图表 27: 上市险企净投资收益率 .....	13
图表 28: 上市险企投资现金及现金等价物占比情况 .....	13
图表 29: 上市险企投资定期存款占比情况 .....	13
图表 30: 2018 年 1 年期及 10 年期国债收益率 .....	14
图表 31: 上市险企投资债券比例 .....	14
图表 32: 平安、太保和新华投资非标资产规模及占比 .....	14
图表 33: 2018 年中国平安非标债权资产分布 .....	14
图表 34: 上市险企投资股票占比 .....	15
图表 35: 上市险企投资基金占比 .....	15

## 核心观点

上市险企 2018 年寿险 NBV 增长现分化，主要由于新单增长乏力，但边际来看逐季改善显著，此外产品结构的优化推动价值率持续攀升，推动全年 NBV 降幅持续收窄，至年末部分已实现正增长。财险业务增长较为稳健，其中车险业务受新车销量下滑影响整体承压，但税率的一次性影响有望逐步缓释。此外非车险增长动能强劲，有望成为新的业绩增长点。投资端根据市场行情积极调整资产配置结构，优化资金运用效率，把握利率高位机会加配长久期固收资产，同时降低股基占比以规避一定的波动风险。我们从三维因子寻找保险股投资机会，当前时点利率稳中有升，上周 10 年期国债收益率整体上行约 20bps，4 月 7 日收为 3.27%，缓解市场对利率的担忧；保险股的高 β 属性助其受益于权益市场的牛市行情，政策预期刺激下权益市场正效益有望逐步显现；持续转型的寿险结构有望推动价值提升，代理人队伍质态改善也助推价值率攀升，开门红后各家险企积极推进保障险业务，行业前景广阔。估值仍处历史低位，估值优势突出，是中长期底仓配置优选板块。个股推新华保险、中国太保和中国人寿。

图表1：上市险企 2018 年报核心数据一览表

(单位：亿元)	中国平安	中国太保	新华保险	中国人寿
归母净利润	1,074	180	79	114
YoY	20.6%	22.9%	47.2%	-64.7%
归母净资产	5,565	1,496	656	3,184
YoY	17.6%	8.8%	2.9%	-0.8%
每股分红(元)	1.72	1.00	0.77	0.16
YoY	14.7%	25.0%	48.1%	-60.0%
寿险保费收入	4,717	2,024	1,223	5,358
YoY	21.4%	15.3%	11.9%	5.7%
财险保费收入	2,474	1,178	-	-
YoY	14.6%	12.6%	-	-
新业务价值	723	271	122	495
YoY	7.3%	1.5%	1.2%	-17.6%
内含价值	10,025	3,361	1,732	7,951
YoY	21.5%	17.5%	12.8%	8.3%
总投资收益率	5.2%	4.6%	4.6%	3.3%
YoY	-0.8pct	-0.8pct	-0.6pct	-1.9pct
净投资收益率	5.2%	4.9%	5.0%	4.6%
YoY	-0.6pct	-0.5pct	-0.1pct	-0.3pct

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 价值增长现分化，准备金释放提振利润表现

### NBV 增长超预期，投资回报偏差拖累 EV 增速

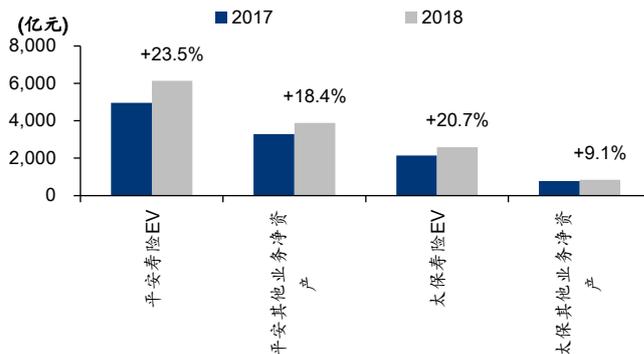
**EV 稳健增长，综合险企寿险业务增长动能强劲。**中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿 2018 年底集团内含价值分别为 10025 亿元 (+21.5%)、3361 亿元 (+17.5%)、1731 亿元 (+12.8%) 和 7951 亿元 (+8.3%)，其中中国平安和中国太保的寿险业务 EV 增速分别达 23.5% 和 20.7%，寿险业务增长动能更为强劲。

图表2：集团 EV 增长表现



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：寿险 EV 及其他业务净资产增长表现



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**EV 增长主要来源于 NBV 的持续贡献，但同时资本市场波动导致的投资回报差异产生一定的负面效应。**对上市险企寿险业务 EV 的增长动能拆分，中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿的 NBV 对期初寿险内含价值的拉动效应分别达到 14.6%、12.7%、8.0% 和 6.7%，贡献程度略有分化；但寿险 EV 预期回报对 EV 贡献保持稳定，分别为 9.1%、9.7%、9.2% 和 8.2%。去年资本市场大幅波动导致实际投资收益表现低于假设，进而投资回报负偏差较大，中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿对期初 EV 的静态影响分别达 -2.5%、+0.1%、-3.8% 和 -6.1%，一定程度上拖累 EV 增速。

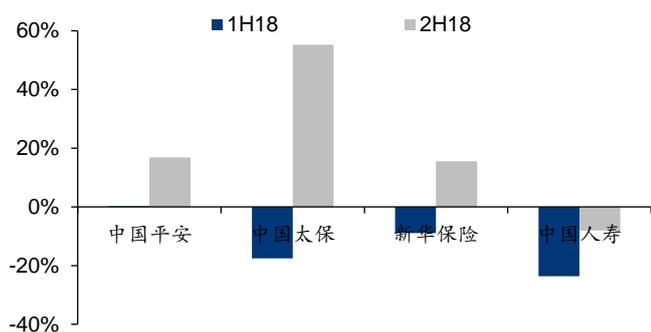
图表4：2018 年各因素对上市险企寿险业务内含价值变动的贡献情况

	中国平安	中国太保	新华保险	中国人寿
寿险内含价值预期回报	9.1%	9.7%	9.2%	8.2%
新业务价值	14.6%	12.7%	8.0%	6.7%
投资回报的差异	-2.5%	0.1%	-3.8%	-6.1%
其他	2.3%	-1.8%	-0.5%	-0.6%
2018 寿险 EV 增速	23.5%	20.7%	12.8%	8.3%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

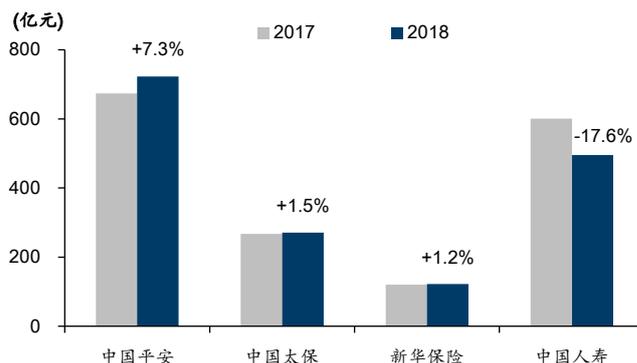
**NBV 逐季改善显著，全年增长现分化。**由于 2018 年开门红销售乏力导致新单增速全年承压，NBV 增速整体放缓，但边际来看，逐季改善效应显著。除中国人寿 NBV 由 1H18 的 -24% 改善至 2H18 的 -8%，仍为负增长外，其他三家险企均在下半年实现大幅正增长，其中中国平安、中国太保和新华保险 NBV 下半年分别增长 17%、55% 和 16%。中国平安季度数据披露更为细致，2018 年 NBV 单季分别同比 -8%、+10%、+11% 和 +24%。全年 NBV 增长现分化，中国平安、中国太保和新华保险增长超预期，分别实现 +7.3%、+1.5% 和 +1.2% 的增长，而中国人寿符合预期，全年 NBV 仍为较大幅度下滑。

图表5: NBV 半年度同比增速逐渐改善



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 新业务价值增长现分化

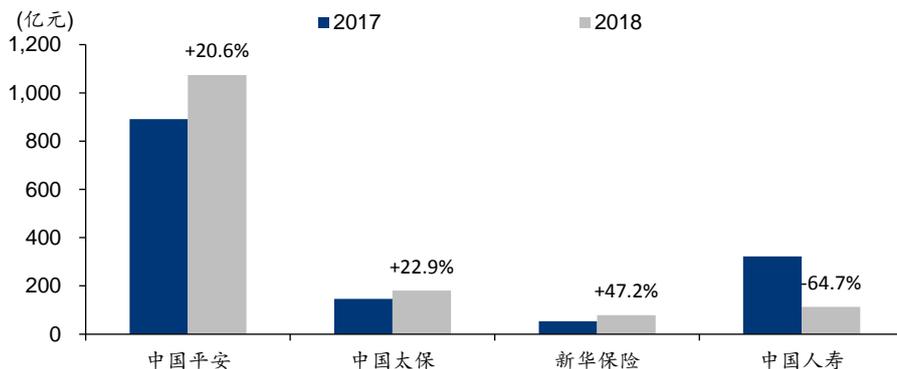


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 剩余额稳健增长, 折现率上行推动准备金释放

投资收益拖累业绩, 归母净利润表现各异。中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿 2018 年归母净利润分别为 1074 亿元(+20.6%)、180 亿元(+22.9%)、79 亿元(+47.2%) 及 114 亿元(-64.7%), 其中中国平安剔除短期投资波动、折现率变动影响和一次性重大收支后的归母营运利润达 1126 亿元(+18.9%), 中国人寿业绩大幅下滑主要是由权益投资受资本市场大幅下行而导致收益减少所致,

图表7: 上市险企归母净利润表现



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

剩余额持续增长, 利润空间前景可观。中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿 2018 年剩余额分别为 7866 亿元(+27.6%)、2854 亿元(+25%)、1956 亿元(+14.8%) 及 6841 亿元(+12.5%), 均保持较高增速。剩余额为公司未来利润的现值, 摊销模式在保单发单时刻锁定, 摊销稳定不受资本市场波动影响, 剩余额摊销为利润的主要来源, 中国平安 2018 年剩余额摊销约贡献税前营运利润的 64%。稳定增长的剩余额为未来利润奠定了坚实的基础。

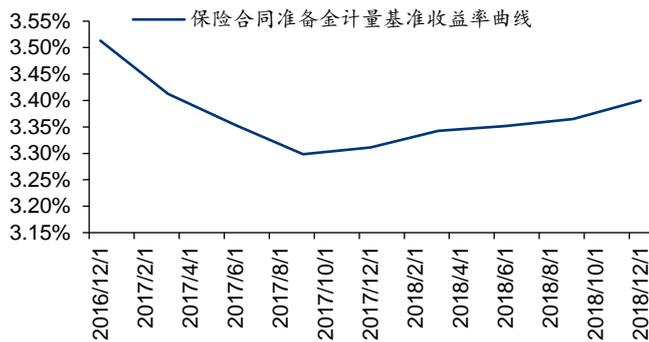
**图表8： 剩余边际持续增长**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

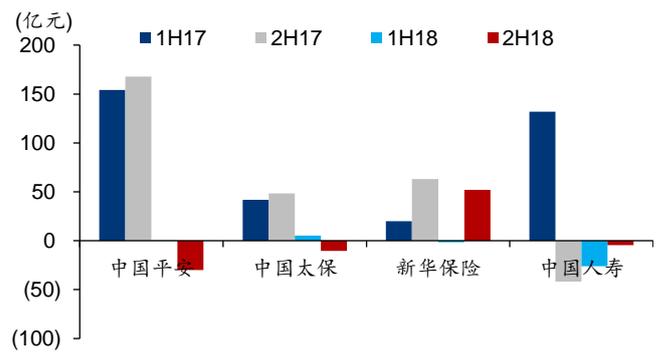
**折现率回升推动准备金加速释放，提振利润表现。**保险合同准备金折现率自2017年四季度呈现拐点向上趋势，推动准备金新增计提放缓，存量准备金释放，但有一定的滞后性，上市险企1H18准备金计提呈现大幅下滑态势，提振利润增长效果开始逐步显现。2018下半年，新华保险调整了精算假设，把对未来重疾险发病率恶化趋势纳入发病率考量，大幅增加寿险与长期健康险责任准备金，谨慎的假设变更为未来利润释放预留更多空间。

**图表9： 折现率曲线自2017年四季度拐点向上**



资料来源：中国债券信息网，华泰证券研究所

**图表10： 上市险企新增准备金计提趋势变化**



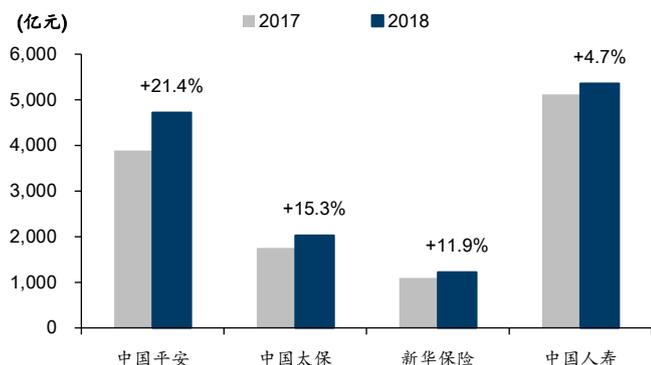
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 寿险结构加速改善，压力释尽期待新发展

### 结构持续优化，推动价值率攀上新高峰

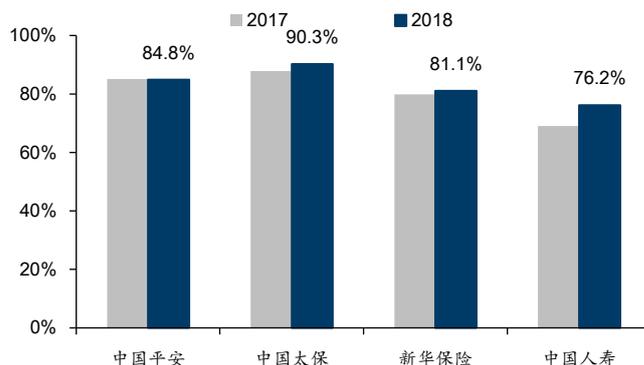
总保费稳健增长，个险渠道仍为主要贡献点。中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿2018年寿险原保险保费收入分别为4717亿元(+21.4%)、2024亿元(+15.3%)、1223亿元(+11.9%)和5358亿元(+4.7%)，其中中国人寿受新单拖累影响，总保费仅小幅增长，弱于上市同业平均水平。个险渠道仍为主要发力点，中国平安、中国太保和新华保险个险渠道仍维持高位，分别达84.8%(-0.2pct)、90.3%(+2.5pct)和81.1%(+1.2pct)；中国人寿个险渠道占比大幅提升7.1pct至76.2%，主要由于其主动压缩趸交保费约523亿元，其中大多为银保趸交业务，低价值率产品主动缩量。

图表11：总保费稳健增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

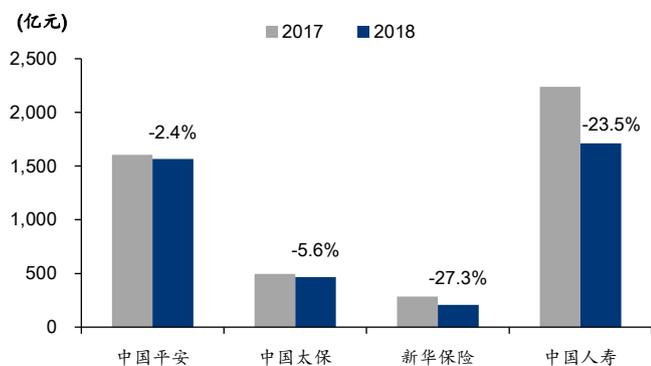
图表12：个险渠道仍为主要贡献点



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

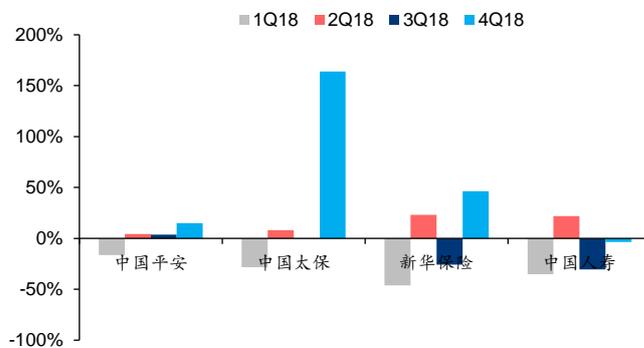
新单销售乏力，但边际改善显著。开门红压力传导至全年，新单增速始终为负增长，中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿新单降幅分别为2.4%、5.6%、27.3%和23.5%。但边际来看逐季改善显著，1Q18开门红期间实现-16%至-47%的惨淡业绩，但二季度均实现一定程度的正增长，其中中国平安由于提前对快返型年金险进行缩量，导致2Q18新单增速慢于同业。3Q18由于134号文实施下的快返年金险集中冲量导致2017年同期基数较高，单季出现负增长，但值得注意的是中国平安此时没有高基数压力，实现了一定程度的正向提升。太保于4Q18为完成全年目标大力推进新单销售，叠加4Q17低基数效应，单季大幅增长160%；中国人寿由于对2019开门红准备充分，业务重点向今年倾斜。

图表13：新单销售乏力



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

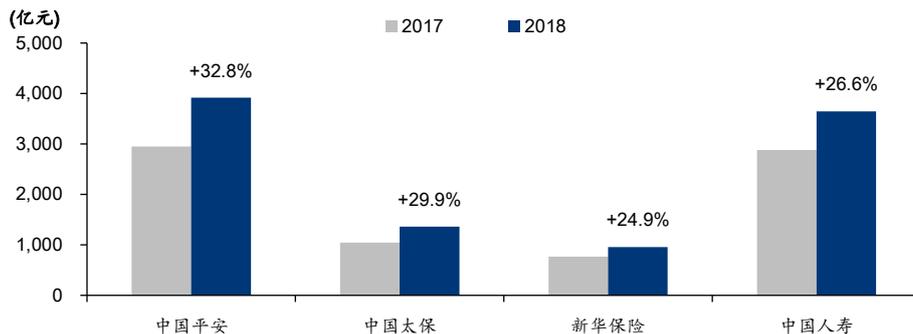
图表14：新单边际改善显著



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

续期拉动效应逐步显现。新单销售乏力的背景下，续期拉动效应持续显现，中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿续期业务分别实现保费3920亿元、1360亿元、959亿元和3647亿元，分别同比增长32.8%、29.9%、24.9%和26.6%，推动总保费稳健增长。

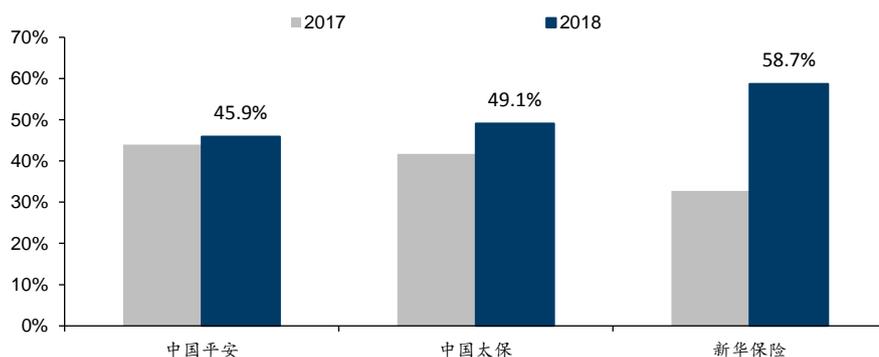
**图表15: 续期拉动效应显著**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**产品结构推进转型, 保障险占比大幅提升。**年金销售压力下, 保障险为代理人队伍发力方向, 中国平安个险渠道长期保障险首年保费达 517 亿元, 个险渠道占比 45.9%(+1.9pct); 中国太保长期保障型新业务首年年化保费 305 亿元(+7.7%), 占比提升 7.4pct 至 49.1%; 新华保险健康险长险首年保费达 122 亿元(+30.6%), 在总长险首年中占比大幅提升 26pct 至 58.7%; 中国人寿特定保障型保费占首年期交提升 6.7pct。

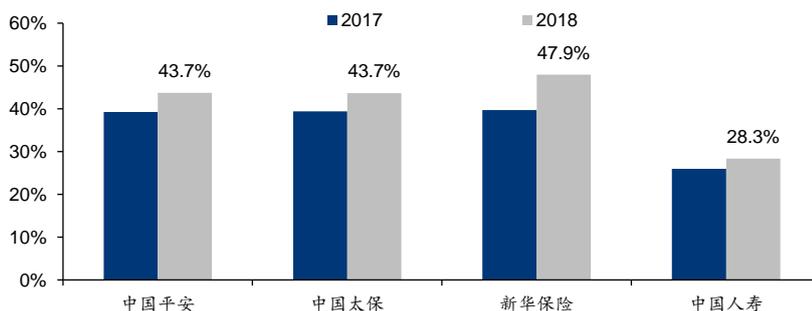
**图表16: 保障险占比有所提升**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**结构优化推动价值率抬升。**个险渠道加码、保障险业务占比提升与长期缴费结构的优化, 推动价值率持续攀升。中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿 2018 年新业务价值率分别为 43.7% (+4.4%)、43.7% (+4.3%)、47.9% (+8.3%) 和 28.3% (+2.4%), 其中中国人寿个险渠道价值率为 42.2%, 表现较为优异。对标友邦来看, 友邦中国 2018 年新业务价值率达 90% 的高位水平, 整体价值率水平为 63.9%, 进而推动其 P/EV 估值保持在 2x 区间波动, 可见高价值率的产品结构有望提升整体估值中枢水平。我们认为未来险企将持续推进从追求规模增长转型价值提升, 保障险与长期储蓄险的占比有望逐步提高, 整体价值率水平有望步入新台阶。

**图表17: 新业务价值率持续攀升**

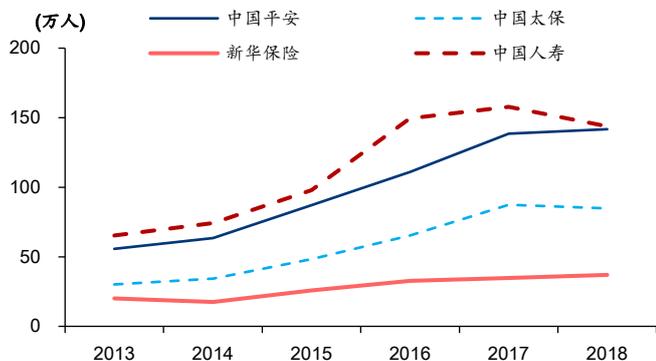


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 代理人规模下滑，质态有所提升

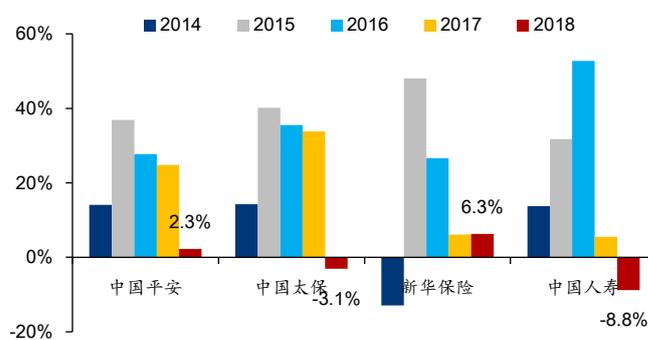
代理人规模下滑，未来有望实现稳中小幅增长的态势。除新华保险代理人规模小幅上涨6.3%外，其他三大险企均有不同程度的下滑，主要受新单销售动能不足，导致代理人脱落率提升，2018年末中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿个险代理人规模分别为142万人、84万人、37万人和144万人。我们认为随着新单销售环境转好，未来规模有望实现稳中小幅增长的态势，队伍质态提升将成为主要的发力方向。

图表18: 代理人规模有小幅滑落



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

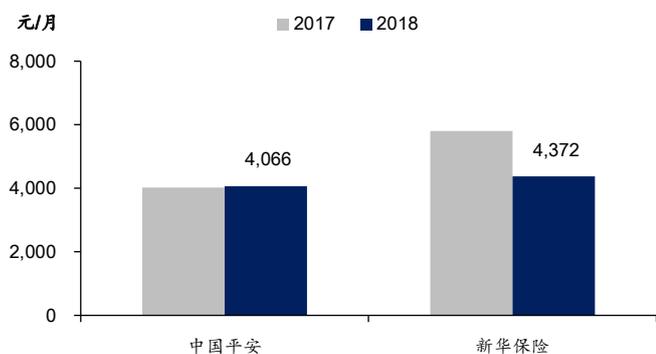
图表19: 代理人增长放缓



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

压力下主动转型，队伍质态有所提升。代理人队伍在年金险销售困难的局面下，主动转型销售健康险等长期保障险以提升产能，稳定收入水平。通过销售价值率更高的保障险，中国平安代理人人均NBV同比提升1.1%；中国太保核心队伍持续增长，月均健康人力和绩优人力分别为31.2万人和14.9万人，分别同比+25.8%和+14.6%；新华保险月均举绩人力17.5万人，同比+15.9%，月均举绩率52.8%，同比+6pct；中国人寿月均有效销售人力同比+2.6%，其中月均销售特定保障型产品人力规模大幅增长，同比+43.4%。

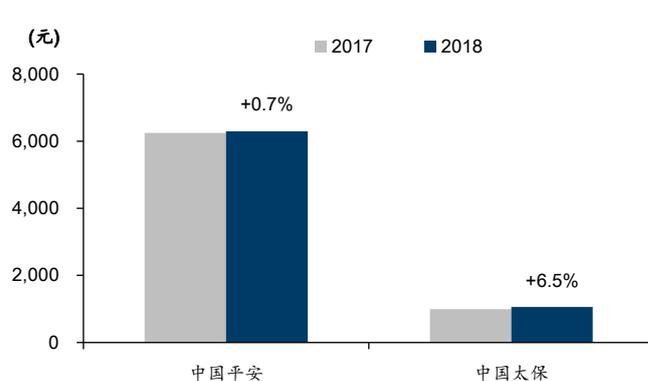
图表20: 代理人产能表现各异



注: 平安为月均人均NBV, 新华为月均人均首年保费。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表21: 代理人收入小幅增长



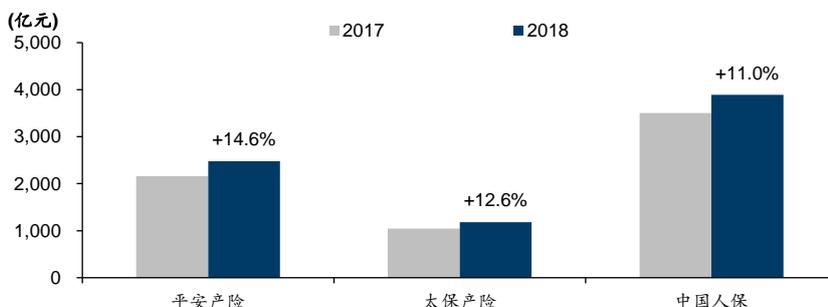
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 产险保费平稳增长，维持承保盈利

### 保费收入平稳增长，非车险增速较快

产险总保费稳健增长，行业领先地位巩固。平安产险、太保产险与人保财险 2018 年分别实现保费 2474 亿元、1178 亿元和 3888 亿元，同比分别增长 14.6%、12.6%和 11.0%，市场份额分别为 21%、10%和 33%，继续保持行业领先地位。

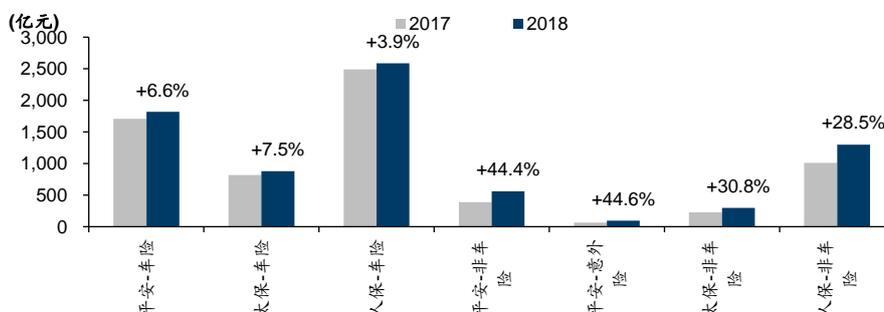
图表22：产险总保费稳健增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

新车销量乏力拖累车险业务，非车险增长动能强劲。平安产险、太保产险与人保财险的车险业务分别增长 6.6%、7.5%和 3.9%，实现保费 1818 亿元、880 亿元和 2589 亿元。相较之下，非车险增长势头强劲，其中平安、太保与人保非车险业务分别增长 44.4%、30.8%和 28.5%，虽然规模上较车险仍有一定差距，但在新车销量乏力的背景下，未来有望成为产险重要的业绩增长极。

图表23：非车险增长动能强劲

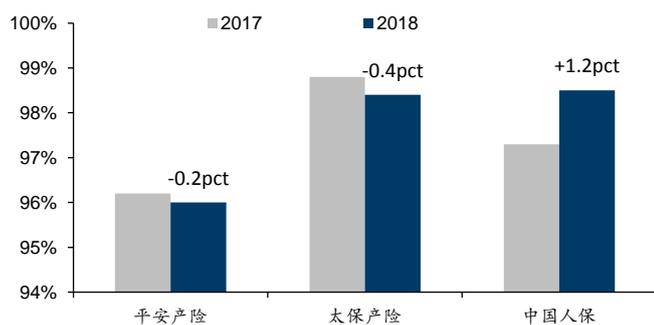


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 综合成本率改善，税负影响有望逐步缓释

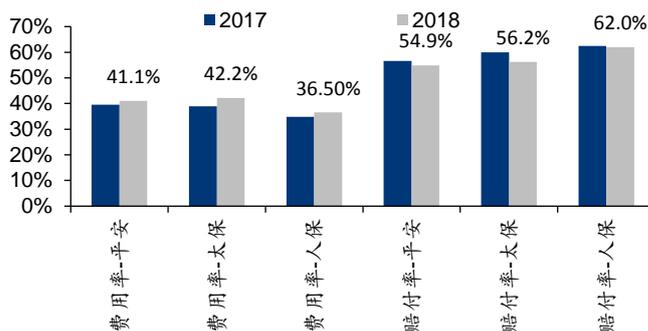
盈利能力优良，费用率小幅提升但赔付率改善显著。平安产险、太保产险和人保财险 2018 年综合成本率分别为 96.0% (-0.2pct)、98.3% (-0.4pct) 和 98.5% (+1.2pct)，整体盈利能力优良。对综合成本率拆分来看，受中小车险竞争影响，费用率有小幅提升，但商用车费改下，道德风险和逆选择降低进一步助力赔付率下降。我们认为在报行合一推进下，大型险企后续有望充分发挥自身科学定价及风险控制能力，提升市场份额，拓展利润空间，综合成本率有望进一步改善。

图表24：上市产险公司综合成本率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表25：上市产险公司费用率和赔付率



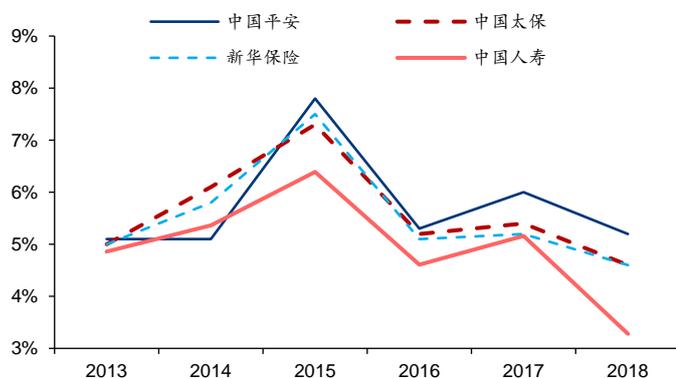
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**手续费集中计提导致税率抬升，一次性影响有望逐步缓解。**去年三季度在财税 29 号文推进下，各大险企对手续费集中计提导致应纳税所得额大幅增加，平安产险、太保产险和人保财险综合税率年末分别达 37.1%、46.3%和 33.9%，分别同比大幅提升 7.9pct、8.9pct 和 6.8pct，但较三季度情况已有所改善。我们认为一次性影响已基本释放充分，利润增长有望重回正常水平。

## 权益市场下滑拖累收益，优化配置分散风险

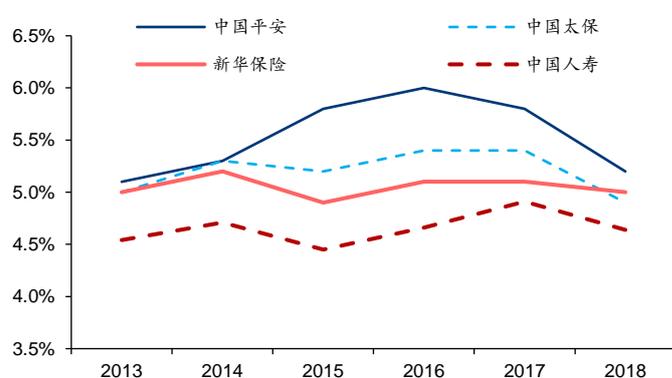
投资资产规模保持增长，受权益市场波动影响，总投资收益率大幅下降。中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿2018年底投资资产分别达2.79万亿元(+14.4%)、1.23万亿元(+14.1%)、6998亿元(+1.7%)和3.1万亿元(+12.7%)，保险投资资产规模保持增长。受资本市场大幅下滑影响，总投资收益率下降明显，中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿2018年总投资收益率分别达5.2%(-0.8pct)、4.6%(-0.8pct)、4.6%(-0.6pct)和3.3%(-1.9pct)，其中中国人寿投资收益率下滑程度最为明显，主要是因为投资资产买卖价差收益和公允价值变动损益从2017年的盈利90亿元变为2018年的亏损297亿元所致。但以固收配置为主的险资利息收入较为稳定，净投资收益率小幅调整，中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿2018年净投资收益率分别为5.2%(-0.6pct)、4.9%(-0.5pct)、5.0%(-0.1pct)和4.6%(-0.3pct)。我们预判今年权益端趋暖，对投资收益表现有正向贡献效应。

图表26：上市险企总投资收益率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表27：上市险企净投资收益率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

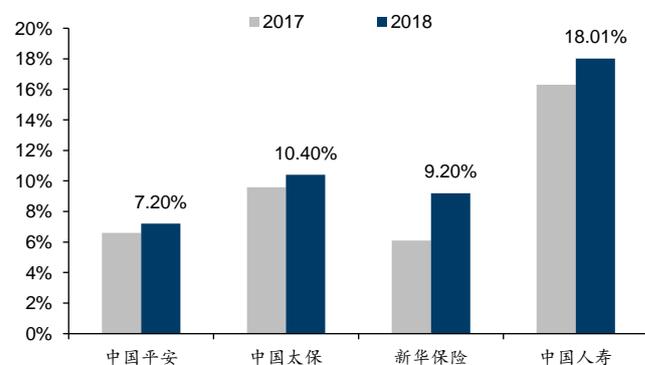
定存增长现金减少，资金运用效率提升。2018上半年利率高位水平，各大险企抓住机遇配置了一定量的协议存款，整体收益率约5.5%，较为可观。中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿2018年定期存款资产均有所提升，占比分别达7.2%(+0.6pct)、10.4%(+0.8pct)、9.2%(+3.1pct)和18%(+1.7pct)。同时现金类资产占比下滑，资金运用效率不断提升，中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿2018年现金及其等价物占比分别达4.1%(-1.6pct)、3.7%(+0.9pct)、1.3%(同比持平)和2%(-1.13pct)。

图表28：上市险企投资现金及现金等价物占比情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表29：上市险企投资定期存款占比情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

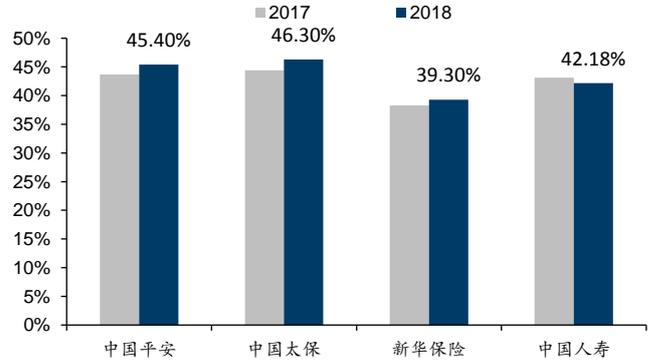
**把握利率年内相对高点，加强固收类资产配置。**2018年市场利率前高后低，国债利率显著下行，信用利差短端回落，长端保持稳定，各险企都积极在利率高位增配长久期固定收益资产，优化资产负债匹配。中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿2018年投资债券占比分别为45.4%(+1.7pct)、46.3%(+1.9pct)、29.3%(+1.0pct)和42.2%(-0.97pct)。其中国寿主要策略是提高定期存款和债权型金融产品的占比，新华主要加大利率债和铁道债的配置力度。

图表30： 2018年1年期及10年期国债收益率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31： 上市险企投资债券比例

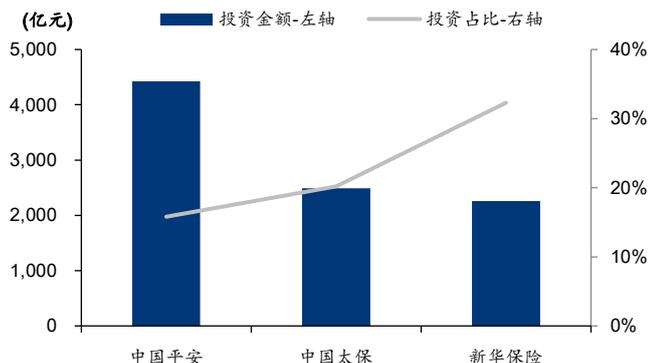


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**全面评估信用风险，把握优质信用债投资机会。**各大险企年内对存量信用债进行全面核查，从资产配置、准入管理、动态检视等方面进行全流程评估和管控，整体公司债信用水平较好。中国平安2018年公司债占比仅为5.8%，AA及以上达92%，其中AAA评级达80%，整体评级水平同比有所上升；中国太保企业债及非政策性银行金融债评级AA/A-1级及以上占比达99.8%，其中AAA级占比达91.6%；新华保险境内非政策性银行金融债信用评级均为AA/A-2或以上；中国人寿99.9%的企业债与次级债信用评级为AA/A-2或以上。

**严格把控非标投资风险，提升整体收益水平。**中国太保2018年末投资非标资产规模达2487亿元，占总投资资产20.2%(+1.4pct)；新华保险非标资产规模达2261亿元，占比32.3%(-2.7pct)，其中非标债权投资资产为1847亿元；中国平安非标债权类资产规模达4422亿元，占总投资资产15.8%。同时从资产配置、品种选择和投后管理等几方面进行把控，加强风险管理。2018年新华保险存量非标资产AAA级占比达95.1%；中国太保AAA级占比为95.2%，AA+级占比为99.9%。中国平安优选标的，非标类资产多选择经济发达地区及符合国家产业政策导向的行业并优选行业龙头，比如基建行业(占比34.7%)等，规避高风险，服务实体经济。平安非标债权类资产总投资收益率达5.84%，其中投资煤炭开采行业名义收益率为7.20%，不动产行业名义收益率为6.14%。

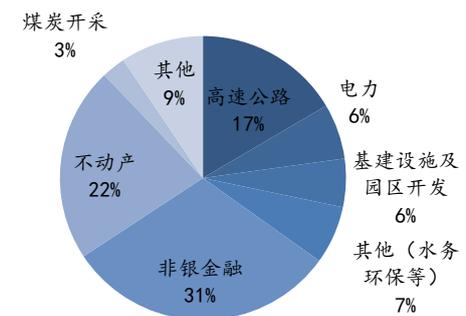
图表32： 平安、太保和新华投资非标资产规模及占比



注：平安为非标债权类资产规模，太保和新华为非标类投资资产规模

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33： 2018年中国平安非标债权资产分布



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

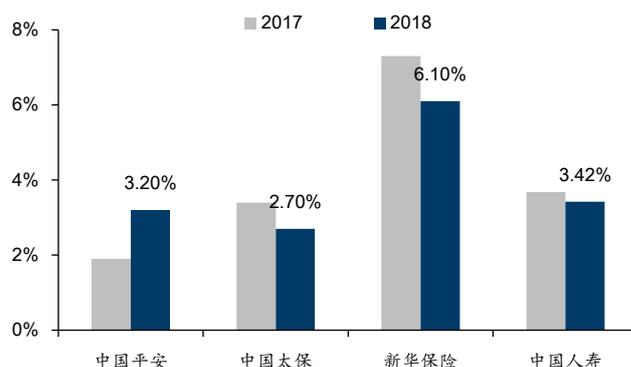
**积极应对权益市场大幅下跌，降低股票占比。**2018年受中美贸易摩擦以及宏观经济下行等内外共同影响，股市自一月份到达阶段高点之后，一路单边下跌，全年上证综指下跌25%。上市险企在此环境之下，皆主动降低权益类投资占比，中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿2018年股票投资占比分别为8.3% (-2.8pct)、4.1% (-1.4pct)、4.6% (-1.2pct)和5.75% (-0.6pct)，其中中国平安在2017年大幅加仓蓝筹后股票仓位降幅最为显著。险企投资基金比例较为平稳，中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿2018年投资比例分别为3.2%、2.7%、7.3%、3.4%。

图表34：上市险企投资股票占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表35：上市险企投资基金占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 甄选个股，精选行业龙头标的

**逻辑一：保障险占比高，负债结构优异的新华保险。**公司以健康险作为主推，2018年长险新单中健康险占比高达59%，推动新业务价值率大幅提升8.3pct至48%。此外“以附促主”销售策略取得超预期效果，2018年附加险规模约33亿元，YoY+71%，代理人收入将得到有效的提升，利于代理人留存与队伍发展。公司对精算假设做了更为谨慎的调整，未来价值增长更趋稳健，看好健康险未来发展空间。预计2019-21年EVPS分别为65.27元、76.19元和88.41元，对应P/EV为0.92x、0.79x和0.68x，给予其2019年1.1-1.2xP/EV，目标价格区间71.80-78.32元，维持“买入”评级。

**逻辑二：业务结构优化，综合保险布局的中国太保。**纯寿险公司对利率敏感性较大，中国太保寿险与产险业务共同推进，其中2018年寿险长期保障险新业务同比增长7.7%，新单中占比提升7.4pct至49.1%，产品结构持续向高价值转型，全年价值率同比提升4.3pct至43.7%，其中传统寿险价值率大幅提升10.1pct至78.4%。公司在年中将未来投资收益率假设提高至5%，夯实了EV的增长基础。预计2019-21年EVPS分别为43.62元、51.10元和59.70元，对应P/EV为0.83x、0.70x和0.60x，给予其2019年1.0-1.1xP/EV，目标价格区间43.62元-47.98元，维持“买入”评级。

**逻辑三：NBV大幅增长，管理层履新后加速改革的中国人寿。**公司在2019年开门红阶段推出高现价产品，推动前两个月总保费大幅提升22%，我们认为一季度NBV有望实现30%以上的高速增长。公司新一届管理层到位后加速推进“重振国寿”发展战略，看好转型推进下的发展前景。预计2019-21年EVPS分别为32.49元、37.63元和43.63元，对应P/EV为0.93x、0.80x和0.69x，给予其2019年1.0-1.1xP/EV，目标价格区间32.49元~35.74元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差利源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com