



## 强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
中国人寿	601628.SH	30.12	增持
中国平安	601318.SH	80.59	买入
中国太保	601601.SH	36.00	增持
新华保险	601336.SH	60.00	增持

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年4月8日当地货币收市价为标准

# 保险行业 2018 年报综述

## 回归保障业务价值率提升,投资环境改善可期

**2018 年权益市场低迷,投资收益下降拖累业绩。寿险产品结构优化明显,聚焦个险,聚焦保障型产品,新业务价值率得到有效提升。保费节奏均衡化的趋势将在 2019 年继续,权益市场回暖,利率环境企稳,行业整体环境边际改善,估值仍在底部区域。**

- 价值表现整体平稳:** 1) 权益市场拖累投资收益,四家上市险企合计归母净利润同比增速下滑至 2.4%; 2) 除中国平安之外,其余三家净资产同比增速放缓,主要原因是净利润增速放缓,资产浮盈持续消耗,部分资产公允价值下降; 3) 各家险企保险产品结构转型战略不同,内含价值、新业务价值增速分化较大。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险在 2018 年分别实现内含价值 10,025/7,950/13,361/1,732 亿元;较年初分别增长 21.5%/8.3%/17.5%/12.8%;新业务价值 723/495.5/271/122 亿元;同比增速为 7.3%/-17.6%/1.5%/1.2%。
- 负债端结构转型明显,新业务价值率提升:** 1) 2018 年受政策影响及代理人增员承压,行业整体新单保费下降,续期保费拉动下总保费保持增长。2018 年人身险行业原保险保费收入 26,261 亿元,同比增长 0.9%。四家险企共实现 16,996 亿元,同比增长 12.7%,四家上市险企市占率同比上升 5 个百分点至 49.8%。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险保费收入同比增长 18.9%/4.7%/14.3%/11.9%,均领先于行业 0.8% 的增速; 2) 上市险企聚焦个险渠道,银保渠道均有所压缩,其中中国人寿以及中国太保压缩明显,银保渠道占比分别下降 34.7/30.4 个百分点; 3) 分红险、万能险增速下降,聚焦保障型保险,改善产品结构,提升新业务价值率; 4) 中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别在 2018 年实现全年新业务价值率 43.7%/42.2%/43.7%/47.9%,同比分别提升 4.4/-5/4.3/8.2 个百分点。
- 权益市场低迷拖累投资收益:** 1) 2018 年债市、股市整体下行,险企投资收益率承压,四家险企均有下滑;中国平安及中国人寿由于权益类资产规模较大,受市场冲击影响较大; 2) 受公允价值变动影响,资产减值损失加剧; 3) 新会计准则下,中国平安计入 FVPL 的资产规模加大,公允价值损益波动加剧,影响投资收益。

### 投资建议

- 2019 年权益市场显著回暖,债市企稳,预计险企投资端有望大幅回暖。险企持续转型保障型产品,且保费收入节奏更为均衡,全年保费增速有望保持"前低后高",新业务价值率有望稳中有升。目前 2019 年行业 PEV 为 1.05,行业估值仍然位于底部区域。重点推荐中国平安及新华保险。**

### 风险提示

- 保障型保险产品保费增速不及预期;市场波动对行业业绩、估值的双重影响;利率下行带来的险企投资不确定性。**

### 相关研究报告

《保险行业 2018 年三季报综述》 20181105  
《保险行业 2018 年半年报综述》 20180904

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 保险

王维逸

021-20328591

weyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

## 目录

<b>1 权益市场波动拖累业绩，价值表现相对平稳</b> .....	<b>4</b>
1.1 净利润同比增速放缓 .....	4
1.2 公允价值减少导致净资产同比增速下降 .....	4
1.3 内含价值及新业务价值增速分化 .....	5
<b>2 负债端结构转型提升新业务价值率</b> .....	<b>7</b>
2.1 保费收入增速放缓，续期保费拉动明显 .....	7
2.2 个险渠道占比继续提升 .....	8
2.3 寿险代理人增员困难，转向扩容提质 .....	11
<b>3 投资端承压，险企资产负债管理受考验</b> .....	<b>12</b>
3.1 2018 年债市、股市整体下行 .....	12
3.2 投资收益率全线下滑 .....	12
<b>4 投资建议</b> .....	<b>15</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>16</b>



## 图表目录

图表 1. 2014-2018 年上市险企归母净利润 .....	4
图表 2. 2014-2018 年上市险企归母净利润增速 .....	4
图表 3. 2015-2018 年上市险企公司净资产 .....	5
图表 4. 2018 年上市险企浮盈浮亏 .....	5
图表 5. 2014-2017 年上市险企内含价值增速 .....	6
图表 6. 2014-2018 年上市险企新业务价值增速 .....	6
图表 7. 2018 年上市险企剩余边际 .....	6
图表 8. 2015-2018 年上市险企保险保费收入 .....	7
图表 9. 2018 年上市险企当月保费及增速 .....	7
图表 10. 2017-2018 年上市险企个险渠道保费规模 .....	8
图表 11. 2014-2018 年上市险企首年保费增速 .....	8
图表 12. 2014-2018 年上市险企续期保费增速 .....	8
图表 13. 2018 年上市险企代理人/银保/团险渠道保费占比 .....	9
图表 14. 2017/2018 年上市险企新业务价值率及变动 .....	10
图表 15. 2017-2018 年上市险企各险种保费收入/规模及同比增速 .....	10
图表 16. 2014-2018 年上市险企分红险增速对比 .....	10
图表 17. 2014-2018 年上市险企健康险增速对比 .....	10
图表 18. 2014-2018 年上市险企代理人数量 .....	11
图表 19. 2015-2018 年上市险企代理人环比增速 .....	11
图表 20. 2018 年十年国债收益率走势 .....	12
图表 21. 2018 年上证综指走势 .....	12
图表 22. 2015-2018 年上市险企总投资收益率 .....	13
图表 23. 2015-2018 年上市险企净投资收益率 .....	13
图表 24. 2017-2018 年上市险企投资资产规模及占比 .....	13
图表 25. 2017-2018 年上市险企资产减值损失 .....	14
图表 26. 2017-2018 年上市险企以公允价值变动净收益 .....	14
图表 27. 2014-2019 年行业 PEV 走势 .....	15
图表 28. 上市险企估值表 .....	15

## 1 权益市场波动拖累业绩，价值表现相对平稳

### 1.1 净利润同比增速放缓

2018年四家上市保险公司合计实现归母净利润144,740亿元，同比增幅收窄仅为2.4%。其中，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险的2018年归母净利润分别为107,404/11,395/18,019/7,922亿元，同比增速分别为20.6%/-64.7%/22.9%/47.2%。中国人寿归母净利润增速下滑明显，主要受投资端波动较大影响，中国平安及中国太保归母净利润增速较为稳定，新华保险整体因准备金折现率释放利润引归母净利润大幅增长。

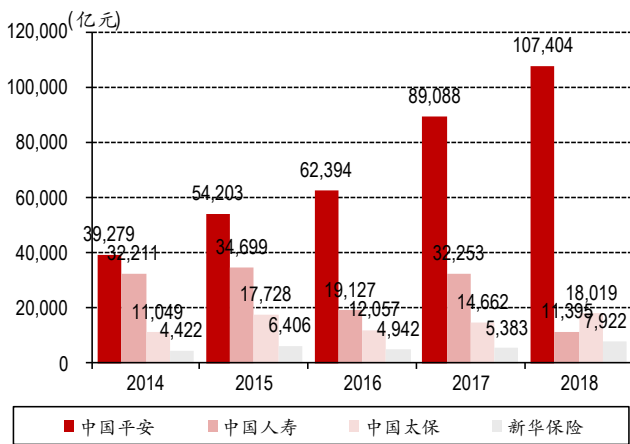
2018年利润增速差异较大的原因是：

受到权益市场波动影响，整体投资收益下降，各家公司以公允价值计量的金融资产规模不同；

部分险企计提大额减值损失，公允价值变动造成的投资收益亏损加剧；

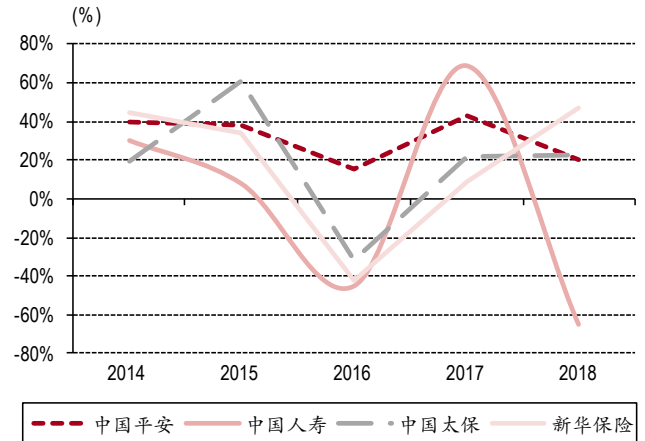
个险渠道增员承压，保费收入增速放缓。

图表 1. 2014-2018 年上市险企归母净利润



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 2014-2018 年上市险企归母净利润增速

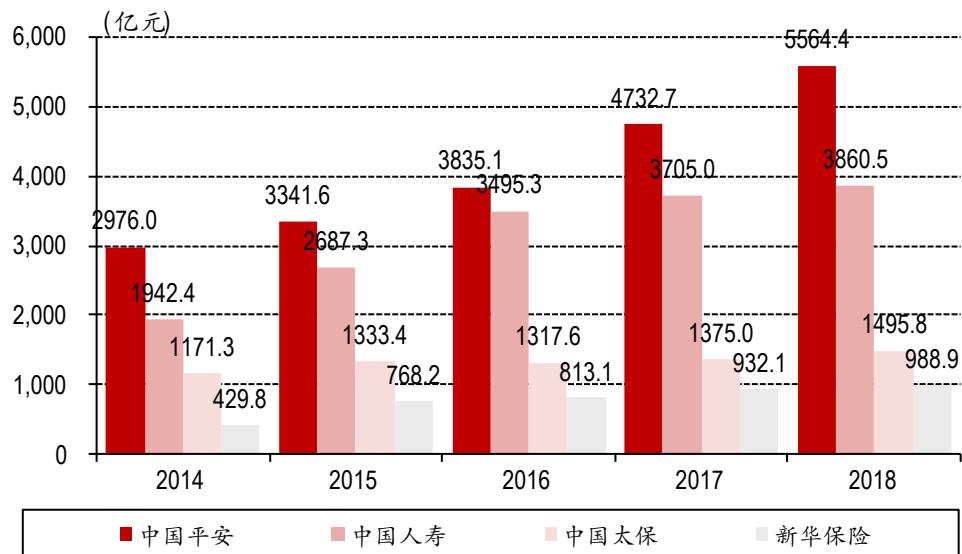


资料来源：公司公告，中银国际证券

### 1.2 公允价值减少导致净资产同比增速下降

2018年上市险企共计实现净资产11,907.7亿元，较2017年同比增长10.8%。其中，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险净资产分别实现净资产5564.4/3860.5/1495.8/988.9亿元，同比增长17.6%/4.2%/8.8%/6.1%。除中国平安净资产增速明显外，其余三家净资产同比增速放缓，主要原因是净利润增速放缓，资产浮盈持续消耗，部分资产公允价值减少等。

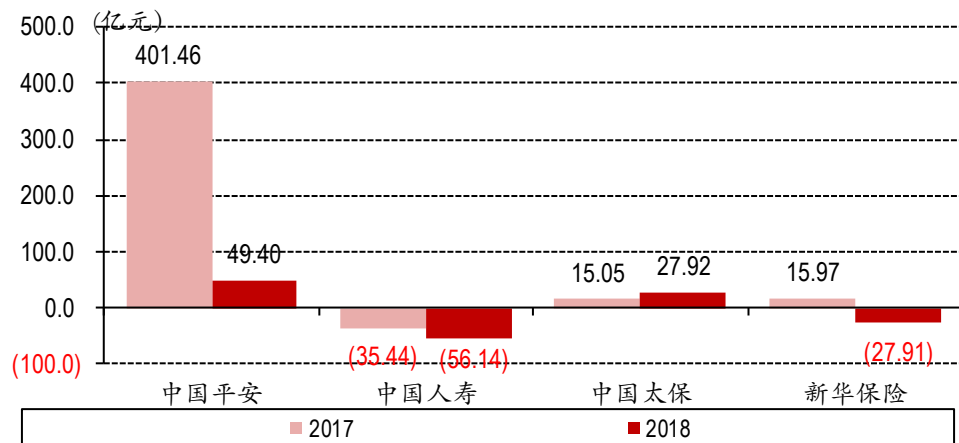
图表 3. 2015-2018 年上市险企公司净资产



资料来源：公司公告，中银国际证券

2018 年上市险企可供出售金融资产公允价值持续下滑，累计浮盈消耗加大。中国平安其他综合收益由 401.5 亿元大幅下降至 49.4 亿元，主要受会计准则变化影响（留存收益大幅增加）。中国太保其他综合收益 27.9 亿元，较年初大幅增长 85.5%，预计主要受益于债券配置比例较高。中国人寿浮亏加大，其他综合收益自 2017 年浮亏 35.4 亿元扩大到 56.1 亿元，同比增长 58.4%。新华保险自 2017 年浮盈 16.0 亿元，下降至亏损 27.9 亿元，同比变动-274.8%。

图表 4. 2018 年上市险企浮盈浮亏



资料来源：公司公告，中银国际证券

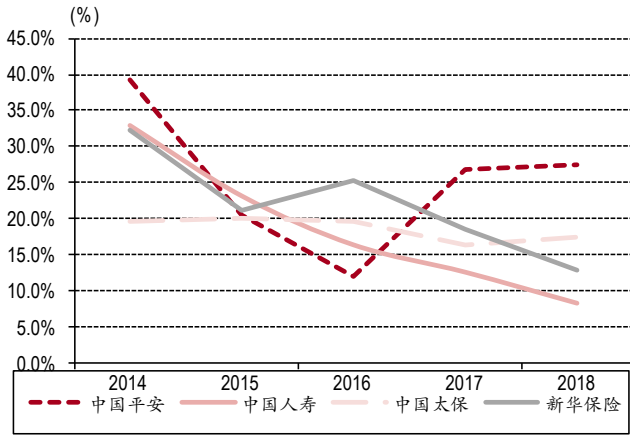
### 1.3 内含价值及新业务价值增速分化

各家险企保险产品结构转型战略不同，内含价值、新业务价值增速分化较大。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险在 2018 年分别实现内含价值 10,025/7,950.5/3,361.4/1,732 亿元；较年初分别增长 21.5%/8.3%/17.5%/12.8%。中国平安受益于新单保费增速率先转正、领先转型业务质量较高的长期保障型保险，实现新业务价值率及调整后净资产的双项提升，内含价值高速增长。

2018 年，受益于新单价值持续优化，上市险企除中国人寿外，新业务价值均有提升。中国平安、中国人寿、中国太保及新华保险分别实现新业务价值 723/495.5/271/122 亿元；同比增速为 7.3%/-17.6%/1.5%/1.2%。

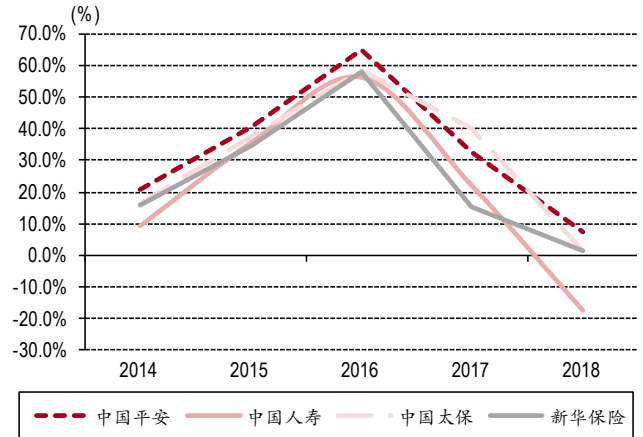
中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险全年新业务价值率分别为 43.7%/42.2%/43.7%/47.9%，同比提升 4.4/-5.4/3.8/2.2 个百分点，上市险企改变销售方式，产品结构持续优化，推动新业务价值率持续改善。

图表 5. 2014-2017 年上市险企内含价值增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

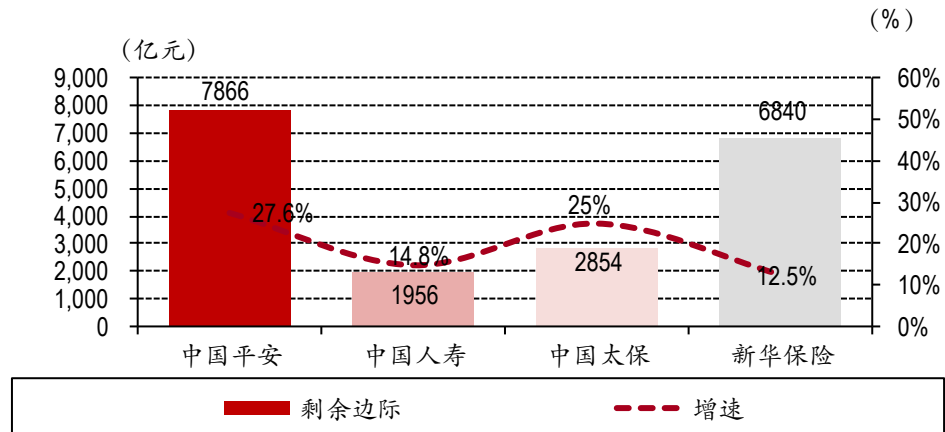
图表 6. 2014-2018 年上市险企新业务价值增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险年末剩余边际分别为 7,866/1,956/2,854/6,840 亿元，全年增速分别为 27.6%/14.8%/25%/12.5%。由于剩余边际是公司未来利润的现值，在未来一定期间内摊销稳定且不受资本市场波动影响。保障型产品的剩余边际相对较大，中国平安及中国太保剩余边际释放明显，是未来会计利润的稳定来源。

图表 7. 2018 年上市险企剩余边际



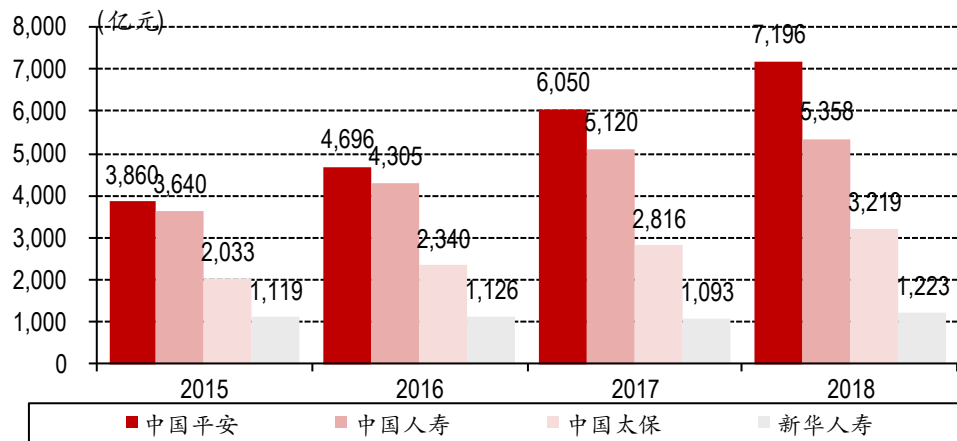
资料来源：公司公告，中银国际证券

## 2 负债端结构转型提升新业务价值率

### 2.1 保费收入增速放缓，续期保费拉动明显

2018 年根据银保监会数据统计，人身险行业原保险保费收入 26260.9 亿元，同比增长 0.8%。四家险企共实现原保险保费收入 16,996.4 亿元，同比增长 12.7%，整体增速由于行业份额提升，四家上市险企市占率同比上升 5 个百分点。中国平安、中国人寿、中国太保及新华保险分别为 7,195.6/5,358.3/3,219.0/1,222.9 亿元，同比增长 18.9%/4.7%/14.3%/11.9%。中国人寿因新单下降幅度较大，拖累整体保费增速仅为个位数。

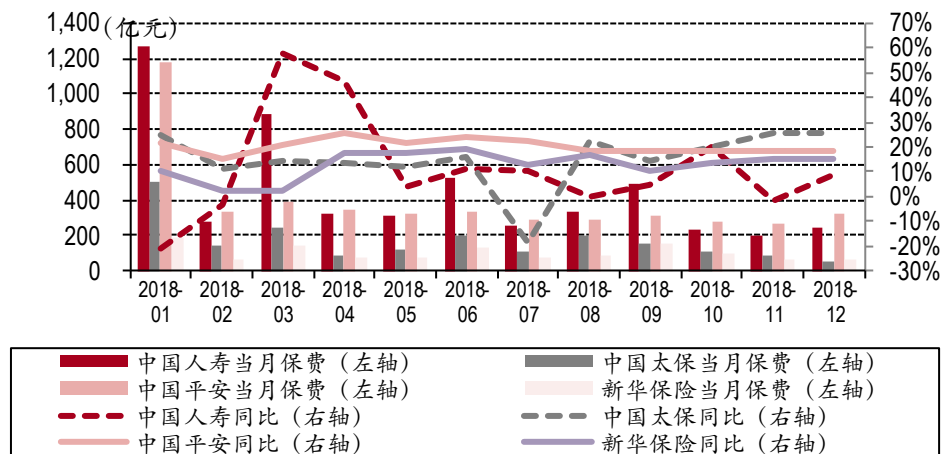
图表 8. 2015-2018 年上市险企保险保费收入



资料来源：公司公告，中银国际证券

2018 年上市险企坚持保险产品均衡，淡化开门红效应，转为执行季节性业务均衡的发展模式，全年保费稳定增长。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险全年月度保费收入增速平均值分别为 20.5%/11.3%/15.1%/12.8%，全年月度保费收入保持在两位数稳定增长，有助于保险公司整体正向发展。

图表 9. 2018 年上市险企当月保费及增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

## 2.2 个险渠道占比继续提升

### 2.2.1 个险首年保费负增长

中国平安及中国太保个险新单规模保费分别为 1307.2/467.0 亿元，同比增速分别为-4.3%/-5.6%。中国人寿及新华保险长期险首年保费收入分别为 795.1/160.8 亿元，同比增速分别为-12.3%/-27.2%。中国平安、中国太保以及新华保险续期保费收入分别为 3533.4/3169.3/1359.9/798.1 亿元，同比增速分别为 31.7%/25.0%/29.9%/26.1%。个险新单保费整体下滑，续期保费增速在近 5 年期间持续增长，续期成为拉动保费收入的主力。

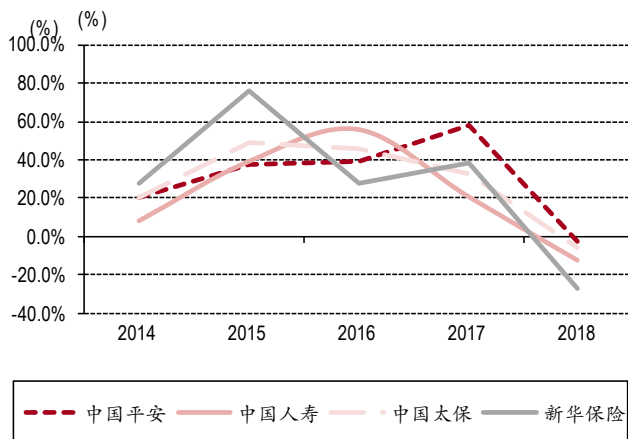
2018 年部分险企有意识削减趸交业务，中国平安、中国人寿以及新华保险趸交业务分别为 63.2/2.7/0.6 亿元，同比下调 30.0 个百分点以及 84.2 个百分点。中国太保因 2016-2017 年间已完成趸交业务转型，2018 年趸交业务为 41.9 亿元，同比增长 74.5%。

图表 10. 2017-2018 年上市险企个险渠道保费规模

中国平安 (人民币: 百万)	个险渠道	个险新单规模保费	其中: 期缴业务	*趸交业务	续期业务
2017	455,611	136,657	128,437	8,220	268,259
2018	548,555	130,715	124,394	6,321	353,343
同比增速(%)	20.4	(4.3)	(3.1)	(23.1)	31.7
中国人寿 (人民币: 百万)	个险渠道	长险首年保费	首年期交	趸交	续期业务
2017	353,668	90,629	90,240	389	253,586
2018	408,278	79,513	79,241	272	316,930
同比增速(%)	15.4	(12.3)	(12.2)	(30.0)	25.0
中国太保 (人民币: 百万)	个险渠道	个险新单规模保费	其中: 期缴业务	*趸交业务 <sup>1</sup>	续期业务
2017	154,195	49,484	47,083	2,401	104,711
2018	182,693	46,704	42,515	4,189	135,989
同比增速(%)	18.5	(5.6)	(9.7)	74.5	29.9
新华保险 (人民币: 百万)	个险渠道	其中: 长期险首年保费	期缴业务	趸交业务	续期业务
2017	87,283	22,097	21,731	366	63,272
2018	99,166	16,078	16,020	58	79,808
同比增速(%)	13.6	(27.2)	(26.3)	(84.2)	26.1

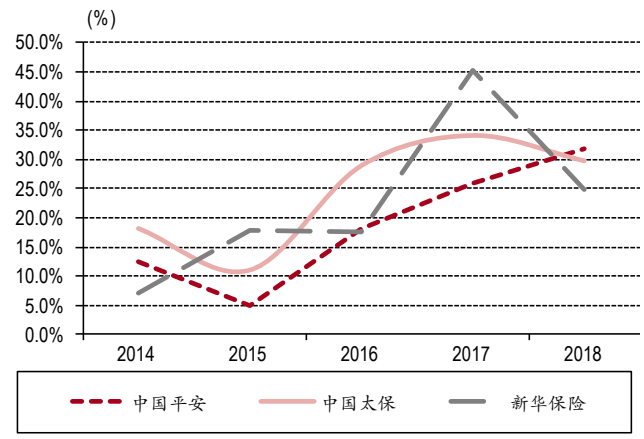
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 11. 2014-2018 年上市险企首年保费增速



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 12. 2014-2018 年上市险企续期保费增速



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

<sup>1</sup> 中国平安及中国太保趸交业务为中银国际证券测算





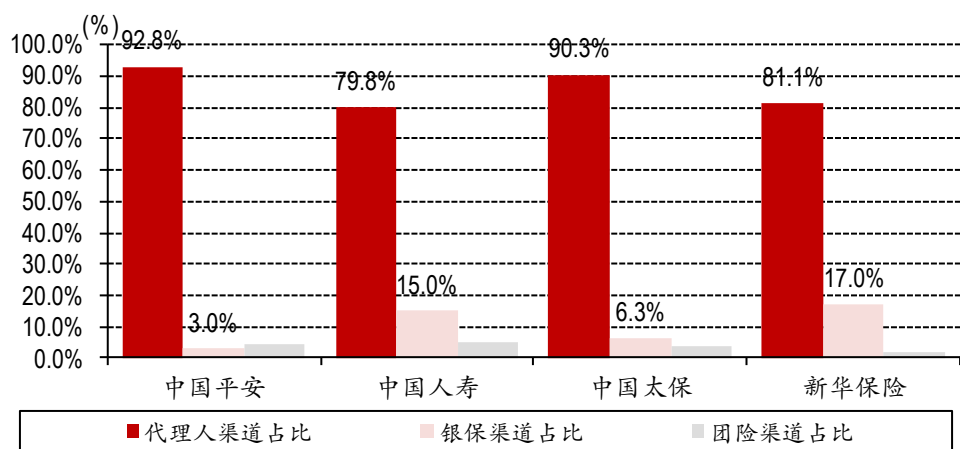
### 2.2.2 个险渠道占比继续上升

2018 年上市险企保费收入各渠道占比中，个险渠道是保险保费收入的主要贡献渠道。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险代理人渠道分别贡献原保险保费收入 4840.6/4082.8/1826.9/991.7 亿元。

代理人渠道占保费收入占比分别为：92.8%/79.8%/90.3%/81.1%，同比分别增长 0.9/11.3/2.8/1.5 个百分点。上市险企在 2018 年调整渠道布局，普遍收缩银保渠道。2018 年中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险银保渠道保费收入分别为 155.0/768.4/127.3/ 207.9 亿元，占比分别为 3.0%/15.0%/6.3%/17.0%，同比下滑 11.9/ 34.7 个/30.4/ 6.8 个百分点。

中国人寿以及新华保险因过去依赖银保渠道销售，银保渠道占比较其他两家高，转型个险渠道尚需时日，但压缩银保趋势明显。

图表 13.2018 年上市险企代理人/银保/团险渠道保费占比



资料来源：公司公告，中银国际证券

### 2.2.3 保险产品结构优化，保障型业务推动价值提升

上市险企保险产品结构也在不断变化，健康险逐渐成为重点销售产品。从险种分布来看，2018 年上市险企主要产品增长点在于长期健康险以及传统寿险，分红险、万能险增速整体放缓，但不同公司有所分化：中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险 2018 年长期健康险增速分别为 36.1%/23.5%/59.9%/36.2%，整体呈现高增速趋势。四家险企传统寿险增速分别为 26.8%/1.8%/31.6%/13.5%，除中国人寿外，其余三家增速均在两位数以上。

而分红险及万能险增速逐步放缓，中国平安、中国太保以及新华保险 2018 年分红险增速分别为 10.9%/6.2%/-4.2%，在 2018 年利率下行趋势下，分红险的负债利率成本使得规模受到一定影响，同时由于监管引导保障型产品结构改革，上市险企逐步趋向于分红险及传统寿险的平衡，更多侧重于价值贡献较大的健康险及传统寿险。

保险公司逐步转型，从原有分红险及万能险转化聚焦于业务价值较高的长期保障型产品，有助于公司完善寿险产品体系，实现新业务价值率的提升。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别在 2018 年实现全年新业务价值率 43.7%/42.2%/43.7%/47.9%，同比分别提升 4.4/-5/4.3/8.2 个百分点。中国人寿个险渠道下半年新业务渠道价值率较 2017 年同期提升 15.27 个百分点。

<sup>2</sup> 中国人寿新业务价值率为财报中个险渠道首年保费新业务价值率

<sup>3</sup> 中国太保采用财报中太保寿险新业务价值率

图表 14. 2017/2018 上市险企新业务价值率及变动

(%)	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
2017	39.3	47.2	39.4	39.7
2018	43.7	42.2	43.7	47.9
同比变动	4.4ppt	( 5ppt )	4.3 ppt	8.2 ppt

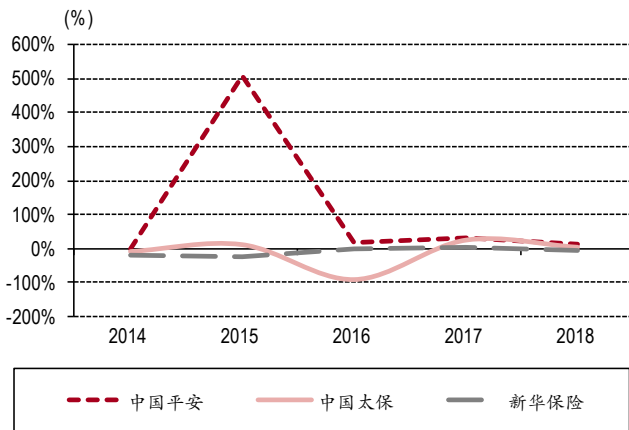
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 15. 2017-2018 年上市险企各险种保费收入/规模及同比增速

中国平安	分红险	万能险	传统寿险	长期健康险	短期意外	年金险	投连险
2017	187,374	98,790	79,218	66,205	34,537	8,189	1,582
2018	207,856	111,029	100,449	90,105	43,903	15,679	1,502
同比增速	10.9%	12.4%	26.8%	36.1%	27.1%	91.5%	(5.1%)
中国人寿	分红险	万能险	传统寿险	长期健康险	短期意外		
2017			429,822	67,708	14,436		
2018			437,540	83,614	14,672		
同比增速			1.8%	23.5%	1.6%		
中国太保	分红险	万能险	传统寿险	(长期健康)	短期意外	税延养老	
2017	111,117	57	53,368	20,650	11,086		
2018	117,952	94	70,230	33,010	14,101	37	
同比增速	6.2%	64.9%	31.6%	59.9%	27.2%		
新华保险	分红险	万能险	传统寿险	长期健康险	短期意外		
2017	51,860	40	24,712	31,262	1,420		
2018	49,687	41	28,038	42,571	1,949		
同比增速	(4.2%)	2.5%	13.5%	36.2%	37.3%		

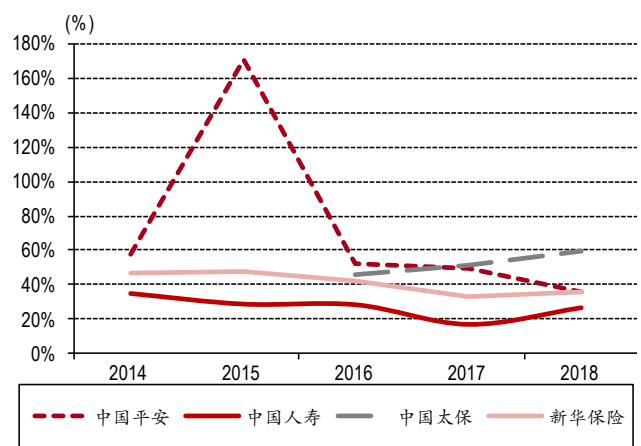
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 16. 2014-2018 年上市险企分红险增速对比



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 17. 2014-2018 年上市险企健康险增速对比



资料来源：公司公告，中银国际证券

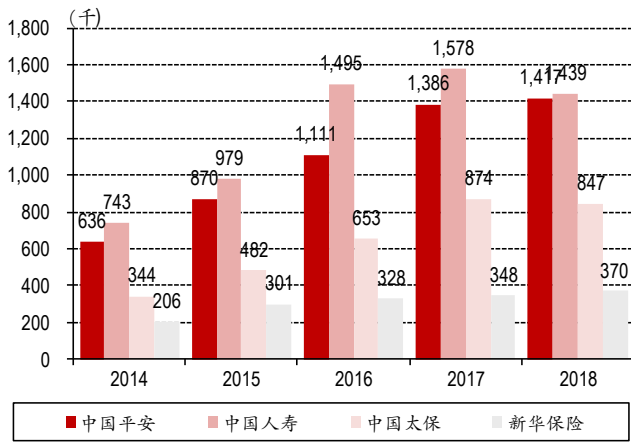
### 2.3 寿险代理人增员困难，转向扩容提质

截至 2018 年，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险代理人数量分别为 141.7/143.9/84.7/37.0 万人，同比增速分别为 2.3%/-8.8%/-3.1%/6.3%。

从增速来看，2018 年代理人增长放缓，中国人寿及中国太保代理人呈现负增长，拖累整体个险新单保费。中国平安呈现小幅正增长，新华保险由于代理人低基数原因，全年平稳小幅增长，增速领先其余三家。

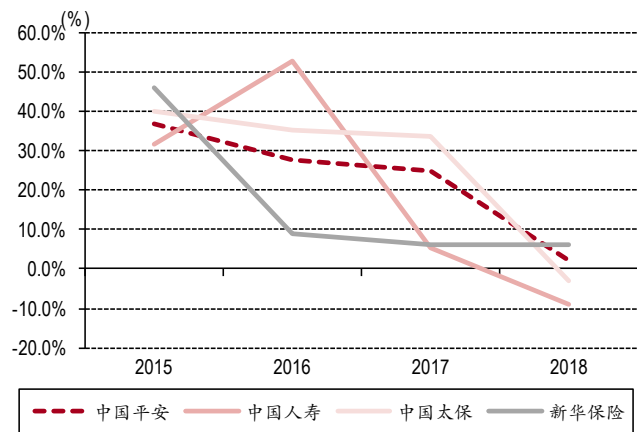
2018 年上市险企代理人产能普遍呈现不同幅度的提升，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险人均新业务价值分别为 48,789/34,434/31,995/33,000 元，同比增速为 1.1%/-9.7%/4.7%/-4.8%。其中，中国太保产能增速明显。中国太保 2018 年代理人人均产能增速较 2017 年提升 4.7 个百分点。新华保险因公司转型以及代理人数量增长较快，导致人均产能出现下降。但风险管理师理念提高了销售队伍的专业内含，代理人队伍举绩率达 52.8%，同比提升 6%，代理人队伍整体销售能力提升。

图表 18. 2014-2018 年上市险企代理人数量



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 19. 2015-2018 年上市险企代理人环比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

<sup>4</sup> 中国人寿、中国太保及新华保险人均产能为中银国际测算

### 3 投资端承压，险企资产负债管理受考验

#### 3.1 2018 年债市、股市整体下行

2018 年十年国债收益率呈下行态势，全年下降 17.29BP，全年平均收益率为 3.62% 左右。2018 年权益类市场持续低迷。上证综指整体成下行趋势，上证综指于一月到达年内高点 3559 点，二月后持续下行，全年下跌 25.52%。

图表 20. 2018 年十年国债收益率走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 2018 年上证综指走势



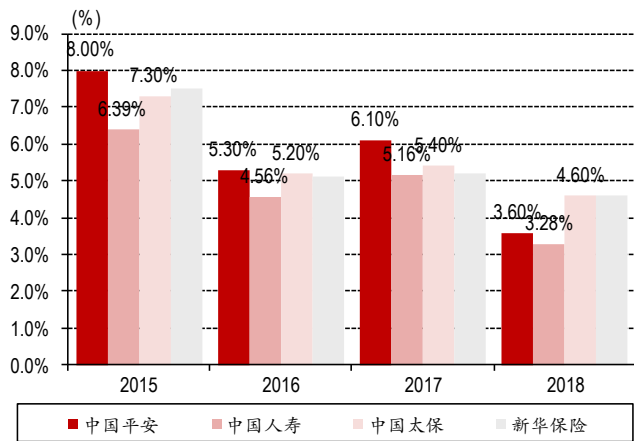
资料来源：万得，中银国际证券

#### 3.2 投资收益率全线下滑

2018 年上市险企投资收益率明显承压。2018 年中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别实现总投资收益率 3.6%/3.3%/4.6%/4.6%，同比下降 2.5 /1.9 /0.8 /0.6 个百分点。净投资收益率分别为 5.2%/4.6%/4.9%/5.0%，同比下滑 0.6 /0.3 /0.5 /0.1 个百分点。

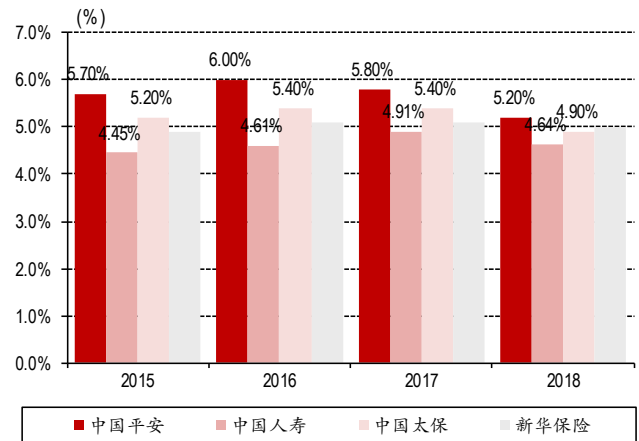
由于 2018 年债市、股市均处于下行通道，权益市场分红收入下降以及公允价值减值影响，上市险企总投资收益率下滑在预期之中。中国平安及中国人寿总投资收益率下降明显，主要由于权益类资产投资规模较大，受到冲击影响较强。

图表 22. 2015-2018 年上市险企总投资收益率



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 23. 2015-2018 年上市险企净投资收益率



资料来源：公司公告，中银国际证券

### 3.2.1 上市险企资产配置受考验

受市场波动影响，上市险企均在 2018 年调整股票投资。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险权益类资产占总投资资产占比分别为 11.7%/12.8%/12.4%/14.3%，分别下降 2.6/1.2/2.0/2.8 个百分点。中国人寿在权益类资产规模较大，占比处于同业可比较高水平，故 2018 年投资端受权益市场波动影响较大。中国太保权益类资产合计占比 12.4%，该项较行业内相比占比比较低且整体规模较小，因此投资端受到权益市场波动影响较小。

中国平安固定收益类资产占比较高，18 年上调 3 个百分点至 63.6%，共计 19,475.70 亿元，远超于其他三家上市险企，把握 18 年债券市场“前高后低”的走势，在一定情况下缓解投资端压力。中国人寿及中国太保同样在 18 年上调债券投资比例，上调 0.8/1.4 个百分点。新华保险 2018 年下调 3.5 个百分点占比至 56.8%，整体增持现金及定存 2.5 个百分点。

图表 24. 2017-2018 年上市险企投资资产规模及占比

(百万元)		现金及定存	固定收益类	权益类	其他类	总投资资产
中国平安	2017	302,243	1,628,463	384,245	134,523	2,688,658
	2018	340,420	1,947,570	358,017	136,438	3,061,721
	2017 年占比(%)	11.2	60.6	14.3	5.0	100.0
	2018 年占比(%)	11.1	63.6	11.7	4.5	100.0
	变动	(0.1)	3.0	(2.6)	(0.5)	0.0
中国人寿	2017	86,373	2,094,276	409,540	164,536	2,919,261
	2018	62,491	2,407,222	424,669	211,408	3,317,198
	2017 年占比(%)	3.0	71.7	14.0	5.6	100.0
	2018 年占比(%)	1.9	72.6	12.8	6.4	100.0
	变动	(1.1)	0.8	(1.2)	0.7	0.0
中国太保	2017	30,041	884,769	157,745	8,727	1,090,009
	2018	45,377	1,024,844	154,459	8,542	1,241,764
	2017 年占比(%)	2.8	81.2	14.5	0.8	100.0
	2018 年占比(%)	3.7	82.5	12.4	0.7	100.0
	变动	0.9	1.4	(2.0)	(0.1)	0.0
新华保险	2017	50,621	463,468	131,370	42,856	768,084
	2018	73,502	459,902	116,058	50,171	809,702
	2017 年占比(%)	6.6	60.3	17.1	5.6	100.0
	2018 年占比(%)	9.1	56.8	14.3	6.2	100.0
	变动(%)	2.5	(3.5)	(2.8)	0.6	0.0

资料来源：公司公告，中银国际证券

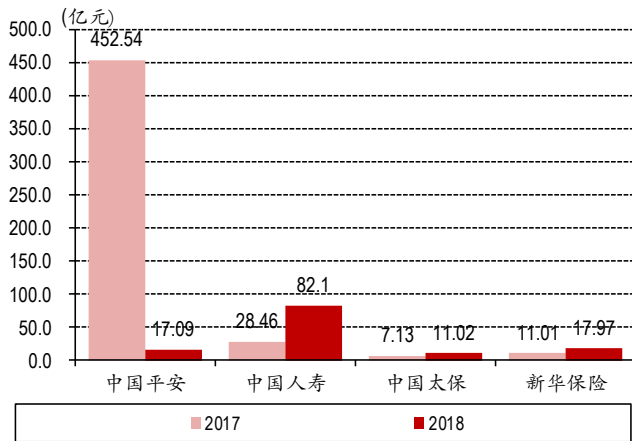
### 3.2.2 资产减值影响公允价值收益

受投资资产公允价值变动及资产减值影响，上市险企在 2018 年整体投资收益率均有下降。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险在 2018 年分别计提资产减值 17.1/82.1/11.0/18.0 亿元，同比变动幅度为-96.2%/188.5%/54.6%/63.2%。除中国平安因使用新会计准则计提资产减值下降外，其余三家均因为投资资产买卖价差及公允价值变动，计提资产减值扩大。

2018 年因交易性金融资产市值变动，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险公允价值损失分别为 282.8/81.5/21.7/3.8 亿元，同比下降 964.7%/310.6%/250.2%/405.6%。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险以公允价值计量并且计入当期损益的资产分别为 8,249.4/1,387.2/118.4/99.4 亿元，同比变动 484.0%/1.4%/-26.9%/57.2%。中国平安受到新会计准则分类影响，FVPL 类资产规模加大，以公允价值变动计入损益的资产增加，因此受到市场波动影响最大，公允价值变动损益波动加剧。

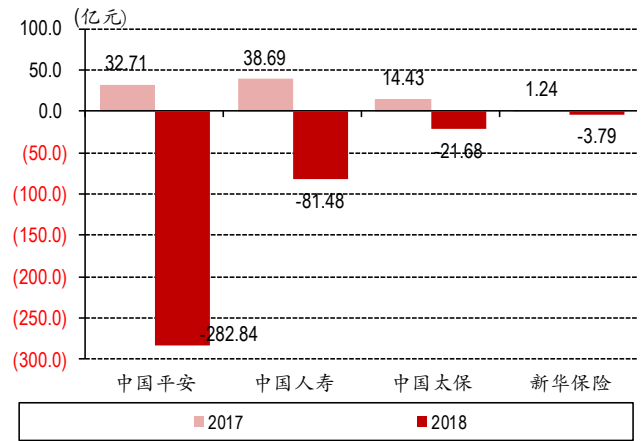
综合以上影响，上市险企在 2018 年公允价值计量的净收益并不理想，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险公允价值净收益分别为-282.8/81.5/21.7/3.79 亿元。中国人寿由于投资规模较大，以及权益类投资规模占比较高、资产减值变动较大，公允价值亏损明显。

图表 25. 2017-2018 年上市险企资产减值损失



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 26. 2017-2018 年上市险企以公允价值变动净收益



资料来源：公司公告，中银国际证券

## 4 投资建议

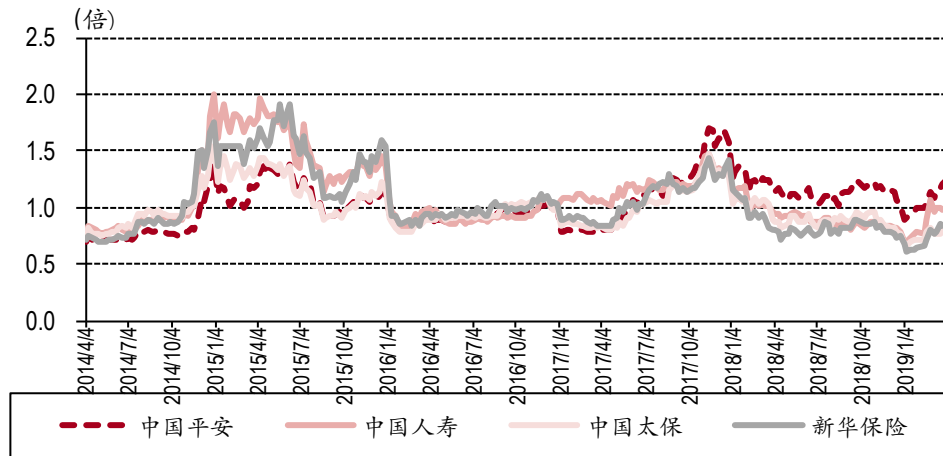
2019 年股市显著回暖，国债收益率企稳，保险公司权益类投资和固收类投资环境均显著改善，预计投资收益对全年业绩贡献有望大幅增加。

2019 年代理人职业资格登记清理可能会对个险渠道代理人规模带来一定的影响，代理人数量在短期可能出现阶段性负增长，但是代理人效率的提升有望带来价值增速改善。

2019 年保险公司趋向于淡化开门红效应，全年保费收入有望“前低后高”，各个季度更为均衡发展。重点关注二季度各险企新单及新业务价值表现。

行业估值仍然位于历史底部区间，目前 2019 年 PEV 为 1.05，处于历史中枢，重点推荐：中国平安及新华保险。

图表 27. 2014-2019 年行业 PEV 走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 28. 上市险企估值表

代码	公司	股价		2017	2018	2019E	2020E	2021E	评级
601628.SH	中国人寿	30.12	EVPS	23.07	25.97	29.09	32.87	37.48	增持
			P/EV	1.31	1.16	1.04	0.92	0.80	
			NBVPS	1.74	2.13	1.80	1.49	1.19	
			NBVX	17.26	14.16	16.76	20.19	25.24	
601318.SH	中国平安	80.59	EVPS	43.02	54.84	63.57	75.05	91.13	买入
			P/EV	1.87	1.47	1.27	1.07	0.88	
			NBVPS	3.68	3.95	4.43	5.04	5.81	
			NBVX	21.87	20.38	18.18	15.99	13.87	
601601.SH	中国太保	36.00	EVPS	31.58	37.09	42.67	49.21	57.43	增持
			P/EV	1.14	0.97	0.84	0.73	0.63	
			NBVPS	2.95	2.99	3.04	3.13	3.24	
			NBVX	12.21	12.03	11.84	11.48	11.13	
601336.SH	新华保险	60.00	EVPS	41.50	49.13	56.33	64.65	74.57	增持
			P/EV	1.45	1.22	1.07	0.93	0.80	
			NBVPS	3.35	4.35	3.67	3.71	3.77	
			NBVX	17.91	13.78	16.35	16.19	15.93	
<b>行业平均 PEV</b>					1.21	1.05	0.91	0.78	

资料来源：万得，中银国际证券

\*以 2019 年 4 月 8 日收市价为标准



## 5 风险提示

- 1) 保障型保险产品保费增速不及预期；
- 2) 市场波动对投资收益、估值的双重影响；
- 3) 利率下行带来的险企投资不确定性。



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371